

이 研究는 1992年度 韓國海洋大學校
學術振興會의 支援에 의하여 遂行된 研究 結果임.

株式의 不公正去來에 관한 規制

黃 鉦 源 *

Regulation on the unfair transaction of stock

HWANG JEONG WEON

제 1. 證券市場의 不公正去來行爲

1. 證券投資와 證券市場

우리사회에서도 여유자금 활용방법의 하나로서 證券投資는 이제 상식화되어 있고, 證券去來所에는 상당한 규모의 株式會社가 거의 다 上場되어있으며, 證券去來所를 통하여 이들 上場企業들은 企業資金의 상당부분을 조달하고 있는 실정이다¹⁾. 證券去來市場이 活況이 되면 상장기업에 운영자금이 원활하게 공급되는 반면, 市場이 沈

* 韓國海洋大學校 社會科學大學 海士法學科 副教授

1) 1992년말 현재로 상장기업의 수는 688개였으며, 1993년 7월 16일 현재는 692개로 증가하였다. 결국 금년 상반기에 상장된 회사가 4개회사에 불과하다는 사실은 증권시장이 침체되었다는 점도 있으나 실은 대부분의 적격기업이 이미 상장되어 있다는 이야기도 된다.

滯되면 그것이 바로 대부분의 국내기업에 자금압박을 초래하는 것을 볼수있다. 이와 같이 證券去來所는 일반투자자의 證券去來를 통하여 株式人口의 저변확대에 기여함과 동시에 上場株式會社의 資金調達에도 큰 몫을 담당하고있다. 따라서 주식회사제도의 건전한 발전을 위하여는 기업자금의 중요한 조달창구인 證券市場에서 항상 활발한 증권거래가 이루어져야 하고, 상장기업은 필요한 경우에는 언제든지 增資를 위한 新株發行이나 會社債發行을 통하여 자금을 조달할 수 있어야한다.

이와같이 상장기업의 원활한 자금조달을 제도적으로 保障하기 위하여는 먼저 一般投資者가 안심하고 증권에 투자할수 있는 여건을 조성할 필요가 있다. 즉 公正한 價格으로 公正하게 證券이 매매되는 신뢰받는 證券市場制度의 確立이 선결조건이다. 이러한 필요에 따라 證券去來法은 제71조제1항에 「유가증권의 公正한 價格의 形成과 安定 및 그 流通의 원활을 기하기 위하여 韓國證券去來所를 설립한다」고 하는 규정을 두고 이를 근거로 有價證券去來所市場을 開設하여 運營하고 있다. 이 證券去來所市場은 법정자격을 갖춘 會員만이 증권매매에 參與할 수 있는 會員組織으로 되어있어서, 會員인 證券會社들만이 去來員이 될수 있을 뿐만 아니라, 거래소는 공시된 手數料를 받는 한편 거래원간의 공정한 매매활동을 위하여 競賣市場형태를 갖추고있다. 따라서 일종의 準政府機關으로서 公共市場의 성격이 매우 강하다. 一般投資者는 증권회사를 통하여 委託賣買방식으로 이 증권거래소를 이용하여 증권을 매매하고 있다.

증권시장으로는 이 거래소시장 이외에 場外市場이 있다. 증권거래소에 상장하지 못한 中小주식회사중 등록법인이 발행한 유가증권거래를 장려하여 中小企業의 자금조달을 용이하게 하고자, 증권거래법은 제10장 補則 제194조에 場外去來에 관한 규정을 두고 있다. 이 규정에 따라 증권관리위원회는 장외시장의 개설 및 운영에 필요한 各種의 規程을 두고있으며, 「중소기업등의 株式場外去來에 관한 規程」은 증권거래법 제3조에 따라 證券管理委員會에 登錄한 登錄法人이 발행한 주권의 場外去來에 관한 사항을 정하고 있다. 이 장외시장의 규모는 점점 확장되고 있는 추세이나, 非

上場된 登錄有價證券의 公正·원활한 賣買去來를 보장하는 제도적 裝置가 完備되지 않는 한 장외시장의 활성화는 어려울 것으로 보인다.

2. 公開된 競爭賣買와 公正價格의 形成

증권거래소는 투자자가 安心하고 거래에 참여할 수 있는 投資與件을 조성하여 증권거래의 활성화를 도모할 필요가 있고, 이를 위해서는 무엇보다도 證券市場의 公正去來秩序를 확립하여 證券投資者의 利益을 보호하는 것이 급선무이다. 증권시장에서의 公正거래질서는 秩序있는 公開競爭賣買를 보장하여 궁극적으로 公正價格을 形成시키는 것으로 집약된다. 증권거래법은 제71조제1항에서 「有價證券의 公正한 價格의 形成과 안정 및 그 流通의 圓滑을 기하기 위하여」라고 明示하여 이점을 분명히 하고있다.

모든 賣買에서 질서있는 공개경쟁매매와 商品에 대한 公正價格의 형성은 公正거래질서를 세우기 위하여 반드시 필요한 요건이지만, 증권시장 그중에서도 특히 去來所市場에서 일어나는 有價證券去來에서는 더욱 더 그러하다. 왜냐하면 證券去來所市場은 증권거래법에 의하여 韓國證券去來所라는 법적기관이 開設운영하는 것이므로 해서 그 성격상 準政府機關의 하나로 인정되고 있으며, 투자자들은 거래소에서 형성되는 株式去來方式과 證券價格에 관해서는 일단 그 公正性を 信賴하고서 매매에 참여하고 있다고 할 수 있다. 이와같은 株式去來方式과 株價의 公正性에 대한 投資者의 信賴感을 보호하기 위하여 증권거래법은 증권거래소가 自由로운 公開競爭賣買와 公正한 價格形成을 제도적으로 보장할 수 있도록 제반규정을 제정할 수 있는 授權規定을 두고있다. 즉 證券去來法 제94조는 거래소시장의 매매거래와 관련된 事項에 대하여 증권거래소가 필요한 諸般業務規程을 정할 수 있는 권한을 부여하고있으며, 증권거래소는 이에 따라서 業務規程, 受託契約準則, 有價證券上場規程, 上場法人의 直接公示등에 관한 規程등을 정하여 질서있는 公開競爭賣買와 公正한 價格형성을

위하여 필요한 조치를 계속 취하고 있다.

3. 去來能力의 平等과 價格操作의 禁止

증권시장에서 公正去來가 이루어지려면 우선 公正價格이 형성되고 이 공정가격에 의하여 매매거래가 성립되어야 한다. 유가증권에 대하여 公正價格이 형성되자면 두 가지 요건이 충족 되어야만 한다. 첫째로 賣買當事者間에 去來能力의 平等이 보장되고, 둘째로 人爲的인 價格操作行爲가 遮斷되어야 한다. 去來能力의 平等은 자유롭고 秩序있는 競爭賣買市場을 조성하기 위하여 필요한 요건이고, 人爲的인 價格操作行爲의 遮斷은 公正한 證券價格의 성립을 보장하는 요건이다.

증권거래에 있어서 去來能力의 平等이란 증권투자자에게 필요한 證券情報를 賣買當事者 雙方이 公平하게 알고있거나 또는 알수 있도록 기회를 보장하여 질서있는 公開競爭매매를 실현하자는 것이다. 즉 투자자의 이익을 보호하고 당사자간에 정보의 평등을 보장하는 것을 내용으로 하는 情報平等接近權을 인정하는 것을 내용으로 한다²⁾. 이를 위하여 먼저 투자자들이 투자정보를 분석, 판단하여 독자적인 投資決定에 따라 증권을 매매할 수 있도록 필요한 모든 情報를 提供하는 제도가 前提되어 있어야 하고, 한편 매매당사자중의 一方이 상대방이 모르는 투자정보를 獨占的으로 알고 있는 경우에는 그자를 매매에서 排除시키는 제도적인 장치가 보완되어 있어야 한다. 이러한 요청에 부응하여 증권거래법제186조는 企業情報의 公示主義를 채택하여 증권투자자에게 참고가 될 만한 證券發行會社의 資產과 收益性에 관한 會社重要情報를 隨時로 일반투자자에게 公示할 義務를 上場法人에 부과하는 한편, 同法제188조의2는 아직 公示되지 아니한 秘密情報를 알고있는 上場法人과 登錄法人의 內部者가 매매에 참가하는 것을 禁止하고 있다³⁾. 거래능력의 평등이라는 理想은 증권시장에 공통한

2) 拙稿, 內部者去來의 規制에 관한 研究, 한국외국어대 법학박사학위논문, (1990), 109-116쪽.

3) 상장법인은 정규적인 각종의 신고의무 이외에 증권거래법 제186조에 따라서 회사의 경영에

것이지만 準政府機關의 성격을 띤 거래소시장에서는 보다 강하게 요구되고 있는 실정이다.

한편 상장법인의 投資情報公示義務와 내부자의 去來禁止義務는 증권투자에 필요한 情報의 發生源이 바로 증권발행회사라는 극히 좁은 범위에 국한되어 있다는 投資情報源의 局限性이라는 증권매매의 특성에서도 요구되는 것이다. 증권을 매매할 때에 필요한 投資情報는 대부분이 證券發行會社에서 흘러나오므로, 情報公示가 제대로 안 되는 경우에는 投資情報가 會社의 任職員과 같은 內部者들에 의하여 獨占되는 상태가 발생한다. 이러한 내부자가 투자정보를 모르는 상태에 있는 一般投資者와 증권매매를 하게 되면 내부자는 일반투자자에 비하여 현저하게 유리한 입장에서 매매에 참여하게 되어 賣買當事者間에 심한 情報不平等현상이 생기게 된다. 따라서 정보를 모르는 일반투자자는 항상 불리한 입장에서 매매를 하여 손해만 보게되므로, 결과적으로 증권시장의 公正性에 대한 투자자의 신뢰는 무너지고 만다. 따라서 公共市場인 증권거래소에서 증권매매를 하는 투자자들을 보호하기 위하여 모든 투자자에게 平等하게 투자情報가 제공되어야 하고, 적어도 필요한 증권정보에 언제든지 接近하여 이를 수집할수있는 기회가 平等하게 허용되어야 할 것이다.

한편 證券에 대한 人爲的인 價格操作行爲를 확실하게 遮斷하여 公正價格의 형성을 보장하는 것도 공정거래를 위하여 필요한 또 하나의 요건이다. 公正價格은 증권의 實質價値가 그대로 가격에 반영된 경우를 말하며 이것은 매매당사자의 自由로운 투자판단에 입각한 需要供給과 公開競爭賣買를 통하여서만 현실적으로 가능한 것이다. 즉 투자자의 情報平等接近權을 보호하여 거래능력의 평등을 보장하는 것도 公正價格의 形成을 위하여 필요하지만, 그러나 이 要件만으로 공정가격이 보장되는 것은 아니다. 만약 일부투기업자가 시세차익을 얻을 목적으로 인위적으로 증권가격을 변

중대한 영향이 미칠 중요사항은 그러한 사실이 발생할 때마다 증권거래소에 申告하고, 또 거래소가 정한 「상장법인의 직접공시등에 관한 규정」에 따라서 직접공시사항과 간접공시사항을 수시로 適時에 公示할 의무를 부담하고 있다.

동시키는 價格操作을 시도한다면 이것은 公正價格의 형성과 유지를 방해할 위험성이 있다. 따라서 이와같은 人爲的인 價格操作은 어떠한 형태로도 허용되어서는 아니되며, 價格操作으로부터 自由로운 시장에서만 公正價格에 의한 公證거래가 가능하다.

제2. 不公正去來行爲의 種類

1. 內部者去來(insider trading)

대표적인 불공정거래로 證券發行會社의 內部者가 未公開情報를 이용하여 有利한 位置에서 證권을 매매하는 內部者去來를 들 수 있다. 이 내부자거래는 거래능력의 평등을 위하여 인정된 投資者의 情報平等接近權을 침해하는 불공정거래행위이다. 증권거래법이 채택한 情報公示制度和 內部者去來禁止제도는 질서있는 증권시장조성과 公正가격의 형성을 도모하는 것을 목적으로 하는 제도로서, 투자자의 이익보호를 위하여 증권거래에 참가한 매매당사자에게 情報平等接近權을 인정하고 이를 위하여 上場法人과 그 內部者에게 일정한 作爲義務 또는 不作爲義務를 부과하고 있다. 즉 한편으로는 적극적으로 상장법인에 대하여 투자정보를 適時에 公示할 것을 要求하면서 다른 한편으로는 소극적으로 상장법인의 內部者등이 未公開된 투자정보를 이용하는 것을 禁止하고 있다. 따라서 증권거래법상의 情報公示制度가 투자자의 정보평등 접근권을 보호하기 위하여 적극적으로 상장법인의 公示의무 즉 作爲義務를 明示한 것이라면, 內部者去來禁止制度는 정보평등접근권을 침해하지 못 하도록 소극적으로 내부자의 賣買禁止의무 즉 不作爲義務를 법제화한 것이다.

증권투자의 일반화에 따라 투자자의 정보평등접근권을 보호할 필요성은 점점 높아져서 증권발행회사의 情報公示義務는 강화되고 內部者去來는 더욱 엄중하게 규제

를 받고 있다. 證券去來法은 이러한 시대적인 요청에 따라 1991년 12월 31일에 있는 제10차개정에서 기업공시제도를 보완하고 내부자거래규제를 강화하였다. 특히 同法 제105조제4항3호에 있었던 극히 추상적인 內部者去來禁止規定을 삭제하고 上場法人의 管理를 규정하고 있는 제9장에 따로 제188조의 2를 新設하여 비교적 자세한 내용의 내부자거래금지규정을 둔 것은 투자자의 정보평등접근권을 일층 더 강력하게 보호하려는 취지로 해석된다.

2. 時勢操縱行爲(manipulation)

上場企業이 適時에 情報를 公示하고 동시에 그 內部者가 未公開情報를 利用하는 것을 禁止하는것 만으로 株式의 公正價格形成이 확실하게 보장되는 것은 아니다. 현실적으로 증권시장에서 公正價格이 형성되려면 주식을 실제 매매하는 증권투자자의 健全한 투자태도와 遵法정신이 절대적으로 필요한 것이다. 투자정보분석을 기초로 한 투자자의 판단이 증권가격에 그대로 반영되도록 自由로운 公開市場분위기가 조성되더라도, 투자자가 주가차익만 노리는 投機賣買에 몰두하거나 不當利得을 취득하기 위하여 時勢操縱행위를 감행하면 실제로 公正價格의 형성이 위협을 받게될 것이다. 이처럼 증권투기꾼이 자의적인 株價操作行爲로 자기의도에 따라 매매가격을 조종하고 타인을 매매거래에 유인하여 불공정가격에 따라서 증권거래를 하는 경우에는 善良한 投資者들만 일방적으로 損害를 보게되므로 증권시장의 공정성은 파괴된다.

증권거래법은 제105조에서 모든 종류의 시세조종행위를 일률적으로 금지하는 규정을 두고 있으며, 本條는 4개항에 걸쳐 8종류의 時勢操縱行爲를 열거하고 있다. 그러나 本條의 시세조종행위는 대부분이 目的犯으로서 배열이 주로 目的의 내용에 따라 분류되어 있는 것이 특징이다. 同條제1항은 상장유가증권의 매매거래에 관하여 去來가 盛況을 이루고 있는듯이 오인하게 하거나 기타 타인으로하여금 그릇된 판단을 하게할 目的이 있을 것, 제2항은 유가증권시장에서의 賣買去來를 誘引할 目的이

있을 것, 제3항은 유가증권의 시세를 고정시키거나 安定시킬 目的이 있을 것이 분류 기준으로 되어있고, 제4항은 일정한 목적을 요하지 아니하는 虛僞表示行爲를 규정하고 있다.

3. 詐欺行爲(fraud)

증권거래에서도 상대방을 欺妄하여 錯誤에 빠트려서 不當한 利得을 취하는 사기 행위가 가능하다. 특히 매매당사자가 직접 얼굴을 맞대고 거래하는 相對賣買의 경우에는 刑法과 民法상 인정되는 詐欺行爲가 불공정거래행위로 규제의 대상이된다. 그러나 去來所賣買에서는 證券會社를 통한 委託賣買만 가능하므로 相對方을 直接 만나지 아니하여 일반적인 사기행위가 생길 경우가 稀少하다.

그러나 증권시장의 특수성에 따라 증권시장을 이용하는 不特定多數人인 투자자를 상대로 虛僞表示를 하는 기망행위는 자주 발생한다. 이러한 허위표시는 민형법상의 사기행위는 아니지만 건전한 증권시장의 공정거래풍토에 대한 투자자의 신뢰감을 파괴하는 불공정행위로 규제할 필요가 있다. 즉 虛僞의 事實이나 風說을 流布하거나 誤解를 誘發하게하는 表示를 하는등의 虛僞表示行爲는 표시된 내용이 허위라는 사실 만으로 건전한 시장분위기를 해치기에 충분하므로 따로 相對方이 錯誤에 빠질 것을 요하지 아니한다. 이러한 虛僞表示行爲를 일반적인 詐欺行爲와 구별하기 위하여 證券詐欺(securities fraud)라 하며, 증권거래법제105조에는 제2항제3호와 제4항제1호제2호에 證券詐欺行爲를 금지하는 규정을 두었다. 이 증권사기는 證券去來所의 賣買方式의 特性과 相對方의 錯誤를 立證하기 困難한 점을 감안하여 증권거래법이 특별히 인정한 불공정거래행위이다.

제3. 內部者去來의 規制

1. 情報公示와 內部者去來

賣買當事者의 去來能力의 平等을 보장하기위해서는 상장기업의 情報公示義務와 관련하여 企業內部者의 비밀정보利用禁止가 지켜져야만 한다. 내부자거래는 유가증권발행회사의 중요한 투자정보를 정식으로 투자자에게 公示하기에 앞서 내부자가 이 未公開된 秘密情報를 당해회사의 주식을 매매하는데 독점이용하여 이익을 얻고 투자자에게 손해를 입히는 경우로 증권거래법 제188조와 제188조의2는 이를 불공정행위로 금지하고 있다.

法理上으로 내부자거래금지는 정보공시의무와 밀접한 관계가 있다. 兩제도는 이미 앞에서 논한 바와 같이 정보평등접근권을 보장하는 내용을 가진 규정으로서, 情報公示制度가 정보를 시장에 공개하게하여 투자자의 정보평등접근권을 현실적으로 실현가능하게하는 積極的제도라면, 內部者去來禁止는 투자자의 情報平等接近權이 실제거래에서 내부자로부터 침해받지 않도록 금지시키는 消極的제도인 점에서 일종의 表裏의 關係가 된다. 그러나 정보공시의무자와 내부자의 범위가 항상 一致하는 것은 아니다. 즉 공시의무가 없는 등록법인의 임직원도 내부자가 될 수 있는 것을 유의해야 한다.

그러나 美國에서는, 우리와는 달리, 내부자거래를 詐欺로 처리하면서 이론상으로 소극적인 내용인 내부자거래금지는 먼저 적극적인 정보공시의무를 전제로 하고 있다고 보고있어서 兩者를 관련지어서 고찰하여 왔다. 그 결과 미국에서는 내부자의 책임근거에 대하여 情報保有理論(Possession Theory), 信任義務理論(Fiduciary Duty Theory), 平等接近理論(Equal Access Theory)과 情報流用理論(Misappropriation Theory)등이 주장되고 있어서 학설이 분분한 상태이다. 이것은 미국이 내부자거래를 詐欺로 처벌하고 있는 現行法制上 피할 수 없는 問題이지만, 우리 증권거래법은 내

부자거래를 詐欺로 분류하고있지 않으므로 굳이 정보공시의무자와 내부자의 범위가 일치할 필요가 없고, 앞에서 언급한 바와 같이 내부자거래는 투자자의 정보평등접근 권을 침해하는 불법행위로 해석함이 타당하다.

2. 內部者去來의 禁止

과거에는 내부자거래에 관해서는 이를 許容했거나 아니면 規制가 극히 微微했던 국가도 있었으나, 현재는 거의 대부분의 국가가 불공정거래행위로 이를 규제하고있다. 뿐만 아니라 내부자거래의 規制強化는 국제적인 趨勢로서 현재 진행중인 유럽공동체인 EC에서도 1989년11월13일에 채택한 「내부자거래에 관한 제규정의 조정에 관한 지령(La directive 89/592/CEE)」에 따라 회원국내에 통일된 규제태도를 선포하고 있다.

內部者去來의 規制는 역사적으로 美國의 靑空法(Blue Sky Law)시대부터 있었으나, 본격적으로 성문법규로 강력한 규제를 시작한 것은 1934년證券去來法(Securities Exchange Act of 1934:1934年法)이 제정되면서 부터이다. 1929년에 시작된 大恐慌을 수습하는 과정에서 내부자거래가 恐慌의 要因중의 하나라고 판단한 美國議會는 그 報告書에서 內部者去來의 規制必要性을 강조하였고, 이 報告書를 근거로 제정된 1934년법 제16조b항은 1960년대 까지 미국내의 내부자거래를 규제하였다⁴⁾.

그러나 1966년에는 Henry G. Manne教授가 내부자거래의 許容論을 주장하여 한때 許容論과 規制論 間에 論爭이 있었으나⁵⁾, 市場의 狀況을 獨占的으로 利用하는 內部

4) 미국 최초의 내부자거래규제법은 다음과 같은 내용이었다. 「실질적 소유자 이사 또는 임원이 그 발행인과의 관계 때문에 지득한 정보를 불공정하게 사용하는 것을 방지하기 위하여, 그가 6개월 미만의 기간내에 당해발행인의 증권의 매수와 매도 또는 매도와 매수로 취득한 이익을, 그 증권이 前에 성립된 채무와 관련되어 선의로 취득한 것이 아닌 한, 당해발행인에게 인도되어야 하고 또 반환되어야 한다」

5) Henry G. Manne, *Insider Trading and the Stock Market*, New York: Free Press, (1966). Jennings, *Book Reviews, Insider Trading and the Stock Market*. By Henry G. Manne, 55 Cal. L. Rev. 1229(1967).

者로부터 善良한 投資者를 보호하고 나아가 일반투자자가 損害를 입은 금액만큼 特定인이 橫財하는 부조리를 방지하기 위하여는 투자정보의 통제가 필요하다는 規制論이 定論이 되었다. 한편 자본주의경제의 발달로 內部者의 範圍가 확대되어가자 1934년법 제16조b항으로는 모든 내부자를 효과적으로 규제하는 것이 어렵게되자, 美國의 證券去來委員會(SEC)는 詐欺禁止規定인 1934년법제10조b항과 그에 기하여 규정한 SEC規則10(b)-5를 가지고 內部者去來를 規制할 수 밖에 없게 되었고, 이때부터 SEC는 내부자거래를 證券詐欺의 일종으로 처리하게 되었다. 그후에 1984년 內部者去來制裁法(Insider Trading Sanction Act of 1984: ITSA)이 규제를 보완하고, 1988년 內部者去來와 證券詐欺規制法(Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988: ITSFEA)은 다시 규제를 강화하고 있어서 내부자거래를 점점 더 엄격하게 규제하여가고 있다.

유럽의 내부자거래규제는 미국에 비하여 상당히 늦어서, 가장 빨리 이를 도입한 佛蘭西가 1967년에 大統領令을 제정하여 비로소 이를 규제하기 始作하였다. 그후 同令은 1970년과 1983년에 일부가 개정되면서 그 규제가 강화되었다. 佛蘭西는 미국의 SEC와 類似한 COB(증권거래위원회)는 강력한 조사권을 행사하여 실효성있는 규제가 행해지고있다. 獨逸은 1976년부터 증권업계자체에서 內部者去來基準을 정하여 自律規制방식으로 이것을 규제하고 있다.

英國은 1980년부터 내부자거래규제를 시작하였으며, 1985年 會社有價證券(內部者去來)法(Companies Securities(Insider Dealing)Act 1985)에서 이를 자세하게 금지하는 최초의 입법을 하였으며 同法은 1986년에 제정된 金融利用法(Financial Service Act 1986)에 의하여 규제내용이 강화되었다.

이와같이 유럽의 대표적인 국가에서 규제가 일반화되자 1986년에 「덴마크」, 1988년에 「스위스」, 「스페인」, 「그리스」, 1989년에는 「베르쥬」, 「네델란드」가 차례로 내부자거래를 규제하기 시작하였다.

日本은 美國의 1934년법을 계수한 證券取引法제189조에서 내부자거래중 단기차

익매매를 규제하는 규정만 두고있었으나, 세계적인 추세에 따라 규제를 강화하여 1988년 5월 25일에 證券取引法을 개정하여 내부자거래를 규제하는 상세한 규정을 190조의2와 제190조의3에 新設하여 증권거래소에 상장된 상장유가증권에 대한 내부자거래를 규제하였고, 1992년에는 미국의 SEC를 본받아 證券取引等監視委員會를 설치하여 강력한 규제제도를 갖추고 있다.

3. 제 188조의 法律的性格

증권거래법상 内部者が 등장하는 규정은 제188조와 제188조의2 두개가 있다. 1976년에 제188조가 「내부자거래의 제한」이라는 제목으로 新設되어 전형적인 회사내부자거래만을 규제하다가, 내부자거래의 폐단이 만연되자 내부자거래 全體를 규제하는 일반조항이 필요하자 1987년에 제105조제4항에 제3호를 신설하였다. 그러나 이 규정은 너무 추상적이어서 실효성이 없자, 이번 제10차 개정에서 제105조제4항3호를 삭제하고 제188조의2에 「내부자거래의 금지」규정으로 신설하고, 제188조는 「내부자거래의 제한」에서 「내부자의 단기매매차익 반환등」으로 제목이 바뀌면서 약간의 수정이 있었다.

원래 제188조의 규정은 美國의 1934년법 제16조b항을 그대로 계수한 것으로, 회사 내부자인 이사, 임원 또는 주요주주가 지득한 내부정보를 불공정하게 사용하는 것을 방지하기 위하여 6개월미만의 단기매매에서 얻은 이익을 회사에 반환하는 규정이었다. 전술한 바와 같이, 美國은 1960년까지 제16조b항으로 내부자거래를 규제하여왔으나, 내부자의 범위가 확대되자 同法제10조b항과 SEC규칙10(b)-5의 사기금지규정으로 내부자거래전반을 규제하게 되었다. 그리하여 제16조b항은 내부자의 단기매매차익의 반환만 규정하고 내부자거래에 대한 모든 규제문제는 제10조b항에 의하여 사기행위로 처리되고 있다. 우리의 경우에도 내부자거래금지규정이 제188조의2에 신설되었으므로 제188조는 일부 회사내부자의 단기매매차익의 반환의무를 규정한 것으로

해석하여야 할 것이다.

제188조제2항은 「上場法人 또는 登錄法人의 임원, 직원 또는 주요주주가 그 법인의 株式등을 매수(혹은 매도)한 후 6월이내에 매도(혹은 매수)하여 利益을 얻은 경우에는 당해 법인 또는 위원회는 그 이익을 그 법인에게 提供할 것을 청구할 수 있다.」라고 하여 내부자의 내부정보이용 與否를 묻지아니하고 단기매매차익을 회사에 반환토록 하였다. 1976년에는 비밀정보의 이용을 단기차익매매의 성립요건으로 한 것을 1987년개정시에 내부자가 비밀정보의 불이용을 입증하면 책임을 免하도록 바꾸더니, 이번 1991년개정에서 비밀정보의 이용을 要件에서 削除하여 버렸다.

본래 회사의 내부정보는 회사의 소유에 속하는 會社無形資產이므로 그 용도는 오직 회사의 이익을 위하여 사용되는 것이 원칙이다. 만일 회사내부자가 개인 이익을 위하여 비밀정보를 이용하였다면 그 이익은 회사소유인 비밀정보에서 창출된 이익으로, 民法 제102조의 元物에서 생긴 果實에 해당한다. 따라서 果實이 元物の 권리자에게 귀속되듯이 賣買差益도 당연히 비밀정보의 소유자(會社)에 귀속하므로, 매매차익을 회사에 반환하도록 규정하는 제188조제2항은 이러한 법리에 의하면 당연한 규정이다.

이러한 매매차익의 회사에 대한 반환은 會社情報의 不當한 이용을 前提로 한 것이므로, 회사내부정보를 이용하지 않은 매매거래에서 얻은 이익까지 회사가 반환청구할 法的根據는 없다. 그럼에도 불구하고 「내부정보의 이용」을 構成要件에서 삭제한 이번 改正은 그 취지가 불명확하다. 추측컨대, 정보이용의 증명이 사실상 곤란한 점을 극복하기 위하여, 회사내부자가 정보를 알 수 있는 위치에서 6월이내의 短期賣買를 하면 情報利用의 有無를 불문하고 매매차익을 반환할 의무를 부담시키겠다는 이른바 形式犯을 인정하고자 하는 것 같다. 단기차익매매의 이익을 회사에 반환토록 하는 제188조는 미국의 1934년법 제16조나 일본의 證券取引法 제189조를 繼受한 것인데도, 이번 개정으로 「내부정보의 부당한 이용을 방지하기 위하여」라는 내용의 문구가 삭제되어서 일견 미국이나 일본보다 더 강한 形式犯을 인정하고 있다.

4. 內部者去來의 成立要件

가. 內部者의 內部情報의 知得;행위자의 확정 문제

a. 內部者(insider)의 범위

內部者(insider)란 원래 美國判例에서 확립된 개념인 會社內部者(corporate insider)에서 나온 용어로 有價證券을 발행한 회사의 理事(director), 任員(officer)과 支配株主(controlling shareholder)를 가리켰다. 그러나 會社의 秘密情報를 부정하게 利用할수 있는 자가 會社外部者중에서도 多數 발생하면서 이러한 외부자도 準內部者(quasi insider)로 인정하게되고 또 이러한 者로부터 정보를 수령한 受報者(tippee)도 내부자 개념에 포함하게되어 결국 비밀정보를 이용할 수있는 위치에 있는 자는 모두 內部者라고 부르게 되었다⁶⁾.

구체적으로 어느 範圍까지 內部者로 인정하느냐 하는 문제는 나라에 따라서 다른 입장을 취하고 있었으나, 英國의 1985年內部者去來法이 내부자거래의 종류를 구체적으로 列擧한 획기적인 입법을 시도한후로 日本도 內部者去來의 구성요건을 자세하게 명시하는 방식을 취하여 내부자거래금지규정을 신설하였다⁷⁾. 우리 證券去來法 제 188조의2도 이러한 추세에 따라 내부자의 종류를 제1항에 구체적으로 列擧하고있어

6) 準內部者는 회사와의 계약관계 또는 업무관계로 회사내부의 비밀정보에 합법적으로 接近이 가능한 會社外部者를 가리키며, 受報者는 내부자로 부터 회사내부의 비밀정보를 傳達받은 내부정보수령자를 가리킨다. tippee라는 용어를 처음 사용한 것은 미국의 L.Loss교수의 저서 (Securities Regulation, 1451, 2d. 1961.)였으며 1968년 제2순회항소법원의 SEC v. Texas Gulf Sulpher Co사건의 판결에서 이것을 인용하면서 일반적 용어로 사용되었다.

7) 英國 1985년법은 제1조의 제1항에 회사정보를 이용한 自社증권매매, 제2항에 시장정보를 이용한 他社증권매매, 제3항4항에 수보자의 정보이용, 제5항에 공개매수정보의 이용, 제6항에 공개매수정보의 수보자의 정보이용, 제7항에 내부자의 조언, 알선행위, 제8항에 정보전달자 또 제2조에 공무원의 내부정보이용을 열거하여 이것을 모두 내부자거래로 명시하였다. 日本도 신설한 證券去來法제190조의2와 제190조의3에서 「회사관계자」를 현재 또는 과거 1년이내에 (1)上場會社의 임원, 대리인, 사용인 기타 종업원, (2)회사발행주식의 10%이상을 보유하는 주주, (3)당해회사에 대하여 법령에 기한 권한을 가진 者, (4)당해회사와 계약을 체결하고 있는 者, (5)주요주주나 준내부자가 법인인 경우엔 그 임원인 者로 한정 열거하여 내부자를 법으로 확정하였다.

서 내부자의 범위에 대한 해석상의 쟁점이 더 이상 필요없게 되었다. 이번에 신설된 규정에 따르면 内部者の 범위는 다음과 같이 한정된다.

現在 또는 過去 1年內에 上場법인 또는 登錄법인의

1) 任員. 職員. 代理人

2) 主要株主(누구의 名義로 하든지 자기의 계산으로 발행주식총수 또는 출자총액의 10%이상의 주식 또는 출자증권을 所有한 者와 임원의 임면등 당해법인의 주요 경영상황에 대하여 사실상 영향력을 행사하고 있는 株主)

3) 당해법인에 대하여 법령에 의한 許可. 認可. 指導. 監督 기타의 權限을 가지는 者

4) 당해법인과 契約을 체결하고 있는 者

5) 그들의 任員. 職員. 代理人. 使用人 기타 從業員인 者로서

上場法人 또는 登錄法人의 業務등과 관련하여 일반인에게 공개되지 아니한 重要한 情報를 職務와 관련하여 알게된 者 .

6) 이러한者로 부터 당해 정보를 받은 受報者

이상 열거된 者만이 内部者로서 비밀정보의 이용행위가 금지되므로 이에 해당하지 아니하는 者는 설령 우연하게 비밀정보를 知得하여 증권매매에 이용하더라도 내부자거래를 구성하지아니한다. 이번 改正은 종래 내부자의 범위를 정하는 데 있어서 논란이 많았던 것을 立法으로 명백히 해결함으로써 우선 내부자거래의 윤곽을 미리 제시하여 효과적인 規制를 가능하게 할뿐 아니라 이들 内部者로 하여금 정보이용을 단념하도록 하는 事前豫防적인 효과도 기대할 수 있게 되었다.

한편 이번 개정에서 非上場法人인 登錄法人의 内部者도 내부자거래의 主體로 등장한 것에 주목하여야 한다. 제188조의2가 위치한 제9장은 「上場法人의 관리」를 목적으로하는 규정을 모아둔 곳으로 내용상 上場法人만이 규제대상이 되어있다.⁸⁾ 따라

8) 다만 제182조에서 등록법인이 외부감사를 받는 경우가 있으나 이것은 상법상 일정규모 이상의 주식회사는 외부감사를 받고있는 점을 감안하면 예외적인 것이 아니다.

서 「상장법인의 관리」編인 제9장중에서 제188조의2만이 上場法人이외에 登錄法人을 예외적으로 規制對象에 포함하고 있으며, 이것은 투자자보호를 위하여 내부자거래금지규정의 적용범위를 넓히려는 입법취지로 보인다. 登錄法人의 유가증권은 場外市場에서 거래되고 있는데 이러한 장외시장에서 일어나는 등록법인의 證券去來에서도 내부자의 비밀정보이용을 금지하여서, 去來能力의 平等이라는 理想을 거래소거래에서 장외거래에 까지 확대하여 적용하자는 뜻으로 풀이된다.

외국의 경우 英國과 日本은 上場法人의 內部者만 내부자거래의 주체가 되는데 비하여, 美國의 1934년법 제10조b항은 非上場法人의 內部者까지 모두 내부자거래의 주체성을 인정하고 있다. 우리는 上場法人과 登錄法人의 내부자만 규제대상으로 하고 있으므로 일종의 折衷形態로 볼 수 있다. 그러나 美國은 전술한 바와 같이 내부자거래를 詐欺로 처리하고 있으므로, 누구든지 사기행위의 주체가 될 수 있듯이 모든 주식회사의 내부자는 내부자거래의 주체가 될수 있는 것이 당연하지만, 英國이나 日本처럼 내부자거래를 詐欺행위로 보지않고 따로 금지규정을 두고있는 나라는 내부정보이용을 증권거래소매매에서만 금지되고 있다. 이렇게 본다면 우리법은 내부자거래금지조항을 따로 두면서도 登錄法人의 내부자까지 규제대상에 포함한 것은 장외거래에서도 투자자의 정보평등접근권을 보호하자는 입장으로 해석할 수 있다.

또 受報者의 범위에 대하여는 受報者로 부터 다시 정보를 받은 제2 제3의 受報者도 내부자에 포함할 것인가하는 문제가 있다. 즉 「이들로부터 당해정보를 받은 者」로 규정한 法文상으로보아서는 내부자로 부터 直接 정보를 받은 者에 한정하는 것인지 아니면 間接적으로 정보를 지득한 경우도 포함하는지 명확하지 아니하다. 제2차, 제3차 受報者까지 널리 포함한다면 규제의 대상이 너무 광범위해지며 필요없는 사회적불안을 조성할 우려가 있다는 이유로 제1차수보자만 규제대상으로 보는 견해가 있으나⁹⁾, 法文이 「이들로부터」 당해정보를 받은 者로 표현한 취지가 제1차 受報者에

9) 崔先根, 내부자거래규제의 실효성 제고방안, 上場協, 제25호(1992, 춘계호), 126쪽.

한정하는 것으로 보인다.

b. 内部情報(inside information)의 범위

内部者が 이용하는 内部情報の 내용에 대하여 증권거래법 제188조의2 제1항은 「상장법인 또는 등록법인의 업무등과 관련하여 일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보」라고 규정하고 있다. 내용을 分說하면 다음과 같다.

(1) 「上場法人 또는 登録法人이 발행한 有價證券에 關한」 정보

내부자거래에서 이용되는 情報은 上場法人이나 登録法人이 발행한 유가증권의 價格에 영향을 줄 성질의 정보이다. 따라서 上場法人의 유가증권인 상장주식과 登録法人의 유가증권인 비상장주식이 모두 포함된다. 등록법인의 유가증권은 장외시장에서 거래되고 있으므로 내부자의 범위에서 논한 바와 같이 内部者去來가 場外去來에서도 금지되고 있다. 본래 내부자거래의 금지는 증권시장에서 매매하는 모든 투자자의 이익보호를 위하여 當事者의 去來能力의 平等을 보장하는 제도이므로, 증권거래소에 上場된 유가증권에만 적용하여야 될 것은 아니므로 널리 場外去來에도 이를 적용하고자한 것이다.

對象유가증권의 범위는 명시되어 있지 아니하므로 주식회사가 발행한 모든 종류의 유가증권으로 매매거래가 가능한 것은 포함된다고 볼 수 있다. 이 조항은 제188조 제1항이 株券을 「上場된 당해법인의 주권, 전환사채권, 신주인수권부사채권, 신주인수권증서 기타 재무부령이 정하는 유가증권」으로 한정된 것과 일응 구별되지만, 上場법인 이외에 登録법인이 포함되고 有價證券과 株券等이 표시가 다를 뿐 실제로 그 범위는 같은 것으로 보아야 할 것이다.

(2) 「未公開된(non public)」情報

ㄱ. 未公開性

內部情報の未公開性에 대하여 제188조의2 제2항은 「當該法人이 財務部令이 정하는 바에 따라 多數人으로 하여금 알 수 있도록 公開하기 前」을 미공개상태로 보고있다. 미공개상태중에는 증권정보가 일반투자자에게 公開되어있지 아니하여 회사내부자들 만이 이를 독점적으로 알고 있으므로 거래에서 당사자간에 情報能力의 平等을 기대할 수 없으므로 그 이용을 금지한다. 그러나 일단 중요한 증권정보가 충분히 公開된 이후에는 內部者가 정보를 독점하고 있는 것이 아니므로 비록 거래상대방이 그 정보를 모르고 있다하여도 未公開情報의 不正利用은 성립되지 아니한다.

ㄴ. 周知期間

公開時點과 公示時點은 구별하여야 한다. 즉 회사가 공시의무를 이행한 즉시에 당해정보가 일반투자자에게 公開된 것은아니고, 公示된 정보를 투자자가 知得하는 데는 얼마간의 周知時間이 요구된다. 이번에 신설된 證券去來法施行規則 제36조는 정보가 公開된 것으로 인정되기 위해서는 일반투자자가 이를 周知하는데 필요한 일정한 기간 즉 周知期間에 대하여 명문의 규정을 두고있다. 同條는 周知期間을 대체로 1일 또는 24시간으로 정하였다.

- 1) 각종 書類는 備置된 날부터 1일.
- 2) 내용이 新聞에 掲載된 날부터 1일
- 3) 전국을 가시청권으로 하는 放送에 방송된 후 12시간
- 4) 증권거래소의 公示放送을 한 후 24시간

여기에서 1일이란 備置 또는 掲載된 그날의 翌日의 밤12시까지를 가리키고, 24시간 또는 12시간이란 첫 방송이 있을 때로부터 소정의 시간이 만료된 時點을 가리킨다.

(3) 「重要한(material)」 情報

ㄱ. 價格關聯性 情報

증권거래법 제188조의2 제2항은 「제186조제1항 각호의 1에 해당하는 사실등에 관한 정보중 투자자의 投資判斷에 重大한 影響을 미칠 수 있는 것」을 중요한 정보로 限定하고 있다. 제186조는 주식을 상장한 上場法人의 公示義務를 부과한 조항으로 모두 11개 항목을 열거하고 제12호에 「기타 法人經營에 관하여 重大한 影響을 미칠 事實이 發生한 때」에도 이를 증권거래소에 申告하도록 공시의무를 인정하고 있다. 이들 정보는 내용상 法人經營에 중대한 영향을 미칠 사실이므로 대체로 투자자의 投資判斷에도 영향을 미칠 것으로 생각되나 반드시 그 범위가 일치되는 것은 아니므로, 제188조의2 제2항은 이들 公示事項중 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 것만 重要한 情報로 본다.

投資判斷에 重大한 影響을 미친다는 것은 결국 證券價格에 영향을 미친다는 것으로 해석되므로, 重要한 정보란 英國法上의 價格關聯性 情報(price sensitive information)라고 볼 수 있다. 즉 아무리 법인경영에 관하여 중대한 영향을 미칠 사항이라고 하더라도 그것이 證券價格에 영향이 없다면 그 정보의 사용을 금지할 이유가 없는 것이다.

중요한 정보가 되는 時期는 重要事實이 發生한 때 또는 중요사항에 관한 會社의 決定이 있는 때이다. 이러한 사실이나 결정이 확정되면 이에 따라서 회사의 공시의 무가 즉시 발생한다고 해석하여야 할 것이다.

ㄴ. 市場情報(market information)

이와같은 정보는 會社內에서 발생하는 會社情報(Corporate Information)가 대부분이지만, 중요한 정보로서 會社外部에서 발생하여 회사발행의 有價證券價格에 顯著한 影響을 주는 市場情報(Market Information)가 있다. 시장정보는 회사외부에서 발생하는 정보로 회사의 자산과 수익에 관련된 정보가 아니면서 증권가격에 영향을 주

는 특징을 가진 정보로서, 당해회사의 合併이나 당해회사주식의 公開買受에 관한 정보와 같은 것이 대표적이다. 이러한 시장정보는 會社外的인 정보원으로부터 발생하며 우선적으로 증권시장에 관계되고 영향을 미치는 정보이기 때문에 내부정보가 아니라는 見解도 있다.¹⁰⁾ 그러나 내부자거래를 금지하는 理由가 투자자의 정보평등접근권을 보호하는 데 있으므로 정보의 發生地가 회사內部나 外部냐에 따라서 금지여부를 결정할 성질이 아니며, 당해정보가 價格에 영향을 줄것으로 보이면 당사자의 정보능력의 평등을 보호하기 위하여 이것을 중요한 내부정보에 포함하여야 함이 타당하다. 제188조의2 제3항이 公開買受에서 발생하는 내부자거래를 명문으로 금지하고 있는 것도 공개매수정보인 市場情報가 證券價格에 영향을 미칠 수 있으므로 중요한 정보에 포함시킨 구체적인 例로 보인다.

따라서 공개매수정보 以外에 會社合併정보, 대상회사의 商品大量注文정보, 기관투자자의 大量賣買정보등도 증권가격에 영향을 미치므로 당연히 중요한 정보에 포함되어야 한다.

c. 정보의 知得

정보의 內容을 알지 못하는 내부자는 정보이용의 위험성이 없고 따라서 내부자거래의 행위자가 될 자격을 갖추지 못 한다.

내부자거래의 主體는 미공개된 「정보를 職務와 관련하여 알게된 者와 이들로 부터 당해 정보를 받은 자」이다. 미공개정보에 接近이 가능한 내부자가 미공개정보를 職務와 관련하여 知得한 경우에 비로소 그는 내부자거래의 주체가 되는 것이다. 즉 정보지득이 職務와 관련이 있어야만 하며 이러한 職務關聯性은 同條제1항에 열거된 내부자에게만 限定的으로 인정되므로 따로 해석상 어려운 문제가 없다. 정보지득의 方法이 적법한가 아닌가는 불문한다. 미국에서는 정보를 지득한 者는 이를 공시할 의

10) 丁周煥, 내부정보의 부당이용 규제, 上場協, 제25호(1992. 춘계호), 172쪽.

무를 부담한다는 이론을 주장하는 견해가 있으나, 이러한 견해는 내부자거래를 사기로 처리하는 미국의 경우에 국한된다 할 것이며, 우리는 내부자거래의 주체가 되기 위한 요건으로 따로 공시의무자임을 요하지 않는다.

또 이들로 부터 정보를 傳達받은 受報者가 있을 경우에는 정보를 수령하게된 경로나 원인을 묻지 아니한다. 그 정보를 直接 수령하였는가 아니면 他人을 통하여 間接的인 방법으로 지득하였는가도 불문에 붙인다.

이 情報내용을 知得하는 것과 정보이용행위의 주관적인 요건인 故意는 구별하여야 한다. 내부정보내용을 모르는 내부자는 그가 회사의 任職員이라고 할지라도 결코 증권거래법상의 내부자거래의 주체는 아니다.

나. 情報利用行爲; 행위의 내용

a. 利用行爲의 種類

미공개된 중요한 내부정보를 지득한 内部者는 당해정보가 공개될 때까지 그 내부정보를 이용하지 못한다. 즉 당해유가증권을 賣買 기타 去來하는 데 내부정보를 직접 또는 간접적으로 獨占利用하는 행위는 투자자의 정보평등접근권을 침해하는 것으로 禁止된다. 증권거래법은 정보이용행위로 去來행위, 提報행위 및 幫助행위를 명시하고 있다.

(1). 去來行爲(trading.dealing)

내부자가 당해유가증권의 매매 기타 去來와 관련하여 내부정보를 직접 利用하여 이익을 도모하는 방법이 보편적인 정보이용방법이다. 즉 정보내용이 好材인 경우에는 미리 買受하고, 惡材인 경우에는 서둘러 賣渡하여 賣買差益을 얻는 방법이다.

이 행위의 주체는 會社内部者, 準内部者뿐 아니라 受報者도 포함한다.

거래되는 대상유가증권은 上場法人이나 登錄法人이 발행한 유가증권이며, 거래장소는 去來所市場과 場外市場 을 포함한다.

(2). 提報行爲(tipping)

내부자가 지득한 정보를 이를 모르고 있는 제3자에게 선별적으로 提供. 漏泄하는 提報行爲도 혼한 이용방법중의 하나이다. 다른사람으로 하여금 내부정보를 利用하게 하는 것도 투자자의 투자능력의 평등을 害한 점에서는 독점한 정보를 거래에 직접 이용한것과 같다.

제보행위는 제보행위만으로 既遂가 되느냐 아니면 受報者의 情報利用行爲가 隋伴 되어야 하느냐에 대하여는 견해가 갈린다. 英國의 내부자거래법 제1조 제8항은 제보자가 他人이 去來 또는 助言이나 斡旋에 情報를 利用할 것을 알거나 또는 믿을 상당한 이유가 있었던 경우에는 따로 수보자의 인식이나 이용행위를 요하지 아니한다. 그러나 美國의 연방법원은 Elkind사건의 판결에서 受報者가 제보자로 부터 얻은 情報를 利用하여 거래행위를 하여야 제보자의 책임을 물을 수 있다고 한다.¹¹⁾ 내부자거래의 本質은 투자자의 情報平等接近權의 侵害에 있으므로 提報者의 선별적인 提報行爲時에 이미 투자자의 정보평등접근권이 침해되었다고 해석 하여야할 것이다.

受報者가 다시 提報행위를 하는 것이 금지됨은 물론이나, 제2차수보자. 제3차수보자의 提報행위도 禁止되는가는 문제가 있다. 우리는 내부자를 제1차수보자로 한정시키고 있으므로 그의 제보행위는 금지되어야 하지만 제2차수보자 이후의 수보자는 내부자에 포함하지 않는다.

親知에게 내부정보를 제공하지 않으면서 단순히 당해증권의 매매를 勸誘한 行爲를 제보행위로 볼수 있는가 하는 문제가 있다. 英國의 내부자거래법 제1조 제7항은 내부자가 타인에게 당해증권을 매매하라고 助言(counsel)하거나 斡旋(procure)하는 것

11) Elkind v. Liggett & Myers, Inc., 635 F.2d at 165 & n.15.

을 금지하고 있다. 생각컨대 이 경우에는 정보내용을 구체적으로 傳達한 사실이 없으므로 제보행위는 성립되지 아니하나, 다른 사람으로 하여금 정보를 사실상 이용하게 한 結果는 인정되므로 다음에 論하는 幫助行爲가 성립된다고 봄이 타당하다.

(3). 幫助行爲

내부정보를 知得한 者가 거래행위 또는 제보행위를 하지않으면서 「다른 사람으로 하여금 이를 이용하게하여」 直接的으로 또는 間接的으로 투자자의 情報명등접근권을 침해하는 幫助行爲가 있다. 즉 구체적으로 정보를 제공하지는 않았으나 권유, 허용, 방치등 여러가지 방법으로 타인이 정보를 이용하도록 한 경우에는 제188조의2 제1항의 방조행위가 성립된다.

美國의 1988년 ITSFEA 제3조는 1934년법에 제21조의A를 신설하여 使用者(controlling person)나 「브로커(broker)」, 「딜러(dealer)」 또는 投資諮問業者가 使用人이나 職員이 업무상 지득한 내부정보를 이용하는 것을 防止하기 위하여 필요한 사전예방적인 節次나 裝置를 고의나 과실로 인하여 懈怠한 결과 내부자거래가 발생한 경우에는 使用者등에게 民事制裁金(civil penalty)을 부과하고 있다. 이러한 방조행위에 대한 처벌규정은 使用者責任理論과 SEC의 情報遮斷裝置(Chinese Wall)理論이 입법화된 것으로, 증권회사나 은행처럼 去來先의 미공개된 내부정보에 접근이 잦은 회사가 職務上 입수한 비밀정보의 社内傳播를 차단하고 任職員등에 의한 정보이용을 防止하기 위한 여러가지 제도적인 장치의 設置를 懈怠하여, 결국은 사용인의 정보이용을 방조한 것과 같은 결과를 초래한 것에 대한 책임을 묻는 제도이다.

증권거래법제188조의2제1항은 이러한 幫助行爲를 금지하는 一般規定으로서 美國의 1934년법제21조의A에서 인정하는 경우뿐 아니라 親知에 대한 거래의 勸誘처럼 事實上 정보이용의 結果를 초래하는 모든 행위를 규제할 수 있다. 내부자의 정보이용행위가 날로 巧妙해 지고있는 現時點에 이 幫助行爲로 대부분의 내부자거래행위를 網羅할 수 있으리라고 보며 본 조항의 活用에 기대하는 바가 크다.

b. 主觀的 要件

(1). 故意

정보이용행위에는 共通的인 주관적 요건으로 내부자의 내부정보에 대한 認識이 요구된다. 즉 지득한 情報가 미공개된 중요한 정보라는 事實 즉 그것이 공개되면 증권가격에 영향을 미칠 성질의 정보라는 사실에 대한 認識이 존재하여야 한다. 미공개된 정보이므로 거래상대방이 아직 그 정보를 모르고 있다는 秘密性과, 증권가격에 영향을 미칠 정도로 중요한 정보이므로 상대방이 그 정보를 알았다면 매매를 중단할지도 모른다는 重要性이 故意의 주된 내용이라 하겠다.

去來行爲의 경우에는 秘密性과 重要性을 알고서 거래에 정보를 이용한다는 認識이 있어야 하나, 거래행위를 통하여 상대방의 정보평등접근권을 침해하게된다는 사실에 대한 인식까지 요구하는 것은 아니므로 이른바 未必的故意로 충분하다.

提報行爲의 경우에는 이 비밀성과 중요성에 관한 認識 이외에, 다시 受報者가 지득한 정보를 이용하리라는 事實을 알고 있었거나 적어도 이용하리라고 믿을 상당한 이유가 있어야 하고, 그럼에도 불구하고 정보를 전달하려는 故意가 있어야 한다. 따라서 受報者가 정보를 이용할 가능성이 전혀 없다고 믿거나 믿을만한 상당한 이유가 있으면 提報行爲의 故意性이 결여되어 情報利用行爲의 성립을 인정할 수 없다.

補助行爲의 경우에는 그 지휘·감독하는 使用者에게 使用人등이 정보를 이용할 수 없도록 예방조치를 할 의무에 대한 인식이 있고 나아가 방지를 懈怠한 데 대한 고의나 과실이 있어야 한다.

(2). 利得의 目的

정보이용행위에 내부자가 利得의 目的이 있어야 하는가에 대하여는 이를 부인하는 것이 타당하다. 내부자거래는 투자자의 情報上的 平等을 방해하면 그것만으로 構成要件이 充足된다 할것이므로 따로 이득의 목적은 요하지 아니하기 때문이다¹²⁾.

다. 相對方의 損害發生

증권거래법 제188조의2에는 거래상대방이 損害를 입는 것을 내부자거래의 요건으로 明示하지 않았으나, 제188조의3에 内部者의 賠償責任규정이 新設된 점으로 미루어 상대방의 손해발생을 성립요건으로 인정한 취지로 해석할 수 있다. 만일 내부자거래로 인하여 상대방이 손해를 입지 않았다면, 결국 그 정보는 중요한 정보가 아니므로 内部情報가 아니었으며 따라서 相對方의 情報平等接近權도 침해받지 않았다고 보게된다.

손해액의 算定은 사실상 어려운 문제로서 우리法에는 아무런 규정이 없다. 美國은 오랜 判例를 통하여 差額算定法(Out-of-Pocket Measure)과 實損算定法(Cover Measure)이 양립하고 있다. 前者는 당사자간의 실제 賣買價格과 유가증권의 實質價值(true value)와의 差額을 손해액으로 보고, 後者는 실제 買受價格과 相當한 期間(reasonable time)이 경과한 후의 最低價格과의 차액이나 실제 매도가격과 상당한 기간이 경과한 후의 最高價格과의 차액을 손해액으로 본다. 前者는 장외시장에서 일어난 相對賣買의 손해액 산정에는 적합하지만 거래소시장의 매매에는 부적합하고, 後者는 相當한 期間이 경과한 후의 價格을 어떻게 결정하는가 하는 부분에 難點이 있다. 한편 「캐나다」는 정보가 공개된 후의 20일간의 平均株價를 標準으로 하여 손해액을 산정하는 방법을 法定하고 있다. 생각컨대 주가는 하루 앞을 예측할 수 없는 성질을 가지고 있어서 特定日의 始價나 終價로 標準을 삼는 것은 타당하지 못하므로, 정보공개시점으로 부터 2주간 동안의 平均價格을 표준으로 하는 것이 적당하다고 본다¹³⁾.

12) 同旨: 丁周煥, 앞의 글, 177쪽.

13) 株價는 매우 민감하여 정보공시를 전후하여 情報가 價格에 모두 반영되고, 시간이 경과하면 종전가격으로 복귀하는 경향이 있으므로 20일간의 기간은 너무 길다고 본다. 한편 정보가 공시되는 즉시 주식을 매매하는 기술은 일반투자자에게는 기대하기 어려우므로 2주간 동안의 평균주가를 기준으로 함이 무난하게 보인다.

5. 違反의 效果

가. 民事法的 效果와 損害賠償制度

내부자거래행위가 증권거래법에 의하여 규제된다는 것을 근거로 당해거래행위의 효력이 영향을 받는 것은 아니므로 증권거래자체는 다른 瑕疵가 없는 한 有效하다고 본다. 그러나 내부자거래가 民法상의 詐欺行爲 또는 不法行爲라는 사실을 근거로 하여 상대방이 내부자를 상대로 매매거래의 取消나 損害賠償請求를 할 수 있는 것은 당연하다. 특히 場外去來는 상대방의 確定이 용이하므로 이러한 민법상의 청구가 가능하지만, 거래소매매의 경우에는 매매당사자를 確定하는 과정이 복잡하여 실제로 누가 내부자의 相對方이었는가를 일반 投資者는 모르고 있으므로 민법상의 구제방법은 實效性이 적다.

증권시장을 이용하는 投資者가 내부자의 정보이용으로 정보평등접근권이 침해되고 損害를 본 경우에 이를 보호하기 위해서는 증권거래법상 권리침해를 보상받을 수 있는 구제책이 필요하다. 이러한 취지에서 증권거래법 제188조의3은 내부자거래를 한 內部者는 당해유가증권의 매매 기타 거래를 한 者가 그 매매 기타 거래와 관련하여 입은 損害를 賠償할 責任을 진다고 규정하여 내부자의 손해배상책임을 인정하고 있다. 이러한 민사법적 손해배상제도는 민법상의 청구권과는 별개의 것이므로 상대방은 실효성 있는 쪽을 行使할 수 있도록하여 상대방보호에 노력하고 있다.

나. 刑事處罰制度

개정前의 증권거래법 제208조는 내부자거래의 주체를 3년이하의 징역 또는 2천만원이하의 罰金에 처하도록 하였으나, 이번개정에서는 벌금액을 引上하여 내부자거래로 얻은 利益 또는 회피한 損失額의 3배에 해당하는 금액이 2천만원을 초과하는 때에는 그 이익 또는 손실액의 3배에 상당하는 금액 이하의 罰金에 처하도록 하였다.

이개정은 내부자거래의 規模가 큰 경우에는 罰金을 加重시켜 내부정보를 이용하

려는 투기꾼의 시도를 사전에 封鎖하자는 취지에서 이루어진 것으로 보인다. 이러한 입법은 미국이 1984년개정에서 벌금액을 1만 「달러」에서 10만「달러」로 인상하면서 別途로 内部者거래에서 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 3배를 초과하지 않는 범위의 民事制裁金을 부과하여 내부자에 대한 규제를 강화한 태도와 취지를 같이한다 그 후 미국은 1988년개정에서 다시 징역형을 5년에서 10년으로 강화하고 벌금형도 10만 「달러」에서 1백만「달러」로 인상하여 점점 규제의 강도가 높아지고 있다. 우리는 미국의 民事制裁金제도는 도입하지 않고 기존의 罰金額을 인상하는 방법을 택하여 賣買利益의 3배액에 해당하는 罰金을 부과하도록 함으로써 懲役刑을 겁내지 않는 투기업자의 정보이용에 제동을 걸고있다.

다. 行政的 規制

증권거래법 제193조는 上場法人이 내부자거래금지에 관한 법규나 이 법에 의한 명령이나 규정 또는 증권관리위원회의 명령을 위반한 때에는 동위원회가 그 법인의 주주총회에 대하여 任員의 解任을 권고하거나 일정기간 有價證券의 發行을 制限하는 등 필요한 행정조치를 하도록 규정하고 있다. 증권관리위원회의 임원에 대한 해임권고는 강제성을 띤 것은 아니지만, 동위원회가 상장기업과 증권거래소를 관장하는 입장에 있으므로 실질적인 규제방법으로 효과적이다.

라. 會社의 賣買差益返還請求權

미공개된 내부정보는 당해주식회사의 無形資產이므로 내부자가 이를 利用하여 얻은 利益은 果實이 元物의 소유자에게 반환되듯이 당해 회사에 반환되어야 한다. 따라서 내부정보를 생산한 주식회사는 내부자를 상대로하여 民法 제102조를 근거로 한 賣買差益返還請求를 할 수 있다.

이 差益返還請求權은 제188조의 短期差益返還請求와 重複되는 경우도 있으나 兩

請求權의 병존을 부정할 이유는 없다고 본다.

제4. 時勢操縱行爲의 規制

1. 證券投資의 投機性과 株價操作

증권거래는 시세의 차이로 이해가 엇갈리는 대표적인 거래로 항상 약간의 投機性이 내재되어 있다¹⁴⁾. 일반적으로 投機는 시세변동에서 발생하는 時勢差益을 얻고자 하는 거래로 미래에 얻을 매매차익이 偶然한 事件에 左右된다는 점에서 投資와 구별되고 있다. 모든 경제적인 投資가 미래에 얻을 合理的인 期待利益을 目標로하고 있으나 주위상황이 豫想했던대로 전개되는 것이 아니므로 偶然性이라는 요소가 증권투자에도 내재하고 있다. 株價變動도 이와 같아서 주식시세의 등락이 회사의 收益性과 將來性에 비례하여 움직이는 것이 원칙이지만 때로는 예기치 못한 需要와 供給物量의 변화로 株價가 돌발적으로 변동하는 경우가 있으며, 예상밖의 주가변동시에 매매차익을 얻고자 주식을 매매하는 投資者를 모두 투기꾼이라고 비난할 수는 없다. 즉 株式投資에는 투기성이 작용할 것을 어느 정도 예상하고 있다고 할 수 있다. 따라서 자유로운 競爭賣買로 證券時勢가 형성되는 限은 가격의 등락에 따라 약간의 투기성매매가 개재하더라도 이에 대하여 法律이 관여할 성질은 아니며, 증권거래법도 투기를 전면적으로 금지하는 입장은 아니다.

그러나 주식거래가 賣買差益의 취득에만 급급한 나머지 過度한 投機去來로 주가가 영향을 받거나 증권의 公正한 時勢形成을 저해할 경우에는 健全한 證券市場과 선량한 一般投資者를 保護하기 위하여 이를 禁止할 필요가 있다. 주식투자자가 有無

14) 1903년에 「뉴욕」증권거래소의 거래증 약 3분의1이 시세조종행위라는 기록이 있는 것을 보면 투기거래의 역사는 증권시장의 역사와 그 시작이 거의 같을 것이다. S.Pratt, The Work of Wall Street(1903)48.

價增資나 年末의 利益配當에 대하여는 흥미가 없고 오직 時勢差益을 얻는데만 관심을 가지게 되면 증권시장은 株價를 恣意的으로 操縱하는 투기꾼의 賭博場으로 변하여 시장 본래의 기능을 상실하고 공익과 투자자의 이익은 보호받지 못할 것이므로, 증권거래법은 과도한 투기거래를 금지하는 기본태도를 제54조에서 分明히 밝히고 있다¹⁵⁾. 이러한 投機거래는 去來相對方을 매매거래에 유인할 目的으로 證券時勢를 恣意적으로 操作하거나 또는 조작하려고 試圖하는 행위를 유발하게 되고, 이와같이 時勢差益을 얻을 목적으로 人爲적으로 주식물량의 需要供給을 조작하거나 風說 기타 여러가지 방법으로 時勢를 恣意로 騰落시켜서 他人으로 하여금 그 時勢가 공정한 시세인 줄 誤認토록 하여 종국적으로 투자자로 하여금 조작된 不公正價格으로 거래하도록 꾀하는 時勢操縱行爲(Manipulation)를 야기시킨다.

2. 時勢操縱行爲의 性格

시세조종행위를 禁止하는 목적은 증권거래소시장의 유가증권거래에서 時勢操縱者(manipulator)의 人爲적인 價格操作을 排除하고 자유로운 경쟁매매를 통하여 公正價格을 형성시키는 데 있다. 자유로운 競爭賣買를 통하여 공정한 증권가격이 형성되는 즉 人爲적인 價格操縱이 없는 자유로운 거래소시장이야말로 證券去來法이 理想으로 삼고있는 健全한 증권시장의 모습이다.

증권거래법 제105조가 금지하는 時勢操縱의 意義가 무엇인가는 法文上으로 보아서 명백하지 아니하다. 時勢操縱行爲의 本質이 공공성이 강한 거래소시장에서 恣意的으로 價格을 操作하려는 行爲에 있는 것이나, 아니면 투자자를 誘惑하여 불공정가격으로 매매하도록 誘引하려는 行爲에 있는 것이냐에 대하여는 異論의 여지가 있다. 이 문제를 해결하기 위하여는 먼저 제105조의 내용부터 분석할 필요가 있

15) 제54조는 증권관리위원회가 대통령령이 정하는 바에 의하여 過度한 投機去來의 防止와 公益 또는 投資者의 保護를 위하여 증권회사에 대하여 필요한 명령을 할 수 있다고 규정하여, 투기의 과열현상을 경계하고 있다.

다. 준정부기관인 韓國證券去來所의 설치와 관리를 규정한 제6장에 위치하고 있는 제105조는, 虛僞表示를 금지하는 제2항제3호, 제4항제1호 및 제2호를 時勢操縱을 금지하는 다른 항목들과 함께 규정하고 있어서, 이 때문에 虛僞表示가 포함된 행위도 時勢操縱행위로 분류될 수 있고, 또 실제로 이 虛僞表示행위의 일부분을 時勢操縱행위에 포함하는 견해도 있다¹⁶⁾.

미국은 1934년법 제9조에 時勢操縱禁止規定을 두고 또 제10조b항에 時勢操縱 또는 詐欺的手段이나 策略을 이용하는 것을 禁止하는 規定을 두고있어서 실제로 시세조종행위는 이 두개 條文과 SEC규칙10(b)-5에 의하여 규제되고 있다. 이와같이 1934년법과 SEC규칙에 時勢操縱이라는 용어가 명시되어있는 미국의 경우에도 그 정확한 의미가 불명하다. 美國의 聯邦大法院은 1976년에 있는 Ernst & Ernst v. Hochfelder 사건의 판결에서 「時勢操縱的(manipulative)」이라는 용어에 대하여 「證券價格을 操縱하거나 人爲的으로 影響을 주어서 相對方인 투자자를 속이고자하는 意圖的이거나 故意的인 행위」라고 설명하였고¹⁷⁾, 그 다음해인 1977년의 Santa Fe Industries v. Green사건의 판결에서는 「時勢操縱行爲(manipulation)」은 「假裝賣買, 通情賣買 또는 價格固定과 같이 시장기능에 人爲的인 影響을 주어서 相對方인 투자자를 誤導하려는 행위」라고 定義하고 있다¹⁸⁾.

미국은 종래에는 제9조a항2호에 규정한 共謀操作(pool manipulation)이 시세조종행위의 대표적인 방법이므로 同條同項에 의하여 시세조종행위를 규제하였으나, 최근에는 제10조b항을 併用하거나 아예 제10조b항만으로 規制하는 경향이 있다. 그 이유는 제9조a항2호의 구성요건인 「他人을 去來에 誘引할 目的」을 立證하기 곤란할 뿐 아니라 1980년대 以後에 등장한 Penny Stock과 관련한 불공정거래를 전통적인 시세조

16) 安文宅, 증권거래법체계, 育法社, (1985), 248쪽은 제105조제2항제3호의 虛僞表示행위를 표시에 의한 시세조종행위에도 분류하고 있으며, 辛永茂 증권거래법 (서울대학교 출판부, 1988), 300쪽도 같은 태도이다.

17) Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185 (1976).

18) Santa Fe Industries v. Green, 430 U.S. 462 (1977).

종금지조항인 제9조a항2호로는 규제하기 어려운 점을 勘案하여 사기거래를 금지하는 일반규정인 제10조b항을 사용하게 된 것이다¹⁹⁾. 이와같이 미국은 時勢操縱행위와 詐欺행위를 다 같이 詐欺禁止規定인 제10조b항과 SEC규칙10(b)-5로 일괄하여 처리하므로 일부러 시세조종과 증권사기를 구별할 實益이 없어졌지만, 法理上으로는 時勢操縱行爲와 證券詐欺行爲는 법률개념이 相異하므로 兩者의 법률적 성격은 구명되어야 한다.

생각컨대, 用語上으로 보아서 時勢操縱行爲는 株價操作을 통하여 상대방을 거래에 유인하려는 행위라면, 證券詐欺行爲는 虛僞表示에 의하여 상대방을 거래에 유인하려는 행위로, 종국적인 목적은 둘 다 投資者를 賣買에 誘引하여 불공정가격으로 거래하도록 하여 부당한 이득을 취하는 것이다. 이와같이 兩行爲는 같은 目的을 가지고 있으나 行爲의 態樣이 서로 다르므로 일단 구별이 가능하다.

3. 第105條와 時勢操縱行爲

한편 증권거래법 제105조는 韓國證券去來所編인 제6장에 위치하고 있으므로 그 적용범위가 證券去來所의 매매거래에 한정되는 것으로 해석할 수 밖에 없고, 동시에 題目이 「시세조종等 불공정거래의 금지」로 명시되어 있으므로 시세조종과 증권사기 행위를 一括하여 금지하는 一般條項으로 봄이 타당하다. 즉 그 내용에는 미국의 1934년법 제9조a항과 제10조b항이 모두 포함되어 있고, 이번 改正이 있기 前에는 內部者去來禁止조항도 同條제4항제3호에 자리잡고 있었던 점을 보더라도 증권불공정거래에 관한 일반조항으로서의 성격이 들어난다.

19) Penny Stock은 미국의 場外市場에서 거래되는 주로 5「달러」이하의 주식을 가리키는데, 이것을 인수한 증권회사가 주가를 急騰시키고 투자자에게 매수를 권유하는 사이에 시세조종자는 高價로 대량매도하는 불공정거래가 80년대 후반부터 전국적으로 유행하자, SEC는 1988년10월에 「페니.스톡」시세조종행위방지를 위한 방법을 强구하였고 1990년10월에는 「페니.스톡」규제를 강화하는 법률개정(Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990)이 있었다.

時勢操縱 기타 不公正去來의 방법은 다양하여 언제나 새로운 不正手法이 등장할 위험성이 常存하기 때문에, 처음으로 이를 규제한 美國의 1934년법 제9조a항과 제10조b항 및 SEC규칙10(b)-5는 發生 가능한 모든 불공정거래의 類型을 總網羅하였기 때문에 다소 복잡하게 짜여있다. 이를 繼受한 日本의 證券取引法은 제58조에 詐欺的 행위를 제125조에 時勢操縱行爲를 규정하였으며, 우리 證券去來法은 이러한 두종류의 불공정거래행위를 제105조에 함께 규정하여 체계적인 분류가 없는 형편이다. 따라서 우리는 현행 제105조의 규정내용을 명확하게 해석하기 위하여 먼저 규정내용을 합리적으로 再分類할 필요가 있다.

證券去來法 제105조는 4개항에 걸쳐서 모두 9種의 불공정거래행위를 그 行爲目的에 따라 분류 정리하고 있으나 그 조항의 내용이 서로 重複되기도하고분류기준이 模糊하여 명확하게 구별이 되지 않고 따라서 그 적용에도 실효성을 기대하기 어렵다. 제105조의 규정은 제4항제2호의 詐欺행위를 제외하고는 모두 일종의 目的犯으로 규정되어 있어서 그 違法性의 근거를 不法의 目的에서 찾는 견해도 있다²⁰⁾. 이 제105조의 각종行爲를 詐欺性을 기준으로 분류하면 詐欺的 성격을 띤 제2항제3호, 제4항제1호 및 제4항제2호의 虛偽表示行爲와 기타의 價格을 조작하려는 時勢操縱行爲에 분류할 수 있다. 詐欺性을 띤 행위는 價格造作행위보다는 共通點이 보다 강하므로 먼저 이를 詐欺행위로 분리하여 나머지 時勢操縱행위와 구별하고, 다시 時勢操縱행위는 행위의 태양에 따라 분류하고 詐欺행위는 증권사기라고 불러서 일반사기와 구별한다. 따라서 제105조의 규제대상인 不公正行爲를 세분하면 다음과 같다.

時勢操縱行爲

- 1 . 共謀操作: 제2항 1호,
- 2 . 通情賣買: 제1항 1호와 2호,

20) 辛永茂, 앞의 책, 295쪽은“제105조제4항제2호를 제외하면 그 자체로는 위법이 아니고 법률이 정한 一定한 不法의 目的을 가지고 행하여진 경우에만 違法하게 된다”고 하여 目的犯으로 해석하고 있다.

3. 假裝賣買: 제1항 3호

4. 風說流布: 제2항 2호,

5. 安定操作: 제3항,

詐欺行爲

1. 證券詐欺: 제2항 3호, 제4항 1호와 2호

2. 一般詐欺: 民法, 刑法

以下에서 시세조종행위를 分說하고, 사기행위는 따로 章을 바꾸어 설명하기로 한다.

4. 時勢操縱行爲의 種類

가. 共謀操作(pool manipulation)

증권거래법 제105조 제2항제1호는 「유가증권시장에서의 매매거래를 誘引할 목적으로, 단독으로 또는 他人과 共謀하여 유가증권의 매매거래가 盛況을 이루고 있는 듯이 誤認하게 하거나 그 시세를 變動시키는 賣買去來 또는 그 위탁어나 수탁을 하는 것」을 금지하고 있다. 이 조항은 現實賣買에 의한 時勢操縱行爲로서 美國 1934년법 제9조a항2호에 규정된 pool manipulation을 계수한 것으로, 日本의 證券取引法 제125조 제2항1호와 같은 내용이다. 다만 美國과 日本이 [with] 또는 「共同으로」라고 표기된 것을 우리는 「共謀」라고 다르게 표기한 것과, 또 [a series of transaction] 또는 「一連의 賣買去來等」이라고 표기된 것을 「賣買去來」라고 간단하게 표기하여 連續性을 뺀 것이 우리법의 특징이다.

원래 타인을 증권거래에 誘引하려면 첫째 매매가 盛況을 이루어 투자의욕을 자극하거나, 둘째 가격이 매수하기에 적당한 수준으로 下落하거나, 셋째 매도하기에 적당한 수준까지 上昇하여야 한다. 共謀操作은 이러한 與件을 인위적으로 造成하려는

意圖적인 매매행위이므로 보통은 多數人이 共謀하여 특정종목을 집중적으로 買受.매도하여 가격을 上昇, 하락시키는 방법이 시세조종행위중 가장 흔한 형태가 된다.

행위주체는 單獨으로도 가능 하므로 多數人이 공모한 사실이 없는 경우에는 행위자 個個人이 공모조작의 주체가 된다. 따라서 共謀라는 표현이 정확한 표현은 아니지만 보통은 共謀한 多數人이 共同으로 步調를 맞추지 않으면 시세조종이 어려운 昨今の 거래소시장의 실정을 감안 한다면 共謀操作이 적당한 표현이라 생각된다.

투자자를 매매거래에 유인할 目的이 있어야 하므로 매매거래를 유인할 정도로 조종행위가 連續性이 있어야 한다. 미국 SEC는 최소한 3회이상의 매매행위가 있어야 a series of transaction이 된다고 하고, 학설에 따라서는 2회이상이면 충분하다는 견해도 있다²¹⁾.

우리법은 連續性을 법문에서 삭제하였으므로 굳이 매매의 回數에 구애받을 필요가 없이 賣買誘引의 目的이 인정되면 단 1회의 매매로도 공모조작의 성립을 인정해야 한다.

공모조작의 결과 매매유인의 成功여부는 불문에 붙인다.

自己株式의 買受는 商法상 금지되어 있으므로 자기주식을 매수하는 경우에는 원칙적으로 공모조작이 성립한다고 볼 수 있다.

나. 通情賣買(matched orders)

제105조 제1항제1호와 제1항제2호는 「유가증권의 거래가 盛況을 이루고 있는듯이 誤認하게 하거나 기타 타인으로 하여금 그릇된 判斷을 하게 할 目的으로, 자기가 매도(혹은 매수)하는 같은 시기에 그와 같은 가격으로 타인이 그 유가증권을 매수(혹은 매도)할 것을 사전에 그쪽과 通情한 후 매도(혹은 매수)하거나 그러한 행위를 위탁 또는 수탁하는 것」을 금지한다. 이조항은 現實賣買去來가 있기는 있었으나 그것

21) 1945년 「기타.비호데이회사에 관한 사건에서 SEC가 내린 심판에서 3회의 거래로 a series of transaction을 인정하였고,

이 매매당사자간에 通情한 내용에 따라 동일 유가증권에 대하여 同一수량이 同一시기에 同一가격으로 매매가 이루어지는 것을 금지한 1934년법 제9조a항1호(B)와 (C)를 계수한 것으로, 日本證券取引法 제125조제1항제4호와 제5호의 내용과 같다. 다만 일본은 미국을 본받아서 同條同項의 제6호에 先物去來의 통정매매를 또 同條同項의 제7호에 選擇權(option)去來의 통정매매를 금지하는 규정을 신설하였는데 이러한 종류의 통정매매를 인정하고 있는 것은 각국의 거래실정이 서로 다르기 때문이지만, 우리도 선물거래와 선택권거래가 논의되고 있는 時點이니 법개정으로 이를 금지할 필요가 있을 것이다.

通情賣買는 複數當事者가 現實賣買를 통하여 거래량과 가격을 각본대로 조작하는 방법으로, 거래소시장이 小規模인 시절에는 가장 效果가 확실한 시세조종행위였으며 아직도 去來量이 적은 증권에는 이용될 위험성이 많다.

다. 假裝賣買(wash sales)

제105조제1항제3호는 통정매매와 같은 목적으로 「유가증권의 매매거래에 있어서 그 권리의 이전을 목적으로 하지 아니하는 假裝된 매매거래를 하거나 그러한 행위를 위탁 또는 수탁한 것」을 금지한다. 이 규정은 1934년법 제9조a항제1호(A)를 계수한 것으로 日本證券取引法 제125조제1항제1호와 같은 내용이다.

假裝매매는 投資者一人이 同一매매거래에서 同一시기에 同一가격으로 買受와 賣渡를 같이하여 兩당사자의 役割을 겸하는 경우로서, 外觀上으로는 매매가 있었으나 實質的인 권리의 이전이 없는 매매이다. 이 가장매매는 실질적으로는 現實賣買가 일어나지 않았으므로 어디까지나 賣買記錄만 존재하는 매매이지만 시세를 조작하는 방법으로는 통정매매와 같이 效果가 확실한 종류에 속한다. 그러나 이 방법도 오늘날과 같은 대형 증권시장에서는 사용에 상당한 기술을 요하므로 거래량이 적은 경우에만 가능성이 있다.

라. 風說流布

제105조제2항제2호는 유가증권시장에서의 매매거래를 유인할 목적으로 당해유가증권의 時勢가 자기 또는 타인의 市場操作에 의하여 變動한다는 말을 流布하는 것을 금지하고 있다. 이 규정은 1934년법 제9조a항제3호와 제5호를 계수하면서 일본이 증권취인법 제125조제2항제2호에 한개 조문으로 省略한 것을 그대로 답습한 것이다. 원래 1934년법제9조a항제3호는 시세를 騰落시킬 목적으로 市場操作(market operation)에 의하여 株價가 騰落할 것이라는 風說을 日常의 業務中에 流布하여 증권매매를 유인하는 행위를 금지하는 것이고, 同條同項제4호는 이러한 風說을 報酬를 받고 流布하는 것을 금지하는 것으로, 제4호의 風說流布者는 제3호의 風說流布者로 부터 보수를 받고 유포행위를 하는 者이다.

風說의 眞僞여부는 묻지 아니하며, 유포한 風說을 상대방이 믿었는지 아닌지도 불문에 불린다.

流布는 不特定多數人을 상대로 전파시키는 것이므로 자기의 가까운 親知에게만 정보를 제공한 경우는 流布가 아니다.

마. 安定操作(stabilization)

안정조작은 유가증권시장에서 증권 時勢를 固定시키거나 安定시킬 目的으로 매매거래하는 시세조종행위로서 내용상 共謀操作과 같은 類型이다. 이러한 시세조종도 原則적으로 禁止되고 있으나, 증권거래법은 例外的으로 유가증권의 모집 또는 매출을 圓滑하게 하기 위한 경우에는 일정한 기간을 정하여 許容하고 있다. 증권거래법 제105조제3항은 「누구든지 단독 또는 공동으로 대통령령이 정하는 바에 위반하여 유가증권의 時勢를 固定시키거나 安定시킬 目的으로 유가증권시장에서의 매매거래 또는 그 위탁이나 수탁을 하지 못한다」고 하여 원칙적으로 안정조작을 금지하는 입장을 취하고 있다.

주가의 騰落을 防止하는 것도 人爲的인 時勢操縱이므로 자유로운 공정가격의 형성을 방해하는 불공정행위임에 틀림이 없다. 그러나 1976년에 증권거래법개정으로 주식을 時價發行하는 제도가 도입되자, 주식회사의 자금조달을 원활하게 하도록 하자면 그 時價를 고정하여 下落되지 않도록 할 필요가 생겼고 이를 위하여 유가증권의 모집·매출시에 안정조작을 제한적으로 인정하게 되었다. 이 안정조작은 당해법인의 資金調達의 목적달성을 위하여 예외적으로 인정하는 것이므로 증권거래법시행령과 시행규칙이 허용하는 경우에만 허용되고, 보통의 경우에는 공모조작이 된다.

5. 違反의 效果

時勢操縱者는 제106조에 의하여 조작된 가격으로 당해유가증권을 매매거래 (또는 위탁)한 者가 입은 損害를 배상할 민사상의 책임을 진다. 그러나 당해 매매거래자체는 유효하다고 함은 내부자거래의 경우와 같다.

또한 제208조에 의하여 3년이하의 懲役 또는 2천만원 이하의 罰金에 처한다. 다만 내부자거래에서 인정하는 벌금액의 3배가중 방법이 없는 것이 내부자보다 제제가 가벼운 점이다. 上場法人이 시세조종자인 경우에는 증권관리위원회가 任員의 解任을 권고하거나 일정기간 有價證券의 發行을 制限할 수 있음은 내부자거래의 경우와 같다.

제5. 詐欺行爲의 規制

1. 證券去來와 詐欺行爲

내부자거래와 시세조종행위 이외에 증권거래법이 明文으로 금지하는 행위에 증권

거래와 관련된 詐欺행위가 있다. 일반적으로 증권거래에서 발생하는 普通의 사기행위는 民法과 刑法에 의하여 규제를 받으나, 거래소시장에서 발생하는 이른바 證券詐欺행위는 민형법상의 사기규정으로는 효과적으로 규제하지 못 하기 때문에 증권거래법 제105조가 특별히 이를 규제하고 있다.

그러나 不公正去來에 대한 일반금지규정인 제105조는 去來所賣買에서 발생하는 시세조종행위와 증권사기행위만을 禁止하는 규정이므로, 場外賣買에서 발생한 시세조종행위나 證券詐欺행위는 일반 민형법상의 사기행위의 구성요건을 갖추지 않는 한 처벌방법이 없다. 場外市場의 증권매매에서 내부자거래는 처벌하면서 그것과 같은 종류에 속하는 불공정거래인 시세조종과 증권사기는 처벌하지 아니하는 현행 증권거래법의 입장은 공정가격의 형성보장 보다는 당사자간의 去來能力의 平等을 重視하는 것 같다.

2. 詐欺의 態樣

거래소시장에서의 사기행위는 일반적인 사기와 증권거래에 특유한 사기로 나누어서 후자를 증권사기라고 특별히 취급할 필요가 있다. 즉 兩者 모두 자기 또는 타인의 부당한 利益을 위하여 虛偽表示로 상대방을 欺妄하여 錯誤에 빠트리고자 하는 점은 동일하나, 나머지 구성요건인 상대방의 錯誤와 그로 인한 매매거래의 成立과 利益의 取得등의 요건에 대하여 證券詐欺에서는 이러한 要件을 완화하고 있다. 따라서 兩者는 이론상 구별될 수 밖에 없다.

가. 證券詐欺

제105조는 증권사기행위를 금지하고자 1982년개정시에 제4항을 신설하였다. 그리하여 제2항제3호의 虛偽表示행위와 제4항제1호의 虛偽情報流布행위와 제4항제2호의 證券詐欺행위가 추가되어서 세가지 종류의 증권사기행위를 인정하고 있다²²⁾.

同條제4항제2호가 증권사기의 원칙적인 형태라면, 제4항제1호와 제2항제3호는 요건 중에 利益의 取得이 없는 형태이다.

沿革상으로 보면 제105조제4항제2호는 日本證券取引法제58조제2항을 답습한 것이고 日本은 美國의 SEC규칙10(b)-5의(3)을 계수한 것이다. 또 제2항제3호는 1934년법 제9조a항제4호를 그대로 답습한 것으로 일본법 제125조제2항제3호와 동일하다. 다만 제4항제1호는 미국이나 일본의 어느 特定條項을 그대로 답습한 것이 아니고 일본법 제58조제3호와 미국의 SEC규칙10(b)-5를 근간으로하여 제반형태의 허위표시행위를 종합한 독특한 규정이다.

a. 狹義의 證券詐欺

제105조 제4항제2호는 유가증권의 賣買 기타 去來와 관련하여 重要な 事項에 관하여 虛僞의 表示를 하거나 필요한 事實의 表示가 漏落된 문서를 이용하여 타인에게 誤解를 誘發하게 함으로써 금전 기타 재산상의 利益을 取得 하는 것을 금지하고 있다.

이 규정은 유가증권의 매매거래와 관련하여 欺妄行爲와 利益의 取得만을 구성요건으로 명시하고있지만, 不當利得의 目的은 허위표시를 「이용하여 타인에게 오해를 유발하게 하는」행위에서 충분히 인정된다. 따라서 상대방의 錯誤와 그로 인한 賣買去來의 成立을 要하지 아니하는 점에서 민형사상의 사기와 相異하다고 할 수 있다. 즉 타인의 誤解여부와 그 誤解에 의한 去來의 成立여부를 묻지 아니한다. 거래소거래에서는 거래상대방의 錯誤사실의 존부와 錯誤와 賣買成立 사이의 因果關係를 증명하기가 어려우므로 효율적으로 증권사기행위를 규제하기 위하여 법이 특별히 이 要件을 완화한 것이다.

22) 제105조제2항제3호는 증권시장에서의 매매거래를 유인할 목적으로 당해 유가증권의 매매에 있어서 중요한 사실에 관하여 고의로 허위이거나 오해를 유발하게 하는 표시를 하는 것을 금지하는 규정인데, 이 규정을 「表示에 의한 時勢操縱」으로 분류하는 견해도 있으나 행위가 虛僞表示를 요건으로 하고있으므로 詐欺로 분류하는 것이 타당하다. 安文宅, 앞의 책, 248쪽.

b. 虛偽情報流布

제105조 제4항제1호는 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 부당한 이득을 취득하기 위하여 고의로 虛偽의 시세 또는 虛偽의 사실 기타 풍설을 流布하거나 僞計를 쓰는것을 금지하고 있다.

이 규정은 欺妄行爲가 虛偽情報를 流布하는 방법으로 이루어지는 특징을 가지는 증권사기행위이다. 이 허위정보유포행위는 不當利得의 目的과 欺妄行爲는 존재하나 이익의 취득을 불문하는 점에서 증권사기 보다 구성요건이 가일층 완화된 점이 특색이다.

c. 虛偽表示行爲

제105조 제2항제3호는 유가증권시장에서의 매매거래를 유인할 목적으로 당해유가증권의 매매에 있어서 중요한 사실에 관하여 고의로 허위이거나 오해를 유발하게 하는 표시를 하는 것을 금지한다.

이 허위표시행위는 賣買誘引의 目的과 虛偽表示만 있으면 성립하나, 매매유인은 결국 不當利得의 目的으로 하는것이므로 이 규정도 利益의 取得이라는 요건을 완화된 것이다. 虛偽情報流布와 다른점은 기망행위의 樣相에 차이가 있을 뿐이므로 입법론상 兩조항은 하나로 정리하는 것이 바람직 하다.

적인 요건은 주위상황에서 증명할 수 있으므로 본조항이야 말로 가장 효율성이 있는 증권사기규제방법이라고 할 수 있다.

나. 일반적인 詐欺行爲

去來所거래 뿐 아니고 場外거래에서도 民刑法上의 詐欺가 성립되면 민법에 기한 損害賠償책임이나 형법에 의한 處罰을 免할수 없음은 물론이다. 특히 장외시장에서 일어나는 시세조종행위나 사기행위는 제105조의 적용범위 밖이므로 이러한 場外市場의 사기행위 규제에는 민법에 의한 손해배상제도와 형법에 의한 처벌만이 유일한 規

制방법이 된다.

3. 違反의 效果

민사법상 證券詐欺行爲는 일반법상의 取消원인이 없는 한 有效하다.

제105조의 證券詐欺行爲者는 증권거래법 제106조에 따라서 상대방의 손해를 배상하여야 하고, 제208조에 따라서 3년 이하의 징역 또는 2천만원 이하의 벌금에 처한다는 점은 시세조종행위의 경우와 같다.

민형법상의 詐欺行爲者는 일반적인 원칙에 따라 민사 또는 형사상의 책임을 지고, 詐欺行爲 그 자체는 取消가 가능하다.

제6. 結 語

株式에 대한 모든 종류의 不公正去來는 증권시장에서 당사자의 去來能力의 平等성을 파괴하고 公正價格의 形成을 妨害하여 공정한 주식거래를 위협한다. 공정한 주식거래를 위하여는 事後에 불공정행위를 철저히 處罰하는 方法도 있고 事前에 불공정행위가 발생하지 않도록 未然에 防止하는 方法도 있으므로 이 두가지 방법이 상호보완 작용을 할 때에 효과적으로 공정거래가 이루어 질 것으로 보인다.

事後에 강력한 규제수단들을 정비하여 투자자의 情報平等接近權을 침해하는 內部者去來를 금지하고 동시에 株價를 인위적으로 操作하려는 時勢操縱行爲를 봉쇄하고 나아가 虛僞表示행위를 자행하는 證券詐欺를 근절한다고 하더라도 반드시 공정거래 질서가 확립된다고 볼 수 없고, 실제로 事後規制수단을 활용하여 법을 執行하는데에는 애로사항이 많아서 만족할 만한 성과를 기대하기가 어려운 실정이다.

內部者去來의 규제제도에 관하여 살펴보다라도, 내부자의 特定이 어렵고 또 정보

의 지득과 이용행위의 主觀的 要件을 입증하는 것이 곤란하여 철저한 규제가 힘들다. 보통 犯罪행위는 被害者의 申告로 노출이 되면서 조사가 시작되지만 내부자거래에서는 피해자가 분명하지 않으므로 내부자의 색출은 시작단계에서 부터 證券監督院의 조사에 의지하는 수 밖에 없는 실정이고, 설령 감독원이 조사권을 행사하더라도 假名口座가 허다한 현재로는 관련증권회사의 절대적인 협조가 없이는 내부자를 찾아 내기가 힘들다. 美國의 1988년의 ITSFEA가 내부자거래를 申告한 者에 대한 報償金制度를 채택한 것도 내부자색출의 어려움을 단적으로 나타내고 있다. 또 내부자가 내부정보를 知得하였다든가 故意가 있었다는 사실에 대한 모든 證據는 내부자의 內心에 있고 정보이용의 痕迹을 기술적으로 은폐하기 때문에 처벌하기 위하여는 이것을 정황증거에 의하여 입증할 수 밖에 없는 어려움이 있다. 제188조제2항이 情報知得을 구성요건에서 빼고 形式犯으로 바꾼 것이 이러한 애로점을 잘 대변하고 있다. 또 제188조의2가 비교적 상세한 규정을 두어서 구성요건을 명백히 한 것은 規制의 實效性을 높히면서 동시에 內部者들을 정보이용행위에 가담하지 못하게하여 미리 未然防止하는 효과를 노린것은 긍정적으로 인정되지만, 한편 內部情報의 範圍를 明示한 것을 惡用하여 내부정보의 이용을 合法的으로 僞裝할 위험성도 높아지는 부정적인 측면도 있다.

따라서 내부정보의 이용행위를 근절하려면, 事後에 내부자거래를 적발하는 방법에만 의존하는 것 보다는, 事前에 내부정보를 適時에 公示하여 가능한 한 비밀정보의 未公開期間을 좁히는 강력한 公示制度를 완비하면서 한편으로 내부정보가 社內外에 傳達되는 것을 遮斷하여 그 이용을 미연에 방지하고 행정감독을 철저하게 하는 방법도 병행하는 편이 좀 더 效率的일 것으로 여겨진다. 이번 개정에서 所有株式報告制度를 보완하고 證券管理委員會의 調查權을 證券監督院長에 위임한 것도 이런 차원에서 이루어진 개정이라 하겠다.

時勢操縱行爲를 규정한 제105조의 各項을 현재처럼 目的에 따라 分類하는 것은 理論的으로나 實際的으로나 별 意味가 없다. 모든 시세조종행위가 價格의 人爲的인

조작을 통하여 타인을 증권賣買에 誘引하려는 目的을 가지고 있는데 이러한 目的 이외에 다시 「거래가 盛況을 이루고 있는듯이 誤認하게 하거나 기타 他人으로 하여금 그릇된 판단을 하게 할 目的」이나 「不當利得을 取得하기 위하여」라는 目的등을 기준으로 내세워서 分類하는 것은 전혀 합리적인 分類방법이 아니라고 본다. 따라서 行爲의 特性에 따라 다시 분류하는 것이 각 行爲의 構成要件을 明確히 하여서 법집행의 實效性을 제고하는데 도움이 될 뿐 아니라, 시세조종행위와 증권사기행위를 분명하게 구별할 수 있게되어서 同條제2항제3호의 虛偽表示行爲같은 부분은 同條제4항의 詐欺행위로 분류하여 규정의 정상적인 再配置가 가능하여 진다.

< 參考文獻 >

國內:

- 辛永茂, 證券去來法, 서울대학교출판부, (1988)
 미국의 내부자거래규제제도에 관한 고찰, 증권조사월보, 1987. 11.
- 安文宅, 證券去來法體系, 育法社, (1987)
- 崔先根, 내부자거래규제의 실효성 제고방안, 上場協, 제25호, (1992. 춘계호)
- 丁周煥, 미국의 내부자거래제한 제도, 판례월보, 제186호, (1986. 3)
 내부정보의 부당이용 규제, 上場協, 제25호, (1992. 춘계호)
- 李哲松, 內部者去來의 制限, 상법논총(仁山 鄭熙喆선생정년기념논문집), (1985)
- 朴燦柱, Insider Trading의 규제에 대한 연구, 재판자료, 제24집, (1984)
- 鄭一浩, 내부자거래규제의 개선방안, 증권조사월보, 1984. 2.
- 이승애, 내부자거래의 효율적 예방대책, 증권조사월보, 1991. 2.

國外:

- Loss, Securities Regulation, 2d ed(1961~1967)
- Ratner, Securities Regulation in a Nutshell Series, (1982)
- Aldave, The Misappropriation Theory : Carpenter and its Aftermath, 49 Ohio State, L.J. 373(1988)
- Bornstein & Dugger, International Regulation of Insider Trading, 1987 Colum. Bus.L.Rev. 375(1987)
- Manne, In Defense of Insider Trading, 44 Harv. Bus. Rev. 113(1966)
- Insider Trading and the Law Professors, 23 Vand. L.Rev.547(1970)
- Titus & Carroll, Netting the Outsider : The Need for a Broader Restatement of Insider Trading Doctrine, 8w.New Eng. L.Rev.127(1986)
- Wang, Trading on Material Nonpublic Information on Impersonal Stock Markets : Who is Harmed and Who can Sue Whom Under SEC Rule 10b-5?. 54 S. Cal. L. Rev. 1217 (1981)
- Wu, An Economist Looks at Section 16 of the Securities Exchange Act of 1934, 68 Colum. L. Rev. 261 (1968)
-
- 神崎克郎, 證券取引法, (1980)
- 田中誠二・堀口亘, コメントール證券取引法, (1985)
- 近藤光男, 内部者取引, 證券取引法大系(河本一郎先生還暦記念), 商事法務研究會, (1986)
- 竹内昭夫, インサイダ-取引規制の強化(上)(下), 商事法務, 1142, 1144號, (1988)
- 吉川 滿, 米國における相場操縦規制(1)~(5), 商事法務, 1157, 1159, 1161, 1164, 1168號, (1988)

金融. 證券研究會, 改正證券取引法, (1991)

吉田英都, 相場操縱的行爲禁止規定等のあり方の検討, 商事法務, 1275號, (1992)

證券取引監視研究會, 米國における相場操縱的行爲の現状, 商事法務, 1288號, (1992)

