

# 영화 『월스트리트』에 대한 증권법적 고찰\*

성 희 활

(증권선물거래소, 법학박사, 뉴욕주 변호사)

## 【초 록】

영화 『월스트리트』는 1980년대 증반 제4차 M&A 과도 당시의 미국 증권시장과 그 속에서 명멸하는 인간의 탐욕을 잘 보여주고 있는 작품으로서, 특히 증권법적 주제를 많이 포함하고 있어 case study를 통한 이론적 성찰에 큰 도움이 된다.

본 논문은 이 영화에서 나타나는 주요 이슈에 대해서 미국과 우리나라의 증권법을 비교법적으로 고찰하고, 향후 우리나라 증권법의 개선을 위한 시사점을 도출하는 방식으로 작성되었다. 연구대상이 된 주요 이슈는, ① 내부정보 수수에 따른 책임, ② 내부정보의 범위, ③ 시세조종의 성립요건, ④ 조회공시에 대한 'no comment' 답변의 적절성, ⑤ 공개매수의무 발동요건, ⑥ 그린메일, ⑦ 증권범죄에 대한 집행 등이다.

이 영화의 시사점에 힘입어 제시한 우리나라 증권규제의 개선방향에 대한 의견은 다음과 같다. 우선 내부정보와 내부자의 범위를 정함에 있어 회사와의 관련성을 요구하는 신임의무적 입장보다는 투자자보호 강화 차원에서 시장의 완전성을 중시하는 입장으로 전환하여 규제범위를 확대하는 것이 바람직하다. 시세조종과 관련해서는 인터넷을 통한 허위사실 유포가 과거에 비할 수 없이 위험성이 크므로 특별 검색엔진을 통한 상시 모니터링이 중요하다.

\* 본고의 내용은 필자의 개인 의견이며 증권선물거래소의 공식 견해와는 무관함.

한편, 조회공시에 관해서는 기업의 비밀유지 차원에서 중대한 사항에 대해서는 공시유보를 인정하고, 이에 대한 조회공시의 경우 'no comment'로 공시할 수 있도록 하는 것이 필요하다는 생각이며, 공개매수의 경우 일본과 같이 경영권을 좌우할 수 있는 대량의 지분이동시에는 소수의 자로부터 매입하는 경우도 공개매수 방식을 따르도록 하여 소액주주를 보호하는 것이 바람직하다. 그린메일에 관해서는 현행 법령상의 자시주 취득 규제를 우회하여 대상회사의 계열사를 통하여 탈법적으로 부당이득을 취할 여지가 많으므로 계열사까지도 고려한 그린메일 방지 입법이 필요하다는 의견이며, 마지막으로 불공정거래에 대한 억제효과를 제고하기 위해 과징금 등 금전적 제재와 '행정상 화해'(administrative settlement)를 전향적으로 검토할 필요성을 제시하였다.

---

주제어 : 윌스트리트 / 내부자거래 / 내부정보 / 신임의무 / 시세조종 / 조회공시 / 공시유보 / 공개매수 / 그린메일 / 행정상 화해 / 불공정거래

**【차 례】**

I. 머리말	3. 시세조종 관련
1. 영화 소개	4. 조회공시 관련
2. 영화의 시대적 배경	5. M&A를 위한 공개매수 관련
II. 주요 장면에 대한 증권법적 고찰	6. 그린메일 관련
1. 내부정보 수수에 따른 책임 관련	7. 증권범죄에 대한 집행 관련
2. 내부정보의 범위 관련	III. 맺음말

**I. 머리말**

**1. 영화 소개**

이 영화는 1987년, Oliver Stone<sup>1)</sup>이 감독하고 Michael Douglas와 Charlie Sheen이 주인공으로 출연하여 제작되었다. 미국 자본주의의 심장이라 할 수 있는 Wall street와 그 속에서 살아가는 탐욕의 군상들의 성공과 추락을 통해 증권시장뿐만 아니라 인생의 궁극적 가치에 대해서도 다시 한번 생각하게 만드는 수작이다. 탐욕의 화신이자 월가의 거물인 고든 게코(Gordon Gekko) 역의 마이클 더글라스는 이 영화로 '88년 아카데미 및 골든글러브 남우주연상을 수상하였고, 성공을 향한 야망에 불타는 젊은 브로커 버드 폭스(Bud Fox) 역의 찰리 쉐인은 아버지 Martin Sheen과 같이 이 영화 속에서도 부자로 출연하여 화제가 되었다.

영화의 줄거리를 간략히 요약하면 다음과 같다. 성공에 대한 불타는 야망을 가진 NYU 출신 증권 브로커인 주인공 폭스는 큰손 고객을 잡기 위해서 월가에서 악명 높은 금융가 게코에게 끈질긴 구애의 손길을 펼친다.

1) 올리버 스톤 감독은 1946년, 증권 브로커였던 부친 밑에서 태어나 예일대를 중퇴한 후 NYU를 졸업. 그 후 지금까지 20편의 영화를 감독하였으며 '플래툰'과 '7월 4일생'으로 2번의 아카데미 감독상과 3번의 골든글러브 감독상을 수상하였다. 대체로 사회적 문제의식이 강한 영화를 추구하고 있다.

1980년대의 전설적인 기업사냥꾼이었던 이반 보에스키를 모델로 한 계코는 실제 보에스키가 그러했듯이 미공개 내부정보를 이용한 거래와 기업인수후 분할매각에 의해 엄청난 재산을 형성하여 왔다. 폭스는 계코의 지시에 따라 부지런히 각종 내부정보를 불법적인 수단으로 입수해 전달하고, 계코는 이를 바탕으로 내부자거래 및 기업인수를 통해 부를 축적해 나가면서, 젊은 날의 자신을 닮은 폭스에게 부귀영화를 제공한다.

한편, 버드는 아버지가 평생을 바쳐 근무해 온, 파산상태의 블루스타 항공사를 순수한 마음으로 인수할 것을 계코에게 건의하고 추진하지만, 계코는 버드의 바람과는 달리 몰래 분할매각을 추진한다. 이에 버드는 계코를 배신하고 그의 라이벌인 와일드만경에게 블루스타를 인수할 것을 역제안하게 되고, 계코에게 복수할 기회를 노리던 와일드만은 버드를 앞세워 주기를 조작하여 계코에게 엄청난 손해를 안기고 블루스타를 인수한다. 그러나 곧 버드는 그 동안의 내부자거래 등으로 SEC와 검찰 등에 의해 사무실에서 체포되고, 유죄협상(plea bargain)을 통해 계코의 불법행위의 증거를 비밀리에 녹음해서 검찰에 제공한다. 마지막 장면에서 법원으로 출두하는 아들 버드를 전송하는 아버지는 땀 흘려서 가치를 생산해내는 노동의 신성함을 이야기하면서 아들을 격려한다.

## 2. 영화의 시대적 배경

영화는 오프닝 크레딧이 끝나고 뉴욕증권거래소의 플로어를 배경으로 1985년이라는 연도가 표시되면서 본격적으로 시작된다. 1980년대 레이건 행정부는 전임 카터 정부의 규제완화 정책을 한층 더 박차를 가하였고 이에 따라 금융관련 규제가 대폭 완화되면서 M&A가 활발하게 되었다. 그리하여 1980년대 중반을 전후하여 소위 제4차 M&A 파도가 휩쓸게 된다.<sup>2)</sup> 이 시대 M&A의 특징을 들자면, 우선 정크본드(투기등급 채권) 시장이 급성장하고, 이를 이용한 LBO(Leveraged Buyout: 차입매수) 방식의 적대적 공개매수가 활발하였으며, 인수후 분할매각을 통한 차익 도모가 M&A 거래의 대표적인 유형이었다는 점 등을 들 수 있다.

이 시대의 major player들로는 정크본드의 제왕이라 불리던 마이클 밀켄(드럭셀 변형 램버트 증권사 채권부장), 데니스 레빈(드럭셀 전무), 기업사냥꾼 이반 보에스키, 칼 아이

2) 시기별로 분류할 때 통상 제1차 파도(1897~1904), 제2차 파도(1926~1930), 제3차 파도(1965~1970), 그리고 1980년대의 제4차 파도로 구분된다.

칸, 그린메일의 제임스 골드스미스, RJR 나비스코에 대한 사상 최대규모의 LBO를 성공시킨 KKR 펀드 등이 유명하다. 그러나 이들 중 보에스키와 밀켄 등이 증권사기로 뉴욕 남부 연방지검의 루디 줄리아니 검사에 의해 기소되어 처벌받고, 더욱이 1987년 10월의 블랙먼데이 사태를 거치면서 제4차 M&A 파도는 서서히 막을 내리게 된다.

## II. 주요 장면에 대한 증권법적 고찰

### 1. 내부정보 수수에 따른 책임 관련

#### (1) 영화속 장면

버드 폭스는 Bluestar항공사의 정비사 노조위원장인 아버지를 모처럼 방문하여 이런 저런 이야기를 나누다가, 작년 Bluestar의 항공사고에 대한 FAA(연방항공우주국)의 잠정 조사결과를 듣게 된다. 즉, 동 사고는 항공사의 과실이 아니라 기체결함으로서 제작사의 잘못이며, 따라서 Bluestar의 책임은 없는 것으로 결론이 지어지고 곧 정지된 항공노선도 재개될 것이며, 조사결과는 곧 공표될 것이라는 것이다.

폭스는 이 사실을 정보의 출처는 밝히지 않고 게코에게 알려 주고, 게코는 이에 기하여 Bluestar 주식을 매입할 것을 폭스에게 지시하였다. 폭스 자신은 블루스타 주식을 매수하지 않은 것으로 보인다. 게코의 매입 다음날 신문에 FAA의 조사결과가 공표되고 폭스는 회심의 미소를 짓는 가운데 동 주식은 개장부터 큰 폭으로 상승한다.

이 장면에서 버드 폭스와 그의 아버지, 그리고 게코의 내부자거래 관련 법적 책임은 어떻게 되는가?

#### (2) 분석

##### 1) 미국의 경우

구체적 상황분석에 앞서 분석의 기본틀이라고 할 수 있는 미국의 내부자거래 규제이론에 대해서 살펴본다. 미국에서는 내부자거래에 대한 규제체계가 성문법이 아니라 연방법원의 판례법에 의해 발전하여 왔다. 시대순으로 보면 1960년대의 정보소유이론, 1980년대의 신임의무이론, 그리고 1990년대의 부정유통이론이 순차적으로 Rule of Law가 되었다.<sup>3)</sup>

내부자거래 규제범위가 가장 넓은 ‘정보소유이론’(Possession Theory)은 미공개 중요정보를 보유한 모든 자는 그 정보가 공시되기 전에는 거래를 하지 못한다는 입장이다. 동 이론이 지향하는 바는 시장참여자간 또는 거래 당사자간의 완전한 정보평등으로서 내부자거래 규제 취지에서 보면 가장 이상적이라 할 수 있다. 그러나 연방대법원은 정보소유이론의 규제범위가 지나치게 넓다는 생각에서 1980년에 ‘신임의무이론’(Fiduciary Theory)을 취하여 규제범위를 대폭 축소하게 된다. 즉 내부자거래의 규제근거를 회사법상의 신임의무로 삼아 회사 또는 주주의 이익이 침해되지 않는 한 내부자의 정보이용거래는 문제되지 않는다는 것이다. 이에 따라 인쇄소 직원이었던 Chiarella가 공개매수 시도 기업이 인쇄를 맡긴 서류에서 공개매수 대상기업을 문맥상 추정하여 거래한 사건에서 이 인쇄공은 공개매수 시도 기업의 내부자가 아니므로 그 기업과 주주, 그리고 거래 상대방 모두에게 어떠한 신임과 신뢰관계(relationship of trust and confidence)를 지고 있지 않다는 판단에 따라 무죄 판결이 내려졌다.<sup>4)</sup>

‘부정유용이론’(Misappropriation Theory)은 신임의무이론이 지나치게 규제범위를 축소하여 내부자거래의 규제가 효과적으로 이루어지지 못하고 있다는 반성에서 그 규제범위를 확대한 것이다. 거래대상 기업이나 그 주주에 대한 신임관계는 없다 하더라도 미공개 정보의 보유주체(source of information)에 대한 신임관계를 위반하여 거래를 한 경우에도 내부자거래의 책임이 있다는 것이 부정유용이론의 핵심이다. 이를 위의 Chiarella case에 적용하면 인쇄공은 공개매수 시도 기업의 내부자가 아니므로 동 기업에 대한 신임의무는 없지만, 인쇄를 의뢰받은 인쇄소에 대해서는 그 소속 직원으로서 비밀유지 및 충실의무를 부담하는데 이를 위반하여 거래를 하였으므로 내부자거래의 책임이 있다는 것으로 이론구성이 된다. 그러나 부정유용이론은 신임의무의 존재를 거래대상기업에서 정보의 보유주체로 확대하여 내부자거래 규제범위를 확대하였으나, 신임의무의 존재 자체를 요구하지 않은 정보소유이론과는 달리 신임의무를 기본적 요건으로 삼고 있다는 점에서 부분적인 한계가 있다. 이러한 측면에서 미국의 현행 내부자거래 규제는 시장의 완전성(Integrity)을 보호법적으로 하는 EU나 호주와는 달리 신임관계를 보호법적으로 하고 있다고 볼 수 있다.<sup>5)</sup>

3) 정보소유이론은 SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 (2nd Cir. 1968), 신임의무이론은 Chiarella v. United States, 445 U.S. 222(1980), 부정유용이론은 United States v. O’Hagan, 117 S.Ct. 2199(1997)에 의해 확립되었다.

4) 김정수, 『현대증권법원론』(박영사, 2002), 617면 참조.

5) 박임출, “내부자거래의 규제법제의 개선방안,” 『증권법연구』, 제4권 제2호(한국증권법학회, 2003), 70-72면도 동일한 입장.

영화 속의 상황은 내부자로부터 정보를 받은 1차 수령자가 그 정보를 타인으로 하여금 이용하게 한 Dirks case와 유사하다.<sup>6)</sup> 1983년에 나온 Dirks case는 1980년의 Chiarella case의 신임의무이론을 따르고 있다. 다만, Dirks case는 내부자의 책임이 아니라 정보제공자와 정보수령자의 책임을 다뤘다는 점에서 또 다른 증권법적 의의가 있다. Dirks case에서 연방대법원은, 내부자거래의 기본적 성립요건으로 비밀유지의무 등을 포함한 충실의무 내지 신임의무의 존재를 요구하는 신임의무론의 입장에서 Dirks의 책임을 부정한 바 있다. 즉 정보수령자의 책임은 정보를 전달한 내부자의 책임으로부터 파생하는데, Dirks case에서는 내부자가 정보제공의 대가로 아무런 개인적 이득(personal benefits)을 취한 것이 없기 때문에 내부자의 신임의무 위반이 없고, 따라서 파생적으로 Dirks의 책임도 없다는 것이다.<sup>7)</sup>

Dirks case의 법리를 이 상황에 대입시켜 보면, 우선 폭스의 아버지는 Dirks case에서의 내부자와 마찬가지로 아무런 개인적 이익 없이 아들에게 살아가는 이야기를 하다가 정보를 전달하게 된 것이어서, 자신의 회사인 블루스타 항공사에 대한 신임의무 위반이 없다. 따라서 파생적인 책임을 지는 아들 버드의 책임도 이에 연동되어 책임을 물을 수 없는 것처럼 보인다.

그러나 이 장면같이 가족간의 관계에서 정보가 수수되는 경우에는 Dirks와 다소 다른 결론이 나올 수 있다. 즉, 2000년에 도입된 SEC Rule 10b5-2에 따르면 가족간의 정보수수시 원칙적으로 비밀유지의무를 인정하며, 다만 과거의 관행 등 여러 가지 정황상 비밀유지의무가 존재한다고 보기 어려운 예외적인 경우에는 비밀유지의무를 면제하고 있다.<sup>8)</sup> 따라서 이 상황에서는 버드의 비밀유지의무를 부정할 특별한 상황이 없고, 더욱이

6) Dirks v. SEC, 463 U.S. 646, 1983. 이 사건은 증권회사 임원이었던 Dirks가 기업의 내부고발자로부터 분식회계 등의 제보를 받고 고객에게 알려 거래하게 한 사건으로서 1차 정보수령자인 Dirks의 정보제공행위가 문제되었던 case로서, 형사사건이 아니라 SEC가 증권사 직원인 Dirks에 대해서 행정처분으로 징계를 한 데 대해서 Dirks가 동 징계처분의 취소를 구하는 민사소송으로 진행되었다.

7) 결국 정보수령자가 2차, 3차, 4차로 계속 이어지더라도 1차 정보수령자의 책임, 나아가 정보제공자의 신임의무 위반에 대한 책임이 없는 한 그로부터 파생된 그 후의 모든 거래자의 책임은 없다는 것이 Dirks case의 요지이다. 김정수, 전게서, 621면.

8) Securities Exchange Act SEC Rule 10b5-2(b)(3).

For purposes of this section, a "duty of trust or confidence" exists in the following circumstances, among others:

Whenever a person receives or obtains material nonpublic information from his or her spouse, parent, child, or sibling; provided, however, that the person receiving or obtaining the information may demonstrate that no duty of trust or confidence existed with respect to the information, by establishing that he or she neither knew nor reasonably should have known that the person who was the source of the information expected that the person would keep the information

브로커로서의 직업을 고려하면 버드의 비밀유지의무의 존재는 확실해 보인다. 따라서 폭스는 내부정보의 제공에 대한 책임을 지게 된다. 그리고 계코의 내부자거래 책임이 인정되는 경우에는 정보전달자에 대한 연대책임을 묻는 증권거래법 제20A에 의하여 동시기 거래자에 대하여 계코와 연대로 민사상 손해배상책임도 부담해야 할 것이다.<sup>9)</sup>

한편, 계코는 정보에 기하여 거래를 행한 정보수령자인데, 정보수령자의 책임이 성립하기 위해서는 ① 정보를 전달한 자가 신임의무를 위반할 것, ② 수령자가 이 위반 사실을 알 것, ③ 수령자가 전달자에 대한 비밀유지의무를 위반하여 거래를 할 것이 요구된다. 요건 ①이 충족되기 위해서는, 1차적으로 폭스의 아버지에 대한 비밀유지의무 위반과 보다 근본적으로 정보의 원천인 아버지의 회사에 대한 신임의무 위반이 필요하다.

그런데 앞에서 살펴본 바와 같이, 아버지가 아들과 대화중 자기 회사에 대한 이야기를 하는 것은 자연스러운 상황이라고 볼 여지가 많기 때문에 아버지는 신임의무를 위반하였다고 보기 어렵고, 다만 버드는 SEC Rule 10b5-2에 의해 비밀유지의무를 지고 있다. 따라서 계코가 정보의 출처를 알았다면, 버드가 비밀유지의무를 위반하여 자신에게 내부정보를 전달해 주는 것을 안 상태에서 그 정보에 기하여 거래를 하는 것은 내부자거래에 해당되겠으나, 여기서는 버드가 정보의 출처 없이 브로커로서의 일상적인 정보수집 결과를 고객에게 권유하는 것으로 되어 있기 때문에 내부자거래로 보기는 어려울 것이다.

## 2) 한국의 경우

우리나라는 증권거래법 제188조의2 제1항에서 내부자거래의 성립요건으로 미국과 같은 신임의무 위반을 필요로 하지 않고, 내부자 및 정보수령자가 그 정보를 이용하거나 타인으로 하여금 이용하게 하면 책임을 지게 된다. 이러한 규제체계는 정보평등과 시장의 완전성을 규제이념으로 보는 것으로 해석할 수 있다.<sup>10)</sup>

---

confidential, because of the parties' history, pattern, or practice of sharing and maintaining confidences, and because there was no agreement or understanding to maintain the confidentiality of the information.

### 9) Securities Exchange Act §20A - Liability to Contemporaneous Traders for Insider Trading

#### c. Joint and several liability for communicating

Any person who violates any provision of this title or the rules or regulations thereunder by communicating material, nonpublic information shall be jointly and severally liable under subsection (a) of this section with, and to the same extent as, any person or persons liable under subsection (a) of this section to whom the communication was directed.

이러한 점에서 아버지의 책임을 보면, 아버지는 회사내부자의 신분에서 아들에게 정보를 전달하였으나 그 정보를 이용하게 하였다고는 보기 어려우므로 내부자거래 책임이 없다고 할 것이다. 정보를 이용하게 하는 행위가 성립하기 위해서는 자신이 전달하는 정보가 내부정보라는 사실과, 수령자에게 그 이용을 적극 권유하거나 적어도 수령자가 그 정보를 이용할 것이라는 정도는 인식하고 있어야 하기 때문이다. 물론 아들이 증권 브로커인 점을 알고 있으므로 정보이용 가능성에 대한 인식이 있었을 수도 있지만, 이 영화에서 버드의 아버지는 전형적인 블루칼라 노동관의 소유자로서 증권시장에 대한 이해가 부족하기 때문에 아들의 내부자거래 가능성에 대한 인지를 기대하기는 어려운 상황이다.

버드 폭스의 경우는 1차 정보수령자로서 본인이 정보를 이용하거나 타인으로 하여금 이용하게 하면 내부자거래의 책임이 있다. 여기서 폭스는 자신이 게코에게 전달하는 정보가 내부정보라는 것을 알고 있고, 이 정보를 전달하면 게코가 거래에 이용할 것이라는 것을 인식하면서 정보를 전달하였으므로 ‘이용하게 하는 행위’에 해당되어 내부자거래 책임을 지게 될 것이다. 게코의 경우는 정보수령자의 책임을 1차 수령자까지만 추궁하는 우리 거래법하에서는 2차 수령자에 해당되어 아무리 큰 이익을 얻어도 내부자거래의 책임이 없다.<sup>11)</sup>

### (3) 시사점

정보의 열위에 있는 일반투자자의 입장에서는 버드 폭스의 내부정보 전달행위와 게코의 이용행위는 모두 비난받아 마땅한 행위로 보인다. 그러나 미국과 우리 현행법하에서는 이러한 행위들을 처벌하기 어려운 점이 있으므로 보다 강화된 룰을 만들 필요가

10) 헌법재판소는 내부자거래 규제의 목적이 “증권매매에 있어 정보면에서의 평등성 즉 공정한 입장에서 자유로운 경쟁에 의하여 공정한 거래를 하게 함으로써 증권시장의 거래에 참여하는 자로 하여금 가능한 동등한 입장과 동일한 가능성 위에서 증권거래를 할 수 있도록 투자자를 보호하고 증권시장의 공정성을 확립하여 투자자에게 그 신뢰감을 갖게 하려는 데에” 있다고 한 바 있다(헌재 1997. 3. 27. 94헌바24). 다만, 현행법상의 내부자거래 요건은 규제대상자와 규제대상정보가 회사와 관련이 있을 것을 요구함으로써 신임의무론적 요소도 있다고 판단된다.

11) 신동방 미공개정보이용 사건(대법원 2001. 1. 25 판결 2000도90) 참조. 이 사건에서 검찰은 정보를 제공한 1차 수령자와 이를 받아 거래에 이용한 2차 수령자를 공동정보원으로 기소하였으나, 대법원은 1차 수령자의 이용하게 한 책임이 성립하기 위해서는 2차 수령자의 존재가 필수적으로 요구되는 대항범 이론에 따라 처벌규정이 없는 2차 수령자에 대해 공범성립을 부정하였다. 그러나 이 사건에서 형제지간인 1차와 2차 수령자가 처음부터 공모하였다는 점에 대하여 검찰의 소명이 부족함을 지적한 것을 볼 때, 모든 정보수수 관계가 1차와 2차 수령자의 관계가 되고, 2차 수령자는 무조건 책임이 없는 것으로 보기는 어렵다. 구체적 사실관계의 입증에 따라 공동 1차 수령자가 될 수도 있는 것이다.

있다고 본다. 바람직한 개선방향은, 현행 우리 법과 같이 신임의무에 관계없이 정보수수 행위를 처벌하면서 정보수령자의 범위를 2차 이상 수령자로 확대하는 것이라고 본다. 미국과 같이 신임의무를 요구하면 논리체계상 신임의무 없는 많은 행위들이 규제를 회피할 수 있게 되고, 우리나라와 같이 1차 수령자만 처벌하면 엄청난 부당이득을 누린 2차 이상 수령자에 대한 단죄가 어렵기 때문이다.

## 2. 내부정보의 범위 관련

### (1) 영화속 장면

#### 1) 대량주문 정보도 내부정보인가?

폭스가 게코를 처음 만나고 나올 때, 게코는 일부러 폭스가 들을 수 있도록 큰 소리로 텔다제지 주식에 대한 대량매수 주문을 흘려 폭스가 선행매매(front running)할 수 있는 기회를 제공한다.

#### 2) 자기 자신의 거래계획에 대한 정보를 제공할 수 있는가?

앞의 1)의 상황에서 게코는 텔다제지에 대한 대량보유보고서 제출 준비 및 공개매수 계획에 대해서도 폭스가 알아들을 수 있도록 측근에게 큰 소리로 지시한다. 이 영화에서 게코는 회사 등 조직에 소속되어 있지 않은 소위 큰손 투자자이다.

#### 3) 본인의 노력에 기하여 획득한 정보도 내부정보인가?

게코는 내부정보를 자꾸 요구하면서 M&A업계의 거물인 와일드만이 최근 뭔가를 노리는 것 같으며 누구를 만나는지, 어디를 가는지에 대해서 탐문할 것을 요구한다. 폭스는 그러한 미행은 불법 내부정보 이용이라며 곤란해 하다가 결국 게코와의 관계유지를 위해서 마지못해 동의한다. 그 이후 와일드만을 비밀리에 미행하여 펜실베이니아주 이리로 자가용 비행기를 타고 가는 것을 확인하고 게코에게 알려준다. 게코는 이 사실을 바탕으로 와일드만이 애너콧제철을 인수할 것이라는 심증을 굳히고 동사의 콜옵션과 주식의 대량매수에 들어간다.

4) 흡친 정보도 내부정보인가?

폭스는 돈이 되는 중요한 정보를 입수하기 위하여 어느 청소용역회사에 투자할 것처럼 속여서 그 회사의 임시 감독직을 얻는다. 그리고 직원 복장을 하고 소속 청소원들이 청소하는 것을 감독하는 것처럼 하여 청소대상 로펌들을 출입한다. 주로 밤에 로펌 건물 내에서 어슬렁거리면서 주요 서류를 몰래 복사해서 공개매수와 같은 중요 정보를 획득한다.

(2) 분석

1) 대량주문 정보 관련

미국의 경우 상장회사의 업무와 관련 없이, 유가증권의 수요·공급에 관련된 소위 ‘시장정보’(market information)<sup>12)</sup>도 내부정보에 포함되어 규제되므로 일응 동 정보를 이용하는 경우 불법 내부자거래에 해당되는 것처럼 보인다. 그러나 내부자거래를 구성하기 위해서는 신임의무 위반이라는 요건이 필요한데, 여기서는 정보를 이용하게 만든 게코는 본인이 주문주체이므로 누구에게도 신임의무를 지고 있지 않고, 또한 폭스에게도 비밀을 유지할 것을 부탁한 것도 아니므로 폭스는 직·간접적으로 게코에 대한 신임의무를 부담하지 않는다. 따라서 폭스가 동 정보를 이용하여 거래하더라도 내부자거래로 보기 어렵다.

우리나라의 경우 특정 증권에 대한 대량주문 정보는 상장회사의 업무와 관련이 없어서 내부정보에 해당되지 않는다. 마찬가지로 ‘정책정보’도 규제대상이 아니다. 우리나라에서는 상장회사의 업무와 관련된 내부정보가 아닌 외부정보로서 규제되는 것은 공개매수에 관한 정보가 유일하다.

이 건에서 내부자거래에는 해당되지 않지만 증권회사 임직원에 대하여 적용되는 선행매매 규제가 있을 수 있는데,<sup>13)</sup> 여기서는 폭스가 주문을 수탁 받은 증권회사 임직원이 아니므로 폭스에게는 적용되지 않고, 따라서 폭스는 동 정보를 이용하여 거래하더라

12) ‘시장정보’의 예를 들자면, 특정 유가증권에 대한 대량주문 정보, 애널리스트의 분석 정보, 언론의 분석 기사 등을 들 수 있다. 이와 대비되는 개념으로 ‘정책정보’가 있는데, 특정 유가증권보다는 시장전체에 영향을 미치는 정보로서 금리·환율·경제정책 등을 들 수 있다. 김건식, 『증권거래법』, 제4판(두성사, 2006), 266면 참조.

13) 선행매매는 증권거래법 시행령 제36조의3(증권회사 등의 금지행위) “제5호. 고객의 매매주문동향 등 직무와 관련하여 알게 된 정보를 자기 또는 제3자의 이익을 위하여 이용하는 행위”에 따라 규제되며, 증권회사 임직원이 이를 위반하는 경우 별도의 형사처벌조항 없이 금감위에 의한 당해 증권회사 영업의 전부 또는 일부정지 기타 임원해임요구 등 행정처분에 처해질 수 있다. 다만, 직원에 대한 제재조치는 직접 규정하고 있지 않다.

도 내부자거래 및 선행매매 책임이 없다고 할 것이다.

### 2) 자기자신의 거래계획에 대한 정보 제공 관련

공개매수를 하고자 할 때 통상 시장에서 일정 지분까지(보통 5%) 미리 매집하는 것이 관행이다. 뿐만 아니라 자기 자신이 정보생성의 주체인 경우 그 정보를 이용한다고 하더라도 내부자거래 책임을 묻기는 상식적으로도 곤란하다.

미국에서는 자신이 계획하고 있는 공개매수 등의 정보를 이용하여 미리 매수하는 경우 내부자거래 책임의 근본이 되는 신임의무 위반이 없고, 타인에게 동 정보를 이용하게 하더라도 제공자의 신임의무 위반이 없으므로 수령자의 신임의무 위반도 없어서 내부자거래 책임이 없다고 본다.

우리나라의 경우 거래법 제188조의2 제3항에서 공개매수인 및 그 관련자들이 대상기업의 주권 등의 매매 기타 거래와 관련하여 그 정보를 이용하거나 다른 사람으로 하여금 이용하게 하지 못한다라고 하고 있다. 따라서 자신의 공개매수 계획을 본인의 거래에 이용하는 것은 책임을 묻기가 어렵지만,<sup>14)</sup> 타인에게 제공하는 행위는 내부자거래에 해당될 수가 있다.

### 3) 본인의 노력에 기하여 획득한 정보 관련

미국은 내부정보의 범위를 상장회사의 업무관련 정보로 제한하지 않고 있어서 공개매수 외에도 M&A에 관련된 정보는 대표적인 내부정보에 해당한다. 그러나 폭스가 와일드만을 미행하여 행선지를 알아내고 그 사실을 바탕으로 애너콧제철에 대한 M&A를 추정하는 것은 일반적인 정보들을 본인의 노력으로 조합하여 만들어낸 것으로서 내부정보를 이용한 거래로 볼 수 없다. 다만, 미행행위가 사생활 침해가 될 여지는 있으나 내부자거래 규제와는 무관하다.

우리나라의 경우, 우선 M&A 관련정보는 공개매수 외에는 내부정보에 해당되지 않

14) 법문언을 기계적으로 적용하면 공개매수인이 공개매수에 관한 정보를 이용하여 거래를 한 것으로 되어 책임이 있다고 할 여지는 있으나 실효성에는 의문이다. 정보생산주체의 책임과 관련하여, 화승강업사건에서 법원은 화승강업의 대주주인 화승R&A(‘화승’)로부터 경영권을 인수하면서 동 정보를 이용하여 화승강업의 주식을 미리 매수한 피고인에 대하여, “정보는 화승이 그 소유의 주식을 위 피고인에게 처분함으로써 스스로 생산한 정보이지 직무와 관련하여 알게 된 정보가 아니고, 위 피고인은 당해 정보를 화승으로부터 전달받은 자가 아니라 화승과 이 사건 주식 양수계약을 체결한 계약 당사자로서 화승과 공동으로 당해 정보를 생산한 자에 해당”한다라고 하면서 피고인의 내부자 및 정보수령자의 신분을 부정하였다(대법원 2003. 11. 14 판결 2003도686).

는다. 그리고 누가 누구를 만나고 어디를 가고 하는 정보들은 일반에 노출되어 있어 개인의 노력에 의해 얼마든지 알 수 있는 정보이고, 더욱이 M&A의 정확한 정보의 입수도 아니고 이를 바탕으로 M&A를 추정하여 거래에 이용하는 것은 내부자거래로 볼 여지가 없다.

4) 훔친 정보 관련

미국은 우리나라보다 내부정보의 범위를 넓게 인정하고 있지만, 훔친 정보나 우연히 얻은 정보를 이용하는 거래는 내부자거래로 보고 있지 않다. 이와 관련하여, 2000년 3월에 적발된 최초의 인터넷을 기반으로 한 내부자거래로 알려진 Freeman 사건을 살펴볼 필요가 있다. 동 사건에서는, 투자은행의 임시직 문서작성 보조로 일했던 자가 프린터나 복사기 주위에서 알아낸 정보를 이용하여 인터넷 채팅룸에서 만난 자들과 함께 거래한 행위를 내부자거래로 처벌하였는데, 이것은 훔친 정보가 아니라 Freeman이 직무와 관련하여 획득한 정보로 볼 수 있고, 따라서 이 정보를 이용하면 회사에 대한 비밀유지의무 내지 신임의무를 위반하는 행위가 되어 불법 내부자거래가 된다.<sup>15)</sup>

우리나라는 상장회사의 업무관련 정보를 알게 된 자가 이를 이용하거나 타인으로 하여금 이용하게 하는 행위를 규제하고 있다. 그러나 알게 된 경위가 행위자의 직무와 관련하여 알게 될 것을 요구하므로 훔친 정보를 이용하는 것은 내부자거래가 아니라고 볼 것이다.

(3) 시사점

내부자거래 규제의 기본철학을 보면 미국과 같이 회사와 주주에 대한 신임의무의 위반 입장과 유럽 여러 나라가 취하고 있는 증권거래에 대한 투자자의 신뢰 내지 시장의 완전성 저해 입장이 있다. 최근 내부자거래 규제 관련 국제적 동향은 시장의 완전성 입장이 주류를 이루고 있는 것으로 보인다.<sup>16)</sup> 특히, 내부자거래 규제범위가 세계에서 가장 넓다고 할 수 있는 호주에서는 “투자자의 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 정보”는 모두 내부정보이고,<sup>17)</sup> 내부자는 “내부정보를 알고 있는 모든 자”이므로<sup>18)</sup> 훔친 정보든 우

15) <http://www.sec.gov/divisions/enforce/extra/freecomp.htm> 참조.  
 16) EU 회원국들, 호주, 일본 등 미국을 제외한 대부분의 국가가 내부자거래 규제근거로 특별히 신임의무의 존재를 요구하고 있지 않다. 박임출, 전계논문, 72면.  
 17) 호주 CORPORATIONS ACT 2001 §1042A (Definitions)  
 “inside information means information in relation to which the following paragraphs are satisfied:

연히 알게 된 정보든, 그 정보가 중요한 정보이면 누가 이를 이용하든지 법에서 규정하고 있는 예외사유에 해당되지 않는 한 모두 내부자거래에 해당된다.

우리나라는 내부자와 내부정보의 범위에서 회사와의 관련성을 강하게 요구하는 점에서는 신임의무적 요소도 있지만, 신임의무와 상관없이 이용한 행위와 이용하게 하는 행위를 처벌하는 점에서 시장의 완전성 입장도 반영하는 질충적 입장을 취하는 것으로 판단된다. 따라서 향후 개선방향은 시장의 완전성과 level playing field의 확보, 그리고 이에 대한 투자자의 신뢰 제고를 위하여 내부정보와 내부자의 범위를 회사와의 관련성을 요구하지 않는 쪽으로 확장하는 것이 바람직하다.

### 3. 시세조종 관련

#### (1) 영화속 장면

M&A업계의 라이벌이라 할 수 있는 Sir. 와일드만이 애너콧제철을 인수할 것이라는 심증을 굳힌 게코는 폭스에게 50달러까지 일단 조용하게 매집한 후, 50달러가 넘어가면 그때부터 주변에 애너콧제철을 매수할 것을 권유토록 하고, 월스트리트저널 기자에게 “Blue horseshoe loves Anacott Steel.”이라는 말을 전하도록 지시하고 폭스는 이를 수행한다. 전화를 받은 월스트리트저널 기자는 동료에게 애너콧제철에 대해 뭔가를 이야기한다.

이 영화에서 게코의 실제 모델인 이반 보에스키는 월스트리트저널 등을 통한 풍문 유

---

(a) the information is not generally available;  
 (b) if the information were generally available, a reasonable person would expect it to have a material effect on the price or value of particular Division 3 financial products.”

18) 호주 CORPORATIONS ACT 2001 §1043 (Prohibited conduct by person in possession of inside information)

(1) Subject to this Subdivision, if:

(a) a person (the insider) possesses inside information; and

(b) the insider knows, or ought reasonably to know, that the matters specified in paragraphs (a) and (b) of the definition of inside information in section 1042A are satisfied in relation to the information;

the insider must not (whether as principal or agent):

(c) apply for, acquire, or dispose of, relevant Division 3 financial products, or enter into an agreement to apply for, acquire, or dispose of, relevant Division 3 financial products; or

(d) procure another person to apply for, acquire, or dispose of, relevant Division 3 financial products, or enter into an agreement to apply for, acquire, or dispose of, relevant Division 3 financial products.

포를 위하여 막대한 금액의 검은 돈을 언론에 제공하였다고 한다. 이러한 점에서 “Blue horseshoe가 애너콧을 좋아한다”라는 말은 사전에 매수한 기자에게 동 주식을 부각시키는 작업에 들어가라는 암호에 해당한다고 볼 수도 있다. 우리나라로 말하자면 특정 주식에 세력 내지 큰손이 개입했다는 등의 소위 ‘작전설’ 유포와<sup>19)</sup> 비슷하다고 하겠다. 이러한 행위가 증권법상 시세조종에 해당되는가?

(2) 분석(한국과 미국 동일한 결론)

시세조종 규제의 기본 철학은 불특정 다수의 투자 의사 결정에 따라 형성된 시장가격을 추종하는 매매는 괜찮지만, 그 가격에 영향을 미치고자 하는 모든 행위는 일단 부당한 행위라는 것이다.<sup>20)</sup> 이러한 점에서 어떤 주식에 대한 낙관적인 전망을 바탕으로 대량매수에 들어가고, 이에 따라 주가가 자연스럽게 올라가는 경우는 시세조종으로 보기 곤란할 것이다.

그러나 시세에 영향을 미치려는 의도를 가지고 전형적인 시세조종 행위로 분류되는 유형의 거래(직전가 대비 고가매수, 시가와 종가 관여, 순차적 고가매수 등)를 반복하는 경우와 특정인에 의해 주가가 변동한다는 ‘작전설’을 유포하는 경우는 전형적인 시세조종행위로 규제하고 있다.

이러한 관점에서 이 장면을 분석하면, 50달러까지 매집하는 행위는 시세를 추종하는 것으로 해석될 여지가 많아 문제를 삼기가 어려울 수 있지만, 적어도 “Blue horseshoe가 애너콧을 좋아한다”라는 말은 작전설 유포로 해석될 수도 있어 시세조종에 해당될 수 있다.

19) 작전설 유포에 관한 증권거래법의 관련 규정은, 우리나라는 제188조의4 제2항 제2호의 “당해 유가증권의 시세가 자기 또는 타인의 시장조작에 의하여 변동한다는 말을 유포하는 행위”이고, 미국에서는 §9(a)(3)의 “If a dealer or broker, or other person selling or offering for sale or purchasing or offering to purchase the security ... , to induce the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange ... by the circulation or dissemination in the ordinary course of business of information to the effect that the price of any such security will or is likely to rise or fall because of market operations of any one or more persons conducted for the purpose of raising or depressing the price of such security.”이다.

20) 일반적으로 학계에서는 시세조종을 정의하기를, “증권시장에서 수요와 공급의 자유로운 작용에 대한 의도적인 간섭” 또는 “시장가격을 인위적으로 부추기거나 억제하여 시장가격을 왜곡하는 것으로서 자유경쟁만에 의해 시장가격이 결정되는 것을 방해하는 요소”라고 한다. 김정수, 전계서, 708면.

### (3) 시사점

현재의 인터넷 환경에서는 전통적인 시세조종행위였던 순차적 고가매수, 종가관여 등 거래관여 행위보다는 인터넷을 통한 허위표시 내지 작전설의 유포가 시장에 훨씬 더 영향을 끼치고 있다. 증권선물거래소와 금융감독 당국은 이러한 위협에 대한 선제적 대응을 위해 허위사실과 작전설 유포의 온상인 인터넷 게시판에 대한 자동검색엔진으로 상시 모니터링을 하고 있다. 향후 감시의 효율성과 효과를 제고하기 위하여 지속적인 업그레이드가 이루어져야 할 것이다.

## 4. 조회공시 관련

### (1) 영화속 장면

폭스가 애너콧제철을 대량 매수하여 가격이 급등함에 따라 뉴욕증권거래소(NYSE)는 급등 이유를 묻는 조회공시를 요구하고, 애너콧제철은 "no comment"로 답변하는데 이는 적법한 대응인가?

### (2) 분석

미국의 경우 조회공시에 대해서 "no comment"로 대답할 수 있다는 것이 연방대법원 판례로 확립되어 있어 문제가 없다. Basic v. Levinson에서 연방대법원은 불법행위가 되려면 오해를 유발하는 표시여야 하는데, 침묵은 달리 공시의무가 존재하지 않는 한 오해를 유발하는 표시가 아니며, "no comment"는 침묵과 사실상 동일한 성격이라고 하여 책임을 부인하였다.<sup>21)</sup>

그런데 이와 같이 "no comment" 답변이 인정되기 위해서는 "달리 공시의무가 존재하지 않는 한"이라는 요건을 충족해야 하는데, 미국 거래소들은 중요사항이 진행중인 상황에서 공시를 유보할 수 있도록 함으로써 조회공시의 경우에도 적극적 공시의무를 부과하지 않는다.<sup>22)</sup> 달리 말하면, 공시유보가 가능하기 때문에 침묵이나 "no comment" 답변이 가능한 것이다. 영화에서 애너콧제철로서는 현재 진행중인 와일드만과의 인수협상을 사실 그대로 공시하면 인수협상에 차질이 빚어질 수가 있기 때문에 중요사항이 진

21) Basic v. Levinson, 485 U.S. 224, 1988, footnote 17 참조.

22) New York Stock Exchange Listed Company Manual §202.01; American Stock Exchange Company Guide §§401-405.

행중인 것이 되어 공시유보가 인정되고 이에 따라 “no comment” 공시가 적법하고도 유용한 대응이 된 것이다.

그런데, 우리나라의 경우는 공시유보를 인정하지 않기 때문에 법령이나 거래소 규정에 의한 수시공시사항의 발생이나 조회공시를 요구받았을 때는 그 시점에서 최대한 자세히 정직하게 공시하여야 한다. 침묵이나 “no comment”는 인정되지 않고 불성실공시에 해당된다. 따라서 중요사항 추진시 경영진이 당초 계획을 차질없이 수행하기 어려운 상황이 도래할 수 있어 조회공시에 대한 답변이 상당히 부담스러운 것이 현실이다.

### (3) 시사점

미국의 경우 진행중인 사항에 대하여 시인도 부인도 않고 “no comment”로 답변할 수 있어 중요한 사항을 추진할 경우 비밀유지가 가능하지만, 우리나라는 조회공시를 요구받으면 모든 사항을 공시하도록 되어 있어 중요사항이 추진중 단계에서 조기에 노출되어 계획에 차질이 빚어질 수 있다. 우리나라도 중대한 사항에 한하여 공시유보를 인정하고, 이에 대한 조회공시의 경우 “no comment”로 공시할 수 있도록 하는 것을 긍정적으로 검토할 필요가 있다.

## 5. M&A를 위한 공개매수 관련

### (1) 영화속 장면

와일드만이 인수하고자 하는 애너콧제철을 게코가 선취매로 대량보유하고 있자, 와일드만은 애너콧제철에 대한 공개매수를 선언하기 하루 전날 밤에 게코를 찾아간다. 이 자리에서 와일드만은 게코의 그린메일 전략을 비난하면서 자신은 순수한 목적으로 경영권을 인수하고자 하니 게코의 보유지분을 자신에게 넘길 것을 요구하고, 결국 협상이 타결되어 71.5달러에 전량을 넘기기로 구두계약을 체결하는 상황이다.

와일드만은 공개매수 발동 없이 게코의 지분을 전량 인수할 수 있는가?

### (2) 분석

#### 1) 미국의 경우

미국에서는 우리나라와 달리 공개매수의 정의가 없어 구체적 실질을 따져 개별적으

로 공개매수에 해당하는지 여부를 결정해야 하는데, 통상 SEC의 '8요소 기준'(일명 Wellman test)이 많이 사용된다.<sup>23)</sup> 기타 보다 총체적인 상황을 고려하는 '총체적 상황기준'이나 'S-G증권 기준'<sup>24)</sup>도 활용된다.

그리고 비전형적 공개매수(unconventional tender offer)라 하여, 공개시장 또는 장외에서 대량보유자, 차익거래자(arbitrageur), 기관투자자 등을 대상으로 개인적인 교섭을 통해서 단기간내 상당한 양의 주식을 매입하여 지배권을 장악하는 'street sweep' 등은 구체적 거래 상황에 따라 공개매수에 해당될 수도 있다.<sup>25)</sup>

이러한 룰을 영화 속 장면에 대입하면 프리미엄의 존재, 확정적인 청약조건, 보유지분 전량 매각 등 8요소 기준이나 다른 기준에 부합되는 요소들도 있지만, 공개매수 발표 전에 매입한 점과, 무엇보다도 개별적 교섭에 의해 취득하는 경우에는 아무리 많은 지분을 취득하더라도 공개매수가 아니라는 입장이 있어<sup>26)</sup> 공개매수에 해당된다고 보기 어렵다고 판단된다. 따라서 공개매수 의무는 없으며, 다만 13D에 따른 5%보고서 제출이면 충분할 것이다.

## 2) 한국의 경우

우리나라는 증권거래법에서 공개매수의 정의와 공개매수의무의 발동요건을 명확히 규정하고 있다.<sup>27)</sup> 즉, 장외에서 10인 이상의 자로부터 최근 6월간 5% 이상의 주식 등 지분증권을 취득할 경우에는 불특정 다수인에 대하여 매수의 청약 등을 하는 공개매수의 방법으로 해야 한다는 것이다. 공개매수를 하는 경우는 공개매수기간 종료시까지 이와 별도로 매수하는 것이 장내·외 모두 금지되는데, 장내매수도 금지하는 이유는 공개

23) 8요소 기준(Eight-factor test or 'Wellman test')은 (i) 매수자에 의한 적극적이고 광범위한 권유가 있었는지, (ii) 유통주식의 상당량에 대한 권유가 있었는지, (iii) 프리미엄이 제공되었는지, (iv) 청약조건이 확정적이었는지, (v) 청약이 일정 수 이상의 주식취득을 조건으로 하였는지, (vi) 청약이 제한된 기간 동안만 승낙이 가능하였는지, (vii) 주주들이 자신의 주식을 매도하도록 압력이 있었는지, (viii) 주식의 축적 이전 또는 그에 수반하여 매수계획을 공개적으로 발표하였는지 여부를 고려하는 기준이다. 임재연, 『증권거래법』, 개정2판(박영사, 2004), 712면 각주 8) 참조.

24) 동 기준에서는 공개시장매입이나 개인협상에 의한 매입이 공개매수에 해당되는지 여부를 판단하는 기준으로서 다음 두 가지 기준에 해당하는 행위가 있었다면 공개매수로 간주된다. 첫째, 대상기업의 지배권 획득을 목적으로 대상기업주식의 상당량을 획득하기 위하여 매수자에 의하여 '공개적으로 발표된 의도'가 있었는지 여부; 둘째, 공개시장 또는 개인협상을 통하여 매수자가 상당량의 주식에 대해 '신속한 매입'이 있었는지 여부이다. 김정수, 전계서, 465-466면.

25) 김정수, 전계서, 459면.

26) Hanson Trust PLC v. SCM Corp., 774 F.2d 47 (2nd Cir. 1985)에 따르면 대량의 지분을 인수하는 경우에도 개별적 교섭에 의해 인수하는 경우는 공개매수가 아니라고 한다.

27) 증권거래법 제21조 제1항 및 제3항, 시행령 제10조의2.

매수가격이 시장가보다 높은 것이 일반적인데 시장에서 공개매수가격보다 낮은 가격에 매수할 수 있도록 하면 주주평등의 원칙과 모든 주주에게 높은 가격을 보장하여야 하는 원칙(최고가원칙)에 위배되기 때문이다. 그리고 공개매수 가격은 최고가로 모든 주주에게 동일하게 적용되어야 한다.

영화 속 장면과 관련하여 계코와 와일드만 사이에 비록 구두이지만 유효한 계약체결이 이루어졌으므로 주식 등에 대한 인도청구권을 가지게 되어 공개매수의 일차적 요건인 ‘보유’<sup>28)</sup>에 해당된다. 그러나 10인 미만의 자로부터 인수하는 것이므로 공개매수 의무는 없다.

참고로 일본의 경우는 우리나라와 대체로 비슷한데, 10인 미만의 자로부터 인수하는 경우에도 전체 지분의 1/3을 초과하여 주식 등을 취득하면 공개매수로 해야 하는 점이 특이하다.<sup>29)</sup> 따라서 일본에서라면 와일드만은 계코의 지분을(1/3 이상일 때) 양자간 계약으로 취득하지 못하고 공개매수에 의하여 인수해야 한다.

### (3) 시사점

공개매수와 같이 시장에 큰 영향을 미치는 M&A 활동이 미국과 같이 구체적 상황 속에서 규제대상인지 여부를 판단하여야 한다면 장점보다는 불확실성이 주는 단점이 훨씬 부각될 것이다. 따라서 공개매수의 정의와 구체적 발동조건을 규정한 우리 방식이 합리적으로 판단된다. 다만, 10인 미만의 자로부터 매수할 경우에는 아무리 큰 지분이 이동되어도 공개매수가 필요 없다고 하면 소액주주들의 이익이 상대적으로 침해되는 측면이 있으므로, 일본과 같이 경영권을 좌우할 수 있는 대량의 지분 이동시에는 공개매수 방식을 따르도록 하여 소액주주를 보호하는 것이 바람직하다고 본다.

28) ‘보유’ 개념은 증권거래법에서 공개매수와 5% 보고의 경우 사용되는 개념인데, 자세한 내용은 증권거래법 시행령 제10조의4에 규정되어 있는데 대표적인 경우가 계약에 의해 인도청구권을 갖는 경우가 포함된다.

29) 일본 증권거래법 제27조의2 제1항은 상장법인의 주식 등을 장외에서 인수하고자 할 때에는 원칙적으로 공개매수에 의해 하도록 하고, 다만 예외적으로 각호에서 공개매수 예외를 인정하고 있다. 제4호는 “현저하게 소수의 자로부터 주권 등의 매수 등을 하는 것으로서 정령이 정하는 경우의 주권 등의 매수 등(당해 주권 등의 매수 등을 하는 자 및 그 특별관계자의 주권 등 소유비율의 합계가 3분의 1을 초과하지 아니하는 경우에 한한다)”라고 규정하고 있다.

## 6. 그린메일 관련

### (1) 영화속 장면

폭스가 계코를 처음 만날 무렵, 계코는 이미 텔다제지 주식을 매집중이었고 이후 꾸준히 매수하여 최대주주가 된다. 텔다제지 주주총회에서 현 경영진은 계코가 그린메일<sup>30)</sup>을 시도하고 있다면서 이를 들어주기 위해서는 2억달러가 소요될 것이라며, 계코의 음모를 분쇄하기 위해서 현 경영진의 자본재구축(restructuring of the stock)<sup>31)</sup> 계획을 승인해 줄 것을 요청한다. 이에 대해 계코는 주주행동주의를 주창하면서, 경영진의 텔다제지 지분 소유가 총 3% 미만이고 회사의 장기적 성장에는 관심없이 자신들의 보신에만 신경 쓰고 있으므로, 진정한 주인인 주주의 이익을 위하여 경영진의 자본재구축 계획을 거부할 것을 요청하여 적극적 지지 박수를 받는다.<sup>32)</sup>

영화에서는 주총 결과를 알 수 없지만, 만약 주총에서 경영진의 방어계획이 거부되어 그린메일을 받아들일 수밖에 없는 상황이 되었다면, 경영진은 적법하게 그린메일을 수용할 수 있는가?

### (2) 분석

#### 1) 미국의 경우

그린메일은 1980년대 골드스미스 등이 많이 활용한 수법으로서, 1990년대 이후 쇠락하였는데 주요 요인 중 하나는 각 주의 반기업인수법(anti-takeover statutes)의 채택을 들 수 있다. 뉴욕, 애리조나, 미네소타, 테네시, 위스콘신 등은 이사회와 비관계주주의 승인 없이 대략 5% 이상을 보유한 주주로부터 프리미엄을 주고 재매입하는 것을 금지하고 있다.<sup>33)</sup> 이 외에도 시장환경의 변화 및 그린메일로 얻은 이익의 50%를 세금으로 징수한 것도 그린메일의 인기가 시들해진 하나의 요인이다.

30) 그린메일(Green mail)이란 일정 지분을 보유하고 있는 자가 경영권 취득의 진정한 의사 없이 경영권 쟁탈전을 벌이다가 대상회사에 프리미엄부로 보유지분을 넘겨 차익을 취득하는 행위를 말한다. 달러를 뜻하는 greenback과 협박을 의미하는 blackmail에서 유래하였다고 한다.

31) '자본구조의 재구축'(recapitalization)은 경영권방어전략 중 경영진에게 상당히 유리한 수단을 제공한다. 자본재구축이 이루어지면 일단 증권의 종류를 변경하기 위하여 주주에게 상당한 배당금을 지급할 목적으로 부채를 증가시킴으로써 M&A의 매력을 떨어뜨리거나, ESOP를 통하여 여러 종류의 보통주를 발행하는 등 경영진의 의결권이 강화된다. 김정수, 전게서, 504면.

32) 이처럼 현 경영진의 방어계획이나 이사선임안을 승인하지 말 것을 촉구하는 활동을 'Withhold vote campaign'이라 한다.

33) 전경련, "외국 M&A 관련제도의 현황과 시사점," 『M&A 이슈시리즈 02』(2005. 4), 13면.

따라서 영화 속에서 게코는 현 경영진에게 그린메일로 보유지분을 프리미엄부로 매각하기가 쉽지 않아 보인다.

## 2) 한국의 경우

우리나라에서는 경영권 방어를 위해 그린메일을 직접적으로 규제하는 규정은 없으나 증권거래법상의 자사주 취득 제한에 따라 사실상 그린메일이 상당히 어렵다. 증권거래법상(제189조의2) 자사주 취득 방법은 거래소시장과 공개매수, 그리고 자사주신탁의 해지·종료에 따른 인수의 방법만 인정되고 있고, 거래소시장에서의 취득에 관해서 유가증권의 발행 및 공시 규정(제106조)과 거래소업무규정(제39조)에서는 원칙적으로 정규시장에서만 허용하고 정부의 승인 등이 있는 경우에만 예외적으로 시간외 대량매매를 허용하고 있기 때문이다.<sup>34)</sup> 따라서 장외나 거래소 시간외 시장에서 특정인에게 프리미엄을 지불하고 자사주를 취득할 수는 없는 것이다. 또한, 상법상 이익공여의 금지에 반할 수도 있고, 그린메일을 승인한 이사들의 선관의무·충실의무 등의 위반에 따른 책임도 문제될 수 있기 때문에 이를 통해 간접적으로 규제되는 측면도 존재한다.<sup>35)</sup>

그러나 그린메일러가 보유주식의 발행법인이 아니라 계열사를 통한 매입을 요구하는 경우에는 법적으로 마땅한 대응방법이 없기 때문에, 프리미엄 지불과 관련하여 매수 법인의 이사의 선관의무나 충실의무로 따질 수밖에 없을 것이다. 실제로 1998년 아팔루사 펀드는 효성T&C의 지분을 효성물산 등에게 처분하여 그린메일에 성공하였고, 1999년 타이거펀드는 SK텔레콤 지분을 SK계열사에 처분하여 엄청난 차익을 얻은 바 있다.

## (3) 시사점

그린메일은 기업경영에의 진정한 비전과 의사가 없이 경영권 쟁탈전을 벌이면서 단기차익을 노린다는 점에서 비난받을 여지가 많다고 볼 수 있다. 그런데 현행 법령상 자사주 취득 규제를 우회, 대상회사의 계열사를 통하여 탈법적으로 부당이익을 취할 여지가 많으므로 계열사까지도 고려한 그린메일 방지 입법이 필요하다고 본다.

34) 시간외 대량매매는 시간외 시장의 매매거래시간(07:30~08:30, 15:10~18:00)동안 매매수량 단위의 500배 이상 또는 1억원 이상의 호가로서 종목 및 수량이 동일한 매도·매수호가에 대하여 거래소 회원이당일의 상·하한가 범위 내의 가격으로 매매거래를 성립시키기 위하여 신청하는 경우, 그 가격으로 매매거래를 성립시키는 제도이다. 세부내용은 [http://sm.krx.co.kr/webkor/madang/madang\\_index.jsp](http://sm.krx.co.kr/webkor/madang/madang_index.jsp)의 정보마당 - 아카데미자료실 - 매매제도 소개 참조(2006. 8. 30 방문).

35) 코스닥상장협의회, “적대적 M&A의 방어방법에 관한 연구,” 『코협연구보고서 05-1』(2005. 4), 51-52면(연구자: 권재열).

## 7. 증권범죄에 대한 집행 관련

### (1) 영화속 장면

영화의 끝 부분, 즐거운 기분으로 사무실에 출근한 폭스를 기다리고 있는 것은 SEC, 우정조사국,<sup>36)</sup> 연방검찰, 경찰이다. 이들은 폭스에게 증권사기와 내부자거래 등으로 체포한다며 미란다원칙을 말해준 다음 연행한다. 다음 장면에서 계코를 공원에서 만난 폭스는 블루스타를 와일드만에게 넘긴 건과 관련하여 배신에 대한 비난과 폭행을 당한다. 다시 장면이 바뀌어 폭스는 몰래 감추어둔 녹음기를 SEC 조사요원에게 넘겨주고, 그 녹음기에서는 조금 전 공원에서 계코가 그 동안의 내부자거래에 대하여 언급했던 증거가 흘러나온다. 이후 방송 뉴스는 계코와 폭스가 증권사기, 탈세, 우편통신법 위반, 기타 여러 가지 범죄혐의로 기소되었다는 것을 전달한다. 계코와 폭스에 대한 적정한 범집행은?

### (2) 분석

영화속 주인공들의 모델이었던 당시 관련자들의 실제상황을 보면 다음과 같다. 우선, 계코의 모델인 이반 보에스키는 내부자거래 등 혐의로 기소되나, plea bargain을 통해 마이클 밀켄의 불법행위에 대한 정보를 넘겨주는 대가로 최종적으로 3년의 징역형과 5천만 달러의 민사제재금 및 부당이득반환 등 총 1억불의 금전적 제재로 타협한다.<sup>37)</sup> 그 후 2년 복역후 석방된 보에스키는 증권업 종사가 영구히 금지되었다.

마이클 밀켄은 주로 RICO법<sup>38)</sup>에 의거 공갈협박, 사기(내부자거래), 탈세 등 총 98개

36) 우정조사국(Postal Inspection Service)는 체신청(US Postal Office)의 조사·집행기능을 담당하는데, 미국에서 가장 오래된 준사법기구 중 하나로서 벤자민 프랭클린에 의해 설립되었다고 한다. 우편을 이용한 각종 범죄에 대한 관할권을 가지고 있으며 약 2천명의 조사요원으로 구성되어 있다. <http://www.usps.com/postalinspectors/missmore.htm> 참고. 미국에서는 증권법으로 처벌이 곤란한 행위도 우편·전신을 이용한 사기에 해당되어 처벌되는 경우가 많을 만큼, 범죄의 처벌근거로서 우편과 전신의 역할이 큰데, 그 중 하나가 유명한 Carpenter 사건으로 불리는 월스트리트저널 칼럼을 이용한 내부자거래 사건이다. 동 건은 부정유용이론이 아직 확립되어 있지 않아 내부자거래가 아닌 우편·전신사기(mail and wire fraud)로 처벌되었다. Carpenter v. United States, 484 U.S. 19, 1987 참조. 증권범죄의 처벌근거로 자주 적용되는 법으로는 우편·전신사기 외에도 RICO법과 돈세탁방지법 등이 있다.

37) 형사적 벌금은 Securities Exchange Act Sec.32에 의거 현재 자연인은 5백만달러, 법인은 25백만달러 이하에 한정되어 있어, 통상 Sec. 21A를 근거로 부당이득의 3배까지 부과할 수 있는 SEC의 민사제재금 청구소송을 통해 부당이득환수 및 처벌효과를 거두고 있다.

38) 간단히 RICO라 불리는 Racketeer Influenced and Corrupt Organizations Act는 1970년에 입법되어 증권범죄나 조직범죄 등에 대하여 연방검찰의 가장 강력한 무기로 활용되어 왔다. 광범위한 대상범죄행위, 부당이득액의 3배까지 부과되는 민사제재금과 종신징역형, 범죄와 관련된 모든 재산의 몰수 등이 가능하다. 사실상 영업정지에 이르는 효과를 가지는 재산몰수의 경우에는 조사 초기단계에서도

죄목으로 연방대배심에 의해 기소되어 징역 10년형과 민사제재금 6억 달러 및 증권업계 영구추방이 확정되었다. 그러나 밀켄은 1년 10개월간 재소후 곧 가석방으로 출옥하게 된다. 밀켄과 보에스키가 납부한 민사제재금은 개인의 내부자거래 등에 대한 처벌로는 역사상 최대금액이라 할 수 있다. 한편, 드럭셀 번햄 증권사 전무였던 데니스 레빈은 내부자거래 등 혐의로 징역 2년, 벌금 36만 달러의 형량이 확정된 후, 1년 5개월 복역후 석방되었다.

### (3) 시사점

불공정거래에 대한 우리나라의 제재수단에 대해서 예전에는 그 미흡함에 대한 비판도 있었지만, 현재는 민·형사적으로 세계에서 가장 강력한 제재수단을 갖춘 나라라고 해도 과언이 아닐 정도로 제도적 정비는 이루어졌다고 본다. 형사적으로는 부당이득액이 50억이 넘을 경우에는 무기징역도 가능하고, 부당이득액의 3배에 이르는 벌금도 가능하다. 민사적으로도 2005년부터 시행된 증권집단소송법에 따라 불공정거래 행위자에 대한 집단적 손해배상책임 추궁도 가능해졌다.

그러나 이러한 민·형사적 제재에 대해서는 비판적 시각도 존재한다. 형사적으로는 사법부의 선고형량이 외국이나 다른 범죄와 비교할 때 상대적으로 관대한 것으로 비쳐지고 있으며,<sup>39)</sup> 증권집단소송은 제약요인이 많아 시행후 2년이 지나도록 단 한 건도 제기되지 않고 있어서 제도의 실효성이 의문스러운 상황이다.

그리고 미국 등 영미법계 국가들과 비교할 때 미흡한 부분 중 하나가 바로 행정제재수단의 부재이다. 영화가 보여 주듯이 미국에서는 불공정거래에 대한 조사와 제재가 주로 SEC를 통해 이루어진다. 밀켄과 보에스키의 천문학적 민사제재금과 증권업계에서의 영구추방도 SEC가 주도한 것이다. 따라서 우리나라도 불공정거래에 대한 금전적 제재<sup>40)</sup>와 ‘행정상 화해’(administrative settlement<sup>41)</sup>)를 보다 전향적으로 검토해 볼 필요가 있다.

가능하기 때문에 증권회사 등에 미치는 영향이 막대하다. 18 U.S.C. §§1961 - 1968 참조.

39) 열린우리당 김영주 의원에 따르면, 서울중앙지검에서 '04~'05년 시세조종(주가조작), 미공개정보이용 등 증권거래법 위반행위로 기소하여 법원판결이 종료된(형 확정) 31명에 대한 법원판결을 분석한 결과, 부당이득금 71억 4,400만원 중 57%인 41억 3,000만원만 법원에서 벌금으로 부과되었고, 시세조종과 미공개정보를 이용한 내부자거래 등 명백히 증권거래법을 위반한 15명 중 3명만이 실형이 선고되고, 나머지 12명은 집행유예와 가벼운 벌금부과로 형이 확정된 것으로 나타났다. 김영주 의원, '주가조작' 적발되어도 남은 장사?, 보도자료(2006. 9. 28) 참조. <http://www.joojoo.or.kr/assembly/view.asp?pid=72&bid=3&num=68>.

40) 일본은 2004. 6월, 내부자거래와 시세조종 등 불공정거래에 대하여 행정부가 자체적으로 부과하는 과징금 제도를 도입하였다. 자세한 내용은 일본 증권거래법 제172조~제185조의21 참조.

### III. 맺음말

' $G_{max}=R$ ', 일명 '켈리공식'이다.<sup>42)</sup> G는 투기행위자의 부를, max는 그 최대치를, 그리고 R은 정보의 순도를 나타낸다. 즉, "정보는 곧 돈"인 것이다. 증권시장만큼 이 공식이 잘 작동하는 곳도 드물다. 영화 『월스트리트』는 탐욕의 절정에 있던 미국 증권시장 역사의 어느 한 시기에 내부정보를 집요하게 추구하여 막대한 부를 누렸던 인물들과, 그 제어되지 않은 탐욕이 적대적 M&A를 둘러싸고 'M&A를 통한 경영정상화', '지배구조 개선', '주주행동주의' 등의 대의명분과 뒤섞여 혼란스러웠던 당시 미국 증권시장과 투기 문화의 실태를 잘 조명하고 있다.

증권시장 등 투기적 시장은 단순히 돈이 도는데서 그치는 것이 아니라 사람들의 의식 형성에 관여하여 그 사회의 정체성을 결정짓는데도 큰 영향을 끼칠 수 있다. 시장이 엔트로피가 높아 불규칙적이고 변동이 심할수록 사회구성원들의 의식도 비례하여 불안정해진다는 것은 상식적인 차원에서도 인지할 수 있다. 안정적·정상적 시장의 존재는 사회의 자원배분의 효율성을 높여주면서 건전한 시민의식의 형성에도 도움이 될 것이다.

정상적 시장이란 곧 공정하고 투명한 시장이다. 모든 투자자가 정보의 평등을 누리면서 불특정 다수에 의한 집단적 의사결정이 가격에 그대로 반영되는 정직하고 효율적인 시장, 그 이상적 시장을 위해서는 내부자거래와 시세조종 등의 불공정거래가 철저히 차단될 필요가 있으며 상장법인과 major player들의 공시는 한층 강화되어야 하고, 적대적 M&A시 공격과 방어수단은 균형을 이루어야 할 것이다.

41) 행정상 화해는 영미법계 국가에서는 일반적으로 인정되는 제도로서 제재조치 당사자와 규제당국이 계약으로 공적인 제재절차를 종결하는 것이다. 이 경우 벌금 등 각종 불이익조치가 부과되지만, 불법행위 혐의에 대해서는 "긍정도 부정도 않는다"(neither admit nor deny)라는 문구에 따라 동 조치가 이후의 민·형사상 절차에서 불리한 증거로 사용되지 않는 장점이 있다. 대륙법계 국가에서는 공권력의 행사를 사인과의 계약대상으로 하는 '행정상 화해'가 거의 존재하지 않는다. 최근 대만에서는 행정절차법에 '행정상 화해'를 도입하여 2003. 2월 마이크로소프트의 반경쟁적 행위 혐의와 관련하여 공정거래위원회가 '행정상 화해'로 조사 및 제재절차를 종결한 바가 있다. 대만의 행정상 화해에 관한 행정절차법의 규정은 다음과 같다.

제135조: 공법상 법률관계는 계약을 통하여 창설, 수정, 소멸될 수 있다. 그러나, 이는 성질상 또는 법령상 계약의 대상으로 될 수 없는 법률관계에는 적용되지 아니한다.

제136조: 행정청은 직권에 의한 조사에도 불구하고 행정처분의 근거가 되는 사실관계나 법률관계를 확정할 수 없을 경우, 행정목적의 효율적 달성과 분쟁의 조속한 해결을 위하여 행정처분 대신 조사 대상자와 행정상 화해를 할 수 있다.

42) 윌리엄 파운즈톤(김현구 역), 『머니 사이언스』(원제 Fortune's Formula)(소소, 2006) 참조.

■ 참고문헌

- 김건식, 『증권거래법』, 제4판(두성사, 2006).
- 김정수, 『현대증권법원론』(박영사, 2002).
- 임재연, 『증권거래법』, 개정2판(박영사, 2004).
- 전경련, “외국 M&A 관련제도의 현황과 시사점”, 『M&A 이슈시리즈 02』(2005).
- 코스닥상장협의회, “적대적 M&A의 방어방법에 관한 연구”, 『코협연구보고서 05-1』(2005).
- 박임출, “내부자거래의 규제법제의 개선방안”, 『증권법연구』, 제4권 제2호(한국증권법학회, 2003).
- 김영주, ‘주가조작’ 적발되어도 남는 장사?, 보도자료(2006. 9. 28).
- New York Stock Exchange Listed Company Manual
- American Stock Exchange Company Guide
- <http://www.sec.gov/divisions/enforce/extra/freecomp.htm>
- Dirks v. SEC, 463 U.S. 646, 1983.
- Carpenter v. United States, 484 U.S. 19, 1987.
- Basic v. Levinson, 485 U.S. 224, 1988.
- Hanson Trust PLC v. SCM Corp., 774 F.2d 47(2nd Cir.), 1985.

## **A Study on the Movie 『Wall street』 from a Standpoint of Securities Regulation**

Seong, Hye-Hwal

### ABSTRACT

The movie, 『Wall street』, depicts the US stock market and the rise and fall of the greed of people in it well during the middle of the 1980s, the so-called fourth M&A wave period. Since 『Wall street』 gives insights into many securities regulation issues, it is a very useful case study material for securities laws.

The issues examined by this article are ① the liability for inside information tipping, ② the scope of inside information, ③ the elements of stock price manipulation, ④ the appropriateness of a "no comment" response to an inquiry from a stock exchange, ⑤ the triggering events of a tender offer, ⑥ greenmail, and ⑦ the enforcement against the violations of securities regulation.

My suggestions for betterment of Korean securities regulation based on the examination of the movie are as follows: First, it is desirable to take the "market integrity" standpoint rather than the "fiduciary duty" standpoint in regulating insider transactions. The former severs the links between the scope of insiders/inside information and companies for more investor protection. Next, in the matter of manipulation it is very important to monitor the Internet, especially the bulletin boards, using a special search engine given the enormous effect of the dissemination of false representations in the cyberspace.

Next, a "no comment" response is expected to be allowed to an inquiry from

stock exchanges in case of very important but immature information to help companies keep their business secrets. As to tender offers, it is desirable to require a tender offer even for a purchase from a few (less than ten) people if the amount is sufficient to control management. Next, regarding to a greenmail, Korea needs to introduce a new regulation against the abusive behaviors using affiliated companies, which make it possible to bypass the well structured stock repurchase regulation. Last, it is helpful for governmental agencies to have authorities for monetary penalties and an administrative settlement for prompt and effective enforcements against the illegal trading in the capital markets.

**Key Words** : Wall street, insider trading, inside information, fiduciary duty, manipulation, inquiry, tender offer, greenmail, administrative settlement