

미국 주요주주 등의 내부자거래 사전신고 제도의 시사점*

연구위원 김갑래

현재 국내 주식시장에서 주요주주 등의 지분매각 후 주가가 하락함으로써 불공정거래의 의혹을 야기시키는 고질적 문제가 개선되고 있지 않다. 반면 미국의 불공정거래 연간보고서를 분석해 보면, 국내 주식시장에서와 같은 최대주주 등의 '직접적'인 미공개중요정보 이용행위는 잘 발생하지 않는다. 미국에서는 최대주주 등이 지분을 매각하기 전에 사전적 거래계획을 수립하는 것이 기업문화로 자리 잡혀 있고, 증권법상 지배증권 매도신고서를 금융감독당국에 의무적으로 제출해야 하기 때문에, 미공개중요정보 이용행위에 대한 사전 예방 효과가 크기 때문이다. 우리 자본시장에서도 미공개중요정보 이용행위에 대한 사전 예방책으로서, 국내 실정에 맞는 내부자의 사전적 거래계획 제도 및 지배증권 매도신고서 제도의 도입을 논의할 필요가 있다.

서언

올해 초 미국 하원은 내부자 거래계획 사전제출 의무를 강화시키는 “기업내부자 투명성기준 활성화법”(Promoting Transparent Standards for Corporate Insiders Act)안을 민주·공화 양당의원의 전폭적 지지를 받으며 통과시켰다. 동 법안은 현재 상원에서 논의 중인데, 소관상임위원회에서 의원들이 내부자거래 규제강화의 필요성에 대해 대부분 공감하는 점에 비추어 통과 가능성이 높아 보인다.¹⁾ 해당 법안이 통과되면, 미국 증권거래위원회(SEC)는 내부자거래 혐의에 대한 면책을 위해 활용되는 사전적 거래계획(이하 “10b5-1 계획”)에 대해 SEC 신고의무를 부여하고, 해당 거래계획에 대한 이사회 감독 수준을 높이고, 계획수립 및 매매시점에 대한 요건을 강화하는 등의 규정 보강이 필요한지를 입법조사 하여야 한다. 입법조사의 결과 규정 정비의 필요성이 판단되면, SEC는 Rule 10b5-1을 개정하여 10b5-1 계획에 관한 요건을 강화하여야 한다. 이러한 입법 경향은 10b5-1 계획의 효용을 인정하면서도 해당 제도의 실효성을 높이기 위해, 기존의 자율규제를 공시 및 내부통제 중심의 공적규제로 강화하려는 과정으로 이해할 수 있다.

미국 자본시장에서는 내부자거래에 대한 사후적 제재가 매우 강하다. 월가의 내부자거래 스캔들을 다룬 서적인 ‘블랙 에지’(Black Edge)에서 잘 묘사된 바대로, 미국의 SEC, 검찰, 경찰(FBI)의 불공정거

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

1) Nelson, M., 2019. 2. 28, Senate Banking Committee seeks to produce bipartisan capital formation package, Securities Regulation Daily.

래 수사수준은 매우 높으며 적발시 제재도 매우 강력하다. 내부자거래에 관한 강력한 사후 제재에도 불구하고, 미국 정부가 사전 예방조치를 지속적으로 정비해 나가는 이유는 사후 제재에 비해 사전 예방이 보다 효과가 크기 때문이다.

미국 증권법하에서, 지배주주 및 특수관계인(이하 “지배주주등”)은 보유주식의 매도에 관한 신고를 거래 ‘후’가 아닌 거래 ‘전’에 금융감독당국에 하여야 한다. 특히 일정규모 이상(동종 발행주식총수 1% 이상)의 지배주주등의 보유주식(이하 “지배증권”) 매각을 위해서는 증권신고서를 제출하도록 하고 있다. 또한 임원, 주요주주 등 미공개중요정보에 대해 접근성이 높은 내부자는 사전적으로 거래계획을 작성하여 면책되지 않는 이상, 해당 중요정보를 보유한 상황에서 관련 증권 등을 매매하는 경우 미공개중요정보 이용행위로서 처벌받기 쉽다. 이러한 내부자거래 사전 예방제도로 인해, 지배주주등의 직접적 미공개중요정보 이용행위 유형은 국내에 비해 미국 자본시장에서 잘 나타나지 않는다. 즉, 작년 말 국내 대법원에서 유죄가 확정된 H해운 전(前)회장의 내부자거래 스캔들²⁾과 같은 악재공시 전 손실 회피를 위한 지배주주등의 직접적 미공개중요정보 이용행위 유형은 미국 자본시장에서 상대적으로 잘 발생하지 않는다.

금융감독원에서 발표하는 불공정거래 조사실적을 분석해보면, 국내 주식시장에서 추가조작 등은 추세적으로 감소하고 있으나, 상장사 대주주 등의 미공개중요정보 이용행위는 크게 개선되지 못하는 상황이다.³⁾ 특별사법경찰 제도도입 등 정부의 불공정거래 근절에 대한 정책적 의지가 큰 현 시점에서, 미국의 내부자 거래계획 및 지배증권 매도신고서 제도는 주요주주 등의 불공정거래 사전 예방장치로서 국내에 큰 시사점을 준다. 본고에서는 미국 증권법상의 내부자 거래계획 제도 및 지배증권 매도신고서 제도를 분석하고 설명한 후, 관련 제도도입의 필요성 및 기대효과에 대해 논해 본다.

내부자의 사전적 거래계획(10b5-1 계획) 제도

미국 증권법 체계하에서, 내부자 및 준내부자(이하 “내부자등”)가 미공개중요정보에 ‘기반’(basis)하여 관련 금융투자상품을 매매하는 경우 내부자거래로서 처벌된다.⁴⁾ 이 경우 미공개중요정보 이용행위의 주관적 요건 즉 미공개중요정보에 ‘기반’하여 내부자가 거래하였는지의 여부는 매우 폭넓게 해석된다. SEC Rule 10b5-1에 따르면, 내부자등이 미공개중요정보에 기반하여 해당 회사가 발행한 증권 등을 매매하는 시점에 미공개중요정보를 보유(possession)하고 있었다면, 이용행위(use)를 입증할 필요 없이 미공개중요정보에 기반한 내부자거래로 의제된다. 단 적극적 항변사유(affirmative defense)

2) 대법원 2018도8443 판결; 한국경제, 2018. 10. 29, ‘미공개정보’로 손실 회피 혐의...최은영 前회장 징역 1년6월 확정.
 3) 금융감독원 자료에 따르면, 시세조종에 대한 조사 건수는 2016년 35건, 2017년 23건, 2018년 18건으로 감소하였음에 반하여, 미공개중요정보 이용행위에 대한 조사 건수는 2016년 47건, 2017년 36건, 2018년 36건으로 추세적 개선을 보이지 않고 있다(금융감독원, 2019. 2. 27, ‘18년 자본시장 불공정거래 조사 실적 및 ‘19년 중점 조사 방향, 보도자료).
 4) 15 U.S.C. §78j(b); 17 CFR §240.10b-5.

가 있는 경우 면책이 가능한데, 이로 인해 미국 기업의 내부자들은 법령에서 정한 적극적 항변사유에 따라 매매하는 것이 관행화되었으며 대표적 면책사유가 바로 내부자의 사전적 거래계획인 “10b5-1 계획”이다.

SEC Rule 10b5-1(c)에 따르면, 내부자등이 미공개중요정보를 모르는 시점에서 10b5-1 계획서를 작성하고 해당 계획에 따른 매매를 하였다면, 해당 매매 시점에 미공개중요정보를 설령 알았다고 하더라도 내부자거래 혐의에 대한 적극적 항변사유로서 인정될 수 있다. 10b5-1 계획이 면책적 효력을 가지기 위해서는, 해당 계획의 작성시 미공개중요정보를 인지(aware)하고 있지 않아야 한다는 요건과 함께 다음과 같은 요건을 갖추어야 한다. 내부자거래 규정회피의 목적이 없이 선의(good faith)로 계획되어야 하며, 해당 계획서에 매매 수량, 가격, 거래일자가 구체적(관련 공식 또는 알고리즘 포함)으로 기입되어야 하며, 해당 계획에 따라 거래를 행하는 자의 재량이 아닌 계획에 따라 내부자를 위한 거래가 이루어져야 한다.⁵⁾

10b5-1 계획은 법령에서 정한 서식이 따로 있지 않으며 의무공시 대상이 아니다. 그러나 많은 로펌과 투자은행이 실무상 해당 계획서를 규격화하였으며, 다수의 회사 내부자들이 확실한 면책 효과를 위해 해당 계획을 공시하는 경우가 많다. 10b5-1 계획이 위에서 언급한 요건을 갖춘 경우라도 반드시 면책이 되는 안전항(safe harbor)은 아니다. SEC Rule 10b5-1(c)의 요건을 갖추었다하더라도, 금융감독당국 또는 수사당국이 내부자의 실제 미공개중요정보 이용을 적극적으로 입증하는 경우 내부자거래로서 처벌받을 수도 있다.

10b5-1 계획에 따른 항변제도는 미국에서 몇 가지 보완이 필요한 취약점을 내포하고 있다. 특히 10b5-1 계획에 따라 거래한 내부자들의 수익률이 일반투자자들에 비해 높은 점은 문제점으로 자주 지적되어 왔다.⁶⁾ 올해 연초에 미하원을 통과한 “기업내부자 투명성기준 활성화법”안은 10b5-1 계획의 제도적 문제점을 보완하기 위한 입법조사를 SEC에 위임하였다(H.R.624). 해당 법안이 미 상원까지 통과하여 입법화되면, SEC는 10b5-1 계획의 수립 및 거래시점에 대한 제한, 수립계획의 수량에 대한 제한, 계획의 수립 및 변경에 관한 SEC 신고의무, 이사회에 감독강화 등에 관한 입법조사를 실시하여야 하며, 필요한 경우 SEC Rule 10b5-1을 개정하여 관련 규정을 마련하여야 한다.

지배증권 매도신고서(Form 144) 제도

미국 증권법은 주식의 발행에 관한 사안에 있어서는, 지배주주등이 보유한 지배증권을 매각하는 경우 원칙적으로 증권신고서를 제출하도록 하고 있다.⁷⁾ 이처럼 지배증권 매각에 대해 엄격한 공시규제

5) 해당 요건은 17 CFR §240.10b5-1 해석을 통해 도출되었다.
 6) Pulliam, S., Barry, R., 2012. 12. 27, Executives’ Good Luck in Trading Own Stock, The Wall Street Journal.
 7) 15 USC 77b(a)(11) (인수인의 정의 조항); 15 USC 77d; 15 USC 77e.

를 하는 이유는 지배주주들이 일반투자자에 비해 회사 중요정보에 대해 정보우위에 있고, 이러한 우월적 지위를 남용하여 자본시장의 정보불평등을 확대하고 일반투자자의 이익을 침해하는 사태를 막기 위함이다. 증권신고서를 제출하지 않고 지배증권을 매각하는데 있어, 면책조항인 SEC Rule 144가 주로 이용된다. SEC Rule 144의 적용을 받기 위해서는, 매각하려는 지배증권의 수량이 3개월 기간 내에 동종 발행증권 총수의 1%를 넘어서는 안된다. 지배증권이 증권신고서를 통해 등록된 주식인 경우 보유기간이 필요 없지만, 미등록 주식인 경우 6개월(사업보고서 제출대상법인) 또는 12개월(비제출대상법인)의 보유기간이 필요하다. 또한 정기공시 등을 통해 제공되는 투자정보가 있어야 하며, 반드시 중개업자를 통해 지배증권 매각이 이루어져야 한다.⁸⁾

위에서 언급한 SEC Rule 144의 요건을 충족하여 증권신고서의 제출 없이 지배증권을 매각하기 위해서는 절차상으로 SEC에 지배증권 매도신고서인 Form 144를 매도 전에 제출하여야 한다.⁹⁾ 실무상으로 Form 144는 중개업자에게 매도 주문을 하기 전 또는 마켓메이커에게 양도하기 전에 SEC와 증권거래소에 제출된다. Form 144의 제출은 의무공시 사항이 아니지만, 자율적으로 공시시스템(EDGAR)을 통해 일반투자자에게 공시되는 경우도 많다. Form 144는 유의사항(attention) 항목에서 매도인인 지배주주들이 Form 144에 서명하는 시점에 미공개중요정보를 보유하고 있지 않다는 점을 명시한다. 이로 인해 Form 144의 미공개중요정보 이용행위 사전예방 효과를 볼 수 있다. 실무적으로는 지배주주들이 10b5-1 계획을 미리 수립한 후 해당 계획에 따라 지배주식을 매도하려는 시점에 Form 144를 SEC에 제출하는 경우가 많다. 이러한 경우, 매도인인 지배주주들이 Form 144에 서명하게 되면 해당 신고 시점이 아닌 10b5-1 계획의 채택 시점에 미공개중요정보를 보유하고 있지 않다고 확인하는 효과를 가지게 된다.

결어: 제도도입의 필요성 및 기대효과

현재 국내 주식시장에서 주요주주 등의 지분매각 후 주가가 하락함으로써 불공정거래의 의혹을 야기시키는 고질적 문제가 개선되고 있지 않다. 한국거래소 시장감시본부의 작년 발표에 따르면, “최대주주 및 연계자 등이 중요정보공개일 이전에 보유하던 주식을 매도하여 손실 회피”함에 따라 해당 불공정거래 행위를 적발하여 관계당국에 통보한 경우가 미국 등 선진국에 비해 상대적으로 많다.¹⁰⁾ 실제로 불공정거래행위 혐의가 적발되지 않는 경우라도, 상장기업 지배주주등 또는 대주주의 보유지분 매각 후 주가하락이 일반투자자들의 원성과 시장불신을 야기하는 경우가 빈번하다.¹¹⁾ 미국 SEC의 불공정거래

8) 17 CFR 230.144.
 9) 3개월 기간 동안 지배증권을 5,000주 미만 또는 총 양도대금 5만달러 미만으로 매도하는 경우에는 Form 144의 제출이 면제된다. 17 CFR 230.144(h).
 10) 한국거래소, 2018. 10. 22, 12월결산 한계기업 심리 결과 및 주요 특징, 보도자료.
 11) 아시아경제, 2019. 2. 6, 주가 ‘폭’...코스닥 투자자들 “대주주 매도가 무서워요”; 한겨레, 2018. 12. 9, 삼성전자, 주주는 10배 늘고 주가는 ‘한숨’; 시사위크, 2017. 2. 7, 이재용 부회장, 연이은 악재... 이번엔 삼성SDS 미공개정보 이용 혐의 고발.

제재국(Division of Enforcement)에서 매년 발간하는 연간보고서를 바탕으로 미국의 내부자거래 유형을 분석해 보면, 위에서 언급한 최대주주등의 직접적인 미공개중요정보 이용행위 혐의는 매우 드물게 포착된다. 미국에서는 최대주주등이 지분을 매각하기 전에 사전적 거래계획을 수립하는 것이 기업 문화로 자리 잡혀 있고, 증권법상 지배증권 매도신고서를 금융감독당국에 의무적으로 제출해야 하기 때문에, 미공개중요정보 이용행위에 대한 사전 예방 효과가 크기 때문이다. 우리 자본시장에서도 미공개중요정보 이용행위에 대한 사전 예방책으로서, 국내 실정에 맞는 내부자의 사전적 거래계획 제도 및 지배증권 매도신고서 제도의 도입을 논의할 필요가 있다. 이미 한국거래소 시장감시본부가 상장법인의 자율적 불공정거래 예방시스템인 “상장법인 임직원 자사주거래 알림서비스”(K-ITAS)를 실시하고 있다는 점에서도 내부자거래 사전신고 제도도입의 정책적 필요성을 가늠할 수 있다.

내부자거래 사전신고 제도도입은 금융감독당국 및 자율규제기구의 미공개중요정보 이용행위에 대한 규제 효과를 높일 것으로 기대된다. 특히 해당 제도도입으로 유가증권시장의 대기업 기업지배구조 개편 또는 구조조정 과정에서 야기되는 지배주주 및 특수관계인(계열사 등)의 보유지분 매각의 투명성을 높일 수 있다. 또한 해당 제도도입은 코스닥 시장에서 기업사냥꾼 등이 상장기업을 인수한 후 호재성 뉴스에 따른 주가급등 과정에서 지분을 매각하여 이익을 보거나, 악재성 정보 공시전에 지분을 매각하여 손실을 회피하는 불공정거래 유형에 대한 효율적인 모니터링 시스템으로 작용할 수 있다.

내부자거래 사전신고 제도도입은 상장법인이 내부자거래 내부통제시스템을 자율적으로 강화하는 계기가 될 수 있다. 미공개중요정보 이용행위에 대한 제재를 보다 강화한 후 내부자의 사전적 거래계획을 통한 면책요건을 명확히 규정하게 되면, 해당 정책 효과는 더욱 커지게 된다. 미국의 경우, 내부자 거래계획제도의 도입으로 인해 대부분의 주요 상장법인이 10b5-1 계획에 따른 면책을 확실하게 보장받기 위하여 내부자거래정책(insider trading policy)을 수립하고 이사회 등 회사 내부에서 해당 정책의 준수를 감시하는 기업문화가 정착하였다. 마지막으로 내부자거래 사전신고 제도도입은 우리 주식시장에서 일반투자자의 시장신뢰성을 제고하는 효과를 가져 올 수 있다. 우리 주식시장에서 대주주 지분매각의 투명성이 확보되지 못하여 매각 후 주가가 폭락하는 경우 투자자의 시장불신이 가중되는 점을 감안할 때, 해당 제도도입에 따른 정책 효과는 더욱 기대된다.