

미공개정보의 인식과 이용 및 사전거래계획*

장 근 영

(한양대학교 법학전문대학원 교수)

【초 록】

미국과 우리나라의 현행 내부자거래 규제법리에 의하면 내부자가 증권을 거래할 당시 미공개정보를 알고 있었다 하더라도 해당 거래는 이미 사전에 계획되었던 것이라 미공개정보를 이용하여 실행되지 않았음을 입증한다면 내부자거래로 처벌되지 않는다. 그런데 현행 법제 하에서는 내부자가 미공개정보를 '실제 거래'에 이용한 경우에만 처벌되다 보니, 사전거래계획을 세운 뒤 지득한 미공개정보를 이용하여 공시시점을 조정하거나 동 계획을 철회함으로써 일반투자자에 비해 더 많은 이익을 얻는 경우에는 규제되지 않는다. 다수의 실증연구들은 실제로 내부자들이 사전거래계획을 남용하여 시장평균수익률보다 더 높은 수익을 얻고 있음을 보여주고 있다. 아울러 위법한 내부자거래가 합법적인 사전거래계획을 가장하여 실행됨으로써 그 적발이나 규제가 더 어려워지고 있다.

현행법상 규제되지 않는 사전거래계획의 남용을 억지하기 위해서 여러 개선방안이 제시되고 있다. 다양한 수준의 공시요구, 사전거래계획 철회의 제한, 회사가 부여한 거래허용기간 동안의 거래, 사전거래계획의 수립과 실제 거래 사이에 강제대기기간의 부과, 복수의 사전거래계획 수립의 제한 등이 그 대표적인 것들이다. 이와 같이 현행 규제체계 내에서 적용될 수 있는 개선방안의 모색에 더하여, 내부자거래 규제방식의 전환 역시 고려해 볼 만하다. 즉 '정보를 거래에 이용하는 행위' 대신에 '정보를 이용하는 행위' 자체를 규제대상으로 삼는 것이다. 불공정한 정보격차를

* 이 논문은 2018년 한국증권법학회·서울남부지방검찰청 공동 특별세미나에서 발표한 글을 수정·보완한 것이다. 위 학술대회에서 귀중한 의견을 주신 여러 분들과 임명의 심사자 분들께 감사드린다.

이용하여 이익을 얻는 모든 상황을 규제하는 것이 내부자거래 규제의 궁극적인 목적이라고 본다면, '거래' 중심이 아닌 '행위' 중심의 규제접근법으로의 전환이 필요하다.

주제어: 내부자거래 / 사전거래계획 / 미공개중요정보 / 인식기준 / 이용기준 / 공시시점조정 / 사전거래계획의 철회

논문투고일: 2018. 7. 10 / 논문심사일: 2018. 7. 23 / 게재확정일: 2018. 8. 17.

【차 례】

I. 머리말	2. 사전거래계획의 남용 실태
II. 사전거래계획의 관련 법리와 기능	3. 위법한 내부자거래의 도구로 쓰일 수 있는 사전거래계획
1. 내부자거래의 규제와 Rule 10b5-1에 따른 적극적 항변	IV. 사전거래계획의 남용방지를 위한 제안
2. 사전거래계획의 긍정적 기능	1. 현행 규제체계 내에서의 개선방안
III. 사전거래계획의 남용 가능성	2. 내부자거래 규제방식의 전환
1. 사전거래계획을 이용한 이익획득의 유형	V. 맺음말

I. 머리말

국가별로 내부자거래(insider trading)¹⁾를 규제하는 방식을 살펴보면 미공개정보²⁾를 ‘인식’(또는 ‘보유’: aware, knowing possession)한 상태에서 증권을 거래하는 행위를 금지하는 경우와, 미공개정보를 인식한 것만으로는 부족하고 동 정보를 ‘이용’(use)하여 증권을 거래해야만 처벌하는 경우로 구분됨을 알 수 있다.³⁾ 우리나라의 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 ‘자본시장법’) 제174조는 미공개정보를 “특정증권 등의 매매, 그 밖의 거래에 이용하거나 타인에게 이용하게” 하는 행위를 금지하고 있다. 법문상 미공개정보를 ‘이용’하는 행위가 금지되므로 단지 정보를 ‘인

1) ‘내부자거래’라는 용어는 규제대상증권을 발행한 기업을 기준으로 하여 그 행위주체에 초점을 맞춘 표현이다. 즉 미공개정보의 이용은 증권을 발행한 기업의 내부에 있는 자에 의해 이루어지는 경우가 전형적이기 때문에 ‘내부자’(insider)거래라는 용어를 사용하는 것이다. 그렇지만 정보의 비대칭을 이용한 불공정거래는 기업의 내부자에 의해서만 발생하는 것이 아니다. 실제로 고전적인 내부자로 분류되지 아니하는 기업의 외부자(outsider)에 의하여 미공개정보가 이용되는 경우도 상당하다. 이 점을 고려하여 내부자거래 규제의 핵심 조항인 자본시장법 제174조는 ‘내부자거래’라는 행위주체에 기초한 용어 대신 ‘미공개중요정보이용’이라는 행위실질에 기초한 용어를 사용하면서 전통적인 내부자뿐만 아니라 일정 범위의 외부자를 규제대상으로 삼고 있다. 김건식·정순섭, 『자본시장법』 제3판, 두성사(2013), 303면. 이 글에서는 ‘내부자거래’와 ‘미공개정보이용행위’를 동일한 의미로 사용한다.

2) 자본시장법상으로는 ‘중요한’ 미공개정보만이 이용 금지의 대상이다. 정보의 중요성이 주된 쟁점이 아닌 이 글에서는 별도의 언급이 없으면 용어의 경제상 ‘미공개정보’를 ‘미공개중요정보’와 동일한 의미로 사용한다.

3) 일본은 보유기준을 원칙으로 하면서 일부 경미한 사실에 대하여 적용을 제외하고 있고, 영국에서도 보유기준을 적용하면서 정보보유와 거래 사이의 인과관계가 없는 경우 등을 항변사유로 인정하며, 호주도 정보지득자의 거래행위를 금지하고 있다고 한다. 박순철, “미공개중요정보 이용행위의 규제에 관한 연구 - 형사적 제재의 실효성 확보를 중심으로 -”, 성균관대학교 박사학위논문(2010), 135면.

식'한 상태에서 거래한 경우에는 동 조에 의해 규제되지 않는다고 해석되며, 하급심 관례의 입장도 그러하다.⁴⁾ 다만 미공개정보를 인식한 상태에서 거래한 경우에는 특별한 사정이 없는 한 그 정보를 이용하여 거래했다고 보는 것이 상당하며, 미공개정보이용행위로서 규제하기 위해서는 해당 거래가 전적으로 미공개정보 때문에 이루어졌음을 입증할 필요는 없고 해당 정보가 거래를 하게 된 '하나의 요인'(a factor)이었다는 것만을 입증하면 된다는 점에 관례와 학설은 이견이 없다.⁵⁾⁶⁾

이상의 관례와 학설 하에서는 미공개정보의 공시 이전에 거래한 자를 대상으로 자본시장법 제174조에 의한 규율이 시도되었을 때, 규제대상자가 비록 거래 당시 그 정보를 알고는 있었지만 이를 이용하지 않았음을 반증으로 제시하는 상황을 생각할 수 있다.⁷⁾ 미공개정보를 지득하였지만 거래시 이를 이용하지 않았다는 특별한 사정의 예로는 ① 규제대상자가 미공개정보를 지득하기 전에 이미 거래를 결심한 경우와, ② 규제대상자가 피치 못할 사정으로 거래할 수밖에 없는 경우 등을 들 수 있다.⁸⁾

미공개정보의 인식 전에 거래를 결심하였는가는 내심의 사정이므로 규제대상자가 이를 만연히 주장하기는 어려울 것이고, 해당 거래의 결심이 외부로 표시·표출되거나 이를 객관적으로 인식할 수 있는 경우어야 비로소 정보이용이 없었다는

4) 서울중앙지방법원 2007. 7. 20. 선고 2007고합159 판결: "미공개정보 이용행위로 처벌하기 위해서는 단순히 미공개정보를 '보유'하고 있는 상태에서 유가증권의 거래를 한 것만으로는 부족하고, 그것을 '이용'하여 유가증권의 거래를 한 것이 인정되어야 [한다.]"

5) 서울중앙지방법원 2007. 7. 20. 선고 2007고합159 판결: "미공개정보를 인식한 상태에서 유가증권 거래를 한 경우에는 특별한 사정이 없는 한 그것을 이용하여 유가증권 거래를 한 것으로 봄이 상당하고, 또한 유가증권 거래를 하게 된 다른 요인이 있더라도 미공개 내부 정보를 이용한다는 것이 하나의 요인이 된 경우에는 미공개정보를 이용하여 유가증권 거래를 한 것으로 인정할 수 있다"; 서울동부지방법원 2011. 12. 30. 선고 2011고합221 판결; 김건식·정순섭, 앞의 책, 415면; 김정수, 『자본시장법원론』 제2권, 서울파이낸스앤로그룹(2014), 1183면; 임재연, 『자본시장법』 2015년판, 박영사(2015), 934면; 한국증권법학회, 『자본시장법 주석서 I』 개정판, 박영사(2015), 1049면.

6) 다만 제174조는 형벌규정이므로 미공개정보를 인식한 상태에서 거래를 한 경우 그 정보를 이용하였다고 바로 추정할 수는 없음을 주의해야 한다. 대법원도 객관적으로 미공개중요정보를 일반적으로 취득·이용할 지위에 있지 않은 경우에는 정보를 취득·이용하였다는 직접적인 증거가 없고 합리적인 의심이 존재한다면 정황만으로 공소사실을 유죄로 인정할 수는 없다고 설시하고 있다. 대법원 2008. 11. 27. 선고 2008도6219 판결 참조.

7) 예컨대 대법원 2003. 6. 24. 선고 2003도1456 판결: "피고인 1이 피고인 2로부터 A사의 합병 등에 관한 정보를 전달받았을 가능성이 어느 정도 있다고 하더라도 피고인 1이 증권가의 소문을 듣고서 주식을 매수하도록 하였을지도 모른다는 합리적 의심을 떨쳐버릴 수 없으므로 피고인 1이 중요한 내부정보를 전달받았다는 객관적인 증거가 없는 한 피고인 1이 피고인 2로부터 미공개정보를 전달받아 이를 주식의 매매와 관련하여 그 정보를 이용하였다고 단정하기 어렵다."

8) 매매를 할 수밖에 없는 경우인 ②의 예로는 정보보유자가 자신의 채무변제를 위하여 유일한 재산인 주식을 매도하는 경우를 들 수 있다. 김건식·정순섭, 앞의 책, 416면.

반증이 가능할 것이다.⁹⁾ 예컨대 주식의 대량보유자가 일시대량매각에 의한 시장가격의 폭락을 피하기 위하여 매일 일정 수량의 주식을 시장에서 처분하던 중 미공개정보를 알게 된 경우, 종전의 매매형태와 달리 대량투매하였다면 미공개정보를 이용했을 가능성이 크지만, 종전과 같은 매매형태로 주식을 처분하였다면 미공개정보 이용에 해당하지 않을 수 있다.¹⁰⁾

미국에서는 미공개정보 지득 이전의 거래결심의 한 가지 유형이라 할 수 있는 '사전거래계획'(pre-arranged trading plans)과 관련한 제도보완의 요구가 지속적으로 이어지고 있다. 미국에서 논의되는 사전거래계획이란 아래에서 살펴볼 Rule 10b5-1에 따라 수립된 거래계획을 말하는 것으로, 일반적으로 회사의 내부자가 미공개정보를 지득하기 이전에 미리 브로커(broker)와 증권의 위탁매매계약을 체결하는 것을 가리킨다. 미국에서는 물론이고 우리 자본시장법의 해석론에 의하더라도 사전거래계획에 따른 증권의 거래는 내부자거래로 규제되지 않는다. 그럼에도 불구하고 미국에서는 상장기업의 임원들이 사전거래계획을 남용하여 일반투자자보다 더 많은 이익을 얻고 있다는 비난이 시장참여자들과 언론측으로부터 쏟아지고 있다. 미국의 SEC(Securities and Exchange Commission: 미국증권거래위원회) 역시 사전거래계획의 남용 가능성을 인식하고 투자자보호 강화 차원에서 제도를 보완하는 방안을 검토하고 있다고 전해진다.

미국과 유사한 내부자거래 규제법리를 채택하고 있는 우리 자본시장법 상으로도 사전거래계획의 남용이 동일하게 문제될 수 있다.¹¹⁾ 이러한 상황에서 이 글은 사전거래계획의 남용 가능성을 살펴보고 이를 억지할 수 있는 방안을 제시하고자 한다. 우리나라에서는 아직 관련 논의가 활발하지 않은 까닭에 미국에서의 논의를 중심으로 검토하되, 우리 법제 하에서의 해석론 등을 함께 언급한다.

이하 이 글의 순서는 다음과 같다. 우선 사전거래계획에 관한 미국 연방증권법의 법리와 동 계획의 기능에 대해 살펴보고(II), 사전거래계획의 남용 유형 및 관련된 실증연구 등을 소개한다(III). 이어서 사전거래계획의 남용을 방지하기 위한 개선 방안을 제시한 뒤(IV), 이상의 논의를 정리하며 글을 맺는다(V).

9) 김건식·정순섭, 앞의 책, 416면.

10) 임재연, 앞의 책, 936면; 서울중앙지방법원 2008. 11. 27. 선고 2008고합236 판결(피고인이 정보를 지득한 전과 후의 매매형태에 별다른 차이점이 없었던 사안).

11) 미국의 내부자거래 규제법리와 자본시장법 제174조의 구조를 비교한 글로는 장근영, "자본시장법상 정보생성자의 미공개 중요정보 이용행위 규제," 『사법』, 제32호, 사법발전재단(2015) 참조.

II. 사전거래계획의 관련 법리와 기능

1. 내부자거래의 규제와 Rule 10b5-1에 따른 적극적 항변

(1) 인식기준과 이용기준 및 Rule 10b5-1

잘 알려져 있듯이 미국의 연방증권법은 내부자거래를 규제하기 위하여 우리 자본시장법 제174조와 같은 명문의 규정을 두고 있지 않다. 1934년 증권거래법(Seurities Exchange Act of 1934) 제10조(b)와 그에 따라 SEC가 제정한 포괄적 사기금지규정인 Rule 10b-5를 기반으로 연방대법원의 판례에 의해 형성된 법리¹²⁾를 통해 내부자거래가 규제되고 있다.

Rule 10b-5는 기본적으로 사기적 행위를 금지하는 규정¹³⁾이므로, 동 규칙을 근거로 내부자거래를 사기행위로 포섭하여 규제하기 위해서는 행위자에게 이른바 scienter(기망의 고의)가 있어야 한다.¹⁴⁾ 그런데 내부자가 주식을 거래하는 동기와 의도는 너무나 다양하기 때문에 어느 경우에 scienter가 있다고 볼 것인가가 문제되었다. 즉 scienter 요건과 관련하여, 내부자가 미공개정보의 보유를 인식한 상태(knowing possession)에서 거래하면 규제되는가, 아니면 실제로 정보를 이용(use)했어야 규제되는가의 문제가 있었다. 이에 관하여 연방하급심 판례에서는 견해가 나뉘어져 있었

12) 신인의무이론(fiduciary duty theory) 및 부정유용이론(misappropriation theory)이 그것이다. 해당 이론에 대해서는 김진식·정순섭, 앞의 책, 391-393면 참조.

13) Rule 10b-5(Employment of Manipulative and Deceptive Devices) It shall be unlawful for any person, ...

(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 the circumstances under which they were made, not misleading, or

(c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.

증권의 매수 또는 매도와 관련하여 ... 다음의 행위를 하는 것은 위법이다.

(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 것.

14) scienter란 기망 또는 시세조정하려는 의도(intent to deceive or manipulate)라 할 수 있다. Carol B. Swanson, "Insider Trading Madness: Rule 10b5-1 and the Death of Scienter," 52 *U. Kan. L. Rev.* 147, 155(2003).

다. *United States v. Teicher*, 987 F.2d 112(2d Cir. 1993) 판결에서는 내부자가 보유한 정보의 미공개성을 인식한 것만으로 충분히 scienter의 요건을 충족시킨다고 보았다(보유기준: knowing possession test). 반면 *SEC v. Adler*, 137 F.3d 1325 (11th Cir. 1998) 판결에서는 실제로 정보의 이용이 있어야 한다고 판시하면서, 다만 이러한 정보의 이용은 정보의 보유로부터 추정될 수 있다고 하였다(이용기준: use test).¹⁵⁾

Adler 판결 이후 다른 판례들도 정보의 ‘이용’에 초점을 맞추면서 내부자거래로 처벌하기 위해서는 미공개정보의 보유와 거래 사이에 인과관계를 요구하는 쪽으로 기울자, SEC는 집행권한이 약화되는 것을 막기 위해 2000년에 Rule 10b5-1을 채택하였다. 우선 동 규칙은 미공개정보에 “기하여” 거래하는 것(trading “on the basis of” material nonpublic information)이 Rule 10b-5가 금지하는 내부자거래에 해당한다고 규정한다(Rule 10b5-1(a)). 그리고 미공개정보에 “기한” 거래란 원칙적으로 거래시점에 미공개정보를 “인식”(aware)한 것을 의미한다고 규정한다(Rule 10b5-1(b)). 즉 Rule 10b5-1은 기본적으로 ‘인식기준’을 채택함으로써 미공개정보를 알면서 거래한 경우에는 내부자거래로 처벌될 수 있음을 밝히고 있다.¹⁶⁾ 그러나 Rule 10b5-1은 바로 이어서, 미공개정보를 이용하지 않았음을 의미하는 “적극적 항변”(affirmative defenses)의 요건을 입증하면 미공개정보에 기한 거래가 아니라고 규정한다(Rule 10b5-1(c)). 즉 항변 요건을 갖춘 거래는 내부자거래로 처벌되지 않는다는 것이다. 결국 Rule 10b5-1은 ‘인식기준’과 ‘이용기준’ 사이에서 일종의 타협을 한 셈이다. 내부자거래의 규제목적은 인식기준에 의할 때 가장 잘 달성될 수 있지만, ‘인식’에 기초한 기준만을 절대적으로 관철하면 규제의 범위가 지나치게 확장될 우려가 있다. SEC는 Rule 10b5-1을 통해 이러한 양 측면을 적절히 조화시킨 것으로 보인다.¹⁷⁾

미공개정보를 지득한 자가 동 정보를 이용하지 않았다는 적극적 항변을 제출하기 위해서는 ① 미공개정보를 인식하기 전에 증권매매에 관한 구속력 있는 계약이나 지시, 또는 서면계획이 존재하고, ② 이러한 계약, 지시, 서면계획에는 구체적으

15) *United States v. Smith*, 155 F.3d 1051(9th Cir. 1998) 판결도 비슷한 입장이다. 다만 동 판례는 Rule 10b-5에 기한 형사체계가 문제된 사안이었기 때문에 입증책임의 전환은 이루어지지 않는다고 보았다. 따라서 이 경우에는 검찰측에서 피고가 정보를 유용한 사실을 입증하여야 한다.

16) 이렇게 단순히 “인식”(awareness)만을 요구함으로써 scienter 요건을 폐지한 것이 아닌가 하는 의문에 대하여 SEC는 “Scienter remains a necessary element for liability ... and Rule 10b5-1 does not change this”라고 하면서 scienter는 여전히 요구됨을 확인하였다. Securities Act of 1933, Release No. 7881(Aug. 15, 2000).

17) Selective Disclosure and Insider Trading: Final Rule, 65 Fed. Reg. 51,727(Aug. 24, 2000)(to be codified at 17 C.F.R. pts. 240, 243, 249).

로 매매의 수량, 가격, 일시 등이 특정되어 있거나, 이를 도출하는 공식이 특정되어 있거나, 아니면 최소한 내부자가 그 내용에 대하여 영향을 미칠 수 없다고 규정되어 있어야 하며, ③ 이후에 증권매매가 이러한 계약, 지시, 서면계획에 정해진 대로 진행되었다는 세 가지 사실을 입증하여야 한다(Rule 10b5-1(c)(1)(i)(A)~(C)). 또한 행위자는 선의(good faith)여야 한다(Rule 10b5-1(c)(1)(ii)).

(2) Rule 10b5-1에 따른 적극적 항변의 성격

Rule 10b5-1의 법리는 우리 자본시장법의 해석론으로도 유사하게 도출할 수 있을 것이다. 미공개정보를 이용하여 거래했다는 혐의를 받는 특정인에게 자본시장법 제174조를 적용하고자 할 때, 그 당사자는 자신이 미공개정보를 이용하지 않았다는 특별한 사정을 반증으로 제시할 수 있다. Rule 10b5-1의 적극적 항변 요건을 갖춘 경우라면 이러한 특별한 사정의 한 유형으로 볼 수 있다.

다만 주의할 것은 Rule 10b5-1이 이른바 “안전항 규정”(safe harbor rule)이 아니라는 점이다. 안전항 규정이란 규제대상자가 해당 규정의 요건들을 모두 준수한다면 특정 법규를 위반하지 않은 것으로 간주해 주는 것을 통칭한다.¹⁸⁾ 안전항 규정은 비배타성(non-exclusive)이 특징이므로, 안전항 규정의 요건을 준수하지 못한 경우에도 당사자는 여타 항변을 통해 관련 법규의 위반이 없었음을 주장할 수 있다. 반면 Rule 10b5-1의 적극적 항변은 배타적(exclusive)인 성격을 가진다.¹⁹⁾ 즉 미공개정보를 알고 있던 당사자는 동 규칙의 적극적 항변 요건을 충족하는 경우 이외에 다른 방법으로 자신이 미공개정보를 이용하지 않았음을 주장할 수 없다는 것이다. 따라서 미국의 법제 하에서보다 우리 자본시장법의 해석상 미공개정보를 지득한 당사자가 그 정보를 이용하지 않았음을 반증으로 제시할 수 있는 여지가 더 많다.

2. 사전거래계획의 긍정적 기능

위에서 언급한 Rule 10b5-1의 적극적 항변 요건을 충족하여 미공개정보 지득

18) 즉 안전항 규정은 특정 규제상황에서 책임을 지거나 처벌을 받지 않도록 일종의 보호장치(protection)를 부여하는 조항이라 할 수 있다. Black's Law Dictionary 1363(8th ed., 2004). 미국연방증권법상 안전항 규정으로는 사모면제에 관한 Rule 506, 전매제한에 관한 Rule 144, 회사의 자기주식취득에 관한 Rule 10b-18 등이 있다.

19) Rule 10b5-1 Adopting Release, 65 Fed. Reg. at 51727. 그럼에도 불구하고 Rule 10b5-1의 적극적 항변은 안전항 규정이라고 잘못 이해되는 경우가 종종 있다. See, e.g., SEC v. Lipson, 278 F.3d 656, 660(7th Cir. 2002).

이전에 수립한 거래계획을 ‘사전거래계획’이라 부른다. 사전거래계획은 통상적으로 동 계획을 통해 향후 특정 증권을 거래하기 원하는 당사자(일반적으로 거래대상증권을 발행한 회사의 내부자)와 금융투자업자 사이에 체결되는 계약의 형태를 띤다.²⁰⁾

Rule 10b5-1이 2000년에 채택된 이래로 회사내부자들에 의한 사전거래계획의 이용은 혼한 일이 되었고, 미국에서는 매년 수십억 달러의 거래가 이루어지고 있다.²¹⁾ 사전거래계획의 이용이 만연한 것은 놀랄 일이 아니다. 다음에서 설명하듯이 사전거래계획을 통해 얻을 수 있는 다양한 실질적인 혜택이 존재하기 때문이다.

우선 사전거래계획은 주식과 스톡옵션의 형태로 보수를 받는 회사의 임원들에게 미공개정보이용에 따르는 형사책임부담의 위험 없이 이를 현금화할 수 있는 유연성을 제공한다. 미국에서는 주식 형태로 부여하는 보수가 회사임원에 대한 보수 지급의 지배적인 형태가 되었다고 한다.²²⁾ 만약 임원 등의 내부자가 보수로 받은 주식을 매도하고자 할 때 미공개정보에 손쉽게 접근할 지위에 있음을 이유로 거래에 많은 제약을 받는다면, 결국 주식 형태의 보수는 그 가치가 상당히 감소하게 될 것이다. 따라서 내부자들이 사전거래계획을 이용함으로써 규제부담 없이 보수로 받은 주식을 매각하기 원하는 것은 당연하다.²³⁾ 한편 임원들이 현금보다 주식에 더 많은 가치를 두는 경우에는 회사의 입장에서 더 적은 주식을 부여하면서도 동일한 보수지급의 효과를 달성할 수 있다. 즉 사전거래계획을 통해 주식거래의 가능성이 커지는 만큼 회사는 비용을 절감하게 된다.²⁴⁾ SEC도 이러한 사전거래계획의 효율적인 이용을 기대하고 장려하였다.²⁵⁾

20) Noam Noked, “Rule 10b5-1 Plans: What You Need to Know,” Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, Feb. 5, 2013, *available at* <<http://corpgov.law.harvard.edu/2013/02/05/rule-10b5-1-plans-what-you-need-to-know>> (last visited July 2, 2018).

21) Susan Pulliam & Rob Barry, “Executives’ Good Luck in Trading Own Stock,” *Wall St. J.* (Nov. 27, 2012) [hereinafter Pulliam & Barry, “Executives’ Good Luck”]. 미국에서는 회사의 집행임원과 같은 내부자들뿐만 아니라 비임원이사(nonexecutive directors)에 의한 사전거래계획 역시 증가하고 있다. 2008년 이래로 비임원이사를 제외한 회사내부자들에 의한 사전거래계획의 이용은 36% 증가한 반면, 비임원이사에 의한 이용은 55% 증가하였다. Susan Pulliam & Rob Barry, “Directors Take Shelter in Trading Plans,” *Wall St. J.* (Apr. 25, 2013), at A1.

22) M. Todd Henderson, “Insider Trading and CEO Pay,” 64 *Vand. L. Rev.* 505, 508(2011) (1999년과 2008년 사이에 평균적인 공개회사 임원은 전체 보수의 절반 이상을 스톡옵션 등의 형태로 지급받음).

23) Sougata Mukherjee, “The Dangerous Game Corporate Executives Are Playing,” Triangle Bizblog (Dec. 11, 2012, 2:29 PM), *available at* <<http://www.bizjournals.com/triangle/blog/2012/12/the-dangerous-game-corporate.html?page=all>> (last visited July 2, 2018).

24) Henderson, *supra* note 22, at 509-510.

25) Linda Chatman Thomsen, Director, Division of Enforcement, U.S. Securities & Exchange

또한 Rule 10b5-1에 따른 사전거래계획은 이전에 없던 법적 확실성을 내부자와 회사에게 부여하고 있다. Rule 10b5-1이 채택되기 이전에 변호사들은 회사의 임원들이 회사주식의 매매 가능 여부에 대해 문의할 때마다 어떻게 자문을 해야 할지 곤란을 겪었다. 당시에는 내부자들이 회사주식을 거래할 때 책임에서 벗어날 수 있는 확실한 수단이 없었기 때문이다. 그러나 Rule 10b5-1이 채택된 이후로는 이러한 문제가 생기지 않게 되었다.

아울러 사전거래계획으로 인해 기업들은 내부자거래와 연관되는 부정적인 인식과 평판을 피할 수 있게 되었다. Rule 10b5-1의 채택 이전에는, 내부자가 자신의 포트폴리오를 다양화하기 위한 지극히 개인적인 이유로 거래를 하더라도 시장에서는 이를 회사의 건전성을 판단하는 신호로 인식하고 반응한다는 우려가 늘 존재하였다.²⁶⁾ 하지만 현재는 내부자에 의한 거래가 사전거래계획에 따른 것임을 공시함으로써, 기업들은 부정적인 시장의 반응과 불법거래의 의혹을 불식시킬 수 있는 수단을 갖게 되었다.²⁷⁾

그 밖에 내부자는 사전거래계획을 통해 장기간에 걸친 소규모의 분산된 거래를 할 수 있는데, 이러한 거래는 짧은 기간 동안 대규모 거래를 하는 경우보다 시장의 관심을 덜 끌게 된다는 이점이 있다.²⁸⁾

이상과 같이 사전거래계획을 통해 얻을 수 있는 실질적인 혜택들은 SEC가 Rule 10b5-1을 채택할 때 내놓은 근거와 일맥상통한다. 그러나 사전거래계획이 인기 있는 또 다른 이유가 있을 수 있는데, 그것은 바로 내부자들이 미공개정보에 기하여 시장평균수익률보다 높은 이익을 얻을 수 있는 기회를 사전거래계획이 제공하기 때문이라는 점이다. 이에 대하여 아래에서 상세히 살펴본다.

Commission, "Speech by SEC Staff: Opening Remarks Before the 15th Annual NASPP Conference" (Oct. 10, 2007), available at <<http://www.sec.gov/news/speech/2007/spch101007lct.htm>> (last visited July 2, 2018).

26) Peter J. Romero & Alan L. Dye, "Insider Trading under Rules 10b5-1 and 10b5-2," in Postgraduate Course in Federal Securities Law 893, 901(ALL-ABA Course of Study, July 18-20, 2002).

27) *Id.* at 901-902; Donald H. Meiers, "Rule 10b5-1 Trading Plans: A Win-Win Situation," *Metropolitan Corp. Couns.*(May 1, 2001).

28) Romero & Dye, *supra* note 26, at 901-902.

III. 사전거래계획의 남용 가능성

앞서 보았듯이 사전거래계획을 통해 얻을 수 있는 순수한 혜택들이 있다. 2005년까지만 해도 대부분의 사람들이 Rule 10b5-1에 따른 사전거래계획은 남용이 거의 없고, 동 계획에 따른 거래는 미공개정보를 보유한 자들에게 회사주식의 거래 및 포트폴리오의 다양화를 허용하는 좋은 제도라고 생각하였다.²⁹⁾ 그러나 규제당국, 학자들, 시장참여자들은 Rule 10b5-1이 채택된 이래 동 규칙의 잠재적 남용 가능성을 인지해 온 것이 사실이다. 실제로 SEC 위원이었던 Joseph Grundfest는 Rule 10b5-1의 채택 당시 SEC와 그 직원들은 사전거래계획에 잠재된 취약점을 잘 알고 있었음을 인정하였다. 또한 사전거래계획이 “비윤리적인 당사자들”에게 사실상 “안전항”을 제공하는 허점으로 가득 차 있다고 불만을 제기하는 시각도 있다.³⁰⁾

아래에서는 사전거래계획을 통하여 시장평균수익률보다 높은 이익을 얻는 남용의 유형을 살펴보고, 실제 이러한 남용행위가 발생하고 있는지에 대한 실증연구를 소개한다. 이어서 합법적인 사전거래계획을 가장하여 이루어지는 불법적인 내부자거래에 대해서도 검토한다.

1. 사전거래계획을 이용한 이익획득의 유형

사전거래계획이 도입됨으로써, 미공개정보를 이용하여 이익을 얻으면서도 내부자거래로 규제되지 않는 상황이 발생하게 되었다. 첫째, 사전거래계획을 수립한 내부자는 미공개정보의 공시를 촉진하거나 늦춤으로써 사전계획된 거래로부터 이익을 얻을 수 있다. 둘째, 사전거래계획을 수립한 내부자는 해당 계획을 선택적으로 철회할 수 있다 보니 이러한 철회를 통해 무위험의 선택권을 누릴 기회를 얻게 된다. 아래에서 각각의 상황을 살펴본다.

(1) 공시시점의 조정을 통한 이익의 획득

Rule 10b5-1이 채택됨으로 인하여 내부자들은 미리 거래를 계획해 놓으면 미공

29) Karl T. Muth, “With Avarice Aforethought: Insider Trading and 10b5-1 Plans,” 10 *U. C. Davis Bus. L. J.* 65, 81(2009).

30) Jean Eaglesham & Rob Barry, “Trading Plans Under Fire,” *Wall St. J.*(Dec. 13, 2012).

개정보를 지득하더라도 더 이상 거래를 유보할 필요 없이 계획된 거래를 진행할 수 있게 되었다. 그런데 미공개정보의 공시시점을 통제할 수 있는 이어나 집행임원과 같은 내부자들은 사전계획된 거래를 통한 이익을 최대화할 수 있도록 계획수립 이후에 획득한 미공개정보의 공시시점을 조정할 유인을 갖게 된다.³¹⁾ 즉 ① 매도계획에 따른 거래가 실행될 때까지 악재정보(bad news)의 공시를 늦추거나, 혹은 ② 매도계획에 따른 거래가 실행되기 전에 호재정보(good news)의 공시를 앞당기는 경우 등이 발생한다.³²⁾ 구체적으로 다음의 (A)~(C)와 같은 사례를 생각해 볼 수 있다.

(A) 어느 회사의 임원 A가 자신의 투자포트폴리오를 다양화하기 위해 유효한 사전거래계획을 수립하고 있다. 해당 거래계획에 따르면 A가 보유한 회사주식의 최종매도거래는 돌아오는 수요일 아침에 당일 시장가격으로 이루어질 것이 예정되어 있다. 주말에 A는 회사가 최대고객으로부터 계약갱신거절의 통지를 받았음을 알게 되었다. 이러한 중요정보가 공시되면 주가가 하락할 것은 분명하다. 이에 임원 A는 자신의 주식이 사전거래계획에 따라 매도된 이후에 해당 정보가 알려지도록 공시일정을 늦추기 위해 통상적인 기업공시에 관한 내부 의사결정절차에 영향을 미치거나 관여하였다. 그 결과 A의 보유주식은 계약갱신거절이라는 미공개정보가 회사의 통상적인 공시일정, 즉 좀 더 이른 일정에 따라 공표되었다면 형성되었을 가격보다 더 높은 가격으로 매도되었다.

(B) 또 다른 회사의 임원 B는 자신의 형이 회사주식을 매도하려 한다는 사실을 알게 되었다. B는 회사의 최대고객이 상당량의 회사 생산제품을 추가 매입할 의사가 있음을 회사에 통지했다는 호재성격의 미공개정보를 알고 있다. B는 회사의 공시절차에 영향력을 행사하여 형의 주식매도 이전에 해당 정보가 공표되도록 하였다.³³⁾ 그 결과 형의 보유주식은 회사의 공시가 통상적인 일정에 따라 이루어졌더라

31) 일반원칙으로서, 특정일까지 공시를 요구하는 별도의 법령이 존재하지 않는 한, 공개회사는 당해 회사의 사업에 관한 정보공시시점을 재량껏 선택할 수 있다. SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833, 850 n.12(2d Cir. 1968)(공시시기의 선택은 거래소와 SEC가 반포한 확정적 공시요건의 범위 내에서 회사경영을 위임받은 임원의 경영판단의 문제라고 실시함).

32) 사전거래계획은 매수보다는 매도의 경우에 더 빈번하게 이용된다고 한다. Jonathan A. Milian, "Insider Sales Based on Short-Term Earnings Information," 47 Rev. Quantitative Fin. & Acct. 109, 112 n.11(2016). 물론 공시 타이밍 조절에 의한 이득의 유형에는 저가매수를 위하여 악재정보의 공시를 가속화시키는 경우를 생각할 수 있다. 그러나 현실적으로 미공시된 악재정보가 있는 경우라면 사전거래계획을 수립한 당사자는 공시를 재촉하고 계획된 매수를 진행시키는 대신 매수계획 전체를 철회하는 쪽을 선택할 것이다.

33) B는 회사에 관한 미공개정보를 형에게 알려 준 것은 아니므로 정보제공자로 규제되지 않는다. 형의 경우에도 내부자인 B로부터 정보를 수령하지 않았으므로 사전거래계획이라는 방패 없이 매도했다라

면 형성되었을 가격보다 더 높은 가격으로 매도되었다.

(C) 내부자거래의 위험을 인식하고 있는 C회사는 자기주식취득 프로그램을 실행하기 위해 사전거래계획을 이용하기로 하였다.³⁴⁾ C회사는 사전거래계획에 따라 예정된 마지막 자기주식취득의 실행이 끝날 때까지 중요한 호재정보의 공표를 연기하였다. 그 결과 C회사는 회사의 공시가 통상적인 일정에 따라 이루어졌더라면 형성되었을 가격보다 더 낮은 가격에 자기주식을 취득하였다.

위에서 본 사례에서처럼 당해 회사나 임원, 기타 제3자가 거래에서 이익을 얻도록 하기 위하여 회사가 행하는 공시시점의 선택에 의도적으로 영향력을 행사한 경우, Rule 10b-5를 비롯한 연방증권법의 위반이 있는가? ① 사전거래계획이 수립된 이후에 지득한 미공개정보의 공시시점을 조정하는 행위는 사전거래계획 자체의 사후적 변경이 아니기 때문에 Rule 10b5-1의 위반이 아니다(Rule 10b5-1(c)(1)(i)(C) 참조). ② 사전계획된 거래로부터의 이익을 최대화하기 위하여 공시시점을 조정하는 것은 1934년 증권거래법 제10조(b) 또는 Rule 10b-5에 따른 사기적 행위에도 해당하지 않는다. 진실하고 합법적인 공시의 시점을 조정하는 것에 의해 ‘기망’되는 당사자는 없는 까닭이다. 오히려 앞의 (B)에서와 같이 계획된 매도거래가 성사되기 전에 호재정보의 공시를 촉진하는 행위는 적어도 시장이 좀 더 일찍 정보를 제공받는다든 점에서 긍정적으로 보일 가능성까지 있다.

내부자들은 정보공시시점을 조정함으로써 사전거래계획에 따른 이익을 최대화하기도 하지만, 정보 자체의 생성시점을 조정하여 이익을 얻을 수도 있다. 예컨대 대표이사는 중요정보가 될 계약의 체결시점을 가속화하거나 늦출 수 있다. 물론 계약체결시점의 조정으로 인해 회사가 불리한 조건을 떠안게 된다면 대표이사의 신인 의무 위반이 문제될 여지는 있다. 하지만 이러한 문제만 없다면 사실상 계약이 반드시 특정일에 체결되어야 하는 것은 아니므로 체결시점 조정은 누구에게도 해가 되지 않는다.

도 규제되지 않는다.

34) SEC는 Rule 10b5-1을 채택하면서 동 규칙의 적극적 항면이 회사의 자기주식취득 프로그램에도 적용될 수 있음을 인정하였다. Selective Disclosure and Insider Trading, *supra* note 17. 한 연구에 따르면 2001년부터 2014년 사이에 거의 1,933개의 자기주식취득 프로그램이 사전거래계획에 따라 이루어졌으며, 최근에는 약 4분의 1에 달하는 자기주식취득 프로그램이 사전거래계획을 전면적 또는 부분적으로 사용하여 실행되고 있다고 한다. Alice Bonaimé, Jarrad Harford & David Moore, “Commitment versus Financial Flexibility in Payout Decisions: Evidence from 10b5-1 Preset Repurchase Plans” 1, 2(March 2018), unpublished manuscript available at <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2557005>(last visited July 3, 2018).

우리 법제 하에서도 미공개정보를 이용한 공시시점조정행위는 규제되지 않는 것으로 판단된다. 우선 회사법상 공시시점의 선택은 경영판단 사항이므로 만약 특정일까지 공시를 요구하는 별도의 법령이 존재하지 않는 이상, 특정 공시시점을 선택한 이사가 상법 제382조나 제382조의3에 따른 선관주의의무·충실의무를 위반한 것은 아니다. 그 밖에 미공개정보를 이용한 공시시점조정이 상법 제397조의2에서 규제하는 회사회유용에 해당하는지 의문이 제기될 수 있다. 비록 특정 미공개정보가 “현재 또는 장래에 회사의 이익이 될 수 있는” 사업기회라 하더라도 내부자가 공시시점조정에 이를 이용한 것은 동 조에서 말하는 사업기회 이용행위라 보기 어렵다. 내부자가 사업기회를 가로챌 것이 아니라서 공시시점조정 이후에도 해당 기회는 사라지지 않고 여전히 회사가 이용할 수 있는 까닭이다. 더욱이 자기주식취득과 관련한 사전거래계획을 가지고 있던 회사 자신이 공시시점을 조정할 경우라면 사업기회의 유용이 성립할 여지는 전혀 없다.

자본시장법 제174조 상으로도 미공개정보를 이용한 공시시점조정은 규제되지 않을 것으로 보인다. 제174조는 미공개정보를 ‘거래’에 이용하는 것을 금지하므로, 거래가 아닌 ‘공시시점조정’에 미공개정보를 이용한 행위는 동 조로 규제될 수 없는 까닭이다. 혹시 미공개정보를 이용한 공시시점조정이 자본시장법 제178조 제1항 제1호가 규제하는 “부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위”에 해당할 여지는 없는가? 앞서 보았듯이 미국에서 공시시점조정이 Rule 10b-5에 의해 규제되지 않는 이유는 동 행위에 ‘기망성’이 없기 때문이다. 미국의 Rule 10b-5를 참조한 자본시장법 제178조 제1항 제1호가 ‘기망성’을 요건으로 하는지는 논란이 있는 상황인데,³⁵⁾ 대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도8109 판결은 동 조의 부정한 수단, 계획 또는 기교란 “사회통념상 부정하다고 인정되는 일체의 수단, 계획 또는 기교를 말한다”고 실시하였다. 따라서 대법원 판례의 입장을 전제로 하여, 기망의 요소가 없는 공시시점조정이라도 ‘부정한 수단, 계획 또는 기교’에 해당함을 이유로 제178조의 적용을 주장할 가능성이 있다. 그러나 여타 위법한 수단이나 행위와 연계됨 없이 합법적인 범위 내에서 이루어지는 공시시점조정행위 자체만을 놓고 과연 ‘사회통념상 부정’하다고 볼 수 있을지는 불분명하다.

35) 관련 논의에 대해서는 김학석·김정수, 『자본시장법상 부정거래행위』, 서울파이낸스앤로그룹(2015), 195-199면 참조.

(2) 사전거래계획의 선택적 철회를 통한 이익의 획득

다수의 학자들은 내부자가 사전거래계획을 채택한 이후 지득한 미공개정보에 기하여 동 계획을 선택적으로 철회(종료: termination)할 수 있다는 것을 Rule 10b5-1 이 가진 허점의 하나로 지적하고 있다.³⁶⁾ 내부자들이 사전거래계획의 철회를 전략적으로 이용하는 예로서 다음과 같은 상황을 생각할 수 있다. 甲회사의 내부자 A는 보유하고 있는 회사주식을 매도할 사전거래계획을 수립하였는데, 이후 계획된 거래 실행 전에 甲회사 주가에 영향을 미칠 호재정보를 지득하게 되면 실행 예정이었던 매도계획을 해당 정보 공시 전에 철회할 수 있다.³⁷⁾

사전거래계획을 수립한 이후 해당 계획을 사후적으로 철회하는 행위는 적법한가? ① SEC는 사전거래계획을 수립한 자가 불리한 가격에 체결될 거래를 중단시킬 목적으로 동 계획을 철회하는 것은 Rule 10b-5와 Rule 10b5-1 어느 규칙도 위반하지 않음을 분명히 하였다.³⁸⁾ 이러한 철회행위는 ‘증권의 매매’를 수반하지 않기 때문이다.³⁹⁾ ② 사전거래계획의 철회가 혹시 Rule 10b5-1(c)(1)(i)(C)에서 금지하는 행위, 즉 “사전거래계획을 변경하거나 이로부터 벗어나는”(altered or deviated from the plan) 행위에 해당하는가의 의문이 있을 수 있다. 그러나 동 규칙이 금지하는 것은 매매의 수량·가격·시점을 변경하여(by changing the amount, price, or timing of the purchase or sale) 적극적으로 거래하는 행위이므로, 단지 소극적으로 거래계획을 철회하는 행위는 문제되지 않는다.⁴⁰⁾

결국 미공개정보에 기하여 사전거래계획을 종료시킬 수 있다는 것은 내부자들에게 비용이 전혀 들지 않는 매매옵션을 부여하는 것과 마찬가지로이다.⁴¹⁾ 실제로 무

36) Alan D. Jagolinzer, “SEC Rule 10b5-1 and Insiders’ Strategic Trade,” 55 *Mgmt. Sci.* 224, 227(2009).

37) 비슷한 예로 A는 사전거래계획의 수립 당시에는 아직 중요성이 없지만 장차 계획된 거래시점에는 중요한 정보가 될 가능성이 있는 호재정보에 기하여 매도계획을 수립한 뒤, 이후 해당 정보가 예상과 달리 중요성을 갖지 않게 되면 A는 거래계획을 철회할 수 있다.

38) Division of Corporation Finance: Manual of Publicly Available Telephone Interpretations, Fourth Supplement, Rule 10b5-1, Item 15(a), U.S. Securities & Exchange Commission(Oct. 2000), available at (<http://www.sec.gov/interp/telephone/phonesupplement4.htm>) (last visited July 3, 2018) [hereinafter “SEC Manual”].

39) Exchange Act Rules, Questions and Answers of General Applicability, U.S. Securities & Exchange Commission(Mar. 2009), available at (<http://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/exchangeactrules-interps.htm>) (last visited July 3, 2018)(see Question 120.17 and accompanying text).

40) SEC Manual, *supra* note 38.

41) 그러나 사전거래계획의 철회가 아무런 위험을 수반하지 않는 것은 아니다. 이 글의 III. 3.에서 살펴

작위로 추출한 사전매도거래계획의 철회 사례 가운데 46%가 호재정보공시의 이전에 철회된 반면, 11%만이 악재정보공시 이전에 종료되었다는 연구결과가 있다.⁴²⁾

사실 사전거래계획의 철회는 ‘내부자거래유보’(insider abstention)라 불리는 행위와 그 구조가 같다.⁴³⁾ 내부자거래유보란 내부자가 특정의 미공개정보에 기해 거래를 할 수는 없다 하더라도 동일한 정보를 이용하여 거래를 유보함으로써 이익을 얻는 것을 말한다. 예컨대 乙회사의 주식 1만주를 월요일 오후에 매도하려고 생각하던 임원 B가 미공개의 호재정보를 월요일 오전에 지득하자 이를 계기로 계획된 주식매도를 하지 않기로 하는 경우이다(거래의 유보·단념). 이후 화요일에 관련 정보가 공시되어 乙회사의 주가가 상승하면, B는 주가상승 이후인 수요일에 주식을 매도하여 결국 이익을 얻게 된다. 이렇듯 회사의 내부자가 미공개정보에 기해 주식거래를 유보함으로써 일반투자자에 비해 더 많은 이익을 얻는 행위를 전형적인 내부자거래(inside trading)와 구별되는 개념으로 내부자거래유보(inside abstention)라고 부를 수 있다.

사전거래계획철회와 내부자거래유보와의 차이는, 전자의 경우에는 거래의도가 서면 등을 통해 명시적으로 표출되어 외부에서 인식할 수 있는 반면, 후자의 경우에는 그렇지 않은 정도라고 할 수 있다. 따라서 내부자거래유보에 관한 논의가 사전거래계획의 철회에 대체로 유사하게 적용될 수 있다. 앞서 사전거래계획의 철회 상황에서는 적극적인 ‘거래’(trading)가 없기 때문에, 이러한 철회행위는 증권의 거래와 관련한 사기적 행위를 금지하는 Rule 10b-5의 위반이 아니어서 내부자거래로 규제되지 않는다고 하였다. 이와 동일한 법리를 근거로 하여 내부자거래유보 역시 처벌되지 않는다. 그리고 이러한 결과는 미공개정보를 특정증권 등의 매매, 그 밖의 ‘거래’에 이용하는 것을 금지하는 우리 자본시장법 제174조의 적용에 있어서도 마찬가지이다.

다만 미공개정보를 이용한 사전거래계획의 철회가 현행법상 적법한 행위라 하더라도, 이를 통해 내부자가 일반투자자에 비해 더 많은 이익을 얻을 수 있다는 점에는 이견이 없다.⁴⁴⁾

보듯이 계획된 복수의 거래 가운데 하나 이상을 철회하는 행위는 Rule 10b5-1(c)의 요건 충족 여부에 영향을 미칠 수 있다.

42) Jagolinzer, *supra* note 36, at 235.

43) 내부자거래유보에 관해서는 장근영, “내부자거래 제한규정의 미적용행위에 관한 고찰 - 내부자거래유보와 대체적 내부자거래를 중심으로,” 『증권법연구』, 제5권 제2호, 한국증권법학회(2004) 참조.

44) 다수의 학설은 사전거래계획의 철회와 내부자거래유보 모두 미공개정보를 이용하여 내부자가 이익을 얻을 수 있는 행위라고 본다. Henry G. Manne, “Insider Trading and Property Rights in New

2. 사전거래계획의 남용 실태

(1) 사전거래계획의 남용 가능성을 보여주는 실증연구

Rule 10b5-1이 채택된 이래, 동 규칙에 근거한 사전거래계획이 남용될 가능성이 있다는 의견이 꾸준히 제기되었다. 그리고 2005년 8월 초에 사전거래계획을 이용한 내부자들이 시장평균수익률보다 평균 5.6%의 초과수익을 얻었다는 사전조사 결과가 언론에 등장하였다.⁴⁵⁾ 그리고 이어서 발표된 연구결과에 따르면 사전거래계획 참여자들의 매도거래는 '주가상승 이후'에 이루어지거나 또는 '주가하락 이전'에 이루어지는 경향이 있으며, 그 결과 비정상적 수익을 창출한다는 것이 통계적으로 밝혀졌다.⁴⁶⁾ 또한 해당 연구는 매도거래계획이 악재정보의 공시 이전에 개시되고, 매도거래계획이 조기 철회된 경우에는 뒤이어 긍정적인 회사성과가 이어진다는 점도 보여주고 있다.⁴⁷⁾ 이처럼 사전거래계획을 이용한 내부자들이 비정상적인 수익을 올린다는 결과를 놓고, 해당 연구자는 일부 내부자들이 사전거래계획의 "의도되지 않은 허점"(unintended strategic loopholes)을 이용하여 전략적으로 거래하고 있음을 보여주는 것이라 평가하였다.⁴⁸⁾

해당 연구는 SEC의 주목을 끌게 되었다. 2007년 3월에 SEC 집행국 이사인 Linda Chatman Thomsen은 위 연구를 인용하면서, 사전거래계획이 다양한 방법으로 남용됨으로써 미공개정보에 기한 거래를 촉진하고 있음을 관련 데이터가 보여주

Information," 4 *Cato J.* 933, 933-35(1985); Saul Levmore, "Securities and Secrets: Insider Trading and the Law of Contracts," 68 *Va. L. Rev.* 117, 119(1982); Boyd Kimball Dyer, "Economic Analysis, Insider Trading, and Game Markets," 1992 *Utah L. Rev.* 1, 23-24(1992); Saikrishna Prakash, "Our Dysfunctional Insider Trading Regime," 99 *Colum. L. Rev.* 1491, 1503 n.53(1999); Peter M. Memminger, "The New German Insider Law: Introduction and Discussion in Relation to United States Securities Law," 11 *Fla. J. Int'l L.* 189, 216(1996). 내부자가 통상적인 거래유보를 통해서 일반투자자보다 더 많은 이익을 얻을 수는 없다는 소수의 견해를 취하는 학자도 있다. 그러나 이 학자조차 Rule 10b5-1에 따라 미공개정보를 인식한 상태에서 거래할 수 있다는 것은, 미공개정보를 인식한 상태에서 사전거래계획을 철회할 수 있다는 점과 결합하였을 때, 내부자거래유보의 상황에서는 존재하지 않았던 이익취득의 기회를 내부자에게 부여하게 된다는 점을 인정한다. Jesse M. Fried, "Insider Abstention," *Yale L. J.* 455, 456-458(2003).

45) Tony Cooke & Serena Ng, "Insiders Prosper Despite SEC Rule," *Wall St. J.*(Aug. 5, 2005).

46) Jagolinzer, *supra* note 36, at 224.

47) *Id.*

48) *Id.* at 225.

고 있다고 언급하였다. Thomsen은 이러한 문제를 심각하게 주시하고 있다고 경고하였고,⁴⁹⁾ SEC측에서는 Rule 10b5-1의 준수 여부를 적극적으로 조사할 것이라고 공표하였다.⁵⁰⁾ 그러나 이후 SEC는 공개적인 조치를 취하지는 않았다.

2008년의 시장붕괴 이후 서서히 모습을 감추던 사전거래계획의 남용에 관한 논의는 2012년과 2013년에 월스트리트 저널의 일련의 기고를 통해 다시 수면 위로 부상하였다. 2012년 11월에 월스트리트 저널은 전면 기사를 통해 자체 연구결과를 발표하였다. 이에 따르면 회사에 중요사항이 발생한 이후 1주일 내에 회사주식을 거래한 20,237명의 임원 가운데 평균 10%의 수익을 얻은(또는 10%의 손실을 회피한) 사람은 1,418명에 달하는 반면, 평균 10%의 손실을 본 사람은 그 절반 정도에 불과하였다. 해당 기사는 이러한 비정상적인 이익이 사전거래계획의 전략적 이용에 기인할 수 있다고 보았다.⁵¹⁾ 이후에도 이사와 집행임원들의 자사주 거래를 검토한 학자들은 사전거래계획의 유무에 관계없이 다수의 거래자들이 비정상적인 수익을 얻었다는 결론을 내리고 있다.⁵²⁾

이상의 실증연구 결과를 액면 그대로 받아들인다면, 내부자들이 얻은 비정상적인 이익은 사전거래계획과 관련한 남용행위나 불법행위에 의해 얻어진 것이 아닌가 하는 합리적인 의심을 가질 수 있다.

(2) 사전거래계획의 수립시 회사의 역할에서 알 수 있는 남용 가능성

Henderson 교수의 최근 연구에 따르면 이사회는 임원들이 미공개정보에 기반한 이익을 얻기 위하여 사전거래계획을 이용하고 있다는 것을 알고 있을 뿐만 아니라, 임원보수를 정할 때 이러한 기회를 놓고 임원들과 ‘협상’(bargain)을 벌인다고 한

49) Linda Chatman Thomsen, Director, Division of Enforcement, U.S. Securities & Exchange Commission, “Speech by SEC Staff: Remarks at the 2007 Corporate Counsel Institute” (Mar. 8, 2007), available at <<http://www.sec.gov/news/speech/2007/spch030807lct2.htm#19>> (last visited July 3, 2018).

50) Yin Wilczek, “No Conclusion on 10b5-1 Plans, but SEC Monitoring Situation, Official Says,” *Securities Law Daily*(BNA)(Apr. 19, 2013); David Hall, “The Morning Ledger: SEC Broadens Probe on Executive Trades,” *Wall St. J.*(Feb. 5, 2013).

51) Pulliam & Barry, “Executives’ Good Luck,” *supra* note 21.

52) Eliezer M. Fich, Robert Parrino & Anh L. Tran, *Timing Stock Trades for Personal Gain: Private Information and Sales of Shares by CEOs* 20, 23-24(July 10, 2015), unpublished manuscript available at <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2579047> (last visited July 3, 2018); Milian, *supra* note 32, at 109; Taylan Mavruk & H. Nejat Seyhun, “Do SEC’s 10b5-1 Safe Harbor Rules Need to Be Rewritten?,” 2016 *Colum. Bus. L. Rev.* 133, 158-64(2016).

다.⁵³⁾ 내부자들의 주식거래에 대해서는 회사별로 그 취급이 상이하다. 일부 회사는 내부자에 의한 모든 거래를 금지하고, 어떤 회사는 거래금지기간(blackout period)을 부과해 내부자에 의한 주식거래를 제한하며, 또 일부 회사는 내부자에게 주식을 거래할 수 있는 많은 유연성을 제공하기도 한다.⁵⁴⁾ Henderson 교수는 내부자들의 거래를 제한하는 회사들은 거래를 자유롭게 허용하는 회사들에 비해 총보수를 13% 정도 더 지급한다는 이전의 연구결과를 언급한다.⁵⁵⁾ 즉 일부 회사들은 '잠재적 보수'(implicit compensation)의 형태로서 좀 더 자유로운 내부자거래정책을 제공한다는 것이다. 이러한 보수 형태로서 사전거래계획이 지니는 가치는 원래 사전거래계획이 의도했던 혜택, 즉 거래의 최적화나 투자의 다양화와는 다른 것이다. Henderson 교수의 연구는 임원보수액의 감소가 내부자거래로부터의 기대수익과 상관관계가 있음을 보여준다. 결국 이러한 데이터는 이사회가 Rule 10b5-1의 사전거래계획이 어떻게 활용될 수 있는가에 대하여 동 규칙을 만든 SEC보다 더 잘 파악하고 있음을 보여준다. SEC는 Rule 10b5-1이 정보에 기한 거래는 저지하면서도 최적화된 거래를 장려하도록 의도되었다고 말하지만, 사전거래계획의 남용 가능성을 고려하면 SEC가 실수한 것이라고도 볼 수 있다. 요컨대 Rule 10b5-1은 순수한 혜택을 제공하는 거래와 남용적인 거래 두 가지 유형의 거래 모두를 가능케 하는 셈이다. 관련 연구가 제시하는 증거들은 회사의 이사회가 동 규칙에 잠재한 이러한 가능성을 잘 알고 있음을 보여준다.⁵⁶⁾

3. 위법한 내부자거래의 도구로 쓰일 수 있는 사전거래계획

특정 사전거래계획이 Rule 10b5-1의 적극적 항변을 충족하려면 내부자는 해당 계획의 채택 시점에 미공개정보를 알지 못했어야 한다(Rule 10b5-1(c)(1)(i)(A)). 더 나아가 Rule 10b5-1은 일단 사전거래계획이 수립되면 사후적으로 해당 계획의 내용에 영향력을 행사하지 못하도록 한다(Rule 10b5-1(c)(1)(i)(B)). 따라서 Rule 10b5-1은 내부자가 미공개정보에 기하여 매매주문을 내는 것과 같은 전통적인 내부자거래는 당

53) Henderson, *supra* note 22, at 506-507, 537.

54) *Id.* at 506-507, 513.

55) *Id.* at 515(Darren Roulston, "The Relation Between Insider-Trading Restrictions and Executive Compensation," 41 *J. Acct. Res.* 525, 525-526(2003)을 인용).

56) *Id.* at 554.

연히 허용하지 않는다. 그럼에도 불구하고 동 규칙에 따른 사전거래계획은 이러한 불법적인 내부자거래를 더 쉽게 행할 수 있게 하거나, 해당 위법행위를 적발하고 기소하는 것을 더 어렵게 만드는 측면이 있다.

첫째, 대부분의 회사는 피용인들을 포함한 내부자들이 회사주식을 거래할 수 없는 거래금지기간(blackout period)을 두고 있다.⁵⁷⁾ 내부자에 의한 미공개정보이용 행위를 차단하고자 회사들이 자발적으로 일정한 거래금지기간을 설정해 두는 것이다. 이러한 거래금지기간은 예컨대 분기보고서나 연차보고서의 발표와 같이 정례적으로 이루어지는 중요 뉴스 공표일에 선행하여 부과된다. 그러나 많은 회사들은 임직원들이 거래금지기간에 시행되기로 미리 수립해 놓은 사전거래계획을 통해 거래하는 것은 허용하기 때문에,⁵⁸⁾ 회사의 내부자들은 오히려 Rule 10b5-1의 채택 이전에는 불가능했을 전략적 거래기회에 접근할 수 있다.

둘째, 사전거래계획을 가장한 불법적인 내부자거래는 더 쉽게 행해지는데, 왜냐하면 Rule 10b5-1은 사전거래계획이 수립된 이후 그에 따른 첫 거래가 얼마나 신속히 이루어질 수 있는가에 대해 제한을 두고 있지 않기 때문이다. 즉 동 규칙은 사전거래계획 채택과 그에 따른 첫 번째 거래일 사이에 최소대기기간(waiting period)을 두고 있지 않다. 따라서 예컨대 내부자가 미공개정보를 알게 된 후 바로 사전거래계획을 수립하고, 해당 계획에 따른 거래를 며칠 내에 시작할 수 있는 것이다.⁵⁹⁾ 물론 이러한 거래는 Rule 10b5-1을 위반한 것이지만, 사전거래계획에 따른 거래는 일견 적법한 것으로 추정되므로 추가적인 조사를 미연에 방지할 수 있다.⁶⁰⁾

셋째, 현재 기업으로 하여금 자사의 내부자가 수립한 사전거래계획의 구체적 내용을 공시하도록 요구하는 것은 고사하고, 해당 계획의 수립 자체를 공시하도록 요구하는 요건조차 존재하지 않는다. 이러한 공시요건의 부재로 인해 불법적인 사전거래계획은 내부자들에게 더 많은 이익을 얻게 할 수 있는데, 왜냐하면 시장은 내부자의 사전거래계획을 고려하여 주가를 조정할 기회조차 얻지 못하기 때문이다.

57) William K.S. Wang & Marc L. Steinberg, *Insider Trading* §13:6.2, at 13-113(Practicing L. Inst., 2d ed., 2006).

58) Henderson, *supra* note 22, at 514.

59) 실제로 Hess Corporation의 최고경영자인 John Hess는 2011년 2월에 사전거래계획을 수립한 뒤, 해당 계획에 기반 매도거래를 2월 7일에 바로 시작하였다. Pulliam & Barry, "Executives' Good Luck," *supra* note 21.

60) See, e.g., *In re Immucor Inc. Sec. Litig.*, No. 1:05-CV-2276-WSD, 2006 WL 3000133, at *18 n.8(N.D. Ga. Oct. 4, 2006)("영리한 내부자는 압박한 추가하락의 정보로부터 자신의 이익을 '최대화'할 수 있을 것이고 ... 자신의 행위를 10b5-1에 따른 사전거래계획으로 가장하려 할 것이다").

아울러 공시의 부재로 인해 해당 불법행위의 적발 역시 더 어렵게 된다.

넷째, 내부자는 일관성 없는 사전거래계획을 다수 채택한 뒤, 거래계획의 철회를 이용함으로써 이익을 얻을 기회를 가질 수도 있다. 예컨대 회사의 수익 발표 3달 전에 내부자 A는 2개의 사전거래계획을 수립할 수 있는데, 하나는 수익 발표 전날 1만주를 매도하는 계획이고, 다른 하나는 수익 발표 전날 1만주를 매수하는 계획이다. 이후 A가 수익 발표 이틀 전에 해당 발표 내용에 관한 미공개정보를 지득하게 되면 그 정보의 성질에 따라 매도주문이나 매수주문, 혹은 양자 모두를 철회할 수 있다. 실제 이러한 상황이 발생하면, 사전거래계획을 채택한 자가 거래대상증권에 대하여 상대매매·헤지거래를 하거나 또는 포지션을 변경하는 것을 금지하는 Rule 10b5-1(c)(1)(i)(C)의 위반이 되어 적극적 항변이 박탈될 것이고, 결국 A의 행위는 위법하게 될 것이다. 그러나 현재는 사전거래계획의 공시가 강제되지 않는 까닭에 규제기관이 일관성 없는 복수의 사전거래계획의 존재 자체를 발견하는 것이 쉽지 않다.

실제로 Rule 10b5-1이 2000년에 도입된 이후 15년이 경과한 시점을 기준으로 단지 두 건의 관련 집행사례만을 찾을 수 있다.⁶¹⁾ 이 가운데 한 건만이 최종 판결로 이어졌고,⁶²⁾ 나머지 한 건은 피고의 사망으로 종결되었다.⁶³⁾ 이처럼 규제기관에 의

61) Allan Horwich, "The Legality of Opportunistically Timing Public Company Disclosures in the Context of SEC Rule 10b5-1," 71 *Bus. Law.* 1113, 1119(2016).

62) Press Release, U.S. Securities & Exchange Commission, "SEC Charges Former Countrywide Executives with Fraud; Former CEO Angelo Mozilo Additionally Charged with Insider Trading" (June 4, 2009), available at <<https://www.sec.gov/news/press/2009/2009-129.htm>> (last visited July 3, 2018); See Complaint at paras. 9, 111, 114-24, SEC v. Mozilo, No. CV 09-3994-JFW (MANx)(C.D. Cal. June 4, 2009), available at <<https://www.sec.gov/litigation/complaints/2009/comp21068.pdf>> (last visited July 3, 2018); See also SEC v. Mozilo, No. CV 09-3994-JFW (MANx), 2010 WL 3656068, at *20(C.D. Cal. Sept. 16, 2010)(배심원은 피고인 Mozilo가 사전거래계획을 채택 및 수정할 당시 미공개정보를 인식하고 있었다고 판단함); Press Release, U.S. Securities & Exchange Commission, "Former Countrywide CEO Angelo Mozilo to Pay SEC's Largest-Ever Financial Penalty Against a Public Company's Senior Executive; Settlement Permanently Bars Mozilo from Future Officer or Director Service" (Oct. 15, 2010), available at <<https://www.sec.gov/news/press/2010/2010-197.htm>> (last visited July 3, 2018)(10b5-1 사전거래계획 수립자에 대한 청구를 포함한 사건이 화해로 종료되었음을 공표함).

63) SEC는 Enron사의 재정상태 악화에 관한 미공개정보를 보유하고 있던 중에 사전거래계획을 수정했음을 이유로 Enron사의 Kenneth Lay를 기소하였다. U.S. Securities & Exchange Commission, "SEC Charges Kenneth L. Lay, Enron's Former Chairman and Chief Executive Officer, with Fraud and Insider Trading," SEC Litigation Release No. 18776(July 8, 2004), available at <<https://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr18776.htm>> (last visited July 3, 2018). SEC는 Lay의 사망 후 소를 취하하였다. Plaintiff's Notice of Voluntary Dismissal as to Defendant Kenneth L. Lay Only, SEC v. Lay, No.

한 관련 제재사례가 드문 이유는 현행 법리상 사전거래계획이 적법한 것으로 허용되다 보니, 사전거래계획을 불법적으로 이용하더라도 그 적발이 어렵기 때문인 것으로 보인다.

IV. 사전거래계획의 남용방지를 위한 제안

앞서 보았듯이 사전거래계획의 남용행위는 현행법상 처벌되지 않는다. 그러나 이는 바람직하지 않은 법률상의 허점으로 인한 것이며, 전통적인 내부자거래와 마찬가지로 억지되어야 한다는 점에 큰 이견이 없다. 아래에서는 현행 규제체계 내에서 시도할 수 있는 개선방안을 살펴보고, 내부자거래의 규제 패러다임을 전환하는 방안도 대안으로 제시한다.

1. 현행 규제체계 내에서의 개선방안

(1) 공시의 요구

현재 사전거래계획에 대한 공시를 요구하는 규정은 존재하지 않는다. 이와 관련하여 회사와 내부자로 하여금 사전거래계획의 수립·수정·철회 및 동 계획에 따른 거래 등을 공시하도록 강제하는 규칙을 SEC가 채택해야 한다는 견해가 있다.⁶⁴⁾ SEC는 내부자에게 실제 거래에 앞서 사전거래계획을 공시하도록 요구하는 새로운 규칙에 대해 긍정적이지만, 한편으로 공시에 따른 비용과 편익을 신중히 고려할 필요가 있다는 입장이다.⁶⁵⁾

사실 2002년에 SEC는 사전거래계획을 Form 8-K에 공시하도록 요구하는 규칙안을 제안하였지만 최종적으로 이를 채택하지는 않았다. 2002년 규칙안에 따르면 회사는 이사회 집행임원들이 체결한 사전거래계획이 있을 때, 동 계획에 따라 실행

4:04-cv-00284(S.D. Tex. Dec. 23, 2009), ECF No. 43; Order of Dismissal(S.D. Tex. Jan. 7, 2010), ECF No. 44.

64) Letter from Jeff Mahoney, General Counsel, Council of Institutional Investors, to Mary Jo White, Chairman, U.S. Securities & Exchange Commission(May 9, 2013), *available at* <http://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2013/05_09_13_cii_letter_to_sec_rule_10b5-1_trading_plans.pdf> (last visited July 3, 2018).

65) Pulliam & Barry, "Executives' Good Luck," *supra* note 21.

된 거래의 세부사항까지 공시할 필요는 없지만 적어도 그 철회나 수정에 대해서는 상세한 정보를 공시해야 한다.⁶⁶⁾ 2002년 규칙안을 제안하면서 SEC가 내세운 채택 근거 중의 하나는, 이어나 집행임원이 체결·수정·철회한 사전거래계획에 대하여 공시한다면 회사의 경영성과와 전망에 대한 경영진의 시각이 어떠한가에 관하여 잠재적으로 유용한 정보를 투자자들에게 제공할 수 있다는 것이다.⁶⁷⁾

그런데 “회사의 경영성과와 전망에 대한 경영진의 시각이 어떠한가에 관하여 잠재적으로 유용한 정보를 제공”한다는 채택근거는 Rule 10b5-1의 도입 당시 의도된 사전거래계획의 기능과는 상호 조화되기 어려운 측면이 있다. 원래 Rule 10b5-1에 따른 사전거래계획은 내부자들이 회사의 장래 ‘경영성과와 전망’과는 전혀 상관 없는 이유, 예컨대 투자포트폴리오의 다양화나 자녀의 학비조달 등의 이유로 주식을 거래하는 상황을 상정하고 있다. 또한 사전거래계획은 내부자가 미공개정보를 지득하지 않은 상황에서 수립되어야 하므로, 동 계획에 따라 이루어지는 거래에는 회사의 사업이나 전망에 관한 임원이나 이사의 시각이 반영될 수 없다. 결국 사전거래계획에 관한 공시내용이 투자자에게 ‘유용한 정보’가 되려면 내부자들이 사전거래계획을 남용했음이 전제되어야 하는데, 이는 Rule 10b5-1의 취지와 상충된다.

이처럼 SEC가 2002년 규칙안을 제안하면서 내세운 근거 자체는 다소 모순된 측면이 있으므로 사전거래계획의 공시를 요구하기 위한 이유로서는 부적절하다. 사전거래계획에 관한 정보를 공시하도록 강제함으로써 규제당국 및 투자자가 내부자의 관련 행위에 대해 효율적으로 조사하고 합리적으로 판단할 수 있는 여지를 넓혀 줄 수 있다는 점에서 공시의 의의를 찾을 수 있을 것이다.

(2) 사전거래계획 철회의 제한

내부자들이 이익을 얻기 위한 수단으로 사전거래계획의 철회를 활용하는 문제를 해결하는 최선의 방법은 철회 자체를 제한하는 것이라는 입장이 있다. Fried 교수는 내부자들이 미공개정보를 지득한 이후에는 사전거래계획을 철회할 수 없도록

66) Form 8-K Disclosure of Certain Management Transactions, 67 Fed. Reg. 19,921(Apr. 23, 2002)(to be codified at 17 C.F.R. pts. 230, 239, 249)[hereinafter “Form 8-K Disclosure”].

67) “current reports disclosing that a director or executive officer has entered into, modified or terminated a Rule 10b5-1 contract, instruction or written plan for the purchase or sale of company equity securities may provide investors with more extensive disclosure of potentially useful information as to management's views of the performance and prospects of the company.” *Id.* at 19,916.

한다면 이들이 일반투자자들보다 많은 이익을 얻는 것을 막을 수 있다고 주장한다.⁶⁸⁾ 또 다른 견해는 사전거래계획의 철회를 허용하기 전에 일정한 기간(예컨대 3개월이나 6개월 또는 1년)을 대기하도록 강제하는 규칙 개정이 필요하다고 제안한다.⁶⁹⁾

사전거래계획의 철회를 제한하는 방안과 관련해서는, 내부자에게 실제 남용의도가 있었는지 여부를 불문하고 일괄적으로 철회가 제한된다는 문제가 있다. 예컨대 악재인 미공개정보를 지득한 내부자가 손실을 줄일 목적으로 사전계획된 매도거래를 철회하려는 것이 아니라, 단지 주식매도대금이 더 이상 필요하지 않게 되어 철회를 원하는 경우가 있을 수 있다. 만약 철회제한 규칙이 채택된 상황에서 사전거래계획을 철회한다면(또는 제한기간 준수 없이 철회한다면), 미국에서는 어쨌든 당사자가 미공개정보를 ‘인식’한 상태에서 위법하게 철회한 셈이므로 Rule 10b5-1의 적극적 항변이 박탈될 것이고, 그 결과 내부자거래로서 규제될 것이다.

이와 달리 우리 자본시장법은 기본적으로 이용기준을 채택하고 있으므로 동일사안에서 당사자의 입증 등을 통해 최종적으로 미공개정보를 이용한 철회가 아님이 밝혀진다면, 철회제한 위반은 별론으로 하더라도, 내부자거래로서 처벌되지는 않을 것이다. 즉 우리의 경우에는 사전거래계획의 철회를 일정하게 제한하는 방식을 채택하더라도 미국과 비교했을 때 문제 발생의 여지는 적다고 할 수 있다.

(3) 기타 제안

사전거래계획의 관련 문제점을 완화하기 위하여 제안된 그 밖의 의견에는 다음과 같은 것들이 있다. 첫째, 회사가 채택한 거래허용기간(trading window period) 동안만 회사와 내부자가 주식을 매매할 수 있도록 하자는 제안이 있다. 통상적으로 거래허용기간은 최근 마감된 분기의 재무정보가 공표된 이후에 시작되어 다음 분기의 마감 전에 종료한다.⁷⁰⁾ 둘째, 사전거래계획의 수립과 그에 따른 첫 번째 거래 사이에 강제대기기간(mandatory delay)을 두자는 견해가 있다. 이러한 강제대기기간은 3개월에서 6개월 정도로 제안되었다.⁷¹⁾ 이상의 두 제안의 목적은 내부자가 불법적인

68) Fried, *supra* note 44, at 491.

69) Peter J. Henning, "The Fine Line Between Legal, and Illegal, Insider Trading," *N.Y. Times Deal Book*(Dec. 10, 2012); Form 8-K Disclosure, *supra* note 66; Mukherjee, *supra* note 23.

70) Letter from Jeff Mahoney to Mary Jo White, *supra* note 64.

71) Mukherjee, *supra* note 23; Letter from Jeff Mahoney to Mary Jo White, *supra* note 64.

내부자거래임에도 이를 사전에 계획된 거래처럼 위장하려는 시도를 더 어렵게 만들기 위한 것이다. 이들 제안의 약점 중 하나는 합법적 목적을 가지고 사전거래계획을 이용하려는 내부자들에게 주어지는 거래의 유연성을 상당 부분 감소시킬 것이라는 점이다.⁷²⁾

또 다른 제안으로서 복수의 사전거래계획 수립을 제한하자는 입장이 있다.⁷³⁾ 이러한 제안은 하나의 사전거래계획을 또 다른 사전거래계획으로 해징하는 행위를 방지하기 위한 것이다.⁷⁴⁾ 이러한 해징 행위는 앞서 III. 3.에서 보았듯이 이미 Rule 10b5-1에 의해 금지된다. 따라서 복수의 사전거래계획을 제한하자는 입장은 위에서 언급한 다른 제안들과 마찬가지로 사전거래계획을 가장한 위법한 미공개정보이용행위의 실행을 좀 더 곤란하게 만들기 위한 것임에 다름 아니다.

2. 내부자거래 규제방식의 전환

현행 내부자거래 규제법리는 미국이나 우리나라나 모두 동일하게 내부자가 미공개정보에 기하여 '실제 거래'를 한 경우에만 처벌하는 방식이다. 즉 미국의 Rule 10b-5는 "증권의 매수 또는 매도와 관련하여"(in connection with the purchase or sale of any security) 사기적 행위 등을 금지하고 있고, 우리 자본시장법 제174조는 미공개정보를 "특정증권 등의 매매, 그 밖의 거래에 이용"하는 행위를 금지하고 있다. 그 결과 사전거래계획을 세운 뒤 지득한 미공개정보를 이용하여 공시시점을 조정하거나 동 계획을 철회하는 행위는 규제되지 않는다. 공시시점조정은 미공개정보를 증권거래에 이용한 것이 아니고 공시시점 선택에 이용한 것이며, 사전거래계획철회는 증권거래에 이용 없이 순수하게 정보를 이용하여 예정된 거래를 포기한 것이기 때문이다. 앞서 언급하였듯이 이들 남용행위 가운데 공시시점조정에 대해서는 자본시장법 제178조 제1항 제1호의 적용이 시도될 수 있으나, 그 규제 가능 여부는 불분명하다.

72) 성격은 다소 다르지만 한국거래소의 「코스닥시장 상장규정」은 상장, 합병, 주식교환 등의 상황에서는 최대주주나 벤처금융 등의 주식매각을 일정기간 동안 금지하고 있다(제21조-제23조).

73) Letter from Jeff Mahoney to Mary Jo White, *supra* note 64.

74) Michael S. Melbinger, "SEC Announces Scrutiny of 10b5-1 Trading Plans," Exec. Comp. Blog(Oct. 11, 2007), available at <<http://www.winston.com/en/executive-compensation-blog/sec-announces-scrutiny-of-10b5-1-trading-plans.html>> (last visited July 3, 2018).

내부자거래를 규제하는 목적은 불공정한 정보격차를 이용한 행위를 통해 이익을 얻는 것을 금지함으로써 공정한 증권거래와 증권시장의 건전성을 확립하여 투자자에게 신뢰감을 갖게 하려는 것이라 할 수 있다.⁷⁵⁾ 그리고 내부자거래에서 정보격차가 불공정하게 되는 까닭은 내부자가 보유한 정보는 경쟁적 수단 등을 통해 정당하게 얻은 것이 아니라, 정보에 용이하게 접근할 수 있는 자신의 우월적 지위를 통해 지득한 것이기 때문이다.⁷⁶⁾ 결국 정보지득 자체가 불공정하게 이루어진 이상, 그 불공정한 정보격차를 어떠한 방식으로든 이용하였다면 시장의 건전성과 투자자의 신뢰를 해치게 된다. 내부자거래의 규제목적과 근거를 이와 같이 파악한다면, 남용적인 공시시점조정이나 거래계획철회 역시 내부자와 일반투자자 사이에 존재하는 불공정한 정보격차를 이용한 것임은 명백하므로 억지되어야 한다. 요컨대 현행 자본시장법 제174조의 규정방식을 바꾸어 ‘정보를 거래에 이용하는 행위’ 대신, ‘정보를 이용하는 행위’ 자체를 규제대상으로 삼는 것을 고려해 볼 필요가 있다.⁷⁷⁾

내부자거래 규제방식의 전환과 관련하여, 정보를 이용한 사전거래계획의 철회는 규제대상에서 제외함이 타당하다는 주장이 제기될 수 있다. 그러한 주장의 근거로는 ① 사전거래계획의 철회 자체로는 증권시장에 호가가 표시되지 아니하므로 증권거래의 공정성이나 투자자의 신뢰가 손상될 우려가 없고, ② 당초의 계획에 따라 매매를 시도하면 손해를 입게 될 가능성이 명백함에도 불구하고 당사자가 매매를 할 것이라고 기대하기는 어렵고, 만일 매매를 강제한다면 내부자에게 오히려 불공평한 결과가 되며, ③ 당초의 계획대로 매매를 하지 않은 부작용을 미공개중요정보를 이용하는 작위와 동등한 가치로 평가하는 것은 부당하다는 점 등이 있다.⁷⁸⁾

그러나 ① 증권거래의 공정성이나 투자자의 신뢰는 호가의 표시나 적극적 거래

75) 우리나라의 헌법재판소와 대법원도 관련 판례를 통해 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 관시하고 있다. 헌법재판소 전원재판부 1997. 3. 27. 결정 94헌바24; 대법원 1994. 4. 26. 선고 93도695 판결.

76) 김건식·정순섭, 앞의 책, 395-397면.

77) 규제대상자가 금융투자업자로 제한되어 있기는 하지만, 자본시장법상 ‘정보의 이용’ 자체를 금지하는 조문이 있다. 즉 금융투자업자의 직무관련 정보의 이용을 금지하는 자본시장법 제54조는 “금융투자업자는 직무상 알게 된 정보로서 외부에 공개되지 아니한 정보를 정당한 사유 없이 자기 또는 제삼자의 이익을 위하여 이용하여서는 아니 된다”라고 규정한다.

78) 박순철, 앞의 논문, 138-139면. 이상의 논거들은 내부자거래유보, 즉 소극적 정보이용행위를 규제대상으로 삼지 말아야 한다는 주장의 근거들인데, 사전거래계획의 철회가 내부자거래유보와 유사한 성격의 행위라는 점에서 약간 변형하여 소개하였다.

로만 손상되는 것이 아니라는 점, ② 미공개정보를 지득한 당사자가 손해가 될 매매를 하리라 기대하기 어렵다는 이유로 거래계획의 철회를 허용한다면 미공개정보의 이용을 장려하는 것과 다를 바 없으며, 매매를 강제하는 것이 아니라 당사자가 애당초 원했던 거래를 실행하는 것일 뿐이라는 점, ③ 시장에 불신을 가져오는 행위라는 점에서 작위나 부작위를 달리 평가할 합리적 근거가 없다는 점 등을 고려하면 정보를 이용한 사전거래계획의 철회 역시 규제할 필요성이 있다.

‘정보이용행위’를 규제하는 방식으로 전환하였을 때, 내부자가 미공개정보를 이용하여 통상적인 공시절차를 고의적으로 조정했다거나 사전거래계획을 철회했다는 사실을 입증하는 것은 쉽지 않은 일이다. 미공개정보를 거래에 이용했음을 입증할 때와 마찬가지로 당사자의 자백이 없더라도 사전거래계획을 수립한 동기와 그에 따른 거래형태, 통상적인 공시일정, 철회 전후의 사정 등 여러 간접사실을 종합적으로 고려하여 위반 여부를 판단할 수 있을 것이다. 특히 단순한 내부자거래유보와 달리 사전거래계획의 철회는 거래의 결심이 외부로 표시되므로 남용행위가 수반된 때에는 그 적발 가능성이 비교적 높을 수 있다.

V. 맺음말

미국과 우리나라의 현행 내부자거래 규제법리에 의하면 내부자가 증권을 거래할 당시 미공개정보를 알고 있었다 하더라도 해당 거래는 이미 사전에 계획되었던 것이라 미공개정보를 이용하여 실행되지 않았음을 입증한다면 내부자거래로 처벌되지 않는다. 즉 사전거래계획을 통해 내부자들은 미공개정보이용에 뒤따르는 형사책임의 부담 없이 증권거래를 할 수 있게 된다.

그런데 현행 법제 하에서는 내부자가 미공개정보를 ‘실제 거래’에 이용한 경우에만 처벌되다 보니, 사전거래계획을 세운 뒤 지득한 미공개정보를 이용하여 공시시점을 조정하거나 동 계획을 철회함으로써 일반투자자에 비해 더 많은 이익을 얻는 경우에는 규제되지 않는다. 다수의 실증연구들은 실제로 내부자들이 사전거래계획을 남용하여 시장평균수익률보다 더 높은 수익을 얻고 있음을 보여주고 있다. 아울러 위법한 내부자거래가 합법적인 사전거래계획을 가장하여 실행됨으로써 그 적발이나 규제가 더 어려워지고 있다.

현행법상 규제되지 않는 사전거래계획의 남용을 억지하기 위해서 여러 개선방안이 제시되고 있다. 다양한 수준의 공시요구, 사전거래계획 철회의 제한, 회사가 부여한 거래허용기간 동안의 거래, 사전거래계획의 수립과 실제 거래 사이에 강제 대기기간의 부과, 복수의 사전거래계획 수립의 제한 등이 그 대표적인 것들이다. 이와 같이 현행 규제체계 내에서 적용될 수 있는 개선방안의 모색에 더하여, 내부자거래 규제방식의 전환 역시 고려해 볼 만하다. 즉 현행 자본시장법 제174조의 규정방식을 바꾸어 ‘정보를 거래에 이용하는 행위’ 대신에 ‘정보를 이용하는 행위’ 자체를 규제대상으로 삼는 것이다. 불공정한 정보격차를 이용하여 이익을 얻는 모든 상황을 규제하는 것이 내부자거래 규제의 궁극적인 목표라고 본다면, ‘거래’ 중심이 아닌 ‘행위’ 중심의 규제접근법으로의 전환이 필요하다.

■ 참고문헌

- 김건식·정순섭, 『자본시장법』 제3판, 두성사(2013).
- 김정수, 『자본시장법원론』 제2판, 서울파이낸스앤로그룹(2014).
- 김학석·김정수, 『자본시장법상 부정거래행위』, 서울파이낸스앤로그룹(2015).
- 박순철, “미공개중요정보 이용행위의 규제에 관한 연구 - 형사적 제재의 실효성 확보를 중심으로”, 성균관대학교 박사학위논문(2010).
- 임재연, 『자본시장법』 2015년판, 박영사(2015).
- 장근영, “내부자거래 제한규정의 미적용행위에 관한 고찰 - 내부자거래유보와 대체적 내부자거래를 중심으로”, 『증권법연구』, 제5권 제2호, 한국증권법학회(2004).
- _____, “자본시장법상 정보생성자의 미공개 중요정보 이용행위 규제,” 『사법』, 제32호, 사법발전재단(2015).
- 한국증권법학회, 『자본시장법 주석서 I』 개정판, 박영사(2015).
- Bonaimé, Alice, Jarrad Harford & David Moore, “Commitment versus Financial Flexibility in Payout Decisions: Evidence from 10b5-1 Preset Repurchase Plans” 1, 2(March 2018), unpublished manuscript *available at* <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2557005>(last visited July 3, 2018).
- Cooke, Tony & Serena Ng, “Insiders Prosper Despite SEC Rule,” *Wall St. J.*(Aug. 5, 2005).
- Division of Corporation Finance: Manual of Publicly Available Telephone Interpretations, Fourth Supplement, Rule 10b5-1, Item 15(a), U.S. Securities & Exchange Commission(Oct. 2000), *available at* <<http://www.sec.gov/interps/telephone/phonesupplement4.htm>>(last visited July 3, 2018).

- Dyer, Boyd Kimball, "Economic Analysis, Insider Trading, and Game Markets," 1992 *Utah L. Rev.* 1(1992).
- Eaglesham, Jean & Rob Barry, "Trading Plans Under Fire," *Wall St. J.*(Dec. 13, 2012).
- Exchange Act Rules, Questions and Answers of General Applicability, U.S. Securities & Exchange Commission (Mar. 2009), *available at* <<http://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/exchangeactrules-interps.htm>>(last visited July 3, 2018).
- Fich, Eliezer M., Robert Parrino & Anh L. Tran, *Timing Stock Trades for Personal Gain: Private Information and Sales of Shares by CEOs* 20, 23-24(July 10, 2015), unpublished manuscript *available at* <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2579047>(last visited July 3, 2018).
- Form 8-K Disclosure of Certain Management Transactions, 67 Fed. Reg. 19,921(Apr. 23, 2002)(to be codified at 17 C.F.R. pts. 230, 239, 249).
- Fried, Jesse M., "Insider Abstention," *Yale L. J.* 455(2003).
- Hall, David, "The Morning Ledger: SEC Broadens Probe on Executive Trades," *Wall St. J.*(Feb. 5, 2013).
- Henderson, M. Todd, "Insider Trading and CEO Pay," 64 *Vand. L. Rev.* 505(2011).
- Henning, Peter J., "The Fine Line Between Legal, and Illegal, Insider Trading," *N.Y. Times Deal Book*(Dec. 10, 2012).
- Horwich, Allan, "The Legality of Opportunistically Timing Public Company Disclosures in the Context of SEC Rule 10b5-1," 71 *Bus. Law.* 1113(2016).
- Jagolinzer, Alan D., "SEC Rule 10b5-1 and Insiders' Strategic Trade," 55 *Mgmt. Sci.* 224(2009).
- Letter from Jeff Mahoney, General Counsel, Council of Institutional Investors, to Mary Jo White, Chairman, U.S. Securities & Exchange Commission(May 9, 2013), *available at* <http://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2013/05_09_13_cii_letter_to_sec_rule_10b5-1_trading_plans.pdf>(last visited July 3, 2018).
- Levmore, Saul, "Securities and Secrets: Insider Trading and the Law of Contracts," 68 *Va. L. Rev.* 117(1982).
- Manne, Henry G., "Insider Trading and Property Rights in New Information," 4 *Cato J.* 933(1985).
- Mavruk, Taylan, & H. Nejat Seyhun, "Do SEC's 10b5-1 Safe Harbor Rules Need to Be Rewritten?," 2016 *Colum. Bus. L. Rev.* 133(2016).
- Meiers, Donald H., "Rule 10b5-1 Trading Plans: A Win-Win Situation," *Metropolitan Corp. Couns.*(May 1, 2001).
- Melbinger, Michael S., "SEC Announces Scrutiny of 10b5-1 Trading Plans," Exec. Comp. Blog (Oct. 11, 2007), *available at* <<http://www.winston.com/en/executive-compensation-blog/sec-announces-scrutiny-of-10b5-1-trading-plans.html>>(last visited July 3, 2018).
- Memminger, Peter M., "The New German Insider Law: Introduction and Discussion in Relation to United States Securities Law," 11 *Fla. J. Int'l L.* 189(1996).

- Milian, Jonathan A., "Insider Sales Based on Short-Term Earnings Information," 47 *Rev. Quantitative Fin. & Acct.* 109(2016).
- Mukherjee, Sougata, "The Dangerous Game Corporate Executives Are Playing," Triangle Bizblog(Dec. 11, 2012, 2:29 PM), available at <<http://www.bizjournals.com/triangle/blog/2012/12/the-dangerous-game-corporate.html?page=all>> (last visited July 2, 2018).
- Muth, Karl T., "With Avarice Aforethought: Insider Trading and 10b5-1 Plans," 10 *U. C. Davis Bus. L. J.* 65(2009).
- Noked, Noam, "Rule 10b5-1 Plans: What You Need to Know," Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, Feb. 5, 2013, available at <<http://corpgov.law.harvard.edu/2013/02/05/rule-10b5-1-plans-what-you-need-to-know>> (last visited July 2, 2018).
- Prakash, Saikrishna, "Our Dysfunctional Insider Trading Regime," 99 *Colum. L. Rev.* 1491(1999).
- Press Release, U.S. Securities & Exchange Commission, "Former Countrywide CEO Angelo Mozilo to Pay SEC's Largest-Ever Financial Penalty Against a Public Company's Senior Executive; Settlement Permanently Bars Mozilo from Future Officer or Director Service"(Oct. 15, 2010), available at <<https://www.sec.gov/news/press/2010/2010-197.htm>> (last visited July 3, 2018).
- _____, "SEC Charges Former Countrywide Executives with Fraud; Former CEO Angelo Mozilo Additionally Charged with Insider Trading"(June 4, 2009), available at <<https://www.sec.gov/news/press/2009/2009-129.htm>> (last visited July 3, 2018).
- Pulliam, Susan & Rob Barry, "Directors Take Shelter in Trading Plans," *Wall St. J.*(Apr. 25, 2013).
- _____, "Executives' Good Luck in Trading Own Stock," *Wall St. J.*(Nov. 27, 2012).
- Romero, Peter J. & Alan L. Dye, "Insider Trading under Rules 10b5-1 and 10b5-2," in *Postgraduate Course in Federal Securities Law* 893(ALI-ABA Course of Study, July 18-20, 2002).
- Roulston, Darren, "The Relation Between Insider-Trading Restrictions and Executive Compensation," 41 *J. Acct. Res.* 525(2003).
- Rule 10b5-1 Adopting Release, 65 Fed. Reg.
- Selective Disclosure and Insider Trading: Final Rule, 65 Fed. Reg. 51,727(Aug. 24, 2000)(to be codified at 17 C.F.R. pts. 240, 243, 249).
- Swanson, Carol B., "Insider Trading Madness: Rule 10b5-1 and the Death of Scienter," 52 *U. Kan. L. Rev.* 147(2003).
- Thomsen, Linda Chatman, Director, Division of Enforcement, U.S. Securities & Exchange Commission, "Speech by SEC Staff: Opening Remarks Before the 15th Annual NASPP Conference"(Oct. 10, 2007), available at <<http://www.sec.gov/news/speech/2007/spch101007lct.htm>> (last visited July 2, 2018).
- Thomsen, Linda Chatman, Director, Division of Enforcement, U.S. Securities & Exchange

- Commission, "Speech by SEC Staff: Remarks at the 2007 Corporate Counsel Institute"(Mar. 8, 2007), *available at* <http://www.sec.gov/news/speech/2007/spch030807lct2.htm#19> (last visited July 3, 2018).
- U.S. Securities & Exchange Commission, "SEC Charges Kenneth L. Lay, Enron's Former Chairman and Chief Executive Officer, with Fraud and Insider Trading," SEC Litigation Release No. 18776(July 8, 2004), *available at* <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr18776.htm>(last visited July 3, 2018).
- Wang, William K.S. & Marc L. Steinberg, *Insider Trading* §13:6.2(Practicing L. Inst., 2d. ed., 2006).
- Wilczek, Yin, "No Conclusion on 10b5-1 Plans, but SEC Monitoring Situation, Official Says," *Securities Law Daily*(BNA)(Apr. 19, 2013).

Awareness and Use of Material Nonpublic Information and Pre-arranged Trading Plans

Chang, Kun Young

ABSTRACT

Under the legal regime of both the United States and Korea, corporate insiders can avail themselves of an affirmative defense against the charge that they violated insider trading laws when they buy or sell shares in their company's stock as part of a pre-arranged trading plan entered into when the insider was not aware of material nonpublic information. However, the trading plans introduced at least two loopholes in insider trading regulation as follows. First, trading plans allow insiders to accelerate or delay the release of news to maximize profits for pre-arranged plan trades. Second, trading plans have created an opportunity for insiders to enjoy risk-free options through the selective termination of qualified plans. Multiple studies indicated that insiders trading through these trading plans manage to significantly outperform the market. In addition, illegal insider trading under the guise of trading plans is made easier.

A number of changes to the current regulation for trading plans have been suggested. These include requiring varying degrees of disclosure, limiting the ability of trading plan users to terminate their plans, allowing plan transactions during company-imposed trading window periods, imposing a mandatory delay between establishment and trading under a plan, and prohibiting multiple or overlapping trading plans. While some of these suggestions are helpful, this Article suggests that regulators should consider shifting regulatory paradigm from "trading focused approach" to "activity focused approach." Namely, the insider trading law should regulate all kinds of activities using nonpublic material information whether they involve trading or not.

Key Words: Insider Trading, Pre-arranged Trading Plan, Material Nonpublic Information, Awareness Test, Use Test, Altering Timing of Disclosure, Termination of Trading Plan

