

# 美國 Insider Trading 法理의 形成 過程에 대한 考察 \*

## - 1909년의 Strong v. Repide 判決부터 2022년의 Insider Trading 成文化 시도까지

### A Study on the Process of Forming Jurisprudence of Insider Trading Law in the United States

#### - From Strong v. Repide Case in 1909 to Efforts to Enact Insider Trading Prohibition Act in 2022

최 자 유\*\*

Choi Ja Yoo

미국의 내부자거래 법리는 증권거래위원회(Securities and Exchange Commission; SEC, 이하 'SEC'라 함)가 증권거래법 §10(b)와 증권거래법 규칙 10b-5를 해석하여 법원의 판결을 통해 법리로 확립되며 발전한다.

연방항소법원은 SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. 에서 내부자거래가 증권사기임을 선언하고, 연방대법원의 Chiarella v. United States, Dirks v. SEC, United States v. O'Hagan 를 통해 법리가 발전한다. SEC는 新 유형 내부자거래에 대응하기 위해 내부자거래 법리의 확장을 지속 시도한다.

2022년 5월 현재 미국 의회에는 내부자거래 법리를 성문화하는 내부자거래 금지법(Insider Trading Prohibition Act)이 계류중이다.

50년 동안 발전시켜온 미국의 내부자거래 법리는 우리나라 자본시장의 공정성 회복을 위해 참고할 가치가 있다고 본다.

**국문 색인어:** 증권사기, 내부자거래, 비대면거래, 정보공개의무, 신인의무이론, 부정유통이론, 포괄적 사기금지 조항, 내부자거래 금지법, 증권 불공정거래, 미국 증권거래법

**한국연구재단 분류 연구분야 코드:** B130320

\* 본 연구 내용은 저자의 개인 의견이며, 소속 기관의 공식 견해가 아님을 밝힙니다.

\*\* 변호사, 연세대학교 법학전문대학원 박사 과정(jy\_choi@yonsei.ac.kr), 제1저자

논문 투고일: 2021. 12. 12, 논문 최종 수정일: 2022. 2. 20, 논문 게재 확정일: 2022. 5. 19

## I. 서론

내부자거래(inside trading)는 미국의 주요 증권사기(securities fraud) 유형 중 하나로 2021 회계연도에 증권거래위원회(Securities and Exchange Commission: SEC, 이하 'SEC'라 함) 집행국(Division of Enforcement)이 취한 1,193건의 조치 중 47건(4%)이다.<sup>1)</sup> 미국법은 내부자거래를 구체적으로 명시하지 않으며, 내부자거래 법리는 SEC의 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934: SEA, 이하 'SEA'라 함) 해석을 연방법원이 수용하여 형성된 판례법을 바탕으로 한다.

내부자거래의 정보공개 의무(duty to disclose)는 과거 보통법(common law) 체계에서도 대면거래(face-to-face transactions)의 신인의무(fiduciary duty)에 기초하여 일부 인정되었다. 1836년 앨라배마 대법원(Alabama Supreme Court)은 Spence v. Whitaker 에서 주식 가치에 대한 의도적 허위 표시나 적극적 진실 은폐는 사기에 해당하여 계약을 취소할 수 있다고 판시한다.<sup>2)</sup> 이후 130년 간 대면거래에서 정보공개 의무가 일부 인정되었고, 공개시장의 비대면거래에서 정보공개 의무가 수용된 것은 1968년 SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. 이후이며 일련의 판례를 통해 내부자거래 법리가 형성된다. SEC는 현재도 SEA의 적극적 해석을 통해 규제 범위를 확장한다. 의회는 2022년 5월 현재 판례법의 성문화를 시도한다.

본 연구는 내부자거래 법리의 형성 과정을 분석하며 내부자의 범위·정보의 중요성·정보의 미공개성을 중심으로 내부자거래 성립 요건을 고찰한다. 이어 미국 117대 상원<sup>3)</sup>에 계류 중인 내부자거래 금지법(Insider Trading Prohibition Act)의 내용을 검토한다. 이를 통해 우리나라 자본시장법의 미공개중요정보 이용의 규제 체계와 비교하여 대안을 제언한다.

1) SEC Press Release(2021. 11. 18), "SEC Announces Enforcement Results for FY 2021".

2) John, P. (2018). "Early Development of Insider Trading Law in the United States, Insider Trading : Law, Ethics and Reform", Cambridge University Press, p. 12, 11-24.

3) 2021. 1. 3. ~ 2023. 1. 3. 민주당 48석, 공화당 50석이지만 Bernard Bernie Sanders, Angus Stanley King, Jr.이 사실상 민주당으로 활동하고, Kamala Devi Harris 부통령이 상원의장이므로 민주당이 다수당으로 내부자거래 금지법의 통과가 기대된다.

## II. 내부자거래<sup>4)5)</sup> 법리의 형성 및 제재의 근거

### 1. 내부자거래 제재의 취지

본 연구에서 내부자거래는 상장 회사의 미공개중요정보(Non-Public Material Information)를 이용하여 증권을 거래하는 행위를 의미한다. 내부자거래는 경우에 따라 합법일 수도 불법일 수도 있다.<sup>6)</sup> 내부자거래는 비대면인 증권시장의 특성상 피해자 없는 범죄로 여겨지기도 한다. 피해자를 특정하기 어렵고 상대방도 스스로 증권을 거래하였기 때문이다. 그러나 내부자거래의 본질은 행위자가 불공정한 이익을 취득한 것이며 시장 자체를 피해자로 보아야 한다.<sup>7)</sup>

증권사기는 자연적으로 발생한 범죄로 보기는 어렵고 자본시장이라는 가상의 세계를 규율하기 위해 인위적으로 규정된 범죄로 자본시장의 형성 이후 논의가 시작되었다. 주가조작이 제재 대상이 된 것은 나폴레옹 전쟁(Napoleonic Wars) 시기 드 베렝거(De Berenger)가 나폴레옹이 죽고 전쟁이 끝났다는 허위 사실을 유포하여 주가가 급등하자 주식을 처분한 베렝거 사건이 최초이다.<sup>8)</sup> 증권범죄는 비대면적이고 피해자가 불특정 다수의 투자자이므로, 죄의식을 느끼지 못하고 범죄를 주도하거나 가담하기 쉬워 제재를 통해 행위의 유인을 제거해야 한다.

SEA 제정 이전 증권 거래는 주로 보통법이 규제하였다. 보통법은 내부자거래를 충분히 규율하지 않았고<sup>9)</sup> ① 내부자거래 관련 내용은 보충적으로 적용되었고 ② 상반

4) 내부자(insider)가 주로 제재 대상이 되지만, 외부자(outsider)도 일정한 경우 제재 대상이다. 다만 미국은 내부자거래라는 용어를 사용하므로 본 연구에서 외부자의 미공개중요정보 이용을 고찰할 때에도 내부자거래라는 용어를 사용한다.

5) 우리나라 자본시장법은 '내부자거래' 대신 '미공개중요정보 이용' 이라고 하여 행위 실질에 기초한 규제를 한다. '장근영 (2018). "미공개정보의 인식과 이용 및 사전거래계획", 증권법연구, 19권 2호, p. 103, 101-133.' 의 내용을 참고하였다.

6) Investopedia, Guide to Financial Crime and Fraud - Insider Trading

7) Margaret Chew (1998). "The Adquacy and Efficacy of Civil Remedies for Insider Trading : A Comparative Critique", Singapore Journal of Legal Studies, Vol. 1998, pp. 337-338, 331-375.

8) 금융감독원 (2018). "자본시장 불공정거래 조사 30년사", 금융감독원 조사기획국, p. 8.

9) Thomas Lee Hazen (1982). "Corporate Insider Trading : Reawakening The Common Law", Washington Law Review, Vol. 39, p. 846, 845-860.

되는 계약 조항이 없는 경우 내부자거래는 허용되었으며 ③ 관리자나 회사에게 내부자거래를 허용하는 것이 바람직하다고 본다.<sup>10)</sup> 대면하여 증권을 거래하는 경우 당사자 간 신인의무가 있으므로 중요정보를 공개하지 않으면 사기(fraud)로 책임을 부담할 수 있지만, 공개시장의 비대면거래는 중요정보의 공개 의무가 없다.<sup>11)</sup> 내부자거래 법리는 대면거래에서 회사의 고위 구성원(이사·임원 등)이 정보를 공개하도록 하는 보통법 체계에서 비대면거래에서 확장된 범위의 내부자(직원·정보수령자 등)를 규제하는 SEA 체계로의 발달이다.<sup>12)</sup>

SEA가 제정되고 1960년대 후반에 내부자가 중요정보에 기하여 증권을 거래하는 행위가 제재 대상이 된다. SEC는 추상적이고 모호한 언어를 자본시장의 공정성과 투자자 보호 관점에서 해석하여 내부자거래의 법리를 확립한다.

투자자가 시장에서 형성된 주가를 신뢰하고 시장에 참여하도록 하기 위해서는 공정한 시장을 조성해야 한다.<sup>13)</sup> 대부분 국가는 내부자가 중요한 정보를 공개하거나 거래를 단념(disclose or abstain from trading) 할 것을 요구한다.

미국은 내부자거래를 금지하는 직접적 규정이 없고 내부자거래 법리는 의회가 제정한 성문법이 아닌 법원의 판례를 통해 형성한 것이다.<sup>14)</sup> 증권사기를 조사하는 SEC는 추상적이고 모호한 언어를 해석하고, 법원은 그 해석을 판결이라는 언어로 표현하여 현재의 법리를 형성한다. 미국의 내부자거래 법리는 세계 각국으로 전파되었고,<sup>15)</sup> 우리나라도 자본시장법 제174조에서 미공개중요정보 이용을 규제하고 제178조의2에서 2차 정보수령자도 규제한다. 미국과 달리 우리나라는 명문의 조항이 존재하여 법리 형성에서 법원의 역할은 제한적이었다.

10) Todd A Bauman (1984). "Insider Trading at Common Law", University of Chicago Law Review, Vol. 51, p. 839, 838-867.

11) Thomas Lee Hazen(주 9), op.cit., p. 852.

12) Mark J. Loewenstein·William K.S. Wang (2005). "The Corporation as Insider Trader", Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 30, pp. 53-54, 45-78.

13) Insider News(2021. 8. 6), "What is insider trading and when is it illegal?".

14) SEC Speech(1998. 9. 19), "Speech by SEC Staff: Insider Trading - A U.S. Perspective".

15) 두호철 (2010). "내부자거래 관련 주요 판례의 동향 및 자본시장법상 미공개중요정보 이용 행위 금지규정", 일감 부동산법학, 5호, p. 140, 139-165.

## 2. 내부자거래 제재 근거 : 포괄적 사기금지 조항

내부자거래를 제재하기 위해서는 ① 내부자거래가 SEA 위반이라는 것이 인정되어야 하고 ② 규제의 인적 범위(내부자의 범위)·물적 범위(정보의 중요성)·시간적 범위(정보의 공개 시점)가 도출되어야 한다. 우리나라 자본시장법은 인적 범위·물적 범위·시간적 범위를 구체적으로 명시하지만<sup>16)</sup> 미국 SEA는 이를 명시하지 않는다.

우리나라 자본시장법은 제174조에 근거하여 내부자거래를 제재하지만<sup>17)</sup> 미국 SEA는 내부자거래를 제재하는 개별 규정은 존재하지 않고 포괄적 사기금지 조항(General, Catch-all, Anti-Fraud Provision)으로 불리는 SEA §10(b)에 근거하여 제재한다. SEA §10(b)는 증권외의 매매와 관련하여(in connection with the purchase or sale of any security) 조작적 혹은 사기적 수단(manipulative or deceptive device)을 이용(use or employ)하는 것을 금지하는 포괄 조항이다. SEA 입법을 주도한 Franklin Roosevelt의 고문 Thomas Corcoran은 포괄 조항의 의도는 명시되지 않은 유형의 증권사기를 예방하기 위한 목적이라고 하였다.<sup>18)</sup>

‘조작적 혹은 사기적 수단’의 해석이 핵심적 문제이고<sup>19)</sup> 증권거래법 규칙(Rules and Regulations Under the Securities Exchange Act of 1934; Rule, 이하 ‘Rule’이라 함) 10b-5는 이를 구체적으로 정의한다. ① 타인을 속일 수 있는 수단(device)·기교(scheme)·계책(artifice) 사용 ② 중요 사실의 허위 표시·표시 누락 ③ 사기가 될 수 있는 행위·관행·업무의 수행을 의미한다. 2000년 8월 Rule 10b5-1·Rule 10b5-2가 추가되어 내부자거래를 명시한다.

16) 물적 범위는 ‘투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보’로 규정하여 구체적 내용은 판례 이론을 통해 발달하였다.

17) 제178조의2 1항에 근거하여 2차 정보수령자 등에 대하여도 제재할 수 있다.

18) SEC Historical Society, “Fair To All People : The SEC and the Regulation of Insider Trading”.

19) 임재연 (2021). “자본시장법과 불공정거래”, 박영사, p. 216.

### 3. 내부자거래 제재를 위한 여정

#### 가. 내부자거래 제재를 위한 SEC의 도전

1900년 이전까지 기업은 주주에게 정보를 거의 공개하지 않았고 주요 증권거래소 중 유일하게 뉴욕 증권거래소(New York Stock Exchange)가 기초적 수준의 정보를 공개하도록 하였으나 투자자 보호에 충분하지 않았다.<sup>20)</sup> 일부 비판도 있었으나 법원도 이사와 임원이 주주에게 어떤 신인의무도 부담하지 않고 회사에만 신인의무를 부담하므로 증권을 자유롭게 거래할 수 있다고 하였다.<sup>21)</sup> 보통법은 사기에 근거하여 대면거래에서 일부 정보공개 의무가 인정되지만 제한적이고, 비대면거래는 정보공개 의무가 인정되지 않는다.<sup>22)</sup>

1909년 내부자거래에 대한 연방대법원의 최초 판결 Strong v. Repide, 213 U.S. 419 (1909) 에서 내부자는 특별한 상황 혹은 특별한 사실(special circumstances or special facts)을 공개할 의무가 있다고 하였다. 이후 ‘특별한 사실의 원칙(special facts doctrine)’에 따라 ① 대면거래에서 이사나 임원은 특별한 상황이나 특별한 사실에 대한 정보를 공개해야 하고 ② 몇몇 주는 한 걸음 더 나아가 특별한 상황이나 특별한 사실인지 여부에 관계 없이 정보를 공개하도록 한다.<sup>23)</sup> 여전히 주류적 의견은 내부자는 미공개중요정보를 이용하여 증권을 거래할 수 있다는 것이었다.<sup>24)</sup>

1933년 매사추세츠 대법원(Massachusetts Supreme Court)은 Goodwin v. Agassiz - 283 Mass. 358, 186 N.E. 659 (1933) 에서 호재성 정보(구리의 매장)를 지득한 이사가 정보를 숨긴 채 주식을 매수한 것에 대해 구리의 매장은 추측성 정보에 불과하여 특별한 사실의 원칙이 적용되지 않고, 비대면거래에서 이사·임원은 지위에 기하여 획득한 정보를 공개할 신인의무도 부담하지 않는다고 판시한다.<sup>25)</sup> 신인의

20) Michael A. Perino (2019). “The Lost History of Insider Trading”, University of Illinois Law Review, Vol. 2019, p. 985, 951-1004.

21) Ibid., p. 960.

22) Margaret Chew(주 7), op.cit., p. 343.

23) Barbara A. Ash (1988). “State Regulation of Insider Trading-A Timely Resurgence?”, Ohio State Law Journal, Vol. 49, pp. 399-400, 393-416.

24) Michael A. Perino(주 20), op.cit., p. 956.

25) Manning G. Warren III (2018). “A Birthday Toast To Texas Gulf Sulphur”, SMU

무를 부담하지 않으므로 정보를 공개하지 않는 것이 사기가 될 수도 없다.<sup>26)</sup> 대면거래에서 일부 인정되는 법리를 비대면거래로 확장을 거부하고 내부자거래는 사기에 해당하지 않는다고 선언한다. 내부자거래에 대한 SEC의 초기 접근은 이 판결을 변경하기 위한 것이다.<sup>27)</sup> SEC는 SEA §10(b)을 구체화하여 1948년 Rule 10b-5를 제정하며 내부자거래 법리를 발전시키게 된다.<sup>28)</sup>

1961년~1964년 SEC 위원장을 역임한 William Lucius Cary는 SEA §10(b) 및 Rule 10b-5에 근거하여 내부자거래 제재를 시도한다. 내부자거래는 시장에 대한 투자자의 신뢰 훼손으로 투자 금액의 감소와 시장의 침체로 이어질 것이라 판단했기 때문이다. William Lucius Cary는 In the Matter of Cady, Roberts & Company의 행정 의견에서 내부자거래에 대한 SEC의 의견을 밝힌다. Rule 10b-5는 오해를 유발하거나 사기적 행위에 대한 광범위한 시정 조항(remedial provision)으로 보통법의 법리와 일치하지는 않는다.<sup>29)</sup> 여기서 ‘disclose or abstain rule’이 등장한다. SEC는 ‘access theory’를 통해 ‘내부자는 지위에 기하여 지득한 정보 중 외부에 알려져 있지 않으나 투자 결정에 영향을 미칠 수 있는 정보를 공개해야 한다.’ 는 원칙을 주장한다. 이는 현재까지 내부자거래의 본질적 내용이다.

#### 나. SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401. F.2d 833 (2d Cir. 1968) - 공개시장의 내부자거래에 대한 최초 제재

보통법에 따르면 대면거래에서 정보공개의무를 위반한 경우 사기적 행위가 될 수 있고 의무는 증권 매도자와 매수자가 신뢰관계에 있는 경우 발생한다.<sup>30)</sup> SEC v.

Law Review, Vol. 71, p. 988, 987-998.

26) Ibid., p. 989.

27) Michael A. Perino(주 20), op.cit., p. 964.

28) Richard J. Morgan (1982). “The Insider Trading Rule After Chiarella : Are They Consistent with Statutory Policy?”, Hastings Law Journal, Vol. 33, p. 1407, 1407-1439.

29) broad remedial provisions aimed at reaching misleading or deceptive activities, whether or not they are precisely and technically sufficient to sustain a common law action for fraud and deceit.

30) Richard J. Morgan(주 28), op.cit., p. 1432.

Texas Gulf Sulphur Co. 에서 공개시장의 비대면거래로 확대된다. 정보공개의무를 부담하는 자도 SEA §16(b)의 이사·임원·지배주주에 한정되지 않는다<sup>31)</sup>는 점이 확립된다.<sup>32)</sup>

Texas Gulf Sulphur Co. 는 캐나다의 Ontario 지역을 탐사하였다. Kidd 55 구역에 광물이 풍부할 것으로 조사되었고 다양한 표본을 통해서도 확인된다. 사장의 지시에 따라 탐사단은 분석 결과를 외부는 물론 이사회에도 공개하지 않았다. 그 사이에 임직원과 지인이 주식을 매수한다. 언론에서 광물이 매장된 지역을 발견했다고 보도하자 회사는 1964. 4. 12. 이를 부인하고 4. 15. 분석 결과를 발표<sup>33)</sup>한다.

SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. 는 내부자거래가 SEA §10(b) 및 Rule 10b-5 위반이라고 선언한 최초의 판결이다.<sup>34)</sup> 연방항소법원은 경기장의 불공정성이 불가피한 것으로 여겨지거나 해소되지 않아서는 안된다고 한다.<sup>35)</sup> 내부자거래가 위법이라는 점은 확고히 정착되고, 내부자의 범위 등에 대한 논의가 이어진다.

정보소유이론은 10년 후 신인의무이론으로 대체되었으나,<sup>36)37)</sup> 오늘날까지도 ① 정보의 중요성(materiality)을 판단하는 기본적인 기준인 합리적 투자자(reasonable investor) 관점 ② 정보가 확실한 것이 아니면, 중요성은 그 정보의 실현 가능성(probability of event)과 기대되는 중요성(anticipated magnitude)을 기준으로 판단하는 부분 ③ 정보가 시장에 널리 전파되고<sup>38)</sup> 투자자가 이를 검토할 때까지 공개되지 않은 것으로 간주되어야 한다는 부분은 여전히 유지된다.

SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. 에서 연방항소법원<sup>39)</sup>은 SEA §10(b) 및 Rule

31) The Rule is also applicable to one possessing the information who may not be strictly termed an 'insider' within the meaning of §16(b) of the Act

32) Richard J. Morgan(주 28), op.cit., p. 1415.

33) 혐의자는 1964. 4. 12. 부터 4. 16. 까지도 지속 거래하였다.

34) Lisa M. Fairfax (2018). "From Equality to Duty : On Altering the Reach, Impact, and Meaning of the Texas Gulf Legacy", SMU Law Review, Vol. 71, p. 732, 729-748.

35) inequities of an unlevel playing field should not be "shrugged off as inevitable in our way of life" nor remain uncorrected.

36) Marc I. Steinberg (2018). "Texas Gulf Sulphur at Fifty - A contemporary and Historical Perspective", SMU Law Review, Vol. 71, p. 637, 625-641.

37) Chiarella v. United States 에서는 내부자의 범위가 축소되었다.

38) 시대 상황을 고려한다. 1960년대 후반 Dow Jones Broad Tape 등이 해당한다.



10b-5를 근거로 내부자거래를 제재할 수 있다고 선언하였고, 내부자거래 법리는 사기금지 조항의 해석을 중심으로 발전한다.<sup>40)</sup>

2000년 8월 SEC는 Rule을 일부 수정하여<sup>41)</sup> 10b5-1에 중요한(material) 미공개(nonpublic) 정보(information)에 기반한(on the basis) 거래(the purchase or sale of a security of any issuer)를 규정<sup>42)</sup>하여 내부자거래가 Rule 10b-5에 따른 제재 대상이 되는 것은 명확해진다.

SEA §10(b) 및 Rule 10b-5가 내부자거래 제재 근거가 될 수 있는지 자체가 논란의 대상이었다. 2000년에 이르러 Rule 10b5-1에 명문으로 내부자거래를 조작적 혹은 사기적 수단에 포함시켰기에 내부자거래의 범위에 대해서도 명문의 규정이 없었고, 현재의 법리는 법원의 판결 등을 중심으로 발전된 것이다. 우리나라의 미공개중요정보 이용 법리가 성문법을 중심으로 형성된 것과 대조된다.

#### 다. 연방대법원의 축소 해석과 SEC의 대응

1972년 취임한 Lewis F. Powell Jr. 대법관을 중심으로 연방대법원은 내부자거래 제재와 관련한 SEC의 광범위한 권한에 의문을 제기하고,<sup>43)</sup> 이는 SEC의 권한 축소로 이어진다. Lewis F. Powell Jr. 는 SEC의 권한 확대를 SEC가 SEA §10(b) 및 Rule 10b-5를 활용하여 포괄적 조항의 모호한 언어를 확대 해석하여 합리적 해석의 한계(the edge of rationality)에 이르고 있다<sup>44)</sup>고 비판한다.

39) 연방대법원은 상고허가(writ of certiorari)를 통해 연간 80건~100건 정도만 판단하는데 상고신청(Petition for Writ of Certiorari) 되었으나 허가되지 않았다.(Wendy G. Couture (2018). "Texas Gulf Sulphur : A Case Study on Responding to Market Rumors", SMU Law Review, Vol. 71, p. 677, 675-695. 을 참고하였다.)

40) Stephen J. Crimmins (2021). "Chapter 14. Insider Trading Investigations - SEC Compliance and Enforcement Answer Book", Practising Law Institute, p. 1.

41) Ibid., p. 1.

42) the purchase or sale of a security of any issuer, on the basis of material nonpublic information about that security or issuer, in breach of a duty of trust or confidence that is owed directly, indirectly, or derivatively, to the issuer of that security or the shareholders of that issuer, or to any other person who is the source of the material nonpublic information.

43) Adam C. Pritchard (2003). "Justice Lewis F. Powell, Jr. and the Counterrevolution in the Federal Securities Laws", Duke Law Journal, Vol. 52, p. 844, 841-949.

연방대법원은 *Chiarella v. United States* 에서 신인의무에 기해 내부자의 범위를 제한하고, *Dirks v. SEC* 에서 정보수령자 책임을 정보전달자가 개인적 이익을 취할 동기가 있는 경우<sup>45)</sup>로 한정하여 SEC의 Rule 10b-5 해석에 제동을 건다.<sup>46)</sup>

1980년대 경제 호황기에 M&A는 급증하고 내부자가 막대한 이익을 취득한다는 의혹을 받는다.<sup>47)</sup> 투자은행에서 근무한 Ivan Boesky는 M&A에 투자하여 300억 달러 규모 펀드를 운용하고 2억 달러 자산을 소유하여 미국의 부자 400위에 진입할 정도로 부를 축적하였으나 내부자거래로 인한 것임이 밝혀진다.<sup>48)49)</sup> 의회와 여론은 내부자거래에 대한 강력한 규제를 요구하였으나 내부자거래를 축소 해석하는 대법원의 태도는 공정한 증권시장 회복과 투자자 보호에 적절하지 않았다. SEC는 Rule 10b-5의 적극적 해석을 시도한다.

### III. 내부자거래의 성립 요건

#### 1. ‘내부자’ 조항의 부재

SEA §16는 회사의 이사·임원·10% 이상 주식을 소유한 주주에게 주요 거래 내역을 SEC에 보고하도록 하고, 단기매매차익(short swing profit) 반환 의무를 규정한다. 내부자거래에서 의미하는 내부자의 범위는 SEA §16보다 넓어 직원·정보수령자·가족 등이 모두 포함되고<sup>50)</sup> 지속 확대되고 있다.

내부자거래의 제재 근거는 수범자의 범위와 밀접한 관련이 있다. 내부자거래를 강

44) *ibid.*, p. 930.

45) the motive of the insider, on whether the “insider personally benefited, directly or indirectly, from his disclosure.”

46) SEC Historical Society, *op.cit.*

47) New York Times News(2016. 12. 6), “Timeline : A history of Insider Trading”.

48) CNBC News(2020. 11. 28), “Meet Ivan Boesky, the 1980s Wall Street titan who inspired Hollywood — and ended up in jail”.

49) 1987년 SEC에 내부자거래를 시인한다. 2년의 징역을 복역하고, 1억 달러의 벌금을 지불하고, 영구적으로 증권 거래가 금지되었다.

50) SEC Insider Trading Policy.

력히 제재하려는 SEC는 수범자의 범위를 확대하고자 할 것이고 SEC의 권한을 견제하는 경우<sup>51)</sup> 축소하고자 할 것이다.

우리나라는 1988. 1. 1. 시행 舊 증권거래법 제105조에서 내부자거래 금지 조항을 신설한다. 1991. 12. 31. 시행 舊 증권거래법 제188조의2에서 내부자거래 금지를 별도 조항으로 분리하고 내부자의 범위를 구체적으로 규정<sup>52)</sup>한 이래 현재 자본시장법 제174조에서 규정한다. 내부자의 범위가 명확하게 규정되어 법 조항 자체의 위헌성이 문제되지 않는 한 제재 범위의 논란이 없는 장점이 있다. SEC는 新 유형 내부자거래에 SEA §10(b) 및 Rule 10b-5를 해석하여 대응할 수 있으나 자본시장법은 내부자의 범위를 명확히 규정하여 新 유형 내부자거래에 대응이 어렵다는 단점이 있다.

## 2. 회사 내부자(Insider)의 책임

### 가. 정보소유이론(Knowing Possession Theory)

공개되지 않은 정보의 소유자<sup>53)</sup>는 정보를 공개하거나 거래를 회피할 의무가 있으므로 정보의 소유 자체가 책임의 근거라는 정보소유이론<sup>54)</sup>이 있다. 누구든지 시장에 공개되지 않은 정보를 소유하면 내부자거래의 제재 대상이다.

일반 투자자에게 공개되지 않은 정보를 지득하고 있고 정보를 지득한 상태에서 거래하면 정보에 기하여 거래하는 것으로 보기에 제재 범위가 무한정 확장될 수 있다. SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. 에서 정보소유이론이 수용되었으나 10년 후 Lewis F. Powell Jr. 대법관 등에 의하여 신인의무이론으로 대체된다.

51) 가령 Lewis F. Powell Jr. 대법관과 같은 경우를 의미한다.

52) 금융감독원(주 8), 앞의 책, pp. 46-47.

53) 내부자는 물론이고 모든 시장참가자를 포함한다.

54) 임재연(주 19), 앞의 책, p. 218.

## 나. 신인의무이론(Fiduciary Duty Theory)

정보의 소유자가 거래 상대방 혹은 회사나 주주에 신인의무를 부담하는 경우<sup>55)</sup>만 제재 대상으로 보는 것이 신인의무이론이다.<sup>56)</sup> 신인의무이론은 후술할 부정유용이론과 대비하여 전통적 이론(traditional theory, classical theory)으로도 지칭된다.<sup>57)</sup>

1) *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222 (1980)

A社가 B社에 대한 인수제안서(takeover bids)를 인쇄하기 위하여 *Pandick press*와 계약을 체결하였다. 인수제안서에 A社와 B社의 상호는 기재되지 않았으나, *Pandick Press*의 인쇄공 *Vincent Chiarella*는 B社의 상호를 추론하여 주식을 매수하였고 제안 사실의 공개 직후 주식을 매도하여 3만 달러의 이익을 획득한다.

연방항소법원은 *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*의 정보소유이론에 기초한 정보의 평등(parity of information)보다 덜 광범위한 정보 접근의 동등성(equality of access to information)에 근거하여 유죄를 선고하였으나 *Lewis F. Powell Jr.*가 주도한 대법원의 다수 의견은 이를 반박하며 내부자 범위를 축소한다.

연방대법원은 정보공개 의무는 믿음과 신뢰의 관계(relationship of trust and confidence)가 있는 경우 인정되는데 *Chiarella*는 A社·B社의 내부자도 아니고 B社로부터 기밀 정보를 획득한 것이 아니기에 신인의무를 부담하지 않는다고 하였다. 미공개 시장 정보를 단순히 소유(mere possession of nonpublic market information)하는 경우 SEA §10(b)를 적용할 수 없다는 것이다.

신인의무의 수범자는 전통적으로 회사의 이사·임원·지배주주 등이었으나 현재는 회사에 고용되었거나 관련된 자 중 중요정보를 인지한 자로 확대되었고, 일시적으로 업무상 관계가 있는 변호사·회계사·은행직원까지 확대되었다.

55) 최초에는 *Chiarella v. United States*에서 사용한 표현에 따라 믿음과 신뢰의 관계 이론(Relationship of Trust and Confidence Theory)으로 불렸으나, *Dirks v. SEC*에서 신인의무라는 표현을 사용한 이후 신인의무이론(Fiduciary Duty Theory)으로 불린다. 임재연(주 19), 앞의 책, pp. 221-222. 을 참고하였다.

56) 임재연(주 19), 앞의 책, p. 221.

57) *Karen Schoen* (1999). "Insider Trading : The "Possession Versues Use" Debate", *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 148, p. 243, 239-284.

## 2) 신인의무이론의 보완

미공개중요정보 이용은 회사 외부자에 의하여도 발생한다. 외부자가 접근이 허용된 정보에 대한 비밀유지의무(duty of confidentiality)를 위반하여 유용하면 규제 대상이라는 부정유용이론은 외부자의 미공개중요정보 이용을 방지한다.

부정유용이론은 통상적으로 외부자가 제한적 용도(업무 등)로만 접근 가능한 중요 정보를 거래에 사용함으로써 고용주에 대한 의무를 위반하거나 포괄적 접근이 가능한 중요정보를 고용주의 허가 없이 유용한 것을 의미한다.<sup>58)</sup> 부정유용이론은 외부자가 업무상 지득한 비밀 정보를 유용하여 거래를 한 경우를 제재하기 위한 이론으로 신인의무이론과 부정유용이론은 상호 보완적 기능을 한다.<sup>59)60)</sup>

## 3. 회사 외부자(Outsider)의 책임

외부자의 책임은 ① 정보 원천에 대한 의무를 위반하여 거래하거나 ② 전달자가 의무에 위반하여 취득한 정보를 수령하고 이를 이용해 거래하거나 ③ 신인의무가 없는 상태에서 사기적 수단 등을 사용하여 정보를 탈취하는 경우도 발생할 수 있다.<sup>61)</sup>

### 가. 공개매수의 내부자거래 금지

공개매수라는 특별한 상황에서는 공개매수에 대한 정보의 불평등을 이용한 거래를 방지하기 위하여 별도 규칙이 적용된다.<sup>62)</sup>

공개매수(tender offer)는 주주에게 주식을 특정 기간에 특정 가격으로 판매할 것을 권유하는 것으로 통상 시가보다 높은 가격을 제시한다. Rule 14e-3은 공개매수라는 특별한 상황의 내부자거래에 대응하는 수단이다.<sup>63)</sup> SEC는 Rule 14e-3을 회사

58) Stephen J. Crimmins(주 40), op.cit., p. 5.

59) Washington Legal Foundation Legal Pulse(2021. 9. 7), "SEC Takes a Crack at Expanding Misappropriation Theory to "Shadow" Insider Trading".

60) 연방항소법원이 United States v. Newman 664 F.2d 12(2d Cir. 1981) 에서 부정유용이론을 수용한 바 있으나, 연방대법원은 1984년에 부정유용이론을 수용하였다.

61) Stephen J. Crimmins(주 40), op.cit., p. 4.

62) 우리나라 자본시장법도 제174조 2항에서 공개매수에 대한 별도 규정을 둔다.

63) Jeff Lobb (1999). "SEC Rule 14e-3 in the Wake of United States v. O'Hagan:

내부자가 아닌 자가 공개매수와 관련된 정보를 공개하거나 거래를 단념하도록 규정할 것을 제안한다.<sup>64)65)</sup>

SEC는 연방대법원의 판결에 의해 Rule 14e-3의 실질적 의미가 결정될 것으로 보았다. 연방대법원이 SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. 와 같이 정보소유이론에 따라 판단하면 Chiarella는 정보를 공개하거나 거래를 단념해야 하므로 Rule 14e-3의 실질적 의미가 없다.<sup>66)</sup> Chiarella v. United States 에서 연방대법원이 믿음과 신뢰의 관계를 제시한 이후 Rule 14e-3은 실제적 의미를 가지게 된다. 신인의무를 요건으로 하지 않는 Rule 14e-3의 적법성에 대한 의문이 제기되었으나, SEC는 연방대법원이 SEA §14(e) 및 Rule 14e-3에 대한 SEC의 권한을 제한할 수 없다고 한다.<sup>67)</sup> 공개매수자가 매수를 위한 실질적 조치의 착수 이후 관련 중요정보를 소유한 사람의 매수 대상 회사 증권 거래를 금지하는 Rule 14e-3은 Chiarella의 사례와 일치한다.<sup>68)</sup>

United States v. O'hagan 에서 연방항소법원이 Rule 14e-3은 신인의무 위반을 요건으로 하지 않는 점 등을 근거로 SEC의 권한을 넘어선 위법한 규칙이라고 하였으나, 대법원은 SEC의 권한 범위에 속한다고 하였다.<sup>69)</sup>

## 나. 부정유용이론(Misappropriation Theory)

로펌 Dorsey and Whitney의 변호사 James O'Hagan이 고객 Grand Metropolitan PLC가 Pillsbury Company의 지분을 인수한다는 사실을 이용<sup>70)</sup>하여 증권을 매수하였다. 연방대법원은 United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642(1997) 에서 전통적 신

---

Proper Prophylactic Scope and the Future of Warehousing”, William & Mary Law Review, Vol. 40, p. 1858, 1853-1884.

64) Samuel N. Allen (1981). “The Scope of the Disclosure Duty under SEC Rule 14e-3”, Washington and Lee Law Review, Vol. 38, p. 1059, 1055-1073.

65) Chiarella v. United States 이전까지는 정보소유이론에 따라 정보의 소유 자체에서 규제 근거가 발생한다고 보았기 때문이다.

66) Samuel N. Allen(주 64), op.cit., p. 1059.

67) Ibid, p. 1060.

68) SEC Historical Society, op.cit.

69) Jeff Lobb(주 63), op.cit., p. 1859.

70) 자문에 관여하지 않았으나 점심 시간에 우연히 논의를 듣고 인수 가능성을 인지한다.

인의무이론에 따르던 내부자의 범위를 부정유용이론에 따라 일부 외부자로 확대하여 정보 원천에서 획득한 미공개중요정보를 바탕으로 믿음이나 신뢰를 위반하여 거래하는 것을 금지한다. 정보소유이론이나 신인의무이론에 비해 규제 범위가 확대된다.<sup>71)</sup>

#### 다. 정보수령자(Tippee)의 책임

우리나라 자본시장법은 제174조 미공개중요정보 이용과 제178조의2 시장질서 교란행위를 명확히 구분하여 2차 정보수령자는 미공개중요정보 이용 금지의무의 수범자가 아니며 공범이 성립하지도 않는다.<sup>72)</sup> 미국에서는 이를 구분하지 않는다.

내부자가 정보 전달 시 신인의무를 위반하였고, 정보수령자도 이를 알았거나 알아야 하면 정보의 공개 혹은 거래의 단념 의무를 부담한다.<sup>73)</sup> 1차 정보수령자에게서 정보를 획득한 원격 정보수령자(remote tippee)도 Rule 10b-5에 근거하여 규제된다. 원격 정보수령자는 정보가 신인의무를 위반하여 전달되었는지 여부를 알기 어렵다. 시시각각 변동하는 증권시장의 특성을 고려할 때 신인의무 위반 여부를 조사하도록 하는 것은 원격 정보수령자에게 과도한 의무를 부과하는 것이며 조사도 불가능하다. 원격 정보수령자가 신인의무를 위반하여 정보가 전달된 사실을 알았거나 알아야 하는지 증명도 어렵다.<sup>74)</sup>

##### 1) Dirks v. SEC, 463 U.S. 646 (1983)

보험회사에 대한 투자 분석 결과를 제공하는 회사의 임원 Raymond Dirks는 Equity Funding of America가 자산을 과다 계상하였다는 정황을 포착했고, 조사 과정에서 Equity Funding of America 주식을 보유한 투자자와 이를 논의한다. 투자자는 내부자 Raymond Dirks가 업무상 지득한 정보를 수령한 것이다.

71) SEC Historical Society, op.cit.

72) 대법원 2002. 1. 25. 선고 2000도90 판결; 1차 정보수령자가 정보를 수령하고 이를 막바로 이용하는 행위에 2차 정보수령자가 가담한 경우 공범이 성립할 수 있다. 1차 정보수령자의 거래가 전제된다. 대법원 2009. 12. 10. 선고 2008도6953 판결.

73) 정보수령자는 1차 수령자 이후의 원격 수령자까지 확대된다.

74) Austin J. Green (2017). "(Beyond) Family Ties: Remote Tippees in a Post-Salman Era", Fordham Law Review, Vol. 85, pp. 2798-2799, 2769-2802.

SEC는 내부자에게 정보를 수령한 누구든지 내부자의 의무를 승계(inherit)한다고 주장하였으나, 연방대법원은 내부자가 개인적 이익(personal benefit)을 취할 동기 등이 요구된다고 함으로써 범위를 축소한다. 동기는 내심의 의사로 혐의자가 자백하지 않으면 직접 증명하기 어렵고 외부에 나타난 사정을 통해 추단하는데 수사 기관에 비해 활용 가능한 수단이 제한적인 SEC의 조사에 어려움이 생긴 것이다.<sup>75)</sup>

## 2) 정보수령자 책임의 근거에 대한 논쟁

정보수령자는 회사에 신인의무를 부담하지 않으나 신인의무를 부담하는 정보전달자로부터 정보를 획득하므로 수령자의 책임은 전달자에서 유래한다. 전달자가 회사의 신뢰를 위반하여 개인적 이익을 위하여 정보를 전달했고, 수령자가 이를 알았거나 알았어야 하는 경우 정보를 이용하면 수령자도 제재 대상이다.

정보전달자가 정보제공의 대가<sup>76)</sup>를 받거나 친척이나 친구<sup>77)</sup>에게 선물(gift)로 정보를 제공하면 개인적 이익이 있는 것으로 볼 수 있다.<sup>78)</sup>

United States v. Newman, No. 13-1837 (2d Cir. 2014) 에서 연방항소법원은 친구나 친척에게 선물로 정보를 제공한 경우도 잠재적인 금전적 이익 혹은 그에 상응하는 이익이 증명되어야 한다고 하여 Dirks v. SEC 에서 잠시 이탈하였으나<sup>79)</sup> Salman v. United States, 580 U.S. (2016) 에서 연방대법원은 친구나 친척에게 정보를 제공하면 개인적 이익을 추단할 수 있다고 하여 Dirk v. SEC 를 재확인한다.<sup>80)</sup>

United States v. Blaszczak, No. 18-2811 (2d Cir. 2019) 에서 검사는 기관의 비

75) SEC Historical Society, op.cit.

76) Newman v. United States 에서 대가는 객관적·결과적이며 최소한 금전적이거나 이에 상응하는 이익(exchange that is objective, consequential, and represents at least a potential gain of a pecuniary or similarly valuable nature)이어야 한다고 한다. 'Jon Eisenberg (2017). "Insider Trading Law After Salman", Harvard Law School Forum on Corporate Governance' 의 내용을 참고하였다.

77) Dirks v. SEC 이후 지인(acquaintance)은 friend로 인정될 수 있었으나 Newman v. United States 에서 특별히 밀접한 관계(meaningfully close personal relationship)라고 하였으며, 일상적 혹은 사교적(casual or social) 관계로는 충분하지 않다고 하였다. Jon Eisenberg(주 76) 을 참고하였다.

78) Stephen J. Crimmins(주 40), op.cit., p. 6.

79) 다만, 연방대법원이 Dirks v. SEC 에서 이탈한 것은 아니다.

80) Jon Eisenberg(주 76), op.cit.



밀 정보를 컨설턴트에 유출하여 헤지펀드에 전달되게 한 메디케어&메디케이드 서비스 센터 직원을 SEA §10(b)과 Code Title 18 §1343(wire fraud)·§1348(securities fraud)로 기소하고 연방항소법원은 Code Title 18은 개인적 이익을 증명할 필요가 없다고 판시한다. SEA가 개인적 이익을 위한 내부 정보 이용을 억제하여 시장의 자유로운 정보의 흐름을 촉진하기 위해 제정된 것이라면 Code Title 18의 사기는 횡령(embezzlement)에서 유래한 것이고, 의무 위반이나 개인적 이익의 취득과 무관하게 성립한다고 하여 요건을 완화한 것이다.

SEC는 Code Title 18에 따른 제재를 청구할 권한이 없다. 형사소송은 합리적 의심을 배제(beyond the reasonable doubt)할 엄격한 증거가 요구되지만 정보전달자의 개인적 이익을 증명할 필요는 없다. SEC가 수행하는 민사소송은 증거의 우월성(preponderance of evidence)으로 충분하지만 개인적 이익을 증명해야 하므로 민사 제재가 난해한 모순적 결과로 이어질 수 있다.<sup>81)</sup>

이는 연방대법원이 판결을 파기하고 연방항소법원으로 환송하며 좌절된다.<sup>82)</sup>

## 라. 사기적 수단의 사용

우크라이나 해커 Oleksandr Ieremenko가 사기적 해킹 기술(deceptive hacking technique)를 이용하여 EDGAR<sup>83)</sup>에 접속하여 공개되지 않은 수익 정보를 추출하여 정보가 공개될 때까지 6명의 개인 투자자와 2개의 기관 투자자와 함께 미공개 상태 정보를 거래에 이용하였다. 최소 157개 수익 정보를 확인하여 410만 달러 이익을 취득하였다.<sup>84)</sup> SEC와 연방항소법원은 수익 정보의 공개 전 이를 해킹하여 그 정보에 기해 거래한 경우 내부자거래로 제재할 수 있다고 하였다. 신인의무이론<sup>85)</sup>이나 부정

81) Cleary Gottlieb Article(2020. 1. 13), "Second Circuit: Criminal Fraud Statutes Do Not Require Prosecutors to Show that Tipsters in Insider-Trading Cases Received a "Personal Benefit"".

82) Blaszczak v. United States, 2021 WL 78043 (Jan. 11, 2021).

83) Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval system으로 SEC가 운영하는 공시 시스템이다. 우리나라의 금융감독원 DART 시스템과 유사하다.

84) SEC Press Release(2019. 1. 15), "SEC Brings Charges in EDGAR Hacking Case".

85) 해커가 회사와 신인의무를 부담한다고 보기는 어렵다.

유용이론<sup>86)</sup>에 따르면 제재할 수 없으나 해커가 사기적 수단을 사용한 경우 포괄적 사기금지 조항을 적용할 수 있다. 해커가 단지 허가되지 않은 접근 권한을 획득하기 위해 시스템의 약점을 이용하였다면 사기적 수단이라 볼 수는 없고, 무엇이 사기적 수단인지 파악하는 것이 핵심이다.

### 마. 내부자 범위의 지속적 확대 시도

SEC는 내부자거래 규제 대상을 지속적으로 확대하는 시도를 한다. SEA §10(b) 및 Rule 10b-5의 포괄적 사기금지 조항으로 내부자거래를 규제하기 때문에 新 유형 증권사기에 탄력적인 대응이 가능하다. SEA 제정 당시 포괄적 사기금지 조항의 취지가 명시되지 않은 증권사기에 대한 대응이 가능하도록 함에 있었기에 내부자 범위를 지속 확대하는 SEC의 태도는 타인이 접근할 수 없는 정보에 접근하는 자는 언제든지 내부자에 포함될 수 있다는 강력한 경고를 하여 거래를 주저하게 하는 효과가 있다. 잠재적 내부자가 거래가 불법으로 판단될 수 있다고 생각하면 거래를 단념하게 되어 공정한 시장이 조성될 것이다.

제약 회사 Pfizer가 종양 치료 연구를 하는 바이오 제약 회사 Medivation을 인수한다는 정보를 지득한 Medivation의 사업개발 담당 부서장 Matthew Panuwat은 경제적으로 관련된(economically linked) 회사 Incyte의 주식을 매수하였다. 투자은행은 Medivation과 Incyte를 비교하였고 그는 Medivation이 Pfizer에 인수되면 Incyte의 주가가 상승할 것이라 판단하였다. Medivation이 Pfizer에 인수된다는 발표 직후 Incyte의 주가는 8% 상승하였고, Matthew Panuwat은 11만 달러의 이익을 획득하였다. Medivation의 내부자거래 정책은 Matthew Panuwat이 업무 수행 중 지득한 정보에 기하여 어떠한 상장회사의 주식도 거래할 수 없도록 규정하였다.<sup>87)</sup> SEC는 부정유용이론을 확대하여<sup>88)</sup> 내부자가 업무상 지득한 정보에 기하여 다른 회사의 주식

86) 해커가 정보에 대한 비밀유지의무를 부담한다고 보기는 어렵다.

87) SEC Press Release(2021. 8. 17), "SEC Charges Biopharmaceutical Company Employee with Insider Trading".

88) Thomson Reuters(2021. 10. 1), "SEC aggressiveness casts a shadow over corporate insiders".

을 거래한 경우도 SEA §10(b) 및 Rule 10b-5 위반에 해당한다고 판단한다.

신인의무이론에 따라 내부자를, 정보유용이론에 따라 외부자를 규제하며 증권시장의 복잡화 및 정보기술의 발달 등으로 발생하는 新 유형 증권사기는 내부자거래의 범위를 확장하는 방식으로 대응한다.

#### 4. 정보의 중요성(Materiality)

내부자거래가 성립하려면 위반자가 중요정보(material information)를 이용해야 한다. 1960년대 후반까지는 내부자거래의 제재 정당성을, 이후는 내부자거래의 제재 근거(내부자의 범위)를 중심으로 논의가 이루어져 중요성에 대한 논의는 비교적 적다. 중요성은 합리적 투자자(reasonable investor)를 기준으로 주가를 변동시킬 수 있는지 여부 등을 판단하는 것으로 보인다.

투자자는 대부분 시세차익을 취득하기 위해 주식을 거래한다. 중요한 정보로 인정되려면 주가나 투자자의 투자 판단에 영향을 미칠 수 있어야 한다. 그 정보가 결정적 요소일 필요는 없고 투자자에게 중요한 의미를 가지는 것이면 충분하다. 수익의 증대한 변화·유상증자·기업의 인수합병·인허가·특허 등록·당국의 조사·중대한 분쟁의 발생·임원의 변경·새로운 제품의 출시·중요 거래처의 변동 등을 의미한다.<sup>89)</sup>

중요성에 대한 명확한 기준은 없다. SEC는 특정 정보를 중요하다고 느낀다면 아마도 그럴 가능성이 높다고 하며 그 정보의 중요성을 확신할 수 없으면 긴급적 정보가 공개될 때까지 거래를 하지 않는 것이 타당하다고 밝히고 있다. 정보의 중요성을 판단할 권한은 SEC와 법원에 있기 때문이다.<sup>90)</sup>

특정 정보를 ① 합리적 투자자가 투자 결정에 고려할 것 ② 공개 시 일반 투자자가 이용 가능한 정보의 총합(total mix)에 전반적 변동을 가져오는 것으로 볼 수 있는 상당한 개연성(substantial likelihood)이 있을 때 중요성이 인정된다.<sup>91)</sup>

89) SEC Insider Trading Policy.

90) 2013 Insider trading policy.

91) Joan MacLeod Hemingway (2012). "Just Do It! Specific Rulemaking on Materiality Guidance in Insider Trading", Louisiana Law Review, Vol. 72, p. 1008, 999-1054.

SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. 에서 연방항소법원은 광물의 매장량, 실제 개발 여부 등 정보가 확정되지 않았어도 중요성은 사건 발생의 개연성(probability)과 중요성(magnitude)을 회사의 전체적 활동(totality of the company activity)을 고려하여 판단한다고 하였다.

합리적 사람(reasonable man)이 결정할 때 중요성을 부여(attach importance)하는지 여부에 따라 판단하며, 주가에 영향을 미치는지를 기준으로 한다.

1976년 연방대법원은 TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438 (1976) 에서 누락 사실(omitted fact)이 공개되는 경우 합리적 투자자에게 이용 가능한 정보(information made available)의 총합이 바뀌어야 할 상당한 개연성이 있어야 한다<sup>92)</sup>고 한다. 연방대법원이 검토한 일부 하급심은 합리적 주주가 중요하다고 고려할 수 있는 모든 정보<sup>93)</sup>를 의미한다는 기준을 설정하였고 일부 하급심은 합리적 사람이 결정을 함에 있어 허위 표시 혹은 누락 사실에 중요성을 부여하는지 여부<sup>94)</sup>를 기준으로 하였다.

Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224, 238 (1988) 도 중요성은 합리적 투자자가 은닉되거나 허위 표시된 정보(withheld or misrepresented information)에 의미(significance)를 부여하는지 여부에 따라 판단한다고 하였다.<sup>95)</sup>

TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., Basic Inc. v. Levinson 는 중요성의 판단 기준을 제시하였으나 현실에 적용하기에 모호한 부분이 많다. 합리적 투자자나 정보의 총합과 같은 내용은 구체적 사실 관계에 의존하여 판단해야 하므로 중요성의 명확한 정의를 내리는 것은 어렵다.<sup>96)</sup> 모호한 기준을 제시하는 것이 때로는 타당할 수 있

92) An omitted fact is material if there is a substantial likelihood that a reasonable shareholder would consider it important in deciding how to vote... Put another way, there must be a substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the "total mix" of information made available.

93) all facts which a reasonable shareholder might consider important.

94) whether a reasonable man would attach importance to the fact misrepresented or omitted in determining his course of action.

95) Mark J. Loewenstein (2018). "Thinking Fast and Slow About the Concept of Materiality", Colorado Law Scholar Commons, Vol. 71, p. 856, 853-868.

96) Joan MacLeod Hemingway (2003). "Materiality Guidance in the Context of

는데 잠재적으로 내부자거래를 시도하려는 자에게 명확한 기준을 제시하면 내부 정보를 활용한 거래가 증가하여 증권시장의 공정성을 해칠 수 있다. 기준이 지나치게 엄격하면 내부자의 책임이 대부분 인정되지 않을 것이고, 기준이 지나치게 완화되면 회사는 과도한 양의 정보를 공개하여 가치 있는 정보를 선별하기 어려울 것이다.<sup>97)</sup>

중요성은 법에 명시할 수 없다. 우리나라 자본시장법도 ‘투자자의 투자 판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보’로 규정한다. 법원은 합리적 투자자가 유가증권의 매수·보유·처분을 결정하는데 중요한 가치가 있는 정보를 의미한다고 판시한다. 일반 투자자가 안다고 가정하면 유가증권 가격에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사실이다.<sup>98)</sup> 중요한 정보의 종류를 구체적으로 열거하면 오히려 여기에 포함되지 않는 정보는 모두 내부자가 이용해도 된다는 것을 확인하는 것이 된다. 그렇다고 모든 상황을 예측하여 미리 중요한 정보를 예외 없이 나열하기도 어렵다. 내부자 스스로 중요할 수 있다고 판단하는 정보는 실제 중요할 수 있다고 우려하여 불공정하다고 판단되는 거래는 단념하도록 일종의 모호성을 유지하는 것이 타당하다.

## 5. 정보의 미공개성(Non-Publicity)

중요정보 생성 후 공개까지 내부자는 그 정보에 기하여 주식을 거래해서는 안 된다. 투자자가 정보를 검토할 시간이 필요하므로 정보가 공개되고 일정 시간 경과 후 미공개성이 해소된다. 보편적 전파 수단(연차보고서·사업설명서·언론보도·홍보자료·경제지 등)을 통해서 정보가 시장에 전파(calculated to reach the securities marketplace through recognized channels of distribution)되고, 투자자가 정보를 검토할 합리적 시간(a reasonable period of time to react to the information)이 요구된다. 공개 방식과 경과 시간에 대해서 법률에 규정되지 않았으나 언론에 보도되거나, SEC에 보고된 후 2 영업일(business day)이 경과한 이후라고 본다.<sup>99)</sup>

Insider Trading: A Call for Action”, American University Law Review, Vol. 52, pp. 1152-1153, 1131-1212.

97) Ibid., p. 1154.

98) 대법원 2017. 1. 12. 선고 2016도10313 판결 등.

99) SEC Insider Trading Policy.

우리나라 자본시장법은 시행령 제201조에서 정보의 미공개성 해소를 위한 구체적 요건을 규정한다. 정보통신의 발달로 투자자들이 신속하게 정보를 획득할 수 있기에 2 영업일이 경과하기까지 거래를 금지하는 것은 타당하지 않다. 정보의 미공개성 해소는 우리나라 자본시장법이 선진적으로 보인다.

## 6. 정보의 이용 : 내부 정보에 기한(on the basis of) 거래

내부자가 거래 시점에 정보를 지득(was aware of)하고 있었다면 Rule 10b5-1에 의하여 정보에 기해(on the basis of) 거래한 것으로 추정되고, 내부자가 적극 항변(affirmative defense)하여야 한다. Rule 10b5-1(b), (c)의 사전거래계획을 제출하는 경우 제출 시점에 내부 정보를 보유하지 않았다면, 거래 시점에 내부 정보를 지득하더라도 내부자거래로 보지 않는다.<sup>100)</sup> 사전적으로 거래계획을 신고할 수 있는 제도가 있음에도 신고하지 않고 거래하면 내부자거래로 판단될 가능성이 높다.

사전거래계획에 따른 거래는 ① 계획 제출 당시 내부자가 정보를 소유하지 않아야 하며 ② 거래 수량·가격·일시를 명시하거나 결정할 방식(공식·알고리즘·프로그램)을 제시하거나, 내부자정보가 없는 제3자에게 전적으로 위탁하거나 ③ 계획에 따라 실제 거래가 이루어져야 하며, 수정되거나 취소되어서는 안 된다.<sup>101)</sup>

내부자가 정보를 이용하지 않았더라도 주식을 지속 거래하면 증권시장의 공정성에 대한 신뢰가 저하될 수 있다. 우리나라도 내부자의 사전거래계획 제도를 도입하여 사전거래계획에 따르지 않은 거래라면 정보를 이용하지 않은 사실을 내부자가 증명하도록 해야 한다. 주식을 매수한 내부자가 주가가 상승하면 주식을 매도하고자 할 수 있는데, 사전거래계획을 제출하여 매수 가격보다 일정 수준 상승하면 자동적으로 매도하고 반대로 주가가 하락해도 매도하지 못하게 하는 것이다.

100) 김갑래 (2019). “미국 주요주주 등의 내부자거래 사전신고 제도의 시사점”, 자본시장포커스 2019-11호, p. 2.

101) 2013 SEC Insider Trading Policy.

#### IV. 내부자거래 금지의 성문화 시도

미국 의회는 내부자거래 법리를 성문화하기 위한 시도를 하고 있다. 2021. 5. 18. 하원(House of Representatives)을 통과하고, 현재 상원(Congress) 은행·주택·도시 문제 위원회(Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs)에 계류 중이다.<sup>102)</sup> 이는 형성된 법리를 성문화하는 것이다.<sup>103)</sup> 116대 상원에서 임기 만료로 폐기되었으나 민주당이 다수인 117대 상원에서는 통과가 기대된다.

중요성을 주가에 영향을 주거나 줄 것으로 예상되는 것<sup>104)</sup>으로 규정하고, 절도(theft), 뇌물(bribery), 허위 표시(misrepresentation), 비밀 정보 획득(espionage), 컴퓨터 데이터(computer data)·지적재산권(intellectual property)·사생활(privacy) 관련 연방법 위반 방식의 정보 취득, 변환(conversion), 유용(misappropriation), 승인되지 않고 사기적 방법의 탈취(unauthorized and deceptive taking of such information) 등 新 유형 내부자거래를 포함하는 포괄적 금지를 규정한다.

disclose or abstain rule의 발생 근거를 신인의무 위반(a breach of any fiduciary duty), 기밀 유지 합의 위반(a breach of a confidentiality agreement), 계약 위반(a breach of contract), 행동 강령 혹은 윤리 정책 위반(a breach of any code of conduct or ethics policy), 개인적 이익(a direct or indirect personal benefit)을 위하여 믿음과 신뢰의 관계(relationship of trust and confidence)를 위반한 행위 등을 포함하여 정의한다. 정보수령자의 개인적 이익은 재산상 이익(pecuniary gain)·평판상 이익(reputational benefit)·친척이나 친구에 대한 정보 제공(a gift of confidential information to a trading relative or friend)으로 정의하여 친척이나 친구에게 정보를 제공한 경우 개인적 이익이 있는 것으로 인정<sup>105)</sup>한다.

우리나라 자본시장법은 舊 증권거래법부터 내부자의 범위를 구체적으로 명시하였

102) H.R.2655 - Insider Trading Prohibition Act.

103) Reuters news(2021. 5. 19), "U.S. House passes insider trading bill".

104) from whatever source, that has, or would reasonably be expected to have, a material effect on the market price of any such security, security-based swap, or security-based swap agreement.

105) Dirks v. SEC 의 내용을 성문화 한 것이다.

다. 명시된 내부자의 범위를 넘어서는 규제할 수 없었고, 정보의 2차 수령자 등의 제재를 위해 시장질서 교란행위를 도입해야 했다. 내부자거래 금지법은 형성된 모든 법리를 성문화하기에 현재 시점에서 법적 공백은 없어 보인다. 성문법이 제정되면 연방 대법원에 의한 규제 범위 축소가 불가능하지만 예상하지 못한 고도화된 新 유형 증권사기가 등장할 수 있기에 성문화가 오히려 법리 확장을 저해하는 요소가 될 수 있다.

## V. 결론

보통법 체계에 기초를 두고 있는 미국은 대면거래에서 내부자거래를 제한하는 법리를 형성하고 있었으나 SEA §10(b) 및 Rule 10b-5를 통하여 공개시장 비대면거래의 내부자거래 법리를 발달시킨다. 증권시장이 선진화되고 증권거래소를 통한 거래가 증가하면서 시장의 건전성과 공정성을 위해 내부자거래 규제는 필수적이다.

1968년 SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. 에서 공개시장의 내부자거래가 증권사기로 인정된 이래 50년 동안 내부자거래 법리는 지속 발달하여 오늘날 대표적 증권사기 유형으로 인정되고 있다. 회사 내부자 규제에 중점을 두는 신인의무이론과 회사 외부자 규제에 중점을 두는 정보유용이론을 통해 내부자 범위의 큰 틀이 형성되었고, 新 유형 내부자거래에 대하여 SEC는 내부자거래 법리를 적극 확대하여 적용하려는 태도를 보이기도 한다.

현재의 내부자거래 법리는 의회가 아니라 법원에 의하여 형성된 것으로, 본 연구는 보통법에 기반한 1909년의 Strong v. Repide 부터 2022년 내부자거래 금지법을 통한 성문화 시도까지 법리 형성 과정을 고찰하였다.

우리나라 자본시장법도 미공개중요정보 이용을 규제하고 있으나 성문법을 통해 규제한다는 점에서 미국의 내부자거래 법리와 차이가 있다. 이러한 차이는 본질적으로 성문법 체계와 판례법 체계의 차이로 보인다. 우리나라는 의회의 주도로 법리가 형성되고 미국은 SEC와 연방법원의 주도로 법리가 형성된다. 내부자거래의 요건 중 중요성과 관련해서는 자본시장법과 미국의 내부자거래 법리 모두 주가에 중대한 영향을



미칠 수 있는 것으로 정의하여 모호성을 유지하는데 잠재적 위반자에게 일종의 가이드라인을 부여하지 않는다는 측면에서 타당하다. 미공개성은 자본시장법이 미공개성이 해소되는 시점과 방법을 명확히 하므로 선진적으로 보인다. 문제는 내부자의 범위이다. 미국은 포괄적 사기금지 조항을 근거로 내부자거래를 제재하고 있으며 이는 新 유형 증권사기에 대한 대응을 용이하게 한다. 자본시장법은 내부자의 범위를 명확히 한정하고 있어서 내부자 범위에 논란의 여지는 없으나 새로운 법리 형성 과정에서 금융당국과 법원의 역할이 제한적이다. 실제로 내부자거래를 조사·제재하는 기관에서 발견한 新 유형 내부자거래에 대한 적시성 있는 대응이 어렵다는 문제가 있다. 미국과 같이 내부자의 범위를 전적으로 금융당국과 법원의 해석에 맡길 수는 없더라도 최소한 내부자거래 법리를 참고하여 내부자의 범위를 확대할 필요성이 있다고 보인다. 시장의 신뢰를 확보하고 내부자가 오해를 받지 않고 주식을 매매할 수 있도록 사전거래계획 등의 도입이 필요하다.

전세계 증권시장의 시가 총액은 66조 달러이고 미국의 증권시장의 시가 총액은 40조 달러로 60% 정도를 차지한다.<sup>106)</sup> 증권사기의 규모도 상당할 수 밖에 없고 공정한 시장을 유지하고자 하는 미국 정부와 의회의 의지도 강력하다. 미국의 내부자거래 법리는 독보적 증권시장을 자랑하는 미국의 자본시장을 감시하는 SEC와 연방법원의 노력의 집약체이다. 미국에서 시행착오를 통해 형성한 법리를 타산지석(他山之石)으로 삼아 참고한다면 증권시장 발전에 활용할 수 있으리라 본다.

내부자거래는 자본시장의 공정성을 훼손하는 중대한 범죄로 혐의의 제기만으로도 투자자의 신뢰를 잃는다. 특히 외국인 투자자는 내부자거래에 민감하게 반응하여 혐의가 있는 기업에 투자하지 않으려 한다.<sup>107)</sup> 전세계가 자국의 주식시장에 외국인의 투자를 유치하려 하는 무한경쟁 시대에서 우리나라 자본시장에 대한 신뢰를 훼손하는 행위는 반사회적 중대 범죄이다.

2달 전 치뤄진 20대 대통령 선거의 주요 후보자 모두 자본시장의 공정성 회복에 많은 관심을 가지고 있고 ‘동학개미’의 보호를 위한 공약을 발표하였다.<sup>108)</sup> 이제 새

106) 한경 증권(2021. 7. 30), “원톱 굳히는 미국 증시…시가총액 글로벌 비중 60% 육박”.

107) 한경 증권(2022. 2. 7), “[단독] ‘내부자거래 수렁 빠진 에코프러비엄…이동채 회장 사퇴할 듯’.

108) 연합뉴스(2021. 12. 27), “‘동학개미 잡아라’…이재명·윤석열, 자본시장 공약 경쟁”.

로운 정부가 출범하며, '동학개미' 보호를 위한 제도 개선에 착수할 것이다. 자본시장의 발전을 위하여는 공정성을 회복하여 투자자에게 신뢰를 주어야 한다. 대표적 불공정거래인 내부자거래 제재의 강화를 위해서 여러 나라의 사례를 참고하게 될 것이며, 특히 미국의 사례는 중요하게 고려될 것이다.

## 참고문헌

- 금융감독원 (2018), “**자본시장 불공정거래 조사 30년사**”, 금융감독원 조사기획국.  
 (Translated in English) Financial Supervisory Service (2018). 30 Years of Investigation on Unfair Trade in the Capital Market, Financial Supervisory Service Capital Market Investigation Planning Department.
- 김갑래 (2019), “미국 주요주주 등의 내부자거래 사전신고 제도의 시사점”, **자본시장 포커스**, 2019-11호.  
 (Translated in English) Kim, K. (2019). “Implications of the US Regulation Regarding Insider’s Trading Plan and Filing”, *Capital Market Focus*, 2019-11.
- 두호철 (2010), “내부자거래 관련 주요 판례의 동향 및 자본시장법상 미공개중요정보 이용행위 금지규정”, **일감 부동산법학**, 5호, pp. 139-165.  
 (Translated in English) Doo, H. (2010). “A Study on Case Related Insider Trading and Prohibition on Use of Material Non-public Information Under Financial Investment Service and Capital Market Act”, *Ilkam Real Estate Law Review*, 5:139-165.
- 임재연 (2021), “**자본시장법과 불공정거래**”, 박영사.  
 (Translated in English) Lee, J. (2021). Capital Market Law and Unfair Trade, Pakyoungsa.
- 장근영 (2018), “미공개정보의 인식과 이용 및 사전거래계획”, **증권법연구**, 19권 2호, pp. 101-133.  
 (Translated in English) Chang, K. (2018). “Awareness and Use of Material Nonpublic Information and Pre-arranged Trading Plans”, *The Korean Journal of Securities Law*, 19(2):101-133.

- Adam, C. (2003). "Justice Lewis F. Powell, Jr. and the Counterrevolution in the Federal Securities Laws", *Duke Law Journal*, 52:841-949.
- Austin, J. (2017). "(Beyond) Family Ties: Remote Tippees in a Post-Salman Era", *Fordham Law Review*, 85:2769-2802.
- Barbara, A. (1988). "State Regulation of Insider Trading-A Timely Resurgence?", *Ohio State Law Journal*, 49:393-416.
- Jeff, L. (1999). "SEC Rule 14e-3 in the Wake of United States v. O'Hagan: Proper Prophylactic Scope and the Future of Warehousing", *William & Mary Law Review*, 40:1853-1884.
- John, P. (2018). "Early Development of Insider Trading Law in the United States, Insider Trading : Law, Ethics and Reform", Cambridge University Press.
- Joan, M. (2003). "Materiality Guidance in the Context of Insider Trading: A Call for Action", *American University Law Review*, 52:1131-1212.
- \_\_\_\_\_ (2012). "Just Do It! Specific Rulemaking on Materiality Guidance in Insider Trading", *Louisiana Law Review*, 72:999-1054.
- Jon, E. (2017). "Insider Trading Law After Salman", Harvard Law School Forum on Corporate Governance.
- Karen, S. (1999). "Insider Trading : The "Possession Versues Use" Debate", *University of Pennsylvania Law Review*, 148:239-284.
- Lisa, M. (2018). "From Equality to Duty : On Altering the Reach, Impact, and Meaning of the Texas Gulf Legacy", *SMU Law Review*, 71:729-748.
- Manning, G. (2018). "A Birthday Toast To Texas Gulf Sulphur", *SMU Law Review*, 71:987-998.
- Marc, I. (2018). "Texas Gulf Sulphur at Fifty - A contemporary and Historical Perspective", *SMU Law Review*, 71:625-641.

- Margaret, C. (1998). "The Adquacy and Efficacy of Civil Remedies for Insider Trading : A Comparative Critique", *Singapore Journal of Legal Studies*, 1998:331-375.
- Mark, J. and William, K.S. (2005). "The Corporation as Insider Trader", *Delaware Journal of Corporate Law*, 30:45-78.
- Mark, J. (2018). "Thinking Fast and Slow About the Concept of Materiality", *Colorado Law Scholar Commons*, 71:853-868.
- Michael, A. (2019). "The Lost History of Insider Trading", *University of Illinois Law Review*, 2019:951-1004.
- Richard, J. (1982). "The Insider Trading Rule After Chiarella : Are They Consistent with Statutory Policy?", *Hastings Law Journal*, 33:1407-1439.
- Samuel, N. (1981). "The Scope of the Disclosure Duty under SEC Rule 14e-3", *Washington and Lee Law Review*, 38:1055-1073.
- SEC Speech (1998). "Speech by SEC Staff: Insider Traidng - A U.S. Perspective", (9. 19).
- \_\_\_\_ Press Release (2019). "SEC Brings Charges in EDGAR Hacking Case", (1. 15).
- \_\_\_\_ (2021a). "SEC Charges Biopharmaceutical Company Employee with Insider Trading", (8. 17).
- \_\_\_\_ (2021b). "SEC Announces Enforcement Results for FY 2021", (11. 18).
- SEC Historical Society, "Fair To All People : The SEC and the Regulation of Insider Trading".
- Stephen, J. (2021). "Chapter 14. Insider Trading Investigations - SEC Compliance and Enforcement Answer Book", Practising Law Institute.
- Thomas, L. (1982). "Corporate Insider Trading : Reawakening The Common Law", *Washington Law Review*, 39:845-860.

Todd, A. (1984). "Insider Trading at Common Law", *University of Chicago Law Review*, 51:838-867.

Wendy, G. (2018). "Texas Gulf Sulphur : A Case Study on Responding to Market Rumors", *SMU Law Review*, 71:675-695.

## Abstract

The jurisprudence of insider trading law in the United States is established through the interpretation by the Securities and Exchange Commission(hereinafter referred to as 'SEC') on §10(b) of the Securities Exchange Act of 1934 and Rule 10b-5 confirmed by the court decision.

The United States Court of Appeals' decision on the SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. declared insider trading a securities fraud in 1968. The Supreme Court's decision on the Chiarella v. the United States, Dirks v. SEC, and the United States v. O'Hagan further developed the jurisprudence of insider trading law. The SEC continues to expand the legal principles of insider trading to respond to new types of insider trading.

As of May 2022, the Insider Trading Prohibition Act is pending in the United States Congress to codify insider trading laws.

I believe that United States legal principles of insider trading are worthy of reference to restore fairness in the Korean capital market.

※ **Key words:** Securities Fraud, Insider Trading, Non-Face-to-Face Transactions, Duty to Disclose, Fiduciary Duty Theory, Misappropriation Theory, Anti-Fraud Provisions, Insider Trading Prohibition Act, Unfair Securities Trading, Securities Exchange Act of 1934

