

內附者去來 規制改善의 效率的인 方案

박 상 봉*

〈목 차〉

- | | |
|---|----------------------------|
| I. 序 論 | 3. 日本에 있어서 關聯法規 解析과 分析 |
| II. 內附者去來 規制의 必要性和 理論的 背景 | 4. 우리 나라의 關聯法規 解析과 分析 |
| 1. 內附者去來 規制의 必要性 | IV. 內附者去來 實態와 改善을 위한 政策 提案 |
| 2. 內附者去來 規制의 理論的 背景 | 1. 內附者去來의 實體 |
| III. 美·日·韓國의 內附者去來 規制制度와 關聯法規 解析과 判例 分析 | 2. 不公正去來 改善을 위한 政策 提案 |
| 1. 美·日·韓國의 內附者去來 規制 制度 比較 | V. 結 論 |
| 2. 美·日·韓國의 關聯法規 解析과 分析 | 참고문헌 |
| | Abstract |

I. 序 論

현재의 증권시장 관련법제는 내부자거래나 미공개 정보를 이용한 불법, 또는 주가조작, 허위 정보의 공시나 유통에 의한 부당행위들에 대해 너무 무력하다. 최근 들어 빈발했던 대재벌 그룹 임직원들이 개입된 주가조작이나 내부거래들이 용두사미처럼 호지부지되고 있는 현실이다.

내부자거래는 시세조종과 더불어 증권시장에서의 대표적인 불공정거래 행위로서 우리나라의 증권거래법 제188조의 2항에 규정하고 있다. 특히, 내부자거래의 경우 증권시장의 불균형을 초래하여 내부자가 회사경영에 관한 미공개정보를 이용하여 주식을 거래함으로써 이익을 획득

* 지산대학 경영정보과 겸임교수

하여 증권거래의 공정성에 대한 신뢰를 저하시켜 증권시장의 발전에 저해요소가 되고 공정거래의 기반을 무너뜨리는 행위가 이루어지고 있다. 각국에서도 내부자거래의 피해를 인정하여 내부자거래를 규제하는 입법과 함께 집행수단을 강화해 오고 있다.

그러한 노력에도 불구하고 최근의 내부자거래는 증권시장의 규모 확대와 복잡성의 증대로 인하여 그 위법사태가 점점 증가하고 그 기법이 점차 고도로 지능화되어 가고 있어 그 적발의 어려움을 겪고 있다. 결국 내부자거래는 정보를 모르는 일반투자자의 희생에 의해 부당한 이득을 취하는 부정 내지 사기적 행위로서 증권시장에 대한 투자자의 불신감만 초래하여 증권시장에서의 이탈을 조장하게 된다. 최근의 증권시장도 놀랄 만큼 빠른 양적 성장¹⁾과 주식인구의 급증으로 국민대중의 투자대상의 장이 되어 국민의 관심이 집중되고 있다. 이러한 양적성을 뒤받침하고 국민의 증권시장으로서 지속적으로 발전하기 위해서는 공정한(fairness) 증권거래질서의 정착이 요구되고 있다고 할 것이다.

II. 內部者去來規制의 必要性和 理論的 背景

1. 內部者去來 規制의 必要性

20세기 초 미국에서 내부자거래 규제가 시작되면서 세계 주요국들은 내부자거래에 대하여 허용할 것인가 아니면 규제할 것인가에 대한 양자의 논란이 제기되고 있다. 그러나 현재 대다수 국가가 규제론을 옹호하고 있는 바, 그 논거는 다음과 같다. 즉, 증권시장은 기업에 있어서는 자금조달을, 투자자에 있어서는 주식 또는 사채에 투자함으로써 자산을 운용하는 광장이라 할 수 있다. 이러한 증시의 건전한 발전을 위하여는 증시의 공정성과 건전성에 대한 투자자의 신뢰성이 확보되어야 함이 전제가 된다. 증시를 신뢰하며 안심하고 거래하도록 위하여는 첫째, 발행회사는 투자자가 증권투자의 판단을 정확히 할 수 있는 필요한 정보를 신속·정확하면서 그리고 공평하게 공시함과 동시에, 둘째, 증시에 있어서의 사기적 거래나 시세조작행위 등의 불공정 거래가 금지되어야 한다. 그러나 내부자거래는 중요한 내부정보에 직무상 쉽게 접근할 수 있는 회사관계자 등이 미리 일반투자자들에게 공개되기 전에 그 내부정보를 알고 그 회사가 발행하는 증권을 매매하는 것으로 내부정보를 모르고 매매하는 자와의 사이에는 분명히 불공평한 거래가 이루어지고 있다고 할 수 있다.²⁾

1) 증권거래소, 상장회사와 코스닥시장회시수 : 725(1999년 12월말), 392(1999년 12월말)

2) 한창우, "내부자거래의 효과적 예방대책," 서강대학교 경영대학원 석사학위논문, 1992, pp.8~9.

다시 말해, 내부자거래의 불공평성은 중요정보에 대한 접근이 당해 내부자에게는 가능하나 일반투자자에게는 불가능하다는 점에서 나오며, 나아가 그 접근편익이 정보에 대한 합법적인 독점권(monopoly) 내지 합리적인 특권(privilege)에 의존하는 것이어서 경쟁이 불가능하다는 점에 기인하는 것이다.

이와 같은 이유 때문에 각국은 내부자거래와 같은 불공평한 거래를 금지시키는 방향으로 법 제면 또는 제도면 에서 고심을 하여 왔으며 최근에 와서는 내부자거래의 규제를 점차 강화하는 방향으로 발전되어 온 것이 세계적 추세라고 할 수 있다.³⁾

따라서 내부자가 직무 또는 직위를 이용하여 얻은 정보를 부당하게 이용하는 것은 형평성에서 규제되어야 할 뿐 아니라 증권시장에서 불특정 다수인의 기회가 균등하게 제공되어야 한다는 측면, 특히 정보의 불공평한 이용이라는 내부자거래를 그대로 방치할 경우 시장참여자는 평등원리가 무시됨으로써 증권시장이 불건전한 건전성을 제고시켜 투자자들에게 신뢰성을 회복시켜 자본시장의 효율성을 높이기 위해서는 내부자거래의 규제강화는 반드시 이루어져야 할 것이다.⁴⁾

2. 內部者去來 規制의 理論的 背景

1970년대 Manne와 Willamson의 내부자거래에 관한 법적 규제 논쟁⁵⁾ 이후 내부자거래에 대해서는 사기적이고 시세 조작적인 행위를 방지하기 위한 공익상의 입법이 필요하다는 결론에서 주로 미국의 판례를 통해 규제되기 시작했다. 즉 내부자거래 규제에 관한 이론은 먼저 내부자거래가 가져오는 긍정적 가치를 강조하여 그 규제에 반대하는 입장이 있다. 그에 대한 이론적 근거는 첫째, 내부자는 가치 있는 정보를 만들어내는 역할을 하므로 거기서 생긴 이익은 그 정보를 만든 자에게 돌아가야 하는 대가다. 둘째, 내부자가 내부정보에 근거하여 거래를 하더라도 아무도 피해를 보지 않는다. 셋째, 오늘날 증권에 관련된 정보가 전문가 등에 의해 대량으로 수집·분석되고 각종 통신설비에 의해 신속히 그 정보가 유통되므로 내부자거래에 의해 주는 정보가 공시되었을 경우의 가정에 서서히 접근하므로 정보의 일시적 공시경우보다 일어날 수 있는 대폭적인 가격의 변동을 맞는 유용한 기능을 하다고 거론한다.

반면, 내부자거래에 대한 규제수용이론은 첫째, 내부정보는 회사를 위해 만들어지고 회사를 위해 이용되어야 하는데 이를 내부자가 자기의 이익을 위해 사용하는 것은 불공평하며 내부자

3) Victor Brudney, "Insider, Outsiders, and Informational Advantages Under the Federal Securities Laws," Harv. L. Rev. 93(1979).

4) 김재찬, "내부자거래의 합리적 규제방안에 관한 연구," 서강대학교 경영대학원 석사학위논문, 1990, p.12.

5) H.G Manne의 "Insider Trading and Stock Market"(1996)과 O.C Willamson의 Corporate Control and Business Behavior(1970)의 논쟁을 말한다.

가 회사에서 그 업무에 대해 정상적으로 주어지는 보수 외에 별도의 보수를 받는 것은 부당하다. 둘째, 내부자거래는 그 정보를 알았다면 주식을 팔았거나 혹은 팔지 않았을 투자자에게 손상을 준다. 셋째, 내부자거래를 허용함으로써 내부자는 자기의 이익을 위해 내부정보를 공시하지 않으려 할 것이며 시장에서의 정보흐름은 억제되고 시장에 대한 투자자의 신뢰도가 떨어져 증권시장의 기능이 저하된다. 넷째, 오늘날 대량의 정보가 수집·분석되고 통신설비에 의해 신속히 유통되기 때문에 오히려 내부자가 미공개 정보를 이용해 단기차익을 얻기 쉬우며 내부자거래를 하려는 유혹을 많이 받으므로 이를 금지해야 한다는 주장을 제시한다.⁶⁾

이와 같이 내부자거래는 규제되어야 한다는 주장이 일반적이며 규제이론에 대한 이론적 배경을 기술하면 다음과 같다.

1) 情報所有理論(Possession Theory)

이는 정보의 평등을 강조한 것으로 미공개 정보를 소유하는 자가 이러한 정보를 공개하거나 아니면 거래를 단념해야 할 의무(disclose or abstain rule)를 부담하므로 다른 사람이 알지 못하는 중요한 미공개 정보를 소유하고 있다는 것 자체가 책임의 근거가 된다는⁷⁾ 사실에서 나오는 것이며, 중요한 미공개 정보를 소유하고 있는 자가 이를 공시하지 않고 거래를 하는 것은 곧 사기에 해당한다는 이론이다. 이러한 입장은 1951년 Speed v. Transamerica Corp. 사건⁸⁾에서 처음 확립되었으며 Texas Gulf Sulphur Co. 사건⁹⁾에서 명확히 정립되었다.

Texas Gulf Sulphur 사건에서 제2순회항소 법원은 내부자에게 책임을 인정하는 근거로서 그 정보원천의 여하를 불문하고 미공개 정보를 소유하고 있다는 단순한 사실을 들고 있다. 즉 증권거래법은 증권시장에 참여하는 모든 투자자에게, 정보에 대하여 상대적으로 평등한 접근(equal access)을 보장하여야 하기 때문에 일반인보다 앞서서 그러한 정보를 이용하는 것은 규제되어야 한다는 것으로 내부자뿐만 아니라 그로부터 내부정보를 수령한 자(tippee)에게도 책임이 있다는 것은 인정하였다.¹⁰⁾

6) 우명수, “내부자거래에 관한 연구,” 경남대학교 대학원 석사논문, p.4.

7) 임재연, 「증권의 이론과 실제」 ('97개정판), p.66.

8) 99F. Supp. 808(D.Del. 1951)이 판결은 이사의 충실의무의 개념을 증권 법에 도입함으로써 사기를 방지하고 정보의 공시를 촉진하려 했다는 점에서 중요성을 가진다.

9) 401F.2d 833(2d Cir.1986), cert. denied, 394 U.S. 976(1969).

10) 이 판결은 내부정보의 중요성에 관하여 다음과 같이 설명하고 있다. “중요한 사실은 회사의 수익 및 분배를 나타내는 정보뿐만 아니라, 미래에 회사에 영향을 줄 수 있는 사실, 회사의 유가증권을 매수 혹은 매도하거나, 또는 보유하려는 투자자의 욕구에 영향을 미치는 사실”을 포함한다. 정보의 중요성은 경우에 따라 그 사건이 발생할 개연성과 회사활동 전체에 비추어 보아 그 사건이 가지는 중요성을 판단해야 한다는 것이다.

2) 充實義務理論(Fiduciary Duty to Shareholder Theory)

정보소유이론에 의하면 내부자거래로 인한 책임범위가 지나치게 확대해석하고 있으나 충실의무이론은, 정보의 소유자라고 하여도 충실의무를 부담하는 경우에만 정보공개의무를 부담하고, 이러한 정보공개의무에 위반한 경우에만 책임이 인정되며 단지 정보를 소유하고있다는 사실만으로는 정보공개의무가 인정되지 않는다는 이론이다. 연방대법원은 *Chiarella v. U.S.* 445 U.S. 222(1980) 판례에서 처음으로 충실의무이론을 채택하였고, 그 후 정보수령자의 책임이 문제된 *Dirks v. Securities & Exchange Commission*, 463 U.S. 646(1983) 판례에서 이를 재확인하였다.

따라서 충실의무이론에 의하면 내부정보를 소유하였더라도 부정한 방법이 아닌 우연히 알게 된 정보를 이용하여 거래를 하거나, 품문으로 들은 정보 또는 자신의 노력에 의하여 얻은 정보에 기하여 거래를 하는 경우에는 그로 인한 이익을 얻었다 하더라도 충실의무위반이 아니므로 위법한 거래가 아니다.¹¹⁾

3) 情報有用理論(Misappropriation Theory)

이 이론은 누구든지 신임의무(fiduciary duty)를 위반하여 미공개 중요정보를 사기적으로 (deceptively) 부정 유용하여 유가증권의 거래에 이용한다면 정보원(the source of the information)에 대해 범해진 사기가 유가증권의 거래와 관련한 사기이기 때문에 SEC Rule 10b-5¹²⁾를 위반한 것이 된다는 것을 말한다.¹³⁾

충실의무이론에 의하면 증권의 발생회사나 다른 주주들에 대한 충실의무를 부담하지 않는 자가 자신의 고용주에 대한 충실의무를 위반하여 부정하게 얻은 정보에 기하여 한 거래가 위법한 것인지 문제된다. 이에 대한 해결책으로 대두된 정보유용이론은 내부정보의 취득과정에 중점을 두어 충실의무위반이 아니더라도 내부정보를 위법하게 유용 하는 것은 위법한 것으로서

11) 임재연, 전제논문, p.67.

12) SEC규칙 § 10(b)-5: “누구든지 주간통상 또는 우편의 수단이나 방법, 또는 전국적 증권거래소의 시설을 이용하여 증권의 매수 또는 매도와 관련하여 직접, 간접으로 ① 사기를 위한 수단, 계략 또는 술책을 사용하거나, ② 주요한 사실에 관하여 허위기재를 하거나 또는 표시가 행하여진 당시의 상황에 비추어 오해가 유발되지 않기 위하여 필요한 주요한 사실의 기재를 누락하거나, ③ 타인에게 사기 또는 기만이 되거나 될 수 있는 행위, 관행 또는 거래방법에 종사하는 것은 위법(It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, of the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails, or of any facility 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 to the circumstance under which they were made, not misleading, or (c) To engage in any act, practice, of course of business which operates or would operate as a fraud or deceit any person, in connection with the purpose or sale of any security.) 이라고 규정한다.

13) 박삼철, “증권거래법상의 내부자거래규제에 관한 연구,” 고려대학교 대학원 석사학위논문, 1988. 2. p.33.

이에 대한 책임을 진다는 것이다.

정보유용이론이 최초로 받아들여진 판례는 United States v. Newman, 664 F.2d 12(2d Cir.1981), cert. denied, 464 U.S. 863(1983)사건으로 이 정보유용의 법리는 충실의무가 존재하지 않는 때에도 내부자거래로 인한 책임(주로 형사책임)을 인정하므로, 피고가 증권의 발행인이 아닌 다른 출처로부터 얻은 정보에 기하여 증권을 거래한 경우에는 정보유용이론에 의하여 형사책임은 인정되어도 손해배상책임은 인정되지 않는다.

Ⅲ. 美 · 日 · 韓國의 內部者去來 規制制度와 關聯法規解析과 判例分析

1. 美 · 日 · 韓國의 內部者去來 規制制度 比較

미국의 내부자거래 규제제도는 판례법(Common Law)상의 비롯되어 대공황 이후 1933년의 유가증권법, 1934년의 증권거래법 및 이에 따른 SEC규칙 10b-5의 사기적 거래 금지조항에 의해 주도되었다. 그러나 70년대에 들어와서 빈번한 내부자거래로 인해 1984년 SEC에게 민사적 벌칙(civil penalty)청구권을 부여하는 등의 권한을 강화시킨 내부자거래제재법(Inside Trading Sanctions Act of 1984)을 제정하게 되었고, 이 이후 내부자거래가 증가할 뿐만 아니라 조직적이고 교묘한 방법으로 증권전문가들에 의해 자행됨으로써, 1988년 내부자거래 및 증권사기규제법((Inside Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988)을 제정하게 되었다.

일본은 1948년에 1934년의 미국증권거래법을 모방하여 단기매매차익의 반환 및 불공정거래의 금지 등의 내용을 담은 증권취인법을 제정하여 내부자거래 규제의 제도적 장치를 마련하였으나 실효성을 거두지 못해 왔고, 1988년에 일본실정에 맞게 규제를 강화하는 형태로 증권취인법을 강화하게 된다. 우리 나라는 내부자거래 규제제도는 1976년의 증권거래법 개정 때부터 시작되었으며, 1982년 내부자거래를 불공정거래의 한 유형으로 금지하고, 1987년 내부정보이용의 입증책임을 내부자에게 전가하는 대상법인을 등록법인에까지 확대시키는 방향으로 보완 개정되었다. 따라서 내부자거래 규제에 관한 현행법규는 내부자거래 등 불공정한 거래를 규제하는 제188조의 2등을 볼 수 있다. 이와 같이 각 국의 규제의 법규의 변화에 따라 내부자거래 규제제도를 비교 요약하면 하면 <표 1>과 같다.

〈표 1〉

구 분	한 국	일 본	미 국
1. 관련법규	증권거래법 § 188, § 188의 2, § 188의 3	- 증권거래법 § 188 ~190의 3	- 34년 증권거래법 § 10(b), SEC Lule 10b-5 - 84년 ITSA - 88년 ITSFEA
2. 규제대상행위	- 증권거래와 관련하여 내부정보를 자기 또는 타인을 위해 이용하는 행위, 이용하게 하는 행위	- 내부정보를 알고 그 공 표 전에 증권을 거래하 는 행위	- 내부정보를 이용하여 사기적인 증권거래를 하는 행위
3. 대상 유가증권	- 주권상장법인 협회등록법인이 발행 한 모든 유가증권	- 상장주권, 주식관련 사 채, 이들을 목적으로 하는 옵션	- “누구든지” 중요한 미공개정보를 가진 자. - 판례 : 회사내부자, 준내부자, 정보수령자 의 개념 정립
4. 내부자의 범위	- 예시적 포괄주의 · 회사내부자 · 준내부자 · 정보수령자	- 열거주의 · 회사내부자 · 준내부자 · 정보수령자	- 누구든지 중요한 미공개정보를 가진 자. - 판례 : 회사내부자, 준내부자, 정보수령자 의 개념 정립
5. 내부정보의 범위	- 투자판단에 중요한 영향을 미치는 정보 · § 186 ①의 수사 신고 사항 - 공개매수실시· 중지 정보준용	- 당해 회사의 업무에 관한 중요 사실 (자본금 변동 등 중요사항 열거) - 좌동	- 중요한 미공개정보 (판례에 의존) - 좌동
6. 회사내부자에 대한 특별규제	- 자사주식의 공개도금지 - 자사주식의 6월내 단기 매매차익은 당해 법인 에게 반환의무 (내부정보이용 불분)	- 좌동 - 좌동	- 좌동 - 좌동
7. 내부자거래에 대한 조사기관	- 금융감독위원회 (집행 : 감독위원회)	- 증권거래 등 (감시위원회)	- 증권거래위원회 (SEC)

구 분	한 국	일 본	미 국
8. 감시장치	- 임원·주요주주와 주식소유변동 보고 - 5% Rule 등	- 좌동 - 좌동	- 좌동 - 좌동
9. 내부자거래에 대한 제재	- 10년 이하의 징역 또는 2천만원 이하의 벌금	- 6개월 이하의 징역 또는 50만엔 이하의 벌금	- 10년 이하의 징역 또는 100만불 이하 의 벌금 * 3배 이내의 민사제 재금(civil penalty)
10. 민사구제	- 손해배상청구권 (§ 188의 3)	- 민사상 손해배상	- 손해배상청구가능 * 동 시기 거래자 구제 판례 확립 * 집단소송(class- action)

자료 : 전홍렬, 「증권거래법 해설」, 넥서스, pp.404~405.

2. 美·日·韓國의 關聯法規 解析과 分析

1) 미국에 있어서 관련법규 해석

(1) 관련법령과 해석

미국에서는 내부자거래 규제와 관련하여 제6조에서 이사, 임원, 주요주주(10% 이상 지분보유) 등 회사 내부자에 대하여는 우리 거래법의 188조의 규정과 같이 「6개월내 단기매매차익 반환 및 공매도 금지」를 규정하고 있다. 그러나 미공개 정보를 이용한 내부자거래의 규제와 관련하여서는 시세조종의 근거가 되는 제9조와 같은 구체적 규정이 없이 「일반적인 사기금지 규정」(Catch all규정)인 '34년 증권거래법 제10b¹⁴⁾와 이에 의거한 SEC규칙 제 10b-5¹⁵⁾가 있다. 그러나 이들 법규는 극히 포괄적으로 사기행위 금지를 규정하고 있어 그 구체적 내용은 SEC

- 14) "누구든지 직접 간접으로 주간통상의 방법이나 수단 또는 우편 또는 전국적 증권거래소의 시설을 이용하여, SEC가 공익 또는 투자자의 보호를 위하여 필요 또는 적절하다고 인정하여 정한 규칙에 위반하여 전국적 증권거래소에 등록되거나 등록되지 않은 어떠한 증권이라도 그 매수 또는 매도와 관련하여 시세조종적 또는 사기적 수단 또는 책략을 행사하거나 이용하는 것"은 위법
- 15) "누구든지 주간통상 또는 우편의 방법이나 수단, 또는 전국적 증권거래소의 시설을 이용하여 어떠한 증권이라도 그 매수 또는 매도와 관련하여 직접 간접으로 다음의 행위를 하는 것은 위법이다.
 - 1) 사기를 위한 수단, 계략 또는 술책을 사용
 - 2) 중요한 사실에 관하여 허위표시를 하거나 또는 표시가 행하여진 당시의 상황에 비추어 오해가 유발되지 않기 위하여 필요한 중요한 사실의 표시를 누락
 - 3) 타인에게 사기 또는 기만이 되거나 될 수 있는 행위, 관행 또는 거래방법에 종사"

심결과 판례에 전면 위임되어 있는 상태라고 할 수 있다.

거래법과 SEC규칙이 성문법규를 제정하면서 이러한 백지위임을 하고 있는 것을 성문법 규정에 의한 내부자거래 규제가 그만큼 어렵다는 것을 反論하는 동시에 기존 불문법 체계에서 확립되어 있는 법원의 판례에 대한 깊은 신뢰를 반영하고 있다고 볼 수 있다.

(2) 기본입장

미국의 내부자거래 규제이론은 판례를 통하여 형성되어 왔다. 내부자거래 규제논의의 핵심적 부분인 내부자의 범위를 둘러싸고 발전되어온 판례상 이론들을 간략히 살펴보기로 한다. 어디까지를 내부자로 볼 것인가 하는 내부자의 범위 문제와 관련하여서는 情報所有理論, 信任義務理論, 不正流用理論이 시대에 따라 순차적으로 적용되어 왔다.

정보소유이론은 당사자 사이에 정보가 불균형한 상태에서 거래하는 것은 “내재적으로 불공정(inherently unfair)”하기 때문에 내부정보를 보유한 자는 “공시 아니면 단념(disclose or abstain)”을 해야 한다는 원칙으로 1951년에 처음 인정된 이래 1980년대 초까지 적용되었다.

그러나 상기 정보소유이론에 의하면 지나치게 광범위하게 규제가 이루어진다는 점을 비판하며 규제대상범위를 축소하려는 시도에서 信任義務理論이 1980년대 초·중반에 적용되었다. 이 이론은 단순히 상대방이 갖지 못한 정보를 갖고 있다는 점만으로 공시의무가 생기는 것이 아니라, 정보를 알지 못한 상태에 있는 상대방과 내부자 사이에 이전부터 “믿음과 신뢰의 관계(relationship of trust and confidence)”가 있을 것을 요구한다.

이후 不正流用理論(Misappropriation theory)이 나타나 신임의무이론은 내부자 범위를 지나치게 축소하여 내부자거래 규제 제도의 취지를 훼손했다며 비판을 제기하였다. 이 이론은 당사자 사이에 신임의무 위반이 없었다 하더라도 정보 자체가 위법하게 유용된 경우에는 유용 사실이 「증권의 매매와 관련된」사기에 해당되기 때문에 내부자거래가 인정될 수 없다는 법리이다. 다만 거래상대방에 대한 의무위반이 없기 때문에 형사책임이나 행정상 불이익처분 외에 거래상대방에 대한 민사책임은 없다고 한다. 현재부정유용이론은 그 적용의 편리성 때문에 1980년대 중반 이래 SEC와 검찰에 의해 계속 원용되고 있으며, 법원도 이를 수용하는 분위기이다.¹⁶⁾

16) O'Hagan사건(United States v. O'Hagan, 117 S. Ct2199(1997))에서 연방대법원은 무죄를 선고한 항소심을 깨고 부정유용이론에 의거하여 유죄를 확정했다. 물론 부정유용이론이 제기된 것은 이번이 처음은 아니다. 이전의 Chiarella 사건(소수의견)과 Carpenter 사건(4:4로 부결)에서 이미 이론적 기반은 확립되었고, 다수의견으로 채택된 것은 이번이 처음이다.(6:3으로 가결)

3. 日本에 있어서 關聯法規 解析과 分析

1) 관련법규의 해석

일본에서는 종래 증권거래법에서 내부자거래를 직접 규제하는 조항을 두지 아니하고 단지 포괄적인 불공정거래 금지규정인 동법 제58조('92년 개정법 제157조)¹⁷⁾의 해석에 의하여 규제해 왔으나 동조에 의해 내부자거래가 적발된 사례는 없었다. 이는 법적인 규제체제가 미비된 탓도 있지만 전통적으로 내부자거래가 기업경영에 따르는 과실의 향유라는 관점에서 사회적으로 관대하게 인용되었던 일본의 특성에 기인하며 이점 우리 나라와 크게 다르지 않았다고 할 수 있다. 그후 1987년의 「다테호 화학공업」의 제테크 실패관련 내부자거래 의혹¹⁸⁾이 제기되면서 내부자거래에 대한 규제정비가 추진되어 1988년과 1992년 증권거래법이 개정되었다. 현재 일본의 증권거래법은 제166조에서 내부자거래 규제관련 대상증권, 대상자, 대상 정보 등에 관하여 상세히 규정하고 있는데, 특히 규제대상이 되는 중요정보에 대하여는 우리 나라와 달리 내부자거래 규제규정인 제166조에서 직접 상세히 규정하고 있다.

그 내용을 보면 먼저 1호의 「決定事實」에서는 상장회사 등의 업무집행을 결정하는 기관이 주식의 발행, 자본의 감소 등 “동호에 열거된 사실을 행하는 것에 관한 결정을 한 것 또는 당해 기관이 당해 결정(공표된 것에 한한다)에 관련된 사항을 행하지 않을 턱을 결정한 것”이라고 규정하고 있다. 그리고 제2호의 「發生事實」에서는 재해 또는 업무에 기인하는 손해 등 “동호에 열거된 사실이 발생한 것”이라고 규정하고 있고, 제3호에서는 “상장회사 등의 매출 등에 관하여 공표가 된 최근의 예상치에 비교하여 새롭게 산출한 예상치 등에서 차이가 발생한 것”으로 규정하고 있다. 그리고 4호에서 “前 3호에 僞記한 사실을 제외하고 당해 회사의 운영, 업무 또는 재산에 관한 중요사실로써 투자자의 투자판단에 현저한 영향을 미치는 것”을 규정하고 있다. 한편 1호 및 2호에 僞記한 사실에 있어서는 투자자의 투자판단에 미치는 영향

17) 이 조항은 미국 증권거래법 10b와 SEC Rule 10b-5를 모방하여 제정되었으나, 성문법 체계에서는 그 적용이 부당하다는 지적이 많아 적용된 예가 없었다. 조문내용은 다음과 같다.

“누구라도 다음 각호에 계기된 행위를 해서는 안 된다.

1. 유가증권의 매매 기타거래 또는 유가증권지수 등 선물거래 등, 유가증권옵션거래 등 또는 외국시장증권선물거래 등에 대하여 부정할 수단, 계획 또는 기교를 쓰는 것.
 2. 유가증권의 매매 기타거래 또는 유가증권지수 등 선물거래 등, 유가증권옵션거래 등 또는 외국시장증권선물거래 등에 대하여 중요한 사실에 관한 허위의 표시가 있거나 오해가 생기지 않도록 필요한 사실의 표시가 결여되어 있는 문서 기타 표시를 사용하여 금전 기타의 재산을 취득하는 것.
 3. 유가증권의 매매 기타거래 또는 유가증권지수 등 선물거래 등, 유가증권옵션거래 등 또는 외국시장증권선물거래 등을 유인할 목적을 가지고 허위의 가격을 이용하는 것.”
- 18) 1987년 가을, 다테호화학공업(주)(자본금 25억엔)이 채권선물거래 실패로 약 286억엔에 이르는 다액의 손실을 입어 채무초과상에 빠진 것을 공표하였다. 그 후 다테호화학의 임원들과 이 회사에 용자를 해준 한신상호은행이 그 소유 다테호화학 주식을 손해발생의 발표 직전에 매각한 것이 판명되어, 내부자거래 해당 여부가 문제된 사건이다.

이 경미한 것으로써 대장성령에서 정한 기준에 해당하는 것은 제외한다고 기술하고 있다.¹⁹⁾

2) 기본입장

상기한 바와 같이 내부자거래에 대한 규제미비와 사회적 용인 분위기로 인하여 실제 법원에서 다루어진 사안도 극소수에 불과하며 최근 들어 조금씩 관련 판례가 나오고 있는 형편이다.²⁰⁾ 현재 일본 법원의 입장은 성문법 체계와 죄형법정주의의 대명제하에서 가능한 관련 규정을 엄격히 해석하고자 한다. 즉, 추상적인 정보와 실현의 가능성이 결여된 사실 및 애매한 정보는 모두 규제의 대상에서 제외하려고 하는 것이다. 일부 하급법원에서 내부자거래 규제의 취지에 입각하여 보다 넓게 해석하고자 하는 시도가 있으나 현행 성문법 규정의 엄격성으로 인해 한계를 보이고 있다.

4. 우리 나라의 關聯法規 解析과 分析

1) 관련법규 해석

일반적으로 내부자거래 규제에 관한 입법론으로는 크게 미국식 包括主義와 일본식의 限定的 列舉主義로 대별할 수 있다. 우리 나라 증권거래법은 일본법을 繼受하여 규제대상을 구체적으로 나열하는 열거주의를 채택하고 있으나, 그 운용에 있어서 기본원리는 사실상 미국 법과 판례의 영향을 크게 받고 있다고 할 수 있다. 증권거래법 제188조의 2 제2항에서는 “일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보라 함은 제186조의 제1항 각호의 1에 해당하는 사실 등에 관한 정보 중 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 것으로 시행규칙이 정하는 바에 따라 공개하기 전의 것”으로 규정하고 있다. 그리고 제186조 제1항에서는 상장법인의 신고의무와 관련 “상장법인은 다음 각호의 1에 해당하는 경우에는 그 사실 또는 이사회 의 결의

19) 대장성령은 제1989년에 제정된 제10호 「회사관계자 등의 주권 등의 거래규제에 관한 성령」을 말하는데, 이 규정에서는 제166조에서 규정하고 있는 결정사실, 발생사실, 결산 정보 등에 관하여 개별 사실별로 몇% 이상(이하) 등의 구체적 수치로써 중요정보로 되지 않는 경미기준을 두고 있다.

20) 1999년 2월 16일의 「일본상장주식 내부자거래 사건」에 대한 일본대법원 판결이 내부자거래에 관한 최초의 대법원판례임. (1997년 제1232호, 제1245호 증권거래법위반 사건, 1999, 2, 16)

그 요지는 일본 거래법 제166조 제2항 제1호부터 제3호까지의 구체적 열거조항과 제4호의 포괄적 조항간의 적용관계에 대하여, 기본적으로 특정의 사실이 동항 1호부터 3호까지의 규정에 의해 인정될 수 있는 경우에는 추가로 동항 4호의 해당성을 문제로 할 수는 없다고 판단하였다. 그러면서도 특정의 사실이 구체적 열거사항에 해당되는 면과는 다른 별도의 주요한 면을 가지고 있는 사실이라는 것이 가능한 경우에는 동항 4호의 해당성을 문제로 하는 것이 가능하다고 하여 동항 1호부터 3호까지와 4호와의 조화를 도모하여 그 적용관계를 명확히 하였다. 구태여 이러한 해석이 필요한 이유는 1~3호에는 대장성령에서 규정하는 경미기준에 의하여 중요사실이 되지 않을 경우가 발생하는데 이때 대안으로 4호를 적용하고자 하는 의도로 보인다. 또한 법관의 자의적 판단에 따라 동일한 사안에 대하여 1~3호나 4호를 선택적으로 적용함에 따른 법적 안정성의 저해를 피하고자 하는 뜻도 있는 것으로 판단된다.

내용을 신고해야 한다.”라며 각호에서 부도 등 「중대한 사실의 발생」과 증자·감자 등에 관한 「이사회 결의가 있을 때」 등을 규정하고 있다. 기타 대통령령과 금융감독위원회 규정에서도 위임을 받아 사실의 발생과 경영의사 결정시 신고사항들을 나열하고 있다. 그런데 이들 법규를 문언적으로 엄격히 해석하면 미공개 중요정보는, 상장법인의 신고 의무에 관한 제186조 제1항 등에서 열거하는 사실이 발생하거나 결정이 있는 후에, 상장법인이 시행규칙이 정하는 바에 따라 불특정 다수에게 공개하지 아니하고 있는 기간 중에 성립하게 된다. 그러나 이 경우 경영현실상 주요 경영의사 결정은 이사회 결의 이전에 이미 사전에 거의 확정되어 있는 경우가 많고 확정까지는 아니더라도 그대로 공개될 경우 투자자의 투자판단에 현저한 영향을 미칠 수 있는 중요한 정보가 많다는 것을 고려하면 규제범위가 너무 협소하게 되어 내부자거래의 규제취지가 무의미하게 되고 만다.

그리고 사실의 발생 및 의사의 결정 후 시행규칙이 정하는 바에 따라 공개하지 않고 있는 待期間 중의 정보이용이 법에서 금하고 있는 미공개 정보 이용행위임은 명백하지만 이사회 결의 즉시 공시하고 있는 우리의 공시관행상 해당되는 경우가 거의 없을 것이다. 따라서 내부자거래 규제제도의 취지에 충실하자면 거래법 등의 규정은 규제대상이 되는 내부정보의 범위를 예시하기 위한 것으로 보아야 할 것이다. 그리고 이 내부정보의 범위와 관련하여 우리 거래법은 일본과 달리 정보의 내용을 직접 해당 조문에서 열거하지 않고 상장법인의 공시의무사항을 예시적으로 援用하면서 이와 비슷한 사안으로서 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미치는 모든 사실은 중요정보로 된다는 입장인 것으로 해석된다. 이는 거래법시행령의 위임을 받은 금융감독위원회의 규정²¹⁾ 때문이기도 하거니와 제188조의 2의 해석으로도 위와 같은 해석이 가능하기 때문이다.

2) 기본입장

우리 나라 기본입장은 제188조의 2와 제186조 제1항과의 관계에 대하여, 제188조의 2는 내부자²²⁾ 거래 규제를 위한 조항이고 제186조는 상장법인의 신고의무에 관한 조항이어서 각기 규정하는 대상이 다르기 때문에 어떤 정보가 신고의무가 없는 것이라 하더라도 그 정보가 일

21) 「상장법인들의 주요 경영사항 신고 및 사업보고서에 관한 규정」은 상장법인의 공시의무사항을 열거하면서 제4조 1항 10호에서 “제1호 내지 제9호에 준하는 사항으로서 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항이 발생하였거나 법령 또는 정관에서 정한 주총결의사항 등 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항에 대하여 이사회결의나 주주총회결의 등의 결정이 있을 때”라고 규정하고 있다.

22) 증권거래법 제188조의2 제1항에서는 내부자를 1. 당해 법인의 임원·직원·대리인, 2. 당해 법인의 주요주주, 3. 당해 법인에 대하여 법령에 의한 허가·인가·지도·감독 기타의 권한을 가진 자, 4. 당해 법인과 계약을 체결하고 있는 자, 5. 제2호 내지 제4호의 1에 해당하는 자의 대리인·사용인 기타 종업원(제2호 내지 제4호의 1에 해당하는 자가 법인인 경우에는 그 임원·직원 및 대리인) 등과, 이상의 직위에 해당하지 아니하게 된 날부터 1년이 경과하지 아니한 자로 규정하고 있다.

반투자자들의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 것이지만 하면 금지되는 것으로 보아야 한다는 유연한 입장을 보이고 있다. 다음으로 제186조의 신고의무 사항의 성격에 관하여는 형식상 제한적 열거주의 형태를 취하고 있으나, 예시적 규정으로 봐야 하며 그런 의미에서 포괄주의를 채택한 것으로 해석하고 있다. 따라서 제188조의 2에서 내부정보의 내용에 관하여 제186조를 원용하는 것은 규제대상의 범위를 예시하기 위함이므로 제186조의 신고의무에 해당하는 사항들과 유사한 것 중 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있으며 어떤 정보라도 미공개 중요정보로 될 수 있다는 입장이다.

IV. 內部者去來 實態와 改善을 위한 政策提案

1. 內部者去來의 實態

증권거래법 제188조의 2에 의하면 주권상장법인 또는 협회등록법인의 내부자가 업무 등과 관련하여 일반에게 공개하지 아니한 중요정보를 이용하여 당해 회사의 유가증권을 매매하는 행위는 금지를 규정하고 있지만, 감독기관이 선의 투자자를 보호하기 위해 불공정거래행위를 단속 등 강력한 의지를 보여주고 있다.

그러나 증권시장의 불공정거래는 지난 1997년 102건, 1998년 165건으로 증가하고 있으며 금년 8월말 현재 132건에 이르고 있고, 그 중 내부자거래의 1997년 15건, 1998년 19건, 1999년 8월 현재 17건으로 매년 증가되는 추세를 보이고 있다. 증권감독원에도 조사 담당부서가 발족된 이후 1999년 1월 3개 감독기관 통합하여 발족된 금융감독원의 조사 1·2·3국으로 조사담당부서가 확대된 이후에도 증가되는 추세를 보이고 있다. 미공정보 이용'행위(내부자거래)의 유형과 99년 6월말까지 연도별 내부자거래 건수 추이 분석과 조치현황과 내부자거래(미공개정보 이용) 행위자별 현황은 <표 IV - 1, 2, 3>과 같다.

〈표 IV-1〉 미공개정보의 유형의 분류

(단위 : 개)

구 분	구체적 예	개 수
법인의 재무구조관련 정보	증자 또는 감자 등	7개
법인의 기업경영환경관련 정보	부도발생 등	16개
법인의 대규모손실관련 정보	조업중단 등	6개
법인의 채권채부관계관련 정보	담보제공 등	4개
법인의 투자 및 출자관련 정보	시설투자 등	8개
법인의 손익구조변경관련 정보	특별손익 발생 등	5개

자료 : 증권감독원정보 제99-4. 증권거래법상 불공거래의 유형 및 조사기준(조사 1국)

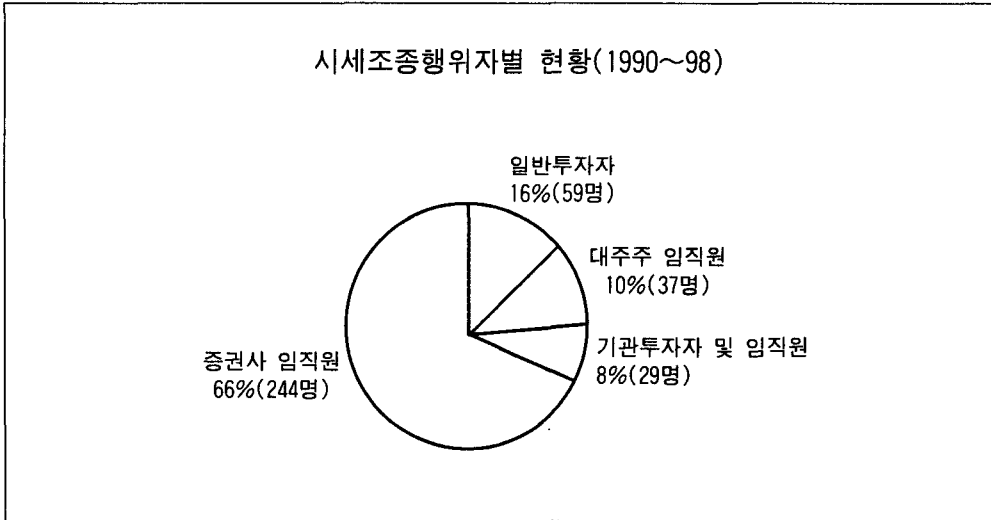
〈표 IV-2〉 1997 ~ 99년 8월 내부자거래 적발 및 조치현황

(단위 : 건)

구 분	1997	1998	1999. 8월말	계
시세조종	21	27	15	63
내부자거래	15 (37명)	19 (29명)	17 (9명)	51 (75명)
대량보유보고	19	37	28	84
소유주식변동보고	20	36	31	87
단가매매차익	27	46	41	114
계	102	165	132	399

자료 : 증권감독원정보 제99-4. 증권거래법상 불공거래의 유형 및 조사기준(조사 1국)

〈표 IV-3〉 1990 ~ 98년 내부자거래(미공개정보 이용) 행위자별 현황



자료 : 증권감독원정보 제99-4. 증권거래법상 불공거래의 유형 및 조사기준(조사 1국)

2. 不公正去來 改善을 위한 政策提案

내부자거래를 포함한 불공정거래의 개선을 위한 규제체계상 ① 국가감독과 자율규제기능의 미분화와 ② 자율규제기능의 취약 ③ 감시·감독절차의 투명성 부족 등으로 인해 조사기간이 불필요하게 장기화되고 증권거래소의 매매심리와 금융감독원 조사에 중복적인 요소가 많이 발생한다는 점이 지적되고 있으며, 개선방안을 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 국가감독기관과 자율규제기관간의 기능 및 권한을 명확히 해야 한다. 금감원과 자율규제기관의 기능과 권한을 명확히 하여 양 기관간의 불필요한 분쟁이나 소모전을 지양할 필요가 있다. 즉, 중복조사와 조사 때까지 장기간 대기하는 현상을 최소화하고 빈틈없는 불공정거래 조사를 위해서는 불공정거래협약에 대한 1차 조사는 자율규제기관이 담당하고, 금감원은 자율규제기관의 1차 심리자료에 기초하여 자금추적, 혐의자 소환 등 자율규제기관이 할 수 없는 심층적인 조사와 기획수사 등에 집중하는 것이 바람직하다. 국가감독기관과 자율규제기관간의 기능과 권한을 명확히 하기 위해서는 현재 증권거래법상의 증권거래소 회원감리에 대한 개념을 명확히 할 필요가 있다. 현재 증권거래법 제73조 1항 5호에는 “회원의 감리에 관한 업무”라고만 규정되어있어 지나치게 추상적이며, 그 결과 증권거래소와 금감원간의 불필요한 마찰과 분쟁이 일어나고 있으며, 불공정거래조사에도 효율적이지 못함. 따라서 회원감리의 개념, 그에 따

른 기능, 책임, 의무, 권한에 대해 명확히 하는 방향으로 증권거래법 개정을 검토할 필요가 있다. 이와 같이 증권거래법상 양 기관의 기능 및 권한을 명확히 할 경우 양 기관간 상호 분쟁을 최소화하고, 협조체제의 구축을 통해 보다 효율적이고 빈틈없는 증권시장 감시·감독체제를 구축할 수 있을 것이다.

둘째, 자율규제기능을 강화해야 한다. 자율기관의 매매심리기능 강화와 함께 회원검사와 회원에 대한 제재 및 조치권을 강화할 필요가 있다. 증권거래소 회원의 결계불이행 방지 및 투자자 보호를 위해서는 회원의 재무상태 및 영업활동에 대한 검사가 필요하며, 불공정거래의 사전 예방에도 큰 역할을 할 수 있을 것이다. 또, 증권거래소 회원이 법령 및 규정을 위반할 경우 자율규제기관에 대한 조치권이 실질적으로 인정될 필요가 있다.

셋째, 감독·감시절차의 투명성 및 적법성을 제고해야 한다. 조사의 투명성을 제고하기 위해서는 증권거래소가 불공정거래 혐의가 있어 금감원에 통보한 증목을 공표할 필요가 있으며, 금감원과 증권거래소 조사종결후처리결과와 공표를 의무화하여 감시·감독절차의 투명성과 적법성을 높여야 한다. 또, 금감원은 증권거래소 등으로부터 이첩받은 사안에 대한 금감원의 최종 처리결과를 거래소에 통보하고 거래소는 자체 완결 처리한 사안에 대해서 금감원에 통보하여 상호 정보를 공유하고 협력체제를 도모함으로써 조사 및 규제활동의 투명성과 공정성을 제고할 필요가 있다.

넷째, 증권회사에 Compliance Program을 도입해야 한다. 증권시장의 불공정거래 방지를 위해서는 불공정거래가 발생하는 최전선에서 증권회사 스스로 불공정거래를 방지하는데 나설 수 있도록 해야 한다. 미국의 경우 거의 대부분의 증권회사가 불공정거래 방지를 위해 증권회사 스스로 직원들의 준법 여부와 불공정거래에 가담하는지에 대해 감시하는 Compliance Program을 도입하여 운영하고 있다. 불공정거래 방지를 위해서는 금감원이나 증권거래소에 의한 불공정거래 조사의 강화도 중요하지만 미국과 같은 방식의 Compliance Program을 도입할 필요가 있다. 국가감독기관과 자율규제기관의 기능과 역할을 분명히 하고 증권회사에 Compliance Program을 도입할 경우 Compliance Program에 의한 증권회사 자체 감시와 자율규제기관의 감시, 금감원의 감시라는 3단계 감시체계가 갖추어져 불공정거래 예방과 적발에 큰 도움이 될 수 있을 것이다.

다섯째, 코스닥시장에 대한 불공정거래 감시시스템을 구축해야 한다. 코스닥시장에 대한 매매심리업무를 수행하고 있는 증권업협회심리팀은 6명으로 운영해 오다가 금년 7월에야 12명으로 인원을 보강한 바 있다. 매매심리시스템의 경우도 현재의 주가심리시스템의 한계가 분명해지자 매매심리업무의 효율성을 제고를 위해 현행 시스템을 전면 대체하는 종합감리시스템 구축을 추진 중에 있는 단계이다. 그 결과 코스닥시장에서의 매매심리는 현재 기본적인 한계가 있을 수밖에 없다. 1998년 이후 코스닥에서의 매매심리현황을 보면 지난 1998년 41건 중 내부

종결 25건, 감독원 이첩 16건이었으나, 금년의 경우 내부종결 9건, 감독원 이첩이 10건에 지나지 않고 있지만 감독을 강화해야 할 것이다. 코스닥과 자주 비교되는 미국 나스닥을 운영하고 있는 미 증권업협회(NASD)의 매매심리시스템은 현재 세계최고 수준의 첨단기법들을 갖추고 있다. 특히, 최근의 Rudman Report를 토대로 하여 NASD Regulation을 분리 독립하고, 조직구성에 독립적인 공익대표를 선임하여 투자자의 보호와 불공정거래 방지에 대한 대대적인 투자를 하고 있지만, 이러한 조치는 투자자보호와 불공정거래 방지에 대한 NASD의 의지를 보여주는 것으로 이러한 신뢰형성이 나스닥 발전의 근간이 되고 있다. 따라서, 코스닥 시장발전과 투자자보호, 투명성 확보를 위해서는 불공정거래를 조사, 적발하고 예방할 수 있는 체제를 구축해야 한다. 이를 위해서는 불공정거래 감시를 위한 조직 및 인력을 확대하고, 매매심리시스템을 조속한 시일내에 도입해야 할 것이다.

V. 結 論

내부자거래에 대한 규제를 이론과 미·일·우리 나라의 관계법규해석과 기본입장을 살펴본 결과 세계의 많은 나라에서도 내부자거래의 규제가 강화되고 있는 지급, 범법 증가추세와 고도의 지능적 기법으로 행해지고 있고, 이를 적발하는 데 어려움을 겪고 있는 사실이다. 우리 나라에서도 내부자거래의 규제를 대폭 강화하였음에도 불구하고 그 추세가 실태파악에서도 보았듯이 미공개정보를 이용하여 부당한 이익을 취하는 내부자거래가 이루어지고 있으며 특히 3년간(표 IV-2 1997~99년 8월 내부자거래 적발 및 조치현황) 증가현상이 계속되어 이에 대한 규제강화의 필요성이 절실히 요구되고 있다. 그러나 내부자거래의 규제가 마무리 고도화된다고 할지라도 적발하기란 사실한계를 보이고 있다.

증권시장의 투명성과 투자자의 보호를 위한 무엇보다 중요한 것은 주식거래가 투기매매라는 인식을 바꾸는 인식의 전환하여 주식회사의 자본조달을 위한 건전한 자본시장에 일어나는 공정한 거래임을 바로 알고 내부자거래의 근절을 위하여 상장회사와 코스닥등록업체의 기업내용과 공시에 만전을 기하도록 하며, 내부자와 준내부자 및 정보수령자는 중요한 미공개정보의 이용을 단념하도록 하는 증권시장의 풍토가 무엇보다 먼저 조성되어야 할 것이다. 마지막으로 증권시장의 불공정거래 개선을 위한 정책인 국가감독기관의 자율규제기관과의 기능 및 권한의 구분과 감독과 감시절차의 투명성 및 적법성 제고와 증권회사에 대한 Compliance Program을 도입하여 증권시장내에서의 불공정거래행위를 제거하고 거래질서를 확립하도록 하여야 할 것이다.

참 고 문 헌

1. 김민석 의원 Homepage, 「<http://www.ms2030.or.kr>」의 자료실.
2. 김용진(1993), “내부자거래 규제대상으로서의 내부정보에 관한 연구,” 한양대학교 박사학위논문.
3. 김재찬(1990), “내부자거래의 합리적 규제방안에 관한 연구,” 서강대학교 석사학위논문.
4. 금융감독원(1999), 「증권시장의 불공정거래사례」
5. _____ (1999), 금융감독정보 제99-4.
6. 금융감독위원회·금융감독원(1998), 「금융감독관련법규집(상, 하)」
7. 신영무(1988), 「증권거래법」, 서울대학교 출판부
8. ____ (1987), “미국내부자거래 규제제도에 관한 고찰,” 「증권조사월보」
9. 이승애(1991), “내부자거래의 효율적 예방대책,” 「증권조사월보」
10. 이태로·이철송(1996), 「회사법강의」
11. 임제연(1995), 「증권거래법 해설」
12. 전홍렬(1997), 「증권거래법 해설」
13. 정일홍(1989), “미국 내부자거래 규제의 최근입법동향,” 「증권조사월보」
14. 정정래(1990), “내부자거래의 규제에 관한 연구,” 연세대학교 석사학위논문.
15. 증권감독원(1997), 「증권의 이론과 실제」, 증권감독원.
16. 한창우(1992), “내부자거래의 효과적 예방대책,” 서강대학교, 석사학위논문.
17. 황정원(1990), “내부자거래 규제에 관한 연구,” 한국외국어대학교 박사학위논문.
18. 형남훈(1999), “내부자거래의 규제방안,” 한국상장회사협의회, 「상장협」
19. 屈口 可.(1995), 「最新證券去來法」, 商事法務研究會.
20. 古瀬村邦夫(1993), 「證券取引法講義」, 日本評論社.
21. 野野上 尙(1999), “インサイダ-取引規制にする初の最高裁判決,” 商社法務 No. 1521.
22. 近藤光男(1999), “インサイダ-取引における重要事實,” 商社法務 No.1521,
23. 近藤光男(1997), “インサイダ-取引規制の範圍と理論,” 商社法務 No.1473,
24. Cox, Hillman, Langevoort(1997), 「Securities Regulation」
25. Jennings, Marsh, Coffee, Seligman(1996), 「Federal Securities Laws」
26. Loss, Seligman(1989), 「Fundamentals of Securities Laws Regulation」

Abstract

An Efficient Ways of Improving Regulations on Insider Trading

Park. Sang-bong

In the legislation interpretation and fundamental viewpoint about the legal system of insider trading, Japan strictly legislate under the proposition, the principle of "nulla poena," adopted "the principle of limited enumeration," and United states, under "the principle of comprehension," has entrusted courts with establishment of concrete concepts and standard, so the courts are very flexible in determining the range of insiders and the importance of inside information to show a strong will to eradicate insider trading. Korea has a legislative position of "the principle of limited indication" which has been created by the negotiation between those principles of United states and Japan. Though this court has interpreted insider trading, insider trading using non-disclosed information has increased lately, needing the strengthening of its regulations. However, this shows us that sophisticate the regulations may be, the exposure of insider trading has limitations. The most important thing is to change recognition for transparency of the securities market, security of investors and to establish the atmosphere which is that fair stock trading made in a sound capital market to raise funds for corporation.

The policies of improving unfair trading, self-regulation bodies, raising the transparency and legality of procedures of supervision and monitoring and applying "compliance program" to stock companies are very needed to eliminate unfair trading in the securities market and establish the order of trading.