

## Contents

### 01 \_ IR컬럼

애널리스트에 대한 미공개 실적정보의 유출

### 04 \_ 조찬회중계

초경쟁 뉴노멀 환경 21세기형 경영  
(21세기 시대정신, 애플·구글·  
아마존을 통해 배우다)

### 09 \_ 자본시장 NEWS

거래대금 7조원 육박 등

### 12 \_ 신규회원사

(주)한일이화  
(주)웹케이

### 14 \_ 이슈와 분석

2014 정기주주총회 주요 이슈와  
개선방향

### 18 \_ IR협회의 소식

제123차 IR 조찬강연회 개최 등

### 20 \_ IR정보

• 스몰캡기업과 대기업의 IR활동  
• 2013 아시아 IR실태조사 보고서

### 26 \_ 클래식 스토리

말려 교향곡 5번

### 28 \_ 2014 IR연수 및

조찬강연회 일정

## 애널리스트에 대한 미공개 실적 정보의 유출



김 정 수

법무법인(유) 울촌 고문

### 애널리스트들의 내부자거래 혐의

증권선물위원회는 지난 3월 상장법인 A사의 IR팀 직원들과 일부 증권회사 및 소속 애널리스트들을 내부자거래 혐의로 검찰에 고발 또는 통보하였다. A사의 IR팀 직원들이 자사의 실적이 부진하다는 악재성 미공개중요정보를 주가 연착륙 등의 목적으로 애널리스트들에게 전달하였고, 이들 4개 증권회사 소속 애널리스트들은 11개사 자산운용사 측 펀드매니저들에게 이 정보를 전달하여 주식 매매에 활용되도록 하여 손실을 회피하고 부당이득을 취득하도록 하였다는 혐의이다.

금융위원회 자본시장조사단이 이 사건을 조사하는 과정에서 애널리스트들이 잇달아 소환·조사되었고, 최종적으로 관련자들을 검찰에 내부자거래 혐의로 고발 또는 통보하면서 증권업계에 상당한 충격을 주고 있다. 이 사건은 상장사의 미공개중요정보가 IR담당자로부터 애널리스트를 거쳐 주요 기관투자자들에게 제공되었던 일부 관행에 중요한 변화를 가져올 것으로 보인다. 이러한 관행은 고쳐야 하지만 아무런 사전 고지도 없이 갑자기 규제를 강화하니 당혹스럽다는 비판 역시 업계에서 제기되고 있는 것도 사실이다.

증권시장에서 애널리스트들은 기업의 정보를 일반투자자에게 효과적으로 전달해 주는 역할을 하고 있으며, 또한 정보가 충분히 시장에 반영되도록 하는 중요한 역할을 수행하고 있다. 애널리스트를 통한 이러한 기능은 시장가격이 보다 정확하게 형성되는데 기여하며, 시장의 변동성을 줄여 주어 시장의 효율성을 제고시키는 역할을 하고 있다. 이러한 순기능으로 인해 주요국에서도 기업공시의 예외로서 상장사의 IR팀 등을 통해 미공개중요정보가 애널리스트에게 전달되는 관행이 묵시적으로 인정되기도 하였다. 그러나 애널리스트들이 내부정보를 자신의 중요한 고객에게 1차적으로 전달하고, 그리고 일정 시간이 지난 후에야 일반투자자들에게 전달하는 일들이 발생할 수 있으며, 결과적으로 일반투자자들만 피해를 보게 되는 공정하지 못한 관행이라는 비판 역시 존재하였다. 이처럼 애널리스트가 상장사로부터 입수한 내부정보를 기관투자자에게 전달하는 행위가 내부자거래로 볼 것인지의 논쟁이 미국에서는 1983년 Dirks v. SEC 사건을 통해 불이 붙은 바 있다.

## Dirks v. SEC 사건

Dirks는 뉴욕에 있는 증권회사의 임원이었는데, 동사는 기관투자자들에게 보험회사 주식에 대한 투자분석을 전문적으로 제공하는 회사였다. 1973년 3월, Dirks는 Equity Funding of America ("EFA") 사의 전 임원이었던 Secrist로부터 EFA사의 자산이 사기적인 방법을 통하여 과대평가되었다는 말을 들었다. 이에 Dirks는 LA에 있는 EFA 본사를 방문하여 임직원을 면담하였지만 명확한 증거를 찾지는 못하였다. Dirks는 이 사실을 주요 고객들에게 전달하였고, 고객 중 5명은 1,600만 달러의 물량을 처분하였다. Dirks가 이러한 조사를 진행하는 중 소문이 번져나갔고, EFA사의 주가는 26달러에서 15달러 이하로 떨어졌고, 뉴욕증권거래소는 동주식의 거래를 정지시켰다. 이에 캘리포니아 보험당국이 EFA사의 회계장부를 압수하면서 분식회계가 밝혀지게 되었다. 이어 SEC가 조사에 들어갔고, 「월스트리트저널」은 이 사실을 특종으로 보도하게 되었다.

SEC는 Dirks를 내부자거래 위반으로 연방법원에 기소하였다. 이 사건에서 제1심과 제2심은 Dirks에게 유죄를 판결하였지만, 연방대법원은 무죄를 판결하였다. 연방대법원의 무죄 논리는 다음과 같다.

첫째, 정보수령자의 “공시 또는 거래유보”(disclose or abstain rule) 의무는 내부자 즉 정보제공자의 신인 의무(fiduciary duty)에서 파생된다. 즉 내부자가 신인 의무를 위반하여 정보수령자에게 내부정보를 부적절하게 전달한 경우에만 정보수령자가 “공시 또는 거래유보” 의무를 부담하는데, 이 사건에서 정보제공자인 Secrist는 EFA사의 사기적 행위를 밝히기 위해 Dirks에게 정보를 전달한 것이기 때문에 EFA사의 주주들에 대한 신인의무를 위반한 것이 아니다.

둘째, 정보제공자가 신인의무를 위반하여 내부정보를 정보수령자에게 제공한 경우 기본적으로 정보수령자는 “공시 또는 거래유보” 의무를 부담하지만, 만약 정보제공자의 그러한 정보제공행위가 신인의무를 위반하여 행해지는 것이라는 것을 정보수령자가 알았거나 과실로 알지 못한 경우에만 책임을 물을 수 있다.

셋째, 정보제공자가 신인의무를 위반하여 정보를 제공하는 경우도 항상 “공시 또는 거래유보” 의무를 부과하는 것은 아니다. 예를 들어, 정보제공자가 정보를 제공하면서 직접 또는 간접적으로 이득을 얻었는가를 물

을 필요가 있는데, 즉 “개인적 이득”(personal benefit)이 없는 경우에는 주주들에 대한 신인의무 위반은 없었다고 볼 수 있다.

이 외에도 연방대법원은 Dirks의 내부자거래 혐의를 부정한 또 하나의 이유로써 애널리스트인 Dirks의 상황을 고찰하였다. 즉 애널리스트들에게 기업의 내부자들로부터 미공개정보를 입수하여 고객에게 제공하는 것을 내부자거래로 금지한다면, 애널리스트의 업무 자체를 금지하는 결과가 될 것이기 때문에 Dirks의 행위는 애널리스트로서 당시 상식적인 행위였다는 것이다. 연방대법원은 내부자거래의 책임을 묻기 위해서는 해당 주식의 매도자 또는 매수자에 대한 신인의무 위반에 근거해야 한다는 점과 34년법 제10조(b) 또는 SEC Rule 10b-5가 미공개중요정보를 이용한 모든 거래를 금지하는 것은 아니라고 판시하였다.

## SEC의 Regulation FD 제정

연방대법원의 판결로 인해 애널리스트가 상장사의 IR팀으로부터 내부정보를 취득하는 관행을 막지 못한 SEC는 오랜 고민 끝에 “Regulation Fair Disclosure”라는 무기를 들고 나왔다. Reg FD는 SEC의 의결을 거쳐 2000년 10월 23일에 효력을 발생함으로써 과거 70년간 지속되어 온 미국증권시장의 공시주의철학에 새로운 지평을 열게 되었다.

월스트리트는 전체적으로 Reg FD의 제정에 반대하였다. 이러한 반대는 앞서 언급한 것처럼 애널리스트들이 기업의 정보를 일반투자자에게 효과적으로 전달해주는 통로 역할을 수행하고 있으며, 또한 시장의 변동성을 줄여 주며 나아가 전체적으로 시장의 효율성을 제고시키는 역할을 하고 있는데, 새로운 규정은 기업이나 애널리스트들에게 지나치게 엄격한 규제를 가함으로써 완전공시를 고무하기보다는 정보의 흐름을 억제하는 “냉각효과”(chilling effect)를 가져올 것이라는 우려에 근거하였다.

그러나 이러한 비판에도 불구하고 압도적인 다수가 Reg FD의 제정을 찬성하였다. 그들은 인터넷 보급이 확산되면서 일반투자자들도 월스트리트 전문가들 못지않게 기업정보에 빠르게 접근할 수 있는 환경이 마련되었음에도 불구하고, 기업들은 자신들이 선호하는 애널리스트나 중요한 기관투자자들에게만 사적인 모임 또

는 전화회의(conference call) 등을 통해서 중요한 새로운 정보를 제공하는 경우가 빈번하다는 것이다. 이것은 명백한 “선택적 공시”(selective disclosure)에 해당되며, 지금까지 합법으로 인정되어 온 월스트리트의 관행을 이제는 정리하여야 할 단계에 왔다는 것이다.

이 새로운 규정이 가진 긍정적인 측면은 시장의 모든 투자자들에게 정보의 “동등한 접근”(equal access)을 허용해 준다는 것이며, 이는 애널리스트들로 하여금 그들 본연의 업무로 돌아가도록 강요하게 될 것이라는 것이다. 즉 다른 사람보다 먼저 정보를 입수하여 자신의 선택된 투자자그룹에게 정보를 제공하는 “연결점”(switching point) 역할을 더 이상 할 필요가 없게 된다는 것이다. 또한 애널리스트들은 기업의 IR담당자나 재무담당자들에게 전화를 해서 중요한 정보를 사전에 입수하기 위하여 압력을 가하기도 하는데, 이 새로운 규정은 그들에게 이러한 압력을 명백하게 거부할 수 있는 근거를 마련해 주었다는 측면도 있다.

## 법 제174조와 A社 사건

자본시장법 제174조는 미공개중요정보의 이용을 금지하고 있다. 첫째로 내부자가 미공개중요정보를 이용하여 거래를 하거나 타인에게 이용하게 하는 것을 금지하고 있고, 둘째로 내부자로부터 미공개중요정보를 받은 자에 대해서도 동 정보를 이용한 거래를 금지하는 동시에 타인에게 이용하게 하는 것도 금지하고 있다.

이 사건에서 A사의 IR팀의 직원들(B)은 내부자에 해당한다. 그리고 그들이 애널리스트에 제공한 정보는 미공개중요정보에 해당하는 것으로 보여진다. 그렇다면 B는 제174조를 위반한 것으로 볼 수 있는가? 이 사건은 기존에 미공개중요정보의 제공과 관련하여 다투어졌던 <신동방 사건>이나 <파루 사건>과는 많이 다르다. 무엇보다도 B가 내부정보를 제공한 동기는 앞선 사건과는 달리 직간접적으로 “개인적 이득”(personal benefit)의 취득이 아니라 자사 주가의 연착륙이라는 주가안정을 목적으로 하고 있다. 이러한 차별점이 B를 내부자거래 혐의로부터 벗어나게 해 줄 수 있는가? 또한 문제가 된 애널리스트들을 내부자거래 혐의에서 벗어나게 해 줄 수가 있는가?

미국 연방대법원의 내부자거래 규제 논리는 신인의


무를 기반으로 하고 있다. 우리의 내부자거래 규제도 미국의 제도를 주요 모델로 하였기 때문에 기본적으로 신인의무라는 틀을 기반으로 하고 있지만, 정보제공의 측면에서는 신인의무를 기반으로 하고 있지 않다고 볼 수 있다. 따라서 법원이 이러한 차별성을 정상참작의 여지로 판단할 가능성은 있을 수 있지만, 법 제174조의 규제의 틀을 벗어나기는 어려울 것으로 보인다.

애널리스트로부터 미공개중요정보를 제공받은 후 A사의 주식을 매도한 펀드매니저들은 제2차 정보수령자에 해당된다. 우리 법 제174조는 제2차 정보수령자에 대해서는 규제대상에서 제외하고 있다. 이에 대해서는 대법원 역시 입장이 명확하다.

## 기업정보의 공정한 흐름의 중요성

미국은 애널리스트들에 대한 선택적 공시 문제를 Reg FD를 통해 정리하였다. 미국은 Rule 10b-5와 Reg FD라는 Two Track을 통해 미공개중요정보의 전달이라는 루트를 봉쇄한 것이다. 우리도 Reg FD를 모델로 하여 한국거래소의 공정공시규정을 통해 애널리스트에 대한 선택적 공시를 금지하였다.

법원이 이 사건에게 어떠한 판단을 내릴지는 법원의 판단을 기다려 보아야 하지만, 이번 사건은 기업의 IR 부서 담당자들에게, 그리고 증권시장에서 민감한 정보를 다루는 애널리스트들에게 주는 메시지는 분명하다. 증권시장에서 정보는 생명의 피와 같으며, 공정하고 정직한 시장의 구축을 위해서 미공개중요정보는 시장의 모든 투자자에게 동시에 공개되어야 하며, 일부 제한된 개인이나 그룹에 차별적으로 제공되는 행위는 더 이상 용납되지 않는다는 것이다.

이제 기업의 IR담당자들은 내부에서 생성된 미공개중요정보를 외부로 내보낼 때 내부자거래나 공정공시 위반 여부의 위험성을 보다 조심스럽게 체크하여야 할 것이다. 이를 위해 사내법무팀의 사전 리뷰 등 적절한 내부통제시스템의 운영이 필요하다고 본다. 애널리스트 또한 업무과정에서 취득하게 되는 기업의 미공개중요정보를 내부통제기준에 따라 적절한 방법으로 다루어야 할 것이다. 이번 사건을 계기로 우리 자본시장이 더욱 공정하고 투명한 시장으로 발전될 수 있는 계기가 될 것으로 기대한다. 

\* 본고의 의견은 필자 개인의 의견이며 법무법인 율촌의 의견이 아님을 밝힙니다.