

내부자거래 제한규정의 미적용행위에 관한 고찰\*  
—내부자거래유보와 대체적 내부자거래를 중심으로

장 근 영  
(한양대 법과대학 전임강사)

**【초 록】**

내부자거래 제한규정은 기업에 관한 공개되지 않은 중요한 정보를 지득한 자가 이를 이용하여 당해 기업의 증권을 거래하는 것을 금지함으로써 공정성과 시장에 대한 투자자의 신뢰를 확보하는 것을 그 목적으로 한다.

본 글에서는 현행 증권거래법의 적용을 받지 않지만 정보에 있어 우위를 점하는 자의 정보 이용행위라 할 수 있는 내부자거래유보와 대체적 내부자거래라는 두 가지 유형의 행위를 살펴보고 있다.

내부자거래유보와 관련하여 전통적 입장에서는 내부자가 미공개정보를 이용하여 거래를 유보함으로써 시장평균수익을 초과하는 이익을 얻을 수 있다고 생각해 왔으나 이러한 믿음은 잘못된 것일 수 있다. 즉 미공개정보를 지득한 상태에서 적극적 거래를 할 수 없는 내부자는 비록 동정보를 거래유보에 이용할 수 있다고 하더라도 최종적으로 대중주주보다 더 많은 이익을 얻지 못할 수 있다.

대체적 내부자거래는 현행법상 제한되지 않는 행위이므로 회사의 내부자는 당해 회사와 관련된 미공개정보를 이용하여 타회사의 주식을 거래하여 이익을 얻을 수 있다. 그러나 대체적 내부자거래로 인한 비용과 이익은 통상적인 내부자거래와 달리 상당 부분 외부화되므로 사회적으로 비효율적인 대체적 내부자거래가 발생할 가능성이 크다.

주제어: 내부자거래 / 내부자거래유보 / 대체적 내부자거래 / 규제대상행위 / 미공개정보 / 신인의무이론 / 정보유용이론 / 정보의 비대칭

**【차 례】**

I. 머리말

II. 내부자거래유보(Insider Abstention)

1. 내부자거래유보와 이익취득 가능성
2. 내부자거래유보의 적법성과 규제 논의
3. 내부자거래유보 규제의 타당성 분석
4. 검토와 제안

III. 대체적 내부자거래(Substitute Insider Trading)

1. 대체적 내부자거래와 이익취득 가능성
2. 대체적 내부자거래의 적법성
3. 대체적 내부자거래의 타당성과 규제의 필요성
4. 검토와 제안

IV. 맺음말

I. 머리말

통상적 의미의 내부자거래(Insider trading)란 기업에 관한 공개되지 않은 중요한 정보를 지

득한 자가 이를 이용하여 당해 기업의 증권을 거래하는 행위를 말한다.1) 이러한 내부자거래의 경제적 타당성에 대해 학문적 논쟁이 지속적으로 이어지고 있기는 하지만, 규제당국을 비롯하여 일반인들과 다수 학자들 사이에서는 내부자거래가 불공정하며 시장에 대한 일반투자자의 신뢰를 무너뜨린다는 공감대가 형성되어 있다. 이러한 공감대로 말미암아 증권시장에서 거래당사자들에게 동등한 기회를 부여하고 증권시장에 대한 투자자의 신뢰를 유지하기 위해 우리나라를 비롯한 다수의 국가들이 내부자거래를 규제하고 있다.2)

우리나라의 현행 증권거래법은 제188조 내지 제188조의3에서 내부자거래를 규제하고 있으며,3) 특히 제188조의2를 통해 내부자가 공개되지 아니한 중요한 정보를 이용하여 증권을 거래하는 것을 금지하고 있다.4) 증권거래법 제188조의2에 따른 내부자거래의 규제에 있어서 그 대상행위는 “유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 그 정보를 이용하거나 다른 사람으로 하여금 이를 이용하게 하는 행위”인데, 이러한 규제대상행위의 개념과 범위 및 개선방안에 대해서는 다수의 연구가 이루어지고 있다.5)

하지만 현행 증권거래법의 내부자거래 제한규정은 정보면에서 우위에 있는 자의 모든 증권거래 관련행위를 규제하고 있지는 않다. 즉 내부자거래 제한규정의 적용대상이 되지 않는 미공개정보의 이용행위가 존재할 수 있는 것이다. 본 글은 이러한 내부자거래 제한규정의 미적용행위와 관련하여 다음 두 가지 측면에 주목함으로써 정보격차의 이용행위에 대한 이해를 돕고, 증권거래에 있어서의 형평과 시장에 대한 신뢰유지를 위한 좀더 효율적이고 실질적인 내부자거래 규제의 방향을 찾고자 한다.

첫째, 내부자거래 규제의 일반적인 메커니즘은, 공개되지 아니한 중요한 정보를 소유하는 당사자는 내부정보를 공개하거나 거래를 단념해야 한다는 것이다. 이렇듯 미공개정보를 이용하여 직접 주식 등을 거래하는 경우가 통상적인 내부자거래 제한규정의 규제대상이 되는 것이지만, 내부정보를 이용하여 거래를 유보함으로써 이익을 얻는 경우도 생각해 볼 수 있다. 둘째, 내부자거래 금지로 인해 회사의 내부자들은 공개되지 않은 중요정보를 이용하여 당해 회사의 주식을 거래하지는 못하지만, 그 대신 당해 회사의 경쟁회사, 원료공급회사, 혹은 관련 상품 생산회사의 주식 거래에 이러한 미공개정보를 이용할 유인이 존재할 수 있다. 이러한 형태의 거래는 현재까지는 대부분의 경우 합법적이라고 할 수 있으나, 실제로 전통적인 내부자거래에 비해 사회적으로 더욱 비효율적일 수 있다.

본 글의 순서는 다음과 같다. 먼저 미공개정보에 기하여 거래를 유보하는 내부자의 행위가 현행법상 적법한 것인가의 여부와, 과연 이러한 행위가 일반투자자에 비해 더 많은 이익을 내부자에게 부여하는가를 검토한다(II). 이어서 특정 회사에 관한 미공개정보를 이용하여 타회사의 주식을 거래하는 행위가 과연 현행법과 해석론상 적법한 것인가의 여부와 함께 그 규제의 타당성 여부를 살펴보고 필요한 제안을 한다(III). 마지막으로 이상의 논의를 요약하며 글을 맺는다(IV).

## II. 내부자거래유보(Insider Abstention)

### 1. 내부자거래유보와 이익취득 가능성

내부자거래규제의 핵심적 메커니즘은, 내부자가 당해 기업에 관한 공개되지 않은 중요한 정보를 인지한 경우에는 그러한 기업정보를 공시하여야 하고 부득이 공시하지 못할 경우라면 증권거래를 단념해야 한다(“disclose or abstain” rule)는 것이다.6) 그런데 이러한 ‘情報公示 또는 去來留保’ 원칙과 관련하여, 내부자가 특정의 미공개정보에 기해 거래를 할 수는 없다 하더라도 동일한 정보를 이용하여 거래를 유보함으로써 이익을 얻는 경우가 존재할 수 있다.7)

예를 들어 A회사의 임원 甲이 자신이 보유하고 있던 10,000주의 회사주식을 월요일 오후에 매도하려 한다고 가정해 보자.8) 당시 A회사 주식은 주당 10,000원에 거래되고 있었다. 甲은 주식가격을 상승시킬 수 있는 미공개정보를 월요일 오전에 지득하였는데, 이를 계기로 계획된 주식매도를 하지 않기로 한다(즉 거래를 유보/단념한다). 이후 화요일에 관련정보가 공시되어 A회사 주식은 주당 12,000원으로 상승하고, 甲은 주가상승 이후인 수요일에 10,000주의 주식을 매도하여 결국 20,000,000원의 차익을 얻게 된다.

이렇듯 회사의 내부자가 공개되지 않은 중요한 정보에 기해 당해 회사의 주식거래를 유보함으로써 이익을 얻는 행위를 전형적인 内部者去來(insider trading)와 구별되는 개념으로 内部者去來留保(insider abstention)라고 할 수 있다.9)

## 2. 내부자거래유보의 적법성과 규제논의

미공개정보에 기해 이미 계획된 거래를 단념함으로써 이익을 얻는 내부자거래유보는 적법한 행위인가? 위의 예에서 甲은 내부자거래 제한규정을 위반하지 않게 되는데, 왜냐하면 이미 살펴보았듯이 증권거래법 제188조의2는 미공개정보를 이용하여 적극적으로 매매 기타 거래를 하는 경우를 규제하고 있음에 반해 거래유보의 경우는 제한하고 있지 않기 때문이다. 즉 미공개 내부정보를 인지하고 있었던 甲은 이를 이용해 증권의 '거래'(trading)를 하지 않았고 단지 정보에 기해 거래를 '유보'(abstaining)하고만 있었으며, 관련정보가 공시되어 주식가격에 반영된 이후에 거래를 하였기 때문에 증권거래법 제188조의2를 위반하지 않은 것이 된다.

그렇다면 내부자거래유보는 입법자가 그 발생 가능성을 고려하고 증권거래법 제정 당시 허용한 행위인가, 아니면 법이 미리 예상하지 못한 행위이며 따라서 규제되어야 하는가? 이에 대한 분명한 대답은 찾기 어려우나, 위에서 살펴보았듯이 내부자거래에 관한 현행법의 규정 방식에 의하면 내부자거래유보는 위법한 행위라고 할 수 없다.

내부자거래유보에 관해 언급하고 있는 학설을 살펴보면, 다수의 학설은 위의 예에서 보듯 미공개정보를 이용한 거래유보를 통해 내부자가 이익을 얻을 수 있다는 것을 인정하고 있다.10) 다만 내부자거래유보를 바라보는 시각에 있어서 내부자거래규제를 찬성하는 측과 반대하는 측 사이에 차이가 존재한다. 규제반대론자들은 내부자가 미공개정보에 기해 제한 없이 거래유보를 할 수 있다는 점과 이러한 거래유보를 통한 내부자의 이익 획득을 막을 수 없다는 점을 들어, 내부자의 미공개정보 이용을 규제하려는 시도 자체가 본질적으로 무용한 것이며 또한 내부자와 일반투자자에게 동등한 기회를 부여하려는 시도 역시 실패할 것이라고 한다.11)

이와 달리 규제찬성론측에서는 미공개정보에 기한 거래유보로 인해 내부자가 이익을 얻을 수 있다는 점은 인정하지만, 그렇다고 해서 내부자거래 규제 자체가 무용한 것은 아니라고 한다. 이들은 내부자거래유보가 일반적인 내부자거래와 마찬가지로 불공정한 것이므로 양자 모두 규제되어야 하는 것이 이상적이며, 현재 거래유보행위를 규제하지 못하고 있는 것은 바람직하지 않은 법률상의 허점일 뿐이라고 본다.12)

## 3. 내부자거래유보 규제의 타당성 분석

내부자거래유보로 내부자가 이익을 얻을 수 있다면 이러한 거래유보의 경우도 통상적인 내부자거래와 마찬가지로 규제되어야 하는가? 예를 들어 내부자가 거래를 유보할 근거가 되는 미공개 중요정보를 지득하고 있는 경우 내부자로 하여금 이러한 정보를 공시하도록 강제해야 할 것인가? 내부자거래유보를 바라보는 일반적인 시각에 따르면 내부자거래유보 역시 통상의 내부자거래와 마찬가지로 불공정한 것이며 시장에 대한 신뢰를 무너뜨리므로 제한되어

야 할 것이다. 그러나 UC Berkeley의 Fried 교수는 내부자거래유보에 대한 이러한 전형적인 시각이 잘못된 것이며, 내부자거래유보는 내부자거래와는 달리 이를 규제하지 않는 것이 더 효율적이라고 한다.13) 아래에서는 내부자거래유보에 대한 Fried 교수의 주장을 살펴보고자 한다.

Fried 교수는 내부자거래유보에 대한 전형적인 시각이 잘못되었음을 보여주기 위해 먼저 거래를 계획할 당시 미공개정보를 인식하지 못한 경우 내부자가 거래를 통해 얻는 기대수익을 살펴본다. 이어서 계획된 거래의 시행 전에 내부자가 미공개정보를 지득하게 된 경우 거래를 통해 얻는 기대수익을 살펴보는 데, 이는 다시 다음의 세 가지 거래상황으로 나누어 분석한다. 첫째는 내부자가 미공개정보를 지득한 상황에서 거래와 거래유보 모두를 할 수 있는 경우이고, 둘째는 내부자가 미공개정보를 지득한 상황에서 거래는 할 수 없고 거래유보만 할 수 있는 경우, 셋째는 내부자가 미공개정보를 지득한 상황에서 거래와 거래유보 모두를 할 수 없는 경우이다.

분석을 위하여 A회사와 유일한 내부자 甲이 있다고 가정한다. T0의 시점에서, 甲은 잠정적으로 A회사주식을 T2시점에 매도(혹은 매수)하기로 결정하지만, 실제로 T2시점에서 甲이 A회사주식을 매도(혹은 매수)할 것인가는 다음 두 가지 요소에 좌우된다. 하나는 T1시점에 甲이 미공개정보를 얻게 되는 것이고, 또 하나는 T2시점에서 법률상 A회사주식의 거래(혹은 유보)가 허용되는가의 여부이다. 이 밖에도 다음과 같은 가정을 한다.14)

쫘甲이 A회사주식을 T2시점에 '매도'한다면, 그 매도금액을 이용하여 지수펀드(index fund)의 주식을 매수한다.15) 그리고 甲은 T3시점에서 이 펀드주식을 현금화(liquidate)할 때까지 펀드주식을 보유한다.16)

쫘甲이 T2시점에 A회사주식 '매도를 유보'한다면, 이 주식을 T3시점까지 보유한다.

쫘甲이 A회사주식을 T2시점에 '매수'한다면, 보유하고 있던 지수펀드 내의 주식을 매도하여 이 매수금액을 조달하고 매수한 A회사주식을 T3시점에 매도할 때까지 보유한다.

쫘甲이 A회사주식의 '매수를 유보'한다면, 지수펀드 주식(A회사주식 매수금액 조달을 위해 매도하였을 지수펀드주식)을 T3시점까지 보유한다.

이상을 그림으로 나타내면 아래와 같다.17)

T2시점과 T3시점 사이의 시장평균기대수익(혹은 지수펀드의 기대수익)을 M이라고 하자. 그리고 甲이 T1시점에 미공개정보를 지득하면, 당해정보를 통해 A회사주식으로 인한 수익이 T2시점과 T3시점 사이의 시장평균수익을 초과할지 혹은 이에 미치지 못할지 알 수 있다고 가정한다.18)

T0시점에서 사전적으로(ex ante) 판단하여 볼 때 T2와 T3 기간 동안에 A회사주식으로 인한 수익이 시장평균수익을 초과할 가능성을 p라 하면, p의 수치는 0보다 크거나 1보다 작다고 할 수 있을 것이다( $0 < p < 1$ ). 따라서 T2와 T3 기간 동안에 A회사주식으로 인한 수익이 시장평균수익에 미치지 못할 것이라는 T0시점에서의 사전적 가능성은  $1-p$ 라 할 수 있다. A회사주식으로 인한 수익이 시장평균수익을 초과하는 경우 正(+)의 초과기대수익(A회사주식이 시장평균수익을 초과할 것이라고 기대되는 정도)을 x라 한다면, x는 0보다 크다( $x > 0$ ). A회사주식으로 인한 수익이 시장평균수익에 미치지 못하는 경우 負(-)의 기대수익(A회사주식이 시장평균수익에 미치지 못할 것이라고 기대되는 정도)을 y라 한다면, y도 0보다 크다( $y > 0$ ). 그리고 내부정보의 고려 없이 T0시점에서 볼 때, T2와 T3 기간 동안의 A회사주식으로 인한 기대수익은 같은 기간 동안의 시장평균기대수익보다 높지도 않고 낮지도 않다고 가정한다.19) 즉  $p(M+x) + (1-p)(M-y) = M$ , 혹은  $px = (1-p)y$ 이라고 가정한다.

다.20)

아래에서는 미공개정보를 지득하지 않은 경우와 미공개정보 지득후의 거래/거래유보 가능성에 관한 다양한 상황하에서, 甲이 T0시점에서 얻게 되는 기대수익을 살펴보도록 한다.

(1) 내부자가 미공개정보를 지득하고 있지 않은 경우

우선 甲이 T2시점에서의 거래시 A회사주식의 가치에 영향을 미치는 미공개정보를 가지고 있지 않은 경우를 생각해 보자. 즉 甲이 A회사주식거래에 있어서 대중주주와 동일한 지위에 있는 경우인데, 결론적으로 이러한 조건하에서 甲은 초과수익을 얻지 못한다.<sup>21)</sup>

먼저 ‘매도’의 경우를 살펴보기 위해 T0 당시 甲이 A회사주식을 T2시점에 매도하려 한다고 가정하자. T1시점에 주식매도를 유보하도록 하는 내부정보를 가지고 있지 않기 때문에 甲은 T2시점에 A회사주식을 매도하고 매도금액을 지수펀드에 투자하게 된다. 따라서 甲은 T2와 T3 기간 동안 시장평균수익인 M의 기대수익을 얻게 된다.<sup>22)</sup>

다음에 ‘매수’의 경우를 살펴보기 위해 T0 당시 甲이 A회사주식을 T2시점에 매수하려 한다고 가정하자. T1시점에서 주식매수를 유보하도록 하는 내부정보를 가지고 있지 않기 때문에 甲은 지수펀드주식을 매도하고 A회사주식을 매수한다. 만약 매수 후 A회사주식으로 인한 수익이 시장평균수익을 초과한다면 甲은  $M+x$ 의 수익을 얻게 되고, 초과하지 않으면  $M-y$ 의 수익을 얻게 된다.<sup>24)</sup> 따라서 미공개정보의 지득 없이 주식을 매수하는 甲이 T2와 T3 기간 동안 얻는 기대수익은  $p(M+x)+(1-p)(M-y)$ 이다. 앞에서 내부정보의 고려 없이 T0시점에서 바라보는 T2와 T3 기간 동안의 A회사주식으로 인한 기대수익은 같은 기간 동안의 시장평균기대수익과 같다고 가정했다. 즉  $p(M+x)+(1-p)(M-y)=M$ 이라고 가정했으므로, 미공개정보의 지득 없이 주식을 매수하는 甲이 얻는 기대수익은 결국 시장평균수익인 M이 된다.

따라서 어떠한 내부정보도 지득하지 못하는 경우에 甲이 T2시점에서 A회사주식의 매도나 매수를 통해 얻는 기대수익은 시장평균기대수익인 M과 동일하게 된다. 즉 미공개정보를 이용하지 않은 내부자는 주식거래로 시장평균수익 이상의 이익을 얻지 못한다.<sup>26)</sup>

(2) 내부자가 미공개정보를 지득한 상태에서 거래와 거래유보를 하는 경우

이번에는 T2와 T3 기간 동안의 A회사주식의 가격변화에 영향을 미칠 미공개정보를 甲이 T1시점에서 지득하였다는 가정하에, 다음 세 가지 거래상황에서 甲이 얻게 되는 기대수익을 살펴본다.

1) 내부자가 미공개정보를 지득한 상태로 거래 혹은 유보를 할 수 있는 경우

먼저 甲이 주식을 ‘매도’하려고 하는 경우를 보자. 만약 甲이 T1시점에서 주식가격을 상승시킬 수 있는(긍정적인) 미공개정보를 지득한다면, 계획된 매도를 T2시점에서 하지 않을 것이다. 그 대신 甲은 주식가격이 상승한 이후인 T3시점까지 A회사주식을 보유하다가 매도할 것이다. 따라서 T2와 T3 기간 동안에 甲이 얻는 기대수익은  $M+x$ 이다.<sup>27)</sup>

반대로 T1시점에서 주식가격을 하락시킬 수 있는(부정적인) 미공개정보를 지득한다면, 甲은 계획한 A회사주식의 매도를 T2시점에서 실행한 후 그 매도금액으로 지수펀드주식을 매수할 것이다. 따라서 T2와 T3 기간 동안에 甲이 얻는 기대수익은 시장평균수익인 M이다.<sup>28)</sup>

따라서 甲이 계획된 매도실행 이전에 내부정보를 지득하고 거래유보 혹은 거래를 할 수 있는 경우, T0시점에서 甲이 얻는 기대수익은  $p(M+x)+(1-p)M$ 이다.<sup>30)</sup> 단순화하면  $M+px$ 가 되는데 이는 시장평균기대수익보다 높다.<sup>31)</sup>

이번에는 甲이 T2시점에서 A회사주식을 ‘매수’하려고 하는 경우를 살펴보자. 만약 T1시점

에서 甲이 긍정적 내부정보를 지득하였다면 계획된 매수를 추진하여  $M+x$ 의 기대수익을 얻을 것이다. 반대로 부정적 내부정보를 지득하였다면 甲은 계획된 주식매수를 유보하고 지수펀드에 투자한 상태로 있을 것이다. 이러한 경우 T2와 T3 기간 동안 甲이 얻는 기대수익은 시장평균수익인 M이다.32)

따라서 계획된 매수실행 이전에 내부정보를 지득한 甲은 매도하기로 한 경우와 동일하게 T2와 T3 기간 동안  $M+px$ 의 기대수익을 얻게 되며, 이는 시장평균수익보다 높다.34)

2) 내부자가 미공개정보를 지득한 상태로 유보만 할 수 있고 거래는 할 수 없는 경우  
여기서는 내부자가 미공개정보를 지득한 상태로 거래유보를 할 수는 있으나 적극적인 거래는 할 수 없는 경우를 다룬다. 앞서 살펴본 대로 내부자거래에 대한 전통적인 논의에 따르면 현행법상 내부자는 미공개정보에 기한 거래유보를 할 수 있기 때문에 이를 통해 대중주주보다 더 많은 이익을 얻게 된다고 한다. 그러나 다음에서 보듯 이러한 시각은 잘못된 것이라 할 수 있다. 즉 내부정보에 기해 거래유보만 할 수 있고 적극적 거래는 할 수 없는 내부자는 시장평균수익을 초과하는 이익을 얻을 수 없다.35)

먼저 甲이 T2시점에 A회사주식을 ‘매도’하고자 하는 경우를 살펴보자. T1시점에 A회사주식에 영향을 미칠 긍정적 내부정보를 지득하게 되면 甲은 A회사주식 매도를 유보하여 T2와 T3 기간 동안  $M+x$ 의 기대수익을 얻게 될 것이다. 그러나 부정적 내부정보를 지득하는 경우에는 甲이 계획된 매도를 추진하고자 하여도 이를 할 수 없게 된다. 왜냐하면 甲은 A회사의 주가가 곧 하락할 것이라는 정보를 알고 있으며, 현재 논의되는 상황에서는 이 정보에 기해 적극적 거래를 할 수 없다고 가정했기 때문이다. 결국 甲은 A회사주식을 보유할 수밖에 없고,  $M-y$ 의 수익을 얻게 될 것이다.36)

이러한 유보가능/거래불가의 제도하에서는 주식매도를 계획한 甲이 이후 내부정보를 지득하게 되면 당해주식을 ‘자신의 선택으로’ 보유하거나(긍정적 정보를 지득한 경우) 혹은 ‘강제로’ 보유하게 된다(부정적 정보를 지득한 경우).38) 따라서 미공개정보의 지득 후 주식을 매도하는 甲이 T2와 T3 기간 동안 얻는 기대수익은  $p(M+x)+(1-p)(M-y)$ 이다. 앞에서  $p(M+x)+(1-p)(M-y)=M$ 이라고 가정했으므로, 결국 거래유보만 할 수 있고 매도는 할 수 없는 현상에서 미공개정보에 기해 주식을 매도하는 甲이 얻는 기대수익은 M이 된다.

다음에는 甲이 A회사주식을 ‘매수’하는 경우를 살펴보자. 미공개정보에 기한 거래를 금지하는 제도하에서는 甲이 긍정적 내부정보를 지득한 경우에 계획된 매수를 하지 못하게 된다. 그 결과 甲은 A회사주식 매입자본 조달을 위해 매각했어야 할 지수펀드주식을 계속 보유해야 하고, 따라서 甲은 시장평균수익인 M의 기대수익을 얻게 된다.39)

甲이 부정적 내부정보를 지득하는 경우에는 A회사주식 매입을 유보할 것이므로, 甲은 지수펀드주식을 보유하고 시장평균수익인 M을 얻게 된다. 따라서 내부정보에 기한 적극적 거래는 금지하지만 거래유보를 허락하는 제도하에서 甲이 A회사주식을 매수하고자 할 때에는 긍정적 정보를 지득한 경우와 부정적 정보를 지득한 경우 모두 시장평균수익인 M의 기대수익을 얻게 된다.40)

결과적으로, 미공개정보에 기해 적극적 거래를 할 수 없고 거래유보만 가능한 내부자는 주식의 매도를 의도했는가 혹은 매수를 의도했는가에 상관없이 시장평균수익 M을 초과하는 이익을 얻을 수 없다. 따라서 내부자가 미공개정보에 기해 거래유보를 함으로써 대중주주보다 더 높은 거래수익을 얻을 수 있다는 통상적인 믿음은 부정확하다고 할 수 있다. 내부자가 대중주주보다 더 많은 수익을 얻으려면 미공개정보지득시 적극적 거래를 할 수 있어야 한다.42)

3) 내부자가 미공개정보를 지득한 상태로 유보와 거래를 모두 할 수 없는 경우

앞에서 내부자거래 규제찬성론자들은 내부자에 의한 적극적 내부자거래와 내부자거래유보 양자 모두를 금지시키는 것이 적어도 원칙적으로는 바람직하다는 입장임을 살펴보았다. 이곳에서는 일반적 시각과 달리 내부자가 미공개정보지득시 적극적 거래와 거래유보 모두를 할 수 없게 된다면 시장평균수익보다 낮은 수익을 얻게 됨을 살펴본다.43)

먼저 T0시점에 있는 甲이 A회사주식을 T2시점에 '매도'하려 한다고 가정해 보자. T1시점에서 甲이 A회사에 대한 긍정적 내부정보를 지득한다면 T2시점에서의 주식매도를 유보하고자 할 것이다. 그러나 유보불가/거래불가의 제도하에서 甲은 이러한 내부정보에 기한 거래유보를 할 수 없게 되며, 그 결과 甲은 자신이 보유하던 주식을 강제로 매도해야 한다. 이후 甲은 A회사주식 매도대금을 지수펀드에 투자하고 시장평균수익인 M의 기대수익을 얻게 된다. 甲이 T1시점에서 A회사에 대한 부정적 내부정보를 지득한다고 해도 계획된 매도를 할 수 없는데, 왜냐하면 거래를 통해 이익을 얻게 된다는 내부정보를 이미 甲이 인지하고 있는 상태이기 때문이다. 따라서 甲은 A회사주식을 보유해야만 하고,  $M-y$ 의 기대수익만을 얻게 된다.44)

결국 긍정적 정보를 지득하거나 혹은 부정적 정보를 지득하거나 상관없이 매도를 계획한 甲이 얻는 기대수익은  $pM+(1-p)(M-y)$ 이다. 단순화하면  $M-(1-p)y$ 가 되며, 이는 시장평균수익 M보다 낮다.46) 甲이 시장평균수익에 못미치는 수익을 얻는 이유는 유보불가/거래불가 제도하에서는 부정적 정보를 지득하였을 때 계획된 주식매도를 할 수 없으며, 또한 긍정적 정보를 지득하였을 때 거래유보도 할 수 없기 때문이다.47)

이제 T0시점에 있는 甲이 A회사주식을 T2시점에 '매수'하려 한다고 가정해 보자. T1시점에서 甲이 A회사에 대한 긍정적 내부정보를 지득한다면 계획된 매수를 추진하고자 할 것이다. 그러나 유보불가/거래불가의 제도하에서 甲은 이러한 내부정보에 기한 A회사주식의 매수를 할 수 없게 된다. 그 결과 甲은 지수펀드주식을 보유하고, 시장평균수익인 M의 기대수익을 얻게 된다.48)

甲이 T1시점에서 A회사에 대한 부정적 내부정보를 지득한다면 계획된 매수를 유보하고자 할 것이다. 그러나 유보불가/거래불가의 제도하에서 甲은 계획대로 A회사주식을 매수해야만 하고,  $M-y$ 의 기대수익을 얻게 된다.49)

결국 긍정적 정보를 지득하거나 혹은 부정적 정보를 지득하거나 상관없이 매수를 계획한 甲이 얻는 기대수익은  $M-(1-p)y$ 이며, 이는 매도의 경우에서와 동일한 기대수익이다. 따라서 주식매도를 계획했던 경우와 마찬가지로, 유보불가/거래불가 제도하에서 주식매수를 의도했던 내부자는 시장평균수익보다 낮은 기대수익을 얻게 된다.51)

이상에서 살펴보았듯이, 미공개정보를 이용한 적극적 거래와 거래유보가 모두 가능한 제도하에서는 내부자가 시장평균수익을 초과하여 이익을 얻을 수 있다. 그러나 전통적인 시각에서 보는 것과는 달리 미공개정보를 지득하고 적극적 거래를 할 수는 없지만 거래유보는 가능한 내부자는 대중주주보다 더 많은 이익을 얻을 수 없다. 더 나아가, 미공개정보를 이용한 적극적 거래와 거래유보가 모두 불가능한 제도하에서는 내부자가 시장평균수익보다도 낮은 수익을 얻게 된다.

#### 4. 검토와 제안

지금까지 살펴본 내부자거래유보에 관한 Fried 교수의 논의를 하나의 표로 간략히 정리하면 다음과 같은 결과를 얻을 수 있다.

그동안 내부자거래규제와 관련하여 전통적으로 논의되었던 상황은 미공개정보에 기한 '거

래'를 통해 이익을 얻을 수 있다고 보았던 ②와 ③의 경우이다. 즉 내부자거래가 금지되지 않는다면 내부자는 부정적 정보에 기해 추가하락을 예견하여 주식을 매도하거나(②의 경우), 긍정적 정보에 기해 추가상승을 예견하여 주식을 매수하여(③의 경우) 대중주주보다 많은 이익을 얻을 수 있다고 보았다. 따라서 전통적인 논의에서는 이러한 ②, ③의 경우가 불공정하고 시장에 대한 일반투자자의 신뢰를 무너뜨린다고 생각하여 관련규정을 통해 이를 금지한 것이다(⑥과 ⑦의 결과 도출).

더 나아가 전통적인 시각에서는 내부자거래유보로도 이익을 얻을 수 있다고 생각하는데, 이는 긍정적 정보에 기해 추가상승을 예견하여 주식매도를 유보하거나(①의 경우), 부정적인 정보에 기해 추가하락을 예견하여 주식매수를 유보하는(④의 경우) 경우이다. 전통적 입장에서는 이러한 내부자거래유보도 적극적 거래와 마찬가지로 불공정하며 시장참여자들에게 공평한 기회를 제공하지 않으므로 금지되어야 하지만(⑨와 ⑫의 결과 요망), 아직까지 관련 법규를 마련하지 못한 것이라고 한다(⑤와 ⑧의 현실). 이러한 전통적인 시각에 대해 Fried 교수는, 미공개정보를 이용한 거래유보만 가능하고 적극적 거래는 불가능한 현재의 제도하에서는 내부자가 주식의 매도를 의도했는가 혹은 매수를 의도했는가와 상관없이 대중주주보다 더 많은 이익을 얻을 수 없다고 생각하는 것이다.

이러한 Fried 교수의 견해에 대해, 내부자가 미공개정보에 기해 거래를 유보하고 계획된 대로 행동하지 않음으로써 잠재적 거래자인 대중주주가 손실을 보고 이로부터 내부자가 이익을 얻지 않았느냐는 의문이 제기될 수 있다. 즉 ①의 경우 내부자가 정보를 이용하지 않았다면 결국 계획된 매도를 하여  $M+x$ 의 수익 대신  $M$ 의 수익을 얻고, 또한 ④의 경우에도 내부자가 정보를 이용하지 않았다면 계획된 매수를 하여  $M$ 의 수익 대신  $M-y$ 의 수익을 얻었을 터인데, 거래유보를 통해 이익을 얻었고 따라서 이는 규제되어야 하지 않느냐고 반문할 수 있을 것이다. 그러나 이러한 의문은 내부자의 거래유보로 인한 이익이 대중주주의 이익을 희생하여 얻어지는 것이 아니라는 점과, 내부자거래로 발생 가능한 경우의 수를 살펴봄으로써 해소될 수 있을 것이다.

먼저 앞에서 보았던 A회사의 임원 甲의 예를 통해 내부자의 거래유보로 인한 이익이 대중주주의 이익을 희생하여 얻어지는 것이 아니라는 점을 살펴보자.<sup>52)</sup> 만약 甲이 긍정적 정보에 기해 매도를 유보하면 주당 2,000원의 이익을 더 얻게 된다(①의 경우). A회사주식의 매도를 고려하던 대중주주도 만약 동정보를 알았다면 甲과 마찬가지로 거래를 유보하였을 것이다. 그러나 甲이 매도유보를 통해 주당 2,000원의 이익을 얻더라도 전체 투자자 그룹, 즉 평균적인 대중주주와 비교해 볼 때 더 많은 이익을 얻는 것은 아니다. 예를 들어 긍정적 정보를 알지 못한 대중주주 가운데 일부는 나중에 정보가 공개되면 12,000원이 될 주식을 주당 10,000원에 매도하게 되는 것이지만, 그 거래상대방이 되는 다른 대중주주는 12,000원의 가치가 있는 주식을 10,000원에 매수하게 되는 것이다. 즉 주식을 매도한 일부 대중주주의 손실은 다른 대중주주의 이익에 의해 상쇄된다. 달리 말하면, 전체 그룹으로서의 대중주주들은 미공개정보를 알지 못하더라도 평균적으로 보아 손실을 입지는 않는 것이다.<sup>53)</sup>

만약 甲이 긍정적 내부정보를 알지 못하는 상황에서 보유하던 A회사주식을 주당 10,000원에 매도하였다면 전체 투자자 그룹으로서의 대중주주들은 주당 2,000원의 이익을 얻었을 것은 분명하다. 따라서 미공개정보를 이용하여 매도를 유보한 甲에 의해 대중주주들은 반대로 그만큼 손실을 본 것이라고 할 수 있다. 그러나 여기서 대중주주들이 얻을 수 있었던 이익은 甲의 희생으로 얻는 이익이다. 따라서 甲의 매도유보를 통해 대중주주가 잃는 것은 甲의 매도유보가 없었다면 대중주주들이 甲으로부터 얻었을 초과수익일 뿐이다. 달리 말하면,

甲이 매도유보로 얻는 이익은 대중주주의 이익을 희생하여 얻는 초과수익이 아닌 것이다. 甲은 매도유보를 통해 실질가치 이하로 주식을 매도하는 것을 회피함으로써 대중주주와 동일한 이익을 얻을 뿐이다. 甲의 매도유보는 주가가 낮을 때 매도를 유보하고, 주식이 실제 가격을 반영하였을 때 이를 매도하는 것과 동일하다고 할 수 있다.54)

결국 甲은 주가가 과소평가되었을 때 주식매도를 유보하거나(①의 경우) 혹은 주가가 과대평가되었을 때 주식매수를 유보하더라도(④의 경우) 대중주주보다 많은 수익을 얻는 것이 아니다. 또한 주가가 적절히 조정된 후에는 주식을 매도하거나 매수하더라도 거래상대방의 비용으로 초과수익을 얻지 못한다. 따라서 甲은 미공개정보가 공개되어 주가에 반영될 때까지 매도 또는 매수를 유보하더라도 초과수익을 얻지는 못한다. 미공개정보를 이용하여 甲이 초과수익을 얻을 수 있는 경우는 주식이 과대평가되었을 때 매도하거나(②의 경우), 혹은 주식이 과소평가되었을 때 매수하는(③의 경우) 경우뿐이다. 요컨대 불리한 가격에 매도하는 것을 회피하기 위해 정보가 공개될 때까지 매도를 유보하거나, 혹은 불리한 가격에 매수하는 것을 회피하기 위해 매수를 유보하는 내부자는 대중주주의 이익을 희생하여 초과수익을 얻는 것이 아니다.55)

다음으로 내부자거래로 발생 가능한 경우의 수를 살펴보자. 적극적 내부자거래의 경우를 제외하고 거래유보의 경우만 주목하면 물론 전통적 시각에서 주장하듯 내부자가 유보로 인해 이익을 얻는다고도 할 수 있다. 그러나 거래와 유보의 경우를 함께 고려하면 전체적으로 시장평균수익보다 높은 수익을 얻지는 않는다. 즉 ①(또는 ⑤)과 ④(또는 ⑧)의 경우에만 주목하면 내부자가 정보지득 없이 거래한 경우에 비하여 거래유보를 통해 이익을 본 것이지만, 이에 대응하는 나머지 ②, ⑥과 ③, ⑦의 경우를 비교해보면 내부자거래규제를 통해 내부자가 손실을 입게 된다. 먼저, 매도계획시 긍정적 정보를 지득하면 계획된 매도를 유보하여  $M$  대신  $M+x$ 의 수익을 얻지만(⑤의 경우), 부정적 정보를 지득하는 경우에는 계획된 매도를 하고 싶어도 거래금지규정으로 인해 매도를 하지 못하며 따라서 매도했다면 얻었을 수익  $M$ (②의 경우) 대신  $M-y$ 의 수익을 얻게 되는 것이다(⑥의 경우). 또한 매수계획시 부정적 정보를 지득하면 계획된 매수를 유보하여  $M-y$  대신  $M$ 의 수익을 얻지만(⑧의 경우), 긍정적 정보를 지득하는 경우에는 계획된 매수를 하고 싶어도 거래금지규정으로 인해 매수를 하지 못하며 따라서 매수했다면 얻었을 수익  $M+x$ (③의 경우) 대신  $M$ 의 수익을 얻게 되는 것이다(⑦의 경우). 이렇듯 적극적 거래가 불가능하고 거래유보만 가능한 제도하에서는 내부자가 매도를 계획했던 매수를 계획했던 상관없이 그 후에 지득하는 정보에 기한 유보 또는 거래금지를 통해 이익을 얻거나 손실을 입는 경우의 수가 정보지득 없이 행동할 때 발생하는 경우의 수와 동일하다.56)

이상 살펴보았듯이 내부자거래금지로 인해 내부자가 손실을 입는 경우의 수를 간과하고 거래유보를 통해 이익을 얻는 상황에만 집중하여 이를 규제근거로 삼는 전통적 시각에 문제가 있음을 지적하고, 이를 기대수익모델과 수치로 확인한 것이 Fried 교수의 분석이라고 할 것이다. 결국 적극적인 내부자거래가 금지되는 상황이라면 내부자거래유보를 통해서도 대중주주의 이익이 희생되지 않을 것이며, 내부자는 미공개정보를 이용하더라도 대중주주보다 더 많은 이익을 얻을 수는 없게 되므로 굳이 내부자거래유보를 규제하지 않아도 된다는 결론을 얻게 된다.

그렇다면 내부자거래유보를 제한하려는 시도는 불필요한 것인가? 사실 이 질문은 내부자거래규제의 목적과 범위를 어떻게 설정하느냐와 긴밀한 관계가 있다고 할 수 있다. 내부자거래의 규제근거로서 가장 폭넓은 지지를 받고 있는 견해는 내부자거래가 증권시장의 공정성

에 대한 투자자의 신뢰를 해치고 결과적으로 증권시장의 발전을 가로막는다는 것이다.<sup>57)</sup> 그리고 투자자들의 불신을 초래하는 핵심적인 이유는 바로 투자자들 사이에 존재하는 정보격차가 '불공정'하다는 점일 것이다.<sup>58)</sup> 즉 정보격차가 ① 부지런한 연구나 비슷한 노력에 의한 것이 아니라 부정한 방법으로 생겨난 것이거나,<sup>59)</sup> ② 다른 사람보다 뛰어난 경험, 예측, 근면과 같은 경쟁적 요소에 의해서가 아니라 자신의 지위를 비롯한 비경쟁적 수단에 의한 것이라면,<sup>60)</sup> 그러한 정보격차를 증권거래에 이용하는 것은 불공정하다고 볼 수 있는 것이다. 따라서 내부자거래규제의 목적은 불공정한 정보격차를 이용한 거래의 금지를 통해 공정한 증권거래와 증권시장의 건전성을 확립하여 투자자에게 신뢰감을 갖게 하려는 것이라 할 수 있다.

내부자거래의 규제근거와 목적을 이상과 같이 본다면, 내부자거래유보시 이용된 정보가 내부자의 특수한 지위에 근거해 지득된 경우에는 정보격차의 불공정한 면이 있다고 할 수 있다. 따라서 불공정한 정보격차를 이용한 '모든' 행위를 내부자거래규제의 범위에 포함시킨다면, 비록 내부자거래유보를 통해 대중주주의 이익이 희생되지 않더라도 내부자거래유보는 금지되어야 할 것이다.

그러나 다른 한편으로 볼 때 내부자거래유보에 있어서 불공정한 정보이용이 존재하기는 하지만 이것이 적극적인 '거래'와 연결되지는 않는다. 따라서 정보의 지득방법에 문제가 있더라도 동정보를 실제로 증권외의 '거래'에 이용하는 것만을 내부자거래규제의 범위에 포함시킨다면 거래유보는 규제대상에서 제외될 수 있다. 사실 정보비대칭에 기한 모든 행위를 규제해야 한다고 주장하는 경우는 찾아보기 어렵고, 투자자들도 완전한 정보의 평등을 요구하고 있지는 않다.<sup>61)</sup> 또한 내부자가 단지 미공개정보를 지득했다는 이유만으로 거래유보조치 할 수 없다면 결과적으로 정보지득 없이 행동한 경우보다도 손해를 입게 되므로 이는 내부자의 입장에서 보아 불공평하다고 할 수 있다. 아울러 직접적 거래행위 없이 부작위로 구성되는 내부자거래유보는 실질적으로 적발이 어려운 것이 현실이다.<sup>62)</sup>

이렇게 본다면 내부자와 대중주주에게 거래상의 동등한 기회를 보장하기 위해서 내부자거래유보를 할 수 있는 가능성까지 제한할 필요는 없으며, 미공개정보를 지득한 내부자의 적극적 거래행위만 제한하면 된다고도 할 수 있다. 그렇다면 내부자거래유보행위가 제한되어야 한다는 직관적인 사고는 재고할 필요가 있으며, 적극적 내부자거래행위만 규제하고 있는 현행 법규형식도 굳이 바꿀 필요가 없을 것이다. 결국 향후 내부자거래유보에 대한 다양한 연구와 논의 후 최종적으로 규제여부를 결정해야 되겠지만, 그러한 합의가 도출될 때까지 현재로서는 적극적인 내부자거래규제를 어떻게 좀더 효율적이고 실질적으로 운영할 것인가에 집중을 해야 할 필요가 있다고 하겠다.

### III. 대체적 내부자거래(Substitute Insider Trading)

#### 1. 대체적 내부자거래와 이익취득 가능성

내부자거래를 제한하는 증권거래법 제188조의2 규정으로 인해 회사의 내부자는 업무 등과 관련하여 지득한 미공개정보를 이용하여 당해 회사의 주식을 거래하지 못한다. 그러나 대신 당해 회사의 경쟁회사, 원료공급회사, 혹은 관련 상품 생산회사의 주식 거래에 이러한 미공개정보를 이용할 유인이 존재할 수 있다.

예를 들어 컴퓨터 칩(chip)을 제조하는 B회사의 임원 乙이 당해 회사의 미공개정보를 이용하여 타회사 주식을 거래하는 경우를 생각해 볼 수 있다. 먼저 B회사 제품에 대한 수요가 예측보다 증가하여 B회사가 예상보다 더 많은 수익을 낼 것이라는 정보를 乙이 알게 되었다고 하자. 이때 컴퓨터 칩의 재료를 공급하는 회사라든가, 칩을 이용해 완제품 컴퓨터를

만드는 회사, 그리고 컴퓨터 소프트웨어를 만드는 회사 등은 B회사 제품의 수요증가와 더불어 추가수익을 창출할 수 있을 것이며, 이러한 관련회사의 주식을 매입함으로써 乙은 이익을 볼 가능성이 존재하는 것이다.

이렇듯 특정 회사의 내부자가 당해 회사와 관련된 미공개정보를 가지고 관련 회사들의 주식을 거래하는 경우 이익을 얻을 수 있는데, 이때 관련 회사들의 주식은 당해 회사 주식의 代替株式(stock substitutes)으로 간주될 수 있고 이러한 형태의 거래를 代替的 内部者去來(substitute insider trading)라고 할 수 있을 것이다.<sup>63)</sup> 이하 본 글에서 대체적 내부자거래라는 용어는 특정 법인 혹은 그의 임직원 등이 당해 법인과 관련된 미공개정보에 기해 당해 법인의 주식이 아닌 타법인의 주식을 거래하는 행위를 일컫는 것으로 한다.

## 2. 대체적 내부자거래의 적법성

위와 같이 대체적 내부자거래를 특정 법인의 내부자가 당해 법인과 관련된 미공개정보를 이용하여 당해 법인이 아닌 타법인의 주식을 거래하는 것으로 정의한다면, 현행 증권거래법 제188조의2 규정상 대체적 내부자거래는 적법하다고 결론내릴 수 있다. 즉 증권거래법 제188조의2는 법인의 내부자가 미공개정보를 이용하여 ‘당해 법인이 발행한 유가증권’의 매매 기타 거래를 하는 것을 규제하고 있는 반면, 대체적 내부자거래에서의 거래자는 당해 법인이 아닌 ‘타법인이 발행한 증권’을 거래하므로 공개매수와 관련되지 않는 이상 동조를 위반하지 않은 것이 된다. 대체거래되는 주식을 발행한 타법인의 입장에서 보아도 자신의 주식이 거래되고 있기는 하지만 대체거래자가 그 법인에 대하여 법령상의 권한이나 계약관계를 가지지 않는 한 그를 준내부자로 규제할 수 없으며,<sup>64)</sup> 이용되는 정보도 타법인에 관한 정보가 아니다. 요컨대 증권거래법 제188조의2가 그 규제대상인 내부자거래의 범위를 구체적이고 직접적으로 명시함으로써 동조에 의한 대체적 내부자거래의 규제는 불가능하다. 따라서 현상에서는 내부자가 제188조의2 규정의 위반 없이 대체적 내부자거래를 할 수 있다. 그렇다면 대체적 내부자거래는 증권거래법 제188조의2 이외의 다른 규정에 의해 제한될 수는 없는가? 만약 대체적 내부자거래의 규제가 필요하다면 시세조종 등 불공정거래를 금지하고 있는 증권거래법 제188조의4 제4항 제2호에 따른 규제 가능성을 살펴볼 수 있을 것이다.<sup>65)</sup> 현행법 제188조의4 제4항 제2호는 개정전 규정인 제105조 제4항 제2호와 그 내용이 같은데, 제105조 제4항 제2호는 현행법 제188조의2가 제정되기 이전인 1987년 증권거래법 개정시 내부자거래규제를 위해 미국의 1934년 증권거래법(the Securities Exchange Act of 1934: 이하 “34년법”) 제10조(b)를 본받아 둔 규정이었다. 이 규정의 내용은 요건의 불명확성으로 인해 우리 법체계와는 어울리지 않았고 따라서 내부자거래규제에 있어서의 실효성을 인정하기는 어려웠다.<sup>66)</sup> 그러나 제188조의4 제4항이 불완전하나마 포괄적인 사기금지규정의 역할을 하고 있다고 볼 수 있는 상황에서<sup>67)</sup> 만약 대체적 내부자거래의 규제가 필요하다면 동조가 그 근거규정이 될 수 있는지 검토할 실익이 있을 것이다. 언급한 대로 증권거래법 제188조의4 제4항 제2호는 미국의 34년법 제10조(b)를 본받은 규정이라 할 수 있으므로 그 해석과 적용에 있어서 미국에서의 논의를 살펴보는 것은 의의가 있다고 할 것이다.

미국증권거래법상 미공개정보를 이용한 내부자거래는 34년법 제10조(b)와<sup>68)</sup> Rule 10b-5를<sup>69)</sup> 통해 규제되고 있는데, 사실 동조는 일반적인 부실표시에 의한 투자자의 오도를 금지하는 포괄적 사기금지조항이지 구체적으로 내부자의 정보이용을 직접 규율하는 규정은 아니다. 그렇지만 미국증권거래위원회(SEC)와 법원은 심결례와 판례를 통해 동조항이 규정하는 사기를 내부정보 이용행위와 연결시키며 내부자거래를 강력히 규제해 오고 있다.<sup>70)</sup> 이 가

운데 미국법원을 통해 발전된 내부자거래규제 관련이론을 信認義務理論(fiduciary theory)과 情報流用理論(misappropriation theory)으로 구분할 수 있다.<sup>71)</sup>

전통적인 내부자거래규제이론으로 알려진 신인의무이론하에서는, 34년법 제10조(b)에 의해 “정보공시 혹은 거래유보”의 원칙이 내부자거래에 적용되어 기업의 내부자가 자신의 지위를 통해 얻은 미공개정보를 이용하여 당해 기업의 주식을 거래하는 행위가 금지된다고 해석한다.<sup>72)</sup> 그리고 이러한 금지를 위반한 내부자의 미공개정보에 기한 증권거래행위는 당해 기업의 주주들과 (정보공시 또는 거래유보의 의무를 가진) 내부자 사이에 존재하는 믿음과 신뢰관계 때문에 34년법 제10조(b) 및 Rule 10b-5가 규정하고 있는 “사기적 수단”(deceptive device)의 사용에 해당된다는 것이다.<sup>73)</sup> 그러므로 신인의무이론하에서 규제의 대상자는 해당 기업 또는 그 주주에 대해 信認義務(fiduciary duty)를 부담하는 내부자에 한정된다. 이러한 내부자에는 회사의 이사, 임원, 직원, 그리고 이들로부터 정보수령을 받은 자 등이 포함되며 당해 기업도 내부자로 간주된다.<sup>74)</sup> 따라서 이러한 내부자의 범주에 포함되지 않는 자들, 예를 들어 기업이나 주주에 대해 신인의무를 부담하지 않는 증권분석가나 기타 거래자들은 Rule 10b-5의 위반 없이 지득한 미공개정보를 자신의 이익을 위해 이용할 수 있다. 이렇게 보면 신인의무이론은 일반적인 정보의 우월성을 제거함으로써 내부자와 일반투자자에게 “동등한 기회”(level playing field)를 부여하는 역할을 한다고 할 수 없다.<sup>75)</sup> 즉 신인의무이론을 통해 34년법 제10조(b)는 회사와 그 주주에 대해 신인의무를 부담하는 자가 갖는 정보의 우월성만을 제거하며, 이러한 신인의무자에 의한 내부자거래에만 적용된다.

따라서 전통적인 신인의무이론에 따르면 예를 들어 Intel사의 임원이 Intel사에 관한 미공개정보를 이용해 Intel사의 주식거래를 하는 것은 금지되나, 당해 임원은 동일한 정보를 이용하여 Compaq사의 주식을 적법하게 거래할 수 있다. 이러한 해석을 하게 되는 근거는 Intel사의 임원은 Compaq사에 대해 신인의무를 부담하지 않으며 따라서 Compaq사의 주주들에게 어떠한 충실의무도 지지 않기 때문이다.<sup>76)</sup>

다음으로 내부자거래규제와 관련하여 발전한 정보유용이론은, 정보의 원천을 이루는 자(the source of information)에 대해 신인의무를 부담하고 있는 자가 그 신뢰를 위반하여 자신의 지위로부터 획득한 정보를 이용한 주식거래를 한다면 이러한 거래는 34년법 제10조(b)의 위반이라는 것을 핵심으로 한다. 최근 Rule 10b-5의 적용범위는 연방대법원이 이러한 정보유용이론을 받아들이면서 상당히 넓어졌다고 할 수 있다.<sup>77)</sup>

정보유용이론에 의하면 내부자가 자신이 거래한 주식의 발행회사나 주주에 대해 신인의무를 지고 있는가의 여부와 관계없이 내부자거래위반이 발생할 수 있다. 즉 특정 기업에 대해 신인의무를 부담하고 있지 않은 외부자라도 당해 기업과 관련된 미공개정보를 이용하여 당해 기업의 증권을 거래했을 때에는, 그 외부거래자는 거래로 인해 손해를 보는 주주(the shareholder on the losing end of the trade)에 대한 신인의무가 아닌 그에게 정보를 제공한 정보원(the source of information)에 대한 신인의무를 위반함으로써 34년법 제10조 및 Rule 10b-5를 위반하게 된다는 것이다.<sup>78)</sup>

결국 정보유용이론에 따르면, 내부자거래로 손해를 입은 자에게 기망이 성립하는 것이 아니라, 내부자에게 신뢰를 두고 있던 자의 신뢰가 손상되면서 그에게 기망이 성립하는 것이다. 예를 들어 Intel사에 고용된 변호사가 소송대리를 통해 Compaq사에 관한 정보를 획득하고 의뢰인인 Intel사의 의도에 반하여 당해 정보에 기해 비밀리에 Compaq사의 주식을 거래하면 Rule 10b-5를 위반하게 되는 것이다. 즉 해당 변호사는 의뢰인인 Intel사에 대해 부담

하고 있던 신인의무를 내부자거래를 통해 위반한 것이고, 주식거래의 의도를 알리지 않음으로써 의뢰인인 Intel사를 기망하여 이익을 얻은 것이다.79) 이와 달리 전통적인 신인의무이론에 따르면, 해당 변호사는 Intel사의 임시내부자(temporary insider)로 간주되어 Intel사의 주식을 거래한 경우에만 Rule 10b-5상의 책임을 질 것이다.80)

그렇다면 정보유용이론은 대체적 내부자거래를 어떻게 바라볼 것인가? 여기서 회사의 임직원에게 의한 대체적 내부자거래와 회사 자신에 의한 대체적 내부자거래를 구별해서 살펴볼 필요가 있다. 먼저 특정 회사의 임직원은 당해 회사의 피용인이며, 정보의 원천을 이루는 당해 회사에 대해 신인의무를 부담한다. 만약 회사가 명시적으로 임직원의 미공개정보에 기한 타회사의 주식거래를 금지한다면, 이러한 금지를 어기고 당해 회사와 관련된 미공개정보에 기해 타회사의 주식을 거래한 임직원은 정보유용이론에 따라 34년법 제10조(b)를 위반하게 될 것이다. 반대로, 만약 회사가 명시적으로 임직원에게 의한 타회사 주식의 거래를 허락한다면, 대체적 거래를 하는 임직원은 자신에 대한 회사의 신뢰를 위반하지 않는 것이고 따라서 34년법 제10조(b)를 위반하지 않게 된다.81)

회사 자신에 의한 대체적 내부자거래의 경우는 차이가 있다. 내부자거래 제한규정은 회사가 미공개정보에 기해 자신이 발행한 주식을 거래하는 것을 금지하고 있지만, 회사가 동정보를 이용하여 타회사 주식을 거래하는 것을 금지하는 법률은 현재 존재하지 않는다. 정보유용이론에 따르면 특정 회사가 자신의 미공개정보를 이용하여 타회사의 주식을 거래하는 것은 제한받지 않을 것이다. 왜냐하면 이러한 거래는 어떠한 신인의무의 위반도 수반하지 않으며, 회사가 자신의 정보를 이용하여 타회사 주식을 거래하는 것은 사기적 행위가 아니기 때문이다. 즉 자기는 자기 스스로를 기망할 수 없다는 것이다.82) 따라서 회사 자신은 대체적 내부자거래와 관련하여 사실상 아무런 제한도 받지 않는다.

요컨대, 현재 내부자거래를 규제하는 증권거래법 제188조의2에 의하면 대체적 내부자거래는 제한되는 행위가 아니다. 또한 미국에서 내부자거래규제의 근거가 되는 신인의무이론과 정보유용이론에 따르면 대체적 내부자거래는 대부분의 경우 위법하지 않은 것으로 판단된다. 따라서 증권거래법 제188조의4 제4항 제2호가 미국의 34년법 제10조(b)의 적용과 유사하게 운용되더라도 대체적 내부자거래는 대부분의 경우 적법하다 할 것이다.

### 3. 대체적 내부자거래의 타당성과 규제의 필요성

이상 살펴본 바와 같이 대체적 내부자거래는 현행 법률하에서는 대부분의 경우 합법적이라고 할 수 있다. 그러나 현재 법규 위반이 없다는 사실을 인정하더라도, 대체적 내부자거래가 전통적인 내부자거래에 비해 사회적으로 더 바람직하지 않을 수 있다는 견해가 존재한다. Yale 대학의 Ayres 교수와 Stanford 대학의 Bankman 교수는 대체적 내부자거래가 일반적인 내부자거래에 비해 불공정하고 사회적으로 비효율적일 수 있음을 지적하고 대체적 내부자거래의 제한을 주장한다.83)

Ayres/Bankman 교수는 일반적인 내부자거래규제에 대한 찬반론으로부터 논의를 출발시킨다. 이들은 내부자거래규제의 찬반론에 기한 이익/비용의 논의를 대체적 내부자거래에 적용시켜서, 내부자거래의 공정성 측면이 아닌 효율성의 측면에 초점을 맞추어 볼 때 대체적 내부자거래로 인한 이익과 비용의 상당 부분이 내부자의 회사와 주주들에게 내부화되지 않으므로 대체적 내부자거래는 규제되어야 한다고 설명한다.

#### (1) 내부자거래규제에 관한 찬반론

먼저 일반적인 내부자거래규제에 대한 찬반론을 간단히 살펴보도록 하자. 내부자거래규제를 반대하는 측에서는 내부자거래를 허용해야 하는 근거로 대체로 다음의 두 가지를 내세운

다.84) 첫째, 내부자거래로 인한 이익은 기업의 내부자에게 주어지는 잠재적 형태의 보상이라는 것이다. 그리고 내부자거래가 허락되더라도 내부자가 내부자거래를 통해 얻는 이익과 기업의 주주가 잃는 손실은 임금계약의 조정을 통해 사전적으로 상쇄될 수 있다고 한다.85) 둘째, 내부자거래를 통해 주식의 실질적 가치가 주가에 반영되어 더욱 정확한 주식의 가격 결정이 이루어질 수 있다는 것이다.86) 그리고 이러한 정확한 주가결정은 주식 거래인들이 부담하는 위험을 감소시키고, 자원의 효율적 배분을 가져온다고 한다.87)

내부자거래규제를 찬성하는 측에서는 다음과 같이 내부자거래가 경영자의 유인을 왜곡시킬 수 있다고 한다. 첫째, 내부자거래는 경영자로 하여금 사업의 현재가치가 마이너스라고 하더라도 과도한 위험을 수반하는 사업계획에 참여하도록 유도함으로써 회사내의 자원배분에 영향을 주게 된다.88) 둘째, 내부자거래는 경영자들이 정보를 회사 내부적으로 공유하지 않도록 하는 유인을 제공함으로써 회사내의 정보흐름을 저해할 수 있다.89) 셋째, 내부자거래는 경영자로 하여금 새로운 정보를 시장에 공시하는 것을 지연시킬 유인을 제공한다.90) 넷째, 내부자거래는 경영자들이 업무수행을 위해 노력하려는 유인을 감소시킨다.91)

이러한 내부자거래규제의 찬반론은 주장과 반박의 형태로 계속되어오고 있는데, 이를 다른 각도에서 보면 내부자거래를 허용함으로써 발생하는 이익과 비용의 측면으로 이해할 수 있을 것이다. 이익의 측면에서 보면, 내부자거래는 주식의 가격이 실제가치를 반영하는 수준으로 움직이도록 할 것이고 또한 임금계약의 조정을 통해 내부자인 경영자의 보수를 낮추게 될 것이다. 비용 측면에서 보면, 내부자거래는 주주들에게 손실을 가져오고 또한 내부자인 경영자들의 유인을 왜곡시켜 비경제적이고 비효율적인 결정을 하도록 유도할 것이다.92)

내부자거래규제 반대론자들은 이러한 내부자거래로 인한 이익과 손실은 당해 회사와 그 주주들에게 내부화(internalized)되기 때문에 현재의 내부자거래 금지원칙은 강제적인 것이 아니라 선택적인 것으로 되어야 한다고 주장한다. 즉 내부자거래로 이익이든 비용이든 발생하면 모두 당해 회사와 그 주주들에게 귀속되므로, 적어도 효율성 측면에서만 보면 내부자거래의 허용 여부는 당해 회사에 맡겨야 한다는 것이다. 요컨대 내부자거래 규제반대론자들은 내부자거래가 항상 효율적이라고 주장하는 것은 아니지만, 내부자거래 허용으로 인한 이익이 비용을 초과하는 효율적인 결과가 발생하는 경우가 존재할 것이고 따라서 회사가 내부자거래 허용 여부를 선택할 수 있어야 한다고 설명한다.93)

## (2) 대체적 내부자거래의 타당성

이상의 내부자거래규제의 찬반론을 바탕으로 한 이익/비용의 논의를 대체적 내부자거래에 적용하여 대체적 내부자거래의 타당성을 검토해 보도록 하자. 위에서 내부자거래가 허용된다면 이로 인해 이익과 비용이 발생한다는 것을 살펴보았다. 일반적으로 대체적 내부자거래도 이와 비슷하게 비용과 이익을 수반할 것이다.

먼저 대체적 내부자거래로 인한 비용의 고찰을 위해 대체적 내부자거래가 경영자의 투자결정에 어떠한 영향을 미치는가를 보도록 하자. 한 회사의 기업활동이 타회사에 영향을 주지 않는 경우도 존재하겠지만, 아마도 많은 경우에 있어 회사의 주요 기업활동은 타회사에 영향을 미칠 것이다. 예를 들어 컴퓨터 칩을 생산하는 B회사가 새로운 칩의 설계에 투자를 하는 경우 이것이 성공적이라면 경쟁사의 가치가 감소할 것이고 반대로 성공적이지 않다면 경쟁사의 가치는 증가할 것이다.94) 이때 미공개 투자정보를 이용한 경쟁사 주식의 대체거래를 통해 B회사의 내부자가 이익을 얻을 기회가 발생할 수 있다. 대체거래를 통한 이득의 가능성이 큰 이러한 형태의 투자는 다음과 같은 비효율적 유인을 발생시킨다. 먼저 대체적 내부자거래의 가능성으로 인해 경영자의 투자결정이 왜곡될 수 있으며, 특정 경영자는 투자정

보에 기한 이익을 더 많이 얻기 위해 일반투자자 및 회사내부의 다른 경영자들에게 당해 정보를 공개하지 않을 수 있다. 또한 대체적 내부자거래의 가능성으로 인해 내부자인 임원들의 업무집중은 분산될 것이며,<sup>95)</sup> 대체거래되는 주식을 보유한 주주들은 손실을 입게 될 것이다.

대체적 내부자거래로 인한 이익의 측면을 보면, 일반적인 내부자거래가 내부자의 보수결정에 영향을 미치는 것과 동일하게 대체적 내부자거래도 대체거래를 하는 내부자의 임금수준에 영향을 주어야 한다. 즉 내부자가 받는 보수는 대체거래로 얻는 이익의 기대가치만큼 감소되어야 한다. 또한 대체적 내부자거래로 인해 대체거래되는 주식의 가격이 정확한 가치를 반영하는 쪽으로 움직일 것이다.<sup>96)</sup>

이상 미공개정보에 기한 대체적 내부자거래도 회사 임직원 등에 의한 전통적인 내부자거래와 마찬가지로 이익과 비용이라는 기본적인 문제를 야기한다는 것을 보았다. 그런데 여기서 주목해야 할 점은, 내부자거래로 인한 이익과 비용이 내부거래자의 회사에 모두 내부화(internalized)되는 일반적인 내부자거래와는 달리, 대체적 내부자거래에서는 이익과 비용의 상당 부분이 외부화(externalized)된다는 것이다.<sup>97)</sup> 예를 들어 대체적 내부자거래로 인한 손실은 대체거래를 하는 내부자의 회사주주에게 귀속되지 않고 대체거래되는 주식을 발행한 회사의 주주에게 귀속된다.<sup>98)</sup> 그리고 대체적 내부자거래를 통한 정확한 주가결정이라는 이익은 내부자의 회사에 귀속되는 것이 아니라 대체거래되는 주식을 발행한 회사에 귀속된다.<sup>99)</sup>

앞에서 내부자거래규제 반대론자들은 통상적인 내부자거래를 통해 효율성이 달성되는 경우가 있을 수 있으므로 내부자거래의 허용 여부는 각 회사에 맡겨야 한다고 하였다. 따라서 내부자거래가 허용된다면 회사는 일반적으로 내부자거래로 인한 이익과 비용을 고려하여 그 허용 여부를 결정할 것이며, 이러한 이익과 비용의 관계는 회사마다 그리고 시기마다 다양한 차이를 보일 것이다.<sup>100)</sup> 그러나 대체적 내부자거래의 경우에는 이익과 비용이 상당 부분 외부화되기 때문에, 이익/비용이 귀속되는 타회사와의 협력 없이는 대체적 내부거래자를 임직원으로 둔 회사가 대체적 내부자거래를 통해 효율성을 달성하기는 어려울 것이다. 더욱이 대체적 내부자거래로 인한 손실은 외부화되어 타회사의 주주가 부담하므로, 대체적 내부거래자가 얻는 이익은 결국 비용이 모두 내부화된 경우에 비해 더 클 것이다.<sup>101)</sup> 이러한 가능성으로 인해 자기이익을 추구하는 합리적인 회사의 경우에는 내부자에 의한 대체적 내부자거래가 사회적으로는 비효율적이라 하더라도 이를 허용하거나 심지어는 장려할 것이다.<sup>102)</sup>

이익과 비용의 외부화가 어떻게 비효율적인 회사의 결정을 이끌어내는가를 보기 위하여, Ayres/Bankman 교수는 다음과 같은 예를 제시한다.<sup>103)</sup> Intel사의 임직원들이 자사의 내부정보를 이용하여 경쟁사인 AMD(Advanced Micro Devices)사의 주식을 거래함으로써 100x의 이익을 얻을 수 있다고 가정하자. 이러한 거래는 위험을 수반하기 때문에, 100x의 기대이익은 Intel사의 임직원들에 의해 90x의 가치가 있는 것으로 평가된다. 대체적 내부자거래는 Intel사 임직원들의 업무집중을 분산시키고, 회사내부의 정보의 흐름을 왜곡시키며, 때로는 회사경영진의 투자결정을 왜곡시킨다. Intel사는 이러한 비용을 5x로 평가한다. 한편 대체적 내부자거래는 좀더 정확한 AMD사의 주가를 이끌어낸다. 이러한 정확한 주가창출은 AMD사에 의해 2x로 평가되고, 또한 AMD 주가에 근거하여 의사결정을 하는 자들에게는 1x만큼의 추가적인 가치를 발생시킨다. 이 상황에서 대체적 내부자거래는 93x만큼의 사회적 이익을, 그리고 105x만큼의 사회적 비용을 발생시킨다.<sup>104)</sup> 만약 이익과 비용이 모두

Intel사에 내부화된다면, 이러한 대체적 내부자거래는 허용되지 않을 것이다. 그러나 실제로는 대체적 내부자거래로 인한 이익이 90x임을 인지한 Intel사는 대체적 내부거래자에게 지급되는 보수를 삭감함으로써 90x만큼의 이익을 얻을 수 있을 것이다. 따라서 Intel사는 5x만큼의 비용만 부담하고, 결국 85x의 순이익을 얻게 된다. 이에 반해 대체적 내부자거래로 인한 손실의 대부분은 AMD사와 그 주주들에게 돌아가고, 결국 이들은 98x의 순손실을 부담한다. 만약 이러한 손실로 인해 AMD사의 자본비용이 증가한다면 AMD사가 입는 손실은 Intel사의 입장에서는 훨씬 더 큰 이익으로 해석될 수 있을 것이다. 따라서 특정회사 내부자의 경쟁회사 주식에 대한 대체적 내부자거래는 사회적으로 비효율적이라 할지라도 사적으로는 경쟁사의 비용으로 이익을 얻는 하나의 전략이 될 수 있다.<sup>105)</sup>

그러나 이러한 상황이 대체적 내부자거래를 통해 Intel사와 그 주주들이 최종적으로 이익을 얻게 된다는 의미는 아니다. 왜냐하면 이와 같은 대체적 내부자거래를 통한 게임은 쉽게 race to the bottom으로 진전될 수 있기 때문이다. Intel사의 임원들이 AMD사의 주식을 거래하는 동일한 시점에 AMD사의 임원들도 Intel사의 주식을 거래할 수 있다. 만약 이 경우의 이익/비용에 관한 수치가 위에서 살펴본 Intel사 임원에 의한 대체적 내부자거래의 경우와 대칭적으로 동일하다면, AMD사 임원들의 대체적 내부자거래로 인해 Intel사와 그 주주들은 98x의 손실을 부담한다. 이때 Intel사가 자사 임원들의 AMD사 주식거래를 금지한다고 해서 이러한 손실을 제거할 수는 없다. 왜냐하면 손실을 야기하는 거래는 Intel사의 임원들이 아닌 AMD사의 임원들에 의해 이루어지기 때문이다. Intel사와 AMD사는 서로에게 부정적인 외부효과를 상호적으로 부과하는 죄수의 딜레마에 빠지게 되는 것이다.<sup>106)</sup>

이상의 분석을 통해 대체적 내부자거래는 이익과 비용의 외부화로 인해 사회적으로 비효율적인 경우에도 그 발생 가능성이 크며, 따라서 일반적인 내부자거래보다도 규제가 더 필요할 수 있다는 점을 살펴보았다.

#### 4. 검토와 제안

위에서 살펴본 대체적 내부자거래에 관한 Ayres/Bankman 교수의 주장은 주목할만하며 또한 상당한 설득력을 갖고 있다고 할 수 있다. 하지만 이들의 견해를 전면적으로 받아들이기에는 아직 대체적 내부자거래에 대한 충분한 논의가 이루어지지 않은 상태이다. 사실 이들의 논문을 제외하면 대체적 내부자거래를 본격적으로 고찰한 다른 연구는 전무한 상태이다. 또한 이들의 견해 중 아직 검증되어야 할 부분들이 많다. 예를 들어 앞의 타당성 분석 사례에서 제시된 사회적 이익/비용과 관련된 수치는 대체적 내부자거래의 역학을 보여주기 위해 임의로 선택된 숫자들이며, 각각의 조건이 어떠한 중요성을 갖는가 하는 것은 경험적으로 접근될 문제이다. 그리고 대체적 내부자거래로 인한 이익이 비용을 넘어설 수 있는 가능성도 함께 살펴보아야 할 것이다.

대체적 내부자거래의 규제여부는 내부자거래유보의 논의에서 언급하였듯이 내부자거래규제의 목적·범위와 연관시켜 살펴볼 수 있다. 대체적 내부거래자는 경쟁적 요소에 의해 획득한 정보가 아니라 자신의 특정 지위를 통해 획득한 정보에 기해 적극적 증권거래를 함으로써 동정보를 알지 못하는 일반대중에 비해 더 많은 이익을 얻는 행위이다. 따라서 정보비대칭의 불공정한 이용이라는 측면에 초점을 맞추어 내부자거래 제한규정을 운용하고자 한다면 대체적 내부자거래도 규제대상이 될 가능성이 충분하다고 할 수 있다. 그 동안 내부자거래규제는 회사내부자에 의한 협의의 내부자거래규제로부터 시작하여(신인의무이론), 외부자에 의한 외부자거래규제로 확대되었다고 할 수 있다(정보유용이론).<sup>107)</sup> 이제 한 걸음 더 나아가 대체적 내부자거래도 규제범위에 포함시킬 여지도 존재할 수 있는 것이다.

더욱이 기업결합현상과 관련하여 개별 상장법인 이외에 그 관계회사의 차원에서까지 내부자 거래가 발생할 가능성이 있으므로 계열회사 또는 경쟁회사 주식 등 당해 법인과 관련되는 다른 법인이 발행한 유가증권의 거래에 대해서까지 규제를 확대할 필요가 있다는 주장이 제기되고 있다.108) 내부자거래규제의 목적과 함께 이러한 견해를 고려하면 대체적 내부자거래도 ‘유가증권거래에 있어 정보면에서의 평등성 확보’라는 내부자거래 규제의 근본취지를 위협하는 거래행태로 인정될 필요성이 크다고 말할 수 있다.

대체적 내부자거래가 사회적으로 비효율적일 가능성이 높으며 정보격차를 불공정하게 이용하는 행위라는 점을 근거로 대체적 내부자거래를 규제하려면, 먼저 내부자거래 제한규정의 적용범위 안으로 대체적 내부자거래를 포섭해야 할 것이 전제된다. 여기서 B회사의 임원 乙이 B회사의 내부정보를 이용하여 경쟁사인 C회사의 주식을 거래하는 대체적 내부자거래의 예를 보도록 하자.

乙의 대체적 내부자거래를 제한하기 위해 가능한 방법 중 하나는 C회사를 기준으로 하여 C회사 내부자의 범위에 乙을 포함시키는 것이다. 이를 위해 먼저 B회사 관련정보가 C회사의 내부정보로 포섭될 수 있는가를 보자. 주식의 가격에 영향을 주는 정보는 크게 보아 회사의 재산상태나 수익력에 관한 기업정보(corporate information)와 증권시장에서 당해회사증권의 수급에 영향을 줄 수 있는 그 밖의 사건이나 상황에 관한 시장정보(market information)로 구분할 수 있다. 현행 증권거래법은 기업정보에 국한하여 이용을 금지하고, 시장정보 중 공개매수정보를 이용금지대상으로 추가하고 있다.109)

C회사의 기업정보는 주로 C회사의 내부에서 생기지만(기업내부정보), 위의 예에서와 같이 B회사로부터 생길 수도 있다. 즉 B회사에 관한 긍정적 내부정보가 존재한다면 이는 경쟁사인 C회사의 재산상태나 경영실적에 영향을 주므로 비록 동정보가 C회사의 외부에서 생겨난 정보이지만 C회사의 기업정보인 것이다(기업외부정보).110) 현행 증권거래법 제188조의2는 회사의 “업무 등과 관련”한 정보를 규제대상으로 삼고 있는데, ‘업무 등’과 ‘재산상태나 경영실적’을 대체로 같은 의미로 해석한다면 기업정보는 내부기업정보나 외부기업정보나 모두 증권거래법의 규제범위에 포함될 수 있게 된다.111) 이렇다면 乙이 이용한 B회사의 미공개정보도 C회사의 “업무 등과 관련”한 정보에 포섭된다. 그리고 乙을 C회사의 준내부자로 볼 수 있는 경우는 문제가 없겠지만,112) 그렇지 않은 경우에는 현행 증권거래법상의 내부자의 범위를 개정하여 乙을 C회사의 내부자로 포함시킴으로써 최종적으로 乙의 대체거래를 규제할 수 있을 것이다.

乙의 대체적 내부자거래를 제한하기 위해 가능한 또 하나의 방법은 B회사를 기준으로 하여 규제대상 증권 범위에 C회사의 주식을 포함시키는 것이다. 즉 증권거래법 제188조의2 제1항을 B회사의 업무 등과 관련하여 “일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보를 직무와 관련하여 알게 된 자와 이들로부터 당해 정보를 받은 자는 당해 법인이 발행한 유가증권 [및 당해 정보와 관련된 유가증권]의 매매 기타 거래와 관련하여 그 정보를 이용하거나 다른 사람으로 하여금 이를 이용하게 하지 못한다”로 개정한다면 대체적 내부자거래를 제한할 수 있는 또다른 방법이 될 수 있는 것이다. 물론 개정된 규정을 근거로 대체적 내부자거래를 제한하는 경우에는 대체거래되는 주식의 발행회사와 관련하여 정보의 중요성 여부를 판단해야 할 것이다.113)

이 경우에는 새로운 규제대상이 되는 ‘당해 정보와 관련된 유가증권’이 무엇인가의 정의가 있어야 할 것이다. 즉 개정된 조항하에서 B회사의 내부자 乙에 의한 대체적 내부자거래를

규제하려면 B회사의 대체주식으로 간주될 수 있는 타회사의 주식목록이 갖추어질 것이 필요하다는 것이다. 그렇지만 어떤 면에서는 모든 주식의 가격이 사실상 다른 모든 주식과 연계되어 있어 서로 영향을 주고받는다라고도 할 수 있으므로 특정 정보에 영향을 받는 주식목록을 작성하는 작업은 번거롭고도 어려운 일이 아닐 수 없다.

가능한 방법 중 하나는 규제당국으로 하여금 각 회사의 대체주식목록을 작성하도록 하는 것이다. 예를 들어 B회사주식을 통해 초과수익을 얻는 경우가 C회사와 D회사가 발행한 주식을 통해 초과수익을 얻는 경우와 통계적으로 긴밀한 연관성을 갖는 경우에는 C회사와 D회사의 주식을 B회사주식의 대체주식으로 간주할 수 있을 것이다.<sup>114)</sup>

이상 대체적 내부자거래의 규제여부를 검토하고 규제가 필요한 경우의 관련 사항들을 간략히 살펴보았다. 내부자거래유보의 경우와 마찬가지로 대체적 내부자거래의 타당성에 대해서도 향후 충분한 논의가 더 이루어져야 할 것이며, 제한이 요구되는 경우에는 규제법규의 마련 및 기타 관련정보공시를 위한 제도의 필요성에 대해서 체계적인 연구가 있어야 할 것으로 생각된다.

#### IV. 맺음말

내부자거래 제한규정은 기업에 관한 공개되지 않은 중요한 정보를 지득한 자가 이를 이용하여 당해 기업의 증권을 거래하는 것을 금지함으로써 공정성과 시장에 대한 투자자의 신뢰를 확보하는 것을 그 목적으로 한다.

본 글에서는 내부자거래 제한규정이 적용되는 규제대상행위와 관련하여, 현행 증권거래법의 적용을 받지 않지만 정보에 있어 우위를 점하는 자의 정보이용행위라 할 수 있는 내부자거래유보와 대체적 내부자거래라는 두 가지 유형의 행위를 살펴보았다. 이러한 유형의 행위들을 통상의 내부자거래와 비교되는 개념으로 ‘간접적 내부자거래’나 ‘準내부자거래’라고 할 수도 있겠으나, 본 글에서는 각각의 행위가 의미하는 바를 좀더 정확히 전달하려는 목적으로 내부자거래유보와 대체적 내부자거래라는 용어를 사용하였다.

내부자거래유보와 관련하여 전통적 입장에서는 내부자가 미공개정보에 기한 거래유보를 통해 시장평균수익을 초과하는 이익을 얻을 수 있다고 오랫동안 생각해 왔다. 본 글은 이러한 전통적인 믿음이 잘못된 것일 수 있음을 살펴보았다. 미공개정보를 지득한 상태에서 적극적 거래를 할 수 없는 내부자는 비록 동정보를 거래를 유보하는 데 이용할 수 있다고 하더라도 최종적으로 대중주주보다 더 많은 이익을 얻지 못할 수 있다.

대체적 내부자거래는 현행법상 제한되지 않는 행위이므로 회사의 내부자는 당해 회사와 관련된 미공개정보를 이용하여 타회사의 주식을 거래하여 이익을 얻을 수 있다. 그러나 대체적 내부자거래로 인한 비용과 이익은 통상적인 내부자거래와 달리 상당 부분 외부화되므로 사회적으로 비효율적인 대체적 내부자거래가 발생할 가능성이 크다.

본 글은 내부자거래유보와 대체적 내부자거래의 규제여부에 관한 최종적이고 완전한 결론을 내리고자 한 것은 아니다. 이 글을 시작으로 그 동안 많은 관심을 기울이지 못했던 내부자거래의 이면이라고 할 수 있는 내부자거래유보와 대체적 내부자거래에 관한 연구가 활발해지고 이를 통해 효율적이고 실질적인 내부자거래 규제가 이루어지기를 기대해 본다.

#### 췍 참고문헌

강대섭, “내부정보의 제공과 정보수령자의 거래의 규제,” 『증권법연구』, 제2권 제2호, 한국증권법학회, 2001.

김건식, “내부자거래 규제의 이론적 기초,” 『증권학회지』, 제28집, 2001.

김건식, “내부자거래와 내부정보의 이용,” 『상법연구의 향기』, 정희철교수 정년 20년 기념, 2004.

김건식, 『증권거래법』, 제3판, 두성사, 2004.

김건식·송옥렬, 『미국의 증권규제』, 홍문사, 2001.

김병태, “관계회사와 관련된 내부자거래규정 적용상의 문제점,” 『증권법연구』, 제3권 제2호, 한국증권법학회, 2002.

김용진, “내부자거래 규제대상으로서의 내부정보에 관한 연구,” 한양대학교 박사학위 논문, 1994.

김정수, 『현대증권법원론』, 박영사, 2002.

박임출, “내부자거래 규제법제의 개선방안,” 『증권법연구』, 제4권 제2호, 한국증권법학회, 2003.

이철송, 『내부자거래 제한의 법리』, 자유기업원, 2004.

임재연, 『증권거래법』, 개정2판, 박영사, 2004.

최재경, “증권거래법상 내부자거래의 형사처벌 관련문제,” 『법무연구』, 제27호, 법무연수원, 2000.

Ayres, Ian & Joe Bankman, Substitutes for Insider Trading, 54 Stan. L. Rev. 235, 2001.

Bagnoli, Mark & Naveen Khanna, Insider Trading in Financial Signaling Models, 47 J. Fin. 1905, 1992.

Bainbridge, Stephen, The Insider Trading Prohibition: A Legal and Economic Enigma, 38 U. Fla. L. Rev. 35, 1986.

Carlton, Dennis W. & Daniel R. Fischel, The Regulation of Insider Trading, 35 Stan. L. Rev. 857, 1983.

Cox, James D., Insider Trading and Contracting: A Critical Response to the ‘Chicago School’, 1986 Duke L.J. 628, 1986.

Dyer, Boyd Kimball, Economic Analysis, Insider Trading, and Game Markets, 1992 Utah L. Rev. 1, 1992.

Easterbrook, Frank H., Insider Trading, Secret Agents, Evidentiary Privileges, and the Production of Information, 1981 Sup. Ct. Rev. 309, 1981.

Fischer, Paul E., Optimal Contracting and Insider Trading Restrictions, 47 J. Fin. 673, 1992.

Fried, Jesse M., Insider Abstention, Yale L.J. 455, 2003.

Fried, Jesse M., Reducing the Profitability of Corporate Insider Trading Through Pretrading Disclosure, 71 S. Cal. L. Rev. 303, 1998.

Haft, Robert J., The Effect of Insider Trading Rules on the Internal Efficiency of the Large Corporation, 80 Mich. L. Rev. 1051, 1982.

Krattenmaker Thomas G. & Steven C. Salop, Anticompetitive Exclusion: Raising Rivals’ Costs to Achieve Power over Price, 96 Yale L.J. 209, 1986.

Krause, Hartmut, The German Securities Trading Act (1994): A Ban on Insider

Trading and an Issuer's Affirmative Duty To Disclose Material Nonpublic Information, 30 Int'l Law. 555, 1996.

Langevoort, Donald C., *Insider Trading: Regulation, Enforcement & Prevention*, Securities Law Series Vol. 18, Thomson/West, June 2004.

Levmore, Saul, *Securities and Secrets: Insider Trading and the Law of Contracts*, 68 Va. L. Rev. 117, 1982.

Manne, Henry G., *Insider Trading and Property Rights in New Information*, 4 Cato J. 933, 1985.

Manne, Henry G., *Insider Trading and the Law Professors*, 23 Vand. L. Rev. 547, 1970.

Manne, Henry G., *Insider Trading and the Stock Market*, 1966.

Memminger, Peter M., *The New German Insider Law: Introduction and Discussion in Relation to United States Securities Law*, 11 Fla. J. Int'l L. 189, 1996.

Mendelson, Morris, *The Economics of Insider Trading Reconsidered*, 117 U. Pa. L. Rev. 470, 1969.

Painter, Richard W., 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.

Prakash, Saikrishna, *Our Dysfunctional Insider Trading Regime*, 99 Colum. L. Rev. 1491, 1999.

Salbu, Steven, *Tippee Credibility, Non-Informational Tippee Trading, and Abstention from Trading: An Analysis of Gaps in the Insider Trading Laws*, 68 Wash. L. Rev. 307, 1993.

Schotland, Roy A., *Unsafe at Any Price: A Reply to Manne, Insider Trading and the Stock Market*, 53 Va. L. Rev. 1425, 1967.

Scott, Kenneth E., *Insider Trading: Rule 10b-5, Disclosure and Corporate Privacy*, 9 J. Leg. Stud. 801, 1980.

Wang, William K. S. & Marc I. Steinberg, *Insider Trading, 1996 & Supp. 2000*.  
*The Korean Journal of Securities Law*, Vol. 5, No. 2, 2004

What Isn't Prohibited By Insider Trading Regulation? —  
Insider Abstention and Substitute Insider Trading

Kun Young Chang

#### ABSTRACT

Insider trading is a term of art that refers to unlawful trading in securities by persons who possess material nonpublic information about the company whose shares are

traded. While insider trading regulation under the Korean Securities and Exchange Act focuses on insider trading, it does not regulate all kinds of informationally advantaged act using material nonpublic information, such as insider abstention and substitute insider trading.

It has been believed that insiders can profit on material nonpublic information both by trading and by abstaining from trading. This Article examines that this conventional wisdom about insider abstention can be wrong and that nonregulation of insider abstention can be efficient.

Another likely type of informationally advantaged trading is by officers and directors of one corporation (Corporation A) in another corporation? (Corporation B) securities. This form of trading can be referred to as substitute insider trading. Substitute insider trading is presently legal, and it may be quite profitable. This Article discusses that substitute trading can be less socially desirable than traditional insider trading, and examines possible changes in the law that might limit substitute insider trading.

\* 이 논문은 2004년도 증권법학회 연구논문 공모사업의 지원에 의하여 연구되었음.

1) 사실 「내부자거래」라는 용어 자체는 증권거래법의 관련규정이 적용되는 행위를 가리키는 적절한 단어라고 보기는 어렵다. 이는 내부자거래 제한규정이 고전적 의미의 내부자라고 할 수 있는 기업의 임직원뿐 아니라 기업의 외부자도 내부자거래의 행위주체로서 규제하고 있기 때문이다.

2) 헌법재판소와 대법원은 관련판례를 통해 내부자거래규제의 목적은 증권거래에 있어 정보면에서의 평등성을 확보하여 거래당사자들이 동일한 가능성 위에서 공정한 증권거래를 할 수 있도록 하고, 증권시장의 건전성을 확립하여 투자자에게 그 신뢰감을 갖게 하려는 것이라고 판시하고 있다. 헌법재판소 1997. 3. 27 결정, 94헌바24; 대법원 1994. 4. 26 판결, 93도695.

3) 증권거래법은 ① 일정한 내부자의 空賣를 금지하고(제188조 제1항), ② 내부자가 증권을 매수 또는 매도한 후 6월내에 다시 매도 또는 매수하는 방법으로 단기기간의 매매를 통해 차익을 얻은 경우 그 차익을 회사에 반환케 하고(제188조 제2항), ③ 내부자가 공개되지 아니한 정보를 이용하여 증권을 매도 또는 매수하는 것을 금지함으로써(제188조의2) 내부자거래를 규제한다. 이 가운데서 空賣渡 금지규정과 단기매매차익반환의무 규정은 통상적 의미의 내부자거래를 억제하기 위한 사전적·보완적 장치라고 할 수 있다. 김정수, 『현대증권법원론』(박영사, 2002), 640-641면.

4) 현행 증권거래법 제188조의2(미공개정보 이용행위의 금지) 규정은 다음과 같다.

① 다음 각호의 1에 해당하는 자(제1호 내지 제5호의 1에 해당하지 아니하게 된 날부터 1년이 경과되지 아니한 자를 포함한다)로서 상장법인 또는 협회등록법인(6월내에 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)

② 제1항에서 “일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보”라 함은 제186조 제1항 각호의 1에 해당하는 사실 등에 관한 정보 중 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 것으로서 당해 법인이 재정경제부령이 정하는 바에 따라 다수인으로 하여금 알 수 있도록 공개하기 전의 것을 말한다.

③ 제1항 및 제2항의 규정은 제21조의 규정에 의한 공개매수를 하는 경우에 이를 준용한다. 이 경우 제1항 본문 중 “당해 법인”은 “공개매수대상 유가증권의 발행인”으로, “중요한 정보”는 “공개매수의 실시 또는 중지”에 관한 정보”로 보며, 제1항 각호 중 “당해 법인”은 각각 “공개매수인”으로 본다.

5) 내부자거래의 규제대상행위에 관한 기존의 연구로는 다음과 같은 문헌들이 있다. 김정수, 전거서, 664면; 박임출, “내부자거래 규제법제의 개선방안,” 『증권법연구』, 제4권 제2호(한국증권법학회, 2003); 김병태, “관계회사와 관련된 내부자거래규정 적용상의 문제점,” 『증권법연구』, 제3권 제2호(한국증권법학회, 2002); 강대섭, “내부정보의 제공과 정보수령자의 거래의 규제,” 『증권법연구』, 제2권 제2호(한국증권법학회, 2001); 김용진, “내부자거래 규제대상으로서의 내부정보에 관한 연구,” 한양대학교 박사학위 논문, 1994.

6) *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222, 225-30(1980) 판례에서 법원은 Rule 10b-5가 “정보공시 또는 거래유보”의 의무를 부과한다고 해석하였다.

7) Donald C. Langevoort, *Insider Trading: Regulation, Enforcement & Prevention*, Securities Law Series, Vol. 18 §3:16(Thomson/West, June 2004).

8) 내부자거래규제를 받는 자의 범위를 어디까지 설정해야 하느냐에 대해 법규정과 관련된 논의가 존재하지만, 내부자거래유보와 관련해서는 분석의 편의를 위해 주로 고전적인 내부자거래의 하나라고 할 수 있는 회사임원에 의한 내부자거래를 모델로 하여 논의를 진행하고자 한다.

9) Steven Salbu, *Tippee Credibility, Non-Informational Tippee Trading, and Abstention from Trading: An Analysis of Gaps in the Insider Trading Laws*, 68 Wash. L. Rev. 307, 333-34(1993).

10) 이러한 거래유보로 인한 문제를 다룬 국내문헌으로는 김건식, 『증권거래법』, 제3판(두성사, 2004), 262-263면; 김건식, “내부자거래와 내부정보의 이용,” 『상법연구의 향기』(정희철 교수 정년 20년 기념, 2004), 184-186면 등이 있고, 미국과 독일의 학자들의 글로는 다음과 같은 문헌이 있다. Saul Levmore, *Securities and Secrets: Insider Trading and the Law of Contracts*, 68 Va. L. Rev. 117, 119 (1982); Boyd Kimball Dyer, *Economic Analysis, Insider Trading, and Game Markets*, 1992 Utah L. Rev. 1, 23-24 (1992); Saikrishna Prakash, *Our Dysfunctional Insider Trading Regime*, 99 Colum. L. Rev. 1491, 1503 n.53 (1999); Hartmut Krause, *The German Securities Trading Act (1994): A Ban on Insider Trading and an Issuer's Affirmative Duty To Disclose Material Nonpublic Information*, 30 Int' Law 1. 555, 572-73 (1996); Peter M. Memminger, *The New German Insider Law: Introduction and Discussion in Relation to*

United States Securities Law, 11 Fla. J. Int'l L. 189, 216 (1996).

11) Henry G. Manne, Insider Trading and Property Rights in New Information, 4 Cato J. 933, 938 (1985).

12) Salbu, *supra* note 9, at 333-34; Memminger, *supra* note 10, at 215-16.

13) Jesse M. Fried, Insider Abstention, Yale L.J. 455 (2003).

14) *Id.* at 468.

15) 지수펀드(index fund)란 주가지표의 변동과 동일한 투자성과의 실현을 목표로 구성된 펀드를 말한다. 즉 증권시장의 장기적 성장 추세를 전제로 하여 주가지표의 움직임에 연동되게 포트폴리오를 구성하여 운용함으로써 시장의 평균수익을 실현하는 것을 목표로 하는 포트폴리오 운용기법이다. 따라서 甲이 지수펀드에 투자하면 시장의 평균수익을 실현하게 된다는 것을 의미한다.

16) 이때 甲의 거래는 익명성이 있으며 다른 어떤 주식의 시장가격에도 영향을 주지 않는다고 가정한다. *Id.* at 468 n.40.

17) *Id.* at 468.

18) 물론 甲이 미공개정보를 이용하더라도 A회사주식을 통해 시장평균수익만을 얻는 경우가 존재할 수 있지만, 이러한 경우의 수는 고려하지 않더라도 전체분석에는 영향을 주지 않는다. 즉 미공개정보를 통해 정(正)/부(負)의 수익 여부를 분명히 알 수 있다는 가정은 설명의 편의를 위한 것이지, 현재 살펴보는 분석의 결과발생을 위해 반드시 필요한 것은 아니다. 만약 미공개정보가 단지 개연성만을 가지고 있는 경우라도 결과는 동일할 것이다. 예를 들어, 만약 긍정적 정보를 통해 A회사주식이 시장평균수익을 초과할 확률이 70%이고 그렇지 못할 확률이 30%임을 알 수 있거나, 혹은 부정적 정보를 통해 A회사주식이 평균수익을 넘지 못할 확률이 30%이고 반대 확률이 70%임을 알게 되더라도 분석결과는 동일할 것이다. 그리고 미공개정보를 평가하는 내부자의 능력이 제한됨으로 인해 내부자가 A회사주식이 시장평균수익을 초과할 것인가를 항상 정확하게 평가하지 못한다 하더라도 분석의 결과는 동일할 것이다. *Id.* at 469 n.42.

19) 만약 공개정보에 근거한 A회사주식의 기대수익이 시장평균수익보다 높거나 낮다면 투자자들이 매수 또는 매도를 하게 되고 결국 주가변화를 통해 A회사주식의 기대수익이 시장평균수익과 같아지게 된다. 분석의 편의를 위해 투자자들은 위험에 대해 중립적이며 투자로 인한 기대수익에만 관심이 있다고 가정한다. 그렇지만 위험에 따라 A회사주식의 기대수익을 조정하더라도 전체적 결과에는 변함이 없을 것이다. *Id.* at 469 n.43.

20) *Id.* at 469.

21) *Id.*

22) *Id.* at 470.

23) *Id.*

24) *Id.*

25) *Id.*

26) *Id.* at 470-71.

27) *Id.* at 471.

28) *Id.* at 471-72.

29) *Id.* at 472.

30) *Id.* at 472 n.44.

31) A회사주식으로 인한 수익이 시장평균수익을 초과한다는 사실을 지득하게 되면, 甲은 단순히 계획된 거래를 유보할 뿐만 아니라 추가로 A회사주식을 매수할 것이며, 이로 인해 甲의 거래이익은 더욱 증가하게 된다. 또한 A회사주식 수익이 시장평균수익에 미치지 못한다는 사실을 지득하게 되면 甲은 단순히 계획된 거래를 추진할 뿐만 아니라 추가로 A회사주식을 매도할 것이다(지금 논의되는 상황은 미공개정보를 지득하고 내부자거래와 내부자거래유보를 하더라도 법규상 허용되는 경우이기 때문에, 甲이 미공개정보에 기해 추가로 주식을 매수하거나 매도할 수 있는 것이다). 그러나 여기서의 핵심은 甲이 긍정적 정보를 지득하여 단순히 거래를 유보하거나 부정적 정보를 지득하여 이미 계획된 매매를 추진하게 된다면, 평균적으로 시장평균수익 보다 높은 이익을 얻는다는 것이다. Id. at 472.

32) Id.

33) Id. at 473.

34) 물론 甲이 매수를 계획하고 난 후 긍정적 정보를 지득하게 된다면 더 많은 주식매수를 고려할 것이며, 반대로 부정적 정보를 지득하게 되면 계획된 매수의 유보뿐만 아니라 보유하고 있던 다른 주식도 매도할 것이다. 그렇지만 여기서 핵심은 주식매수를 계획했던 내부자가 이후 지득한 미공개정보에 근거하여 적극적으로 매수를 하거나 매수를 유보한다면, 시장평균수익보다 높은 이익을 얻게 된다는 점이다. Id.

35) Id.

36) Id. at 473-74.

37) Id. at 474.

38) 혹자는 내부정보지득시 거래를 금지하는 제도하에서 왜 甲이 A회사주식의 매도를 계획할 것인가 하고 의문을 가질 수 있다. 즉 甲이 주식매도전 긍정적 정보를 지득하면 주식보유를 선택할 것이고, 부정적 정보를 지득하면 주식매도가 금지될 것이므로 어느 경우에도 甲은 계획된 매도를 그만두게 될 터인데, 그렇다면 甲이 애초부터 A회사주식을 매도할 계획을 세운다는 것이 비합리적으로 보일 수 있다. 이러한 의문은 甲이 항상 긍정적이거나 부정적인 정보만을 지득한다고 가정을 단순화한 데서 기인한다. 따라서 甲이 미공개정보를 지득하지 않는 세번째 가능성을 도입함으로써 이러한 부조화를 제거할 수 있고 좀더 현실적인 모형을 제시할 수 있다. 즉 甲은 긍정적 또는 부정적 정보를 얻거나 혹은 아무런 정보도 얻지 않는 경우가 있을 수 있다. 내부정보지득시 거래를 금지하는 제도하에서라도, 甲이 아무런 정보도 지득하지 않는 경우에는 계획된 주식매도를 스스로 포기하거나 또는 포기하도록 강제되지 않는다. 따라서 甲이 아무런 정보도 얻지 않는 가능성이 존재하는 한 내부정보지득시 거래를 금지하는 제도하에서 주식매도를 계획하는 것이 불합리하다고 할 수는 없다. 그리고 내부자가 아무런 정보도 지득하지 못하는 상황을 포함하더라도 분석의 결과는 달라지지 않는다. 따라서 결과에서 보듯, 거래유보만 가능하고 적극적 거래는 불가능한 제도하에서 내부자는 주식매도로 시장평균수익을 얻게 될 것이며, 아무 정보도 얻지 않는 세 번째 가능성을 포함시키더라도 이러한 결과에는 영향을 주지 않는다. Id. at 474 n.46.

39) Id. at 474-75.

40) Id. at 475.

41) Id.

42) Id.

43) Id. at 476.

44) Id.

45) Id.

46) Id. at 476 n.48.

47) Id. at 476-77.

48) Id. at 477.

49) Id.

50) Id.

51) Id.

52) 앞의 각주 8과 관련된 본문의 예 참조.

53) Jesse M. Fried, Reducing the Profitability of Corporate Insider Trading Through Pretrading Disclosure, 71 S. Cal. L. Rev. 303, 338-39 (1998). 甲이 부정적 정보에 기해 매수를 유보하는 경우도 마찬가지다. 부정적 정보가 공개되면 주가가 8,000원이 된다고 가정할 때, 甲이 부정적 정보에 기해 매수를 유보하면 주당 2,000원의 이익을 더 얻게 된다(④의 경우). 그러나 甲이 매수유보를 통해 주당 2,000원의 이익을 얻더라도 전체 대중주주와 비교해 볼 때 더 많은 이익을 얻는 것은 아니다. 예를 들어 부정적 정보를 알지 못한 일부 대중주주는 후에 정보가 공개되면 8,000원이 될 주식을 10,000원에 매수하게 되지만, 그 거래상대방이 되는 다른 대중주주는 8,000원의 가치가 있는 주식을 10,000원에 매도하게 된다. 즉 주식을 매수한 일부 대중주주의 손실은 주식을 매도한 다른 대중주주의 이익에 의해 상쇄된다.

54) Id. at 339-40. 마찬가지로 甲이 매수유보를 통해 얻는 이익도 대중주주의 비용으로 얻는 초과수익이 아니다. 甲은 매수유보를 통해 실질가치 이상으로 주식을 매수하는 것을 회피함으로써 대중주주와 동일한 이익을 얻는다.

55) 이러한 거래유보와 달리 적극적 내부자거래에서는 내부자가 대중주주의 이익을 희생하여 초과수익을 얻게 된다. 甲이 미공개정보를 이용하여 적극적 내부자거래를 하지 않는다면 거래유보의 경우와 마찬가지로 주식을 매도/매수한 일부 대중주주의 이익은 다른 대중주주의 손실에 의해 상쇄된다. 따라서 전체 그룹으로서의 대중주주들은 미공개정보를 알지 못하더라도 甲의 적극적 거래가 없다면 평균적으로 보아 손실을 입는 것은 아니다. 그러나 甲이 미공개정보에 기해 거래를 하게 되면 사정은 달라진다. 앞의 예에서 甲이 부정적 정보에 기해 주식매도를 하면 주당 2,000원의 이익을 더 얻게 되며(②의 경우), 甲은 거래유보의 경우와 달리 매도를 통해 전체 대중주주 그룹에 비해 더 많은 이익을 얻게 된다. 달리 말하면 甲이 부정적 내부정보를 지득한 상황에서 보유하던 A회사주식을 주당 10,000원에 매도하지 않았다면 전체 투자자 그룹으로서의 대중주주들은 주당 2,000원의 손실을 입지 않았을 것이다. 따라서 미공개정보를 이용하여 甲이 거래한 수량만큼 대중주주들은 손실을 본 것이라고 할 수 있다. 즉 甲의 매도를 통해 대중주주가 보는 손실은 甲의 매도가 없었다면 발생하지 않았을 것이므로, 甲이 매도로 얻는 이익은 대중주주의 이익을 희생하여 얻는 초과수익이다. 甲은 적극적 거래를 통해 실질가치 이하로 주식을 매도함으로써 대중주주보다 많은 이익을 얻는 것이다. 결국 甲은 주식이 과대평가되었을 때 매도함으로써(②의 경우), 혹은 주식이 과소평가되었을 때 매수함으로써(③의 경우) 대중주주의 이익을 희생하여 초과수익을 얻게 된다.

56) 다시 말하면, 거래가능/유보가능의 제도하에서 내부자가 대중주주보다  $M+px$ 만큼 더 많은 수익을 얻는 불공정·불균형을 조절하기 위해 적극적 거래만 금지하고 유보를 허용한다면, 내부자는 ⑤와 ⑧의 유보가 가능한 경우에만 이익을 얻고, 나머지 두 경우인 ⑥과 ⑦

의 경우에는 손실을 부담함으로써 전체적으로 대중주주와 동일한 시장평균수익인 M을 얻는 것이다. 즉 거래가능/유보불가 제도하에서 발생 가능한 모든 경우의 수를 고려하면 전체적으로 보아 내부자가 정보를 지득하지 않고 거래한 경우의 기대수익 모델과 동일한 결과를 얻게 된다. 따라서 미공개정보가 존재하더라도 내부자가 대중주주와 동일한 시장평균수익 M을 얻게 된다면 공정성이나 시장에 대한 신뢰는 손상되지 않는다고 볼 수 있다.

57) Siegfried Kumpel, Bank-und Kapitalmarktrecht(2. Aufl., 2000), 1783(김건식, “내부자거래 규제의 이론적 기초,” 『증권학회지』, 제28집(2001), 166면에서 재인용; 이하 김건식, 전계논문으로 인용). 내부자거래는 ‘정직하고 공정한 증권시장에 대한 일반투자자의 정당한 기대(investing public’s legitimate expectation of honest and fair securities market)’를 무너뜨린다는 견해도 이와 같은 맥락에 속한다고 할 수 있다. 김정수, 전계서, 604면.

58) 김건식, 전계논문, 167면.

59) Roberta S. Karmel, Outsider Trading on Confidential Information - A Breach in Search of a Duty, 20 Cardozo L. Rev. 132 (1998) (김건식, 전계논문, 168면에서 재인용).

60) 박삼철, “증권거래법상의 내부자거래규제에 관한 연구,” 고려대 법학석사학위논문, 1998, 44면(김건식, 전계논문, 168면에서 재인용).

61) 김건식, 전계논문, 167면.

62) 내부자가 부정적(혹은 긍정적) 내부정보에 기해 매도주문(혹은 매수주문)을 낸 후 적발이 두려워 이를 취소한 경우에는 주문취소를 근거로 내부자거래유보행위를 적발할 가능성은 있을 것이다.

63) Ian Ayres & Joe Bankman, Substitutes for Insider Trading, 54 Stan. L. Rev. 235, 241 (2001).

64) 증권거래법 제188조의2 제1항이 열거하고 있는 정보이용 금지의 대상 중에 당해법인, 주요주주, 임원, 직원을 내부자라 지칭하고 그 밖의 행위주체를 준내부자(quasi-insider)라고 칭한다. 이러한 준내부자를 임시내부자(temporary insider) 혹은 해석상 내부자(constructive insider)라고도 한다. 김건식, 전계논문, 170면.

65) 증권거래법 제188조의4(시세조종 등 불공정거래의 금지) 제4항의 규정은 다음과 같다.

④ 누구든지 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 다음 각호의 1에 해당하는 행위를 하지 못한다.

1. 부당한 이득을 얻기 위하여 고의로 허위의 시세 또는 허위의 사실 기타 풍설을 유포하거나 위계를 쓰는 행위

2. 중요한 사항에 관하여 허위의 표시를 하거나 필요한 사실의 표시가 누락된 문서를 이용하여 타인에게 오해를 유발하게 함으로써 금전 기타 재산상의 이익을 얻고자 하는 행위

66) 이철송, 『내부자거래 제한의 법리』 (자유기업원, 2004), 66면.

67) 임재연, 『증권거래법』, 개정2판(박영사, 2004), 458, 475면.

68) 1934년 증권거래법 제10조(b)는 “누구든지... 유가증권의 매수 또는 매도와 관련하여... 증권거래위원회가... 투자자보호를 위해 제정하는 규칙에 위반해... 시세조정적 또는 사기적 수단을 사용하는 것은 위법”이라고 규정하고 있다.

69) Rule 10b-5는 “(a) 사기를 위한 수단, 계획 또는 책략을 사용하거나... (c) 타인에게

사기 또는 기망이 되거나 될 수 있는 행위, 관행 또는 업무방법을 행사하는 것”은 위법이라고 규정하고 있다.

70) 이철송, 전계서, 17-18면.

71) Rule 10b-5는 그 문언상 기망행위를 금지할 뿐이므로, 내부자거래를 Rule 10b-5의 위반행위로 포섭하기 위해서는 이를 기망으로 구성해야만 한다. 따라서 미국에서 내부자거래규제에 대한 이론적 논의는 내부자거래를 기망으로 구성하기 위하여 필요한 공시의무를 어떠한 이론에 의하여 인정할 것인가에 집중되고 있으며, 그 대표적인 것이 신인의무이론과 정보유용이론이다. 김건식, 전계논문, 158-59면.

72) *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222, 225-30 (1980).

73) 김정수, 전계서, 628면.

74) William K. S. Wang & Marc I. Steinberg, *Insider Trading* §§ 5.2.3, 5.3 (1996 & Supp. 2000); Langevoort, *supra* note 7 at § 3.02[1][d].

75) Ayres & Bankman, *supra* note 63, at 253.

76) *Id.*

77) *United States v. O'Hagan*, 521 U.S. 642 (1997) 참조.

78) 김정수, 전계서, 628면.

79) Ayres & Bankman, *supra* note 63, at 254. 정보유용이론하에서는 내부자가 정보원에 대해 미공개정보를 이용하여 거래를 한다는 사실을 미리 알린 경우인 “솔직한 내부자거래”(candid insider trading)는 처벌대상이 되지 않는다. 그 이유는 정보유용이론에 기한 책임이 기망(deception)을 요소로 하기 때문이다. *United States v. O'Hagan* 판결의 미연방대법원 부수의견(dicta)에서도 자신의 거래의도를 밝힌 신인의무자는 본인(principal)을 기망하지 않은 것이라고 지적하였다. 521 U.S. 642, 643 (1997). 따라서 위의 예에서 만약 해당 변호사가 주식거래 의도를 Intel사에 알렸다면 Rule 10b-5를 위반하지 않은 것이 된다. 그리고 그 변호사가 정보를 지득하고 난 이후에 거래의도를 알렸다 하더라도, 그리고 본인 이었던 Intel사가 그러한 거래를 막을 권한이 없었다 하더라도 마찬가지로 법규위반은 없게 된다. 그러나 이러한 판결결과에 대해 많은 비판이 가해지고 있다. 즉 정보유용이론의 전제를 받아들인다면 내부자가 정보원(the source of information)에게 자신의 거래계획을 공시하는 것이 사기적 행위를 구성하지 않는다고 보는 것은 부정확하다는 것이다. 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). 다시 말하면, 정보원으로부터 신뢰를 받고 있는 내부자가 거래의도를 공시하여 법규위반을 회피한다는 것 자체가 자신의 지위를 이용한 기망이라고 보는 것이 더 합리적일 수 있다는 것이다. 이렇게 보면 미공개정보에 기한 거래의도를 공시하더라도 기망이 제거되지는 않을 것이다. 실제로는 신인의무자가 정보원에게 자신의 거래의도를 공시하지 않을 가능성이 큰데, 왜냐하면 공시를 함으로써 고용계약이 종료된다는가 기타 다른 법규정에 근거한 민·형사상 제재를 받을 수 있기 때문이다. Ayres & Bankman, *supra* note 63, at 254 n.48.

80) Ayres & Bankman, *supra* note 63, at 254-55.

81) *Id.* at 255-59. Ayres/Bankman 교수는 대체적 내부자거래의 허용여부에 대해서 아직까지는 대다수의 고용계약이 이를 언급하고 있지 않은 것 같다고 한다. 그리고 고용계약에 대체적 내부자거래의 허용여부가 언급되지 않은 경우에 정보유용이론이 적용되는가는 다소 불분명하며, 증권관련 변호사들은 이러한 경우 회사의 임직원에게 대체적 내부자거래를 하

지 말도록 조언할 것이라고 한다. Id. at 155-59, 265.

82) Id. at 259.

83) Id. at 267-85.

84) Henry G. Manne, In Defense of Insider Trading, Harv. Bus. Rev., Nov.-Dec. 1966, at 113; Henry G. Manne, Insider Trading and the Stock Market 421 (1966) [hereinafter Manne, Insider Trading and the Stock Market]; Henry G. Manne, Insider Trading and the Law Professors, 23 Vand. L. Rev. 547 (1970); Dennis W. Carlton & Daniel R. Fischel, The Regulation of Insider Trading, 35 Stan. L. Rev. 857 (1983).

85) 일단 내부자거래가 임금계약의 일부로 간주된다면, 공정성문제는 적어도 사전적으로는 (on an ex ante basis) 해결된다고 한다. 즉 대중주주는 미공개정보를 보유하고 있는 내부자의 거래를 통해 손해를 입을 위험이 있지만, 이를 고려하여 내부자에게 돌아갈 명시적인 보수를 적게 지불하게 된다는 것이다. Ayres & Bankman, supra note 63, at 268.

86) 긍정적인 미공개정보를 보유하고 있는 내부자의 주식 매수를 통해서 주가는 실제가치를 반영하는 가격까지 상승하고, 부정적 정보에 기한 내부자의 주식 매도를 통해서 주가는 실제가치를 반영하는 가격까지 하락할 것이라고 한다.

87) Ayres & Bankman, supra note 63, at 268.

88) 사업계획의 결과에 대한 정보가 일반대중에게 알려지기 전에 내부자가 거래를 할 수 있다면, 통상 위험한 사업계획은 심한 주가변동을 가져오므로 내부자거래를 통해 더 많은 이익을 얻을 수 있다. Frank H. Easterbrook, Insider Trading, Secret Agents, Evidentiary Privileges, and the Production of Information, 1981 Sup. Ct. Rev. 309, 332 (1981); Mark Bagnoli & Naveen Khanna, Insider Trading in Financial Signaling Models, 47 J. Fin. 1905, 1909 (1992); Levmore, supra note 10, at 149; Roy A. Schotland, Unsafe at Any Price: A Reply to Manne, Insider Trading and the Stock Market, 53 Va. L. Rev. 1425, 1448-57 (1967).

89) 회사 내에서 정보공유가 되면 미공개정보에 기해 거래하는 내부자의 수는 증가하게 되고, 증가된 거래량은 주가에 영향을 미치게 될 것이며 결국 각 내부자에게 돌아가는 이익은 줄어들게 된다. Wang & Steinberg, supra note 74, § 2.3.2, at 34; Robert J. Haft, The Effect of Insider Trading Rules on the Internal Efficiency of the Large Corporation, 80 Mich. L. Rev. 1051, 1064 (1982).

90) 내부자는 거래이익을 최대화하기 위하여 정보의 흐름을 조절하므로 내부자거래는 투자자에게로 가는 정보의 흐름을 왜곡시킬 수 있다. Wang & Steinberg, supra note 74, § 2.3.1, at 32 n.8; Paul E. Fischer, Optimal Contracting and Insider Trading Restrictions, 47 J. Fin. 673 (1992); Stephen Bainbridge, The Insider Trading Prohibition: A Legal and Economic Enigma, 38 U. Fla. L. Rev. 35, 53-54 (1986); Dyer, supra note 10, at 21; Easterbrook, supra note 88, at 333.

91) James D. Cox, Insider Trading and Contracting: A Critical Response to the 'Chicago School', 1986 Duke L.J. 628 (1986); Morris Mendelson, The Economics of Insider Trading Reconsidered, 117 U. Pa. L. Rev. 470, 489-90 (1969).

92) 또 다른 예로, 내부자거래가 허용되면 부정확한 주식가격으로 인한 위험이 감소되는 이익이 생기지만, 내부자의 입장에서는 안정적인 형태의 보수를 받는 대신 내부자거래를 할 권리를 얻음으로서 그만큼 위험이 증가하는 비용이 발생하는 것이다. Easterbrook, supra

note 88, at 332; Kenneth E. Scott, Insider Trading: Rule 10b-5, Disclosure and Corporate Privacy, 9 J. Leg. Stud. 801, 808 (1980).

93) Manne, Insider Trading and the Stock Market, supra note 84, at 421; Carlton & Fischel, supra note 84, at 877; Ayres & Bankman, supra note 63, at 240-41. 그러나 내부자거래의 허용 여부에 관한 회사의 결정은 본질적으로 이기적인 거래일 수밖에 없으므로, 이러한 결정은 충실의무기준에 따른 고도의 절차적이고 실체적인 검사를 거쳐야 할 것이라고 한다. Ayres & Bankman, supra note 63, at 240.

94) Ayres & Bankman, supra note 63, at 276.

95) 이상의 투자정보에 기한 대체적 내부자거래에 적용된 분석은 자원배분 관련정보에 기한 대체적 내부자거래에 동일하게 적용된다. 즉 시장점유라든가 수익, 원자재의 미래가격 등에 관한 정보는 대체거래의 기회를 제공하게 되고, 이로 인해 내부자인 임직원이 정보의 흐름을 조정하거나 회사의 다른 업무에 신경을 덜 쓰게 되는 등 비효율적 유인이 발생한다. Id.

96) Id.

97) Id. at 277.

98) Id.

99) Id.

100) Id.

101) Id. at 278.

102) Id.

103) Id. at 278-79.

104) 사회적 이익:  $90x(\text{거래가치}) + 2x + 1x(\text{더 정확한 AMD가격}) = 93x$ . 사회적 비용:  $100x(\text{거래손실}) + 5x(\text{투자결정왜곡}) = 105x$ . Id. at 278 n.135.

105) Thomas G. Krattenmaker & Steven C. Salop, Anticompetitive Exclusion: Raising Rivals' Costs to Achieve Power over Price, 96 Yale L.J. 209 (1986).

106) Ayres & Bankman, supra note 63, at 278-79. 잘 알려져 있다시피 죄수의 딜레마란 두 사람이 나름대로 가장 합리적이라고 생각하고 취한 행동이 오히려 두 사람 모두에게 바람직하지 않은 결과를 가져오는 상황을 가리킨다. 여기에서는 각 회사가 대체적 내부자거래를 중지하는 것이 사회적으로 보아 효율적임을 알고 있지만, 한편으로 상대 회사가 대체적 내부자거래를 그만둘 것이라는 것을 확신할 수 없고 또한 적어도 대체적 내부자거래를 통해 이익을 얻을 수 있다는 점도 인식하고 있는 상황이다. 따라서 죄수의 딜레마 상황에 처한 각 회사는 결국 서로 협력하지 않고 대체적 내부자거래를 할 수밖에 없는 것이다.

107) 김건식·송옥렬, 『미국의 증권규제』 (홍문사, 2001), 345면.

108) 최재경, “증권거래법상 내부자거래의 형사처벌 관련문제,” 『법무연구』, 제27호(법무연수원, 2000), 59-60면; 김병태, 전계논문; 박임출, 전계논문.

109) 김건식, 전계논문, 168면; 김정수, 전계서, 652-53면; 이철송, 전계서, 80면.

110) C회사의 외부에서 생긴 정보라는 점에서 엄밀한 의미의 ‘내부’정보는 아니다. 김건식, 전계논문, 168-69면.

111) 김건식, 전계논문, 169면.

112) 증권거래법 제188조의2 제1항에 의하면 C회사에 대해 법령상의 권한이나 계약관계를 가지는 자는 C회사의 내부자로 규제를 받는다.

113) 즉 개정된 조항하에서 일반적인 내부자거래를 제한하는 경우에는 정보의 중요성 여부를 내부거래자의 회사인 B회사와 관련하여 판단하지만, 대체적 내부자거래를 제한하는 경우에는 대체거래되는 주식의 발행회사인 C회사를 기준으로 정보의 중요성 여부를 판단해야 한다는 것이다.

114) Ayres & Bankman, *supra* note 63, at 287.