

■ 논 단

그림자 내부자거래의 규제에 관한 고찰*

장 근 영

한양대학교 법학전문대학원 교수

요 약 문

그림자 내부자거래는 특정 회사의 내부자가 당해 회사와 관련된 미공개정보를 이용하여 타회사의 주식을 거래하는 행위라는 점에서 전통적 내부자거래와는 다른 특징이 있다. 그러나 전통적 내부자거래와 마찬가지로 그림자거래 역시 불공정한 정보격차를 이용한 행위로서 시장의 공정성과 투자자의 신뢰를 해친다. 그럼에도 불구하고 그림자거래에 대한 실제 규제 사례는 어느 국가를 막론하고 찾아보기 힘들었다. 최근 미국에서 그림자 방식으로 거래한 피고의 책임을 최초로 인정한 연방지방법원의 판례가 등장하면서 그림자 거래에 관한 다양한 논의가 촉발되고 있다. 본 논문은 그림자거래에 대한 외국의 법제 및 규제의 실태를 살펴보고 현행 자본시장법상 관련 쟁점을 검토하였다.

미국이나 EU의 법제와 더불어 우리나라의 자본시장법도 그림자거래를 규제할 수 있는 근거 조문을 두고 있는 것으로 판단된다. 부정거래행위를 금지하는 법 제178조 제1항 제1호와 시장질서교란행위를 금지하는 법 제178조의2 제1항이 그것이다. 다만 전통적 내부자거래를 금지하는 법 제174조가 비교적 명확한 요건들로 구성된 것과는 달리, 위 조문들은 그 요건이 추상적이거나 구성 자체가 상대적으로 정치하지 못한 측면이 있다 보니 그림자 거래에 대한 적용이 조심스러울 수 있다. 해당 조문들이 그림자거래라는 불공정거래 규제의 사각지대를 해소하고 투자자를 보호하는 역할을 적절히 담당할 수 있도록 규제당국과 법원에 의한 합리적인 적용 및 해석이 요청된다.

주제어 : 그림자 내부자거래, 대체적 내부자거래, 자본시장법, 부정거래행위, 시장질서교란행위

〈目 次〉

I. 머리말

II. 그림자거래에 관한 미국과 EU의 법제 및 규제 사례

* 이 논문은 한양대학교 교내연구지원사업으로 연구되었음(HY-202500000003810). 이 논문은 2026년 연세법학회 동계학술대회에서 발표한 글을 수정·보완한 것임.

1. 미국	1. 자본시장법상 그림자거래의 규제 여부
2. EU	2. 검토 및 제언
III. 자본시장법상 그림자거래의 규제 및 관련 제언	IV. 맺음말

I. 머리말

특정 회사와 관련된 중요한 미공개정보를 알고 있는 내부자가 그 정보를 이용하여 이익을 얻을 수 있는 전형적인 방법은 당해 회사의 주식을 거래하는 것이다. 통상적으로 내부자거래(inside trading)라 불리는 이러한 행위는 불공정거래의 대표적 유형의 하나로서 다수의 국가에서 규제되고 있다. 우리나라의 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 ‘자본시장법’ 또는 ‘법’) 역시 제174조를 통해 미공개정보¹⁾를 증권거래에 이용하는 행위를 금지하고 있다.

그런데 특정 회사와 관련된 미공개정보가 그 회사와 경제적으로 연결된 타회사에 예측 가능한 영향을 미치는 경우라면, 특정 회사의 내부자는 자신이 속한 회사의 주식이 아닌 타회사의 주식을 거래함으로써 이익을 얻을 수도 있다. 예컨대 넷플릭스(Netflix Inc.)와 경쟁하던 디즈니(Walt Disney Co.)가 2019년에 더 저렴한 가격으로 이용할 수 있는 스트리밍 서비스인 디즈니플러스(Disney+)의 출시를 발표하자 넷플릭스의 주가가 5% 하락하여 거래 몇 분 만에 시가 총액 80억 달러가 증발했던 일이 있었다.²⁾ 만약 디즈니플러스의 출시를 알고 있던 디즈니의 임원이 공개적인 발표 전에 넷플릭스의 주식을 공매도하였다면 해당 거래를 통해 이익을 얻을 수 있었을 것이다.³⁾ 이러한 형태의 거래를 흔히 ‘대체적(代替的) 내부자거래’(substitute insider trading)⁴⁾ 또는 ‘그림자 내부자거래’(shadow insider trading)⁵⁾라 일컫는다. 이러한 용어는 앞선 예에서 넷플릭스의 주식을 디즈니의 대체주식(stock substitutes)으로 볼 수 있다는 전제에

1) 자본시장법상으로는 ‘중요한’ 미공개정보만이 규제대상이나, 본 논문에서는 용어의 경제상 ‘미공개정보’를 ‘미공개중요정보’와 동일한 의미로 사용하며 필요한 경우에만 중요성 요건을 언급하기로 한다.

2) John J. Edwards III, “Netflix’s Market Value Dropped \$8 Billion After the Disney Plus Announcement”, Time (19 April 2019) <<https://time.com/5569495/netflix-market-value-drop-disney-plus/>>.

3) Luca Enriques, Yoon-Ho Alex Lee, & Alessandro Romano, “The Placebo Effect of Insider Dealing Regulation”, 45 Oxford Journal of Legal Studies 753 (2025), p. 754.

4) Ian Ayres & Joe Bankman, “Substitutes for Insider Trading”, 54 Stanford Law Review 235 (2001), p. 241.

5) Stephen M. Bainbridge, “SEC Takes a Crack at Expanding Misappropriation Theory to “Shadow” Insider Trading”, Washington Legal Foundation’s blog (September 7, 2021), <<https://www.wlf.org/2021/09/07/wlf-legal-pulse/sec-takes-a-crack-at-expanding-misappropriation-theory-to-shadow-insider-trading/>>; Enriques et al., op. cit., p. 754.

서, 그리고 디즈니의 주식이 본체라면 넷플릭스의 주식은 그의 그림자와 같다는 전제에서 유래한 표현이라 이해할 수 있다. 이하 본 논문에서는 논의의 편의상 특정 회사에 관련된 미공개 정보를 이용하여 당해 회사의 주식을 거래하는 행위를 ‘전통적 내부자거래’로, 동일 정보를 이용하여 타회사의 주식을 거래하는 행위를 ‘그림자거래’라 부르기로 한다.⁶⁾

전통적 내부자거래는 다수의 국가에서 규제되고 있는 것이 현실이지만, 이론적으로는 이를 허용할 필요가 있다는 주장이 늘 존재해 왔다. 규제반대론이 내세우는 근거는, 내부자거래를 통해 주식의 실질적 가치가 주가에 반영됨으로써 좀 더 정확한 가격이 형성될 수 있으며, 그 결과 주식을 거래하는 당사자들의 위험 부담이 감소하고 자원이 효율적으로 배분된다는 것이다. 물론 내부자거래로 인해 손해를 보는 거래당사자—주주 또는 주주가 될 자—가 생기지만, 내부자가 얻는 이익을 잠재적 형태의 보상이라 보고 회사와의 보수계약이나 임금계약의 조정을 통해 내부자의 이익과 주주의 손해는 상쇄될 수 있다고 설명한다.⁷⁾

이러한 순기능에도 불구하고 전통적 내부자거래가 금지되는 이유는, 해당 거래가 ‘불공정’한 정보격차를 이용한 것으로서 시장의 건전성과 투자자의 신뢰를 해친다고 입법자가 판단하였기 때문이라 할 수 있다. 우리나라의 헌법재판소와 대법원도 미공개정보를 이용한 거래를 규제하는 목적은 증권거래에 있어 정보면에서의 평등성을 확보하여 거래당사자들이 동일한 가능성 위에서 공정한 증권거래를 할 수 있도록 하고, 증권시장의 건전성을 확립하여 투자자에게 그 신뢰감을 갖게 하려는 것이라고 관련 판례에서 밝힌 바 있다.⁸⁾ 정보격차를 이용한 모든 거래가 불공정한 것은 아니지만, 내부자거래에서 정보격차가 불공정하다고 보는 까닭은 내부자가 보유한 정보는 경쟁적 수단 등을 통해 정당하게 얻은 것이 아니라 정보에 용이하게 접근할 수 있는 자신의 우월적 지위를 통해 지득한 것이라는 점 때문이라 할 것이다.⁹⁾ 그림자거래 역시 불공정한 정보 비대칭성을 이용한 거래임은 두말할 나위가 없으므로 규제의 필요성이 인정될 수 있다.

그럼에도 불구하고 그림자거래에 대한 실제 규제 사례는 어느 국가를 막론하고 찾아보기 힘들었다. 또한 자본시장에서 발생하는 대표적인 불공정거래로서 활발히 논의되고 있는 전통적 내부자거래와는 달리, ‘대체적’ 또는 ‘그림자’ 방식으로 이루어지는 미공개정보이용행위에 대한 연구는 상대적으로 그리 많지 않았다.¹⁰⁾ 그러나 그림자거래가 시장에 널리 퍼져 있으며 수

6) 주의할 것은 위와 같이 그림자거래를 정의한다면, 예컨대 공개매수를 하려는 회사의 내부자가 공개매수에 관한 미공개정보를 이용하여 대상회사의 주식을 거래하는 경우도 그림자거래에 포함될 여지가 있다. 그러나 후술하듯이 공개매수 정보를 이용하는 경우나 주식등의 대량취득·처분에 관한 정보를 이용하는 경우에는 각각 자본시장법 제174조 제2항과 제3항에 의해 전통적 내부자거래와 함께 규율되므로 본 논문에서는 이를 그림자거래의 하나로 분류하지 않는다.

7) Ayres/Bankman, op. cit., p. 268.

8) 헌법재판소 전원재판부 1997. 3. 27. 결정 94헌바24; 대법원 1994. 4. 26. 선고 93도695 판결.

9) 김건식/정순섭, 「자본시장법」 제4판, 박영사(2023), 412면.

10) 대표적인 연구물로서 Ayres/Bankman, op. cit.; Yoon-Ho Alex Lee & Alessandro Romano, “Shadow Trading

익성이 있다는 일련의 연구들¹¹⁾과 더불어, 2024년에 미국의 연방지방법원이 SEC(Securities and Exchange Commission: 증권거래위원회)에 의해 제기된 소송에서 그림자거래를 한 피고의 책임을 최초로 인정하면서 그림자거래가 주목을 받기 시작하였다.¹²⁾ 우리나라에서도 2025년에 호반그룹이 LS의 주식을 매수한 행위를 두고 그림자거래에 해당할 수 있다는 추측이 등장하여 언론의 관심을 끌기도 하였다.¹³⁾

국내에서는 그림자거래에 관한 쟁점을 다룬 선행연구로서 20여 년 전에 발표된 글이 있는데,¹⁴⁾ 해당 논문에서는 당시 적용되던 구 증권거래법상 그림자거래가 금지되기 어렵다는 분석을 제시하였다. 그렇지만 후술하듯 부정거래행위 및 시장질서교란행위를 금지하는 조문을 두고 있는 현행 자본시장법하에서는 규제 결과가 달라질 수 있다. 이처럼 자본시장 규제의 패러다임이 바뀐 상황에서, 본 논문은 그림자거래에 대한 외국의 법제 및 규제의 실태가 어떠한지 살펴보고 현행 자본시장법상 관련 쟁점을 재검토해 본다.

이하 본 논문의 순서는 다음과 같다. 먼저 내부자거래에 관한 미국과 EU의 법제를 바탕으로 그림자거래의 규제 가능성을 개관하고, 미국에서 있었던 실제 관련 사건을 소개한다(Ⅱ). 이어서 우리나라의 자본시장법상 어떠한 조문을 근거로 그림자거래를 규제할 수 있는지를 분석한 뒤, 합리적 규제집행을 위한 제언을 한다(Ⅲ). 마지막으로 이상의 논의를 요약하며 글을 맺는다(Ⅳ).

and Macroeconomic Risk”, Harvard Business Law Review 393 (2023); Yoon-Ho Alex Lee, Lawrence Liu & Alessandro Romano, “Shadow Trading and Corporate Investments”, Journal of Law, Finance & Accounting 191 (2023); Enriques et al., op. cit. 등이 있다.

- 11) Jengfang Chen et al., “Information Transfers and Insider Trading in Stock Substitutes: Evidence from Economically Linked Firms in the Supply Chain”, 4 Journal of Law Finance and Accounting 103 (2019); Mihir N. Mehta, David M. Reeb & Wanli Zhao, “Shadow Trading”, 96 The Accounting Review 367 (2021); Prachi Deuskar, Aditi Khatri & Jayanthi Sunder, “Insider Trading Restrictions and Informed Trading in Peer Stocks”, 71 Management Science 2390 (2025).

- 12) 본 논문 Ⅱ.1.다. 참조.

- 13) 언론에 보도된 내용을 정리하면 다음과 같다, 대한전선과 LS전선이 특허권 침해 여부로 소송을 진행하고 있었는데 2025년 3월경 2심 판결을 하루 앞두고 대한전선의 모회사인 호반그룹이 LS전선의 지주사인 LS의 주식을 3% 넘게 매수하였다. 이를 두고 호반그룹이 소송 관련 정보를 이용하여 LS전선의 일부승소 가능성을 예측하고 LS의 지분을 매입한 것이라는 추측이 난무하였다. 호반그룹이 매수한 LS 주식의 수는 96만~99만주로 예상되었는데, 2심 재판부가 LS전선의 승소 판결을 내린 하루 동안 LS의 주가는 18.96%(전일 대비 19,300원)나 상승하였다. 결과적으로 호반그룹은 약 190억 원(99만주 × 19,300원)의 시세차익을 얻은 셈이다(지봉철, “LS 주가를 경쟁사가 띄워 준다?”, 데일리안, 2025. 3. 20. <<https://www.dailian.co.kr/news/view/1474722>>; 황정수, “시장 혼드는 ‘그림자 내부 거래’”, 한경, 2025. 5. 28. <<https://www.hankyung.com/article/2025052791531>>; 박선우, “[그림자 내부거래]① 경쟁사 주식 사도 처벌?…호반의 LS 지분 매입 논란”, 넘버스, 2025. 6. 2. <<https://www.numbers.co.kr/news/articleView.html?idxno=9868>>). 만약 위의 추측성 의견이 사실이라 전제한다면 대한전선의 주요주주인 호반그룹의 주식매입은 그림자거래에 해당한다고 볼 여지가 크다.

- 14) 장근영, “내부자거래 제한규정의 미적용행위에 관한 고찰 - 내부자거래유보와 대체적 내부자거래를 중심으로”, 「증권법연구」 제5권 제2호, 한국증권법학회(2004)[이하 ‘장근영, 전제논문(2004)’로 인용].

II. 그림자거래에 관한 미국과 EU의 법제 및 규제 사례

1. 미국

가. 판례 법리를 통한 내부자거래의 규제¹⁵⁾

미국에서는 연방증권법의 하나인 1934년 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934) § 10(b) 및 SEC의 Rule 10b-5를 근거로 형성된 판례의 법리를 통하여 내부자거래가 규제되고 있다. 그런데 내부자거래의 요건을 상세히 규정하고 있는 우리나라의 자본시장법과는 달리, Rule 10b-5는 그 문언상 기망행위를 금지할 뿐이므로¹⁶⁾ 내부자거래를 Rule 10b-5의 위반행위로 포섭하기 위해서는 이를 사기나 기망으로 구성해야만 한다. 내부자거래는 당사자 중의 일방이 자신만 알고 있는 미공개정보를 상대방에게 알리지 않고 거래하는 성격을 갖는데, 이때 미공개정보를 알리지 않은 소극적 침묵이 어떻게 기망이 되는가? 우리 법상으로는 부작위에 의한 기망행위가 사기죄를 구성하려면 행위자가 상대방의 착오를 제거해야 할—즉 정보를 공시해야 할—‘보증인적 지위’에 있어야 하는데,¹⁷⁾ 미국에서 이와 유사한 역할을 하는 법리가 바로 연방대법원의 판례에 의해 정립된 신인의무이론(fiduciary theory)과 정보유용이론(misappropriation theory: 부정유용이론)이다. 즉 통상적으로 사적 당사자들의 거래에서는 일방이 어떠한 사실을 공개하지 않고 침묵하는 것이 사기행위로 취급되지는 않지만, 아래 설명과 같이 당사자 사이에 신인관계(fiduciary relation)가 있는 경우에는 우리 법상의 보증인적 지위가 있는 것과 마찬가지로 정보가 되어 정보를 공개하지 않으면 사기행위가 되는 것이다.

첫째, 연방대법원 판례인 *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222 (1980)¹⁸⁾에서 인정된 신인

15) 이하의 설명은 장근영, “자본시장법상 정보생성자의 미공개 중요정보 이용행위 규제”, 「사법」 32호, 사법발전재단(2015), 146~148면의 내용을 참고하여 보완한 것이다.

16) Rule 10b-5는 증권의 매수 또는 매도와 관련하여 (a) 사기를 목적으로 수단, 계획, 또는 기교를 사용하는 것, (b) 중요한 사실에 대하여 허위진술을 하거나, 진술이 행해진 상황에 비추어 오해가 유발되지 않도록 하기 위하여 필요한 중요한 사실을 누락하는 것, 또는 (c) 타인에게 사기 또는 기망이 되거나 될 수 있는 행위, 관행 또는 사업활동에 종사하는 것은 위법이라는 취지로 규정하고 있다.

17) 우리 형법상 사기죄는 사람을 기망하여 재물의 교부를 받거나 재산상의 이익을 취득함으로써 성립한다(형법 제347조). 이때 기망이란 널리 거래관계에서 지켜야 할 신의칙에 반하는 행위로서 사람으로 하여금 착오를 일으키게 하는 것을 말하는데, 작위이건 부작위이건 제한이 없다. 그리고 부작위에 의한 기망행위가 사기죄를 구성하기 위해서는 행위자가 상대방의 착오를 제거해야 할 보증인적 지위에 있어야 하는데, 이러한 보증인적 지위는 법령, 계약, 선행행위는 물론 신의칙에 의하여도 발생할 수 있다. 배종대, 「형법각론」 제14판, 홍문사(2022), 351면; 이재상 외 2인, 「형법각론」 제12판, 박영사(2021), 338면; 정성근/정준섭, 「형법각론」 제2판, 박영사(2022), 254면.

18) *Chiarella* 사건의 개요는 다음과 같다. *Chiarella*는 뉴욕에 위치한 *Pandick Press*라는 인쇄소에서 근무하는 인쇄공이었다. 그가 작업하던 서류 중에는 아직 발표되지 않은 기업인수에 관한 자료들이 있었다. 이 서류에는 인수기업이나 대상기업이 공란 또는 가명으로 되어 있었고, 거래공표 전 마지막 날 밤에 실제 명칭이 인쇄공에게 통보되었다. 그러나 *Chiarella*는 통보 전에 서류의 문맥을 통해서 해당 기업들의 명칭을 추측할 수 있었다.

의무이론에 따르면 내부자거래 당사자들의 신인관계는 다음과 같이 인정된다. 회사와의 특별한 관계로 인해 미공개정보를 지득한 내부자는 그 회사와 직접적인 신인관계를 갖게 되고, 거래 상대방은 주주로서(혹은 매수자인 경우에는 주주가 될 자로서) 회사와 신인관계에 있기 때문에 결국 회사를 중심으로 한 연결고리를 통해 거래당사자들은 간접적인 신인관계에 놓이게 된다(내부자 ⇨ 회사 ⇨ 주주). 그 결과 거래대상증권을 발행한 회사 및 그 주주에 대하여 직접적/간접적 신인의무를 부담하는 내부자는 미공개정보를 공개할 의무가 있으며, 이를 공개하지 않고 거래한 때에는 사기적 행위로서 규제된다는 것이다. 이처럼 신인의무이론에 의하면 규제 대상자는 해당 기업 및 그 주주에 대해 신인의무를 부담하는 자에 한정되므로, 회사와 주주에게 기본적으로 신인의무를 부담하고 있는 회사의 임직원뿐만 아니라 계약 관계나 법령 등에 의해 신인의무를 부담하는 외부자들도 준내부자(quasi-insider)로서 동일한 규제를 받는다. 반면 신인의무를 부담하지 않는 기타 거래자들은 지득한 미공개정보를 자신의 이익을 위해 이용하더라도 규제되지 않는다.

둘째, 연방대법원 판례인 *United States v. O'Hagan*, 521 U.S. 642 (1997)¹⁹⁾에서 인정된 정보 유용이론은 거래대상증권을 발행한 회사와 일정한 신인관계를 갖지 않는 자의 미공개정보이용행위를 규제하기 위한 것이다. 즉 정보유용이론에 따르면 거래대상증권을 발행한 회사와 신인관계가 없는 자라 하더라도 증권의 가격에 영향을 미치는 미공개정보를 이용한 경우에는 회

Chiarella는 이 정보를 이용하여 대상기업의 주식을 매입하였고, 공개매수가 공표되자마자 주식을 매도하였다. 해당 거래를 통해 Chiarella는 약 30,000달러의 이익을 얻었다. 그는 대상회사의 내부자도 아니고 내부자로부터 정보를 수령한 것도 아닌 순수한 외부자였음에도 불구하고 내부자거래로 기소되었다. 원심인 제2항소법원은 종래의 정보평등이론(equal access theory)을 적용하여 Chiarella의 유죄를 인정하였다. 그러나 연방대법원은 해당 판결을 파기하면서 Chiarella의 내부자거래 혐의를 인정하지 않았다. 연방대법원은 미공개정보를 알게 된 경우에는 그 정보를 공시하거나 그 정보를 이용한 거래를 유보해야 한다는 법리는 인정하지만, 이러한 규제의 대상이 되는 자는 회사 또는 주주에 대하여 신인의무를 부담하는 내부자에 국한되어야 한다고 판결하였다. 이 사건에서 Chiarella는 인수기업의 내부자가 아니며, 대상기업으로부터 미공개정보를 입수한 것도 아니었기 때문에 그는 당해 정보에 대한 공시의무가 없다는 것이었다. 또한 그는 거래상대방이었던 주식매도자와의 관계에서 역시 어떠한 의무도 부담하지 않았다. 결국 Chiarella는 회사와 그 주주 및 거래상대방 누구에 대해서도 신임과 신뢰관계가 없다는 것이었다.

- 19) O'Hagan 사건의 개요는 다음과 같다. 런던에 본사를 둔 Grand Metropolitan PLC(이하 'Grand Met')가 미국회사인 Pillsbury Company(이하 'Pillsbury')에 대한 공개매수를 시도하고자 미국 미네아폴리스에 소재하고 있는 로펌인 Dorsey & Whitney를 선임하였다. O'Hagan은 로펌의 파트너로서 그 사건에는 관여하지 않았지만 귀동냥으로 공개매수정보를 알고서 Pillsbury의 주식과 옵션을 취득하였다. 공개매수 발표 후 Pillsbury의 주가가 주당 39달러에서 거의 60달러까지 급등하자 O'Hagan은 주식과 옵션을 처분하여 430만 달러 이상의 이익을 얻었다. SEC의 조사 후 O'Hagan은 내부자거래, 연방통신법위반, 돈세탁 등 무려 57가지 죄목으로 기소되었다. 그중 하나가 O'Hagan이 자신의 로펌 고객인 Grand Met에 대해서 중요한 미공개정보를 부정유용함으로써 기망하였다는 것이었다. 연방지방법원에서는 유죄판결을 내렸으나 연방항소법원에서는 무죄를 선고하였다. 연방대법원은 6대 3으로 항소심 판결을 파기하고 정보유용이론에 따라 O'Hagan의 유죄를 확정하였다. 이 사건에서는 여러 쟁점이 있으나 중요한 것은 과연 정보출처에 대한 의무에 위반하여 미공개정보를 부정유용하여 행한 거래가 1934년 증권거래법 § 10(b) 및 Rule 10b-5에 위반되는가 하는 것이었는데, 대법원은 이를 긍정하였다. 즉 정보출처는 정보유용자에게 정보에 대한 접근을 허용했는데, 그가 그러한 신뢰를 저버리고 정보를 유용한 것이 기망에 해당하여 위 각 조항에 위반된다는 것이었다.

사 및 주주에 대한 신인의무가 아니라 그에게 정보를 제공한 '정보의 원천·출처'(source of information)에 대한 신인의무를 저버림으로써 Rule 10b-5를 위반하게 된다는 것이다. 다시 말해 미공개정보이용으로 손해를 입은 거래상대방에 대해 기망이 성립하는 것이 아니라 정보이용자에게 신뢰를 두고 있던 자, 즉 정보출처의 신뢰가 손상되면서 그에 대하여 기망이 성립하게 된다. 결국 정보유용이론의 경우도 규제대상자가 신인의무를 부담하는 대상이 다를 뿐, 신인의무위반을 규제의 전제로 삼고 있다는 점에서는 신인의무이론과 같다.

나. 그림자거래의 규제²⁰⁾

신인의무이론에 따르면 전술한 그림자거래의 예에서 디즈니의 임원이 디즈니플러스에 관한 미공개정보를 이용하여 넷플릭스의 주식을 거래하더라도 문제되지 않는다. 왜냐하면 디즈니의 임원은 넷플릭스와 그 주주들에 대해 신인의무를 부담하지 않기 때문이다.

반면 정보유용이론을 그림자거래에 적용할 때에는 회사 자신이 거래하는 경우와 회사의 내부자가 거래하는 경우를 구분해서 검토할 필요가 있다. 왜냐하면 누가 미공개정보를 이용했는가에 따라 다음과 같이 그림자거래의 규제 여부가 달라지기 때문이다.

첫째, 회사 스스로 그림자거래를 하는 경우이다. 회사가 자신에 관련된 미공개정보에 기해 자신이 발행한 주식을 거래하는 것은 당연히 금지되지만,²¹⁾ 회사가 동 정보를 이용하여 타회사 주식을 거래하는 것을 금지하는 법률은 현재 존재하지 않는다. 정보유용이론에 따르더라도 회사가 자신에 관한 미공개정보를 이용하여 타회사의 주식을 거래하는 것은 제한받지 않는다. 왜냐하면 이러한 거래는 어떠한 신인의무의 위반도 수반하지 않으며, 따라서 사기적 행위గా 아니기 때문이다. 즉 자기는 자기 자신을 기망할 수 없다는 것이다.²²⁾ 결국 회사 자신은 그림자거래와 관련하여 사실상 아무런 법적 제한을 받지 않는다.

둘째, 미공개정보의 출처인 회사에 대하여 신인의무를 부담하는 임직원과 같은 내부자가 그 정보를 이용하여 그림자거래를 하는 경우이다. 만약 회사가 임직원으로 하여금 회사의 미공개정보를 이용하여 타회사의 주식을 거래하는 행위를 명시적으로 금지한다면, 이러한 금지를 어기고 당해 회사와 관련된 미공개정보에 기해 타회사의 주식을 거래한 임직원은 정보유용이론에 따라 Rule 10b-5를 위반하게 된다. 반대로, 만약 회사가 임직원에게 의한 타회사 주식의 거래

20) 이하의 설명은 장근영, 전계논문(2004), 285~287면의 내용을 참고하여 보완한 것이다.

21) 미국의 경우에도 회사는 전통적 내부자거래가 금지된다. 신인의무이론에 따르면 회사는 일반적으로 주주와 긴밀한 신인관계에 있는 "내부자"(insider)로 간주되기 때문이다. 한편 회사가 자기주식을 매도하는 경우에는 1933년 증권법에 따라 공시의무를 부담하고, 자기주식을 매수하는 경우에는 1934년 증권거래법 § 13(e)에 따라 공시의무를 부담하기 때문에, 회사가 미공개정보를 공시 없이 이용하여 자기주식을 거래하는 것은 금지된다. Mark J. Loewenstein & William K.S. Wang, "The Corporation as Insider Trader", 30 Delaware Journal of Corporate Law 45 (2005).

22) Ayres/Bankman, op. cit., p. 259.

를 명시적으로 허용한다면, 그림자거래를 하는 임직원은 자신에 대한 회사의 신뢰를 배반하지 않게 되고 따라서 Rule 10b-5를 위반하지 않게 된다.²³⁾ 또한 정보유용이론에 기한 책임은 기망 (deception)을 요소로 하기 때문에, 내부자가 미공개정보에 기해 거래하려는 자신의 의도를 정보출처에게 미리 알린 ‘솔직한 내부자거래’(candid insider trading) 역시 처벌대상이 되지 않는다.²⁴⁾²⁵⁾

다. 규제 사례: SEC v. Panuwat

(1) 사실관계

증권시장에서 그림자거래가 실제로 발생하고 있는지와는 별개로, 비교적 최근까지도 미국에서 그림자거래로 규제된 사례는 없었다. 그러나 2021년에 SEC가 기소하여 2024년에 연방지방법원이 피고의 책임을 최종적으로 인정한 그림자거래 사례가 등장하였다. SEC v. Panuwat 사건²⁶⁾(이하 ‘파누왓 사건’)이 그것인데, 사건의 개요는 다음과 같다.

피고인 매튜 파누왓은 2014년부터 2017년까지 중형 규모의 바이오 제약회사인 메디베이션 (Medivation, Inc.)에서 사업개발책임자로서 근무하였는데, 고용 당시 메디베이션의 내부자거래정책(Insider Trading Policy) 및 비밀유지계약(Confidentiality Agreement)에 서명하였다. 파누왓은 메디베이션에 대한 잠재적 인수 기회를 조사하는 업무를 맡고 있어서 인수거래 제안에 관련된 미공개정보에 접근할 수 있었다.

23) Ayres/Bankman, op. cit., pp. 255~259. Ayres/Bankman은 고용계약에 그림자거래의 허용 여부가 언급되지 않은 경우에 정보유용이론이 적용되는가는 다소 불분명하며, 변호사들은 이러한 경우 회사의 임직원에게 그림자거래를 하지 말도록 조언할 것이라고 한다. Id. pp. 155~159, 265.

24) O'Hagan 판결의 부수의견(dicta)에서도 정보출처에게 자신의 거래의도를 밝힌 신인의무자는 기망적 수단을 사용하지 않은 것이라고 지적하였다. United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642, 643 (1997) ("Because the deception essential to the theory involves feigning fidelity to the information's source, if the fiduciary discloses to the source that he plans to trade on the information, there is no "deceptive device" and thus no § 10(b) violation.").

25) 그러나 이러한 결과에 대해 많은 비판이 있다. 즉 정보유용이론의 전제를 받아들인다면, 내부자가 정보출처에게 자신의 거래계획을 알리면 사기적 행위를 구성하지 않는다고 보는 것은 부정확하다는 것이다. Richard W. Painter, Kimberly D. Krawiec, & Cynthia A. Williams, "Don't Ask, Just Tell: Insider Trading After United States v. O'Hagan", 84 Virginia Law Review 153 (1998). 다시 말해 정보출처로부터 신뢰를 받고 있는 내부자가 자신의 거래의도를 공시하여 규제를 회피한다는 것 자체가 자신의 지위를 이용한 기망이라고 보는 것이 더 합리적일 수 있다는 것이다. 이렇게 보면 미공개정보에 기한 거래의도를 공시하더라도 기망이 제거되지는 않을 것이다. 실제로는 신인의무자가 정보출처에게 자신의 거래의도를 알리지 않을 가능성이 큰데, 왜냐하면 의도를 알림으로써 고용계약이 종료된다고 기타 다른 법규정에 근거한 민·형사상 제재를 받을 수 있기 때문이다. Ayres/Bankman, op. cit., p. 254, n.48.

26) Complaint, Securities and Exchange Commission v. Matthew Panuwat, No. 4:21-cv-06322 (N.D. Cal. Aug. 17, 2021); Securities and Exchange Commission v. Matthew Panuwat, 2024 WL 4602708 (N.D. Cal. Sept. 9, 2024).

2016년 메디베이션의 이사회는 자사를 인수할 의향이 있는 기업들을 접촉하였는데, 이 중에는 손꼽히는 대형 바이오 제약회사인 화이자(Pfizer Inc.)가 포함되어 있었다. 이러한 과정에서 메디베이션 내부 관계자들과 외부 애널리스트들은 메디베이션이 다른 바이오 제약회사들과 비교해 상대적으로 어떤 위치에 있는지를 분석하기 시작하였다. 메디베이션의 최고재무책임자(CFO)는 2016년 4월 기준으로 동종 업계에서 찾아보기 힘든 중형 규모의 종양학 전문 제약회사의 하나로서 인사이트(Incyte Corp.)를 지목했는데, 메디베이션 역시 그중 하나였다. 또한 애널리스트들은 메디베이션 인수거래가 다른 바이오 제약회사들에 미칠 수 있는 잠재적 영향에 대해 논의하였다. 일부 애널리스트들은 메디베이션과 인사이트 모두 100억 달러의 기업가치를 지닌 바이오테크 기업이자 중형 규모의 종양학 전문 제약회사라는 점에서 '회소성'이 있으며, 이러한 내재가치를 고려할 때 메디베이션의 인수가 인사이트에 대한 투자 매력도를 높일 수 있다고 분석하였다. 파누왓 역시 인사이트가 메디베이션과 직접 비교 가능한 종양학 전문 제약회사라는 긍정적 의견을 투자은행 관계자에게 피력하였다.

2016년 8월 18일, 메디베이션의 CEO는 오후 12시 19분에 파누왓 및 다른 12명의 메디베이션 직원에게 이메일을 발송하였다. 해당 이메일에는 메디베이션 매각 절차 현황에 대한 공개정보가 포함되어 있었는데, 화이자가 주말까지 인수거래를 원하며 구체적인 가격을 제시하였다는 것이 그 내용이었다. 해당 정보는 이메일 수신자 13명 외에 다른 사람과는 공유되지 않았다. 그리고 7분 후인 오후 12시 26분부터 12시 59분 사이에 파누왓은 인사이트 주식을 기초 자산으로 한 콜옵션 578개를 총 116,905달러에 매수하였다. 파누왓은 80달러, 82.50달러, 85달러로 행사가격이 정해진 콜옵션을 골고루 매수하였는데, 각 행사가격별로 파누왓이 매입한 물량은 해당 콜옵션 시장의 일일 거래량에서 각각 81%, 70%, 84%를 차지하였다.

2016년 8월 22일 월요일, 증권시장 개장 전에 화이자 메디베이션을 인수한다는 뉴스가 발표되었다. 그날 인사이트의 주가는 79.80달러로 시작하여 81.98달러로 마감했으며, 이는 전일 종가 대비 7.7% 상승한 수치였다. 2016년 8월 24일 수요일, 파누왓은 보유한 578개의 콜옵션 중 300개를 매도해 이익을 실현했으며, 나머지는 같은 해 9월에 매도하였다. 파누왓은 총 120,031달러의 이익을 얻었다.

2021년 8월 17일 SEC는 파누왓이 위 콜옵션 거래를 함으로써 1934년 증권거래법 § 10(b) 및 Rule 10b-5를 위반하였다고 주장하며 소송을 제기하였다.

(2) 연방법원의 판단

소송에서 다투어진 주된 쟁점은 (i) 파누왓의 행위가 신인의무를 위반하였는지 여부 및 (ii) 메디베이션을 인수한다는 정보가 인사이트 주식옵션거래와 관련하여 중요성이 인정될 수 있는지 여부였다.

첫째, 파누왓은 메디베이션의 내부자거래정책이 인사이트의 증권을 거래하는 행위를 명시적으로 금지하지 않았기 때문에 자신은 메디베이션에 대한 신인의무를 위반하지 않았다고 주장하였다. 즉 메디베이션의 내부자거래정책은 자사의 미공개정보를 이용하여 “메디베이션의 주요 협력사, 고객, 파트너, 공급업체 또는 경쟁사를 포함한 다른 상장기업의 증권”(the securities of another publicly-traded company, including all significant collaborators, customers, partners, suppliers or competitors of the Company)을 거래하는 것을 금지하고 있었는데, 인사이트는 어느 범주에도 해당하지 않는다는 것이었다.

그러나 연방법원은 메디베이션의 내부자거래정책에 담긴 문언의 일반적 의미에 주목하여 파누왓의 주장을 배척하였다. 연방법원은 “포함한”(including)이라는 표현으로 인해 내부자거래정책에 열거된 기업의 증권만 제한적으로 거래가 금지되는 것은 아니며, 오히려 해당 목록의 기업들은 내부자거래정책이 적용되는 대상의 한 예시에 불과하다고 보았다. 연방법원에 따르면, 인사이트는 상장기업이기 때문에 메디베이션의 내부자거래정책의 적용 대상에 포함된다라는 것이었다.

또한 연방법원은 파누왓이 메디베이션에 대하여 믿음과 신뢰의무를 부담한다는 점에 관한 추가 근거를 제시하였다. 즉 비밀유지계약 및 기타 사실관계를 고려하면, 파누왓이 ① 비밀유지계약을 체결함으로써 메디베이션에 대하여 비밀유지 및 신뢰의무를 부담하였으며, ② 메디베이션의 매각 절차에 관한 비밀정보를 입수하였고, ③ 인사이트 주식옵션의 매입시 해당 정보를 개인적 이익을 위해 이용하였으며 이후 해당 옵션을 매도하여 이익을 얻었음을 인정할 수 있다고 연방법원은 판단하였다.

아울러 연방법원은 고용주에 대한 파누왓의 의무를 언급하며 “파누왓의 의무는 메디베이션과의 고용관계에서 발생하였다. 그는 메디베이션으로부터 비밀정보를 위탁받았는데, 해당 정보에 기하여 개인적 이익을 위해 거래하고 이러한 사실을 메디베이션에 공개하지 않음으로써 자신의 의무를 위반하였다”고 실시하였다.

요컨대 연방법원은 메디베이션의 내부자거래정책, 파누왓과 메디베이션 간의 비밀유지계약, 그리고 전통적인 대리 법리로부터 파누왓의 신인의무가 발생할 수 있다고 판단하였다.

둘째, 파누왓은 메디베이션을 인수한다는 정보가 인사이트에 대해 중요한 정보가 아니라고 주장하였다. 그러나 연방법원은 이 주장을 배척하고 메디베이션과 인사이트 간의 “시장 연관성”(market connection)에 주목하였다. 연방법원에 따르면, “2016년 당시 상업화 단계의 약제를 보유한 중형 규모의 종양학 전문 바이오 제약회사의 수가 제한적이었음을 고려할 때, 그러한 기업 중 하나(메디베이션)의 인수는 다른 기업들(즉 인사이트)을 더 매력적으로 만들어 주가를 상승시킬 수 있다”는 점이 충분히 인정된다는 것이었다. 연방법원은 메디베이션의 인수를 시도한 다른 기업들의 숫자를 고려할 때 인수에 실패한 기업들이 인사이트로 관심을 돌렸을 것이라고 추론하는 것도 합리적이라고 판단했으며, 따라서 해당 인수 정보는 인사이트 주

식의 매매 결정에 있어 중요할 것이라고 보았다. 연방법원은 이러한 추론이 메디베이션 인수 발표 당일 인사이트의 주가가 상승했다는 사실로 확인되었다고 밝혔다.

이후 파누왓의 약식판결신청을 기각하면서 연방법원은 다시 한번 메디베이션과 인사이트 간의 시장 연관성에 주목하였다. 연방법원은 “바이오 제약시장, 특히 인사이트에 면밀한 주의를 기울였던 파누왓과 같은 합리적인 투자자라면 메디베이션과 인사이트가 시장에서 연결되어 있어 한 회사에 관한 관련 정보가 다른 회사에 중요하다고 인식할 수 있었다.”라고 합리적으로 추론 가능하다고 설시하였다. 특히 메디베이션과 인사이트 간의 시장 연관성에 관해 연방법원은 “두 회사가 차지하고 있던 소규모 시장 영역에서와 같이 희소성이라는 요소가 시장 가치로 전환될 것이라는 추측이 최소한 존재하는 상황에서, 합리적인 투자자라면 어느 한 회사의 인수 관련 정보가 다른 회사에 대한 ‘정보의 총체적 구성’(the total mix of information)을 변경하여 해당 정보가 인사이트에 중요하다고 이해할 수 있다.”라고 지적하였다.

결국 2024년 4월 5일, 캘리포니아 북부 연방지방법원에서 8일간 진행된 재판 끝에 배심원은 SEC가 사상 최초로 그림자거래 이론에 근거하여 제기한 내부자거래 혐의 사건에서 피고 파누왓에게 내부자거래 책임을 인정함으로써 SEC의 손을 들어주었다. 2024년 9월 연방법원은 배심평결을 유지하면서 피고 파누왓에게 민사제재금(civil penalty) 321,197달러를 부과하고 향후 증권법 위반행위를 금지하는 명령을 내렸다.²⁷⁾ 이후 제9연방항소법원(U.S. Court of Appeals for the Ninth Circuit)에서 항소심이 진행 중이다.²⁸⁾

(3) 평가

연방법원은 피고 파누왓이 자신의 고용주이자 정보출처인 메디베이션에 대한 신인의무를 위반했다고 판단한 주된 근거의 하나로써, 미공개정보를 바탕으로 상장기업의 주식을 거래하는 행위를 금지하는 메디베이션의 내부자거래정책을 폈었다. 앞서 그림자거래에 대한 정보이용이론의 적용 분석에서 언급하였듯이, 회사가 내부자로 하여금 회사의 미공개정보를 이용하여 타회사 주식을 거래하는 행위를 명시적으로 금지하였음에도 이러한 금지를 어기고 미공개 정보에 기해 타회사의 주식을 거래한 내부자는 정보이용이론에 따라 Rule 10b-5를 위반하게 되는데, 파누왓 사건의 법원은 이 점을 분명히 확인하였다고 볼 수 있다.

27) 다만 연방법원은 피고가 향후 상장기업의 임원 또는 이사로 재직하는 것을 금지해 달라는 SEC의 요청 사항은 거부하였다.

28) Julia Englebert, “Ninth Circuit to Consider ‘Shadow’ Theory of Insider Trading”, The Regulatory Review (2025. 3. 12.) <<https://www.theregview.org/2025/03/12/englebert-ninth-circuit-to-consider-shadow-theory-of-insider-trading/>>.

2. EU

가. 시장남용규정을 통한 내부자거래의 규제

종래 EU(European Union: 유럽연합) 회원국은 각자의 내국법에 따라 자국의 자본시장을 규제하고 감독하였으나, 2014년 6월 12일에 EU 시장남용규정(Market Abuse Regulation: MAR)²⁹⁾이 발표되면서 EU 자본시장은 단일 규정에 따른 규제와 감독을 받게 되었다.³⁰⁾ EU 시장남용규정의 일부 조항은 2014년 7월 2일부터 적용되었고, 최종적으로 2016년 7월 3일부터 모든 EU 자본시장과 시장참가자들을 구속하게 되었다.³¹⁾ EU는 시장남용규정을 통해 자본시장에 대한 시장참가자들의 신뢰를 확보하고 EU의 경제성장을 실현하고자 한다.³²⁾

EU 시장남용규정의 전문 제7조에 따르면 시장남용이란 금융시장에서의 불법적 행위를 포괄하는 개념으로서, ① 내부자거래(inside dealing), ② 내부정보의 불법적 공개(unlawful disclosure of inside information) 및 ③ 시세조종(market manipulation)으로 구성된다. 이 가운데 내부자거래는 “내부정보(inside information)를 보유하는 자가 그 정보와 관련된 금융상품을 자기 또는 제3자의 계산으로 직간접적으로 취득하거나 처분함으로써 그 정보를 이용하는 경우에 발생하는 것”으로 정의된다.³³⁾ 그리고 내부정보란 “공개되지 않은 정확한 성격의 정보로서, 하나 이상의 발행인 또는 하나 이상의 금융상품과 직간접적으로 관련이 있고, 공개될 경우 해당 금융상품의 가격 또는 관련 파생금융상품의 가격에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보”로 정의된다.³⁴⁾ EU 시장남용규정 제14조는 이러한 내부자거래를 금지한다.

29) Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation). 동 시장남용규정의 도입으로 인해 구 지침인 Directive 2003/6/EC, Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC, 2004/72/EC 등은 폐지되었다.

30) EU 시장남용규정의 도입배경 중 하나는 시장남용행위와 관련하여 EU 자본시장에 통일적인 법규를 적용하기 위한 것이었고, 이를 위해 회원국의 별도 입법이 필요한 지침(directive)이 아니라 회원국 내에 직접 적용되는 규정(regulation)의 형태로 동 규정이 도입되었다. EU 시장남용규정 전문 제5조 참조.

31) EU 시장남용규정 제39조. 2014년에 EU는 강화된 시장남용규정을 제정하면서 민사·행정제재만 있었던 종전과 달리 형사제재를 규정하는 CSMAD(Criminal Sanctions for Market Abuse Directive)를 신규로 제정하였다. EU 규정(regulation)은 회원국의 별도 수용 입법 없이 그 자체로 회원국 모두에게 직접적인 효력을 발생시키지만, 형사제재는 회원국의 주권 행사를 고려하여 규정의 형식으로는 할 수 없고 지침(directive)의 형식으로만 가능하다. 즉 형사제재는 회원국이 이를 수용하는 입법이 있을 때까지는 효력을 발휘할 수 없다 보니, 개별 회원국은 2016년 7월 3일까지 CSMAD를 수용하는 입법을 완료하여야 했다. 이후 시장남용규정의 대부분의 조항이 약 2년의 유예기간을 거쳐 2016년 7월 3일부터 시행에 들어갔다. 성희환, “2014년 개정 자본시장법상 시장질서교란행위 규제 도입의 함의와 전망”, 『증권법연구』 제16권 제1호, 한국증권법학회(2015), 147면.

32) EU 시장남용규정의 개괄적 소개로는 신상우, “자본시장법상 내부자거래규제에 관한 개선방안 - EU 시장남용규정을 중심으로 -”, 『증권법연구』 제18권 제1호, 한국증권법학회(2017), 127~136면 참조.

33) EU 시장남용규정 제8조(1)(“For the purposes of this Regulation, insider dealing arises where a person possesses inside information and uses that information by acquiring or disposing of, for its own account or for the account of a third party, directly or indirectly, financial instruments to which that information relates. ...”).

나. 그림자거래의 규제

EU 시장남용규정의 내부자거래 및 내부정보의 정의에 따르면 그림자거래는 규제대상이 될 수 있다. 전술한 예에서 디즈니플러스가 출시된다는 미공개정보는 디즈니와 그 주식뿐만 아니라 넷플릭스와 그 주식에도 직간접적으로 관련이 있고, 해당 정보가 공개될 경우 양 회사의 주가에 중대한 영향을 미치게 될 것이다. 따라서 해당 정보를 보유한 디즈니의 임원은 디즈니의 주식과 넷플릭스의 주식을 거래하는 것이 모두 금지된다. 즉 EU 시장남용규정은 전통적 내부자거래와 그림자거래를 동일하게 금지하고 있으며,³⁵⁾ 미국에서와 같이 내부자거래 규정의 적용을 받지 않기로 하는 사적 계약은 허용되지 않는다.³⁶⁾

이러한 결과는 EU의 내부자거래 법제가 강력한 시장 평등주의의 영향을 받았다는 점을 보여준다. EU 시장남용규정 전문 제23조는 “내부자거래의 본질적 특징은 내부정보를 이용함으로써 그러한 정보를 알지 못하는 제3자에게 손해를 끼치면서 부당한 이득을 취하고, 그 결과 금융시장의 건전성과 투자자의 신뢰를 훼손하는 데에 있다. 따라서 내부자거래 금지는 내부정보를 보유한 자가 그 정보에 따라 시장에서 거래함으로써 그 정보로부터 얻은 이익을 부당하게 취하는 경우에 적용되어야 한다.”라고 규정하고 있다.

다. 규제 사례

전술하였듯이 EU 전역에서 그림자거래가 법적으로 금지되고는 있지만, 2025년에 발표된 한 연구³⁷⁾를 참조했을 때 EU를 비롯한 영국³⁸⁾에서 그림자거래에 대한 실제 규제집행 사례는 존재하지 않는 것으로 보인다. 해당 연구는 ① 영국 및 24개 EU 국가의 금융법 전공학과와 실무자를 대상으로 실시한 설문조사에서 그림자거래의 사례를 언급한 사람은 아무도 없었다는

34) EU 시장남용규정 제7조(1)(a) (“For the purposes of this Regulation, inside information shall comprise the following types of information: (a) information of a precise nature, which has not been made public, relating directly or indirectly, to one or more issuers or to one or more financial instruments, and which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of those financial instruments or on the price of related derivative financial instruments; ...”).

35) Dörte Poelzig & Paul Dittrich, “Insider Dealing by Outsiders in the US and EU”, 20 European Company and Financial Law Review 692 (2023), pp. 701~702.

36) Enriques et al., op. cit., p. 757.

37) Enriques et al., op. cit., pp. 757~758.

38) 영국은 2020. 1. 31. EU를 탈퇴하였으나, 영국과 EU 간에 2019. 10. 19. 체결된 EU 탈퇴조약(EU-UK Withdrawal Agreement)에 따라 EU의 증권 법제는 이행 기간이 종료되는 2020. 12. 31.까지 영국 내에서 효력을 유지하였다. 또한 영국은 2018년 EU 탈퇴법(European Union Withdrawal Act of 2018)을 제정하여 별도의 입법이 이루어질 때까지 EU법이 영국 내에서 효력을 미치도록 하였다. 따라서 2021. 1. 1. 이후에도 EU Regulation 등이 영국 내에서는 적용되고 있으므로 전술한 내부자거래에 관한 EU 시장남용규정의 법리는 영국에서도 동일하게 적용된다. 박영운, 「유럽증권법」, 박영사(2021), 70면.

점,³⁹⁾ ② 그림자거래에 대한 영국의 집행조치를 체계적으로 검색한 결과 2024년 8월까지 관련 집행조치는 발견되지 않았다는 점, ③ 다른 논문에서도 논문발표 시점인 2023년 이전에 EU 전역에서 그림자거래에 대한 집행조치를 취한 사례가 없다고 언급한 점⁴⁰⁾ 등을 고려하였을 때 그림자거래를 실제 규제한 사례는 없는 것으로 판단된다고 보고하였다.

물론 EU나 영국에서 그림자거래의 규제 사례를 찾을 수 없다고 하여 그림자거래가 발생하지 않는다고 보기는 어렵다. 현재 EU나 영국에서 그림자거래에 관한 실증적 증거는 부족하지만, 미국의 경우에는 내부자가 그림자거래에 일상적으로 관여하며 측정 가능한 빈도로 해당 거래가 발생한다는 실증연구를 쉽게 찾을 수 있다.⁴¹⁾ 이러한 연구결과를 통하여 EU에서도 그림자거래의 기회가 존재함을 추론해 낼 수 있는데, 미국과 EU의 시장 사이에는 구조적 유사성—기관투자자의 주식 보유 비율이 높다는 점, 사업 부문간 상호연결이 빈번하다는 점, 민감한 기업정보에 내부자가 광범위하게 접근 가능하다는 점—이 존재하는 까닭이다.⁴²⁾

III. 자본시장법상 그림자거래의 규제 및 관련 제언

1. 자본시장법상 그림자거래의 규제 여부

현행 자본시장법에는 그림자거래의 정의나 그 규제 여부에 대한 명시적 조문이 존재하지 않는다. 자본시장법 제4편에서는 “불공정거래의 규제”라는 표제 하에 제1장에서 내부자거래 등에 관한 조문을, 제3장에서 부정거래행위 등에 관한 조문을 여럿 두고 있다. 이 가운데 전통적 내부자거래를 규제하는 법 제174조, 부정거래행위를 금지하는 법 제178조, 시장질서교란행위를 금지하는 법 제178조의2를 중심으로 그림자거래의 규제 가능 여부를 분석해 본다.

39) 관련 조사에서 응답자들에게 주어진 질문은 두 가지였는데, ① 그림자거래 사례를 알고 있는지 여부 및 ② 알고 있다면 해당 사례를 찾는 데 도움이 될 수 있는 정보를 제공해 달라는 내용이었다. 결과적으로 24명의 응답자 중 23명이 그림자거래 사례를 알지 못한다고 응답했으며, 포르투갈의 한 학자가 ①의 질문에 긍정적으로 답변했지만 ②의 질문과 관련하여서는 정보를 제공하지 않았다고 한다.

40) Poelzig & Dittrich, op. cit., p. 712.

41) Heather E. Tookes, “Information, Trading, and Product Market Interactions: Cross-sectional Implications of Informed Trading”, 63 *Journal of Finance* 379 (2008)(내부자가 경쟁사 주식의 중요정보를 바탕으로 거래하는 것이 수익성이 있다고 판단할 수 있는 조건을 파악하고 관련 이론을 뒷받침하는 증거를 제시함); Mehta et al., op. cit., p. 377(상세한 실증적 조사를 바탕으로 그림자거래가 널리 퍼져 있고 수익성 있는 현상이라는 결론을 내리면서, 단일 그림자거래를 통한 수익성이 \$139,400에서 \$678,000에 달한다고 추정함); Chen et al., op. cit.(내부자가 그림자거래를 통해 이익을 얻는다는 추가적인 증거를 제시하고, 내부자가 인수합병 거래와 관련하여 공급망 내에 있는 다른 기업의 주식을 거래한다는 사실을 밝힘); Deuskar et al., op. cit.(전통적인 내부자거래에 대한 규제가 엄격해질 때 그림자거래가 내부정보를 통해 이익을 얻을 수 있는 대안이 될 수 있음을 언급함) 등 참조.

42) Enriques et al., op. cit., p. 758.

가. 자본시장법 제174조로 규제되지 않는 그림자거래

자본시장법상 미공개정보이용행위를 규제하는 핵심 조항은 제174조이다.⁴³⁾ 법 제174조가 적용되려면 기본적으로 ① 동 조의 각 항이 열거하는 '규제대상자'가(지위 요건)⁴⁴⁾ ② '직무 등과 관련하여 지득한'(직무관련성 요건)⁴⁵⁾ ③ '규제대상정보'를(정보 요건) ④ '규제대상증권'의 거래에 이용하거나 타인에게 이용하게 한 경우이어야 한다. 법 제174조가 그림자거래를 규제할 수 있는지 여부를 분석하기 위해 상장법인인 甲회사의 임원 A가 이사회를 통해 알게 된 미공개정보를 이용하여 상장법인 乙회사의 주식을 거래하는 예를 가지고 위 요건을 적용해 본다. 아래에서 먼저 甲회사를 기준으로 하여 요건을 검토하고, 이어서 乙회사를 기준으로 하여 살펴본다.

우선 甲회사를 기준으로 요건을 적용해 본다. 첫째, 甲회사를 기준으로 하였을 때 A는 임원

43) 자본시장법 제174조(미공개중요정보 이용행위 금지) ① 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 자...는 상장법인...의 업무 등과 관련된 미공개중요정보...를 특정증권등...의 매매, 그 밖의 거래에 이용하거나 타인에게 이용하게 하여서는 아니 된다.

1. 그 법인... 및 그 법인의 임직원·대리인으로서 그 직무와 관련하여 미공개중요정보를 알게 된 자
2. 그 법인의 주요주주로서 그 권리를 행사하는 과정에서 미공개중요정보를 알게 된 자
3. 그 법인에 대하여 법령에 따른 허가·인가·지도·감독, 그 밖의 권한을 가지는 자로서 그 권한을 행사하는 과정에서 미공개중요정보를 알게 된 자
4. 그 법인과 계약을 체결하고 있거나 체결을 교섭하고 있는 자로서 그 계약을 체결·교섭 또는 이행하는 과정에서 미공개중요정보를 알게 된 자
5. 제2호부터 제4호까지의 어느 하나에 해당하는 자의 대리인(이에 해당하는 자가 법인인 경우에는 그 임직원 및 대리인을 포함한다)·사용인, 그 밖의 종업원(제2호부터 제4호까지의 어느 하나에 해당하는 자가 법인인 경우에는 그 임직원 및 대리인)으로서 그 직무와 관련하여 미공개중요정보를 알게 된 자
6. 제1호부터 제5호까지의 어느 하나에 해당하는 자...로부터 미공개중요정보를 받은 자

② 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 자...는 주식등에 대한 공개매수...의 실시 또는 중지에 관한 미공개정보...를 그 주식등과 관련된 특정증권등의 매매, 그 밖의 거래에 이용하거나 타인에게 이용하게 하여서는 아니 된다. ...

1. 공개매수예정자... 및 공개매수예정자의 임직원·대리인으로서 그 직무와 관련하여 공개매수의 실시 또는 중지에 관한 미공개정보를 알게 된 자 ... (이하 생략)

③ 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 자...는 주식등의 대량취득·처분...의 실시 또는 중지에 관한 미공개정보...를 그 주식등과 관련된 특정증권등의 매매, 그 밖의 거래에 이용하거나 타인에게 이용하게 하여서는 아니 된다. ...

1. 대량취득·처분을 하려는 자... 및 대량취득·처분을 하려는 자의 임직원·대리인으로서 그 직무와 관련하여 대량취득·처분의 실시 또는 중지에 관한 미공개정보를 알게 된 자 ... (이하 생략)

44) 규제대상자의 범위와 관련하여 자본시장법 제174조는 임직원이나 주요주주와 같은 회사의 전형적인 내부자에 의한 미공개정보이용행위를 규제하고 있을 뿐만 아니라, 회사의 외부자라 하더라도 미공개정보에 합법적으로 접근할 수 있는 우월하고 특별한 지위를 가지고 있는 경우에는 그를 준(準)내부자로 보아 규제대상으로 삼고 있다.

45) 법문상 직무관련성 요건은 규제대상자에 따라 그 표현에 차이가 있다. 예컨대 임직원이나 대리인은 그 직무와 관련하여, 주요주주는 그 권리를 행사하는 과정에서, 법령상의 권한을 가진 자는 그 권한을 행사하는 과정에서, 계약을 체결하고 있거나 체결을 교섭하고 있는 자는 그 계약을 체결·교섭 또는 이행하는 과정에서 미공개정보를 지득할 것을 요구하고 있다. 다만 예외적으로 1차 정보수령자의 경우에는 직무관련성 없이 정보를 지득하더라도 규제된다.

이므로 규제대상자에 해당하여 지위 요건(①)을 갖추었다.

둘째, A는 이사회를 통해 미공개정보를 취득하였으므로 직무관련성 요건(②)을 충족한다.

셋째, 규제대상정보 요건(③)과 관련하여, (i) 법 제174조 제1항은 A가 甲회사의 ‘업무 등과 관련된 미공개정보’를 이용하는 행위를 금지하며, (ii) 법 제174조 제2항은—甲회사가 예컨대 丙회사를 공개매수하는 상황을 전제로 하여—공개매수예정자인 甲회사의 임원 A가 ‘공개매수의 실시 또는 중지’에 관한 미공개정보’를 이용하는 행위를 금지하고, (iii) 법 제174조 제3항은—甲회사가 예컨대 丁회사의 주식을 대량취득·처분하는 상황을 전제로 하여—대량취득·처분을 하려는 甲회사의 임원 A가 ‘대량취득·처분의 실시 또는 중지’에 관한 미공개정보’를 이용하는 행위를 금지한다.

넷째, 규제대상증권 요건(④)과 관련하여, (i) 법 제174조 제1항은 甲회사의 “특정증권등”을, (ii) 법 제174조 제2항은 공개매수의 대상인 丙회사의 주식등과 관련된 “특정증권등”을, (iii) 법 제174조 제3항은 대량취득·처분의 대상인 丁회사의 주식등과 관련된 “특정증권등”을 거래하지 못하도록 한다.

이상의 내용을 표로 정리하면 다음과 같다.

	① 지위	② 직무관련성	③ 규제대상정보	④ 규제대상증권
법 제174조 제1항	甲회사의 임원 A	甲회사 이사회를 통한 정보지득	甲회사의 업무 등과 관련된 미공개정보	甲회사의 특정증권등
법 제174조 제2항			丙회사를 대상으로 한 공개매수의 실시 또는 중지’에 관한 미공개정보	丙회사의 주식등과 관련된 특정증권등
법 제174조 제3항			丁회사 주식등의 대량취득·처분의 실시 또는 중지’에 관한 미공개정보	丁회사의 주식등과 관련된 특정증권등

따라서 A가 법 제174조 각 항의 규제대상정보를 이용하여 乙회사의 주식을 거래하였을 때 최종적으로 동 조에 의해 처벌될 것인가는 乙회사의 주식이 규제대상증권인 “특정증권등”에 포함되는지 여부에 달려 있다. 자본시장법은 단기매매차익 반환대상증권으로 정의되어 있는 금융투자상품을 “특정증권등”이라 하여 미공개정보이용행위의 규제대상증권으로 정하고 있다(법 제174조 제1항, 제172조 제1항 제1호~제4호). 구체적으로, ㉠ 법 제172조 제1항 제1호는 “그 법인이 발행한 증권(대통령령으로 정하는 증권을 제외한다)”을,⁴⁶⁾ ㉡ 제2호는 “제1호의 증

46) 법 시행령 제196조는 그 법인이 발행한 채무증권, 수익증권, 법 제172조 제1항 제4호에 해당하지 않는 파생결합증권을 규제대상에서 제외하고 있다(법 시행령 제196조 제1호~제3호). 다만 채무증권 중에서 전환사채권, 신주인수권부사채권, 이익참가부사채권, 그 법인이 발행한 지분증권 및 이와 관련된 증권예탁증권 또는 전환사채권·

권과 관련된 증권예탁증권”을, ㉠ 제3호는 “그 법인 외의 자가 발행한 것으로서 제1호 또는 제2호의 증권과 교환을 청구할 수 있는 교환사채권”을, ㉡ 제4호는 “제1호부터 제3호까지의 증권만을 기초자산으로 하는 금융투자상품”을 특정증권등으로 규정한다.

이처럼 자본시장법은 특정 상장법인이 발행한 증권은 물론 그 법인 이외의 자가 그 법인과 관련된 증권을 기초로 발행한 증권예탁증권(DR), 교환사채, 주식옵션이나 주식선물 등도 규제 대상으로 포함함으로써, “당해 법인이 발행한 유가증권”만을 규제대상으로 삼았던 구 증권거래법과 차이를 보인다. 이러한 자본시장법의 태도는 특정 회사에 관한 미공개정보가 당해 회사가 발행한 증권 이외에 타회사가 발행한 증권의 가격에도 영향을 줄 수 있다는 점을 고려한 것이라 평가할 수 있다. 그러나 법 제174조의 규제를 받는 대상증권의 범위가 확대되었다 하더라도 결국은 타회사가 발행한 증권의 교환대상이나 기초자산은 특정 회사의 증권이어야 한다. 따라서 이러한 연결고리 없이, 전술한 디즈니/넷플릭스의 경우나 파누왓 사건에서처럼 정보출처회사와 거래대상증권의 발행회사가 이른바 ‘시장 연관성’만을 가지고 있는 상황에서 발생한 그림자거래의 경우에는 법 제174조의 적용이 불가능하다.

다음은 乙회사를 기준으로 법 제174조의 요건을 적용해 본다. 그림자거래되는 주식을 발행한 乙회사의 입장에서 볼 때 자신의 주식이 거래되고 있기는 하지만, 그림자거래를 한 A가 乙회사의 임원이라던가 또는 乙회사에 대하여 법령상의 권한이나 계약관계를 가지지 않는 한 A를 규제대상으로 삼을 수 없다. 또한 A가 거래시 이용하는 정보 역시 乙회사의 업무 등과 관련된 정보가 아니다.

요컨대 그림자거래의 경우에는 규제대상자가 법 제174조 각 항의 정보를 직무와 관련하여 지득 후 이용하였더라도 거래의 대상으로 삼은 회사의 증권이 규제대상증권인 “특정증권등”에 포함되지 않는다면 해당 거래는 법 제174조를 위반하지 않게 된다. 또한 그림자거래의 대상이 된 증권을 발행한 회사를 기준으로 보더라도 법 제174조의 요건이 충족되지 않으므로 해당 거래는 규제되지 않는다.

나. 자본시장법 제178조 제1항 제1호의 적용 가능성이 있는 그림자거래

앞서 미국의 경우 Rule 10b-5를 근거로 삼아 형성된 정보유용이론을 통하여 그림자거래를 규제할 수 있음을 보았다. 그렇다면 Rule 10b-5를 본받아 둔 규정이라고 평가⁴⁷⁾되는 자본시장

신주인수권부사채권·이익참가부사채권 및 이와 관련된 증권예탁증권과 교환을 청구할 수 있는 교환사채는 다시 대상증권에 포함하고 있다. 법문이 다소 복잡하게 되어 있지만, 결과적으로 채무증권 중에서 일반사채만이 미공개정보이용행위의 적용대상에서 제외된다. 이처럼 일반사채를 규제대상증권에서 제외하는 것은 옳지 않다는 시각이 있다. 일반사채를 이용한 미공개정보 이용행위도 충분히 예상할 수 있기 때문이라는 것이다. 김건식/정순섭, 전거서, 431면.

47) 김건식/정순섭, 전거서, 508면; 김홍기, 「자본시장법」 제2판, 박영사(2024), 464면; 임재연, 「자본시장법」 2024년 판, 박영사(2024), 1010면; 서울남부지방법검찰청, 「자본시장법 벌칙해설」, 박영사(2019), 145면.

법 제178조 제1항 제1호에 의하여 그림자거래가 규제될 수 있을지도 살펴볼 필요가 있다.

앞서 언급하였듯이 Rule 10b-5는 “증권의 매수 또는 매도와 관련하여 … 사기를 목적으로 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 것은 … 위법하다.”(“It shall be unlawful for any person, … To employ any device, scheme, or artifice to defraud, … in connection with the purchase or sale of any security.”)라고 규정함으로써 ‘기망’을 요건으로 하고 있다. 반면 자본시장법 제178조 제1항 제1호는 금융투자상품의 거래와 관련하여 “부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위”를 금지한다고 규정함으로써 ‘기망’ 대신 ‘부정성’을 요건으로 하고 있다. 이때 ‘부정성’이란 ‘기망’의 요소를 요하지 않는, 객관적으로 사회통념에 반하는 일체의 부정을 포함한다는 것이 학설⁴⁸⁾과 판례⁴⁹⁾의 입장이다. 한편 대법원은 부정성의 판단과 관련하여 “어떠한 행위를 부정하다고 할지는 그 행위가 법령 등에서 금지된 것인지, 다른 투자자로 하여금 잘못된 판단을 하게 함으로써 공정한 경쟁을 해치고 선의의 투자자에게 손해를 전가하여 자본시장의 공정성, 신뢰성과 효율성을 해칠 위험이 있는지를 고려하여 판단해야 한다”라고 실시하고 있다.⁵⁰⁾ 하급심 판결에서는 구체적 사안에서 부정성 여부의 판단시 참작할 만한 기준으로, ① 해당 행위의 효과나 영향이 거래당사자에게 한정되는지 아니면 시장에 직·간접적으로 영향을 미치는지 여부, ② 해당 행위가 자본시장에 미친 영향이 자본시장 고유의 가격결정 기능을 훼손하거나 정보 비대칭성을 이용한 거래의 불공정을 야기하는 데 이르렀는지 여부, ③ 자본시장법을 비롯한 현행 법령상 의무위반 내지 위법행위가 개재되었는지 여부 등을 제시하기도 한다.⁵¹⁾

자본시장법 제178조 제1항 제1호의 요건이 포괄적이고 추상적이다 보니, 그림자거래가 동조항에 의해 금지되는 행위인지의 판단이 쉽지는 않다.⁵²⁾ 그러나 판례가 제시한 기준과 그림자거래의 성격을 고려했을 때, 그림자거래는 다음과 같이 법 제178조 제1항 제1호의 규제대상이 될 수 있다고 생각된다.

48) 김건식/정순섭, 전거서, 508면; 김홍기, 전거서, 469면; 임재연, 전거서, 1021면.

49) 판례는 “‘부정한 수단, 계획 또는 기교’란 사회통념상 부정하다고 인정되는 일체의 수단, 계획 또는 기교를 말한다.”라고 실시하고 있다(대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도8109 판결; 대법원 2014. 1. 16. 선고 2013도9933 판결; 대법원 2026. 1. 15. 선고 2024도11686 판결 등).

50) 대법원 2014. 1. 16. 선고 2013도9933 판결; 대법원 2022. 5. 26. 선고 2018도13864 판결 등.

51) 서울고등법원 2022. 2. 25. 선고 2021노1732 판결.

52) 종래 자본시장법 제178조 제1항 제1호를 적용한 실제 사례들로는, 특정 시점의 기초자산가격 또는 그와 관련된 수치에 따라 권리행사 또는 조건성취의 여부가 결정되거나 금전 등이 결제되는 구조로 되어 있는 금융투자상품의 경우에 그 권리행사나 조건성취에 영향을 주는 행위를 한 경우(대법원 2015. 4. 9.자 2013마1052 결정), 비상장주식을 사전 매집한 뒤 증권방송 등을 통해 허위정보를 유포하여 부당이득을 취한 경우(대법원 2017. 3. 30. 선고 2014도6910 판결), 회사의 대표이사 등이 분석된 재무제표 등을 금융기관에 대출 심사자료로 제출하여 재무상태 등에 대해 착오에 빠진 금융기관으로부터 거액의 자금대출 등을 받은 경우(대법원 2017. 12. 22. 선고 2017도12649 판결), 제3자 배정 유상증자 결정 공시와 후속 공시를 통해 A회사와 B회사가 공동사업을 추진한다는 외관을 창출한 경우(대법원 2020. 4. 9. 선고 2019도15735 판결), 이른바 ‘무자본 M&A’를 통해 회사를 인수한 후 허위의 호재성 테마를 이용하여 가치를 부양시킨 다음 매도하여 부당이득을 취한 경우(서울중앙지방법원 2015. 2. 3. 선고 2014고단3518 판결) 등이 있다.

우선 그림자거래를 통해 정보가 주가에 반영되므로 그림자거래는 거래당사자만이 아니라 시장에도 영향을 미친다고 할 수 있다. 다만 이러한 영향으로 인해 자본시장 고유의 가격결정 기능이 훼손된다고 볼 수는 없는데, 이는 정보의 신속한 확산을 통한 정확한 주가형성이라는 긍정적 차원에서의 영향이기 때문이다. 그러나 이러한 순기능은 그림자거래뿐만 아니라 전통적 내부자거래에도 존재한다. 이러한 순기능에도 불구하고 전통적 내부자거래를 금지하는 이유는, 본 논문의 머리말에서도 언급하였듯이, 해당 거래가 ‘불공정’한 정보격차를 이용한 것으로서 시장의 건전성과 투자자의 신뢰를 해치는 까닭이다. 그림자거래 역시 거래자 자신의 우월적 지위를 통해 형성된 정보 비대칭성을 이용한 행위로서 거래의 불공정을 야기한다. 마지막으로 그림자거래의 위법성 여부와 관련하여, 그림자거래는 후술하는 시장질서교란행위에 해당하므로 법령상 금지되는 행위라 할 수 있다.

요컨대 그림자거래는 전통적 내부자거래와 마찬가지로 불공정한 정보격차를 이용한 행위로서 시장참여자들의 신뢰를 해치는 부정성이 인정될 수 있다. 아울러 입법자가 예상하지 못했던 유형의 불공정거래행위를 포괄적으로 규제하기 위하여 법 제178조 제1항 제1호가 도입되었다는 점을 고려할 때, 그림자거래에는 동 조항의 적용이 가능하다고 판단된다.

다. 자본시장법 제178조의2의 적용 대상이 될 수 있는 그림자거래

시장질서교란행위를 규제하는 자본시장법 제178조의2 제1항⁵³⁾은 법 제174조와 비교하였을 때 그 적용 요건이 크게 확대되어 있다. 첫째, 지위 요건 및 직무관련성 요건과 관련해서는, 특정 회사와의 관계에 기초한 정보접근성을 기준으로 규제대상자를 정하는 대신 다양한 원인에 기하여 정보를 보유하게 된 경우로 그 기준을 확대하였다(법 제178조의2 제1항 제1호 가목~라목). 둘째, 정보 요건과 관련해서는, 특정 회사의 내부정보에 한정하지 않고 정보의 출처나 성

53) 자본시장법 제178조의2(시장질서 교란행위의 금지) ① 제1호에 해당하는 자는 제2호에 해당하는 정보를 증권시장에 상장된 증권(제174조제1항에 따른 상장예정법인등이 발행한 증권을 포함한다)이나 장내파생상품 또는 이를 기초자산으로 하는 파생상품(이를 모두 포괄하여 이하 이 항에서 “지정 금융투자상품”이라 한다)의 매매, 그 밖의 거래(이하 이 조에서 “매매등”이라 한다)에 이용하거나 타인에게 이용하게 하는 행위를 하여서는 아니 된다. 다만, 투자자 보호 및 건전한 시장질서를 해할 우려가 없는 행위로서 대통령령으로 정하는 경우 및 그 행위가 제173조의2제2항, 제174조 또는 제178조에 해당하는 경우는 제외한다.

1. 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 자

가. 제174조 각 항 각 호의 어느 하나에 해당하는 자로부터 나온 미공개중요정보 또는 미공개정보인 정을 알면서 이를 받거나 전득한 자

나. 자신의 직무와 관련하여 제2호에 해당하는 정보(이하 이 호에서 “정보”라 한다)를 생산하거나 알게 된 자다. 해킹, 절취, 기망, 협박, 그 밖의 부정한 방법으로 정보를 알게 된 자

라. 나목 또는 다목의 어느 하나에 해당하는 자로부터 나온 정보인 정을 알면서 이를 받거나 전득한 자

2. 다음 각 목의 모두에 해당하는 정보

가. 그 정보가 지정 금융투자상품의 매매등 여부 또는 매매등의 조건에 중대한 영향을 줄 가능성이 있을 것

나. 그 정보가 투자자들이 알지 못하는 사실에 관한 정보로서 불특정 다수인이 알 수 있도록 공개되기 전일 것

격과 관계없이 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 모든 미공개정보를 대상으로 삼고 있다(법 제178조의2 제1항 제2호 가목·나목).⁵⁴⁾ 셋째, 규제대상증권 요건과 관련해서는, 누가 발행하였는지와 상관없이 미공개정보에 영향을 받을 수 있는 상장증권, 장내파생상품, 이를 기초자산으로 하는 파생상품을 모두 포함하는 “지정 금융투자상품”이 그 대상이다(법 제178조의2 제1항 본문).

따라서 법 제178조의2 제1항 본문, 제1호 나목, 제2호 가목 및 나목의 요건들을 조합하면, ‘자신의 직무와 관련하여 지정 금융투자상품의 매매 여부에 중대한 영향을 줄 가능성이 있는 미공개정보를 알게 된 자는 해당 정보를 지정 금융투자상품의 매매에 이용하는 것이 금지된다’는 결과를 얻을 수 있다. 즉 상장법인 甲회사의 임원 A가 이사회를 통해 알게 된 미공개정보를 이용하여 상장법인 乙회사의 주식을 그림자거래하는 행위가 금지될 수 있는 것이다.⁵⁵⁾

한편 자본시장법 제178조의2를 통하여 그림자거래의 규제를 시도하는 경우에는 타 조항과의 관계를 고려하여야 한다. 전통적 내부자거래의 경우에는 해당 행위를 명문으로 금지하는 제174조가 적용되므로 제178조의 적용은 생각할 필요가 없다.⁵⁶⁾ 반면 시장질서교란행위를 규제하는 제178조의2는 제178조가 적용될 수 없는 경우에 보완적으로 적용되므로,⁵⁷⁾ 예컨대 어떠한 행위가 제178조의 부정거래행위와 제178조의2의 시장질서교란행위의 요건을 동시에 충족하는 경우에는 후자의 조항을 적용할 수 없다.⁵⁸⁾ 즉 제178조의 부정거래행위는 그 자체가

54) 서울행정법원 2019. 1. 10. 선고 2017구합89377 판결: “[법 제178조의2가] 규정하는 미공개중요정보는 대상 회사의 업무관련성과 무관하게 상장법인 주식 등 지정 금융투자상품의 매매등 여부, 매매등 조건에 영향을 줄 수 있는 정보이면서 공개되지 아니한 모든 정보로서, 회사의 업무와 관련하여 내부에서 생성된 정보뿐만 아니라 회사의 업무와 무관하게 전적으로 외부에서 생성된 정보라 할지라도 위 요건만 충족하면, 이를 이용하여 거래하는 행위 또한 정보이용형 시장질서 교란행위에 해당하여 과징금 규제를 받게 된다.”

55) 동지: 온주권집위원회, 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제178조의2(안수현 집필), 로앤비 온주주석서(2024). 16면.

56) 자본시장법상 미공개정보이용행위를 금지하는 제174조 및 시세조종을 금지하는 제176조와 부정거래행위를 금지하는 제178조 제1항 제1호의 관계에 대하여는, ① 해당 조항들의 위반에 대한 법정형이 동일하다는 점에서, 행위 유형상 명백히 구분되는 제174조와 제176조가 우선 적용되고 이들 조항을 적용할 수 없는 경우에 비로소 제178조 제1항 제1호가 적용된다고 보는 견해(김건식/정순섭, 전거서, 521면)와, ② 조문 구조상 이를 독자적으로 적용되는 병렬적인 관계로 보는 견해(안수현, “불공정거래 규제법제의 현황과 과제 - 2011년 자본시장법 개정안의 평가를 포함하여 -”, 『BFL』 제50호(2011), 37면)가 대립한다. 하급심 판례 중에는 제176조에 열거된 시세조종행위와 제178조 제1항 제1호 위반행위는 법조경합(특별관계) 관계로 본 것이 있다(서울고등법원 2011. 6. 9. 선고 2010노3160 판결). 그러나 대법원은 “제176조와 제178조의 보호법익은 주식 등 거래의 공정성 및 유통의 원활성 확보라는 사회적 법익이고 주식의 소유자 등 개개인의 재산적 법익은 직접적인 보호법익이 아니므로, 주식시세조종 등의 목적으로 자본시장법 제176조와 제178조에 해당하는 수 개의 행위를 단일하고 계속된 범의 아래 일정기간 계속하여 반복한 경우, 자본시장법 제176조와 제178조 소정의 시세조종행위 및 부정거래행위 금지 위반의 포괄일죄가 성립한다”라고 하면서, 각 조문들 사이에 법조경합의 관계를 인정하지 않고 독립규정설에 가까운 입장을 취하고 있다(대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도8109 판결).

57) 자본시장법 제178조의2 제1항 및 제2항 참조.

58) 서울행정법원 2021. 4. 15. 선고 2019구합81346 판결은 “자본시장법 제178조의2 제2항은 본문에서 ‘누구든지 상장증권 또는 장내파생상품에 관한 매매등과 관련하여 제1호 내지 제4호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하여서는 아니 된다.’라고 금지 규정을 두면서도, ‘그 행위가 제176조 또는 제178조에 해당하는 경우는 제외한다.’

포괄적 행위유형으로서 개념상 시장질서교란행위를 모두 포함할 수 있으므로, 어떠한 행위가 제178조의 부정거래행위와 제178조의2의 시장질서교란행위의 요건을 동시에 충족하는 경우에는 제178조를 절대적·무조건적으로 적용해야 한다.⁵⁹⁾ 결국 특정 사안의 그림자거래 행위의 부정성이 그다지 크지 않아 제178조 제1항 제1호로 의율할 수 없는 경우에 시장질서교란행위로서 제178조의2에 따른 규제를 시도하게 될 것으로 예상할 수 있다.

2. 검토 및 제언

자본시장법 제174조의 전반적 구조는 미국의 신인의무이론 및 정보유용이론을 바탕으로 한 내부자거래 법리와 그 궤를 같이하고 있으며,⁶⁰⁾ 자본시장법 제178조의2는 EU의 시장남용규정을 그 입법적 모델로 삼은 것이다.⁶¹⁾ 그러다 보니 그림자거래의 규제와 관련해서도 유사한 결과가 도출됨을 확인할 수 있다. 즉 자본시장법 제174조나 미국의 신인의무이론만으로는 그림자거래를 규제할 수 없지만, 자본시장법 제178조 및 제178조의2나 미국의 정보유용이론 또는 EU 시장남용규정 아래에서는 그림자거래가 규제될 수 있다. 다만 자본시장법 제178조 제1항 제1호의 경우에는 법문의 요건과 법리에 있어 미국의 Rule 10b-5와는 상이한 점이 있다 보니 정보유용이론을 적용하는 경우와 동일한 규제 범위가 도출되지는 않는다.⁶²⁾

이처럼 미국, EU, 우리나라는 모두 그림자거래를 규제할 수 있는 법제를 갖추고 있음에도 파누왓 사건을 제외하면 그동안 실제 규제집행의 사례를 찾아보기 힘들었던 것이 사실이다. 이러한 현상을 놓고 전통적 내부자거래는 엄격히 규제하면서도 그림자거래는 규제하지 않는 것이 오히려 효율적 결과를 가져온다는 연구도 있고,⁶³⁾ 그림자거래의 규제 시도에 대한 부정

라는 단서를 두고 있다. 이는 어떠한 행위가 제176조 또는 제178조의 불공정거래행위와 제178조의2의 시장질서교란행위의 요건을 동시에 충족하는 경우에는 불공정거래행위 금지규정만을 적용하여 형사처벌로 규제하겠다는 의미로 해석되는바, 하나의 행위가 불공정거래행위로서 형사처벌의 대상이 되는 동시에 시장질서교란행위로서 과징금 부과대상이 될 수는 없다.”라고 실시하였다.

59) 김건식/정순섭, 전거서, 412면.

60) 자본시장법 제174조 제1항은 미국의 신인의무이론의 구조를 법제화한 것이라 볼 수 있으며, 특히 ‘직무관련성 요건’은 미국의 신인의무이론에서 말하는 ‘신인관계’의 요건과 유사하다. 자본시장법 제174조 제2항과 제3항은 미국의 정보유용이론의 구조를 참고한 것이라 할 수 있지만, 그 규제범위는 차이가 있다. 정보유용이론하에서는 그 규제대상정보에 별다른 제한이 없는 반면, 자본시장법 제174조 제2항과 제3항은 공개매수정보와 주식대량취득·처분이라는 시장정보를 선별한 뒤, 이 정보의 원천이라 할 수 있는 ‘공개매수예정자’ 및 ‘주식대량취득·처분을 하려는 자’와 특별한 관계를 가진 자들이(지위 요건) 그 지위를 통하여 지득한 정보(직무관련성 요건)의 이용만을 규제하고 있을 뿐이다.

61) 성희환, 전거논문, 142면.

62) 앞서 검토하였듯이 미국의 정보유용이론하에서는 내부자가 미공개정보에 기해 거래하려는 자신의 의도를 정보출처에게 미리 알린 경우에는 처벌대상이 되지 않지만, 자본시장법 제178조 제1항 제1호의 경우에는 이러한 유형의 면책이 불가능하다.

63) 해당 연구의 주장은 내부자거래에 순기능과 역기능 두 가지 측면이 있다는 점에서 출발한다. 내부자거래는 주식에 대한 미공개정보가 좀 더 신속하게 주가에 반영되게 함으로써 가격 효율성을 높일 수 있는 반면,

적 견해도 눈에 띈다.⁶⁴⁾ 그러나 각국의 규제기관이 의도적으로 그림자거래를 용인해 왔다고 보기는 어렵고, 그림자 방식의 거래에 대한 낯설음, 전통적 내부자거래의 적발에 집중된 규제 자원의 한계 등 다양한 요소가 영향을 미쳤다고 보는 것이 적절하다고 생각된다. 전술하였듯 전통적 내부자거래와 그림자거래 모두 불공정한 정보격차를 이용한 행위로서 시장에 미치는 영향이 동일하다는 점을 고려하면,⁶⁵⁾ 향후 그림자거래에 대한 실질적 규제집행이 요구된다고 할 것이다.⁶⁶⁾

문제는 규제기관의 입장에서 규제의 범위를 어디까지 확정해야 할지 현실적으로 판단하기 쉽지 않다는 것이다. 예컨대 상장법인 甲회사의 임원 A가 이사회를 통해 알게 된 미공개정보를 이용하여 상장법인 乙회사의 주식을 거래하는 행위를 그림자거래로서 규제하는 상황을 전제해 보자. 이때 자본시장법 제178조의2를 적용하려면 甲회사에 관련된 미공개정보가 乙회사 주식의 매매 여부에 “중대한 영향”을 줄 가능성이 있어야 한다(법 제178조의2 제1항 본문 및 제1호 나목과 제2호 가목 참조). 이는 달리 말해 甲회사에 관련된 미공개정보가 乙회사의 주가에 영향을 미칠 수 있을 정도로 양 회사가 경제적으로 연결되어 있어야 한다는 의미이다. 앞서 파누왓 사건의 법원은 이를 “시장 연관성”(market connection)이라 명명하면서 정보의 중요성 여부와 연결시켜 다루었다. 그런데 증권시장에서 거래되는 주식이라면 정도의 차이가 있을 뿐 모두 영향을 주고받는다고 볼 여지도 있다. 그 결과 甲회사 주식의 이른바 ‘대체주식’을 어느 범위까지로 보고 규제집행을 할 것인지는 어려운 결정일 수밖에 없다.

사실 이 문제는 규제기관뿐만 아니라 투자자의 입장에서도 민감한 것이다. “중대한 영향” 또는 “시장 연관성”이 지나치게 넓게 인정되면 주식거래가 위축될 우려도 있는 까닭이다. 물론 자본시장법의 입장은 미공개정보를 ‘이용’하지 말라는 것이므로, 임원 A가 乙회사의 주식을 거래할 때 甲회사의 미공개정보를 이용하지 않았다면 이론적으로는 전혀 염려하지 않아도 된다. 그러나 만약 A가 그림자거래 혐의로 기소된다면 규제기관의 조사 및 관련 소송 과정에

내부자가 일반투자자를 상대로 이득을 얻게 되어 증권시장에 대한 투자자의 신뢰를 약화시키고 궁극적으로 기업의 자본비용을 증가시킬 수 있다. 그런데 전통적 내부자거래는 엄격히 규제하되 그림자거래의 규제는 자제한다면, 전자를 통해 투자자들에게 시장의 공정성에 대한 인식을 심어주면서 후자를 통해 미공개정보가 주가에 신속하게 반영되도록 하여 시장의 효율성을 달성할 수 있다는 것이다. 그리고 이런 방식의 규제가 가능한 배경으로서, 투자자들이 그림자거래에 대해서는 그렇게 부정적으로 평가하지 않는다는 실증조사 결과를 제시한다. Enriques et al., op. cit., pp. 768~773.

64) Bainbridge, op. cit.(그림자거래의 규제는 오래전 연방대법원이 거부한 정보평등이론으로 회귀하는 것이라는 입장); John C. Coffee, Jr., “‘Shadow Trading’ and the Common Law of White Collar Crime”, The CLS Blue Sky Blog (2024. 4. 15.) <<https://clsbluesky.law.columbia.edu/2024/04/15/shadow-trading-and-the-common-law-of-white-collar-crime/>> (그림자거래의 규제로 인하여 거래가 위축될 것이며 규제에 따른 혜택은 크지 않을 것으로 보인다는 입장).

65) 따라서 그림자거래까지 규제하는 것은 과도하다는 주장을 하려면 왜 전통적 내부자거래만을 규제해야 하는가에 대한 질문에 답을 할 수 있어야 한다.

66) 오히려 그림자거래가 전통적 내부자거래에 비해 더 불공정하고 사회적으로 비효율적일 수 있으므로 규제의 필요성이 더 크다는 경제학적 분석에 대해서는 장근영, 전계논문(2004), 287~293면 참조.

서 많은 시간과 비용을 들여 자신의 무고함을 입증해야 하고, 최악의 경우에는 법원의 오심 가능성이 존재한다. 최종적으로 무죄가 입증되더라도 A는 기소되었다는 사실만으로 자신의 경력과 평판을 망칠 수 있다. 결국 미공개정보를 이용하지 않았다는 이유만으로 乙회사 주식 거래를 강행하였을 때 직면하게 될 부담과 어려움을 고려하면, A의 입장에서는 해당 거래를 포기할 가능성이 커진다.

해결 방안 중 하나는 규제기관이나 그의 위임을 받은 자가 각 회사의 대체주식목록을 작성하여 그 범위 내에서만 규제집행을 시도하는 것이 될 수 있다.⁶⁷⁾ 예컨대 甲회사 주식의 거래를 통해 초과수익을 얻는 경우가 乙회사 주식의 거래를 통해 초과수익을 얻는 경우와 통계적으로 긴밀한 연관성을 갖는다면 乙회사 주식을 甲회사 주식의 대체주식으로 간주하는 방식이다. 이러한 분석 작업은 수천 가지의 조합을 추정해야 하지만, 중간 규모의 워크스테이션을 갖춘 개인 한 명이 처리할 수 있는 수준이라고 한다.⁶⁸⁾

이와 관련하여 미국의 한 연구에서는 Rule 10b5-1에 따른 사전거래계획(pre-arranged trading plan)의 활용 범위를 그림자거래에까지 확장시키자는 방안이 제시되었다.⁶⁹⁾ 현행 Rule 10b5-1에 따르면, 내부자가 미공개정보를 지득한 상태에서 증권을 거래하였더라도 해당 거래는 사전에 계획된 것이었다는 점을 적극적 항변(affirmative defenses)으로 입증하면 미공개정보를 이용한 거래가 아님을 인정받을 수 있다.⁷⁰⁾ 그런데 특정 회사와 경제적으로 연결된 회사의 목록도 내부자가 Rule 10b5-1의 사전거래계획에 포함시킬 수 있도록 하자는 것이 위 연구의 핵심 주장이다. 이처럼 내부자가 사전거래계획에 포함시킨 회사목록을 SEC는 그대로 수용하거나 다른 회사를 추가하도록 요구할 수 있고, 이후 내부자는 사전거래계획에 명시된 회사 목록 이외의 회사주식을 거래하더라도 그림자거래 혐의로 조치하지 아니하겠다는 비조치의견(no-action letter)을 SEC에 요청한다는 것이다. 결국 내부자들은 그림자거래로 인한 기소의 위험 없이 해당 목록의 회사주식을 사전 계획에 따라 거래하거나 또는 목록 외의 회사주식을 자유롭게 거래할 수 있게 된다는 것이다. 이와 같은 개선 방안은 대체주식목록 작성의 주체가 기본적으로 규제기관이 아닌 거래자 자신이 된다는 차이가 있을 뿐, 규제의 범위를 예측할 수 있게 한다는 점에서 앞선 제안과 같은 취지라고 볼 수 있다. Rule 10b5-1에 따른 사전거래계획과 동일한 제도가 없는 우리나라의 경우에는 규제기관이 주도하여 대체주식목록을 작성하는 방식이 더 적절할 것으로 생각된다.⁷¹⁾

67) Ayres/Bankman, op. cit., p. 287. 대체주식목록의 작성 주체와 관련하여, 한국거래소가 경제적으로 연관된 회사의 범위를 확정하여 공시할 수 있다는 견해가 있다. 최자유, “최근 미국 내부자거래 법리의 몇 가지 변화”, 『연세법학』 제48호, 연세법학회(2025), 333면.

68) Ayres/Bankman, op. cit., p. 287.

69) Karen E. Woody & M. Cole Davidson, “Safe Harbors in the Shadows: Extending 10b5-1 Plans to Cover Shadow Trading,” 2023 Michigan State Law Review 1069 (2023).

70) Rule 10b5-1의 상세한 내용에 대해서는 장근영, “미공개정보의 인식과 이용 및 사전거래계획”, 『증권법연구』 제19권 제2호, 한국증권법학회(2018) 참조.

마지막으로 규제 근거 조문의 선택과 관련해서는, 구체적인 사안별로 그림자거래의 양태와 혐의자에 대한 비난 가능성, 시장에 미친 영향 등을 종합적으로 고려하여 그 중대성이 큰 경우에는 법 제178조 제1항 제1호를 통해 형사제재의 대상으로 삼고,⁷²⁾ 그 중대성이 그리 크지 않은 경우라면 법 제178조의2를 적용하여 과징금 제재조치를 취하는 방안이 가능할 것이다.⁷³⁾ 물론 자본시장의 공정성과 신뢰성이라는 동일한 보호법익에 대한 침해행위를 형벌과 과징금이라는 전혀 다른 제재의 대상으로 삼고 있는 현행 자본시장법의 구조 자체를 비판적으로 볼 수도 있으나,⁷⁴⁾ 형벌로 제재할 정도의 시장 영향력과 부정성을 갖추지 못한 경우에도 최소한의 제재는 가능해야 한다.⁷⁵⁾ 그림자거래의 규제라는 새로운 상황에 놓일 기업과 투자자가 맞닥뜨리게 될 충격을 최소화하면서도 시장의 건전성을 확보하기 위하여 두 조문의 균형적인 활용이 요청된다.

IV. 맺음말

그림자거래는 특정 회사의 내부자가 당해 회사와 관련된 미공개정보를 이용하여 타회사의

-
- 71) 미국의 Rule 10b5-1에 따른 사전거래계획 제도는 내부자가 거래계획을 사전에 정한다는 점에서는 우리나라 자본시장법 제173조의3에 따른 일명 ‘내부자거래 사전공시제도’와 유사한 측면이 있다. 그러나 양 제도는 그 목적을 달리한다. 미국의 제도는 내부자들이 주식거래시 내부자거래에 해당하지 않기 위해 자발적으로 사전에 거래계획을 수립함에 비해, 국내 제도는 내부자 중 임원과 주요주주가 일정한 규모 이상의 거래를 하는 경우 거래계획을 의무적으로 보고하게 하는 것이다. 즉 국내 제도는 임원과 주요주주의 거래라는 중요한 정보를 시장에 제공함으로써 급격한 시장변동을 방지하는 데에 주된 목적이 있다는 점에서 미국의 제도와 구분된다. 정준혁/김유성/진시원, “내부자거래 사전공시 제도의 법적 쟁점”, 『금융법연구』 제21권 제2호, 한국금융법학회(2024), 154~155면.
- 72) 자본시장법 제178조는 민·형사 제재가 동시에 가능한 규정을 의미하는 이른바 하이브리드 규정(hybrid statute)의 하나로서, 자본시장 규제의 특수성으로 인하여 그 필요성을 인정하더라도 일차적으로 민사소송 및 행정제재의 근거로 사용되어야 하고, 자본시장의 효율성을 해칠 우려가 있는 중대한 행위에 대해서만 이를 형사처벌하는 등으로 그 적용을 제한할 필요가 있다는 해석론이 있다. 정유철, “자본시장규제와 하이브리드규정: 자본시장법 제178조에 대한 비판적 검토”, 『서울대학교 법학』 제65권 제3호, 서울대학교 법학연구소(2024).
- 73) 법 제178조 제1항 제1호를 위반한 자는 1년 이상의 유기징역 또는 그 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 4배 이상 6배 이하에 상당하는 벌금에 처하며(법 제443조 제1항 제8호), 금융위원회는 부정거래행위자에게 그 위반행위로 얻은 이익(미실현 이익을 포함) 또는 이로 인하여 회피한 손실액의 2배에 상당하는 금액 이하의 과징금을 부과할 수 있다(법 제429조의2 제1항). 법 제178조의2를 위반한 자에 대하여는 금융위원회가 5억원 이하의 과징금을 부과할 수 있으며, 다만 그 위반행위와 관련된 거래로 얻은 이익 또는 이로 인하여 회피한 손실액의 1.5배에 해당하는 금액이 5억원을 초과하는 경우에는 그 이익 또는 회피한 손실액의 1.5배에 상당하는 금액 이하의 과징금을 부과할 수 있다(법 제429조의2 제4항).
- 74) 김건식/정순섭, 전제서, 553~554면.
- 75) 과징금 제재는 형사벌에 비하여 보다 신속하게 집행될 수 있다. 그뿐 아니라 과징금 부과처분의 근거가 되는 자본시장법상 의무위반에 대한 행정청의 증명책임도 민사소송법 제202조가 정한 자유심증주의에 의하게 되어 증명의 부담도 줄어들게 됨에 따라 형사처벌에 비해 용이하게 책임을 인정할 수 있다는 장점이 있다. 법원실무제요 행정(II), 사법연수원(2023), 292면.

주식을 거래하는 행위라는 점에서 전통적 내부자거래와는 다른 특징이 있다. 그러나 전통적 내부자거래와 마찬가지로 그림자거래 역시 불공정한 정보격차를 이용한 행위로서 시장의 공정성과 투자자의 신뢰를 해친다. 그럼에도 불구하고 그림자거래에 대한 실제 규제 사례는 어느 국가를 막론하고 찾아보기 힘들었다. 최근 미국에서 그림자 방식으로 거래한 피고의 책임을 최초로 인정한 연방지방법원의 판례가 등장하면서 그림자거래에 관한 다양한 논의가 촉발되고 있다.

미국이나 EU의 법제와 더불어 우리나라의 자본시장법도 그림자거래를 규제할 수 있는 근거조문을 두고 있는 것으로 판단된다. 부정거래행위를 금지하는 법 제178조 제1항 제1호와 시장질서교란행위를 금지하는 법 제178조의2 제1항이 그것이다. 다만 전통적 내부자거래를 금지하는 법 제174조가 비교적 명확한 요건들로 구성된 것과는 달리, 위 조문들은 그 요건이 추상적이거나 구성 자체가 상대적으로 정치하지 못한 측면이 있다 보니 그림자거래에 대한 적용이 조심스러울 수 있다. 해당 조문들이 그림자거래라는 불공정거래 규제의 사각지대를 해소하고 투자자를 보호하는 역할을 적절히 담당할 수 있도록 규제당국과 법원에 의한 합리적인 적용 및 해석이 요청된다. ☐

(논문접수 : 2026. 03. 05. / 심사개시 : 2026. 04. 17. / 게재확정 : 2026. 04. 21.)

참 고 문 헌

1. 단행본

- 김건식/정순섭, 「자본시장법」 제4판, 박영사(2023).
김홍기, 「자본시장법」 제2판, 박영사(2024).
박영운, 「유럽증권법」, 박영사(2021).
배종대, 「형법각론」 제14판, 홍문사(2022).
법원실무제요 행정(Ⅱ), 사법연수원(2023).
서울남부지방법검찰청, 「자본시장법 벌칙해설」, 박영사(2019).
온주편집위원회, 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」, 로앤비 온주주석서(2024).
이재상 외 2인, 「형법각론」 제12판, 박영사(2021).
임재연, 「자본시장법」 2024년판, 박영사(2024).
정성근/정준섭, 「형법강의 각론」 제2판, 박영사(2022).

2. 논문 등

- 성희환, “2014년 개정 자본시장법상 시장질서교란행위 규제 도입의 함의와 전망”, 「증권법연구」 제16권 제1호, 한국증권법학회(2015).
신상우, “자본시장법상 내부자거래규제에 관한 개선방안 - EU 시장남용규정을 중심으로 -”, 「증권법연구」 제18권 제1호, 한국증권법학회(2017).
안수현, “불공정거래 규제법제의 현황과 과제 - 2011년 자본시장법 개정안의 평가를 포함하여 -”, 「BFL」 제50호, 서울대학교 금융법센터(2011).
장근영, “내부자거래 제한규정의 미적용행위에 관한 고찰 - 내부자거래유보와 대체적 내부자거래를 중심으로”, 「증권법연구」 제5권 제2호, 한국증권법학회(2004).
_____, “미공개정보의 인식과 이용 및 사전거래계획”, 「증권법연구」 제19권 제2호, 한국증권법학회(2018).
_____, “자본시장법상 정보생성자의 미공개 중요정보 이용행위 규제”, 「사법」 32호, 사법발전재단(2015).
정유철, “자본시장규제와 하이브리드규정: 자본시장법 제178조에 대한 비판적 검토”, 「서울대학교 법학」 제65권 제3호, 서울대학교 법학연구소(2024).
정준혁/김유성/진시원, “내부자거래 사전공시 제도의 법적 쟁점”, 「금융법연구」 제21권 제

- 2호, 한국금융법학회(2024).
- 최자유, “최근 미국 내부자거래 법리의 몇 가지 변화”, 『연세법학』 제48호, 연세법학회 (2025).
- Ayres, Ian & Joe Bankman, “Substitutes for Insider Trading”, 54 Stanford Law Review 235 (2001).
- Bainbridge, Stephen M., “SEC Takes a Crack at Expanding Misappropriation Theory to “Shadow” Insider Trading”, Washington Legal Foundation’s blog (September 7, 2021), <<https://www.wlf.org/2021/09/07/wlf-legal-pulse/sec-takes-a-crack-at-expanding-misappropriation-theory-to-shadow-insider-trading/>>.
- Coffee, John C., Jr., “‘Shadow Trading’ and the Common Law of White Collar Crime”, The CLS Blue Sky Blog (2024. 4. 15.) <<https://clsbluesky.law.columbia.edu/2024/04/15/shadow-trading-and-the-common-law-of-white-collar-crime/>>.
- Chen, Jengfang et al., “Information Transfers and Insider Trading in Stock Substitutes: Evidence from Economically Linked Firms in the Supply Chain”, 4 Journal of Law Finance and Accounting 103 (2019).
- Deuskar, Prachi, Aditi Khatri & Jayanthi Sunder, “Insider Trading Restrictions and Informed Trading in Peer Stocks”, 71 Management Science 2390 (2025).
- Enriques, Luca, Yoon-Ho Alex Lee, & Alessandro Romano, “The Placebo Effect of Insider Dealing Regulation”, 45 Oxford Journal of Legal Studies 753 (2025).
- Lee, Yoon-Ho Alex & Alessandro Romano, “Shadow Trading and Macroeconomic Risk”, Harvard Business Law Review 393 (2023).
- Lee, Yoon-Ho Alex, Lawrence Liu & Alessandro Romano, “Shadow Trading and Corporate Investments”, Journal of Law, Finance & Accounting 191 (2023).
- Loewenstein, Mark J. & William K.S. Wang, “The Corporation as Insider Trader”, 30 Delaware Journal of Corporate Law 45 (2005).
- Mehta, Mihir N., David M. Reeb & Wanli Zhao, “Shadow Trading”, 96 The Accounting Review 367 (2021).
- Painter, Richard W., Kimberly D. Krawiec, & Cynthia A. Williams, “Don’t Ask, Just Tell: Insider Trading After United States v. O’Hagan”, 84 Virginia Law Review 153 (1998).
- Poelzig, Dörte & Paul Dittrich, “Insider Dealing by Outsiders in the US and EU”, 20 European Company and Financial Law Review 692 (2023).
- Tookes, Heather E., “Information, Trading, and Product Market Interactions: Cross-sectional

Implications of Informed Trading”, 63 Journal of Finance 379 (2008).

Woody, Karen E. & M. Cole Davidson, “Safe Harbors in the Shadows: Extending 10b5-1 Plans to Cover Shadow Trading,” 2023 Michigan State Law Review 1069 (2023).

Abstract

A Study on the Regulation of Shadow Insider Trading

Chang, Kun-Young

Shadow insider trading differs from traditional insider trading in that it involves an insider of a specific company trading shares of another company using material non-public information related to his company. However, like traditional insider trading, shadow trading also exploits unfair information asymmetries, undermining market fairness and investor trust. Despite this, actual regulatory cases concerning shadow trading have been scarce across all jurisdictions. Recently, a landmark ruling by a U.S. federal district court holding a defendant liable for shadow trading has sparked diverse discussions on the subject. This Article examines the legal frameworks and regulatory practices concerning shadow trading abroad and reviews relevant issues under the current Capital Markets Act in Korea.

Alongside the legal frameworks of the U.S. and the EU, the Capital Markets Act in Korea also appears to contain provisions that can serve as a basis for regulating shadow trading. These are § 178(1)(i), which prohibits unfair trading practices, and § 178-2(1), which prohibits market disturbances. However, unlike § 174, which prohibits traditional insider trading and is composed of relatively clear requirements, the aforementioned provisions have abstract requirements or are relatively imprecise in their formulation. This makes their application to shadow trading potentially cautious. To ensure these provisions adequately address the regulatory blind spot of shadow trading and fulfill their role in protecting investors, reasonable application and interpretation by regulatory authorities and courts are required.

Key Words : shadow insider trading, substitute insider trading, Capital Markets Act, unfair trading practices, market disturbances