

## 證券去來法上 未公開 內部情報에 관하여\*

(대법원 2000. 11. 24 선고 2000도2827 판결,  
관례공보 2001. 1. 15.자 게재)

盧 泰 嶽

(大法院 裁判研究官·判事)

### 【 초 록 】

---

---

미공개정보를 이용한 좁은 의미에서의 내부자의 거래를 규제하고 있는 취지는 증권매매에 있어 정보면에서의 평등성 즉 공정한 입장에서 자유로운 경쟁에 의하여 공정한 거래를 하게 함으로써 증권시장의 거래에 참여하는 자로 하여금 가능한 동등한 입장과 동일한 가능성 위에서 증권거래를 할 수 있도록 투자자를 보호하고 증권시장의 공정성을 확립하여 투자자에게 그 신뢰감을 갖게 하려는 데에 있다. 이때 증권거래법 제186조 제1항 제1호 내지 제13호 소정의 사항들은 같은 법 제188조의2 소정의 미공개 내부정보의 예시에 불과한 것이고, 그 어느 항에 해당하는지 여부와 관계없이 일반인에게 공개되지 아니한 사실 등에 관한 정보 중 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 것이면 미공개 내부정보에 해당한다고 보는 것이 대법원의 입장이다. 따라서 당해 법인 발행의 어음, 수표가 부도처리되었을 때뿐 아니라, 은행이 부도처리하기 전에 도저히 자금조달이 어려워 부도처리될 것이 확실시되는 때에는 이러한 상황을 알고 있는 내부자가 그 정보를 공시하기 전에 이용하여 보유주식을 매각한 이 사건에서, 대법원은 위와 같은 행위가 내부자거래의 규제대상이 되는 행위가 된다고 하여 이러한 입장을 분명히하였으며, 미공개 여부의 판단기준에 대하여도, 당해 법인에 의하여 재정경제부령이 정하는 바에 따라 공개하기 전의 정보는 아무리 경제신문에 실제와 근사한 내용이 여러 차례 게재되었다고 하더라도 공개된 정보라고 할 수 없다고 하여 종전의 입장을 다시 확인하였다.

---

---

## 【차 례】

### [事案의 概要]

1. 公訴事實의 要旨
2. 제1심과 원심의 판단
3. 上告理由

### [研 究]

#### I. 내부자거래 등 관련행위의 규제

1. 들어가면서
2. 내부자거래 등 관련행위 규제에 대한 立法的 沿革

#### II. 未公開情報 利用行爲의 禁止

1. 意 義
2. 규제의 근거
3. 未公開 内部情報
4. 대상증권과 규제의 대상이 되는 행위

### [問題의 解決]

1. 중요한 내부정보의 해당여부에 대하여
2. 미공개 여부에 대하여
3. 증권거래법 제207조의2 소정의 구성요건 특정여부에 대하여

### [몇 가지 餘論]

1. 미공개 내부정보 이용행위와 공범관계
2. 부당한 이득 또는 회피한 손해의 산정과 손해배상의 범위와의 관계
3. 부정유용이론과 미국 SEC의 새로운 규칙 제정

---

## [ 事案의 概要 ]

### 1. 公訴事實의 要旨

피고인은 甲(파이낸스) 주식회사의 대표이사이고, 甲은 주식회사 A의 주요주주인바, 1998. 4. 13. 주식회사 A는 B 주식회사에 217억원의 채무에 대한 지급보증을, B 주식회사는 주식회사 C에 240억원의 채무에 대한 지급보증을 해주었고, 상호출자한 형제들이 경영하고 있는 회사들인 관계로, B 또는 C 주식회사가 부도가 나면 그 여파로 주식회사 A도 부도를 피할 수 없는 연관성이 있고, 같은 해 4. 15. B 주식회사와 C 주식회사가 1차 부도를 내고, 같은 날 주식회사 C가 부도를 막기 위한 금융기관에 70억 자금융자신청을 하였으나 거부당하는 등으로 주식회사 A의 부도가 불가피함을 잘 알고 있는 상황에서,

공소외인으로 하여금 같은 해 4. 18. 차명계좌를 통하여 주식회사 A의 주식 1,900주를

매도한 것을 비롯하여 같은 달 25.까지 甲 주식회사가 소유하고 있던 주식회사 A의 주식 53,560주를 매각함으로써 주식매매와 관련하여 위와 같은 미공개정보를 이용한 것이다.

## 2. 제1심과 원심의 판단

### 제1심은<sup>1)</sup>

피고인이 증권거래법 제188조의2(미공개정보 이용행위의 금지) 제1항 위반으로 인정, 같은 법 제207조의2를 적용, 징역 1년의 실형을 선고하였고 이에 피고인이 항소하였다.

### 원심은<sup>2)</sup>

관련증거를 종합하여, 주식회사 B와 C는 1998. 4. 16. 부도를 냈으나 같은 달 17. 부도 어음을 모두 결제함에 따라 위 부도가 취소되었고 이러한 사실은 같은 날 한국경제신문에 보도된 사실, 한편 주식회사 A는 같은 날 A 관계회사 부도설이라는 제목하에 B와 C 회사의 부도사실은 언급하지 아니한 채 ‘당사의 관계회사인 B와 C 및 D 회사는 현재 정상적인 은행거래와 영업 및 생산활동중에 있음을 알려드립니다’ 라고 공시한 사실, B 회사는 같은 달 21. 최종 부도처리되었고 A 회사는 같은 날 위 B 회사의 부도사실을 공시하면서 ‘당사의 B 회사에 대한 보증채무 잔액은 한국산업리스, 한국개발리스 등에 채무보증 금 217 억원이 있으며 금융기관과 협의가 원활히 이루어질 것으로 예상됩니다’ 라고 공시한 사실, 주식회사 A는 3일 후인 같은 달 24. 최종 부도처리되어 같은 날 공시된 사실을 인정할 수 있다고 한 다음,

A 회사의 부도가 불가피하다는 점은 A의 부도가 공시된 때인 1999. 4. 24.부터 24시간 이 경과하기 전에는 증권거래법상의 미공개정보라고 봄이 상당하므로 피고인이 그 이전에 A의 부도가 불가피함을 잘 알고 있는 상황에서 A 회사 주식을 매각하였다면 증권거래법 제 188조의2 제2항 미공개정보를 이용하였다고 볼 수밖에 없으며, 피고인의 위 주식 매각행위가 사회상규에 어긋나지 않는 정당행위에 해당한다고 볼 수도 없다.

다만 양형부당의 점은 이유 있다고 하여 원심판결을 파기하고 벌금 2억원을 선고, 이에 피고인이 상고하기에 이르렀다.

## 3. 上告理由

증권거래법상 이용이 금지된 내부정보와 그 이용행위에 관한 법리 또는 정보의 공개에 관한 법리를 오해하고, 형사소송법상 판결에 명시하여야 할 이유를 빠뜨림으로써 판결에 영향을 미친 위법이 있다는 취지로서 구체적으로 보면,

### (1) 공소사실 자체로 죄가 되지 않거나 특정되어 있지 않다

1) 서울지방법원2000. 4. 20 선고 99고단13572판결.

2) 서울지방법원2000. 6. 7 선고 2000노3689판결.

원심은 내부정보를 (당해) 상장법인인 A 회사의 부도가 불가피하였던 사실로 본 것인지 B 또는 C 회사의 기 부도사실로 본 것인지 불분명하다. 주식회사 A의 부도가 불가피한 사실은 증권거래법상 이용이 금지된 미공개정보로서 (당해 상장법인이) 발행한 어음 또는 수표가 부도로 된 때<sup>3)</sup>에 해당하지 아니함은 법문상 명백하다. 그리고 B 또는 C 회사의 부도사실은 당해 법인의 어음 등이 부도난 때를 말하는 것이지 관계 회사가 발행한 어음이 부도난 때까지 이를 신고 또는 공시하여야 하는 것으로 확장 해석할 수는 없다. 이 사건 공소사실이 위 법조 각호 중 어느 호에 해당하는가는 범죄구성요건에 적용될 법조가 됨에도 원심은 공소장이나 판결이유에서 명시하여야 할 사항을 누락한 것이다. 이렇게 보지 않고 같은 법 제186조 제1항 제13호<sup>4)</sup>를 적용한다면 이는 처벌대상이 되는 정보의 종류를 법률로써 명확히 규정하여야 하는 죄형법정주의에 위배되고, 처벌의 대상이 되는 내부정보의 종류를 다시 대통령령에 위임하고 있는 것은 헌법에 위반된다.

## (2) 범죄구성요건 사실이 특정되어 있지 않다

증권거래법 제207조의2는... 그 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 3배에 해당하는 금액이 2천만원을 초과한 때에 그 이익 또는 회피손실액의 3배에 상당하는 금액이하의 벌금에 처하도록 규정되어 있는바, 원심은 피고인에게 벌금 2천만원을 초과한 형을 선고하면서 피고인이 범죄행위로 얻은 이득 또는 그 회피손실액에 관한 언급이 없다. 이는 유죄판결에 명시하여야 할 범죄될 사실을 누락함으로써 판결에 영향을 미친 위법이 있다.

## (3) 이용이 금지된 미공개 내부정보에 해당하지 아니한다

당해 법인인 A 회사의 부도가 불가피하다거나 B와 C 회사의 부도사실과 같은 정보는 증권거래법상 이용금지 대상의 정보가 될 수 없을 뿐 아니라 부도가 불가피하다는 정보의 개념 자체가 지나치게 추상적이고 애매한 것으로 구성요건의 내부정보에 해당하지 아니한다. 그리고 B와 C 회사의 부도사실은 전국 경제신문에 모두 보도되었으므로 그 이후부터의 정보는 더 이상 미공개정보가 아니다.<sup>5)</sup>

### [ 研 究 ]

## I. 내부자거래 등 관련행위의 규제

3) 증권거래법 제196조 제1항 제1호 (당해 법인이) 발행한 어음 또는 수표가 부도로 되거나 은행과의 거래가 정지 또는 금지된 때.

4) 제1호 내지 제12호 외에 법인의 경영 또는 재산 등에 관하여 중대한 영향을 미친 사항으로서 대통령령이 정하는 사실이 발생한 때(1997. 1. 13. 본조 개정).

5) 그 외 상고이유로서 피고인의 이 사건 주식 매도행위는 피고인의 의사에 기한 것이 아니라는 상고이유를 들고 있으나, 이는 사실인정의 문제로 보이고 여기서 상세한 논의는 생략한다.

## 1. 들어가면서

證券去來法<sup>6)</sup> 제1조는 “유가증권의 발행과 매매 기타의 거래를 공정하게 하여 유가증권의 유통을 원활히 하고 투자자를 보호함으로써 국민경제의 발전에 기여함을 목적으로 한다”고 규정하고 있다. 이러한 조문상의 표현에도 불구하고 대체로 증권거래법의 직접적이고 1차적인 목적은 투자자 보호<sup>7)</sup>에 있다고 여겨지고, 국민경제의 발전이라는 것은 이를 통하여 이루어지는 간접적이고 2차적인 목적이라 할 수 있다.<sup>8)</sup> 이러한 투자자 보호 목적을 위한 증권거래에 대한 규제가 필요하고, 그 규제는 크게 발행시장과 유통시장에서 정보의 공시를 강제함으로써 거래당사자간의 정보의 불균형을 해소하는 것을 목적으로 하는 公示 (disclosure)에 대한 규제와 시장의 가격형성기능을 해치고 투자자에게 손해를 입히는 사기적 거래를 금지함으로써 증권시장에 대한 일반의 신뢰를 회복하는 것을 목적으로 하는 不公正去來行爲에 대한 規制 등 두 가지로 나누어진다.<sup>9)</sup>

이러한 不公正去來의 대표적인 유형이 시세조종 등 불공정행위와 내부자거래행위로서, 법 제188조의4에서는 시세조종 등 불공정거래행위를 유형적으로 열거하여 이를 금지하고 있으며, 제188조의2와 제188조의3에서 未公開情報를 이용한 내부자의 거래행위를 금지하고, 이를 위반한 내부자에 대한 민사상 책임을 규정하는 한편, 법 제207조의2에서 시세조종 등 불공정행위 금지규정과 미공개정보 이용행위금지를 위반한 자에 대한 형사처벌 규정을 두고 있다. 가장 좁은 의미에서 내부자거래(inside trading)는 아니라고 하더라도 넓은 의미에서 내부자거래의 규제대상에 포함될 수 있는 조항으로 법 제188조 제1항에서 일정한 내부자의 空賣渡를 금지하고 있고, 제188조 제2항에서는 내부자가 6개월내 단기매매를 통하여 이익을 얻은 경우 그 이익을 회사에 반환시킬 수 있도록 하는 단기매매차익반환 규정을 두고 있다.<sup>10)</sup> 그리고 위와 같은 규제의 실효성을 확보하기 위한 부수적인 제도로써 제188조 제6항, 제7항에서 주요주주의 주식보유 상황 및 변동을 공시하게 하고 기타 금융감독위원회와 증권선물위원회로 하여금 일정한 행정적인 제재를 가할 수 있도록 하고 있다.

다시 말하면 우리 증권거래법상 내부자거래 등 관련행위에 대한 규제는 크게 제188조 제1항의 내부자 공매도 금지조항, 제188조 제2항의 단기매매차익반환조항 및 제188조의2에서 금지하고 있는 미공개정보 이용행위금지 조항으로 나눌 수 있다. 위 각 규정은 그 내부자의 범위, 성립요건과 위반시 책임의 범위와 제재 등에 대하여 각각 달리하고 있다.<sup>11)</sup>

6) 이하 법이라고만 하는 경우 증권거래법을 가리킨다.

7) International Organization Securities Commissions의 Objectives and Principles of Securities Regulation (Sep. 1998)에서는 증권규제의 목적을 protection of investors, ensuring that markets are fair, efficient and transparent 및 the reduction of systemic risk를 들고 있다. <<http://iosco.org/iosco.html>>.

8) 임제연, 『증권거래법』(박영사, 2000), 3면.

9) 김건식, 『증권거래법』(두성사, 2000), 293면.

10) 이하 필자는 편의상 미공개정보 이용행위금지, 공매도 금지 및 단기매매이익반환의무 등을 통틀어 “내부자거래 등 관련행위에 대한 규제”라고 표현하기로 한다. 詳細는 拙稿, “내부자거래 등 관련행위의 규제”(2000년 전문분야 법관세미나 자료집) 및 위 논문을 修正·補完한 “내부자거래 규제제도”(한국상장회사협의회, 2001)각 참조.

11) 지난 2000년 초에 보도된 바에 의하면 금융감독원이 적발한 미공개정보를 이용한 내부자거래는 1996년 4건에 불과하였으나, 1998년에는 19건, 1999년에는 28건으로 늘어났다고 한다(동아일보,

## 2. 내부자거래 등 관련행위 규제에 대한 立法的 沿革

우리나라에서는 1962. 1. 15. 법률 제972호로 證券去來法이 제정된 이래 관련법제의 제 개정과 더불어 많은 개정이 이루어졌다. 여기서는 내부자거래와 관련하여 개략적인 것을 살펴본다.

1976. 12. 22. 법률 제2920호로 개정(제7차 개정)하면서 증권시장의 규모확대에 따른 수용태세를 확립하여 경영발전에 필요한 막대한 내자의 조달체제를 구축하며 일반 투자자층을 보호육성하기 위하여 상장법인인 임꺽뎡坪Ç 사내기업정보를 이용한 부당이득을 규제하기 위하여 내부거래를 제한하는 규정인 단기매매차익반환규정을 신설하였고, 1982. 3. 29. 법률 제3541호로 개정(제8차 개정)하면서 주요주주 및 임꺽뎡坪Ç 소유주식 보고의무규정과 공매도금지(제188조)규정을 추가하였다. 그 후 1987. 11. 28. 법률 제3945호로 개정하면서 비로소 좁은 의미의 내부자거래 즉 미공개 내부정보를 이용한 거래행위를 규제하기에 이르렀고, 1991. 12. 31. 법률 제4469호(제10차 개정)로 개정시에는 증권시장의 규모확대와 증권시장개방추진 등 여건변화에 맞추어 내부자거래에 대한 규제를 강화하고 기업공시를 강화함으로써 증권시장의 공정성을 높이고 합병신고제도의 도입, 소액주주의 주식매수청구절차의 간소화 등을 통하여 투자자의 보호를 강화, 유가증권예탁제도의 개선 등 증권제도의 선진화를 추진함으로써 증권시장의 발전을 도모하고자 상장법인과 등록법인의 업무와 관련된 미공개정보를 이용하여 유가증권매매 등을 하는 내부자거래를 방지하기 위하여 내부자의 개념과 내부정보의 개념을 명확히하고, 단기매매차익 반환과 관련하여서는 내부정보의 이용여부에 불구하고 당해 법인에게 반환하도록 하고 이러한 규제대상에 전환사채권, 주식인수권 부사채권 등도 포함시키게 되었다. 그 후 1997. 1. 13. 법률 제5254호로 개정(제13차 개정)하면서 미공개정보 이용행위에 대하여 형사처벌을 사기죄와 같은 10년 이하의 징역으로 상향하고, 내부자거래의 규제대상에 6개월내에 상장이나 협회등록이 예정되어 있는 법인도 포함하였다. 한편, 1차적인 단기매매차익 반환청구권자로 되어 있던 증권관리위원회를 당해 회사의 주주와 함께 2차적 청구권자로 변경하고 시행령을 통하여 매매차익의 산정기준을 구체화하였고, 상장법인의 관리에 관한 제9장 내에 제2절 불공정거래행위의 금지 등이란 제목으로 새로운 절을 신설하고 미공개정보 이용행위의 금지를 규정하기에 이르렀다.

## II. 未公開情報 利用行爲의 禁止

### 1. 意 義

미공개 내부정보를 이용한 내부자거래, 즉 좁은 의미에서 내부자거래(insider trading)란 증권거래법 제188조의2에서 규제하고 있는 미공개 내부정보를 이용한 유가증권의 거래를 의미하는 것<sup>12)</sup>으로, 상장법인 또는 협회등록법인의 임·직원, 주요주주 기타 당해 회사와 일

2000. 2. 11).

12) 종래 현행 제188조의2조항을 ‘내부자거래’ 라고 하였다가 1997. 1. 13. 법률 제5254호로 개정하면서 ‘미공개정보 이용행위’ 라는 표현을 사용하게 되었다.

정한 관계에 있는 자가 당해 회사의 업무와 관련한 중요한 내부정보를 직무 또는 지위와 관련하여 알게 되고, 그 정보를 공시하기 전에 당해 회사의 주식 등 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 그 정보를 이용하거나, 타인으로 하여금 이용하게 하는 것을 말한다.

## 2. 규제의 근거<sup>13)</sup>

회사와의 특별한 관계로 인하여 일반인이 얻을 수 없는 공개되지 않는 정보를 이용하여 그 회사의 주식을 거래한다면 거래의 불평등과 일반 투자자의 손해를 가져와 증권시장의 기본가설을 무너뜨리는 결과를 초래할 가능성이 있고, 증권시장에서 정보의 적절한 공시를 보장함으로써 투자자의 신뢰를 유지하여 증권시장이 그 본래의 목적을 달성할 수 있게 하려는 거시경제적인 자유시장정책에서 비롯된다고 설명하고 있다.

주식투자에 수반되는 위험은 주로 회사의 영업실적, 시장이나 경제동향 등에 대한 투자자의 판단이 불완전한 것에 기인하는 것이므로 투자자가 타인이 갖고 있는 정보를 이용하지 못했거나 그릇된 분석으로 인하여 손실을 입게 되더라도 이는 부득이한 일이라 할 것이다. 그러나 내부자거래로 인한 상대방의 손실은 능력의 부족이나 부주의로 정보를 몰랐기 때문에 발생하게 되는 것이 아니라 내부자가 자신의 이득을 위하여 그 정보가 일반에게 알려지지 아니한 상태를 이용하였기 때문에 발생하게 된다고 볼 수 있고, 따라서 이러한 행위는 윤리적 측면에서도 용납될 수 없는 것이다. 만일 이를 방치한다면 일반 투자자는 그러한 증권시장에 불신감을 갖게 되어 투자를 주저하게 될 것이고, 이로 인하여 증권시장의 건전한 발전이 저해될 것임은 물론 국민의 효율적 자산운영을 막는 결과를 초래할 것이다.<sup>14)</sup> 또는 유가증권시장이 기업의 자금조달과 국민의 증권투자를 통한 자산운용이라는 양 측면의 요구를 서로 연결시키는 터전으로서 자금을 효율적으로 배분하는 국민경제상 중차대한 기능을 적절하게 수행하기 위하여는 무엇보다도 일반 투자자들이 유가증권의 거래가 공정하게 이루어지는 것으로 믿고 유가증권시장의 건전성을 전제로 안심하고 유가증권의 거래에 참여할 수 있게 하는 것이 필요한데, 상장법인의 내부자가 당해 법인의 업무 등과 관련하여 접근이 허용되었던 법인의 공개되지 아니한 내부정보 중 유가증권의 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 중요한 정보를 이용하여 유가증권의 거래에 관여할 경우에는, 그 내부자에게 부당한 이

---

13) 내부자거래에 대한 규제제도가 가장 먼저 자리잡은 미국에 있어 내부자거래는 연방법률인 1934년 증권거래법(SEA) 제10조 b항과 이에 기초하여 제정된 SEC규칙(Rule) 10b-5에서 규정하는 사기적 행위에 해당하는 불공정거래행위로서 금지되는 행위로 규정되어 있으나 정작 내부자거래 자체에 대한 명확한 개념규정은 없다. 따라서 어느 경우에 사기적 행위에 해당하는가에 따라 내부자거래의 규제이론은 그 입장 및 규제대상이 되는 내부자를 어디까지 포함시킬 수 있는가의 문제이기도 하다(즉 Rule 10b-5의 적용을 받는 내부자를 어디까지 보아야 할 것인가의 문제이다). 1942년 SEC가 Rule 10b-5를 제정한 이래 1961년과 1970년 초반까지 이 규칙을 주로 내부정보를 이용한 증권거래 규제의 가장 큰 근거로 삼아 그 적용범위를 확대하여 왔다(情報所有理論, possession theory이다). 1975년 이후 보수주의자들이 연방대법원의 다수를 차지하면서 이러한 경향이 다소 주춤하기 시작했고 비록 그 이전 15년간의 판례들을 번복하지는 않았지만 Rule 10b-5의 무한한 확대에 제동을 걸기 시작하였다(忠實義務理論, fiduciary duty to a shareholder theory). 1980년 Chiarella 사건과 1983년 Dirks 사건 이후 내부자거래의 규제에 연방대법원은 신중한 태도를 보이는 듯 했다. 그러다가 1997년 연방대법원은 O'Hagan 사건을 계기로 내부자거래규제의 일반이론으로 情報流用理論(misappropriation theory)을 정식으로 받아들이게 되었다. 拙稿, “내부자거래 등 관련행위 규제,” 39면 이하 참조.

14) 헌법재판소 1997. 3. 27. 94헌바24결정.

익을 용이하게 취득하게 하고 그로 인하여 유가증권시장에서의 거래당사자의 평등을 해치게 되어 유가증권거래의 공정성과 유가증권시장의 건전성에 대한 일반 투자자들의 신뢰를 손상 시킴으로써 유가증권시장이 국민자금을 효율적으로 배분하는 기능을 저해하는 결과를 초래하게 되는 것이므로, 유가증권시장이 그 기능을 다하여 국민경제의 발전에 적절하게 기여하도록 하기 위하여는 이와 같은 내부자거래에 대한 엄격한 규제가 필요불가결하기 때문에 ‘법’이 위와 같이 내부자의 거래를 금지하고 있는 것으로 이해된다<sup>15)</sup>고 한다.

요컨대 내부자거래규제의 취지는 증권매매에 있어 정보면에서의 평등성, 즉 공정한 입장에서 자유로운 경쟁에 의하여 공정한 거래를 하게 함으로써 증권시장의 거래에 참여하는 자로 하여금 가능한 동등한 입장과 동일한 가능성 위에서 증권거래를 할 수 있도록 투자자를 보호하고 증권시장의 공정성을 확립하여 투자자에게 그 신뢰감을 갖게 하려는 데에 있는 것이다.

### 3. 未公開 内部情報(material nonpublic information)

#### (1) 意 義

内部情報란 일반인에게 공개되지 아니한 것으로 회사업무와 관련하여 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미치는 정보를 말한다. 즉 증권거래법 제186조 제1항 각호의 1에 해당하는 사실 등에 관한 정보 중 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 것으로 재정경제부령이 정하는 바에 따라 다수인으로 하여금 알 수 있도록 공개하기 전의 것을 말한다. 이러한 내부정보는 당해 법인의 업무 등과 관련한 중요한 정보로서 이른바 회사관련정보(corporate information)를 말하고, 유가증권의 수급정보인 시장정보(market information), 가령 특정증권투자신탁의 운용방침, 대형기관투자자의 주요한 펀드매니저의 추천종목 등에 관한 대량매매상황에 관한 수급정보 등은 내부정보에 포함되지 아니한다.<sup>16)</sup>

한편, 발행회사로부터 발생한 정보 및 그 재산상황에 관한 정보가 아닌, 주식의 매매동향에 대한 시장정보나 투자고문 등에 의한 시장분석에 기초하여 얻은 정보도 중요한 정보에 포함되는가에 대하여는 반드시 명백하지 아니하나, 이들의 정보는 이미 공개되어진 사실을 기초로 분석·연구를 행한 성과이며 따라서 여기서 말하는 중요한 정보에 해당하지 않는다. 내부자거래규제는 사실에 대한 정보의 평등을 도모하는 것이며 사실에 대한 분석·조사는 개인적 능력의 평등을 도모하는 것이 아니기 때문이다.<sup>17)</sup>

그리고 공개매수에 관한 정보는 별도로 같은 조 제3항에서 규제하고 있다.<sup>18)</sup> 미국과 일

15) 대법원 1994. 4. 26 선고 93도695 판결.

16) 김용진, “内部者去來에 있어서 重要한 情報,” 『新世紀 會社法の 展開: 雨田 李炳泰教授華甲記念』(1996), 156면.

17) 이형기, “증권거래법상의 민사책이에 관한 고찰,” 『인권과 정의』, 제277호(1999. 9), 57면 이하.

18) 공개매수(tender offer, takeover bid)란 불특정매수인을 상대로 주식을 매수(교환도 포함)할 것을 청약하거나 자기에게 매도의 청약을 할 것을 권유하고 유가증권시장 및 협회중개시장 밖에서의 당해 주식 등을 매수하는 것을 말한다(법 제21조 제3항). 이러한 공개매수는 주가에 중대한 영향을 미치는 거래이기 때문에 그 정보를 이용한 내부자거래가 행하여질 가능성이 높다. 그러나 공개매수의 실시나 중지 등에 관한 정보는 공개매수회사대상회사의 내부정보가 아닌 것이 일반적이고 이러한 경우도 규제할 필요가 있어 공개매수인의 내부자가 대상회사증권을 거래하는 경우도 내부자거래로 보기 위하

본도 마찬가지이다.

## (2) 정보의 범위 — 당해 법인의 업무관련성

내부정보는 먼저 내부자가 관계가 있는 당해 법인의 업무에 관한 정보이다. 따라서 계열 회사에 관한 정보는 그 자체만으로는 내부정보가 될 수 없다. 또 내부정보는 당해 법인의 업무 등과 관련한 정보이어야 한다. 회사의 영업성적이나 재산상태에 영향을 주는 회사정보가 이에 해당함은 물론이고, 일반적인 경기동향, 통화량, 금리, 환율, 기관투자자의 투자방향 및 주가의 흐름과 당해 유가증권에 대한 증시관계자의 예측 등에 관한 시장정보는 업무 등과 관련성이 없으므로 내부정보에 해당하지 않을 것이나,<sup>19)</sup> 당해 법인이 자체적으로 작성한 영업환경전망이나 예상실적 등은 내부정보가 될 것이다.

## (3) 내부정보의 중요성과 판단기준

### 1) 중요한 내부정보

#### (가) 立法의 形式: 包括主義와 制限的 列舉主義<sup>20)</sup>

법률이 내부자거래의 규제대상이 되는 중요한 정보를 규정하는 방법에는, 규제의 대상이 되는 정보를 구체적으로 열거하여 그 열거된 정보만을 규제대상으로 삼는 제한적 열거주의의 방법과, 중요한 정보의 개념만을 정의하여 두고(또는 이와 병행하여 중요한 정보의 사례를 예시하고) 구체적인 사건에 당하여 법원으로 하여금 중요성의 해당여부를 가리게 하는 포괄주의의 방법, 두 가지가 있을 수 있다.

중요성에 대한 포괄주의적 입법정책을 취하고 있는 입법례는 미국의 Securities Exchange Act of 1934(SEA)가 대표적이다. SEA §10(b)<sup>21)</sup>에서는 광범위한 사기금지규정(Anti-fraud Provisions)과 위 법에 근거하여 SEC가 1942년 Rule 10b-5<sup>22)</sup>를 제정하였다.

여 법은 외국의 입법례를 참조하여 특칙의 규정을 두고 있다.

19) 그러나 증권거래소 직원의 정보누설과 도용을 금지하는 규정(비 제83조 제1항), 증권회사직원의 투자를 금지하거나 위탁관련 정보의 누설을 금지하는 규정(법 제42조, 제59조), 호가정보등의 이용을 금지하는 규정(법 제52조 제3호)등에 의하여 규제됨은 별론이다.

20) 김용진, 전계논문, 159면 이하 참조; 좀 더 심층적인 연구로는 김용진, “내부자거래규제대상으로서의 내부정보에 관한 연구,” 한양대학교 대학원 박사학위논문(1993).

21) Securities Exchange Act of 1934 Section 10

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any national securities exchange

(b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange, or any security not so registered, any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for protection of investors.

22) SEC Rule 10b-5 (17 C.F.R. §240, 10b-5)

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or

SEA §10(b)는 ‘누구든지 직접, 간접으로 주간통상의 방법이나 수단 또는 우편 또는 증권 거래소를 이용하여 SEC가 공익 또는 투자자의 보호를 위하여 필요 또는 적절하다고 인정하여 정한 규칙이나 규제(rules and regulations)에 위반하여 증권거래소에 등록된 증권이나 등록되지 않은 증권(security)의 매수 또는 매도와 관련하여 시세조종 또는 사기적 수단 또는 책략(manipulative or deceptive device or contrivance)을 행사하거나 이용하는 것’을 위법이라고 규정하고 있고, SEC의 Rule 10b-5에서는 ‘...직접, 간접으로 ① 사기를 위한 수단, 계략 또는 술책을 사용하거나, ② 중요한 사실에 관하여 허위기재를 하거나 또는 표시가 행하여진 당시의 상황에 비추어 오해가 유발되지 않도록 하는 데 필요한 중요한 사실의 기재를 누락하거나, ③ 타인에게 사기 또는 기만이 되거나 될 수 있는 행위, 관행 또는 거래방법에 종사하는 것’을 위법이라고 규정하고 있다.<sup>23)</sup> 따라서 내부정보의 중요성과 해당여부는 구체적인 사건에서 판례에 의하여 구체적으로 중요성(materiality)이 정하여지고, 대체로 합리적인 투자라면 주식거래에 있어 중요하다고 고려하는 사정이라고 표현된다.<sup>24)</sup>

한편, 일본은 내부정보로서의 주요한 사실의 범위와 기준을 입법적으로 해결하려고 시도하였다.<sup>25)</sup> 즉 1988년 개정된 證券取引法 제166조 제2항 제1호에서 제3호에 걸쳐 중요한 내부정보를 구체적으로 열거하고 있고,<sup>26)</sup> 제4호에서는 ‘기타 당해 상장회사 등의 운영, 업

---

instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any national securities exchange,

(a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,

(b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or

(c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purpose or sale of any security.

23) 문제는 내부자거래에 대한 형사책임을 추궁하는 경우 결국 처벌의 대상이 되는 행위를 행정기관이 정하도록 규정하고 있는 것인데, 우리나라와 같은 대륙법적 견지에서 본다면 죄형법정주의를 들어 그 규칙의 유효성을 문제삼을 여지가 있을 수 있을 터인데도 미국에서도 논란이 있기는 하였으나 대체로 법원은 SEC의 규칙제정권이 연방의회에 의하여 받은 수권의 범위 내라고 하여 규칙의 유효성을 긍정하고 있다. 대표적인 판결이 U.S. v. Chestman, 947 F. 2d 551(2nd Cir. 1991)이고 연방대법원은 이에 대한 재량상고를 받아들이지 아니하였다. 112 S.Ct 1759(1992). 한편 공개매수에 관한 내부정보의 이용을 위법으로 규정하고 있는 Rule 4(e)-3(a)이 SEA 14(e)의 수권범위내로 유효하다고 한 연방대법원 판결이 있다. U.S.v. O'Hagan, 117 S.Ct. 2199(1997).

24) A fact is material if that is a substantial likelihood that a reasonable investor would consider it important in making decision to buy or sell a security, Thomas Lee Hazen The Law of Securities Regulation, 3rd ed.(West Publishing Co., 1996, pp.793-806에 상세하고, 그외 Larry D. Soderquist et. al., Securities Law(Foundation Press, 1998), p.148; Lewis D. Solomon et al., Corporations(Little, Brown and Company, 1994), p.438.

25) 일본이 1988년 증권거래법을 개정하여 이와 같이 규정하고 있는 이유에 대하여 내부자거래가 위법하다고 하는 의식이 아직 정착되어 있다고 보기 어려운 현실하에서 내부자거래를 위법하다고 규정짓고, 투자자들이 거래를 행하는 시점에서 그 거래행위가 可罰的인가 아닌가를 명확하게 판단할 수 있는 내용을 명확히 알 수 있도록 한정적으로 열거함으로써 거래의 법적 안정성을 위한 요청에서라고 보고, 이는 내부정보를 받드시 이용한 것인지 여부, 그로 인하여 현실적으로 이득을 얻었는지 등의 실질적 이유는 묻지 않는다고 한다. 芝原邦爾, “インサイダー取引の處罰,” 『法學教室』, 166號(1994. 7), 96면; 野野上尙, “インサイダー取引規制に關する初の最高裁判決,” 『(旬刊)商事法務』, 1521號(99. 03), 12면.

무 또는 재산에 관한 중요한 사실로서 투자자의 판단에 현저한 영향을 미치는 것' 이라고 하여 포괄규정(이른바 the Basket Clause)을 두고 있는바, 위 제4호와 같은 규정에도 불구하고 사실상 입법적으로 완결하려는 한정적 열거주의를 채택하고 있다고 보는 듯 하나<sup>27)</sup> 위 제1호 내지 제3호와 제4호의 관계에서는 여전히 견해의 대립이 있다.<sup>28)29)</sup> 일본이 원래 미국의 SEA를 주로 계수하면서도 내부정보에 대하여 한정적 열거주의를 채택하고 있는 이유는 내부자거래에 대한 민사책임을 법률상 따로 규정하지 않고 형사제재만을 하고 있으므로 회사경영자나 투자자에게 일응 법적 안정성과 예방효과를 기하려는 데 있다고 여겨진다.

그런데 이렇게 법적 안정성을 기하고자 하는 죄형법정주의를 이념적 기초로 하는 한정적 열거주의는 중요성의 본질이 구체적인 사건에 있어서 실제적 진실을 규명하는 데 있다는 특성을 고려하지 않고 있으며, 미국 판례법상으로 나타나듯이 중요성은 획일적이고 보편적인 판단기준을 정립하기에 부적당한 개념으로서 동일한 범주에 속하는 사항이라고 하더라도 구체적인 상황에 따라 투자자의 투자판단에 미치는 영향의 정도가 달라지고 입법에 의하여 수치화하여 획일적으로 정할 수 없는 개념이라는 점 등을 들어 비판되고 있다.<sup>30)</sup>

한편, 우리 증권거래법 제188조의2 제2항은 내부자거래의 규제대상이 되는 같은 조 제1항 소정의 “상장법인 또는 협회등록법인의 업무 등과 관련하여 일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보”를 “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 공개하기 전의 것을 말한다”고 정의하고 있으므로, 현행 증권거래법이 제186조 제1항의 제1호 내지 제13호 각호의 1에 해당하는 정보가 아니면 어떠한 정보라도 내부자거래의 규제대상이 되는 정보에 포함시키지 않는 제한적 열거주의의 입법을 취하고 있는 것이 아닌가 하는 의문이 있을 수 있다.

## (나) 우리나라의 해석론

일부 학설에서는 법 제186조를 들어 우리나라가 제한적 열거주의를 채택하고 있다고 보는 견해가 있기는 하나, 다수설은 미국의 입법례를 본받아 중요성의 판단기준을 포괄적으로만 규정하고 구체적인 판단은 법원의 사법적 판단에 맡겨 실체를 파악 결정하도록 하고, 다

26) 제1호에서는 회사의 업무집행기관이 결정한 여러 가지 중요한 사실, 제2호에서는 회사에 발생한 여러 가지 중요한 사실, 제3호에서는 회사의 매상고, 경상이익 또는 순이익 및 기타 배당 등에 대한 가장 최근의 예상치와 당해 회사가 새로이 산출한 예상치 또는 당해사업연도의 결산의 차이 등을 규정하고 있다.

27) 김용진, 전계논문(주 16), 166면.

28) 견해에 따라서 그 입법취지와 제4호에서 ‘전3호에 기재된 사실을 제외한’ 이라고 규정되어 있는 점에 비추어 어떠한 사실이 제1 내지 3호에 해당되는지 여부를 검토하면서 다시 제4호의 해당성을 검토하는 것은 허용될 수 없다는 입장이 타당하고, 그렇다면 그 4호에 해당하는 사실을 어떠한 사실에 한정할 것인가가 문제가 되며, 일응 제1 내지 3호에 유사한 사실에 한정하되 유사성이 없는 전혀 새로운 사실에 해당하는 경우라면 구체적인 중요사실로서 추가입법이 필요하다고 한다. 中山=神山=齊藤, 『經濟刑法入門』(成文堂, 1999), 165면.

29) 최근 일본 최고재판소는 1999. 2. 16 판결(日本商社株 사건)에서 위4호의 해석 및 제4호와 제1 내지 3호간의 적용관계에 관하여 최초의 해석기준이 되는 판시를 한 바 있는데, 제1 내지 3호에 해당하는 면을 가지고 있다고 하더라도 동시에 4호의 적용가능성을 부인할 수 없다고 하였다. 野野上尙, 전계논문, 12면 이하 참조.

30) 김용진, 전계논문(주 16), 167면 이하

만 내부자의 법적 안정성과 예측가능성을 고려한 중요한 사실을 예시적으로 열거하였다고 보고 있다.<sup>31)</sup> 그리고 법 제188조의2 제1항에서 ‘...제186조에 해당하는... 정보 중 투자자의 투자판단에...’ 라는 표현의 형식을 들어 중요한 사항은 반드시 제186조에서 열거하는 사항만이 해당된다고 보는 견해가 있을 수는 있으나, 문면상 ‘...사실 등에 관한 정보 중...’ 이라고 하여 ‘등’ 이라는 표현이 있어 반드시 제186조에 해당하는 사실에 국한하는 것 이외의 다른 해석이 불가능하다고는 보여지지 아니하고, 입법취지에 비추어 그 표현의 형식에 지나치게 집착할 것은 아니라고 보여진다.<sup>32)</sup>

한편, 판례는 1995. 6. 29 선고 95도467 판결<sup>33)</sup>에서, 증권거래법은 포괄주의를 채택하고 있다고 밝히고 있다. 즉 법 제186조 제1항 각호에 열거된 사항은, 상장법인의 경영에 관한 중대한 영향을 미칠 수 있는 사실들로서 증권거래소에 지체없이 신고하여야 하는 사실들로 한정되어 있는데, 같은 조 제2항은 증권거래소가 제1항 각호에 열거된 사항과는 별도로 “제188조의2의 규정에 의한 중요한 정보”의 유무에 대한 공시도 당해 상장회사에 대하여 요구할 수 있다고 규정함으로써, 제188조의2 제1항 소정의 중요한 정보가 제186조 제1항 각호에 열거된 사실에 한정되지 않는 것임을 간접적으로 인정하고 있다고 할 것이므로, 제188조의2 제2항이 “제186조 제1항 각호의 1에 해당하는 사실 등에 관한 정보 중”이란 표현을 사용하고 있다고 하더라도, 이는 위 사실들만을 내부자거래의 규제대상이 되는 중요한 정보에 해당하는 것으로 제한하고자 하는 취지에서가 아니라, 중요한 정보인지의 여부를 판단하는 기준인 “투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보”를 예시하기 위한 목적에서라고 보아야 할 것이다.

#### (다) 죄형법정주의와의 관계

이에 관련하여 증권거래법이 중요성 기준을 구체적으로 정하고 있는 이유는 내부자거래금지에 위반한 경우 형벌이 부과되기 때문에 죄형법정주의의 고려에서라고 여겨진다고 보면 반론이 있을 수 있다. 그러나 각국이 중요한 정보에 관하여 포괄주의를 취하고 있는 이유는 여건변화에 적절히 대응하여 구체적 타당성을 기하기 위한 데 있다고 할 것이므로 포괄주의적인 입법의 필요성을 부정할 수 없고 법 제188조의2가 “투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 것”을 중요한 정보로 정의하면서 동시에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항을 상세하게 예시하고 있는 점, 일반 형법이나 특별법 등에서처럼 立法技術의 한계상 불확정개념이 불가피하다는 점 등을 종합하여 보면, 위와 같은 해석을 죄형법정주의의 원칙에 위반된 무리한 해석이라고 볼 수는 없다.

한편, 법 제188조의2 제2항의 “제1항에서... 중요한 정보라 함은 제186조 제1항 각호의 1에 해당하는 사실 등에 관한 정보 중 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 것으로 당해 법인이 재정경제부령이 정하는 바에 따라 다수인으로 하여금 알 수 있도록 공

31) 김용진, 상계논문, 172면; 임재연, 전계서, 386면 등.

32) 일반적으로 모든 법은 법규정의 본질을 바꾸는 정도의 것이 아닌 한도에서 이를 합리적으로 해석함으로써 뒤쳐진 법률을 앞서가는 사회현상에 적응시키는 일방 입법기관에 대하여 법률의 개정을 촉구하는 것은 법원의 의무에 속하는 일이라 할 것이고, 그 뒤쳐진 법규정의 재래적 해석·적용이 부당한 결과를 초래한다는 것을 알면서도 법률개정이라는 입법기관의 조치가 있을 때까지 이를 그대로 따를 수밖에 없다고 체념해 버리는 것은 온당치 않은 태도이다(대법원 1998. 4. 23 선고95다36466판결의 보충의견).

33) 증권거래법상 미공개정보의 주요성에 관한 leading case로 보인다.

개하기 전의 것을 말한다” 고 규정하여 처벌법규의 구성요건의 일부인 ‘일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보’의 개념을 재정경제부령에 위임하고 있는 것이어서 위헌이 아닌가 하는 의문이 제기될 수 있다. 이와 관련하여 헌법재판소에서는 다음과 같이 판시한 바 있다. 법 제188조의2 제1항은 이른바 내부자거래를 규제하는 규정이고, 이 법 제208조 제6호는 위 제188조의2 제1항을 위반한 자에 대한 처벌규정인데, 이 법 부칙 제1조는 위 제208조 제6호에 대하여 공포한 날부터 시행한다고 규정하고 있다. 한편, 이 법 제188조의2 제2항을 보면 “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 재무부령이 정하는 바에 따라 다수인으로 하여금 알 수 있도록 공개하기 전의 것을 말한다” 고 규정함으로써 처벌법규의 구성요건의 일부인 ‘일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보’의 개념을 재무부령에 위임하고 있음을 알 수 있다. 즉 이 법 제188조의2 제2항은 내부자 거래행위의 객관적인 요건으로서 이 법 제186조 제1항 각호의 1에 해당하는 사실 등에 관한 정보 중 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 것이어야 한다는 ‘정보의 중요성’과 ‘당해 법인이 재무부령이 정하는 바에 따라 다수인으로 하여금 알 수 있도록 공개하기 전의 것’이어야 한다는 정보의 ‘비공개성’을 규정하면서 그 중 후자에 관하여는 어떠한 정보가 공개되었다고 할 것인지 여부에 관하여 재무부령에서 구체적인 기준을 정하도록 하였다. 그렇다면 법 제188조의2 제2항이 재무부령에 위임하고 있는 사항은 당해 법인이 다수인으로 하여금 알 수 있도록 일반인에게 정보를 공개하는 방법과 그 방법에 따라 그 정보가 공개된 것으로 보게 되는 시점에 관한 것뿐임이 분명하다.<sup>34)</sup>

## 2) 重要性の 판단기준

### (가) 重要な 情報란

구체적으로 중요한 내부정보가 무엇인가에 대하여 일본의 경우 입법적으로 상세하게 규정해 놓고 있으며, 미국에서는 판례법을 통하여 case by case로 형성되어 왔다고 할 수 있다.<sup>35)</sup>

우리의 경우 법 제188조 제1항에서 ‘일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보’라 함은 제186조 제1항 각호의 1에 해당하는 사실 등에 관한 정보 중 투자자의 투자판단에 중대한

34) 헌법재판소 1997. 3. 27. 94헌바24전원재판부 결정.

35) 미국에서의 probability/magnitude test에 대한 상세는 김용진, 전계논문(주 16), 161-165면 참조. 미국의 판례가 역점을 둔 것은 어떤 정보의 사실성 자체가 아니라 정보의 형성과정이라 할 수 있다. 예컨대 합병의 경우를 보면, 합병이라는 사실 그 자체에 있는 것이 아니라 진행중인 합병논의가 중요한 사실이나 아니냐에 대한 것이었다. 합병에 대한 이사회 결의가 있으면 그것은 중요한 사실이 되겠지만 그 이사회 결의 이전이라도 합병의 각 단계마다 구체적 상황에 따라서는 중요한 사실이 될 수 있다. 그러므로 증거거래법이 합병을 주자자의 투자판단에 중대한 영향을 미치는 사실로 규정한다고 하더라도 합병에 관련된 사실을 어느 단계에서 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미치는 중요한 사실이 되는가는 사법적 판단에 의하지 않을 수 없다(상계논문, 165면); 그리고 미국 연방법원의 would-might(개연성-가능성)에 대한 논쟁에 관하여는 강대섭, “증권시장에서의 부실공시로 인한 손해배상책임에 관한 연구,” 고려대학교 박사학위 청구논문(1992), 63-65면 참조; 이동신, “유가증권 공시서류의 부실기제에 관한 책이,” 2000년 전문분야 법관세미나 자료집, 12면 이하 등 참조.

영향을 미칠 수 있는 것이라고 규정하고 있으며, 법 제186조 제1항에서는 13개의 사항을 열거하고 있다. 원래 위 조항은 상장법인의 신고 및 공시의무의 대상이 되는 사항을 규정한 것으로서 제1호에서 제12호까지는 부도, 소송, 합병 등 구체적인 사항을 예시하고 있으며, 제13호에서는 법인의 경영·재산 등에 관하여 중대한 영향을 미치는 사항으로서 대통령령이 정하는 사실이라고 하여 시행령으로 보충할 근거를 마련하고 있다.<sup>36)</sup> 한편, 위의 법령에 열거된 사항에 해당된다고 하더라도 그 점만으로 바로 중요한 정보가 되는 것은 아니고 나아가 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 정보이어야 한다. 이와 관련한 판례를 살펴보면 다음과 같다.

① 대법원 1994. 4. 26 선고 93도695 판결

“신정제지”가 회계장부상으로는 흑자가 발생하고 있는 것으로 되어 있으나 실제로는 누적된 적자와 대규모공장의 신축으로 인한 자금의 수요 등 때문에 어음 수표가 부도로 될 정도로 극심한 자금난에 시달리고 있다는 사정은, “신정제지”의 경영에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사실로서 합리적인 투자자라면 누구든지 “신정제지”의 주식의 거래에 관한 의사를 결정함에 있어서 상당히 중요한 가치를 지니는 것으로 판단할 정보에 해당한다.

② 대법원 1995. 6. 29 선고 95도467 판결

상장회사가 연말에 산출한 당해 사업연도 영업의 예상실적치와 같은 정보는 구체적이고 정확한 정보이며, 만약 그 영업실적 추정치가 전년도에 비하여 현저하게 호전된 것으로 나타난다면, 그와 같은 영업실적 추정치와 같은 정보는 중요한 내부정보에 해당한다.

③ 대법원 1995. 6. 30 선고 94도2792 판결

당해 법인의 자본금은 101억여원인데, 해외의 자회사에서 화재가 발생하여 약 20억원의

36) 증권거래법 제186조 제1항

1. 발행한 어음, 手票가 不渡로 되거나 銀行과의 去來가 정지 또는 금지된 때
2. 營業活動의 一部 또는 全部가 정지된 때
3. 法律의 規定에 의한 法人의 整理節次開始의 申請이 있거나 事實上 整理를 開始한 때
4. 事業目的이 變更된 때
5. 災害로 인하여 莫大한 損害를 입은 때
6. 上場有價證券 또는 協會登錄有價證券에 관하여 중대한 영향을 미칠 訴訟이 提起된 때
7. 商法 第374條·第522條·第527條의2·第530條의3 및 第530條의2에서 規定한 事實이 발생한 때
8. 法律에 의한 解散事由가 발생한 때
9. 增資 또는 減資에 관한 理事會의 決議가 있는 때
10. 특별한 사유에 의하여 操業을 중단하거나 操業을 계속할 수 없는 때
11. 去來銀行에서 당해 法人의 管理를 開始한 때
12. 自己株式의 취득 또는 처분에 관한 理事會의 決議 또는 代表理事 기타 大統領令이 정하는 者の 결정이 있는 때
13. 第1號 내지 第12號외에 法人의 經營·財産등에 관하여 중대한 영향을 미칠 사항으로서 大統領令이 정하는 사실이 발생한 때

위 제13호에 따른 시행령 제83조 제3항에서는 ①최대주주, 주요주주 또는 계열회사의 변동이 있을 때, ②최대주주, 최대주주의 특수관계인, 주요주주 또는 계열회사와 금융감독위원회가 정하는 중요한 거래를 한 때, ③신물질 또는 신기술에 관한 이사회 결의가 있을 때, ④자본금의 20% 이상의 신규시설투자, 시설증설 또는 별도공장의 신설에 관한 이사회 결의가 있을 때, ⑤최근 사업연도 매출액의 10%이상에 해당하는 제품에 대한 수거·과기 등을 실시하기로 결정한 때, ⑥자본금의 10%이상의 특별손실 또는 특별이익이 발생한 때, ⑦기타 유가증권의 공정거래와 투자자보호를 위하여 필요한 사항으로서 금융감독위원회가 정하는 사실이 발생한 때를 규정하고 있다.

손실을 입은 것을 비롯하여 그 해 결산결과 약 35억원의 적자가 발생한 사실 등은 중요한 정보에 해당한다.

#### (나) 합리적인 투자자에 영향을 미칠 수 있는 정보

정보는 여러 단계를 거치는 과정에서 구체화되는 것으로 반드시 객관적으로 명확한 것만 이용이 금지되는 내부정보에 해당하는 것이 아니라 합리적인 투자자라면 그 정보의 중요성과 사실이 발생할 개연성을 비교·평가하여 판단할 경우 유가증권의 거래에 관한 합리적인 의사를 결정함에 있어 중요한 가치를 지닌다고 생각하는 정보를 말하고, 이때 투자자는 주관적인 기준에 의하여가 아니라 합리적인 투자자를 가정하여 객관적으로 판단하여야 한다.

### (4) 未公開情報

#### 1) 未公開

당해 법인이 재정경제부령이 정하는 바에 따라 다수인으로 하여금 알 수 있도록 공개하기 전의 것만을 규제대상이 되는 내부정보이다. 그러므로 ① 당해 법인에 의하여 ② 재정경제부령이 정하는 바에 따라 공개하기 전의 정보는 아무리 경제신문에 실제와 근사한 내용이 여러 차례 게재되었다고 하더라도 공개된 정보라고 할 수 없다.

▷ 대법원 1995. 6. 29 선고 95도467 판결

증권거래법 제188조의2 제2항은 “일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보”를, “당해 법인이 재무부령이 정하는 바에 따라 다수인으로 하여금 알 수 있도록 공개하기 전의 것”이라고 규정하고 있으므로, 어떤 정보가 당해 회사의 의사에 의하여 재무부령이 정하는 바에 따라 공개되기까지는 그 정보는 여전히 내부자거래의 규제대상이 되는 정보에 속한다고 할 것이라고 한 다음, 원심의 ‘위 회사가 위 추정결산결과를 공개한 사실이 없는 이상, 비록 일간신문 등에 위 추정결산결과와 유사한 내용으로 추측 보도된 사실이 있다고 하더라도, 그러한 사실만으로는 위 회사의 추정결산실적이 일반인에게 공개된 정보라거나 또는 그로 인하여 위 회사가 직접 집계하여 추정한 결산수치가 중요한 정보로서의 가치를 상실한다고는 볼 수 없다’는 판단을 수긍.

그리고 단순히 추측에 의한 신문보도로만 안되고 당해 법인이 2개 이상의 보도기관에 공개한 경우에 해당할 것이다.

#### 2) 주지기간(대기기간)

중요한 정보를 일반 투자자가 알 수 있는 상태가 되려면 일정한 공시방법으로 공개되고 일정한 기간이 경과하여야 한다. 이와 관련하여 현행 증권거래법 시행규칙 제36조에서는, ① 법령에 의하여 금융감독위원회와 증권거래소 또는 협회에 신고되거나 보고된 서류에 기재되어 있는 정보로서 그 내용이 기재되어 있는 서류가 금융감독위원회와 증권거래소 또는 협회가 정하는 바에 따라 비치된 날부터 1일이 경과된 정보, ② 정기간행물의등록등에 관한 법률에 의한 일반일간신문 또는 경제분야의 특수일간신문 중 전국을 보급지역으로 하는 2이상의 신문에 그 내용이 게재된 날부터 1일이 경과된 정보, ③ 방송법에 의한 방송(특수방

송을 제외한다) 중 전국을 가시청권으로 하는 방송을 통하여 그 내용이 방송된 후 12시간이 경과된 정보 및 ④ 증권거래소 또는 협회가 설치·운영하는 공시방송망 등을 통하여 그 내용이 공개된 후 24시간이 경과된 정보 등 그 주지기간을 규정하고 있다.

따라서 이러한 주지기간 또는 대기기간이 경과한 다음 내부자의 매매거래가 허용된다.

### 3) 공개의 完全性

그런데 증권거래법 등에서는 당해 법인이 일반인에게 어느 정도 공개한 것을 공시로 볼 것인가에 관하여는 아무런 규정이 없다. 다만 이와 관련하여서는 법령에 의하여 금융감독위원회 등에 신고하거나 보고된 내용의 비치공시의 경우에는 법령에 의하여 서류의 기재사항이 정하여져 있고, 증권거래소의 공시방송망을 통한 적시공시의 경우는 증권거래소가 공시문안을 조정하고 공시업무편람에 따라 공시하여야 할 내용을 점검하고 있다.

### 4) 未公開와 積極的 不實表示

내부자거래의 규제는 미공개 중요한 정보를 이용하는 행위를 금지하는 것인데, 이는 침묵에 의한 내부자거래를 규제하는 것이고 적극적으로 허위표시나 누락에 의한 경우는 법 제 188조의4에서 규제를 하고 있다.

## 4. 대상증권과 규제의 대상이 되는 행위

내부자거래의 규제대상이 되는 유가증권은 상장법인과 협회등록법인<sup>37)</sup>이 발행한 유가증권으로 상장법인과 협회등록법인이 발행한 유가증권이면 주식은 물론이고, 전환사채, 신주인수권부사채, 신주인수권증서 등 증권거래법 제2조 제1항이 규정하는 모든 유가증권이 규제대상 유가증권이 된다.

그리고 종래에는 ‘상장법인 또는 등록법인’으로 규정되어 증권거래법 제3조에 의하여 유가증권발행인등록을 한 법인이 모두 포함되었으나,<sup>38)</sup> 등록법인 중 소액의 보증사채를 1회 발행한 데 불과하여 미공개정보이용 금지규정을 적용하는 것이 적정치 못한 경우가 많아서 1997. 1. 13. 법률 제5254호로 개정하면서 등록법인이지만 아직 한국증권업협회에의 등록을 마치지 아니하여 장외등록법인 내지 협회등록법인에까지는 이르지 못한 회사의 미공개 중요정보를 이용한 내부자거래를 처벌의 대상에서 제외하였다.<sup>39)40)</sup>

37) 따라서 이른바 제3시장에 등록된 법인이 발행한 유가증권은 그 대상이 되지 아니한다. 다만 일반 형법상의 사기죄의 죄책을 물을 수는 있을 것이다.

38) 1981. 12. 31. 법률 제4469호로 개정하면서 종래의 상장법인만을 규제하던 것을 상장법인 또는 등록법인으로 개정하였다.

39) 임재연, 전거서, 373면.

40) 대법원 1999. 6. 11 선고 98도3097판결: 구 증권거래법 제188조의2가 1997. 1. 13. 법률 제5254호로 개정되면서 등록법인이지만 아직 한국증권업협회에의 등록을 마치지 아니하여 장외등록법인 내지 협회등록법인에까지는 이르지 못한 회사의 미공개 중요정보를 이용한 내부자거래를 처벌의 대상에서 제외한 취지는 유가증권시장이나 협회중개시장을 통하여 주식 등의 유가증권이 공개적으로 거래되는 상장법인이나 협회등록법인(장외등록법인)의 경우와는 달리 단순한 등록법인의 경우에는 유가증권의 발행이나 매매거래의 공정성 및 원활한 유통성의 확보나 투자자의 보호 차원에서 별다른 문제가 발생할 여지가 많이 없음에도 불구하고 이러한 경우까지 내부자거래의 규제대상으로 삼은 중건

한편, 내부정보를 이용하여 다른 법인이 발행한 유가증권의 경우에도 입법상 보완이 필요하다는 견해가 있다.<sup>41)</sup> 한편, 미국의 경우 Rule 10b-5에서는 any equity security라고 하여 등록 또는 등록되지 아니한 증권포함, 공개기업 또는 비공개기업(closely-held) 등 모든 증권을 포함하고 있다.<sup>42)</sup>

그리고 규제대상행위에는 정보이용행위뿐 아니라 정보제공행위도 포함됨은 물론이다. 이때 정보제공행위는 제3자가 그 정보를 당해 주식거래에 이용하려 한다는 정을 알면서 제3자에게 정보를 제공하는 정도면 족하고, 꼭 그 정보를 이용하여 주식거래를 하도록 권유할 필요까지는 없을 것이다.

## [問題의 解決]

### 1. 중요한 내부정보의 해당여부에 대하여

원심은 상장법인인 주식회사 A의 부도가 불가피하다는 사실을 중요사실로 보고 있다(원심판결문 4면 15행).

당해 법인 발행의 어음, 수표가 부도처리 되었을 때뿐 아니라, 은행이 부도처리하기 전에 도저히 자금조달이 어려워 부도처리될 것이 거의 확실시되는 때에는 이러한 상황을 알고 있는 내부자가 그 정보를 공시하기 전에 이용하여 보유주식을 매각하였을 경우에 내부자거래가 된다.<sup>43)</sup>

즉 법 제186조 제1항 제1호 내지 제13호 소정의 사항들은 법 제188조의2 소정의 미공개 내부정보의 예시에 불과한 것이고, 그 어느 항에 해당하는지 여부와 관계없이 일반인에게 공개되지 아니한 사실 등에 관한 정보 중 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 것이면 미공개 내부정보에 해당한다. 따라서 제186조 제1항 제13호에서 제1호 내지 제12호 외에 법인의 경영·재산에 관하여 중대한 영향을 미칠 사항으로서 대통령이 정하는 사실이 발생한 때라고 규정하고 있는 것은 상장법인 등의 신고·공시사항으로, 형사처벌의 대상이 되는 구성요건사실을 대통령에 위임한 것이 아니다.

그리고 증권거래법 제188조의2 제2항이 재정경제부령에 위임하고 있는 사항은 당해 법인이 다수인으로 하여금 알 수 있도록 일반인에게 정보를 공개하는 방법과 그 방법에 따라 그 정보가 공개된 것으로 보게 되는 시점에 관한 것뿐임이 분명하다.

따라서 이 사건 공소사실 자체로 범죄가 되지 아니한다거나, 범죄사실이 특정되지 않았거나, 죄형법정주의에 반한다는 주장은 모두 이유 없다.

### 2. 미공개 여부에 대하여

---

의 조치가 부당하다는 데에서 나온 반성적 조치라고 보아야 할 것이므로 이는 범죄 후의 법령개폐로 형이 폐지되었을 때에 해당한다.

41) 임재연, 전계서, 369면, 주42.

42) David L. Ratner, Securities Regulation, 6th ed.(West Publishing Co., 1998), p. 141.

43) 同旨: 김용진, 전계논문(주 16), 170면.

내부정보는 당해 법인이 재정경제부령이 정하는 바에 따라 다수인으로 하여금 알 수 있도록 공개하기 전의 것만이 규제대상이 된다. 그러므로 ① 당해 법인에 의하여 ② 재정경제부령이 정하는 바에 따라 공개하기 전의 정보는 아무리 경제신문에 실제와 근사한 내용이 여러 차례 게재되었다고 하더라도 공개된 정보라고 할 수 없다. 따라서 비록 일간신문 등에 위 추정결산결과와 유사한 내용으로 추측 보도된 사실이 있다고 하더라도, 그러한 사실만으로는 일반인에게 공개된 정보라거나 또는 그로 인하여 중요한 정보로서의 가치를 상실한다고는 볼 수 없다.

따라서 당해 법인인 주식회사 A의 부도사실(또는 가능성)이 일간신문에 보도되었다고 하더라도 그것이 당해 법인의 행위에 의한 것이 아닌 이상, 증권거래소에 통지하고 그 주지기간(대기기간)이 경과한 다음 비로소 그 정보는 공개되었다고 볼 것이다. 따라서 그 이전에 이루어진 피고인의 이 사건 매각행위는 내부자거래에 해당한다.

### 3. 증권거래법 제207조의2 소정의 구성요건 특정여부에 대하여

일반적으로 범죄의 액수는 구성요건 요소가 아니고 양형의 자료에 불과하지만 특정경제범죄가중처벌등에관한법률위반죄의 경우 범죄의 액수는 구성요건 요소로서 그 액수에 따라 적용될 법률조항이 달라지고 그 계산이 잘못되면 법률 적용의 착오로서 판결에 영향을 미친 법률위반이 된다고 할 것이다. 이러한 취지에 비추어 보면, 증권거래법 제207조의2 소정의 ‘다만 그 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 3배에 해당하는 금액이 2천만원을 초과한 때’가 구성요건의 일부가 됨은 상고이유가 주장하는 바와 같다.<sup>44)</sup> 그러나 제출된 증거에 의하더라도 피고인이 이 사건 미공개정보를 이용하여 얻은 이득 또는 회피한 손실액이 금 2천만원을 훨씬 상회하고 있음이 명백하므로(증권선물위원회가 금융감독위원회 1998. 4. 1. 제정의 증권·선물조사업무규정시행세칙 별표 3<sup>45)</sup>에 의하여 산정한 회피손실액은 금 1,123,367,740원이다), 비록 원심이 인용한 제1심 판결에 그러한 사실이 특정되지 아니한 잘못이 있다고 하더라도 이는 판결에 영향을 미친 것이라고 볼 수는 없다.

44) 최근 2001. 1. 19 선고2000도5352판결에서 이를 명시적으로 판시한 바 있고, 피고인의 미공개 내부정보 이용행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 3배에 해당하는 금액이 2,000만원을 초과하는 때에 해당하는지 여부를 심리하지 아니한 채 2,000만원을 초과하는 벌금형을 선고한 원심에는 법리오해, 심리미진 또는 이유불비로 판결에 영향을 미친 위법이 있다는 이유로 원심을 파기환송하였다.

45) 증권선물위원회의 부당이득 산정근거에 관하여

금융감독위원회 1998. 4. 1. 제정(그 후 몇 차례 개정)증권·선물조사업무규정시행세칙[별표3] 부당이득: 실현된 이익을 기준으로 함. 단, 이익이 실현되지 아니한 경우에는 정보를 이용하여 최초의 매수 또는 매도한 날로부터 당해 정보가 공시된 후 최초로 형성된 최고가(매수) 또는 최저가(매도)형성일 이후 1개월간까지의 기간 중 형성된 최고가 또는 최저가에서 정보를 이용하여 매수 또는 매도한 가격(가중평균단가)을 차감한 값의 절대치에 정보를 이용하여 매수 또는 매도한 수량을 곱한 금액으로 함

□ 따라서 이 사건에서 경우

- 매도수량 53,560주
  - 실제 매도한 날의 평균단가인 금21,934원
  - 정보가 공시된 후 최초로 형성된 최저가 1998. 5. 16. 금 1,685원
  - 그 이후 1개월까지의 기간 중 형성된 최저가 1998. 6. 15. 금 960원
- ∴ (21,934-960원)×53,560주 = 1,123,367,740원

물론 위 규정이 법률적 효력을 가지는 것은 아니지만 부당이득을 산정함에 있어 일응의 기준은 될 수 있다고 보여지나, 다른 합리적인 방법에 의한 부당이득의 산출도 배제할 수 없다고 보여진다.

## [몇 가지 餘論]

### 1. 미공개 내부정보 이용행위와 공범관계

법 제188조의2 제1항 조문 표현형식은 “...내부자, 준내부자 및 정보수령자는... 이용하거나 다른 사람으로 하여금 이용하게 하지 못한다” 로 규정하고 있다. 이러한 조문은 1991년 법을 개정하면서 일본의 입법례를 참고하여 정보수령자를 내부자의 범위에 포함시키면서 규정하게 된 것이다.

일반적으로 회사의 内部者 또는 準内部者가 다른 사람에게 정보를 제공하였다면 위 내부자 또는 준내부자는 다른 사람으로 하여금 정보를 이용하게 한 행위로, 정보를 수령한 사람은 정보수령자로서 정보를 이용한 행위로 처벌받을 것이므로 공범관계가 성립할 여지는 적어진다. 그런데 1차적 정보수령자가 그 정보를 다른 사람에게 이용하게 하였다면, 1차적 정보수령자의 행위는 위 조문 중 다른 사람을 이용하게 하는 행위로 처벌받을 수 있음은 물론일 것이나, 그 정보를 이용한 자의 행위(이른바 2차적 정보수령자, tippee's tippee)에 대하여는 형벌적용의 명확성에 비추어 내부자거래의 규제대상이 아니라고 보는 것이 우리나라와 일본의 通說이다.<sup>46)</sup> 그런데 이때 1차적 정보수령자와 2차적 정보수령자 사이에 형법 제33조의 공범관계가 성립될 수 있는가 하는 문제가 있을 수 있다. 즉 구성요건 중 ‘정보를 이용하게 한 행위’ 를 처벌하는 것은 형법 제243조의 음화 등 반포·판매 등 죄에 있어서 매도한 자만 처벌하는 것과 마찬가지로 이른바 對向犯의 구조를 갖고 있다고 보아야 할 것이 아닌가 하는 의문이 들고,<sup>47)48)</sup> 그렇다면 필요적 공범관계에 있는 자 중 행위자만 처벌하도록 규정하고 있는 對向犯에 대하여는 형법상의 공범이론을 들어 처벌할 수는 없다는 것이 입법취지로 보아야 하지 않을까 하는 것이다.

물론 共同加功의 意思 등에 대한 사실관계에 따라 결정되어질 문제로 보이기는 하나, 정보를 이용하게 한 1차적 정보수령자와 정보를 이용한 2차적 정보수령자 사이의 공범관계는

46) 물론 입법례에 따라 제2차적 정보수령자도 처벌의 대상으로 규정한 나라가 있다. EC, 내부자거래에 관한 제규정의 조정에 관한 指針, La directive 89/592/CEE(1989. 11. 13). 상세한 것은 荒谷裕子, “ECにおける内部者取引の規制(上),” 『商事法務』, 1280號(1992. 3. 25), 21면 참조. 한편 룩셈부르크는 위EC의 指針(Directive)을 충실히 따라 법안의 초안에 제2차적 정보수령자도 규제대상에 포함하였다.

47) 이른바, 對向犯에 대하여는, 김일수, 『한국형법II』(박영사, 1997), 330면 참조.

48) 대법원 1985. 3. 12 선고 84도2747판결에서는 소위 대항범은 대립적 범죄로서 2인 이상의 서로 대항된 행위의 존재를 필요로 하는 필요적 공범관계에 있는 범죄로 이에 공범에 관한 형법 총칙 규정의 적용이 있을 수 없는 것이므로 피고인(갑)이 피고인(을)에게 외화취득의 대상으로 원화를 지급하고 피고인(을)이 이를 영수한 경우 위(갑)에게는 대상지급을 금한 외국환관리법 제22조 제1호.(을)에게는 대상 지급의 영수를 금한 같은 조 제2호 위반의 죄만 성립될 뿐 각 상피고인의 범행에 대하여는 공범관계가 성립되지 않는다.

성립되지 않는다고 보는 것이 이론적인 면에서는 옳다고 보아야 하겠지만 여전히 의문은 남는다(물론 1차적 정보수령자의 이용행위에 加功한 형태의 공범관계가 성립됨은 물론이다). 한편, 일본 證券取引法 제166조에서는 우리와 달리 ‘내부자 등에 의한 거래는 금지된다’는 형식으로만 규정하고 있어 우리와 같은 문제는 발생할 여지가 없다.

## 2. 부당한 이득 또는 회피한 손해의 산정과 손해배상의 범위의 관계

여기서 詳論할 것은 아니지만,<sup>49)</sup> 유가증권 신고서의 허위 기재 등에 대하여 손해배상액의 범위를 법정한 경우와 달리(법 제15조), 내부자가 미공개 내부정보의 이용행위로 인하여 상대방거래자에게 손해를 가한 경우 인정될 수 있는 민사상 손해배상책임과 형사상 범죄구성요건인 ‘...위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액’의 범위가 반드시 일치할 필요는 없다. 일반 형법상의 사기죄에서의 재산상 손해와 그로 인한 민법상의 불법행위책임의 범위가 일치하지 않은 것과 마찬가지로이다.

## 3. 부정유용이론과 미국 SEC의 새로운 규칙 제정

미국 SEC는 2000년 8월경 O' Hagan 사건<sup>50)</sup>에서 연방대법원이 정식으로 부정유용이론(the misappropriation theory)을 채택하자 이에 힘입어 이러한 이론을 바탕으로 내부자거래금지에 관한 규제를 더욱 명확히하고 한층 강화하기 위한 새로운 규칙인 Rule 10b5-1<sup>51)</sup>과 Rule 10b5-2<sup>52)</sup>를 제정하기에 이르렀다.<sup>53)</sup>

---

49) 그리고 미공개내부정보 이용행위로 인한 손해배상액을 정하여 있어, 상장법인의 신고·공시의무를 위반한 경우와 같이 법 제15조를 준용하는 명문의 규정(법 제186조의5)이 없는 이상 위 제15조를 類推適用할 것은 아니고, 일반 민사상의 불법행위에 대한 배상책임이론(즉 差額設)으로 결정되어야 할 것이다. 상세는 拙稿, 전계논문(“내부자거래 등 관련...”), 65면 이하 참조.

50) U.S. v. O'Hagan, 521 U.S. 642(1997).

51) 17 CFR 240.10b5-1(Trading "on the basis of" material nonpublic Information). 내부자가 거래한 시점에 중요한 정보를 알고 있었다면("knowing possession")그 정보를 이용(use)한 거래인지 여부와 관계없이 내부자거래의 규제대상이 되며, 다만 일정한 경우 즉 사전에 이미 계획한 투자, 계약 또는 지시 등에 의한 경우 그 예외를 두고 있도록 하고 있다.

52) 17 CFR 240.10b5-2(duties of trust or confidence in Misappropriation Insider trading cases). 그 요지는 수탁자책임 또는 비밀유지의무를 가진 관계에 있는 자(가령 정보의 비밀을 유지하기로 동의한 경우, 정보의 제공자의 상대방이 그의 배우자, 부모, 자녀, 형제자매 기타 친족관계에 있어 비밀을 유지할 것에 대한 합리적인 기대가 가능한 경우 등)가 그 의무에 위반하여 내부정보를 不正利用하거나 또는 거래하는 경우 내부자거래의 규제대상이 된다는 것이다.

53) 상세한 것은<<http://www.sec.gov.rules/final/33-7881/html>>참조. 이와 함께 SEC는 발행인의 공평하고도 완전한 정보의 공시(fair and full disclosure of information)를 촉진하기 위한 regulation FD(17 CFR 243.100-243.103)를 제정하였다.