

미국 증권거래위원회의 공정공시규정(Regulation FD)에 대한 소고

최 승 진

(변호사, 법무법인 우방)

【 초 록 】

공개되지 않은 정보를 미리 취득한 회사의 내부자 등이 증권거래와 관련해서 이를 공개함이 없이 직접 또는 간접적으로 사용하는 행위를 규제하는 내부자거래금지원칙은, 미국 연방대법원의 Chiarella 및 Dirks 판결에 따라 (1) 정보를 제공한 자가 그로 인하여 개인적 이익을 취득하고, (2) 정보를 얻은 자가 회사 또는 그 주주들에게 충실의무를 부담하지 않는 한, 미공개 정보를 증권분석가 등 소수의 자에게만 미리 제공하는 선별적 공시행위를 규제하지 못한다. 그러나 선별적 공시행위는 공개의 수혜자가 되지 못하는 일반 투자자들로부터 정보 획득에 대한 동등한 기회를 박탈함으로써 시장에 대한 신뢰를 상실케 하므로 내부자거래행위로서 금지되는 미공개 정보의 제공행위와 실질을 같이한다. 따라서 공정공시규정은 (1) 회사나 고위 임원 등 회사를 위하여 행위하는 자가 (2) 주요한 (3) 아직 공개되지 않은 정보를 (4) 증권전문가 등 소수의 자에게 공개하고자 할 때에는 (5) 그 공개가 의도적인 경우에는 동시에, 의도적이지 않은 경우에는 지체없이 (6) 중요 사항에 대한 수시보고양식인 Form 8-K 또는 언론공표 등 적절한 수단에 의해 일반에게 공시하도록 규정하여 정보의 공개와 관련된 개인적 이익 및 충실의무의 유무는 따지지 않고 선별적 공시행위 자체를 규제한다. 한편, 공정공시규정이 내부자거래행위에서와는 달리 그 위반으로 인한 피해자에게 민사청구권을 인정하지 않고 그 위반행위가 내부자거래행위에 해당할 경우 내부자거래금지원칙도 동시에 적용될 수 있도록 설계되어 제도적으로 내부자거래금지 법규와 병렬적으로 존재하게 된다. 결국 공정공시규정은 미공개 주요 정보들의 선별적 공시행위를 제한하여 정보접근에의 공평성과 동등성을 달성하고자 하므로, 내부자거래금지원칙 등과 함께 일반공중으로부터 증권시장의 공정성 및 증권시장에 대한 신뢰를 확보하는 기능을 수행할 것으로 보이고, 증권거래소 등에 대한 일반적인 공시제도만을 두고 있고 증권전문가 등에 의한 미공개 정보를 이용한 불공정 거래가 발생하는 우리 증권계에도 투자자들로부터 시장에 대한 신뢰를 획득할 수 있게 하는 장치로서 참고할 만한 적절한 제도이다.

주제어: 공정공시 / 공정공시규정 / 선별적 공시 / 주요성 / 미공개 정보 / 증권분석가 / 외국국적 증권발행회사 / 효율적 자본시장 가설 / 내부자거래

Essay on Regulation FD of SEC in the U.S.

Choe, Seung Jin

ABSTRACT

As a result of the United States Supreme Court's interpretation of insider trading in the *Chiarella v. United States* and *Dirks v. SEC* cases, federal antifraud provisions against insider trading impose liability on corporate officials, if after coming into possession of material nonpublic information, they fail to publicly disclose that information or trade on that information, but they are not liable in cases involving the selective disclosure of the material nonpublic information to securities analysts or selected institutional investors or both, unless the officials obtain personal gain from the disclosure or the receiver is under a fiduciary duty with the company or its shareholders. The selective disclosure, however, bears a close resemblance to ordinary "tipping" and insider trading in that it leads to a loss of investor confidence in the integrity of the capital markets since investors who are excluded access to the material nonpublic information cannot help but question whether they are on a level playing field with market insiders. Regulation FD adopted by the United States Securities Exchange Commission requires that (1) whenever an issuer, or persons acting on such company's behalf, discloses any (2) material (3) nonpublic information (4) to certain enumerated persons such as securities analysts, institutional investors and/or holders of the issuer's securities who may well trade on the basis of the information, (5) the issuer must make public disclosure of that information (6) simultaneously for intentional disclosure or promptly for non-intentional disclosures to the investing public. Thus, the selective disclosure itself rather than personal gain and/or fiduciary duty relating to the disclosure matters in regards to Regulation FD's application. Regulation FD, however, unlike antifraud provisions such as Rule 10b-5, does not create a private cause of action. Further, Regulation FD is designed to stand together with Rule 10b-5 in that Regulation FD can also apply together with Rule 10b-5 to the case when it meets the requirement of both Rule 10b-5 and Regulation FD. In harmony with the rule against insider trading, Regulation FD which targets the practice by establishing new requirements for full and fair disclosure by public companies is most likely to function to fortify the integrity of and draw reliance on

the capital market from the investing public, and show a guiding example to us for ensuring our market's integrity and enhancing investor confidence because we do not regulate the selective disclosure of the material nonpublic information to securities analysts including institutional investors, even though unfair securities transactions involving the selective disclosure and abuses by securities analysts occasionally occur, other than general reporting or disclosure duty of material information to the Korea Stock Exchange or the Financial Supervisory Commission.

【차 례】

I. 머 리 말

II. 공정공시규정의 제정 배경—Rule 10b-5하에서의 선별적 공시행위

1. Chiarella v. United States 사건
2. Dirks v. SEC 사건
3. Dirks v. SEC 사건 이후—Stevens 사건
4. 공정공시규정의 제정

III. 공정공시규정

1. 개 관
2. 공정공시규정의 적용요건
3. 공정한 공시의 의미

IV. 공정공시규정에 대한 우려—위축 효과(Chilling Effect) 및 시장의 급격한 변동(volatility)등

V. 공정공시규정의 실제와 기능

VI. 결론 및 시사점

1. 공정공시규정에 대한 평가
2. 시 사 점
3. 맺 음 말

I. 머 리 말

1929년의 증권시장의 붕괴로 비롯된 대공황의 재발방지를 위해 제정된 뉴딜입법 중의 대

표작인 1933년 및 1934년 각 증권거래법은 “햇별이 최고의 살균제이고, 전등이 가장 효과적인 경찰”¹⁾이라는 비유가 의미하듯 투자자 공중에 대한 적절하고 효과적인 정보공시를 투자자 보호 및 증권시장의 공정성을 보장하는 근본 수단으로 삼고 있다. 투자자들이 시장을 통해 수익은 극대화하고 손실은 최소화할 수 있는 기회를 다른 투자자들과 동일하게 가지고 있다는 믿음에 증권제도가 기초하고, 이러한 신뢰가 미국 증권시장의 보증마크라고 할 수 있는 정직성(integrity)과 공정성(fairness)에서 비롯될 수 있다²⁾는 사실에서 출발하고 있기 때문이다. 1933년 증권거래법이 증권의 최초 발행시 모든 주요 사실에 대해 충분히 공시할 것을 의무화³⁾하여 신주의 공모과정에서 발생할 수 있는 잠재적 투자자의 사기피해 등 폐해를 방지하고, 1934년 증권거래법이 이미 발행된 주식의 시장에서의 공정하고 정직한 거래를 보장하기 위해 발행회사로 하여금 회사 및 발행된 증권에 관하여 사기, 부정확 또는 착오유발 표현, 기망 등을 포함하는 어떠한 행위도 할 수 없도록 하는 것⁴⁾도 이 점에서 이해할 수 있다.

이러한 주요 정보공시의무규정 및 반사기행위규정 등이 상당부분 미국 증권시장의 안정과 공정한 증권거래를 보장하고 나아가 투자자로부터 신뢰를 확보하게 하여 증권시장 및 경제발전의 동인이 되고 있음은 물론이다. 그러나 당초 법률이나 규정이 상정하지 못한 사례들로 인해 시장에 대한 신뢰가 훼손되는 경우도 종종 발생하고 있다. 회사의 주요 미공개 정보를 증권시장 전문가나 그 정보에 기초해 거래에 참여할 예견되는 기관투자자 등에게만 미리 알려 그렇지 못한 일반 투자자들에 비해 당해 정보를 미리 제공받은 자 또는 그들의 고객들에게 투자상의 불공정한 이점을 주는 반면에 당해 증권뿐만 아니라 증권시장 전체에 대한 일반 투자자들의 신뢰(investors confidence)를 앗아가는 선별적 공시행위(selective disclosure)가 그 일례라 할 수 있다. 궁극적으로는 자본시장의 발전을 저해할 수 있는 이러한 행위가, 당해 정보가 부당하게 제공된 것이 아니거나 회사 또는 그 주주들과의 사이에서 충실의무를 부담하지 않는 자에 의해 취득된 때에는 후술하는 것처럼 내부자거래(insider trading)금지규정으로 규제될 수 없기 때문이다.

미국 증권거래위원회(The Securities and Exchange Commission, 이하 ‘SEC’)는 종래부터 위법한 것으로 제한해 오던 위와 같은 증권발행 회사의 주요 미공개 정보(material non-public information)에 대한 선별적 공시행위가 연방대법원의 판결에 의해 규제되기 어

1) 당시 각 증권거래법의 제정방향에 깊은 영향을 끼친 대법관 L.D. Brandeis가 증권발행회사의 정보공시 필요성에 대해 언급한 상징적 표현(“sunshine is said to be the best of disinfectants; electric light the most efficient policeman”)이다. Cox, Hillman and Langevoort, “Securities Regulation—Case and Materials—,” Aspen Law & Business(third edition, 2001), p. 4에서 재인용.

2) John P. Jennings, “Recent Development: Regulation FD: SEC Reestablishes Enforcement Capabilities over Selective Disclosure,” 32 St. Mary’s L. J. 543(2001), p. 544.

3) 증권시장에의 상장을 위한 증권발행시 사전에 작성해서 SEC에 제출하고 추후 증권을 교부하기 전 또는 늦어도 그와 동시에 증권투자자에게 도달되도록 해야 하는 등록서류(registration statements) 중 가장 중요한 사업설명서(prospectus)에 증권발행회사 및 발행할 증권과 관련한 모든 중요한 정보를 필수적으로 기재하도록 하고 있는 것이 그 대표적인 예이다(1933년 증권거래법 제5조 참조).

4) 가장 대표적인 장치가 SEC가 1942년 증권거래에 관한 다양한 종류의 금지행위를 규정한 1934년 증권거래법 제17조 a항과 증권의 매수 및 매도와 관련하여 SEC 규정에 반하는 어떠한 조작이나 사기적 수법이나 수단(manipulative or deceptive device or contrivance)의 사용을 금지하는 같은 법 제 10조 b항 및 그 조항의 위임에 의해 SEC가 1942년 채택한 Rule 10b-5 등이다.

려운 상황에 이르자 이를 제한함을 직접적인 목적으로 2000년 8월 15일 Regulation FD(Fair Disclosure, 이하 ‘공정공시규정’)를 채택하여 같은 해 10월 23일부터 시행하고 있다.⁵⁾

아래에서는 이 규정의 제정 배경과 규정의 의미, 그리고 규정의 기능과 전망, 우리 증권계에 주는 시사점 등에 대해서 차례로 언급하기로 한다.

II. 공정공시규정의 제정 배경 —Rule 10b-5하에서의 선별적 공시행위

선별적 공시행위의 전형적인 사례는 “주주 및 시장에 알려야 할 중요한—증권의 가격을 변동하게 할 가능성이 거의 확실한—정보를 보유하여 언론공표를 준비하고 공표할 시간을 저울질하면서 일반공중을 대상으로 한 어떠한 공개도 막고 있는 어떤 회사가 우호적인 특정의 선택된 증권분석가 등에게만 미리 그 정보를 제공하는 것”이다.⁶⁾ 이렇듯 선별적 공시는 대부분 회사 내부자와 증권분석가와⁷⁾ 또는 그 정보의 사용으로 부적절하게 개인적인 이익을 취할 가능성이 큰 특정의 자들과의 사이에서 중요하지만 아직 공개되지 않은 정보에 관한 의사소통과정에서 발생한다.

SEC는 상당기간 동안 이러한 선별적 공시행위를 “투자자들과 증권시장 전체의 이익을 위한” 행위가 아니고,⁸⁾ 투자자들의 증권시장에 대한 신뢰증진을 그 주된 목표로 하는 1943년 증권거래법과는 반대로 증권시장의 공정성과 정직성을 훼손하여 투자자들의 시장에 대한 신뢰를 위협하는 요소로 간주해 왔다.⁹⁾ 나아가 SEC는 선별적 공시행위 관행이 증권분석가 등으로 하여금 회사의 주요 미공개 정보에 지속적으로 접근할 수 있도록 회사에 관한 객관성이 결여된, 오히려 우호적인 분석을 하도록 하게 함으로써 결국 증권분석가의 분석결과에 대한 투자자 공중의 불신까지 함께 초래할 것이라는 점도 지적하였다.¹⁰⁾ 아울러 선별적 공시행위가 실상은 연방증권거래법상의 포괄적인 사기금지규정 등에 의해 금지되고 있는 정보제공행위(Tipping) 및 내부자거래행위와 같은 실질을 가지는 것인데도 법원이 이를 어떻게 취급하는지가 명백하지 않아 본질적으로 동일한 행위가 서로 다르게 취급될 수 있는 데서 비롯되는 형평성문제도 고려되고 있었다.¹¹⁾

따라서 공정공시규정이 제정되기 전에도 SEC는 주요 미공개 정보를 이용한 증권거래를 1934년 증권거래법 제10조 b항¹²⁾ 및 이에 근거하여 1942년 SEC가 채택한 Rule 10b-5¹³⁾

5) Securities Act Release No. 33-7881, SEC Aug. 15, 2000, 또는 <http://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>.

6) Clay Richards, “COMMENT: Selective Disclosure: ‘A Fencing Match Conducted on a Tightrope’ and Regulation FD—The SEC’s Latest Attempt To ‘Electrify the Tightrope’,” 70 Miss. L.J. 417(Fall, 2000), p. 417.

7) Gary G. Lynch, Disclosure Obligations and the Risk of Selective Disclosure, p. 57(PLI Corp. Law Practice Course Handbook Order No. BO-00AO, Nov. 1999), id. p. 421에서 재인용.

8) Selective Disclosure and Insider Trading, Exchange Act Release Nos. 33-787, 34-42259, IC-24209, 64 Fed. Reg. 72,590, 72,592(1999), id. p. 419에서 재인용.

9) Id.

10) Id. pp. 419-420.

11) 전제 주 5) Part II. A.

에 의거해 증권사기행위, 특히 내부자거래행위로서 금지해 왔다.¹⁴⁾ 이 규정들은 “어떠한 자

12) 위 조항의 미국 법령체계상의 명칭과 내용은 다음과 같다(밑줄은 필자 강조).

15 U.S.C. 78j. Manipulative and deceptive devices

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange-

(a) To effect a short sale, or to use or employ any stop-loss order in connection with the purchase or sale, of any security registered on a national securities exchange, in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

(b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

13) 연방법규정 코드(Code of Federal Regulations, C.F.R.)체계에 따른 Rule 10b-5의 공식 명칭은 “17 C.F.R. §240.10b-5, Employment of Manipulative and Deceptive Devices”이며, 그 원문은 다음과 같다(밑줄은 필자 강조).

10b-5 Employment of Manipulative and Deceptive Devices

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,

(a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,

(b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of 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.

14) 내부자거래금지원칙을 적용한 대표적인 판례는 SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833, 849(2d Cir. 1968)(en banc). 이는 수년동안 캐나다 동부지역에서 광물 채굴업을 영위하던 피고가 1963년 11월 초의 굴착공사를 통해 구리, 아연 및 은의 매장가능성이 매우 높다는 사실을 발견하자 즉시 다음 해 2월까지 굴착공사를 중단한 채 위 사실을 비밀로 유지하면서 피고의 이사 등 임원들이 회사의 주식을 매수하고 주식매입선택권의 부여받는 한편, 시장에 광물의 발견 소문이 떠돌자 소문이 사실과 다르다는 허위의 언론공포(press release)를 하여 궁극적으로는 임원들이 추가상승분의 이익을 취득한 사안이다. 연방2지구 항소법원의 전원합의체 재판부는 주요한 미공개 정보를 보유하는 내부자는 공중에 이를 공개하든지 아니면 주식의 거래에 이를 사용할 수 없으며(“disclosure or abstain rule”), 이를 위반한 경우 주요 정보를 이용한 거래에서 취득한 모든 이익(주요 정보가 최종적으로 공개된 다음날의 주식 평균가격과 주식의 취득가격의 차액)과 내부자로부터 얻은 정보로 외부자들(outsiders, 즉 Tippees)이 얻은 이익과 같은 금액의 손해액을 모두 반납해서 내부자거래로 인하여 손해를 입은 외부 투자자들에 대한 배상기금을 설립, 5년간 배상이 이루어지도록 하고 그 잔액이 있을 경우 회사에 귀속시키라고 판결하였다. 이는 주요 미공개 정보를 이용한 내부자거래가 1934년 증권거래법 제10조 b항 및 이에 의거 제정된 Rule 10b-5 위반이라는 사실을 선언한 대표적 판결일 뿐 아니라 SEC가 내부자거래를 통해 얻은 이익을 주주 및 회사에 반환하도록 성공적으로 강제하여 결국 증권거래에 관한 민사적 손해배상소송들이 가능하도록 기여한 최초의 주요 사건으로 커다란 의미를 가진다.

라도”(any person) “증권의 매수 또는 매도와 관련하여”(in connection with the purchase or sale of any security) 어떠한 “조작적 또는 사기적 수단”(manipulative or deceptive device)을 사용하는 것, 즉 “누구에 대해서건 이루어지는 사기나 기망으로 인정될 수 있는 어떠한 행위나 관행 또는 영업행위”(any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person) 등을 위법행위라고 규정하고 있다. 이렇듯 적용대상을 회사 내부자 및 직접적인 사기나 기망행위로 한정하지 않은 것이 SEC로 하여금 그 적용범위를 넓게 해석할 수 있게 하는 근거가 되었다.¹⁵⁾ 이러한 사기금지규정은 적어도 1975년까지는 그 적용범위를 확대하는 법원의 판결에 힘입어 증권사기소송의 규제장치로 널리 활용되었고, 현재까지도 증권거래법의 사기금지규정 가운데 최고의 사용빈도를 보이는 중요한 지위를 차지하고 있다.¹⁶⁾ 이와 관련하여, Rule 10b-5가 주로 내부자거래를 규제하는 수단이 되고 있지만 회사 내부의 정보제공자(tipper)가 미공개 주요 정보를 회사 외부의 정보수령자(tippee)에게 제공하여 그로 하여금 증권거래를 하게 하는 때에도 적용된다.

SEC가 내부자의 증권분석가나 기관투자자들에 대한 주요 미공개 정보의 선별적인 공시행위를 내부자거래금지원칙에 의해 규제할 수 있었던 것도 선별적 공시행위를 tipping의 한 형태로 보기 때문이다.¹⁷⁾

미공개 주요 정보가 증권거래에 사용되는 것이 금지됨에도 선별적 공시행위에는 직접 또는 간접적으로 미공개 주요 정보가 증권거래에 사용될 위험이 내재되어 있다. 그러나 증권분석가의 시장과 일반 투자자들 사이의 매개체로서의 역할이 무시될 수 없고, 그들이 보유하는 정보와 그에 대한 분석 등이 개인투자자들의 투자방식 등을 지도하고 이러한 임무를 통해 시장의 효율성이 증진될 수 있다는 것 역시 중요하다. 따라서 증권분석가 등에 대한

15) Rule 10b-5는 누가 어떠한 증권을 어떻게 매수 또는 매도하든 요건에 해당되는 때에는 예외없이 언제나 적용될 수 있다. 따라서 1934년 증권거래법에 의해 등록된 증권인가를 묻지 않고(연방, 주 및 지방정부 등이 발행한 공채 등 1934년 증권거래법상 제3조 a항 12호에 의한 정의된 적용예외 증권(exempted securities)에도 적용), ‘증권’ 이라고 할 수 있는 것이면 발행회사가 공개회사이건 폐쇄회사이건 아니면 어떠한 형태의 법인(any kind of entity)이건 문제삼지 않고 적용될 수 있다. David L. Ratner, Thomas Lee Hazen, Securities Regulation(fifth edition, 1996), West Group, p. 473; 전계 주 1) Cox et al., op. cit., pp. 553-555.

16) Larry D. Soderquist and Theresa A. Gabaldon, Securities Regulation(fourth edition, 1999), Foundation Press, pp. 397-398. 이에 따르면 적어도(책이 발간된 1999년까지: 필자 주) 6,500여건의 보고된(reported) 연방 판례들이 Rule 10b-5를 인용하고 있다고 한다.

17) 전계 주 6) Clay Richards, op. cit., p. 420. 한편 회사 또는 주주에 대한 충실의무를 부담하는 내부자가 회사 외부의 정보수령자에게 주요 미공개 정보를 제공해 증권거래를 하도록 하는 경우 외부자뿐만 아니라 그 정보를 제공한 내부자도 경제적 이익을 얻었는가와는 상관없이 정보제공자로서 그 거래로 인해 손해를 입은 자에게 직접 민사적 연대책임을 부담한다는 새로운 조항이 The Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988이라는 명칭으로 제정되어 1934년 증권거래법의 제20A조 c항으로 추가, 연방법으로 성문화되었다. 아울러 Rule 10b-5는 내부자거래 및 정보제공행위의 경우 외에도 (1) 회사가 착오를 유발할 정보를 제공하거나, 공개의무가 있는데도 이를 묵비하는 때, (2) 경영자가 증권의 거래와 관련되는 방식으로 회사를 잘못 운영하는 때, (3) 증권회사나 그 직원 등이 장외시장에서 거래되는 증권에 대해 조작행위를 하는 때 등에도 적용되는 규율수단이 되고 있다. Jacobs, “The Role of Securities Exchange Act Rule 10b-5 in the Regulation of Corporate Management,” 59 Cornell L. Rev. 27, 29(1973), 전계 주 16) Larry D. Soderquist et al., op. cit., pp. 397-398에서 재인용.

일체의 정보제공 행위가 무조건적으로 금지될 수 없는 것 역시 당연하다. 그렇다면 문제는 회사의 내부자들이 증권분석가 등에게 선별적으로 제공할 수 있는 또는 제공할 수 없는 미공개 정보가 어떤 범위까지인가에 있다고 할 수 있다.¹⁸⁾

연방대법원은 1975년 이후, 시장의 공정성을 확보하기 위한 방안으로 Rule 10b-5의 적용범위를 확대하려는 SEC의 해석에 대해 위 증권거래법의 형사법규로서의 성격¹⁹⁾ 등까지를 고려하여 부정적인 입장을 밝혀 왔다. 이러한 측면에서, 연방대법원은 *Chiarella v. United States* 사건²⁰⁾에 이어 *Dirks v. SEC* 사건²¹⁾에서 Rule 10b-5의 적용을 받는 자가 “어떠한 자”(any person)일 수 없고, 일정한 경우에는 취득한 주요 미공개 정보를 타인에게 제공하여 그로 하여금 거래에 사용하도록 하더라도 당해 미공개 정보의 회피 또는 공시의무(duty to abstain or disclose)가 인정되지 않아 Rule 10b-5를 위반한 것이 아니라, 결국 Rule 10b-5를 근거로 한 SEC의 선별적 공시행위규제원칙에 제동을 거는 새로운 판결을 내렸다. 이 판결들은 SEC로 하여금 선별적 공시행위에 대한 정책을 재검토하게 하는 결정적인 계기를 제공하였다.

1. *Chiarella v. United States* 사건

이는 1975년과 1976년 사이에 통상 피인수회사의 명칭이 공란 또는 허무회사명으로 된 인수입찰서류를 받아 인쇄작업을 하다가 최종 인쇄일 밤에야 피인수회사의 명칭을 통보받고 인쇄를 완료해 출판의뢰인에게 공급하던 Pandick Press에서 활자지정원(markup man)이던 Vincent Chiarella가 서류의 다른 내용들을 통해 피인수회사의 명칭을 알아내고는 그 사실을 묵비한 채 당해 피인수회사의 주식을 매입한 후 인수사실이 공개된 직후에 매도하는 방식으로 14개월간 3만달러를 약간 웃도는 이익을 얻은 사실들이 비록 명문의 규정은 없지만 1934년 증권거래법 제10조 b항 및 Rule 10b-5에 의해 금지되는 기망행위에 해당한다며 형사기소되고 연방항소법원에서까지 패소하자 연방대법원에 상고한 사건이다.

대법원은 Chiarella에 대한 유죄인정사실을 기각하면서, 주요 미공개 정보를 거래에 사용하기 전에 공시해야 할 의무는 주요 미공개 정보를 보유하고 있다고 해서 언제나 인정되는 것이 아니라 당해 정보를 취득한 자가 “그 상대방이 충실의무 또는 이와 유사한 위탁 및 신뢰관계(relationship of trust and confidence)에 기초한 권능에 의해 정보를 취득한 때에만 인정된다”고 판시하고, 이 사건의 경우 미공개 정보를 얻게 된 Chiarella가 그 상대방이라 할 수 있는 피인수회사의 내부자이거나 또는 그 회사와 사이에 위탁 및 신뢰관계를 가지고 있지 않으며, 피인수회사 주주들과의 사이에서도 그들의 대리인이나 수탁자의 지위에 있거나 또는 위탁 및 신뢰관계를 가지고 있는 것이 아니므로 Chiarella에게 미공개 정보의 공시 또는 회피의무가 인정되지 않고,²²⁾ 결국 1934년 증권거래법 제10조 b항 및 Rule 10b-5를

18) Anthony T. Horgan, “Regulation FD Provides Firm Footing on Selective Disclosure High Wire,” 46 Vill. L. Rev. 645(2001), pp. 647-648.

19) 누구든 1934년 증권거래법의 반사기규정(antifraud provisions)을 위반하면 같은 법 제32조에 의해 형사책임의 대상이 된다. 전계 주 15) David L. Ratner et al., op. cit., p. 495.

20) 445 U.S. 222(1980).

21) 463 U.S. 646(1983).

22) Chiarella가 의뢰인이 Pandick Press를 믿고 맡긴 서류에 부분적으로 포함되어 있던 미공개 정보를 채취, 종합(misappropriation)하여 피인수회사를 알아내고 이를 자신의 증권거래에 사용한 것은 Pandick Press와의 고용관계에서 허용하고 있는 것이 아니므로 회사와의 사이에서 존재하는 의무를

위반한 것이 아니라고 판시하였다.

이 판결은 선별적 공시행위에 의해 정보를 제공받더라도 정보를 제공받은 자가 당해 정보의 소유회사 및 정보와 이해관계를 가지는 상대방 회사 등은 물론 그 주주들과도 무관한 외부자라면 공개된 정보가 추후 거래에 사용되는지에 상관없이 선별적 공시행위가 제한되기 어렵다는 것을 뜻한다고 할 수 있다. 선별적 공시행위에 의해 정보를 취득한 외부자가 누구와도 위탁 및 신뢰관계를 갖고 있다고 볼 수 없어 당해 정보를 증권거래에 직접 또는 제3자를 통하여 사용하는 것이 금지되지 않기 때문이다.

2. Dirks v. SEC 사건

뉴욕의 증권브로커 회사에서 보험회사 주식의 분석업무를 담당하던 Raymond Dirks가 1973년 3월 6일 생명보험회사인 Equity Funding의 전직원 Ronald Secrist으로부터 사기성 있는 회사의 관행으로 인하여 Equity Funding의 자산이 과대하게 평가되어 있다는 제보와 함께 사기행위를 밝혀 이를 공중에게 알려달라는 부탁을 받았다. Dirks는 개인적으로 Equity Funding 본사를 직접 방문해 여러 임원 및 종업원과 인터뷰를 했으며 그 가운데 몇몇 하위직 종업원들로부터 사기행위를 확인할 수 있는 진술을 얻어냈고, 비록 Dirks 자신과 그의 회사가 Equity Funding의 주식을 취급한 바는 없었지만 그의 여러 고객과 투자자들에게 공개적으로 이 정보에 관해 얘기를 나누게 되었다. 이 중 Equity Funding의 주식을 가지고 있던 일부 투자자와 5명의 투자자문가들이 1,600만 달러 상당의 주식을 매도하였다. Dirks는 개인적인 조사를 하는 과정에서 정기적으로 Wall Street Journal의 직원과 접촉하면서 Equity Funding의 사기혐의사실을 보도해 줄 것을 요청했으나 Wall Street Journal로부터 검증되지 않은 혐의사실의 보도로 인한 형사문제의 우려 등을 이유로 거절당했다. Dirks가 조사를 하고 사기혐의사실을 유포하던 2주가 채 되지 않는 기간 동안 Equity Funding의 주가는 주당 \$26에서 \$15로 하락했고 같은 달인 3월 27일 뉴욕증권거래소에 의해 Equity Funding 주식의 거래가 중지되고 보험감독당국에서도 이 회사의 회계서류 등을 조사하기 시작하였다. 곧 SEC가 Equity Funding을 상대로 소송을 제기하고 4월 2일 Wall Street Journal이 1면에 주로 Dirks에 의해 종합된 정보를 보도함으로써 즉시 Equity Funding은 법원에 법정관리신청을 하게 되었다. SEC는 Equity Funding에 대한 제소와 더불어 사기행위 공개에 관한 Dirks의 역할을 조사한 후 “정보수령자는 비밀사항에 속하며 회사의 내부자들에 의해 제공된 것임을 알거나 알 수 있는 주요 정보를 취득한 경우 이를 공시해야 하며 그렇지 않으려면 이를 거래에 사용할 수 없다”는 원칙을 밝히면서 Dirks가 내부기밀정보인 사기혐의사실을 그의 고객들이 Equity Funding 주식의 거래에 사용할 수 있도록 반복적으로 제공함으로써 1934년 증권거래법 제10조 b항과 Rule 10b-5를 위반하였다고 결론지었다. 이에 Dirks가 불복하였고 연방항소법원 역시 Dirks의 주장을 기각하자 Dirks가 연방대법원에 상고하였다.

연방대법원은 내부자의 증권분석가에 대한 정보제공(tipping) 및 그 증권분석가의 고객에 대한 정보제공(disclosure)의 문제에 대해 언급하면서 “회사의 내부정보를 취득한 정보수령

위반한 것이라는 검사의 주장이 있었으나, 연방대법원은 이 주장이 항소심에서 배심원들의 판결로 다루어지지 않은 이상 판단대상이 아니라는 이유로 판단하지 않았다. 이러한 부정유포 이론(misappropriation theory)은 1997년 연방대법원의 US v. O’Hagan(521 U.S. 642)사건에서 직접적으로 다루어져 받아들여지고, SEC에 의해 Rule 10b5-1 및 Rule 10b5-2 연방규정으로 명문화되었다.

자는 오로지 (1) 회사 내부의 정보제공자가 정보를 누설함으로써 주주들에게 부담하는 충실의무를 위반하고, (2) 정보수령자도 정보제공자의 위와 같은 의무위반사실을 알거나 알았어야 하는 경우에만 정보수령자의 정보공개행위가 내부자거래행위에 속하는 것”이지 회사 내부자로부터 주요 미공개 정보를 취득한 모든 자의 당해 정보를 사용한 증권거래가 전부 금지되는 것이 아니며, 내부자가 충실의무를 위반하였는지도 그가 “정보를 제공함으로써 개인적으로 직접 또는 간접적인 금전적 이득 또는 향후의 수익에 연결되는 유력한 명성을 얻는 등 개인적 이익(personal benefit)을 취한 사실이 있는가라는 객관적인 기준에 따라 결정되는 것”인데,²³⁾ 이 사건의 경우 정보제공자인 Secrist는 물론이고 종업원들도 어떠한 이익을 취득한 바 없으므로 주주들에 대한 위 의무를 위반한 바 없고 결과적으로 정보제공자의 책임으로부터 파생되는 책임을 부담하는 정보수령자 Dirks에게도 역시 책임이 인정되지 않는다고 판시하였다.

한편 연방대법원은 판결에서 증권분석가들이 정보를 탐색하고 분석하며, 나아가 당해 정보 및 분석된 결과 등을 고객에게 제공하는 등의 행위가 자본시장의 효율성을 확보하게 하는 유익한 역할을 담당하는 것임을 지적하였다. 이 판결은 또한 증권분석가의 상대적 지위에 있는 회사 내부자들도 객관적으로 판단될 수 있는 금전 기타 개인적 이익²⁴⁾을 취득하지 않는 한 증권분석가들에게 미공개 정보를 선별적으로 공시하여도 내부자거래의 책임을 부담하지 않는다고 확인하였다.²⁵⁾ 따라서 이 판결은 증권분석가들에 대한 정보공개의 필요성과 정보공개가 유발하는 시장에 대한 불신 등의 문제를 모두 감안한 적절한 판례로 받아들여지고 있다.²⁶⁾

3. Dirks v. SEC 사건 이후—Stevens 사건

연방대법원의 Dirks v. SEC 사건 판결에 의해 회사 내부자의 증권분석가들에 대한 선별적인 공시가 상당부분 허용되었다고 할 수 있다. SEC가 선별적 공시를 이유로 내부자거래 금지원칙을 적용하기 위해서는 (1) 내부자가 정보제공으로 인하여 직접 또는 간접적인 개

23) 내부자인 정보제공자의 책임은 위와 같이 정보의 제공행위가 충실의무를 위반하기만 하면 충분하고 이에 더 나아가 정보수령자가 이를 증권거래에 사용하였는가와 상관이 인정된다. 이에 비해 정보수령자가 1934년 증권거래법 제10조 b항 및 Rule 10b-5에 따른 책임을 부담하기 위해서는 정보제공자의 정보제공이 충실의무를 위반하였다는 사실을 알거나 과실로 알지 못하면 되고, 별도로 스스로 충실의무를 위반해야 할 필요는 없다. US v. Libera, 989 F.2d 596(2d Cir. 1993); SEC v. Lambert, 38 F. Supp. 2d 1348, 1351(S.D. Fla. 1999); 전계 주 15) David L. Ratner et al., op. cit., p. 648 및 David L. Ratner, Thomas Lee Hazen, 2002 Supplement to Securities Regulation (fifth edition), West Group, p. 87.

24) 후술하는 것처럼 “개인적 이익”의 범위에 대해서는 법원의 판단들도 일치한다고 할 수 없다. 예를 들어 SEC v. Gaspar 사건(83 Civ. 3037, 1985 U.S. Dist. LEXIS 20698(S.D.N.Y. Apr. 16, 1985))에서 뉴욕 남부지구 연방지방법원은 정유산업의 증권분석가이며 투자은행의 이사인 Gaspar가 어느 회사의 공개매수에 관한 기밀정보를 브로커 친구에게 누설한 사건에서 기밀정보의 누설이 그의 사회적 지명도는 물론 업무상의 지명도 및 대인관계 등을 향상시켰으므로 결국 reputational 이익, 즉 개인적 이익을 취득했다고 판시하여 개인적 이익의 범위를 SEC의 그것과 같이 넓게 인정하고 있다. 전계 주 18) Anthony T. Horgan, op. cit., pp. 651-652에서 재인용.

25) 전계 주 6) Clay Richards, op. cit., pp. 424-425.

26) 전계 주 2) John P. Jennings, op. cit., pp. 565-566.

인적 이익을 취득해야 하고, (2) 내부자로부터 선별적 공시에 의하여 정보를 취득한 자 역시 당해 정보를 거래에 사용함으로써 회사의 주주들에 대한 파생의무(derivative duty)를 위반하였음을 입증해야 하기 때문이다.²⁷⁾

그러나 SEC는 “개인적 이익”기준을 폭넓게 인정하여 연방대법원의 판결에 따른 증권분석가들에 대한 특별히 유리한 취급을 제한할 수 있었다.²⁸⁾ 이와 관련, SEC는 Ultrasonics, Inc.의 대표이사로서 3년 전에 예상치 못한 손실을 알리지 않았다는 이유로 증권분석가들로부터 비난을 받은 적이 있던 Stevens가 1984년 공중에 공개하기 하루 전에 선호하던 몇몇 증권분석가들에게만 회사의 분기별 수익이 예상치를 밑돈다는 정보를 미리 알려 당해 증권분석가들의 고객들이 회사주식을 매도하여 손실을 면하도록 선별적 공시를 한 사건²⁹⁾에서 Stevens의 선별적 공시행위가 증권분석가들로부터의 그의 명성을 유지하기 위한 것인 만큼 개인적인 이익에서 비롯된 것이므로 내부자거래에 해당된다며 퇴직한 그를 상대로 1991년 소송을 제기하였고 결국 이 사건은 화해를 통해 Stevens가 증권분석가들의 고객들이 면한 손실 전액을 반환하는 것으로 종료되었다.

이러한 SEC의 결정에 대해서는 증권분석가 등에 대한 선별적 공시는 거의 모두가 적어도 그의 명성을 유지 또는 고취하기 위한 목적에서 이루어진다고 해석될 수 있어 결국 연방대법원의 Dirks 판결을 형해화한다는 많은 비판이 제기되었고, 실제로 SEC가 후에 같은 논리를 적용한 사례는 더 이상 발견되지 않는다고 한다.³⁰⁾ “개인적 이익”의 범위를 넓게 해석하여 적용하는 것은 연방대법원의 Dirks 판결에 반드시 저촉된다고 할 수 없다. 개인적 이익이라는 요건은 수용되고 있기 때문이다. 그렇지만 Stevens 사건도 법원에 불복하는 절차를 밟지 않아 법원의 판단을 받지 않았기 때문에 SEC의 개인적 이익의 해석범위가 타당한 것인지에 대해서는 의문이 남을 수밖에 없고 선별적 공시행위를 제한하고자 하는 SEC로서도 연방대법원의 판결을 형해화한다는 비판을 면할 수 있는 다른 대안을 모색하지 않을 수 없게 되었다.

4. 공정공시규정의 제정

이러한 SEC의 입장은 앞서 본 바와 같이 투자자들이나 자본시장 전체의 이익에 반하고 1934년 증권거래법이 자본시장 발전의 토대로서 지향하고 있는 자본시장에 대한 투자자들의 신뢰를 훼손한다는 이유로³¹⁾ 선별적 공시행위를 일관되게 제한해 온 태도와 일치한다고 할 수 있다. SEC는 증권분석가들이 선별적으로 제공되는 정보를 지속적으로 입수할 수 있도록 회사에 대한 부정적인 언급을 자제하게 되어 결국 선별적 공시가 증권분석가들의 객관적이고 정확한 분석의무를 방기하도록 하고 그에 따른 분석은 투자자들로부터 신뢰를 상실

27) Ibid., pp. 653-654.

28) Donald C. Langevoort, “Essay, Investment Analysts and the Law of Insider Trading,” 76 Va. L. Rev. 1023(1990), pp. 1024-1025.

29) SEC v. Phillip J. Stevens, Litigation Release No. 12813, 1991 SEC LEXIS 451, at 2, 3(Mar. 19, 1991); Merritt B. Fox, “The 16th Sokol Colloquium: The Privatization of Securities Laws: Regulation FD and Foreign Issuers: Globalization’s Strains and Opportunities,” 41 Va. J. Int’l L. 653(Spring, 2001), p. 662 및 전계 주 18) Anthony T. Horgan, op. cit., pp. 652-653에서 각 재인용.

30) 전계 주 29) Merritt B. Fox, op. cit., p. 662.

31) 전계 주 2) John P. Jennings, op. cit., pp. 558-561 및 전계 주 5) Part II. A.

할 우려가 있다고 한다. 나아가 증권분석가들이 스스로의 성실한 노력과 직관 대신 선별적 공시에 의한 “결코 반감될 수 없는 정보접근의 이점”을 이용하는 것이므로, 결국 선별적 공시행위는 능력, 명민, 노력보다 회사 내부자에 대한 우월적인 접근성을 통해 투자수익을 얻거나 얻도록 하는 내부자거래와 다를 것이 없다는 의견을 피력하고 있다.³²⁾ 이에 SEC는 특별히 그리고 증권계의 관행으로 이루어지고 있던 선별적 공시의 불공정성³³⁾ 등을 지적하면서 종전의 내부자거래금지규정의 적용에 있어서의 불확실성과 모호성³⁴⁾을 극복하기 위한 방편의 하나로 법에 의해 부여받은 자체 권한에 의해 제정할 수 있는 규정(regulation)의 형식을 통해 ‘공정공시규정’을 제정하기에 이르렀다.

III. 공정공시규정

1. 개 관³⁵⁾

공정공시규정은 회사가 주요 미공개 정보를 증권분석가, 기관투자가 등에게 미리 선별적으로 제공하는 행위를 규제한다. 따라서 내부자거래의 외형을 지닌 선별적 공시행위를 그 규제대상으로 하지만 내부자거래금지원칙을 변경하지 않는 범위내에 있도록 설계되어 있다. 공정공시규정³⁶⁾의 적용요건을 간단히 살펴보면 다음과 같다.

32) 전제 주 5) Part II. A.

33) 선별적 공시행위를 제한하려는 SEC의 태도에 대해 비판적인 견해도 있다. 이 견해는 회사의 정보공시에 대한 요건이 복잡해지면서 때로는 전문가들조차도 이해하기 곤란할 만큼 공시가 현명하게 이루어지지 않아 전문가의 선행적인 분석이 요구된다거나 회사들 스스로 주가의 과도한 변동을 방지하여 회사의 이익(company's best interest)에 부합하도록 하기 위해 소수의 전문가들에게만 먼저 정보를 공개하여 그에 대한 정당한 분석이 시장에 공급되도록 하는 것이 필요하다는 인식을 갖고 있음이 현실이라거나, 선별적 공시가 증권분석가들의 분석을 더 정확하게 하는 기능을 하고(전제 주 2) John P. Jennings, op. cit., pp. 551-553, pp. 557-558), 공정공시규정이 주로 주식시장에서의 개인 투자자들과 증권분석가 등 사이의 정보접근의 동등성을 달성하기 위하고자 하는 것이어서 공정공시규정이 가져올 정보제공행위의 자체는 주식시장보다 규모가 더 크고 주식의 그것보다 훨씬 큰 최소 액면단위와 너무 다양한 종류의 상품이 거래되어 90-95%의 거래 참여자가 기관투자자(증권분석가)들로 구성된 다양한 종류의 채권 등이 거래되는—따라서 공정공시규정이 염두에 두고 있는 개인투자자가 거의 없는—시장(fixed-income market)에서의 정보의 양적 감소 및 질적 저하 그리고 그로 인한 투자 위험성의 증대라는 문제를 초래할 위험이 있다는(Michael A. Harrison, “Regulation FD's Effect on Fixed-Income Investors: Is the Public Protected or Harmed?” 77 Ind. L.J. 189(2002. 겨울), pp. 205-217) 등을 그 근거로 내세우고 있다.

34) 내부자거래금지법규, 주로 1934년 증권거래법 제10조 b항 및 Rule 10b-5가 연방증권법의 증권거래관련 사기금지원칙에 입각해 개별 사건마다 적용, 발전되어 오면서 때때로 각 법원마다 그 해석 적용이 일관되지 못했다는 반성하에 SEC는 그 해결을 위해 공정공시규정이 채택된 같은 날 Rule 10b5-1 및 Rule 10b5-2 등도 제정하여 채택하였다. 이에 자세한 설명은 전제 주 5) Part III, 간략한 한글 설명은 해외금융동향 [미국 SEC, 내부자거래 및 공시관련 규정 조항 신설], 금융감독정보, 2000. 11. 20~11. 25(제2000-47호), 97-104면 참조.

35) 우리나라에도 이미 간단히 소개되어 있다. 전제 주 34) 해외금융동향 [미국 SEC, 내부자거래 및 공시관련 규정 조항 신설], 97-100면, 105-109면.

36) 연방법규정 코드(Code of Federal Regulations, C.F.R.)체계에 따른 공정공시규정의 정식 명칭

(1) 발행인 또는 그를 위하여 행위하는 자가(an issuer, or any person acting on its behalf), (2) 주요 미공개 정보를 일정 범위의 자(일반적으로, 증권시장의 전문가 또는 당해 정보에 기초에 거래할 것으로 보이는 주식의 보유자 등)에게 제공할 때는 언제나 (Whenever... discloses any material nonpublic information to certain enumerated persons(in general, securities market professionals or holders of the issuer's securities who may well trade on the basis of the information)), (3) 그 발행인은 반드시 동일한 정보를 그 공개가 ① 의도적인 경우에는 동시에(simultaneously (for intentional disclosures)), ② 의도적이지 않은 경우에는 지체없이(promptly (for non-intentional disclosures)) 일반공중에게 공시하여야 한다(the issuer shall make public disclosure of that information).³⁷⁾

2. 공정공시규정의 적용요건

(1) 정보공시의무의 발생—정보의 주요성(Materiality)

공정공시규정은 오로지 발행회사 또는 그의 주식에 관한 “주요한” 미공개 정보에만 적용된다. 그러나 그 의미가 공정공시규정에는 정의되고 있지 않다. 이에 대해 SEC는 그 명확한 의미를 포함시켜 달라는 많은 의견들이 있었다고 밝히고 있다. 그러나 후술하는 연방대법원 판결(Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224, 236 (1988))을 인용해 공정공시규정에서 다루는 선별적 공시는 다양한 형태의 회사정보에 관한 것이므로 주요성에 대한 기준의 내용을 확정하지 않는 것이 개별사건의 특수한 상황에 적합하도록 융통성을 부여하는 것인 반면, 이를 일의적으로 규정하는 것은 개별사건에서 그 적용범위를 너무 축소하거나 확대하는 결과를 낳을 수 있다며 개념정의를 하지 않은 이유를 제시하고 있다.³⁸⁾ 따라서 주요성 여부는 판례들을 근거로 그 의미를 확정할 필요가 있다. 이와 관련 연방대법원은 위임장권유서면(proxy statement)과 관련된 TSC Indus., Inc. v. Northway, Inc. 사건에서 “주요 정보”란, “합리적인 주주일 경우 위임장권유서면에 누락된 사항이 어떠한 표결을 할 것인가를 결정하는 고려요소가 될 충분한 가능성이 있는 정보” 또는 “합리적인 투자자의 견지에서 공개가 그 공개 전에 알려진 다른 정보들의 총체적 의미(total mix)를 충분히 변경할 수 있는 것이라고 판단되는 정보”를 의미한다고 판시하였다.³⁹⁾ 한편 인수합병 문제와 관련된 Basic v. Levinson 사건에서는 합병의 협상은 상당한 시간을 두고 진행되는 것이므로 주요 정보인가 여부는 특정의 합리적인 투자자가 문제된 시점에 누락되거나 잘못 표현된 정보를 증권의

은 “17 CFR §243-Regulation FD” 이며, 제243.100조에서 제243.103조까지로 구성되어 있다.

37) 공정공시규정 243.100(a), (b)(1), 243.101(e).

38) 전제 주 5) Part II. B.2.

39) TSC Indus., Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438, 449(1976). 이는 TSC industries, Inc(‘TSC’)가 National Industries, Inc(‘Nation’)의 인수제의를 받아 긍정적으로 고려하는 가운데 두 회사가 공동명의로 작성해 주주들에게 교부한 위임장권유서면에서 Nation의 TSC에 대한 지배의 정도 및 TSC주주들에 미치는 영향 등에 관한 중요한 사실들(material facts)이 생략되어 있는 것은 1934년 증권거래법 제14조 a항 및 그에 따른 Rule 14a-9에 위반이라며 TSC의 주주인 Northway, Inc.가 제기한 소송사건이다. 연방대법원은 의결권유서면에서 생략된 사실들이 주요 정보에 해당되지 않는다며 원고의 청구를 인용한 항소법원의 판결을 파기하였지만 앞서와 같이 Materiality의 의미를 정의하였다.

매도, 매수 등의 행동기준으로 삼을 만큼 중요하게 여겼는가에 의존하는 것이라고 판시하여⁴⁰⁾ 구체적인 경우에 비로소 그 주요성 여부가 가늠될 수 있음을 확인하고 있다. SEC도 회계에 관한 고시(Accounting Bulletin)를 통해 “단순히 일정한 수량적 기준에 미달한다는 이유로 주요성을 갖지 못한다는 예단을 버려야 하”고 “수량적으로 미미한 누락이나 잘못된 표현이라도 그 오류가 주가의 비정상적인 큰 폭의 등락을 초래할 수 있는 것이라면 주요성을 가진다”고 밝힘으로써⁴¹⁾ 비록 회계자료에 관한 것이기는 하지만 주요성 여부는 개별적 사실들을 종합해서 판단되어야 함을 지적하였다.

또한 SEC는 공정공시규정의 주요성 문제를 다룸에 있어 주요성 여부의 판단의 기준이 될 수 있는 몇 가지 예들⁴²⁾을 제시하는 한편 후술하는 공정공시규정의 또 다른 요건인 의도적

40) Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224, 231(1988). 이 사건은 Materiality의 결정기준에 대해 서뿐만 아니라 “시장에 기초한 사기이론”(fraud-on-the-market theory)의 적용문제와도 관련된다. 점에서 중요한 의미를 갖는다. 사안은 철강산업에 필요한 화학적 내화제를 제조판매하던 Basic Inc.가 알루미늄 내화제를 생산 공급하는 다른 회사로부터 인수합병 제의를 받고 그에 관한 협상에 응하면서 협상이 점진적으로 진행되던 각 단계에서 3회에 걸쳐 적극적으로 그 사실을 공개부인하다가 결국에는 인수합병에 관한 협상 사실 및 주식의 피인수 가격을 공개하자, 최초의 적극적 공개부인 후 궁극적인 공개 전까지 사이에 피인수 가격보다 낮게 주식을 매도한 주주들이 허위 공개로 인하여 인위적으로 저평가된 가격으로 주식을 매도하게 되어 입은 손해를 배상하라며 1934년 증권거래법 제10조 및 이에 따른 Rule 10b-5에 의거해 집단소송을 제소하여 승소한 사안이다.

Materiality 쟁점에 대해서 법원은 TSC v. Northway 사건을 인용하면서 Materiality는 “당해 사건의 발생가능성과 당해 회사의 업무를 종합할 때 사건이 갖는 중요성과의 균형에 의존하”므로 사건(이 사건의 경우 인수합병: 필자 주)의 발생가능성을 파악하기 위해서는 회사경영자의 사건에 대한 관심정도, 즉 이사회 결의유무, 회사의 투자은행들에 대한 합병 관련 검토의뢰 유무, 두 회사 각 대표와 중간 참모진의 협상 유무 및 정도 등이 종합적으로 검토되어야 하고, 사건의 중요성 여부를 판단하기 위해서는 두 회사의 규모 및 합병이 성사될 경우 시장가치에 기초한 잠재적 프리미엄 등이 고려되어야 하며, 두 회사가 예비적 논의 단계를 넘어 구체적으로 거래의 가격 및 구조 등에 대해 협상을 하는 단계에 이르렀다면 합병여부에 관한 논의정보는 Materiality의 성격을 취득하게 되지만(‘agreement-in-principle’ 이론), 비록 이 단계에 이르지 않았더라도 회사가 단순히 묵비하거나 논평을 하지 않는 것에 그치지 않고 진행되고 있는 인수협상에 관해 ‘협상이 이루어지지 않는다(no negotiation), 주식의 거래가 활발한 이유를 알 수 없다(no reason for the stock’s activity), 경영진은 특이할 정도로 많은 주식거래가 이루어지도록 하는 현재 회사의 어떠한 변화도 알지 못한다(management is unaware of any present or pending corporate development that would result in the abnormally heavy trading activity)’ 등과 같이 존재하는 사실을 적극적으로 부인하는 발표는 인수논의에 대한 정보를 주요한 것으로 만든다고 판시하였다.

한편 시장의 주가는 이미 회사에 관하여 공개된 시장의 모든 정보(허위사실 포함)들을 반영하여 형성된다는 ‘효율적 자본시장 가설’(the efficient capital market hypothesis-“ECMH”)에 바탕한 자유공개시장이론을 받아들여, 주식을 매수하거나 매도한 자들이 시장에 형성된 주가가 공정한 것이라고 믿었다면 비록 회사의 허위 공개사실을 직접적으로 신뢰하지 않았더라도 회사의 증권사기행위가 인정된다는 “시장에 기초한 사기이론”도 재확인하였다. 이는 곧 착오를 유발할 만한 회사의 설명 등이 이루어진 후 증권거래를 한 자들에게는 회사의 이러한 공개행위를 신뢰하여 증권거래를 한 것이 추정(presumption)된다는 것이어서 미국에서 증권사기와 관련된 집단소송이 활발히 제기될 수 있도록 크게 기여한 판결로도 평가된다. Richard H. Walker and J. Gordon Seymour, “Recent Judicial and Legislative Developments Affecting the Private Securities Fraud Class Action,” 40 Ariz. L. Rev. 1003(1998년 가을), pp. 1005-1006.

41) 전계 주 5) Part II. B.2.

행위인가 여부도 주요성의 판단기준이 될 수 있다고 한다.⁴³⁾ 그렇지만 경영진의 시장의 경향 및 그 경향에 비추어 회사가 산업계에서 우위를 점할 수 있을 것이라고 하는 회사의 능력에 대한 논평 등은 주요한 정보라 할 수 없을 것이다.⁴⁴⁾

SEC는 개별 미공개 정보가 주요한 것이 아니면 비록 이를 제공받은 증권분석가가 다른 정보들을 종합해 주요 정보가 된다고 해도 주요성을 갖지 않는 위와 같은 회사의 선별적 공시행위를 원칙적으로 제한하지 않는다.⁴⁵⁾ 문제는 회사가 주요하지 않은 미공개 정보를 증권분석가에게 선별적으로 제공하거나 하려는 시점에 증권분석가가 종합하기 위해 가지고 있는 다른 정보들의 내용이 주요하지 않은 당해 정보와 합해짐으로써 투자자 공중에게는 일반적으로 알려져 있지 않지만 주요성을 취득하게 됨을 알게 되는 때에⁴⁶⁾ 당해 회사의 주요하지 않은 미공개 정보의 선별적 공시행위를 문제삼을 수 있는가이다. 주요 미공개 정보의 선별적 공시행위가 금지되는 취지에 비추어 볼 때, 주요하지 않은 개별 미공개 정보가 증권분석가에 의해 중요한 정보로 종합될 수 있도록 핵심적인 역할을 한다는 사실을 회사가 알 경우에는 그 정보가 비록 주요한 것이 아니더라도 이를 제공하지 못하도록 하는 것이 공정공시규정의 위반문제를 피할 수 있는 안전한 선택이 될 것이다.⁴⁷⁾

(2) 공시의무자—증권발행회사 또는 그를 위하여 행위하는 자

공정공시규정에 의해 선별적 공시행위를 제한받는 자는 증권을 발행한 회사(issuer)나 그를 위하여 행위하는 자이다. 증권발행회사에는 SEC에 1934년 증권거래법 제12조에 의해 증권을 등록한 회사, 같은 법 제15조 d항에 의해 정기적으로 SEC에 경영성과 등을 보고해야 하는 회사 및 폐쇄형 투자회사는 포함하나 그 외의 다른 투자회사와 외국정부, 외국국적 증권발행회사(foreign private issuers)는 제외된다.⁴⁸⁾ 따라서 “외국국적 증권발행회사(이하 ‘외국회사’)”는 비록 SEC에 보고의무를 부담한다고 하더라도 공정공시규정의 적용대상은 아니다. 여기서 외국회사란 (1) 주주명부상 50%를 초과하는 주식을 직접 또는 의결권 신탁증서 또는 주식예탁증서에 의한 간접적 방식으로 미국의 거주자가 소유하고, (2) (a) 이사회 또는 집행임원의 과반수가 미국 국민 또는 거주자이거나 (b) 50%를 초과하는 자산이 미국에 소재하거나 (c) 그 사업이 미국에서 주로 감독되는 회사를 제외한 외국정부가 아닌 증권발행회사를 말한다.⁴⁹⁾ 따라서 1999년 11월 미국의 나스닥에 직접 주권을 상장한 두루넷이

42) Id. (1) 회계연도의 경영성과에 관한 정보, (2) 인수, 합병, 공개매수신청, 합작투자, 자산의 변경, (3) 신상품 또는 신물질의 발견, 고객이나 공급자에 관련된 변화(그들과의 공급 또는 판매계약의 체결 또는 파기), (4) 경영진 또는 회사지배권의 변경, (5) 감사인의 변경 또는 감사결과에 대한 신뢰가 불가능하다는 감사인에 대한 통보, (6) 발행주식에 관한 문제—우선주에 대한 배당불능, 주식소각결정, 주식제매입 계획, 주식분할 또는 배당의 변경, 주주들의 권리에 대한 변경, 주식의 공개 또는 사모, (7) 파산 또는 법정관리신청 등이다.

43) Id.

44) SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833, 849(2d Cir. 1968).

45) 전계 주 5) Part II. B.2.

46) 이러한 상황은 회사로부터 제공받은 주요하지 않은 미공개 정보 등에 기초해 작성된, 그렇지만 아직 일반에게는 공개되기 전의 증권분석가들의 분석결과를 회사가 최종적으로 검토하는 과정에서 발생할 수 있을 것이다.

47) 전계 주 2) John P. Jennings, op. cit., p. 579.

48) 공정공시규정 243.101(b) 참조; 전계 주 5) Part II. B.1.a. 및 5.

49) 17 CFR 230.405(2001); 17 CFR 240.3b-4(c)(2001).

나 뉴욕증권거래소에 주식예탁증서를 발행한 한국통신 등⁵⁰⁾ 미국시장에서 증권을 발행하고 있는 우리의 적지 않은 회사들이 외국회사에 해당하는 한 공정공시규정의 적용을 받을 것으로 보이지 않는다.

그렇지만 이러한 입장이 궁극적으로 유지될 것인지에 대해서는 주시할 필요가 있다고 생각된다. 공정공시규정의 초안에서 외국회사를 그 적용대상을 삼았다가 최종안에서 적용의 예외로 정리한 SEC가 스스로, Form 10-Q 및 Form 8-K 등 특정한 보고의무(reporting requirement)에 대해서도 과거에 외국회사들에게 그에 따른 보고의무를 면제했던 것과 같이, 우선은 외국회사들의 공시에 대해서 주요 미공개 정보들이 SRO의 규정 및 그 정책에 따르도록 하는 등 적의처리될 수 있도록 하고 공정공시규정을 적용하지 않기로 했지만, 증권시장의 세계화에 부응한 새로운 제도의 필요성에 대비하여 외국회사들에 대한 보고의무에 관한 종합적인 검토를 진행하고 있다고 밝히고 있어,⁵¹⁾ 향후 외국회사들에게 공정공시규정

50) 우리나라 회사들의 해외 자본시장에서의 주식예탁증서 발행현황에 대해서는 최경렬, “국내기업의 해외DR발행 현황과 그 문제점,” 『증권법연구』, 제2권 제1호(한국증권법학회, 2001), 213-238면 참조.

51) 전계 주 5) Part II. B.5. 및 같은 자료의 각주 76)에서 인용하는 NASDAQ Rules 4310(c) (16), 4320(e)(14) 및 NYSE Listed Company Manual, §. 참조. 전통적으로 SEC는 미국 증권시장에 진입하고자 하는 외국회사들에게도 미국의 회사들에게 적용되는 공개기준을 동일하게 적용하려는 입장을 견지해 오면서도 실무상 및 관할권의 문제들을 고려하여 일정한 경우 그 적용을 면제하는 등 그 적용기준을 변형하여 운용해 왔다.

이러한 입장은 외국회사의 미국 자본시장으로의 유치가 가져오는 국익을 고려한 결과이기도 하다. 그러나 외국회사들 및 외국 투자자들의 미국 자본시장으로의 진입 이상으로 미국회사나 투자자들의 해외 자본시장으로의 진출 또한 활발해지고 인터넷이라는 새로운 투자수단이 등장하면서 급속히 이루어지고 있는 자본시장의 세계화는 미국의 공개제도를 미국내에서도 그대로 강제하기 곤란한 상황을 낳고 있다. 이에 따라 SEC는 앞서와 같이 미국의 증권거래법령상의 공개제도에 대해 전반적인 검토를 하고 있으며, 이미 1999년 10월에 재무 외(non-financial) 사항의 공개에 관하여 외국회사들에게 적용하던 Form 20-F를 강제성을 갖지 않는 민간기구인 International Organization of Securities Commissions(IOSCO)가 마련한 기준(International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers, 이 기준은 <http://www.iosco.org/docs-public/1998-intnl-disclosure-standards.html>에서 확인 가능: 필자 주)에 따라 대폭 수정하여 적용하고 있는 것이 그 결과의 일부이고, 향후 외국회사들이 미국의 회계기준인 GAAP 대신 International Accounting Standards Committee(IASC)가 채택한 International Accounting Standards(IAS)에 따라 재무(financial)상황에 관한 서류를 작성하는 것도 허용하게 될 것으로 보인다고 한다. 이러한 자본시장의 세계화에 부응하는 공개기준으로는 개별 국가마다의 기준(national standards), 국가 상호간의 협약(mutual recognition)에 의한 기준, 국제적으로 적용될 수 있는 조화된(harmonized) 기준(international standards) 등이 거론되며, 미국은 가장 후자의 기준 설정을 위해 IOSCO가 마련한 공개기준을 수용한 것에서 보듯 주도적인 역할을 하고 있고, 외국회사들에 대해 적용되는 공개기준이 국제적 기준에 상응하도록 하는 노력도 함께 기울이기 시작했다고 한다. 그러나 이러한 미국의 노력과 그 성과들은 빠르게 진행되는 자본시장의 세계화 속도를 따라가지 못하고 있으며, SEC가 국제적 증권규정(international securities regulation) 및 자본시장 세계화의 중요성에 대해 입에 발린 말(lip service)을 자주 하고 있더라도 그 정책의 기저에는 미국의 증권거래 기준이 강제되도록 하려는 의도를 감추고 있다고 하며, 그렇지만 궁극적으로는 세계화가 진행됨에 따라 이러한 편협한 태도가 더 큰 예양에 자리를 양보할 수밖에 없을 것이고, 미국 자본시장에서 외국회사들에 적용되는 공개기준은 국제적 기준에 관한 SEC의 이론(theory)에 의해서라기보다는 자본시장의 발전상황에 대한 SEC의

이 적용되거나 또는 이들에게 적용되는 보고 내지는 공시 일반에 관한 원칙이 새로이 마련될 것으로 보이기 때문이다.⁵²⁾

한편 회사를 위하여 행위하는 자에는 회사의 그의 고위 임원(senior official),⁵³⁾ 정기적으로 증권분석가, 기타 시장의 증권전문가, 주주 등과 접촉할 수 있는 기타의 임원, 종업원, 대리인 등이 포함된다. 그러나 위탁 및 신뢰관계에 기초한 의무에 위반해서 미공개정보를 공개하는 이사, 임원, 종업원, 대리인 등은 이에 포함되지 않는다.⁵⁴⁾

(3) 공정공시를 의무지우는 공시의 수용자—일정한 범위의 자

공정공시규정은 주요 미공개 정보를 회사 외부에 있는 일정범위의 사람들, 즉 (i) 브로커 딜러와 그 직원 등 연계된 자, (ii) 투자자문가, 기관투자가 및 그 매니저 및 기타 직원, (iii) 투자회사, 헤지펀드 및 그 직원들 및 (iv) 당해 정보에 기초해서 거래할 것으로 합리적으로 예견되는 주식보유자 등에게 공개할 때에는 동시에 또는 지체없이 일반공중에게도 공시하도록 규정하고 있다.⁵⁵⁾ 그러나 회사와 위탁 및 신뢰관계에 기초하여 의무를 부담하는 자(일시적인 내부자, 즉 변호사, 회계사, 투자은행 등), 제공된 정보에 대해 회사와 명시적으로 비밀을 유지하기로 동의한 자,⁵⁶⁾ 증권의 등급을 산정하기 위한 평가기관 등에 대한

반응(reaction)에 의해 결정될 가능성이 더 클 것이라고 한다. 외국회사들에게 적용되는 공개기준 일반과 그 예외성, 자본시장의 세계화에 따른 국제적 공개기준 등에 관한 SEC의 정책방향 및 현재까지의 성과 등에 대한 고찰은 본고의 목적을 넘으므로 그에 대한 본격적 고찰은 다음 기회에로 미루기로 하되, 우선 앞서의 설명 및 외국회사들에 대한 공개제도의 현주소와 자본시장의 세계화에 따라 SEC가 추구하는 국제적 공개제도의 방향 등에 관한 개략에 대해서는 Roberta S. Karmel, “Will Convergence of Financial Disclosure Standards Change SEC Regulation of Foreign Issuers?” 26 Brooklyn J. Int’l L. 485(2000), pp. 485-525 참조.

52) 그러나 선별적 공시행위가 어떠한 손익을 가져다 주는가, 그리고 외국회사들에게는 허용되는 선별적 공시행위가 미국 거주자들에게 어떠한 영향을 미치는가를 판단하여 외국회사들을 적용대상에서 제외하는 공정공시규정의 공정성 여부가 살피져야 된다는 전제에서, 당해 외국회사의 증권을 매입한 미국 거주자들이 설령 선별적 공시행위에 의해 불이익을 받는다고 하더라도 이는 매입시 외국회사에 대해서는 선별적 공시행위가 허용된다는 사실로 인하여 외국회사의 증권가격이 할인될 수 있다는 위험을 감안하여 증권의 대가를 지급했어야 하는 것이라는 점에서 마치 실패한 도박(lost gamble)의 결과와 같다고 할 수 있으므로 이를 두고 공정하지 못하다고 할 수 없고, 외국회사들이 발행한 증권 대부분의 거래공간이 미국 외이고 상이한 외국법 준수의 상대적 어려움 등을 고려할 때 외국회사들에 대한 선별적 공시행위의 규제 여부는 SEC가 아니라 당해 외국의 정책수립자의 결정사항이며, 아직 시장에서 선별적 공시행위가 갖는 효율성, 그 제한이 가져오는 공정성 및 그 제한 등과 관련하여 유발되는 기회비용 등에 대해서 아직 엄밀한 검증을 할 만한 시간과 사례들이 축적되지도 못한 상황이기 는 하더라도, 공정공시규정이 외국회사들을 적용예외로 한 것은 바람직한 태도이고 향후에도 항구적으로 공정공시규정이 적용되지 않아야 한다는 견해도 있다. 전계 주 29) Merritt B. Fox, op. cit., pp. 658-692.

53) 이사, 업무집행임원, IR/PR담당 임원, 기타 유사한 역할을 하는 자를 의미한다. 공정공시규정 243.101(f).

54) 공정공시규정 243.101(c); 전계 주 5) Part II. B.1.b. 따라서 이들에게는 내부자거래금지규정이 그대로 적용된다.

55) 공정공시규정 243.100(a), (b)(1); 전계 주 5) Part II. B.1.a. 각 참조.

56) 이 두 부류의 자들이 제공받은 미공개 정보를 오용한 경우에는 내부자거래금지원칙(부정유용금지이론 또는 ‘일시적 내부자 이론’(temporary insider theory))이 적용된다. 전계 주 5) Part II.

정보공개, 증권거래법에 의해 등록된 증권에 대해 요구되는 정보의 공시 등에 대해서는 공정공시규정이 적용되지 않는다.⁵⁷⁾

3. 공정한 공시의 의미

(1) 공시의 시점—동시 또는 지체없이

공정공시규정은 선별적 공시가 의도적인 것인가 아닌가에 따라 일반공중에게 공시해야 할 시점을 달리 규정하고 있다. 선별적 공시가 의도적으로 이루어지는 경우에는 발행인 등 공시의무자는 그 정보를 동시에, 의도적이지 않은 경우에는 지체없이 일반에게 공시하도록 요구한다.⁵⁸⁾ 발행인 등이 공시를 하는 경우 비록 공시사실을 알지 못했더라도 그것이 부주의에 의한 것이라면 의도적인 공시에 해당한다.⁵⁹⁾ 여기서 ‘지체없는’ 공시는 회사의 경영임원이 공시를 알거나 알 수 있었던 때로부터 합리적으로 판단해 가능한 가장 빠른 시간 내(또는 그러한 때로부터 24시간 이내 또는 뉴욕증권거래소가 다음날의 거래를 개시하기 전 중 늦은 것보다는 이전)에 이루어지는 공시를 의미한다.⁶⁰⁾

(2) 공시의 방식

공정공시규정은 공개적으로 알리도록 규정하고 있으나 그 방식을 특별히 한정하고 있지 않다. 공시의무자로 하여금 SEC에 Form 8-K⁶¹⁾에 기재하여 제출하거나 그곳에서 요구하는 내용을 보고하는 방식으로 공시할 수 있지만, 일반적으로 공중에게 알릴 수 있는 다른 적절한 수단으로 주요 정보를 반포하는 것도 가능하다고 하기 때문이다.⁶²⁾ 여기에는 언론 공표, 공중이 일반적으로 접속하는 발행회사의 웹사이트상의 게시, 기자회견을 통한 발표 등 일반의 접근에 제한이 없는 공지행위가 포함된다.⁶³⁾

B.1.a.

57) 공정공시규정 243.100(b)(2).

58) 공정공시규정 243.100(a).

59) 공정공시규정 243.101(a); 전계 주 5) Part II. 3.a.

60) 공정공시규정 243.101(d); 전계 주 5) Part II. 3.b.

61) 1934년 증권거래법에 따라 증권을 등록한 회사는 제12조에 의해 보고의무를 부담하는 회사(reporting company)가 되는데 이 경우 회사는 SEC로부터 (1) 등록 당시 항상 현재의(current) 것을 반영하도록 요구받은 내용 및 (2) 매년 및 분기별로 갱신되도록 의무지워진 개별적인 정보 등을 SEC에 보고해야 한다. 이때 같은 법 제13조 a항과 그에 근거한 Regulation 13A에 의한 Form 8-K는 이러한 회사가 회사의 지배권의 변경이나 감사인의 변경 등 실질적으로 중요한 특정한 사안이 발생한 때마다 그 특정의 정보만을 간결하게 기재하여 SEC에 보고해야 하는 항목을 포함하는 서면이다. 이에 비해서 Form 10-K는 매년 정기적으로 보고해야 하는 항목을, Form 10-Q는 분기별로 보고해야 하는 내용을 밝히고 있는 서면이다. 전계 주 16) Larry D. Soderquist et al., op. cit., p. 319; 전계 주 5) PART VIII. 7., Marc I. Steinberg, “Insider Trading, Selective Disclosure, and Prompt Disclosure: A Comparative Analysis,” 22 U. Pa. J. Int’l Econ. L. 635(2001년 가을), p. 661; 17 CFR 249.308; 17 CFR 249.15d 등 참조.

62) 공정공시규정 243.101(e), 전계 주 5) Part II. B.4.

63) 전계 주 5) Part II. B.4.b.

(3) 공정공시규정의 책임과 연방증권법의 책임과의 관계

공정공시규정은 1934년 증권거래법 제13조 a항 및 제15조 d항, 1940년 투자회사법 제30조에 근거해서 공시의무를 부담시킬 뿐이다. 따라서 연방증권법상의 사기행위금지조항에 따라 공시의무를 부담시키는 것이 아니며, 공시의무 위반으로 인하여 손해를 입은 자에게 발행회사 등을 상대로 한 민사청구권 등도 인정하지 않는다. 공정공시규정도 공시의무 위반이 Rule 10b-5 위반으로 간주되지 않는다고 명시함으로써⁶⁴⁾ 공정공시규정의 공시의무 위반에 따른 책임이 Rule 10b-5의 책임 등과는 별개임을 명백히 하고 있다.⁶⁵⁾ 따라서 공시의무를 위반한 자는 1934년 증권거래법 제13조 a항 또는 제15조 d항 및 공정공시규정 위반으로 SEC에 의한 강제조치(enforcement action)의 대상이 되나, 형사처벌이나 그 외의 자에 의한 민사적 배상청구의 대상은 되지 않는다.⁶⁶⁾ 구체적으로는 SEC로부터 행정제재로서 위반행위의 중지명령(cease-desist order)의 대상이 될 수 있으며, 민사제재로서 SEC에 의한 정지처분(injunction) 및/또는 금전적 제재(money penalties)를 당할 수 있다.⁶⁷⁾ 일정한 경우에는 회사 내부의 위반자 개인이나 위반행위에 가담한 자에 대해서도 위와 같은 제재가 가능하다.⁶⁸⁾ 이와 관련하여 이미 SEC는 공정공시규정을 위반한 혐의가 포착된 회사들에 대해 조사를 벌이고 있다고 한다.⁶⁹⁾

IV. 공정공시규정에 대한 우려—위축효과(ChillingEffect) 및 시장의 급격한 변동(volatility) 등

공정공시규정의 제정에 따른 가장 큰 우려는 발행회사 등이 공정공시규정의 위반을 우려하여 증권분석가나 투자자 기타 언론 등에게 회사의 정보를 공개하는 것에 대해 주저하도록

64) 공정공시규정 243.102; 전계 주 5) Part II. B.7.

65) 공정공시규정이 Rule 10b-5상의 책임을 변경하거나 감경하려는 것이 아니므로 공시의무위반자는 별도의 Rule 10b-5의 책임에 관해 면책되지 않는다. 그 결과 가령 공정공시규정상 공시의무 위반행위가 Dirks 사건에서 인정된 “개인적 이익” 요건까지 구비하는 경우라면 Rule 10b-5 상의 “정보제공자의 책임”을 부담하고, 공개사실에 허위내용이나 착오를 유발하는 표현 또는 포함되어야 할 내용이 누락되어 있을 경우에도 그에 따른 책임을 부담하게 된다. 전계 주 5) Part II. B.7.

66) 그러나 일반 개인 등에 의한 직접적인 청구권을 인정하지 않는 공정공시규정의 조항에도 불구하고 공정공시규정 위반으로 SEC에 의해 고발을 당한 회사는 공정공시규정 위반행위가 곧 이사들의 충실의무 위반행위이라는 이유로 주주 등으로부터 소송을 제기당할 수도 있을 것이라며 그 실효성에 의문을 갖는 견해도 있다. “SEC’s Fair Disclosure Rules Vex the Financial Community,” New York Law Journal, 2000. 8. 23, p. 1.

67) 전계 주 61) Marc I. Steinberg, op. cit., pp. 656-657.

68) 1934년 증권거래법 제21C조, 15 U.S.C. 78u-3, 같은 법 제20조 e항, 15 U.S.C. 78t(e); 전계 주 5) Part II. B.7. 등 참조.

69) 그 대상 회사들 중에는 거대 군수업체로 잘 알려진 Raytheon이나 통신기기로 유명한 Motorola 같은 회사들이 포함되어 있다고 한다. Neil Roland, “SEC Warns Companies of Disclosure Limits,” Wash. Post, June 1, 2001, p. E2; Lance Myers, Regulation of securities and Security exchanges in the Age of the Internet: Regulation FD and Private Trading on the Internet: Keeping Pace With Constant Change, 5 N.Y.U. J. Legis. & Pub. Pol’y 15(2001/2002), p. 17에서 재인용.

하는 문제, 이른바 위축효과를 유발하지 않을까 하는 것이다.⁷⁰⁾ 구체적인 사안에서 “주요성” 여부가 일의적으로 판단되기 어려운 것처럼 공정공시규정의 적용요건 해석에 있어 불명확한 부분들은 발행회사 등으로 하여금 증권분석가 등과 의사소통을 위해 과도한 주의를 하게 하고, 이는 곧 필요하고 가능한 정보의 제공까지도 삼가도록 하여 결과적으로 시장에 정보의 부족현상을 야기할 수 있다는 것이다. 이는 연방대법원의 Dirks 판결에서 확인된 것처럼 공정공시규정 제정 전에 형성된 자본시장의 효율성확보와 정보공시의 공정성의 사이에서 유지되는 균형을 후자쪽으로 치우치게 한다는 우려와 맥락을 같이한다.⁷¹⁾ 더욱이 정보가 증권분석가 및 그들의 고객들을 통하지 않은 채 직접 시장에 제공될 경우 정보가 시장에 적용할 시간을 확보할 수 없도록 하고 증권분석가들의 선도적인 분석 역시 제공되기 어렵게 하는 것이어서, 정보에 대해 즉자적으로 반응하는 일반 투자자들로 인하여 시장의 증권가격이 과도하게 변동하게 되는 문제도 아울러 제기된다.⁷²⁾

그러나 SEC는 공정공시규정이 모든 정보를 적용대상으로 하고 있는 것이 아니라 ‘주요한’ 정보만을 규율할 뿐이고 정보제공에 제한을 받는 자도 회사의 특별한 지위에 있는 자로 한정하여 인적적용범위에도 일정한 제한을 가하고 있는 점, 주요한 정보를 일반공중에게도 동시에 또는 지체없이 적절한 방법으로 알려야 한다는 것이 그 제공을 금지하는 것이 아니라라는 점, 나아가 정보의 중요성이 강조되면서 시장의 정보에 대한 수요가 공급을 초과하는 점 등에 비추어 공정공시규정에도 불구하고 회사와 증권분석가 등의 관계를 위축하는 결과나 회사의 주요 정보들이 부족하게 되는 상황이 궁극적으로는 발생하지 않을 것으로 판단하고 있다.⁷³⁾ 나아가 선별적 공시행위의 제한의 반면으로 나타날 수 있는 증권가격의 과도한 변동문제에 대해서도 그 가능성을 인정하지만, 공정공시규정이 내부자거래금지규정과 다른 의무를 부과하지 않고 회사 외부자와의 모든 접촉을 금지하는 것은 아니며, 회사의 고위 임원 등에 대해서만 적용되고 주요한 미공개 정보에만 적용되는 등으로 가능한 한 야기될 수 있는 시장의 불안을 최소화하기 위해 많은 배려를 하였다고 밝히고 있다.⁷⁴⁾ 실제로 공정공시규정에 찬성하는 입장에서는 가격의 급격한 변동 등 시장의 불안 등은 시장의 공정성으로부터 얻어지는 이익에 비하면 지극히 미미할 것으로 보고 있다.⁷⁵⁾

공정공시규정이 정보공시의 방법을 유연하게 규정하고 있고 그 규정의 위반에 따른 민사 청구 등은 인정하지 않고 있으며, 비밀유지약정이 체결된 자 또는 신용평가기관 등에의 정보제공은 공정공시규정의 적용예외가 되는 등 그 적용범위를 제한하는 여러 제도적 장치도 위축효과를 방지하거나 축소하는 기능을 할 것으로 보인다.

70) 전계 주 5) Part V. a.2; 전계 주 6) Clay Richards, op. cit., pp. 437-439.

71) 증권분석가의 시장에서의 긍정적인 역할을 부인하기는 어렵다. 앞서 본 것처럼 증권분석가들은 시장의 현명한, 그렇지만 시간과 경험과 정보의 접근원천이 없어 의지와는 다르게 정보를 얻을 수 없는 투자자들이 투자결정을 할 수 있도록 시장의 모든 정보, 발행회사에 대한 정보, 시장의 경향, 경제의 조건 등에 관한 정보를 먼저 수집하고 이를 분석하여 생성해 낸 정보를 그 투자자 및 시장에 제공하기 때문이다. 전계 주 28) Donald C. Langevoort, op. cit., pp. 1025-1026. 이러한 역할은 궁극적으로는 증권가격이 당해 회사의 시장에서의 공정한 가치를 반영한 것이 되도록 함으로써 자본시장의 효율성을 보장하는 바탕이 되고 있다. Joseph Meister, “NOTE: Securities Issuer Liability for Third Party Misstatements: Refining the Entanglement Standard,” 53 Vand. L. Rev. 947(2000년 4월), pp. 952-953.

72) 전계 주 2) John P. Jennings, op. cit., pp. 596-597; 전계 주 5) Part V. A.1.

73) 전계 주 5) Part V. A.2.

74) Id.

75) 전계 주 2) John P. Jennings, op. cit., p. 598.

V. 공정공시규정의 실제와 기능

실무적인 관점에서 공정공시규정의 요건에 적합하게 주요 정보의 공시제도를 마련하는 작업도 활발하게 진행되고 있다.⁷⁶⁾ 내부 법률고문이 회사 경영진 등을 교육하고, 회사내부의 정보를 증권전문가나 증권보유자들에게 전달하는 책임자를 특정하여 임명하고, 공시의 방식 요건에 적합하게 회사의 주요 정보들의 공표방법이나 증권분석가 등과의 대화시 그들의 질문에 대해 적절하게 답변할 수 있도록 정형적인 답변 양식을 제작하고,⁷⁷⁾ 공정공시제도에 부합하는 공시에 관한 회사정책과 절차 등을 마련하는 것 등이 그것이다.⁷⁸⁾ 나아가 공정공시규정의 적용예외에 관련하여 주요 미공개 정보를 얻은 자와 체결할 비밀유지약정을 마련하거나 구체적으로 해야 하는 행위⁷⁹⁾와 금지되는 행위⁸⁰⁾등도 게시하는 등 공정공시규정에 대비하고 있다.⁸¹⁾

공정공시규정이 시행된 이후로 비록 얼마 되지 않아 성급하지만 공정공시규정에 따라 주요 미공개 정보를 일반에게까지 동시에 공시한 회사의 경우 하루에 많게는 20퍼센트에 이르는 주가의 등락을 경험했다고 할 정도로 시장의 변동성이 더 커졌다고 할 수 있는 사실들이 발견된다고 한다.⁸²⁾ 시장의 정보량도 그 전에 비해 감소하고 증권분석가들의 분석도 정확성이 약화된⁸³⁾것으로 보인다고 한다.⁸⁴⁾ 그러나 SEC는 공정공시규정의 시장에서의 긍정

76) 이에 대해 상세한 설명은 전계 주 2) John P. Jennings, op. cit., pp. 581-594, 간략한 개괄적 설명은 전계 주 69) Lance Myers, op. cit., pp. 17-18 각 참조.

77) 분기별 영업실적을 발표함에 있어 먼저 언론공표를 한 후, 미리 회의의 일시와 내용 및 회의에의 접근방법 등에 대해 고지받은 일반 투자자들에게 전화시스템이나 인터넷 등에 의해 청취 등이 가능하도록 하는 가운데, 증권분석가들과 같은 내용에 대해 회의를 통해 회의를 하는 것이 한 예라 할 수 있다(http://www.maguriwoods.com/news-resources/publications/corporate_services/article605.asp).

78) Id.

79) 만약 주요 정보의 공개를 위한 전화회의나 설명회에서 슬라이드나 파워포인트에 의해 작성된 문서가 사용되는 경우 같은 자료를 웹사이트에 공개하되, 당해 정보의 노후화에 따른 책임을 피할 수 있도록 48시간 내지 72시간내에 당해 자료를 삭제하는 행위가 이에 포함된다. Latham & Watkins Corporate Department Bulletin No. 126 • December 6, 2000(<http://www.lw.com/pubs/clientalert/hm/alert126.htm#top>).

80) 매 분기 종료 후 증권분석가 등과의 접촉이 금지된 기간(blackout period) 중에 투자자나 증권분석가들과 일대일로 의사소통을 하는 행위나 변호사 등이 검토하기 전에 주요 미공개 정보를 Form 8-K에 의해 SEC에 제출하는 일 등이 해서는 아니될 행위들이다. Id.

81) 공정공시규정의 제정 및 시행은 모든 회사들로 하여금 증권전문가들과의 의사소통이 공정공시규정에 적합한지 여부에 대해 변호사들에게 자문을 구하도록 할 것이라는 이유로 Regulation FD가 사실상 Regulation FE, 즉 변호사에게 반드시 자문을 의뢰하도록 하는 규정(Regulation Full Employment)이 될 것이라는 공정공시규정에 비판적인 실무자들의 입장을 신고 있는 신문기사도 눈에 띈다. "New SEC Rule a Boon for Lawyers Call Regulation FD the corporate attorney full employment act," New Jersey Law Journal, 2000. 8. 28, p. 1; "FD's aftermath: busy lawyers," The National Law Journal, 2000. 8. 28, p. B1.

82) John Hackett, "Facing Up to Broad Disclosure," US Banker, Dec. 6, 2000, p. 51. 마이크로 칩으로 유명한 인텔사의 경우로서, 전계 주 2) John P. Jennings, op. cit., p. 605에서 재인용.

83) 공정공시규정으로 인하여 증권분석가들의 정보취득 활동이 위축되면서 취득되지 못한 주요 정

적인 역할을 기대하면서 그 시행효과를 더 지켜볼 것이며, 공정공시규정이 시장에 부정적인 효과를 유발하는 등 필요한 경우 필요한 추가적 조치를 취할 수 있음을 시사하고 있다.⁸⁵⁾

1934년 증권거래법상의 강제적 공시제도는 ‘정직하고 충분하고 정확한’ 정보의 공시를 통해 공정하고 효율적인 자본시장의 기능이 원활히 이루어지도록 한 장치이다.⁸⁶⁾ 연방대법원도 “위법하게 취득된 주요 미공개 정보들이 법에 의해 걸러지지 아니한 채 증권거래에 사용된다면 투자자들은 그들의 자금을 그러한 시장에 투자하길 꺼릴 것”⁸⁷⁾이라고 판시하여 공정한 증권시장이 투자자들의 자본시장에 대한 신뢰를 보장하는 기능을 수행할 것임을 지적하고 있다. 물론 관행적으로 이루어지던 선별적 공시행위에 대한 규제가 시장에 긍정적인 역할을 할 것인가 아닌가는 시간을 두고 관찰해야 할 사안일 것이다. 그러나 앞서 본 단기적인 시행효과의 부정적인 면에도 불구하고 공정공시규정이 SEC의 책임있고 융통성있는 운용과 더불어 궁극적으로는 자본시장의 유동성을 증가시키는 한편,⁸⁸⁾ 증권가격의 과도한 등락폭을 제어하고 선별적으로 공시되는 정보를 찾는 데 소요되는 지출을 포함한 자본시장의 주요 정보의 부재나 편중에서 비롯되는 비용도 줄이는 기능을 수행할 것으로 예상된다.⁸⁹⁾

VI. 결론 및 시사점

보들이 생략된 채 분석이 이루어진다거나 분석의 정확성의 기초가 되는 증권분석가들의 경쟁이 감소하기 때문이라고 한다. 전계 주 29) Merritt B. Fox, *op. cit.*, p. 674.

84) Aram Fuchs, “Regulation FD Good for the Market,” *Upside Today*, Dec. 19, 2000, 전계 주 2) John P. Jennings, *op. cit.*, pp. 606-607에서 재인용.

85) “SEC May Rethink Reg. FD If Market Falts,” *Investor Rel. Bus.*, Nov. 20, 2000, 2000 WestLaw 8692691. Id.에서 재인용.

86) 전계 주 18) Anthony T. Horgan, *op. cit.*, p. 673.

87) *United States v. O’ Hagan*, 521 U.S. 642, 658(1997). SEC 의장이던 Arthur Levitt도 공정공시규정의 제정과 관련하여 “양질의 시기적절한 정보가 강하고 탄력있는 자본시장의 생명줄과 같으며, 투자자들이 큰 폭의 주가변동을 목격하면서도 그 원인이 되는 정보를 뒤늦게 접할 수밖에 없다면 투자자 공중의 미국의 자본시장에 대한 신뢰는 확보될 수 없다” 고 역설하였다. <http://www.sec.gov/news/extra/seldisal.htm>(2000년 8월 10일).

88) 시장의 투명성에 의해 유도되는 유동성의 증가는 단순히 미국내의 투자자들에 의한 것을 초과한다. SEC도 공정공시규정에 의해 더욱 가능해지는 ‘정보를 기반으로 하는 시장체제’ (information-based-system)의 투명성은 자본시장의 세계화와 더불어 외국 투자자금의 미국 증시에서의 투자유치를 촉진하는 기능도 수행할 것이라고 보고 있다. 전계 주 2) John P. Jennings, *op. cit.*, pp. 567-568.

89) Id. 한편, 많은 반론이 제기되는 것도 사실이지만, SEC가 유력한 자료 등에 기초해서 공정공시규정에 의해 공개의무를 부담하는 13,000개 정도의 회사들이 1년에 평균 5번의 공개를 할 것이라 상정하고 한 회사가 Form 8-K에 따라 공개자료를 작성할 경우 내부법률고문(시간당 \$85)과 외부의 자문변호사(시간당 \$175)들이 1:3의 비율로 작성 및 검토업무를 수행하되 매건당 평균 5시간을 할애할 것으로 보고 그 평균적 비용을 산정, 1회의 정보공개에 \$537.50에서 \$762.50의 비용이 들어 결국 공정공시규정의 적용을 받는 회사들 전체가 1년간 공정공시를 위해 추가적으로 지출하게 되는 금액을 \$34,937,500에서 \$49,562,500 정도(Form 8-K 외<Website>에의 게시 등)의 방식에 의해서 공개할 경우에는 그 비용이 축소될 것으로 추정)가 될 것이라며 공정공시규정에 의해 추가적으로 소요될 비용을 계산하고 있는 것이 흥미롭다. 전계 주 5) Part V. 2.

1. 공정공시규정에 대한 평가

미국의 연방증권법은 투자자들의 시장에 대한 신뢰가 자본시장의 성패를 결정짓는 가장 중요한 요소이며, 그 신뢰는 시장의 공정한 경쟁조건에서 비롯될 수 있음을 인식한 데서 출발하고 있다. 나아가 시장에서의 증권 가격의 모든 정보들을 반영하여 형성된다는 효율적 자본시장가설⁹⁰⁾이 연방증권법과 SEC의 증권제도 운용의 전제가 되고 있기도 하다. 이러한 점에서 특히 1934년 증권거래법 제10조 b항과 그에 기초한 Rule 10b-5는 공정하고 정직한 시장질서를 해치는 내부자거래를 금지하여 왔고 그 적용범위도 단순한 회사의 내부자를 넘어 외부자이더라도 그와 특별한 인적관계가 있거나 회사에 직접 또는 간접적으로 충실의무를 부담하는 자, 회사의 외부 고문 등의 지위에 있으면서 당해 지위상의 권한에서 허용되지 않는 위법한 정보의 취득 및 이용행위 등에까지 확대해 왔다고 할 수 있다. 그렇지만 시장의 효율성을 보장하는 다른 한 축인 증권분석가 등의 역할을 중시하여 증권분석가 등에게 회사로부터 일반공중보다 주요 정보를 먼저 제공해 온 선별적 공시행위가 연방대법원의 Dirks 판결로 인해 당해 정보를 제공하는 자가 자기의 이익을 취하기 위한 것이 아니라면 허용될 수 있었다.

이러한 판결에 대해 개인적 이익의 범위를 넓게 해석해 내부자거래의 적용영역을 확대해 온 SEC는 선별적 공시행위가 그 정보를 취득한 자 및 그의 고객들과 그렇지 못한 일반 투자자 공중과의 관계에서는 정보취득자의 우위를 보장하는 tipper-tippee의 관계와 실질을 같이하므로 이를 제도적으로 제한할 필요를 느껴 그 규제장치로서 제정한 것이 공정공시규정이다. 공정공시규정은 미공개 정보 등이 주로 증권의 거래에 관해 사용되는 것, 따라서 거래라는 결과가 발생한 후에 이를 문제시하거나 또는 내부자 등의 충실의무 등을 위반한 미공개 정보의 제공행위를 금지하는 내부자거래금지제도에서 한걸음 더 나아가 그 이전의 당해 정보의 최초의 공개행위 자체를 문제삼는다. 정보를 사용한 '거래'나 선별적 공시행위가 충실의무를 위반하였는가는 고려함이 없이 당해 정보가 최초의 원천인 회사로부터 그의 재량에 따라 선별적으로 이루어지는 공개행위를 규율대상으로 하기 때문이다. 나아가 정보의 주요성은 특정한 사건, 가령 그것이 주요한 공장을 인수하는 것이라면 인수계약의 체결 또는 그 인수를 위한 이사회 결의 등과 같이 어느 특정한 단계에서 확정적으로 취득되는 것 이라기보다는 인수가 이루어지는 과정에서 일반 투자자의 투자판단에 영향을 줄 충분한 가능성이 인정되는 때 취득된다. 이 점에서 미국의 증권거래법상 보고의무에 기초하여 수시로

90) 앞서 본 '효율적 자본시장가설'은 경제적으로 중요한 정보의 공시행위가 시장에서의 증권 가격에 미치는 이상적 상관관계를 설명하기 위한 것으로 SEC에 의해 규제되는 정보공시제도의 이론적 기초로, 나아가 정보공시 관련 분쟁에 대한 사법적 판단의 기준으로 중요한 역할을 수행한다. 여기서 효율성은 정보공시가 주가에 미치는 영향의 정도에 따라 '약한 효율성' (weak form: 증권의 가격은 당해 증권의 과거의 가격에 체화된 모든 정보만을 반영<따라서 미래의 증권가격을 과거의 가격들로부터 추론해 낼 수 없다>), '강한 효율성' (strong form: 증권의 가격은 공개적으로 접근할 수 있는가를 묻지 않고 모든 정보를 반영), 그리고 그 '중간단계의 효율성' (semi-strong form: 증권가격은 공개적으로 접근가능한 모든 정보를 반영)으로 구분된다. 실제적인 가설의 적용문제는 별론으로 하고 정보의 공시가 어떻게 그리고 얼마나 시장의 증권가격에 영향을 끼치는지에 대해서는 일치된 결론이 내려지지 않은 상태이며, 특히 중간단계의 효율성과 관련해서 경제적으로 중요한 사건의 발표 전과 후의 주가의 변동추이 등의 상관관계에 관한 경험적인 관찰과 연구, 분석이 계속되고 있다. 전계 주 1) James D. Cox et al. op. cit., pp. 28-31.

중요한 사건이 ‘발생’한 때에 SEC에 Form 8-K에 의해 보고해야 하는 의무와는 반드시 같은 성격이라고 할 수 없을 것으로 생각된다. 따라서 내부자거래금지원칙에 비해 SEC가 관여할 수 있는 시간적 기준이 공정공시규정에 의해 앞당겨져 내부자거래를 예방하는 기능도 수행할 것으로 보인다. 한편, 공정공시규정이 내부자거래금지원칙과는 별개의 적용영역을 가지고 있어 두 제도의 적용상의 저촉문제도 발생하지 않는다. 아울러 그 위반에 대한 제재도 SEC가 주도적으로 행할 수 있어 선호하고 있는 행정적인 절차(administrative proceeding)를 통해 이루어질 수 있는 것이어서 법원을 통한 절차에 비해 상대적으로 신속하다는 특징도 갖는다.⁹¹⁾

따라서 공정공시규정이 제 역할을 다한다면 내부자거래금지원칙과 더불어 투자자들로 하여금 자본시장에 대한 신뢰를 확보하도록 하는 한편, 증권에 대한 편파적이지 않은 분석이 시장에 제공되도록 하는 기능을 수행할 것으로 보인다. 공정공시규정이 소수의 증권전문가나 기관투자가 등만을 대상으로 주요 미공개 정보를 제공하여 시장의 공정성과 정직성에 대한 투자자들의 신뢰를 해하는 선별적 공시행위를 제한함으로써 일반 투자자들의 그 정보에의 동시적 접근과 공정한 경쟁을 가능하게 하는 한편 증권분석가들로 하여금 선별적 공시행위의 이익을 향유할 목적으로 회사에 대해 객관적이지 못한 평가를 계속하도록 하지 않을 것이기 때문이다.⁹²⁾

2. 시사점

공정경쟁규정이 제한하고자 하는 선별적 공시행위는 우리나라에서도 유사한 문제를 야기할 수 있다고 생각된다. 증권거래의 역사가 상대적으로 깊지 않고 거래의 규모 역시 크지 않은데다 미국에 비해 직접투자에 의존하는 개인투자자의 비중이 현저히 높은 우리 증권시장에서 특히 내부자거래에 의해 걸러지지 않으나 실상은 신고 또는 공시의무가 발생하기 전의 단계에서 나타날 수 있는 선별적 공시행위는 투자자들 사이의 정보의 불균형을 초래하고 이는 곧 투자자들의 시장에 대한 신뢰를 약화시켜 결국에는 우리 증권시장의 안정과 발전을 저해하는 요소로 작용할 수 있기 때문이다. 또한 선별적으로만 이루어지는 공개는 증권의 불공정 거래를 유발하는 원인이 될 수도 있다. 특히 증권회사의 직원이 관련되는 내부자거래나 증권회사 직원과 당해 회사가 관련되는 주가조작 등의 사안에서 회사로부터 미리 취득된 미공개 주요 정보가 사후적으로 위와 같은 불공정거래에 사용될 경우에는⁹³⁾ 선별적 공

91) 실제로 2001년 12월 2일 7번째로 큰 기업이었던 석유 등 에너지 거래 회사 Enron의 파산신청 후 그 문제점 분석과 예방책 마련을 위해 연방상원의 전문 소위원회 및 법무부 등이 청문회 등 여러 절차를 밟고 있는 가운데, 연방증권법 및 관련 제 규정의 강제권을 행사하는 SEC의 집행부서(Division of Enforcement)의 이사 Stephen M. Cutler는 SEC의 조사 및 법원의 재판과정에서의 지체 등의 문제를 제시하면서 법원을 통해야 하는 민사적 제재(civil penalties)보다는 행정적 제재(administrative proceeding) 권한을 SEC에 더 많이 부여해 달라고 연방상원에 요청하고 있다.

“Enron to Provide 17 Years Records to Senate Panel,” New York Times, 2002. 2. 16, p. B5. 한편, 미국의 증권시장은, 비록 미국 증권제도상의 내부자거래금지행위나 의무적 공개제도에 대한 기준이 다른 법제의 국가(가령 독일 등)에 비해 엄격하다거나 명확하다고 할 수 없음에도, 법제와는 다르게 그 준수문제에 대하여 강제권이 느슨하게 행사되는 대부분의 다른 법제의 국가들과는 달리 효율적으로 또는 엄격하게 집행되는 강제로 인하여 우월한 기반과 매력을 갖고 있는 것으로 평가되고 있다. 전계 주 61) Marc I. Steinberg, op. cit., p. 636, pp. 672ff.

92) 전계 주 5) Part V. A.1.

시에 따른 정보의 취득행위가 결국 불공정거래행위의 예비행위에 다름아니라 볼 수 있기 때문이다.⁹⁴⁾ 경쟁의 불공정성을 초래하는 공개의 선별성은 공개의 수혜자가 되는 증권분석가의 전문성 및 업무성과를 직접적으로 향상시킬 수 있다는 점에서 증권분석가들로 하여금 비공식적인 통로를 통해서라도 정보를 얻도록 무리한 노력을 기울이게 하기도 한다. 한편, 인터넷이라는 새로운 통신수단은⁹⁵⁾ 증권시장의 참여자들을 질적으로 바꾸고 있다. 최근 데이터 트레이딩의 급속한 확산과 더불어 개인투자자들도 증권분석가 등을 통하지 않은 채 증권정보에 동시에 접근할 수 있게 되고, 미공개 주요 정보들의 가치를 증권분석가 등과 같이 분석할 수 있는 개인투자자들도 생겨나고 있기 때문이다. 이러한 현상은 투자자들로 하여금 증권 및 회사에 대한 정보들에 관하여 증권분석가들의 분석에 상대적으로 덜 의존하도록 하는 결과와 함께 회사의 소수의 증권전문가 등 특정인에 대하여만 이루어지는 미공개 정보의 제공행위 등에 의해 그러한 지위에 있지 못한 상대적으로 불이익을 받는 자들이 증가한다는 것을 의미하기도 한다. 여기에 회사의 정보공시행위도 인터넷 등 통신수단의 발달로 더욱 용이해지고 있다. 따라서 특정의 소수에게만 제공되는 미공개 정보의 선별적 공시행위가 긍정될 이유는 더욱 적어진다고 할 수 있다.

우리의 증권거래법령은 이미 상장법인 등에게 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항이 발생한 때에 의무적으로 이를 지체없이 신고 또는 공시하도록 하여⁹⁶⁾ 주요

93) 일요시사, “증시 불공정거래 ‘반드시 적발된다’,” 1999년 7월 4일, 제181호(http://www.ilyosisa.co.kr/ILY0/181/News/Business/Bus_1812201.html)에서 보도되고 있는 실제 사안으로서, ‘열에너지를 이용한 전기전해 폐수처리시스템’이란 신기술을 어떤 회사로 이전되도록 주선하는 과정에서 당해 개발자와 회사로부터 그 정보를 취득한 증권회사의 과장이 당해 사실이 회사에 의해 증권거래소에 공시되기 전에 사채업자로부터 차입한 1억원으로 주식 4,600주를 매수하고 공시된 이후에 전량 매도하여 1억 5,000만원의 매매차익을 올린 미공개 정보를 이용한 부당한 거래행위나, 증권회사의 과장이 1997년 레미콘 제조회사를 방문하여 신기술개발 정보를 취득한 후 다른 증권회사의 직원에게 전달하고 그와 공모하여 당시 30,000원대의 주가를 60,000원대까지 상승시켜 시세차익을 얻은 시세조종행위 등은 증권분석가가 미공개 정보를 먼저 얻은 사실에 기초하여 범해진 위법행위라 할 수 있을 것이다.

94) 증권없는 분석은 그 분석을 “갑속의 칼”에 불과하도록 만들므로, 증권분석가들로 하여금 정보수집에 최대한의 노력을 기울이게 하며, 세계 최고를 자랑하는 우리의 반도체 D램 증권분석가들도 정보의 수집과 관련해서는 공식적인 방식보다는 비공식적인 채널을 활용하는 경우가 많고, 실제로 비공식 채널을 구축한 세계 제일의 반도체 생산업체인 삼성전자 출신 또는 장기간 위 회사를 담당했던 증권분석가들이 증권가에서 받는 높은 스카우트 몸값은 상당부분 이러한 비공식 채널이라는 배경덕분이라고 한다. 주간한국, “증권가 피말리는 정보전쟁,” 2001. 9. 13, 제1888호 (<http://www.hankooki.com/whan/200109/w2001090422381861510.htm>).

95) 2002년 5월 5일 ‘온라인 증권투자 사이버 주식투자’라는 한글 임의 검색어로 인터넷 검색엔진 (<http://www.google.com/search?hl=ko&q=%BF%C2%B6F3%CE+%C1F5%B1C7C5F5%CE+%BB%E7%CC%B9F6+%C1D6%BD%C4C5F5%CE&btnG=%B1B8%B1DB+%B0%CB%BBF6&lr=>)을 활용한 결과 전문화된 증권회사는 물론이고 Yahoo와 다음 커뮤니케이션 등 포털서비스 제공업체 및 천리안과 같은 정보제공업체, 대학의 사이버 주식투자 동아리, 기타 개인들이 운영하는 것까지 인터넷을 통한 증권거래를 경험할 수 있게 하는 주소만 251개가 나타나고 있다. 물론 이러한 인터넷 증권거래 서비스는 종으로 횡으로 증권회사나 전문 증권브로커 등의 인터넷 서비스 제공망과 연결되어 있을 것으로 보이기도 하고 또 어떠한 검색어를 선택하느냐에 따라 검색결과 수가 달라질 수 있어 정확한 인터넷 증권투자 서비스 제공업체 수를 산정하는 기준이 될 수는 없겠지만, 적어도 우리나라가 인터넷을 통한 증권거래가 쉽게 이루어질 수 있도록 하는 외적 조건을 구비하고 있다고 볼 근거는 될 것으로 보인다.

한 미공개 정보들이 증권거래소 등을 통해 일반에 알려질 수 있도록 보장하고 있다. 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 상당수의 사항들이 위 법령에 비교적 상세히 열거되어 있어 공시의무자 등에게 초래될 수 있는 판단의 혼선을 최소화하고 있기도 하다. 대법원도, 증권거래법 위반을 내용으로 하는 형사사건들에서이지만, 공시대상인 ‘사항의 주요성’, 즉 “투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보”를 법인의 경영에 관하여 중대한 영향을 미칠 사실로서 합리적인 투자자라면 그 정보의 중대성과 사실이 발생할 개연성을 비교 평가하여 판단할 경우 유가증권의 거래에 관한 의사를 결정함에 있어서 중요한 가치를 지닌다고 생각하는 정보라고 판시하여 미국의 판례와 유사한 입장을 취하고 있기도 하다.⁹⁷⁾ 따라서 위와 같은 신고 또는 공시제도로 인하여 선별적 공시행위가 상당부분 제한될 수 있다고 생각되는 것도 사실이다.⁹⁸⁾

그러나 법령의 문언상 상장회사 등에게 주요한 미공개 사항을 증권감독위원회, 증권거래소 등에 신고하거나 요구에 의해 공시를 해야 할 의무를 부담시키는 위 증권거래법령의 규정들이 상장회사 등의 증권분석가 등에 대한 중요한 미공개 정보의 선별적 공시행위를 직접 그 적용대상으로 하고 있는 것 같지는 않다. 미공개 주요 정보가 소수의 선택된 증권분석가 등에게만 선별적으로 미리 공개됨으로써 야기되는 정보의 불평등문제를 해소하고자 하는 선별적 공시행위의 규제목적이나 그 적용범위도 일정한 사유가 발생한 때에 증권감독당국이나 거래소 등에 대해 신고나 공시할 것을 요구하는 우리의 위 공시제도의 그것들과 반드시 일치하는지 의문이다. 선별적 공시를 제한하기 위해 필요한 미공개 정보의 ‘주요성’이 취득되는 시점 또한 우리 증권거래법에서 신고 또는 공시의무가 발생하는 시점과 동일한지에 관해서도 마찬가지다. 설령 증권거래소 등에 신고의무를 부담하는 상장회사 등이 신고 이전에 증권분석가 등에게 미리 주요 정보를 공개했다고 하더라도 증권거래법령에서 정하는 기간 내에 신고를 한다면 위 신고 또는 공시의무에 관한 증권거래법상의 제재규정⁹⁹⁾이 신고 전의 선별적 공시행위에 대하여 적절한 제재의 근거가 될 것으로 보이지도 않는다. 아울러 앞서 본 것처럼 미국 역시 1934년 증권거래법 제13조 a항 및 Regulation 13A에 따라 Form 8-K에 의해 수시보고의무 등 주요 사건이 발생하면 이를 공시하도록 하여 우리와 유사한 제도를 두고 있음에도¹⁰⁰⁾ 별도로 공정공시규정을 제정하고 있기도 하다. 이러한 점을 종합할 때 상장회사 등으로 하여금 중요 정보를 공시하도록 하는 우리의 현행 증권거래법령상의 제도가 당해 회사들의 증권분석가 등에 대한 미공개 주요 정보의 선별적 공시행위를 규제하는 장치로 직접 사용될 수 있다고 보기는 어렵지 않나 생각된다.

선별적 공시행위를 제한할 경우 정보의 불평등 해소를 통하여 투자자들로부터 증권시장에 대한 신뢰를 획득하는 대표적 기능 외에도, 증권분석가들로 하여금 비공식적인 채널을 통해

96) 증권거래법 제186조, 증권거래법시행령 제83조, 상장법인공시규정 제4조, 제4조의2, 3, 제5조 및 제20조의3 등 참조.

97) 대법원 1995.6.30. 94도2792 및 대법원 1994.4.26. 선고 93도695 판결 등.

98) 우리 증권감독당국도 미국의 공정공시규정을 우리 증권거래법과 비교함에 있어 공정공시규정과 우리 증권거래법의 상장법인 등의 공시의무조항(증권거래법 제186조)과 이에 따른 상장법인공시규정(제20조의3)을 대비하고 있어 공정공시규정의 취지가 이미 우리 법령에 반영되어 있음을 전제하고 있는 것이 아닌가 생각된다(전계 주 34) 해외금융동향[미국 SEC, 내부자거래 및 공시관련 규정 조항 신설], 100면).

99) 증권거래법의 신고 또는 공시의무의 위반에 대한 제재인 벌금 및/또는 과징금 규정(증권거래법 제211조 제2호 및/또는 제206조의11 제3항) 등.

100) 전계 주 61) 및 전계 주 61) Marc I. Steinberg, op. cit., pp. 657-658의 각주 118 참조.

서까지 정보를 수집하기 위한 노력 대신 공정하게 공개되는 중요한 정보와 중요하지 않은 공개 또는 미공개 정보를 종합하고 분석하는 일에 더욱 매진토록 하여 증권분석가들 사이에서뿐만 아니라 일반 개인투자자들과의 경쟁속에서 분석이라는 본연의 임무를 수행할 수 있게 하고, 미공개 정보의 선별적 제공에서 비롯될 수 있는 증권분석가 등과 관련되는 내부거래 또는 시세조종 등 미공개 정보를 이용한 위법행위도 일정 정도 예방하는 부수적 효과도 함께 거둘 수 있을 것으로 예상된다.

3. 맺 음 말

미국의 SEC가 앞서 본 것처럼 증권거래의 공정성과 투자자 보호를 위해 상당한 시간을 두고 면밀한 준비끝에 법원의 판결에 저촉되지 않으면서도 자기 시장에 맞는 공정공시규정과 같은 새로운 제도를 만들고 그 위반에 대해서는 부여받은 강제권을 유효적절하게 행사하면서 신설된 제도가 가져오는 부작용의 가능성을 배제하지 않은 채 그 시행을 계속적으로 제어·관찰·보완하여 시장의 현실과 규범의 원리가 서로 적응해 가도록 지원하는 태도는 바람직해 보인다. 우리의 시장도 적절한 투자처로서 직접적으로 또는 간접적으로 증권시장을 찾는 개인투자자들이 증가하면서 시장의 기초 구성원으로서의 그들의 역할이 강조되어야 한다. 그러나 우리나라에는 증권과 관련된 사기 등 불공정거래행위와 관련하여 공권력의 개입 없이 손실을 회복할 수 있게 하는 효과적 수단인 집단소송제도가¹⁰¹⁾ 도입되어 있지 않고, 그에 대한 대응도 사기 등 위법행위와 손실액의 입증곤란 등으로 인하여 손해를 입은 투자자들에 의한 손해배상청구 등 민사적 방법보다는 주로 사법기관을 포함한 감독당국에 의한 형사 및 행정 제재 등의 차원에서 이루어지고 있어 증권과 관련된 사기 등 불공정거래행위 등에 대해 투자자들의 능동적인 견제가 활성화되어 있다고 할 수 없다. 이러한 상황에서 투자자들의 보호를 위해서는 증권감독당국의 적극적 역할이 더 요구된다고 할 수 있고, 필요한 범위내에서 증권시장의 공정성을 보장할 수 있는 제도적 장치를 마련하여 시행하는 것도 그 한 방법이 될 수 있다고 본다. 이러한 점을 감안할 때, 심층적인 경험적 분석까지를 토대로 모두에게 공정하게 공개된 정보의 수집과 그에 대한 평가 등의 경쟁의 장을 마련하는 한편 이를 효율적으로 집행함으로써 궁극적으로 투자자들을 보호하고 시장의 건전한 발전에도 모하는 미국의 공정공시규정 및 그 제도가 우리에게도 참고가 될 수 있으리라 생각된다.

■ 참고문헌

- 최경렬, “국내기업의 해외DR발행 현황과 그 문제점,” 『증권법연구』, 제2권 제1호(한국증권법학회, 2001).
- “해외금융동향[미국 SEC, 내부자거래 및 공시관련 규정 조항 신설],” 『금융감독정보』, 2000. 11. 20~11. 25(제2000-47호).
- 일요시사, “증시 불공정거래 ‘반드시 적발된다,’” 1999년 7월 4일, 제181호(<http://www>).

101) Terrence G. Stolly, “Scienter Under the Private Securities Litigation Reform Act of 1995: Unexpected Implications on Director and Officer Liability and D&O Insurance,” 29 Cap. U.L. Rev. 545(2001), p. 546.

- ilyosisa.co.kr/ILYO/181/News/Business/Bus_1812201.html).
- 주간한국, “증권가 피말리는 정보전쟁,” 2001. 9. 13, 제1888호(<http://www.hankooki.com/whan/200109/w2001090422381861510.htm>).
- 2002년 5월 5일 임의 검색어 ‘온라인 증권투자 사이버 주식투자’ 인터넷 검색(<http://www.google.com/search?hl=ko&q=%BF%C2%B6%F3%C0%CE+%C1%F5%B1%C7%C5%F5%C0%DA+%BB%E7%C0%CC%B9%F6+%C1%D6%BD%C4%C5%F5%C0%DA&btnG=%B1%B8%B1%DB+%B0%CB%BB%F6&lr=>).
- Cox, Hillman and Langevoort, *Securities Regulation—Case and Materials* (third edition), Aspen Law & Business, 2001.
- David L. Ratner, Thomas Lee Hazen, *Securities Regulation* (fifth edition), West Group, 1996.
- David L. Ratner, Thomas Lee Hazen, 2002 Supplement to *Securities Regulation* (fifth edition), West Group.
- Larry D. Soderquist and Theresa A. Gabaldon, *Securities Regulation* (fourth edition), Foundation Press, 1999.
- Merritt B. Fox, THE 16TH SOKOL COLLOQUIUM: THE PRIVATIZATION OF SECURITIES LAWS: Regulation FD and Foreign Issuers: Globalization's Strains and Opportunities," 41 *Virginia Journal of International Law Association* (Va. J. Int'l L.) 653 (Spring, 2001).
- Michael A. Harrison, NOTE: Regulation FD's Effect on Fixed-Income Investors: Is the Public Protected or Harmed?" 77 *Indiana Law Journal* (Ind. L.J.) 189 (Winter 2002).
- Anthony T. Horgan, Regulation FD Provides Firm Footing on Selective Disclosure High Wire," 46 *Villanova University Villanova Law Review* (Vill. L. Rev.) 645 (2001).
- John P. Jennings, RECENT DEVELOPMENT: REGULATION FD: SEC REESTABLISHES ENFORCEMENT CAPABILITIES OVER SELECTIVE DISCLOSURE," 32 *St. Mary's Law Journal* (St. Mary's L. J.) 543 (2001).
- Roberta S. Karmel, "Will Convergence of Financial Disclosure Standards Change SEC Regulation of Foreign Issuers?" 26 *Brooklyn Journal of International Law* (Brooklyn J. Int'l L.) 485 (2000).
- Donald C. Langevoort, "Essay, Investment Analysts and the Law of Insider Trading," 76 *Virginia Law Review* (Va. L. Rev.) 1023 (1990).
- Joseph Meister, NOTE: Securities Issuer Liability for Third Party Misstatements: Refining the Entanglement Standard," 53 *Vanderbilt Law Review* (Vand. L. Rev.) 947 (April 2000).
- Lance Myers, "Regulation of securities and Security exchanges in the Age of the Internet: Regulation FD and Private Trading on the Internet: KEEPING PACE WITH CONSTANT CHANGE," 5 *New York University School of Law Journal of Legislation and Public Policy* (N.Y.U. J. Legis. & Pub. Pol'y) 15 (2001/2002).
- Clay Richards, "Selective Disclosure: 'A Fencing Match Conducted on a Tightrope' and Regulation FD—The SEC's Latest Attempt To 'Electrify the Tightrope'," 70

Mississippi Law Journal (Miss. L.J.) 417 (Fall 2000).

Marc I. Steinberg, "INSIDER TRADING, SELECTIVE DISCLOSURE, AND PROMPT DISCLOSURE: A COMPARATIVE ANALYSIS," 22 University of Pennsylvania Journal of International Economic Law (U. Pa. J. Int'l Econ. L.) 635 (Fall 2001).

Terrence G. Stolly, "Scienter Under the Private Securities Litigation Reform Act of 1995: Unexpected Implications on Director and Officer Liability and D&O Insurance," 29 Capital University Law Review (Cap. U.L. Rev.) 545 (2001).

Richard H. Walker and J. Gordon Seymour, "Recent Judicial and Legislative Developments Affecting the Private Securities Fraud Class Action," 40 Arizona Law Review (Ariz. L. Rev.) 1003 (Fall 1998).

Securities Act Release No. 33-7881, SEC Aug. 15, 2000 또는 <http://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>.

http://www.maguriewood.com/news-resources/publications/corporate_services/article605.asp.

Latham & Watkins Corporate Department Bulletin No. 126 • December, 2000 (<http://www.lw.com/pubs/clientalert/htm/alert126.htm#top>).

<http://www.sec.gov/news/extra/seldisal.htm> (2000. 8. 10).

"SEC's Fair Disclosure Rules Vex the Financial Community," New York Law Journal, 2000. 8. 23.

"New SEC Rule a Boon for Lawyers Call Regulation FD the corporate attorney full employment act," New Jersey Law Journal, 2000. 8. 28.

"D? aftermath: busy lawyers," The National Law Journal, 2000. 8. 28.

"Enron to Provide 17 Years Records to Senate Panel," New York Times, 2002. 2. 16.