

스톡옵션(Stock Option)과 內部者去來規制

安 修 賢

(서울대학교 법학과 박사과정 수료)

【초 록】

현행 상법과 증권거래법에서는 영·미에서 이용이 일반화된 stock option제도를 모델로 한 株式買受選擇權制度를 도입하여 모든 회사로 하여금 기본적으로 임·직원보수제도로서 이용하게 하고 있다. 이는 이른바 stock option이라 불리는 권리를 회사 임·직원에게 인센티브보수로서 제공하는 것으로 옵션을 부여받은 자는 장차 행사가격과 행사시 주가의 차액이라는 경제적 이익을 현실화할 수 있다.

그런데 지난 4년간 상장회사와 협회등록법인들에 의하여 이 제도의 이용빈도와 선호가 높아지면서 많은 의문점이 제기되었는데, 그 중의 하나가 증권거래법의 적용으로 인하여 발생하는 문제이다. 무엇보다도 스톡옵션을 이용하는 경우 증권거래법규정 중에서 가장 핵심규정의 하나로 평가되는 內部者去來規制와 그를 뒷받침하는 각종 報告義務規定들과의 관계가 그것이다.

우선 이들 규정들은 부여회사는 물론 옵션을 부여받은 임·직원 모두에게 적지 않은 영향을 미친다. 실무상 법규정 준수에 대한 강제규정인 경우 그 위반시 책임 및 벌칙까지 부과되기 때문에 회사와 임·직원 스톡옵션의 부여 내지 행사와 관련하여 이들 규정들을 고려하지 않을 수 없다. 다른 한편에서는 스톡옵션을 둘러싸고 불공정거래가 발생할 개연성에 대한 우려가 적지 않다. 따라서 내부자거래규제의 취지인 공정한 경쟁의 확립을 통한 개인 투자자의 보호는 물론 시장의 보호를 위하여 스톡옵션을 기화로 한 불공정거래는 마땅히 규제되어야 한다.

그러나 스톡옵션의 附與 및 行使와 관련하여 내부자거래규제규정을 엄격히 강화하는 것만이 불공정거래를 근절시킬 수 있는 만병통치약은 아니다. 사전적인 공시장치나 사후적인 규제의 작동으로 효과를 기대할 수 없는 경우도 있고, 엄격한 규정의 존재로 인하여 스톡옵션제도의 당초취지를 상실시킬 가능성을 고려해야 하기 때문이다. 이러한 시각에서 이 글은 스톡옵션제도와 현행 증권거래법상의 내부자거래규제규정과의 관계를 되짚어보았다.

【차 례】

I. 序 論

II. 스톡옵션의 附與 및 行使 등과 未公開情報利用行爲禁止規定과의 關係

1. 一般禁止規定의 適用要件

2. 段階別 適用範圍 檢討

III. 스톡옵션의 附與 및 行使 등과 短期差益返還義務規定과의 關係

1. 短期差益返還義務의 免責範圍를 둘러싼 問題點

2. 檢 討

IV. 스톡옵션의 附與 및 行使 등과 任員의 株式所有狀況報告規定과의 關係

1. 任員의 株式所有狀況報告義務

2. 스톡옵션 등의 附與 및 行使時

V. 事前的인 不公正行爲防止方案의 講究

1. 會社內的 豫防措置 必要性

2. 會社의 自發的 措置 類型

VI. 結 論

I. 序 論

講學상 스톡옵션¹⁾은 특정한 날 또는 특정한 기간에 일정한 수의 주식을 사전에 정한 가격 또는 일정한 공식에 따라 산정된 가격에 매수 또는 매도할 수 있는 권리라고 정의된다.²⁾ 이러한 옵션은 옵션부여자(또는 발행자)와 피부여자가 누구인가에 따라, 그리고 이용 목적이 무엇인가에 따라 활용도가 달라진다. 통상 보수로서 이용되는 스톡옵션은 특정한 기간이 경과한 후 사전에 정한 가격보다 시가가 높을 경우에만 행사되어지는 買受選擇權(call option)이다.

우리 회사법제에 수용되어 있는 스톡옵션제도는 영·미에서 이용이 일반화된 stock option

1) 우리법에서는 주식매수선택권으로 사용하고 있으나 일반적으로 스톡옵션으로 인식되어 있기 때문에 이 글에서는 스톡옵션으로 통일하고자 한다.

2) Richard A. Brealey & Stewart C. Myers, Principles of Corporate Finance, 558, 5th ed.(McGraw-Hill, 1996)참조.

제도³⁾를 모델로 하여 기본적으로 임·직원보수제도로써 이용하도록 하고 있다. 이 제도의 도입초기에는 株式買入選擇權이라는 이름으로 1997년 1월 13일 증권거래법개정⁴⁾과 벤처기업육성에관한특별조치법⁵⁾에 근거규정을 두어 시행되었으며 현재는 株式買受選擇權으로 명칭이 변경, 1999년 8차 상법개정⁶⁾을 통하여 모든 회사가 이 제도를 이용할 수 있게 되었다.

대략 현재까지 상장회사에서의 스톡옵션제도 이용현황을 보면 도입 첫해인 1997년의 경우 3개사에 불과하였던 것이 1999년에 27개사, 2000년에 94개사, 2001년 5월 현재까지 51개사가 자사 임·직원에게 스톡옵션을 부여하였으며, 協會登錄法人의 경우에는 1997년에 6개사, 1998년에 6개사, 1999년에 36개사, 2000년 92개사, 2001년 5월 현재까지 72개사가 스톡옵션을 부여한 것으로 나타나⁷⁾ 비록 짧은 기간이지만 이용은 활발한 것으로 평가할 수 있다. 다만 행사가능한 기간이 다가오면서 주식시장이 침체되자 부여한 스톡옵션을 취소하는 경우도 있었는데, 上場會社의 경우 2000년에 행사가격을 변동시키고 새로 부여한 회사는 1개사인 반면, 協會登錄法人의 경우 2000년에는 53개사가, 2001년에는 41개사가 부여를 취소하는 등⁸⁾ 이들 법인의 경우 특히 지난 2년간 취소율이 급격히 증대된 것으로 나타났다.

이처럼 짧은 기간동안 기업들이 빠른 속도로 스톡옵션제도를 경험하게 되면서 실무상 적지 않은 의문들이 제기되었는데,⁹⁾ 그 중의 하나가 바로 증권거래법의 적용으로 인하여 파생되는 문제이다.

증권거래법 제1조에서는 “...유가증권의 발행과 매매 기타의 거래를 공정하게 하여 유가증권의 유통을 원활히 하고 투자자를 보호함으로써 국민경제의 발전에 기여함을 목적...” 으

3) 미국에서는 기업규모순위 250대 기업의 94%가 임원에게 스톡옵션을 부여한다(Mark A. Clawson & Thomas C. Klein, Indexed Stock Options: A Proposal for Compensation Commensurate with Performance, 3 Stan.J. I. Bus. & Fin. 31, 42(1997) 참조). 종래는 최고경영자에게만 부여하는 것이 대개의 경우이지만 현재는 10개 기업 중 1개 기업은 전직원에게 주는 정도로 발전했다고 한다(Adam Bryant, "Feeding the New Work Ethic," N.Y.Times, Apr.9,1998).

4) 법률 제5423호 제189조의4.

5) 법률 제5607호 제16조의3.

6) 제340조의2 내지 340조의5.

7)

<스톡옵션附與會社數>

(단위: 개사,
2001. 5. 기준)

	회사총수	스톡옵션附與會社數				
		2001년	2000년	1999년	1998년	1997년
상장회사	704	51	94	27	10	3
등록법인	607	72	92	36	6	6

자료: 증권거래소 상장공시부와 코스닥증권시장 공시팀의 비공식자료.

8) 취소사유로는 퇴사가 가장 많았고(91개사), 그외 시행시 막대한 회사손실(2개사), 계약과기에 따른 취소, 회사재정에 부정적 영향, 특혜 비난, 절차상 사유, 다른 직원과의 형평성 문제, 과다비용의 우려, 자진반납, 계열사전출 등이 포함되는 것으로 나타났다. 코스닥증권시장 공시팀 제공 자료 참조.

9) 스톡옵션제도의 부작용 내지 활성화방안도 중요한 이슈이나 이러한 논의는 여기서 제외된다.

로 한다고 밝히고 있다. 이 때의 유가증권은 동법 제2조 제1항에서 열거하고 있는 증권들을 의미한다.

그런데 스톡옵션을 이용하는 경우, 이러한 유가증권의 개념을 전제로 일반 투자자의 보호를 위한 규정들을 구비하고 있는 증권거래법규정들 중에서 가장 핵심이 되는 유가증권 및 발행회사에 관한 정보를 취득하여 이용하는 데 취약한 구조를 시정하기 위해 마련된 내부자거래규제와 그를 뒷받침하는 각종 보고의무규정들과 관련하여 의문이 제기된다. 그 이유는 무엇보다도 잠재적 주식이라 할 수 있는 스톡옵션은 내부자거래규제의 對象證券에 포함되어 있지 않기 때문이다.¹⁰⁾

내부자거래규제규정과 이를 전제로 한 각종의 보고의무에 관한 규정들은 부여회사는 물론 옵션을 부여받은 임·직원 모두에게 적지 않은 영향을 미치는 것이다. 무엇보다도 실무상 법규정 준수에 대한 강제규정인 경우 그 위반시 책임 및 벌칙까지 부과되기 때문이다(증권거래법 제208조, 제209조, 제210조 제5호). 따라서 스톡옵션을 부여하거나 행사하는 경우 회사와 임·직원은 이들 관련규정들을 주의하지 않을 수 없다. 다른 한편으로 스톡옵션을 둘러싸고 불공정거래가 발생할 개연성도 적지 않다. 따라서 내부자거래규제의 취지인 공정한 경쟁의 확립을 통한 개인 투자자의 보호는 물론 시장의 보호가 당연히 요구되는 것이다. 요컨대 스톡옵션부여계획의 실시 및 시행에 있어 이러한 측면들을 고려하지 않을 수 없다. 따라서 이 글은 스톡옵션의 부여 및 행사와 관련하여 증권거래법상의 내부자거래규정과 관련하여 발생하는 문제들을 되짚어보는 것을 목적으로 한다. 그 구체적인 내용은 각각 항을 나누어 살펴보기로 한다. 우선 II에서는 스톡옵션의 부여와 행사와 같이 거래상대방이 회사인 경우에 있어서 未公開情報利用行爲禁止規定과의 관계를 살펴보고, III에서는 스톡옵션의 부여 및 행사 등에 있어 短期差益返還義務規定과의 관계를 살펴보고, IV에서는 스톡옵션의 부여 및 행사 등과 관련하여 현재 임원의 株式所有狀況報告義務規定과의 관계를 살펴본다. 이와 함께 내부자거래규제제도의 취지를 감소시키지 않으면서 스톡옵션제도를 보다 활성화시키기 위해서는 事前的으로 불공정거래행위를 예방하는 방지책의 강구가 전제되어야 하는바, 추가적으로 V에서 이를 현실화할 수 있는 몇 가지 방안들을 살펴보기로 한다.

II. 스톡옵션의 附與 및 行使 등과 未公開情報 利用行爲禁止規定과의 關係

일단 스톡옵션을 행사한 후 취득한 주식을 매각하는 경우에는 증권거래법상의 미공개정보를 이용한 거래행위에 관한 규제규정이 일반적으로 적용된다.¹¹⁾

그런데 스톡옵션의 부여시와 행사시와 관련하여서도 미공개정보를 이용한 행위의 가능성

10) 내부자거래규제의 대상이 되는 유가증권은 증권거래소에 상장되었거나 협회에 등록된 당해 법인의 증권·전환사채권·신주인수권부사채권·신주인수권을 표시하는 증서 기타 재정경제부령이 정하는 유가증권이다. 증권거래법 제188조 제1항 참조.

11) 證券去來法 제188조의2에서는 “각호의 1에 해당하는 자로서 상장법인 또는 협회등록법인의 업무 등과 관련하여 일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보를 직무와 관련하여 알게 된 자와 이들로부터 당해 정보를 받은 자는 당해 법인이 발행한 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 그 정보를 이용하거나 다른 사람으로 하여금 이를 이용하게 하지 못한다”고 규정하고 있다. 이 규정에 의하여 未公開情報利用行爲는 一般的으로 禁止된다.

이 없지 않다. 예컨대 스톡옵션을 부여받는 배경에는 회사주가에 긍정적인 영향을 미치는 정보를 지득하고 의도적으로 받는 경우도 있을 것이며, 마찬가지로 스톡옵션을 행사하는 의도에는 회사주가에 부정적인 영향을 미치는 소위 惡材의 정보를 지득하여 옵션행사로 취득한 주식을 바로 매각하려는 의도가 숨어 있을 수도 있다. 사실상 이러한 가능성이 있다는 존재만으로 옵션보유자인 이사와 간부직원들은 미공개정보를 이용하지 않도록 행동하여야 마땅하다.

그런데 이때의 거래상대방은 스톡옵션을 부여하는 회사가 된다. 따라서 도의상 미공개정보를 이용하여 거래하지 않을 도덕적인 의무 외에 법적인 규제대상이 되는지가 문제될 수 있다. 즉 스톡옵션을 부여한 회사와 옵션을 받는 자간의 관계에서도 일반적인 未公開情報利用禁止規定이 적용되는지 여부가 문제되는 것이다.

1. 一般禁止規定의 適用要件

(1) 內部者 要件

내부자거래의 주체인 내부자를 증권거래법 제188조의2 제1항에서는 “...업무 등과 관련하여 일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보를 직무와 관련하여 알게된 자” 라고 하고 있다. 理事의 경우 이들이 내부사실을 알고 있는 한 말할 것도 없이 주요 내부자이다(동법 제188조의2). 幹部職員도 직무의 성격상 이에 대한 사실을 인지하고 있을 경우 내부자가 된다(동법 제1항 제1호 참조). 이렇게 파악할 경우 스톡옵션을 받은 자는 그들의 지위상 당연히 내부자가 된다. 다만 내부자로 간주되는 시점은 증권을 매도하거나 또는 매수한 어느 한 시기에라도 임·직원의 지위에 있으면 된다. 구체적으로는 임용계약체결시점 또는 변경시점을 기준으로 내부자 여부를 판단하게 된다. 요컨대 스톡옵션수혜자가 이른바 내부자에 속하는 한 증권거래법상의 내부자거래제한규정의 적용 여부에 영향을 받게 되는 것이다.

(2) 內部情報 要件

내부자거래로서 규제되는 것은 내부자가 내부정보를 지득하여 이용한 경우이다. 증권거래법에서는 내부정보를 상장법인 또는 등록법인에 있어서, 일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보로서(동법 제188조의2 제1항), 투자자보호를 위하여 신고의무가 부과된 법인의 경영에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항 중(동법 제186조 제1항) 증권의 발행과 관련한 사실로 이것이 공개적으로 알려질 경우 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 것으로 그 주지기간이 경과되지 아니한 비공개로 규정하였다(동법 제188조의2 제2항).¹²⁾ 기본적으로 중요하고 미공개를 본질적인 요소로 보고 있다.

증권거래법 제186조 제1항은 중요한 사실로서 내부정보로 볼 수 있는 법인의 경영에 중대한 영향을 미치는 사실을 제1호 내지 제12호에 예시하고 제13호에 이러한 열거사항 외에

12) 즉 주가가 현저히 영향을 받을 수 있는 것을 말한다(獨逸 證券去來法 제13조 제1항). 美國은 내부정보를 중요한 미공개정보라고 표시하고 있으며(ITSA §, ITSFEA §), 英國은 미공개한 증권가격에 영향을 주는 정보(unpublished price sensitive information)라고 표현하고 있다.(Company Securities Act 내지 Insider Dealing Act, IDA §, 10 참조).

포괄규정을 두어 그 사실이 발생한 때 또는 이사회가 결의한 때에는 지체없이 금융감독위원회와 증권거래소에 신고하도록 하고 있다. 게다가 증권거래소는 증권거래법 제186조에 의거 상장법인공시규정에서 이러한 내용을 더욱 구체화하고 있다.

스톡옵션과 관련하여 중요한 사실에 포함시킬 수 있는 것으로 공시를 요구하는 것은 자기주식취득방식과 관련하여 이사회의 자기주식취득방식으로의 스톡옵션부여의 결정, 이에 대한 주주총회에서의 승인결의 등 스톡옵션부여를 위한 제반 준비절차를 고려할 수 있다. 이외에 중요한 사실에 준한 것으로 공시를 요구하는 것으로는 스톡옵션부여계획을 위한 정관 변경의 주주총회결의, 신주인수권부여에 관한 주주총회의 결의, 신주인수권부여에 관한 이사회결의를 생각할 수 있다.¹³⁾

(3) 對象 有價證券

현행 증권거래법에서 규제대상이 되는 증권은 “상장법인과 협회등록법인(6월 이내 상장 또는 협회등록하는 법인을 포함한다)이 발행한 유가증권”으로 규정되어 있어¹⁴⁾ 주권은 물론 전환사채, 신주인수권부사채, 신주인수권증서 등 당해 법인이 발행한 주식관련증권은 물론 社債¹⁵⁾를 포함한 모든 유가증권이 된다.

(4) 內部情報의 ‘利用’ 行爲

내부정보를 이용한 거래방식으로 시장매매 또는 기타 거래를 들고 있다.¹⁶⁾ 따라서 내부자가 미공개된 정보를 갖고 있는 것만으로는 규제되지 않는다. 오로지 지득한 내부정보를 자기이익을 위하여 對象 有價證券을 이용하는 경우에만 내부자거래로서 금지된다. 내부자가 지득한 정보를 이용하여 해당 유가증권을 매매하여 이득을 취하는 것이 가장 보편적인 거래행위가 된다.¹⁷⁾ 기타 거래에는 교환 등 매매 이외의 취득 또는 처분, 전환사채권자·신주인수권부사채권자 및 교환사채권자의 주식취득을 위한 전환권·신주인수권·교환권의 행사 등도 포함된다. 스톡옵션의 부여형태 중 자기주식취득방식의 경우라면 일응 매매로 볼 수 있으며 신주인수권부여방식의 경우라면 기타 거래에 포함되는 것으로 볼 수 있다.

2. 段階別 適用範圍 檢討

13) 한편으로 신주인수권부여에 관한 결의는 증자에 관한 결의로도 볼 수 있다.

14) 증권거래법 제188조의2.

15) 김건식, 『증권거래법』(두성사, 2000), 307면 참조.

16) 증권거래법 제188조의2 제1항 법문을 보면 “... 일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보를 직무와 관련하여 알게 된 자와 이들로부터 당해 정보를 받은 자는 당해 법인이 발행한 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여...” 라고 되어있는데 이 “관련하여” 라는 문구를 통해 해석상 넓게 볼 수도 있다.

17) 구체적으로 정보의 이용방법은 통상 내부자가 직접 유가증권을 매매거래하거나 타인에게 정보를 전달하여 타인으로 하여금 이를 이용하게 하는 방법, 그리고 타인의 이용을 방조하는 3가지 유형으로 구분된다.

사실상 스톡옵션계획의 실시부터 이후 스톡옵션의 실제 행사로 주식 취득 및 매각에 이르기까지 모든 단계는 실제 주가에 영향을 미칠 수 있는 중요한 사실이기 때문에 내부자거래 규제규정과의 관계를 검토하기 위하여서는 스톡옵션의 실시단계들을 나누어 살펴보지 않을 수 없다.

이러한 단계들은 구체적으로 계약을 체결하기 전 보수결정에 관한 협상부터 이를 포함한 스톡옵션부여계획의 준비과정, 부여를 위한 주주총회결의, 실제 부여시, 행사시 그리고 행사로 취득한 주식의 매각시로 각각 나누어 살펴볼 수 있다.

이러한 검토는 두 가지 의의를 갖고 있다. 하나는 어느 시점에서 미공개정보이용행위금지 규정이 문제가 되는 것인지를 파악하는 것이며, 다른 하나는 어떠한 기준으로 미공개정보이용행위를 규제할 것인가 그 판단기준을 제공하기 위함이다. 이하에서는 스톡옵션의 단계별 진행상황들로 나누어 검토한다.

(1) 報酬協商을 포함한 關聯事項 確定 및 株主總會決議를 위한 準備期間

현행 증권거래법에 따라 스톡옵션을 부여하기 위하여는 우선 회사의 定款에 이에 관한 정함을 둔 경우에만 가능하기 때문에(동법 제189조의4 제2항) 定款에 스톡옵션을 반영하기 위해 사전에 여러 협의과정들을 거치는 것이 일반적이다. 이러한 단계에는 보수 일체에 대한 협상의 단계까지도 포함된다.

이와 관련하여 스톡옵션의 도입단계에서부터 증권거래법상의 일반금지대상에 포함될 것인가 여부가 문제될 수 있다. 왜냐하면 다음과 같은 사례가 문제될 수 있기 때문이다. 가정컨대 이른바 생명공학산업을 영위하는 회사의 경우 주가에 크게 영향을 줄 신기술을 장차 회사가 소유할 것이라는 정보를 미리 지득한 경영자가 이 사실을 모르는 理事會로 하여금 자신에게 스톡옵션을 부여하도록 계획하게 하고 이를 株主總會에서 승인하도록 표결에 부치는 경우가 발생할 수 있다. 이처럼 회사의 미공개된 중요사실을 아는 자가 회사에게 자신의 보수 일부를 스톡옵션으로 요구하는 경우도 있을 수 있다. 이러한 경우 내부정보의 이용행위로 볼 것인가? 이러한 행위시 내부사실을 모르는 회사를 이용하여 금지된 거래를 하게 하는 것은 아닌가 하는 의문이 제기될 수 있다.

이러한 경우에 대하여 내부자거래로 규제해야 한다고 생각할 수도 있다. 그러나 내부자거래는 미공개정보를 이용하여 증권의 매매 및 기타 거래를 하는 것을 규제를 위한 적용요건으로 하고 있기 때문에 권리를 창설하는 단계에서는 이러한 요건이 결여되어 있다.

대표적으로 독일 대다수의 학설¹⁸⁾들은 스톡옵션을 부여하기 위한 준비기간동안 설사 미공개된 정보를 알고 스톡옵션을 부여하도록 하는 경우 내부자거래의 범위에 포함되지 않는다고 보고 그와 같이 보는 이유들을 다음과 같이 들고 있다. 즉 ① 신주가 발행되어 경영진에게 부여될 때까지는 아직 자본시장거래에 영향을 미치지 않으며,¹⁹⁾ ② 내부자거래대상증권의 정의규정에 비추어 처분권이 분리되어 행사된 경우에 적용한다는 것을 이유로 보수로서 지급되는 양도가 제한되는 옵션권의 부여와 관련하여 비록 직관적으로는 수혜대상자는

18) 이러한 견해는 Mattias Casper, Insiderverstöße bei Aktienoptionsprogrammen, WM 1999, 363, S.364f.; Dieter Feddersen, Aktienoptionsprogramme für Führungskräfte aus kapitalmarkttechnischer und steuerlicher Sicht, ZHR 1997, 269, S.288f. 참조.

19) Dieter Feddersen, a.a.O., 288f. 참조.

옵션계획을 설계할 때 이미 내부자규제법상의 규율범위에 들어간다고도 볼 수 있지만 이 때문에 내부자규제대상증권의 개념을 확대할 수는 없기 때문이라고 한다.²⁰⁾ 또한 ③ 옵션을 구체적으로 부여하기 전에는 증권거래법상의 규제대상이 아니라고 본다.²¹⁾ 요컨대 이론적으로 옵션은 주식의 사전단계로 보고 내부자거래규정을 준용하여 적용하는 것이 불가능한 것은 아니나 현행법상 규제대상증권의 개념을 확대하여 해석할 수 없다 할 것이다.

이러한 논의들도 사실상 내부정보를 이용하여 거래를 할 가능성, 자본시장에 미치는 영향력 등을 판단기준으로 전제하는바, 우리법제에서 허용되는 스톡옵션은 부여 즉시 매각이 불허되는 이상 추후 현실적으로 주식발행이 이루어지는 시기 이전에는 스톡옵션 부여방식 여부를 불문하고 내부자거래규제대상에서 제외하는 것으로 보는 것이 타당하다.

(2) 株主總會決議에 의한 確定時

현행 법제에서는 스톡옵션의 부여절차로서 주주총회의 결의를 거쳐야 하는데(증권거래법 제189조의4 제1항), 증권거래법에서 정한 유가증권 개념을 고수할 경우 창설된 옵션으로는 규제대상에 포함되지 않는다. 게다가 내부에서 결정된 수혜자에게 부여하는 것을 승인하는 주주총회결의 역시 정보이용행위범주에 들지 않는다고 볼 수 있다. 이미 스톡옵션부여계획이 회사정관에 개시되어 있다는 점과 부여에 관한 정함이 정관에 상세히 마련되어 있다는 점 등은 이미 옵션 창설시점 이전에 공개적으로 알려져 있다고 볼 수 있기 때문이다. 따라서 시세에 영향을 줄 가능성이 거의 없다고 생각해 보면 추가의 새로운 개시는 필요없다. 시장은 이미 새로운 주식의 분어를 이미 시세에 반영하였기 때문이다. 게다가 부여만으로 처분할 수 있는 것이 아니고 아직 행사단계를 거쳐야 하기 때문이다. 다만 이때 요구될 수 있는 주주총회결의에 관한 정보제공요구는 내부자거래규정으로 말미암아 요구되는 것이 아니라 시장과 투자자의 신뢰강화 차원에서 높은 투명성을 요구하기 때문에 필요한 것으로 해석된다.

다만 옵션의 거래가 자본시장에서 허용되는 경우에는 사정이 다르다. 이러한 경우는 法的으로 금지되어 있는 옵션의 양도불가성이 해제된 경우를 말한다. 따라서 이 경우는 옵션권의 부여시점부터 내부자거래금지대상이 된다고 보아야 할 것이다.²²⁾ 다만 현행법상 옵션의 양도는 허용되지 않기 때문에 이러한 문제는 제기되지 않는다.

(3) 附與契約의 締結時

회사와 스톡옵션부여계약을 체결하는 것이 시세에 영향을 미칠 만한 중요한 정보를 지득

20) Casper, a.a.O., 364f. 참조.

21) Jens Fürhoff, Aktienoptionsprogramme, Management Buy-Outs und Insiderrecht, AG 1998, 83, S.84f. 참조.

22) 이러한 경우 거래 가능한 옵션권의 부여는 옵션의 시세에 영향을 미칠 수 있기 때문이다. 다만 市場에서의 證券價格에 상당한 영향을 미쳐야 할 것이다. 가격에 영향을 상당히 미치는지 여부는 부여된 발행된 옵션의 규모 및 어느 정도 상세하게 스톡옵션계획이 시장에 공개되어 알려져 있는지 그에 달려 있다. 이미 수시공시를 통하여 주식옵션계획이 존재하고 있음은 이미 시장에 알려져 있기 때문에 옵션의 부여는 현저하게 시세상승에 영향을 미치지 않을 수도 있기 때문이다. 이러한 판단의 경우 자기주식형인지와는 상관없다.

하여 이용한 금지행위에 해당하는가 여부를 판단하는 데 있어 위에서 본 바와 마찬가지로 취득한 옵션권의 처분이 가능하지 않는 한 내부자거래금지규정의 대상으로 확대할 필요성은 없어 보인다. 왜냐하면 시장에 그리 영향을 미치지 못하기 때문이다.

(4) 스톡옵션의 行使 및 株式取得

스톡옵션의 행사는 곧 新株를 부여받거나 적어도 주식의 인도를 청구하는 경우이다. 이 시기부터 진정한 미공개정보의 이용금지가 요구되는 시기라 할 수 있다.²³⁾ 왜냐하면 부여 받은 주식은 당연히 증권거래법 제188조의2에서 말하는 내부자거래규제증권에 해당되기 때문이다.

이 경우 다음과 같은 의문이 제기된다. 과연 이사 또는 간부직원이 주식취득을 위하여 스톡옵션을 행사하는 것이 내부자거래이용행위에 해당한다고 보아야 하는가 하는 것이다.

그러나 다음의 요건과 관련하여 볼 때 단정짓기 어렵다. 즉 스톡옵션의 행사가 곧 내부사실을 지득하여 이를 ‘利用’한 것으로 볼 수 있는가 문제되기 때문이다(증권거래법 제188조의2 제1항). 왜냐하면 옵션보유자로서는 내부정보를 모르는 경우에도 가장 유리한 시기에 옵션을 행사할 것이고 통상 시가가 행사가격을 초과하는 한 언제든지 행사하려고 할 것이고 또한 할 誘引이 있기 때문이다. 물론 이 경우 지득한 미공개정보를 이용하여 보다 유리한 시기에 옵션을 행사할 개연성도 적지 않다. 그러나 옵션보유자가 내부사실을 지득한 채 그럼에도 불구하고 옵션을 행사하는 경우 그러한 지득한 내부사실을 이용한 것이라고 볼 수는 없다고 해석하는 것이 타당하다.²⁴⁾ 왜냐하면 옵션의 행사는 이미 사전에 주주총회의 결의를 거쳐 옵션부여계약의 조건에 따라 그러한 행사가 가능한 것으로 구조화되어 있는 것이고, 이는 이미 부여시 시장에도, 그리고 해당 회사의 주주에게도 인지된 것이기 때문이다. 비록 그들이 지득한 사실이 시세에 영향을 미칠 수 있다는 것을 알수록 스톡옵션을 행사하고자 하는 동인으로 강하게 작용할 수는 있으나 직접적인 행사원인이 되는 것으로 규제하기 어렵다. 증권거래법상의 미공개내부정보의 이용금지목적은 내부정보가 있기 때문에 거래를 한 경우, 즉 달리 말하면 내부정보가 없었다면 거래를 하지 않았을 그러한 거래에 대하여 공시 전에 행위하는 것 자체를 금지하는 것이기 때문에 시세차익이 기대되는 한 미리 정한 옵션의 조건에 따라 행사를 한 경우에는 이러한 법취지상 내부정보를 이용한 것으로 볼 수는 없을 것이기 때문이다.²⁵⁾

23) 왜냐하면 스톡옵션 자체는 市場에서의 거래가 허용되고 있지 않는 것이 통상이기 때문이다. 옵션의 행사로 부여받은 株式만이 시장에서 거래대상이 될 수 있다. 따라서 내부자의 개시의무가 특별히 요구된다고 할 수 있다.

24) 獨逸의 多數說이기도 하다. 이에 관하여서는 Feddersen, a.a.O., S.269; Fürhoff, a.a.O., S.85; Heinz-Dieter Assmann, Rechtsanwendungsprobleme des Insiderrechts, AG 1997, 50, 58f. 참조. 반면에 신주발행방식의 경우 부정하는 소수견해로는 Casper, .a.a.O., S.366 참조.

25) Fürhoff는 이러한 이해방식을 경제적 고찰방식(wirtschaftliche Betrachtungsweise)이라고 칭하고 있다. 그 내용을 요약하면 주가가 옵션의 행사가격 이하인 경우에는 옵션의 미행사가 따를 것이고 이 경우 내부자정보를 이용하여 주식을 취득함으로써 전형적인 내부자거래가 발생한다. 그러나 이와 달리 주가가 옵션의 행사가격 이상인 경우는 옵션행사조건에 따라 옵션을 행사하여 시세차익을 볼 것이다. 이 경우 내부자정보가 주가상승을 가져오는 것인지 아닌지는 중요하지 않게 된다고 말하고 있다. Fürhoff, a.a.O., S.85f. 참조.

다만 이러한 논리에 의하는 경우에도 행사가격이 시가와 같은 경우, 즉 이른바 at-the-money상태에 있는 경우 스톡옵션을 행사하는 경우 미공개정보를 이용한 것으로 보아야 하는 것이 아닌가 의문이 제기될 수 있다. 왜냐하면 이러한 경우 스톡옵션을 행사하는 것은 시가와 차이의 차이가 아니라 다른 전문적인 정보에 의한 것일 가능성이 높기 때문이다. 게다가 회사도 일단 옵션보유자가 행사한 이상 거절할 수 없으며 이행에 응하여야만 한다.

이러한 점을 고려할 때 내부자거래의 이용가능성은 물론 내부자규제규정과 관련하여 실무상 불필요한 의문을 해소하기 위해서는 비록 옵션보유자의 보호측면에서 필요한 것은 아니더라도 스톡옵션부여계획의 실행면에서 스톡옵션부여조치가 구체적으로 사전에 확정되어 있는 것이 바람직하다. 즉 스톡옵션의 행사를 자동적으로 행사하도록 할수록 수혜대상자의 재량범위도 적어지고 이에 따른 주식의 취득이 내부자거래로 비난받을 가능성에서 멀어지기 때문이다. 따라서 내부자거래에 해당되는 것을 막기 위해 실무에서는 스톡옵션부여계획시 명확한 행사기준²⁶⁾과 행사조건을 다양화하는 방법 등으로 보완조치를 두는 것이 바람직하다.

(5) 取得한 株式의 賣却時

실제 옵션의 행사시 별다른 주식보유 의무가 없는 한 매각도 함께 이루어지는 것이 통상의 경우이나 시장의 입장에서 볼 때 이들 거래는 구분된다. 왜냐하면 옵션을 행사하여 취득한 주식이 언제나 시장에서 매각가능한 상태에 있는 것은 아니기 때문이다.

옵션보유자가 실질적으로 경제적 이익을 보는 것은 옵션행사로 취득한 주식을 매각하는 경우이다. 이에 상응하여 회사내부정보를 이용한 주식거래가 종래보다 증가할 가능성도 높아지게 된다.

이러한 점을 감안하면 일반적인 미공개정보이용규제의 진정한 효과는 스톡옵션을 행사하여 취득한 주식을 매각하는 경우에 발휘된다. 이처럼 보유한 주식매각에 특히 일반 미공개정보이용금지규정이 의미가 있는 것은 이들 옵션보유자가 주로 회사에서 중요한 지위에 있는 것을 기화로 지득한 정보를 이용할 수 있기 때문이다.²⁷⁾ 내부사실의 지득은 대부분 주식의 취득 또는 매각의 원인이 되기 때문이다.

특히 경영에 관한 의사결정을 위하여 임원들은 지속적으로 회사 내의 중요한 사실에 대하여 시시각각 보고받기 때문에 일반인이 쉽게 알 수 없는 공개되지 않은 정보를 이용할 소지도 크다. 즉 시세에 영향을 미칠 가능성이 있는 정보를 이용할 것인바,²⁸⁾ 지속적인 정보제공에 따른 정보지득으로 임원은 시세에 영향을 미칠 수 있는 자들이 된다. 특히 경영자의 경우 항상 기업에 관한 정보가 끊임없이 보고 되는 것에 비추어 보면 시세에 영향을 미칠

26) 이에 대한 모델이 되는 것으로 1996년의 Daimler-Benz AG의 스톡옵션계획을 들 수 있다. 이 회사는 전환권의 행사를 주주총회결의 후 3주 이내에 1년에 4번만 행사할 수 있다고 정하고 있다. Bundesanzeiger No.69. vom 11.4 1996, S.4327 참조. 최근 우리나라에서 부여된 스톡옵션 부여계획에서 이러한 제한을 이용하는 예가 있다.

27) 스톡옵션계획이 비단 경영자뿐 아니라 현저하게 회사에 공헌한 간부사원의 경우에까지 확산될 경우 이들은 1차 내부자의 지위에 있음은 전술한 바와 같다. 게다가 회사주식을 상당수 보유하고 있어 얼마든지 회사내부정보를 지득할 가능성이 높은 자들이다. 특히 가족회사의 경우 문제발생의 여지가 높다.

28) 시세에 전혀 영향을 미치지 못하거나 미치더라도 그 영향이 미미하면 미공개정보라도 이용을 하지 않을 유인이 적지 않기 때문이다.

수 있는 상황임을 인식할 수 있기 때문에 투자자의 투자판단에 영향을 줄 수 있는 정보를 갖는다. 이 경우 시세에 영향을 미칠 수 있는 惡材의 정보를 인지하여 취득한 주식을 매각하는 경우에는 그 심각성이 크다. 때문에 특히 악재의 정보를 지득하고 옵션행사로 취득한 주식을 매각하는 경우는 당연 금지규정에 저촉된다 할 것이다.²⁹⁾

그러나 악재의 정보를 알고 주식을 매각하지 않고 있는 경우는 규제대상에서 제외된다.³⁰⁾ 또한 호재의 정보를 알고 매각하지 않은 경우도 상술한 바와 같이 부득이하게 이들 규제대상에서 제외된다.

이를 종합하면 적어도 주가가 떨어진 경우 옵션보유자가 주식매각으로 경제적 이익을 얻은 경우 내부자거래의 위험을 안게 된다. 때문에 이로부터 사전에 예방책을 강구할 필요가 있다.

대표적으로 매각기간을 회사의 중요정보 공시후 일정기간 내로 제한하거나 임원이 보유한 주식의 관리 및 매각을 일괄적으로 제3자에게 위임시켜 놓는다거나 매각 전에 회사 내의 법무담당자와 상의하거나 회사의 適時公示制度의 강화 및 회사의 책임면책을 위하여 내부정보의 전달을 차단할 목적에서 회사에 이른바 방화벽³¹⁾을 세워 내부자거래에 대한 우려를 해소하는 것이다. 특히 방화벽제도는 1차적으로 옵션보유자인 임원뿐만 아니라 회사에게도 유용하다. 이에 대하여는 별도로 이하 V에서 상세히 논하기로 한다.

요컨대 스톡옵션의 행사로 취득한 주식을 매각하는 경우 내부자거래에 해당하는가 여부의 문제도 중요하지만 내부자거래를 방지할 수 있도록 사전에 예방조치를 마련해 두는 것도 못지 않게 중요한 것이 된다.

(6) 특수한 경우: 옵션差益請求權(SARs)의 行使時 一般規定의 適用 與否

스톡옵션의 한 유형인 옵션차익청구권의 行使시에도 일반 금지규정이 적용되는지는 분명하지 않다. 왜냐하면 옵션차익청구권은 옵션의 행사로 주식을 받는 것이 아니라 계약체결시 약정한 행사가격과 시가와의 차액을 현금 또는 주식으로 교부받기 때문이다.

그러나 옵션차익청구권의 행사시 전적으로 주식이 아닌 현금으로 지급받는 경우에도 마찬가지로 내부정보의 이용가능성이 없지 않다.

현행 증권거래법에서 내부자거래금지규정의 적용대상은 “...유가증권의 매매 기타 거래행위...”로 하고 있어(동법 제188조의2 제1항) 법문 그대로 해석하면 주식 등의 거래가 없어 내부정보이용금지규정이 적용될 수 없다. 그러나 스톡옵션의 행사와 현금의 지급은 넓게 교환으로 볼 수도 있고 다른 한편으로는 스톡옵션의 행사로 인한 주식의 매수와 취득한 주식의 회사에 대한 매각이라는 二重의 解釋을 이용한다면 주식거래행위로 충분히 의제하는 것이 불가능하지 않을 것이다. 다만 명문으로 증권거래법의 적용대상인 유가증권에 포함시켜 입법적으로 해결하는 것이 보다 바람직하다.

29) Rainer Süssmann, Insiderhandel-Erfahrungen aus der Sicht des Bundesaufsichtsamts für den Wertpapierhandel, AG 1997,63,65; Fürhoff, a.a.O., S.85f. 참조.

30) 왜냐하면 증권거래법 제188조의2의 규제대상으로 ‘매매 기타 거래’라고 하고 있어 부작위는 해당되지 않기 때문이다.

31) 일반적으로 Chinese Wall이라 불리는 것을 말한다.

III. 스톡옵션의 附與 및 行使 등과 短期差益 返還義務規定과의 關係

1. 短期差益返還義務의 免責範圍를 둘러싼 問題點

증권거래법 제188조 제2항에서는 “주권상장법인의 임원·직원 또는 주요 주주가 그 법인의 주권 등을 매수한 후 6월 이내에 매도하거나 그 법인의 주권 등을 매도한 후 6월 이내에 매수하여 이익을 얻은 경우에는 당해 법인은 그 이익을 그 법인에게 제공할 것을 청구할 수 있다” 고 하고 있어 내부정보를 이용할 수 있는 내부자의 단기거래에 대하여는 미공개정보의 이용 여부와 상관없이 주권 등을 일정한 기간내에 매매하여 이익을 얻은 경우에 그 이익을 법인에게 제공할 것을 청구하는 제도가 있다.

그런데 이러한 규제는 스톡옵션의 행사와 관련한 일련의 행위에 한하여 적용이 면제되어 있다(증권거래법 제188조 제2항; 동법 시행령 제83조의6 제5호). 즉 증권거래법 제188조 제8항 및 동법 시행령 제83조의6에서는 임원·직원 또는 주요 주주로서 행한 매도 또는 매수의 성격 기타 사정 등을 감안하여 6개의 사유 발생시에는 短期賣買差益返還義務가 발생하지 않는다고 정하고 있는데, 이 중 스톡옵션과 관련한 면제사유는 1개로 스톡옵션을 “행사하여 취득한 주식을 매도하는 경우” (제5호)에는 법 제188조 제2항의 적용에서 면제된다고 하고 있다.

이 규정에 의하면 스톡옵션의 행사시점부터 옵션의 行使(주식의 매수)로 취득한 주식을 매도하는 과정이 6개월 이내에 이루어진 경우도 면제대상이 되는 것으로 하고 있다. 이를 풀어 보면 두 단계의 거래가 포함된다. 즉 옵션의 행사와 주식의 취득 그리고 주식의 취득과 그 주식의 매각이 그것이다. 이처럼 “...행사하여 취득한 주식을 매도하는 경우” 라는 1개의 면책규정을 두고 두 단계의 거래를 모두 면제하는 것으로 상당히 넓게 면책범위를 인정하고 있다.

이와 같은 관대한 태도에 대해서는 다음과 같은 측면에서 보면 일응 이해할 수 없는 것은 아니다. 즉 이러한 스톡옵션거래는 본래 인센티브차원에서 부여된 것으로 그러한 취지를 살릴 필요가 있으며, 스톡옵션의 부여와 관련하여 사전에 주주총회의 특별결의를 거칠 것을 원칙으로 하는 만큼(증권거래법 제189조의4 제1항, 제3항) 고의적으로 단기매매차익을 목적으로 의도되는 것과 같이 취급하는 것은 타당하지 않기 때문이라고 보는 것이다.

그러나 이처럼 상당히 넓은 면책범위를 둘러싸고 의문이 없지 않다. 왜냐하면 전형적인 단기매매의 규제대상인 주식의 경우 매수한 후 6개월 이내에 매도한 경우 이익반환이 의무화되어 있는 데 반해 스톡옵션의 경우는 옵션의 행사시(주식매수)부터 취득한 주식의 매도가 6개월 이내인 경우에도 규제대상에서 면제된다. 더욱이 스톡옵션은 시가가 행사가격보다 높은 경우 행사되는 것으로 주가가 높은 경우 행사하여 바로 취득한 주식을 매각하는 것에 정책적인 고려를 수긍한다 하더라도 이와 다른 경우, 즉 행사가격보다 주식의 가격이 낮은 데도 행사하는 경우도 면책의 대상에 포함시킬 경우 그 취지에 맞지 않기 때문이다. 한편, 현행 규정에서는 면책의 범위에 있지 않은 거래, 즉 스톡옵션의 부여시에는 단기매매차익규정이 적용되는지 여부에 대해서는 명백하지 않다. 마찬가지로 취소와 같이 행사 없이 종료된 경우와 행사기간의 종료로 소멸된 경우에 대해서도 명확한 지침을 제공하지 못하고 있다.

2. 檢 討

현행 규정의 면책범위를 검토하는 데 있어 이해의 편의상 다음과 같은 사례를 가정해볼 수 있다. A사의 임원인 甲은 2000년 1월 1일 회사로부터 동사의 주식을 5,000원으로 취득할 수 있는 옵션 200개를 부여받았으며 이로부터 3년뒤에 스톡옵션을 행사할 수 있다. 2003년 1월 1일 주가는 10,000원이었기 때문에 甲은 스톡옵션을 행사하여 5,000원에 주식 200주를 취득하였다. 그리고 그 해 3월에 주가가 15,000원일 때 스톡옵션 행사로 취득한 주식을 매각하였다. 따라서 주식을 매각한 시점은 옵션부여시로부터 6개월을 훨씬 경과하였지만, 옵션行使時點부터 보면 채 6개월이 경과하기 전에 주식매각이 이루어진 것이다.

(1) 스톡옵션의 附與·行使時

증권거래법 제188조 제8항에 더잡아 동법 시행령 제83조의6에서는 株式買受選擇權을 ‘행사하여 취득한 주식을 매도하는 경우’ (제5호)에 법 제188조 제2항의 적용에서 면제된다고 하고 있어 법문대로라면 명백히 부여시에는 면책대상이 아니다.

스톡옵션의 부여시 단기차익반환규정이 적용되는 것인지와 관련하여 두 가지 해석이 모두 가능하다. 하나는 적용대상으로 보는 것이다. 다른 하나는 면책대상으로 보는 것이다.

면책대상으로 볼 경우 다음과 같은 논거에서 정당화된다. 즉 단기차익반환규정의 요건인 매도·매수 내지 매수·매도³²⁾의 요건은 유가증권의 종류가 다른 경우에는 적용하지 않는다는 해석³³⁾에 전제하여 매도·매수에 해당하지 않는다고 보는 것이다. 또는 스톡옵션을 취득하였다 하더라도 행사에 의한 매수의무가 있는 것이 아니기 때문에 매수선택권의 취득은 매수에 해당하지 않는다고 볼 수 있다. 옵션의 부여는 이론상 가치있는 무엇인가를 무상으로 주는 것이지만 이 규정의 취지가 기본적으로 단기매매로 인한 이익을 박탈하여 내부자거래를 억제하는 데 주안점을 둔 것이라는 점을 고려할 때 현실적으로 옵션의 부여를 利益實現과 동일시될 수 없다는 점³⁴⁾에서 면책의 범위에 포함시키는 것이 타당하다고 보여진다. 또한 옵션의 부여를 위해서는 정관의 규정 및 주주총회결의 등 사전단계를 거쳐야 하기 때문에(증권거래법 제189조의4 제1항) 지득한 내부정보를 이용할 목적에서 스톡옵션의 부여를 의도하는 것이—비록 현실적으로 불가능하지는 않지만—그 이용가치는 크게 떨어질 것으로 보인다.³⁵⁾ 특히 법상 매도요건을 충족할 옵션의 행사는 부여시로부터 3년이 경과한 후에 가능한 것으로 하고 있기 때문에(증권거래법 제189조의4 제4항) 이미 그러한 거래로부터 역산하여 6개월이 넘는 매수(즉 옵션의 부여)는 문제될 것이 없다. 결과적으로 인센티브보수로 부여되는 스톡옵션의 경우³⁶⁾에는 옵션부여시점부터 옵션행사시점까지는 단기차익반환의

32) 증권거래법 제188조 제2항 참조.

33) 종류가 다른 증권을 매매한 경우 현행법의 해석상 차익반환대상이 되지 않는다고 보는 견해로는 김건식, 전제서, 315면 참조.

34) 내부정보를 이용하여 옵션부여를 의도하는 경우에도 언고자 하는 것은 현실화된 자본차익이다. 따라서 옵션을 부여받은 후 내부정보가 확산되기 전에 옵션을 행사 또는 양도하여 이익을 언고자 기대한 것이지만 부여로부터 6개월이내 행사할 수 없는 데다 양도도 현행법적으로는 불가능하다.

35) 미국의 경우 옵션의 附與時에 일정한 조건을 갖추면 면제대상이 되는 것으로 하고 있다. Rule 16b-3(d) (1), (2), (3) 참조.

무규정이 문제될 필요가 없고 주로 옵션행사시점부터 주식취득 및 취득한 주식의 매각의 과정이 문제된다.

다음으로 옵션을 행사한 경우는 옵션의 매도와 같이 볼 수 있다. 옵션을 행사하는 동기에는 행사가격과 시가의 차익을 기대하고 하는 것이 보통이기 때문이다.

그러나 현행법상 옵션 자체의 매도는 허용되지 않고 있는 반면 옵션행사로 주식을 취득하는 경우를 면책의 범위에 포함하고 있어 옵션의 매도로 보지 않고 대신 옵션의 行使시 면책하는 것과 관련하여 옵션의 행사를 對象證券인 주식의 취득(즉 매수)으로 보고 이러한 매수를 면책하는 것으로 이해할 수 있다. 비록 옵션행사로 인한 주식취득의 경우 비록 내부자거래를 이용할 가능성이 없지 않지만³⁷⁾ 이러한 옵션의 부여취지가 기본적으로 인센티브효과를 기대하는 데 있다는 점을 감안하여 이미 時價가 행사가격 이상인 이상 행사유인이 있는 것을 고려할 때 옵션의 행사를 면책대상으로 보는 것이 타당하다 할 것이다. 다만 현행 규정대로라면 행사가격보다 주식의 가격이 낮은데도 행사하는 경우에도 면책의 대상에 포함시키게 되는 결과를 가져오기 때문에 행사가격보다 시가가 낮은 경우 행사하는 경우에는 예외 대상으로 하는 취지의 별도의 규정이 필요하다 할 것이다.³⁸⁾

(2) 옵션差益請求權(SARs)의 경우

스톡옵션의 한 유형인 옵션차익평가권과 같은 권리에 대하여는 이러한 규정의 적용대상에 명시적으로 포함되어 있지 않고 면책규정에서도 언급이 없어 그 적용여부가 문제될 수 있다.

옵션차익청구권은 경제적인 기능면에서 스톡옵션과 다를 바 없기³⁹⁾ 때문에 일응 스톡옵션과 동일하게 취급할 수 있다. 다만 전형적인 스톡옵션과 달리 옵션차익청구권은 옵션구조 여하에 따라 이용모습에 차이가 있다는 점에서 달리 고려할 필요가 있는 것은 아닌지 의문이 제기될 수도 있다. 즉 처음부터 옵션의 행사시 회사가 옵션차익을 현금으로만 지급하기로 구조화되어 있는 경우와 행사시 현금과 주식을 혼합하여 받기로 하거나 아니면 행사시 옵션보유자의 선택에 따라 옵션차익을 회사주식으로 받거나 아니면 현금으로 받기로 약정되어 있는 경우로 달리 이용될 수 있기 때문이다. 후자의 경우 회사주식으로 받는 점에서 인센티브효과면에서 보면 보다 긍정적인 평가를 받을 수 있으나 내부자거래규제와 관련하여

36) 이러한 인센티브보수로서 부여되는 옵션이 아닌 시장에서 거래되는 콜옵션의 경우에는 사정이 다르다.

37) 예컨대 내부정보를 갖고 있지만 그 효과가 옵션의 행사기간이 만료한 이후에 주가에 긍정적인 효과를 가질 것으로 예상되는 경우 옵션의 실효 대신 행사를 택하여 주식을 보유하는 경우도 가능하기 때문이다.

38) 美國의 경우 인센티브차원에서 제공한 옵션이든 아니든 상관없이 옵션의 경우 시가가 행사가격보다 낮은 경우 행사하는 경우는 단기매매차익규정의 적용이 면제되지 않는다고 규정되어 있다. 즉 Derivative Securities을 염두에 두고 마련해둔 단기차익반환의무면책규정인 Rule 16b-6 (b)항에서 옵션의 행사로 인한 대상증권의 취득은 제16조 (b)항의 적용에서 면책된다고 하면서도 단서조항에서 명시적으로 그러한 대상증권의 취득이 행사가격보다 시가가 낮은 경우 옵션의 행사로 인한 경우에는 그러한 면책의 범위에 포함되지 않는다고 규정하고 있다.

39) 스톡옵션의 행사로 취득한 주식을 매각해서 현금화하는 것이나 회사에 옵션차익을 청구하는 것이나 이익현실화면에서는 같다.

후자의 경우에 비해 전자의 경우를 더 불리하게 취급할 필요는 없다고 보여진다.

참고로 미국에서는 명시적으로 단기차익반환의무대상증권에 옵션차익평가권을 포함하고 있으나 면제요건을 갖춘 경우 차익반환의무에서 면하도록 하고 있다.⁴⁰⁾ 또한 현금으로 받는 경우와 현금 내지 주식으로 선택하여 받기로 하는 경우 이를 구분하지 않고 모두 부여시와 행사시에 면제받을 수 있도록 하고 있다.

(3) 스톡옵션 附與의 取消·終了時

부여한 스톡옵션이 취소 또는 실효된 경우 및 스톡옵션의 취소 또는 실효대신 회사로부터 이를 대체하는 유상의 대가를 받은 경우 옵션의 부여, 옵션의 취소, 옵션의 실효 등과 관련된 對應去來에 대하여는 고려하여야 하나 현행 규정에서는 이에 관한 규정이 없다. 이와 관련하여 미국에서는 옵션의 부여로부터 6개월 이내에 당해 옵션을 취소 또는 실효하는 경우 회사에 그로부터 얻은 차익을 반환하도록 하고 있고 이 기간을 초과하여 취소, 실효된 경우에는 그 대신 유상의 다른 대가를 지급받지 않은 경우에 한하여 차익반환의무에서 면하는 것으로 하고 있다.⁴¹⁾ 이 점 고려할 필요가 있다.

IV. 스톡옵션의 附與 및 行使 등과 任員의 株式所有狀況 報告規定과의 關係

1. 任員의 株式所有狀況報告義務

현행 증권거래법규정에 의하면 임원·주요 주주의 주식소유상황보고의무로부터 스톡옵션의 부여는 임원의 당해 법인의 주식소유수를 변동하는 변동보고를 요하는 사유에서 제외되어 있다(증권거래법 제188조 제6항; 증권거래법시행규칙 제35조의5 참조). 그 적용대상이 “주식” 만을 규정하여 다른 증권은 보고대상에서 제외하고 있는 것이다. 이 규정대로 한다면 스톡옵션의 부여시 및 실효시, 취소시와 옵션차익청구권의 행사시는 이 규정에 의하더라도 보고대상이 되지 않는다.

2. 스톡옵션 등의 附與 및 行使時

통상 임원의 주식소유상황보고제도는 단기매매차익반환조항의 효율성을 확보하기 위한 부수적인 제도라고 설명되지만 불공정거래행위를 감시하는 데도 그 자체로서 효용성이 인정되는바, 옵션보유자인 임원이 옵션을 行使한 경우는 물론 옵션을 부여받은 경우에도 보고의 대상이 되도록 하여야 할 필요가 있다.⁴²⁾ 그 보고기준일의 경우 옵션부여시는 부여결의시,

40) 34년 증권거래소법 제16조에 터잡은 16b-3(e).

41) Rule 16b-6(b); 17 C.F.R. §40.16b-6(d) 참조.

42) 미국의 경우는 보고대상이 “지분증권”(equity security)으로서 단기매매차익반환조항의 대상 증권과 동일하다(34년 증권거래소법 제16조 (a)항, (b)항 참조).

옵션을 행사한 경우는 옵션을 행사하여 납입을 이행함으로써 주식을 소유한 때라 할 수 있을 것이다.⁴³⁾

다만 현실적으로 보고의무의 부담을 고려할 때, 소규모로 부여하는 경우와 옵션차익청구권을 행사하는 경우를 위하여 면제조항을 둘 필요가 있다.⁴⁴⁾ 현실적으로 보고의무가 부담이 되어서는 실효성이 감소되기 때문이다. 따라서 일정한 요건을 충족한 경우 옵션을 부여한 경우와 옵션차익청구권을 행사하는 경우 그때마다 변동신고서를 제출할 필요없이 그 해 회계연도말에 지분보유상황에 관하여 1회 신고서만 제출하면 충분한 것으로 보게 하는 것이 필요하다.

V. 事前的인 不公正行爲 防止方案의 講究

1. 會社內的 豫防措置 必要性

일반적으로 증권거래법상의 미공개정보이용행위금지, 단기차익반환의무, 임원의 지분보유상황 공시의무에 관한 규정들은 내부자거래의 위험으로부터 일반 투자자의 보호는 물론 효율적인 자본시장의 확립에 기여한다고 기대되고 있다.

그러나 이들 규정이 존재한다고 해서 스톡옵션의 行使 및 그로 인한 주식의 매각과 관련하여 事前的인 공시장치나 事後的인 규제의 작동으로 완전한 효과를 보는 것은 아니다. 현행 규정으로는 공시의무와 단기차익반환의무에 대한 부담 없이 얼마든지 스톡옵션의 행사 및 행사로 취득한 주식의 매각이 용이하기 때문이다.

다른 한편, 내부자의 지위에서 지득한 내부정보를 이용하는 것이 아닌 진정으로 시가가 옵션의 행사가격을 초과하여 스톡옵션을 행사한 후 취득한 주식을 매각하고자 하는 경우 내부자거래규정의 존재로 인한 불필요한 분쟁의 발생가능성을 감소시킬 필요성이 있다. 물론 내부자로서는 개시하거나 아니면 기대한 거래를 포기하면 내부자거래규제규정의 저촉여부를 우려할 필요가 없다. 설령 내부정보를 이용하더라도 그것이 공개된 정보인 한에서는 이용이 금지되지 않기 때문이다. 그러나 기업의 비밀정보의 공시는 회사의 대표이사나 공시책임자가 하는 것이 통례이고 경우에 따라서는 회사이익을 위하여 일정기간 유보하기도 하므로 내부자가 임의로 공개하는 것이 회사에 대한 비밀유지의무의 위반이 될 수도 있어 開示義務의 준수가 용이하지만은 않다.

이러한 점 등을 고려할 때 스톡옵션을 기화로 부정적인 중요한 내부정보의 이용을 최소화

43) 임원·주요 주주의 주식소유상황보고 및 단기매매차익반환에 관한 규정 제2조 제7호에서는 “제1호 내지 제6호에 속하지 아니하는 변동의 경우에는 민법·상법 등 법률의 일반원칙에 의하여 그 원인이 되는 법률행위 등의 효력이 확정적으로 발생하는 날”을 기준으로 보고하도록 하고 있다.

44) 미국의 경우 소규모의 부여시 보고의무가 면제되는데 그 요건은 다음의 두 가지이다. ① 당해 거래6개월 이전에 취득한 일체의 지분증권(equity security)의 총가액이 10,000달러를 초과하지 않았을 것(이때 증권은 제16조 (b)항에서 정한 면제되는 거래가 아니고 이전에 보고된 적이 없을 것을 말한다.) ② 내부자가 소액의 취득 후6개월 이내에 그에 대응하는 처분이 행해지지 않았어야 한다. Rule 16a-6(a), 17 C.F.R. §40.16a-6(a). 따라서 취득 후 6개월 이내에 처분이 이루어진 경우 처분이 발생한 달에 양식 4에 의하여 종전의 미보고상황인 취득에 대하여 신고하도록 하고 있다. Rule 16a-6(b), 17 C.F.R. §40.16a-6(b) 참조.

하면서 본연의 기대되는 긍정적인 인센티브효과만을 최대한도로 발휘할 수 있도록 스톡옵션 부여회사 자체적으로 내부자거래방지책을 마련할 필요가 있다. 비단 이러한 조치는 스톡옵션과 관련한 특유의 예방책은 아니고 일반적으로 회사 내에서 마땅히 확립되어 있어야 할 감시체제인 것이나 그러한 것이 아직 실무에서 정착된 것으로 보여지지 않고 있는 반면, 스톡옵션제도의 이용이 급격히 확산되고 스톡옵션을 부여받는 자의 범위도 점점 넓어지고 있어 장차 내부자의 지위에서 하는 주식거래가 증가될 것으로 예상되는 점에서 이러한 사전감시체제의 확립은 시급한 과제로 보여진다. 이러한 상황에서 사전감시체제가 허술한 회사일 수록 스톡옵션의 행사 및 주식의 매각과 관련하여 내부자거래가 문제될 경우 사용자책임⁴⁵⁾을 물을 소지도 높기 때문에 이러한 문제를 미연에 방지한다는 차원에서도 회사 내에서의 예방책은 한층 필요하다.

2. 會社의 自發的 措置 類型

(1) 契約에 의한 內部者去來防止條項의 利用

특히 스톡옵션의 행사를 기화로 한 내부자거래를 방지하기 위하여 외국에서는 契約을 통한 내부자거래방지책을 주로 고려하고 있다. 미국에서는 계약을 이용한 방지책으로 대표적으로 다음과 같은 두 가지 방법이 이용된다.

그 중의 하나는 대부분 미국회사들이 이용하고 있는 것으로 회사가 사전에 스톡옵션의 행사 후 취득한 주식의 거래와 관련하여 정해진 기간내에만 거래하도록 하는 것이다.⁴⁶⁾ 예컨대 계약에 의하여 임원이 주식거래를 하기 위해서는 대기기간을 경과한 이후로, 이러한 기간은 보통 주주총회결의 또는 法상의 보고의무기간 다음날로부터 3일에서 길게는 3주간까지로 정하고 있다. 이와 관련하여 매년 거래할 수 있는 기간은 일정한 횟수 예컨대 4번 정도로 제한되는 것이 바람직하다는 권고⁴⁷⁾도 있다. 이 기간을 벗어나 매각하는 경우에는 스톡옵션부여계약의 위반이 되는 것은 물론 이 외에도 회사내에서 여러 가지 측면에서도 불리한 취급을 받게 된다. 예를 들어 다음의 스톡옵션부여계획을 실행하는 경우 부여대상자에서 제외시키거나 인사상 불이익을 주는 것이다. 이는 스톡옵션의 행사로 취득한 주식의 거래를 대상으로 극히 세부적으로 규정해 두는 데 특징이 있으며 일률적으로 모든 임원의 주식거래를 제한하는 것과는 다소 차이가 있다. 따라서 광범한 규제가 적당하지 않다고 판단하는 기업의 경우에도 이러한 정도의 제한은 선호될 수 있을 것으로 기대된다.

다른 방법은 자사 임원의 주식거래시 일괄적으로 제3자에게 위임하게 하는 방안이다. 대표적으로 포트폴리오를 구성하여 은행에다 임원들이 보유한 유가증권을 위탁하여 그에 대한

45) 우리법에서도 내부자가 “타인으로 하여금 내부정보를 이용하게 하는 것”을 금지하므로 회사도 내부자인 한 옵션보유자 등으로 하여금 내부정보를 이용하는 것을 알거나 알 수 있었을 때에는 이것을 방지하는 조치를 강구하지 아니하면 정보이용방조행위로 내부자거래규제규정의 적용을 받는다고 해석할 수 있다. 특히 금융감독위원회는 상장법인이 내부자거래를 한 경우 그 법인의 주주총회에 대하여 임원의 해임을 권고하거나 일정기간 유가증권의 발행을 제한하는 등의 필요한 조치를 할 수 있는 권한이 있는 점 등(증권거래법 제193조)을 고려할 때 회사에 의한 미연의 조치가 필요하다.

46) 독일에서 이러한 이용을 주장하고 있는 글은 Feddersen, a.a.O., S.292ff. 참조.

47) Casper, a.a.O., S.369.

처분을 위임하거나 신탁유형의 하나인 grantor trust⁴⁸⁾를 이용하는 것이다. 이 중 옵션의 행사 및 주식을 매각하는 것과 관련하여 재량권을 가진 제3자에게 맡겨 두는 방법이 내부자거래를 배제하는 유리한 방법으로 인식되고 있다.⁴⁹⁾ 다만 이러한 방법을 이용하여 효과적으로 내부자거래규제규정으로부터 배제된다고 인정받기 위해서는 무엇보다도 주식매각에 관한 결정에 내부자가 지시하거나 영향을 미치지 않았어야 하며, 그러한 위임을 받은 제3자가 내부정보를 전해받지 못했어야 할 것이다.⁵⁰⁾ 따라서 이러한 방법은 대상임원에게 주식매각과 관련하여 비용이 추가된다는 부담은 있지만 적어도 앞의 조건들을 충족하면서 제3자에 주식매각에 관한 권한을 위임하여 이루어진 주식거래에 대해서는 내부자거래에서 배제되는 효과를 기대할 수 있다.

이 외에 스톡옵션을 보유한 임원의 경우 그 자본차익을 보전할 목적으로 헷지행위를 한 경우 계약위반으로 부여한 스톡옵션을 몰수한다는 조항을 두고 이용한다. 이러한 거래들은 주식매각과 동일한 효과를 갖는 것으로 주로 派生金融商品(financial derivatives)⁵¹⁾을 이용한 거래를 하는 것을 억제한다.⁵²⁾

(2) 會社內部統制裝置(Compliance System)의 確立

사실 내부자거래의 사전적인 예방책으로서 가장 바람직한 것은 정보를 조기에 공시하는 것이다. 왜냐하면 공시된 이상 규제의 영향을 받지 않기 때문이다. 더구나 전술한 계약에 의한 예방책은 스톡옵션을 行使하는 경우에만 효과가 기대될 뿐 미공개정보를 이용하여 스톡옵션을 부여받는 것에는 효과가 없다.

그러나 순전히 공시시기에 기대하거나 정보관리로는 언제나 누출의 가능성이 있기 마련이기 때문에 정보조기공시제도로는 미공개정보를 이용할 가능성을 완전히 봉쇄하지 못한다. 따라서 이를 보완하여 회사내부에서 내부자거래를 예방하는 수단을 강구해 두는 것이 요구된다 할 것이다.

회사차원의 내부자거래예방장치로 일견 생각해 볼 수 있는 조치로 중요한 정보의 전달을 차단하는 장치와 임원이 自社株를 매매하는 경우 사전에 신고하게 하는 제도를 들 수 있다. 그러나 스톡옵션의 행사와 관련하여 후자의 방법은 스톡옵션제도의 효용을 감소시킬 수 있는 점에서 바람직하지 않다.

48) 미국에서 trust의 종류는 매우 다양한데, grantor trust는 그 중의 하나이다. grantor는 신탁을 창설한 자를 말하는데, 통상 grantor는 신탁에 대한 통제권을 갖고 있으며 신탁에서 나온 소득은 grantor에게 과세된다. grantor는 trust의 관리나 통제에 관한 전권을 갖고 있으며 살아 있는 동안 취소할 수 있다.

49) 이 때문에 미국에서는 이사들이 자신들이 보유한 대규모 주식포트폴리오를 은행에 신탁해두고 이들 기관들이 재량권을 갖고 취급하도록 하고 있다.

50) Casper, a.a.O., S.367.

51) 파생금융상품은 다른 기초금융상품의 가치에 따라 자신의 가치가 결정되는 금융상품으로서, 구체적으로 통화, 채권, 주식, 일반상품 등 기초자산의 가격이나 자산가치지수의 변동에 의하여 결정되는 금융계약인데, 일반적으로 리스크회피 등을 위하여 이용되는 선물, 옵션 내지 스왑 등을 의미하는 용어로 인식되어 있다.

52) 이와 관련하여 英國會社法에서는 명문으로 理事가 自社또는 關係會社가 발행한 쿨, 풋옵션을 매입하는 것을 전면 금지하고 있다. 영국회사법(part X) 제323조 참조.

일반적으로 사내에서 정보전달을 차단시킬 목적으로 설치한 제도적 장치는 Chinese Wall⁵³⁾이라 불리는 것이다. 분기보고서 내지 반기보고서의 공고 이후라도 경영진들은 당해 영업연도 내지 다음 연도에 계획하고 있는 미공개정보를 여전히 보유하고 있는 것이 통상이기 때문에, 여전히 임·직원들은 그들의 직무상 회사내부사실을 지득할 수밖에 없음을 고려해 볼 때 내부자거래문제를 사전에 차단하는 것이 가장 바람직한 방법이라 할 수 있다. 적어도 효과적으로 내부정보의 흐름을 차단하였다고 보여질 경우 내부정보를 이용하였다는 비판을 받을 가능성에서 벗어날 수 있기 때문이다.

현실적으로 기업필요에 따라 Chinese Wall제도를 실현하기 위하여 회사가 독자적으로 구체적인 내용을 마련하여 이용하는 방법도 고려해 볼 수 있지만 스톡옵션을 포함하여 회사임원의 주식거래와 관련하여 법에서 일정한 지침을 마련하여 이용을 권고하는 방법도 고려해 볼 수 있다.⁵⁴⁾ 그전에 회사가 스톡옵션의 이용과 관련하여 자율적으로 이 제도를 이용하는 경우 다음과 같이 운용될 수 있을 것이다. 예컨대 스톡옵션부여유형을 자기주식취득방식으로 주주총회에서 결정하는 경우 증권거래법 소정의 공표조치를 이행할 때까지는 매수담당부서 이외에는 그 내용을 전달하지 않도록 하거나 취득 후 매수담당부서의 총괄책임자에게 보고하도록 하며 자기주식취득사실 이외의 중요사실이 존재하는 경우에는 그 사실이 공표되기 전까지 자기주식매수담당부서에 전달하지 않도록 하는 것이다.

VI. 結 論

스톡옵션은 잠재적 주식으로 현행 증권거래법이 미처 예상하지 못한 유가증권의 한 유형

53) Chinese Wall은 통상 금융기관에서 내부부서간에 직무수행으로 인하여 고객과의 관계에서 이익 충돌문제가 발생하는 것을 막기 위하여 물리적으로 또는 직무수행절차적으로 금융관련정보의 전달을 차단하기 위하여 고안해둔 장치를 의미하는 것이다. 그러나 금융기관뿐 아니라 법률사무소에서도 고객과의 관계에서 마찬가지로의 장치가 요구된다. 이러한 장치는 법에 명문화하여 이용하게 할 수도 있고 자율기관의 규제를 통하여 아니면 회사자율적 이용하는 경우도 있다. 구체적으로 이러한 절차에 속하는 것을 보면 부서간에 일정한 거리를 두거나 비밀준수의무에 관한 계몽적인 홍보는 물론 발생 가능성을 야기하는 상황에 대하여 구체적으로 지침화하고 문제발생시 회사차원의 불이익과 법상의 책임에 대한 다양한 방안을 들 수 있다. 이 중에서 특히 Chinese Wall은 부서간에 정보를 차단하는 장치로 알려져 있다. 이러한 장치는 실제 다음과 같이 운용된다. 예컨대 기업의 자금조달과 구조조정을 담당하는 법인영업파트가 고객회사에게 합병의 권유와 그에 관한 세부사항을 검토하는 경우 법인담당부서에게는 이러한 비밀을 준수할 의무가 부과된다. 그러나 사내의 다른 부서 즉 주식의 매매를 담당하는 펀드매니저에게 이러한 사실이 알려짐으로써 고객회사의 주식을 미리 사두는 경우 jqd1seka당부서의 경우 비밀준수의무의 위반이 문제될 뿐 아니라 회사로서는 그의 고객간에 이익충돌 문제로 책임을 지게 된다. 따라서 이러한 이익충돌로 인한 문제를 사전에 예방하기 위하여회사가 여러 부서간에 정보가 전달되는 것을 막는 장치로서 방화벽을 두는 것이다.

54) 증권취급기관을 염두에 두고 법에 명문화해 둔 외국입법례로는 잠비아의 1994 Banking and Securities Amendment Act §50과 영국의 1986 financial Services Act §8(2)h, 그리고 뉴질랜드의 1988Securities Amendment Act §7을 들 수 있다. 반면에 금융기관에 한정하지 않고 모든 종류의 회사들이 자율적으로 이 제도를 이용하도록 유인할 목적에서 규정하고 있는 예로는 이번에 새로 도입된 미국의 SEC Rule 10b5-1을 들 수 있다. SEC Release No.33-7881(August 15,2000). Chinese Wall 제도의 유용성을 단적으로 나타내고 있는 대표적인 예이다.

이다. 이 때문에 유가증권개념하에 기초한 각종 증권거래법 규정, 특히 내부자거래규제규정과 스톡옵션제도간에는 괴리가 있게 된다. 즉 내부자거래규제대상유가증권에서 스톡옵션은 제외되어 있다.

비록 해석상 스톡옵션은 내부자거래규제대상에 포함되나 사실상 스톡옵션을 부여받은 임원 및 간부직원이 자신의 이익을 위하여 스톡옵션의 부여 및 행사 등과 관련하여 내부자거래를 할 가능성에 대하여 일반적인 미공개정보이용규제의 효과는 옵션을 行使하여 취득한 주식을 매각하는 경우에 한하여 발휘된다. 한편, 증권거래법 제188조 제8항 및 동법 시행령 제83조의6의 임원의 옵션행사 및 매각과 관련한 단기매매차익반환의무 면책범위는 상당히 넓게 인정되고 있다. 또한 임원·주요 주주의 주식소유상황 보고의무로부터 스톡옵션의 부여는 임원의 당해 법인의 주식소유수를 변동하는 변동보고를 요하는 사유에서 제외되어 있다.

이러한 느슨한 규제와 관련하여 현행 내부자거래규제는 전반적으로 스톡옵션의 부여 및 행사를 기화로 한 내부자거래를 규제하는 데 효과적이지 않다는 비판도 가능할 것이다. 그러나 스톡옵션거래와 관련하여 내부자거래규제를 강화하는 것만이 내부자거래를 봉쇄할 수 있는 것은 아니다. 오히려 그보다 스톡옵션제도의 취지와 임원의 주식보유유인을 감소시킬 부작용도 없지 않음을 고려하여야 한다. 반면에 상장회사들의 스톡옵션제도 이용이 확대될수록 임원 및 간부직원에의 주식소유량도 증대하고 이로써 이들에 의한 내부자거래 가능성은 더욱 높아질 것으로 예상된다. 따라서 스톡옵션제도의 매력을 훼손시키지 않는 범위 내에서 현행 규제장치를 보완할 필요가 있다. 아울러 스톡옵션의 부여를 기화로 한 내부자거래를 방지하기 위하여 회사차원의 예방조치를 갖추는 것이 바람직하다.