

연구총서 11-10

K O R E A N I N S T I T U T E O F C R I M I N O L O G Y

자본시장법상 형사제재의 한계와 개선방안에 관한 연구

A Research on the Possibility and Limitation of Criminal Sanction
in Financial Investment Services and Capital Markets Act

김대근

■ 김대근

한국형사정책연구원 전문연구원, 법학박사

발간사

근대 사회의 특성을 정치체계와 경제체계 그리고 과학기술체계와 같은 다양한 (하부)체계나 영역들이 자율성을 획득해가는 과정이라고 이해한다면, 오늘날 현대사회의 두드러진 특징 중의 하나는 경제체계가 더욱 복잡하고 세분화되어 발전하고 있다는 점이고, 특히 그 하부체계로서 금융체계가 더욱 독자적인 영역으로 분화·성장하는 모습이라고 할 수 있습니다. 이는 현대 자본주의 사회에서 금융체계가 거시적으로는 사회와 경제를 활성화하고 성장하게 하는 핏줄과 같은 역할을 하는 동시에, 미시적으로는 개인과 기업의 참여를 통해서 자본을 조달하고 투자하는 기회를 제공하기 때문입니다.

금융체계 특히 우리 사회에서 자본시장이라고 불리는 영역은 그 특수성으로 인해 규제와 탈규제의 변증이 가장 적실하게 요구되는 지점입니다. 다양하게 변화·발전하는 자본시장의 특성상 규제 완화를 통해 금융의 성장을 도모할 필요가 있는 반면, 마치 브레이크 없는 자동차처럼 욕망을 무한 증식하는 금융의 특성상 적절한 규제를 통해 사회(체계)와 개인을 보호할 필요 또한 요청되기 때문입니다.

2009년부터 시행되고 있는 우리의 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 '자본시장법') 또한 이러한 규제와 탈규제의 변증이라는 시대적 요구를 잘 반영하고 있습니다. 특히 오늘날 자본시장에서 발생하는 다양한 불공정거래행위들을 규제하기 위해서 자본시장법 제4편에서는 미공개정보이용, 시세조종 그리고 부정거래, 공매도와 같은 불공정거래행위들을 규제하고 있습니다. 구 증권거래법이나 구 선물거래법과는 달리 불공정거래 행위를 규제하는 현행 자본시장법의 방식은 미공개정보이용행위의 규제의 강화, 시세조종상 현선 연계시세조정 규제의 신설 및 강화, 그리고 포괄적 불공정거래 금지 규정을 도입 등을 통해 발생하는 다양한 불공정 거래 행위를 실효적으로 제재하고자 하는 것입니다.

이처럼 자본시장법은 국내 자본시장의 공정성 유지와 투자자의 신뢰성 확보를 위하여 종래의 미공개정보이용행위와 시세조종행위에 대한 규제와 함께 일반적

부정거래행위에 대한 규제를 도입하고 있는 점이 특색입니다. 그러나 자본시장법상 형사제재의 대상이 되는 일부 불법행위들은 일반적·포괄적 행위유형으로서 죄형법정주의의 요소인 구체성과 명확성에 위반할 가능성이 있을 뿐만 아니라 사법기관의 자의적 해석에 따른 불공정한 집행의 우려가 제기되고 있습니다.

이번 <자본시장법상 형사제재의 한계와 개선방안에 관한 연구>에서는 변화하는 자본시장의 현실에 따른 자본시장법의 내용을 특히 불공정거래행위를 중심으로 다루고 있습니다. 주지하다시피 형사법규는 구성요건적 의미가 명확해야지만 개인이 포섭가능한 불법을 예측할 수 있고, 이를 통해 법규가 개인의 행위규범이면서 평가규범으로서 자리매김 할 수 있게 됩니다. 그러나 동시에 규제의 공백을 막고 다양하게 등장하는 새로운 불법적인 금융현상들에 대처하기 위해서는 자본시장법의 불공정거래 규정에 대한 법해석학적 작업을 통해 포섭할 수 있는 가능성을 마련하는 것 또한 필요합니다. 때문에 이번 연구에서는 자본시장법의 특성을 놓치지 않으면서 처벌규정인 불공정거래행위에 대한 해석학 작업과 형사제재의 특수성 및 이와 관련하여 불공정거래행위에 대한 수사구조와 문제점, 그리고 불공정거래행위를 억제하기 위한 정책적 대안까지 포괄적으로 검토하고 있습니다.

요컨대 자본시장에서는 규제와 탈규제의 변증, 다시 말해 죄형법정주의의 관점에서 불공정거래행위규제를 가급적 제한적으로 해석하려는 입장과 자본시장의 신뢰도 유지라는 입법취지를 강조하여 적용범위를 확대하려는 두 가지 입장의 긴장과 변증이 전제되어 있다고 할 수 있습니다. 이처럼 자본시장법상의 유형화된 불공정거래행위의 요건들을 검토하고, 또한 현실 사회에서 발생하는 다양한 불법성을 유형화 하는 작업은 자본시장법의 실효성을 모색하는 가장 중요한 방법이라고 할 것입니다. 자본시장법이 자본시장에서 합리적인 개인의 행위규범이자 평가규범으로 자리매김할 수 있다면 법의 실효성을 통해 민주적 법치국가의 이념을 구현할 수 있을 뿐만 아니라, 공정하고 효율적인 금융체계의 정립을 통해 보다 정의롭고 풍요로운 사회를 실현할 수도 있을 것으로 기대해봅니다.

2011년 12월

한국형사정책연구원

원장 김일수

근대사회를 유지하고 특징짓는 기본적인 체계가 정치체제와 경제체제 그리고 과학기술체계라면, 오늘날 현대사회의 두드러진 특징 중의 하나는 다른 체계 영역에 비해서 경제체제가 더욱 복잡하고 세분화되어 발전하고 있다는 점이고, 특히 그 하부체계로서 금융체제의 지속적인 확장 and 발달일 것이다. 오늘날 금융체제는 거시적으로는 사회와 경제를 활성화하고 성장하게 하는 핏줄과 같은 역할을 하지만, 미시적으로는 개인과 기업의 참여를 통해서 자본을 조달하고 투자하는 기회와 장을 제공하기도 한다.

이러한 금융체계 특히 우리 사회에서 자본시장이라고 불리는 영역은 그 특수성으로 인해 규제와 탈규제의 변증이 가장 적실하게 요구되는 지점이라고 할 수 있다. 다양하게 변화·발전하는 자본시장의 특성상 규제의 완화를 통해 금융의 성장을 도모할 필요가 있는 반면, 마치 브레이크 없는 자동차처럼 욕망을 무한 증식하는 금융의 특성상 적절한 규제를 통해 사회와 개인을 보호할 필요 또한 존재하기 때문이다.

2009년부터 시행되고 있는 우리의 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 ‘자본시장법’) 또한 이러한 규제와 탈규제의 변증이라는 시대적 요구를 정확히 반영하고 있다. 자본시장법 제1조가 “이 법은 자본시장에서의 금융혁신과 공정한 경쟁을 촉진하고 투자자를 보호하며 금융투자업을 건전하게 육성함으로써 자본시장의 공정성·신뢰성 및 효율성을 높여 국민경제의 발전에 이바지함을 목적으로 한다”고 규정한 것은 이와 같은 문제의식을 적절하게 보여주는 것이라고 할 것이다. 때문에 신설 자본시장법은 포괄주의로의 전환, 기능주의 규율, 업무범위의 확대, 투자자보호제도의 선진화라는 세분화된 특성을 통해 입법취지를 구체적으로 실현하고자 하는 것이다.

그러나 오늘날 자본시장에서 발생하는 다양한 불공정거래행위들로 인해 자본시장법은 예전의 입법에 비해 보다 세밀하면서도 동시에 포괄적인 규제방식을 취함으로써 제재의 실효성을 담보하고자 한다. 구 증권거래법이나 구 선물거래법과는 달리 불공정거래 행위를 규제하는 현행 자본시장법의 방식은 미공개정보 이용행위의 규제의 강화, 시세조종상 현선 연계시세조정 규제의 신설 및 강화, 그리고 포괄적 불공정거래 금지 규정 도입 등을 통해 발생하는 다양한 불공정거래 행위를 실효적으로 제재하고자 하는 것이다. 현행 자본시장법의 이러한 특성을 고려하면서 본 연구에서는 자본시장법 제4편에서 규정하고 있는 미공개정보 이용, 시세조종 그리고 부정거래, 공매도 등을 집중적으로 다루었다. 자본시장법 제4편의 불공정거래의 유형들에 대한 법해석학적 작업은 다양하게 변화하는 자본시장에서 발생할 수 있는 여러 불법유형을 유형화함으로써 법의 실효성을 도모하고자 함이다.

예를 들어 미공개정보이용행위에 대한 금지의 경우, 자본시장법에서는 금융투자상품의 범위가 확대됨에 따라 미공개 정보를 이용할 가능성이 있는 금융상품의 범위가 확대되었고, 계열회사의 임직원과 당해 법인과 계약체결을 교섭 중인 자(그 임직원 포함) 등도 내부자로 추가하고 있다. 시세조종의 경우에도 규제의 영역을 넓혀서 자본시장법 제176조 제4항은 선물과 현물 양방향 간 현선 연계시세조종을 금지하는 규정을 신설하여 파생결합증권과 기초자산인 증권 간 양방향 연계 시세조종 또한 금지한다. 한편 자본시장법 제178조의 부정거래 금지 규정은 자본시장법상 불공정거래규제의 가장 두드러진 입법이라고 할 수 있다. 자본시장법 제178조의 부정거래 금지 규정은 행위 주체를 특정하지 않으면서도 행위 대상을 종래의 증권에서 금융투자상품으로 확대하고 있고, 행위장소나 행위요소를 적용 요건으로 하지 않는 등 포괄적인 일반규정을 도입하여 규제의 공백을 최소화하고 있기 때문이다. 또한 우리 자본시장법 제180조에서 공매도를 원칙적으로 금지하면서 공매도의 예외규정을 명확히 하고 있다.

한편 본 연구에서는 자본시장법의 불공정거래행위에 대해 법해석학적 작업을 통해 그 의미를 구체화하면서 동시에, 불공정거래가 조사 및 수사단계로 가는 절차에 대해 다루고 있다. 더불어 실증적인 자료와 통계를 바탕으로 자본시장에서 발생하는 불공정거래의 실태를 파악하고자 하였고, 한국거래소의 감시나 금

용감독원의 조사와 같은 금융조치들의 이론과 실무를 검토함으로써, 불공정거래 행위에 대한 제재의 실효성을 모색하고자 하였다. 실증 분석을 통해 확인할 수 있는 점은 최근 불공정거래 행위가 대형화·정교화·복잡화됨에 따라 관련된 중대사건의 비중이 높아지고, 관련된 위법혐의자 수가 증가하는 추세에 있다는 점이다. 또한 ELW 등의 파생상품, 허위 공시와 연계된 부정거래행위 등 신종 불공정거래가 다수 발생하고 있으며, 고전적인 방식의 단편적 시세조종 행위보다 고도로 지능화된 유형의 미공개정보 이용 비중이 높아지는 경향도 확인할 수 있었다.

이러한 실증적 분석을 통해 본 연구에서는 투자자나 일반인의 신뢰보호를 통한 시장과 금융의 기능 유지라는 자본시장법상 불공정거래 규제의 목적과 정당성을 고찰하고자 한다. 이러한 규제의 목적과 정당성은 일부 논란과 이견에도 불구하고 미공개정보를 이용하는 행위와 시세를 조종하는 행위, 그리고 공시 제도와 금융투자에 대한 규제 외에 각종의 불공정거래행위를 금지하는 제재의 법치국가적 정당성을 근거지워주고 있다.

자본시장에서 불공정거래에 대한 형사제재의 가능성과 한계를 분석하면서 본 연구에서는 규제의 효율성을 위해 요구되는 형법 정책을 크게 세 가지로 분석하고 있다. 즉 현행 자본시장법에서 불공정거래행위에 대한 규제의 효율성은 크게 제재의 실효성이라는 측면과 제재의 효율성이라는 측면, 그리고 집행의 효율성이라는 측면에서 다루어져야 한다는 점이 그것이다. 제재의 실효성이라는 함은 현행 규제체계를 통해서 범죄가 얼마나 억제되고 예방되는지의 문제이다. 한편 제재의 효율성은 규제체계의 적용대상인 행위유형이 일반적으로 발생할 수 있는 불공정거래행위를 포섭하기에 충분히 포괄적인지에 대한 적용범위의 문제이고, 집행의 효율성은 현재 이루어지고 있는 금융감독당국 및 검찰과 법원의 조사와 수사 그리고 기소 및 판결이 불공정거래행위에 대한 규제효과를 달성하기에 충분한 정도와 수준으로 이루어지고 있는지 여부라는 집행효과의 문제라고 할 수 있다. 이와 같은 분석의 이면에는 자본시장에서 규제와 탈규제의 변증, 다시말해 죄형법정주의의 관점에서 불공정거래행위규제를 가급적 제한적으로 해석하려는 입장과 자본시장의 신뢰도 유지라는 입법취지를 강조하여 적용범위를 확대하려는 두 가지 입장의 긴장과 변증이 전제되어 있음은 물론이다.

제1장

서론

제1절 연구의 필요성

우리 자본시장은 그 규모가 협소하고 역사가 오래지 않음에도 불구하고, 급격히 팽창하고 있는 추세이다. 이와 같은 국내 자본시장의 팽창은 우리 실물경제의 확장에 따라 금융산업이 발전한 탓이겠지만, 여기에는 금융개방에 따라 국내 자본시장에 관심을 갖고 있는 국내외의 각종 투기 자본의 유입이 급속히 증가한 데도 그 주요한 원인이 있을 것이다.

그에 따라 미공개정보이용행위(내부자 거래)나 시세조종과 같이 자본시장의 공정성과 건전성을 해하는 불공정행위들이 빈번하게 발생하고 있다. 최근에는 미국 시티은행에서 개발한 환헤지 상품인 KIKO(Knock-In Knock-out) 사건이나 2010년 말 도이치 뱅크의 풋옵션 사건에서처럼 금융시장을 교란하거나 금융질서의 안정성을 침해하는 사안들이 빈번하게 발생하고 있다. 그럼에도 불구하고 이러한 행위들에 대한 실효적인 규제가 이루어지지 못하고 있는 점에 대해 심각한 우려가 제기되는 것도 사실이다.

2009년부터 시행되고 있는 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 ‘자본시장법’이라 한다)은 국내 자본시장의 공정성 유지와 투자자의 신뢰성 확보를 위하여 종래의 내부자거래와 시세조종에 대한 규제와 함께 일반적 부정거래행위에 대한 규제를 도입하고 있다. 그러나 자본시장법상 형사제재의 대상이 되는 불법

행위들은 일반적·포괄적 행위유형으로서 죄형법정주의의 요소인 구체성과 명확성에 위반할 가능성이 있을 뿐만 아니라 사법기관의 자의적 해석에 따른 불공정한 집행의 우려가 제기되고 있다. 특히 자본시장법이 시행된 이후 동 법률에 의한 형사적 제재가 부여된 경우가 많지 않다는 점과 그럼에도 불구하고 한국거래소나 증권감독원에 의한 불공정거래 행위에 대한 적발 건수는 지속적으로 증가하고 있다는 점에서, 이는 자본시장에서의 불공정거래행위에 대한 형사적 제재의 실효성에 대한 의문을 제기하게 된다.

최근 위험사회의 갈등의 축 가운데 하나이면서 동시에 이득의 극대화만을 추구하는 과정에서 발생하는 전 지구적인 금융위험에 대해서는 형벌의 적극적 투입을 통해 법적 규제의 실효성을 확보할 필요가 커지고 있음을 부인할 수는 없을 것이다. 이에 따라 자본시장법상 불공정 거래 행위를 제재하기 위한 효과적인 방법, 특히 형사제재의 가능성을 다각도로 조망하는 것이 근본적으로 필요한 시점이기도 하다.

따라서 제재수단으로 가장 강력한 규제도구인 형사제재를 집중 검토하면서 그 한계를 분석하여 이를 극복할 수 있는 방안을 모색할 필요가 있다. 금융투자상품이 내포하고 있는 위험이 미치는 범위가 예측불가능할 정도로 크고, 그 피해 규모 역시 전 세계의 경제질서를 뒤흔들 정도의 효과를 지니고 있는 만큼, 불법행위의 실행 이전 단계에서 형사적 제재의 개입가능성을 검토하여 규제의 현실성을 확보할 필요가 있는 것이다. 물론 자본시장의 특성상 형사적 제재만으로는 규제효과를 충분히 발휘하기 어렵기 때문에 민사적, 행정적 제재와 효과적으로 연계하여 다차원적인 규제가능성을 검토할 필요 또한 있을 것이다.

제2절 연구의 방법과 범위

이를 위해서 먼저 선행되어야 할 것은 자본시장에서 발생하는 범죄행위의 대상과 행위유형의 구조화이다. 다시 말해 자본시장 규제의 대상인 금융투자상품에 대한 이해와 자본시장법상의 불법행위인 불공정거래 행위들의 구조를 분석하는 것이 선행될 필요가 있는 것이다. 따라서 자본시장 규제의 필요성을 논증한

후에, 특히 규제 대상으로서 금융투자상품의 개념에 대해서 고찰하게 될 것이다. 자본시장법상 금융투자 상품은 증권과 파생상품으로 구성되어 있는 바, 특히 주목해야 할 것은 파생상품이다. 신설 자본시장법이 포괄주의를 채택했기 때문에 다양한 파생상품이 개발될 수 있음은 물론 이에 대한 범죄 또한 다양하고 새로운 양상을 띠 수밖에 없기 때문이다. 예컨대 신설된 시세조종의 유형으로서 기초상품인 주식 등의 가격을 인위적으로 높인 뒤 이와 연계된 파생상품에서 이익을 확보하려는 시세조종, 이른바 연계불공정행위가 그러하다.

이러한 기준에 의해 불공정거래행위의 객체가 될 수 있는 다양한 금융투자상품의 불법성에 대한 판단이 가능해지며, 그 판단에 근거하여 기존에 포섭하기 어려웠던 행위유형을 법적 규제의 범위내로 포섭함으로써 형사적 제재 투입의 정당성이 확보되어질 수 있게 된다. 다시 말해 금융투자상품을 정확히 이해해야만 비로소 불공정거래 행위에 대한 유형화가 실질적으로 가능해지는 것이다. 여기에서는 자본시장법상의 불공정 거래 행위인 미공개정보와 시세조종 및 부정거래와 공매도에 대해서 집중적으로 분석하고자 한다. 이와 같은 불공정거래 행위의 유형에 따른 구조분석이 선행되어야 비로소 이를 준거로 장래의 포섭가능한 불법성의 판단기준을 마련할 수 있는 것이다.

또한 자본시장법상 불공정거래 행위의 유형화 및 구조분석을 통해 불공정거래 행위에 대한 제재의 실효성에 대해 검토하게 될 것이다. 자본시장의 특수성을 고려하여, 다원화된 규제 가운데 특히 형사제재의 정당성과 효율성을 검토하면서 불공정거래행위를 실효적으로 규제할 수 있는 가능성과 방법들을 모색하고자 한다. 이를 위해 현행법상 형사제재의 가능성과 한계를 검토하고 이를 극복할 수 있는 방안을 제시하고자 할 것이다.

구체적으로는 자본시장법상 불공정거래 행위에 대한 실증적인 자료들을 분석하여 불공정거래 행위의 실태를 적극적으로 파악하는 작업을 할 것이다. 또한 자본시장에서 이루어지는 불공정거래에 대한 감시와 적발 및 수사의 절차들을 살펴보면, 자본시장에서의 불법행위들을 예방하고 억제하기 위한 보다 다양한 제재수단을 검토하고 적절한 대안을 제시하고자 한다.

제2장

자본시장 규제체계의
이론과 현실

제1절 자본시장의 특성과 문제점

1. 자본시장의 빠른 성장과 규모

우리 자본시장은 실물경제의 성장과 함께 급속하게 발전하고 있다. 과거 우리나라의 실물경제는 1996년 12월 OECD 가입과 함께 선진경제로 평가받아 왔으나, 자본시장은 여전히 선진신흥시장(advanced emerging market)으로 분류되어 왔었다. 그러나 2009년 9월 FTSE선진국시장¹⁾에 편입되면서 실물경제와 자본시장 모두 선진국 경제의 문턱에 진입한 것으로 평가받게 된 것이다.²⁾

일반적으로 자본시장의 규모를 파악하기 위한 지표로는 상장되어 있는 모든 주식을 시장가치(market value)로 평가하였을 때의 총금액을 의미하는 ‘상장주식

1) FTSE지수는 FTSE인태내셔널이 작성·발표하는 주가지수로, 시장규모 및 수준에 따라 선진국시장, 선진신흥시장, 신흥시장, 프론티어 시장으로 구분된다. 한편 MSCI지수는 미국 모건스탠리캐피털인태내셔널이 작성하는 지수로서, 선진국(world)지수와 신흥시장(EMF:emerging market free)지수로 구분된다고 한다. 이철환, 숫자로 보는 한국의 자본시장, 브레인스토어, 2011, 15쪽

2) 자세한 내용은 이철환, 숫자로 보는 한국의 자본시장, 브레인스토어, 2011, 15쪽 참조, 특히 자본시장에 대한 각종 지표 및 수치는 별다른 인용이 없으면 이 책에서 인용한 것이다.

시가총액을 들 수 있다. 실제로 시가총액은 모든 상장주식의 실제 가격이 종합되어 있기 때문에 주식시장의 성장과 규모를 대략적으로 가늠할 수 있는 유용한 지표라고 할 수 있을 것이다. 최근 우리 자본시장의 상장주식 시가총액을 살펴보면, 2005년 726조원, 2006년 776조원에 이어 2007년에는 1,052조원을 기록하고 있다. 2008년의 경우, 전세계적인 금융위기로 인해서 시가총액이 일시적으로 크게 줄었으나 2009년에는 974조원, 2010년에는 다시 1,000조원을 넘어서게 되었다.³⁾

2009년 말 상장주식 시가총액 974조원은 국내총생산(GDP) 1,063조원과 비교할 때 92%에 달하고 있다. 이 비율 또한 전세계적인 금융위기 직전인 2007년에는 100%를 넘어서기도 했으나, 금융위기로 급락하다가 최근 회복되면서 차츰 상승하고 있다. 이 GDP 대비 상장주식 시가총액 비율(2009년 기준 92%)을 자본시장이 발달한 미국 107%, 영국 129%, 싱가포르 272% 등과 비교해 본다면, 우리 자본시장이 지속적으로 성장할 여지는 여전히 많다고 할 수 있을 것이다.

표 1 GDP 대비 상장주식 시가총액 비율

(단위:조원)

	시가총액(A)	GDP(B)	비율(A/B, %)
2007	1,052	975	105
2008	623	1,026	61
2009	974	1,063	92
2010.12.15	1,221	-	-

출처 : 한국거래소 및 한국은행

우리의 자본시장의 성장과 규모는 특히 주식시장에서 거래되는 자금의 규모를 통해서도 확인할 수 있다. 우리 시장에서 이루어지는 하루 동안의 주식 거래규모는 통상 유가증권시장에서 5조원, 코스닥시장에서 2조원 등 약 7~8조원에 달한다고 한다. 2008년과 2009년의 일평균 주식 거래대금은 각각 6조 4,402억원, 7조 8,640억원 이었다. 그리고 1년 동안의 거래대금 총액은 2008년 1,596조원,

3) 시장별로는 2010년 12월 15일 기준 유가증권시장이 1,123조원 코스닥시장이 98조원으로 총 1,221조원을 기록하고 있다.

2009년은 2008년에 비해 25.2% 증가한 1,997조원에 달하고 있다. 이는 시가총액의 약 2배에 해당하는 금액이다.⁴⁾

표 2 상장주식 거래대금 추이

(단위 : 조원)

	2005	2006	2007	2008	2009
일평균 거래대금	5	5.2	7.5	6.4	7.9
연간 거래대금	1,233	1,276	1,864	1,596	1,997
상장시가총액	726	777	1,052	623	974

출처 : 한국거래소

자본시장의 성장과 규모는 실물경제 더 나아가서는 국민경제에 직접적 혹은 간접적으로 영향을 미치게 된다. 자본시장을 통한 자본의 조달에 실물경제가 의존하는 바가 크기 때문이다. 따라서 자본시장이 발달할수록 실물경제 또한 활발하게 발전할 개연성을 갖는 것이다. 우리나라의 경우에도 자본시장을 통한 자본의 조달이 점차적으로 커지고 있음은 아래의 <표 3>을 통해서도 쉽게 확인할 수 있다. 다만 간접금융의 비중이 주식이나 회사채와 같은 직접금융에 비해 큰 부분을 차지하고 있다는 점에서 자본시장을 통한 자본조달이 아직은 원활하지 않음을 확인할 수 있다.

표 3 자본시장을 통한 자금조달

(단위 : 조원)

	2001	2003	2006	2009
간접 금융 ⁵⁾ (A)	601	768	1,001	1,390
직접 금융 (B)	99	73	48	127
주식	12	11	6	12
회사채	87	62	42	115
B/(A+B), (%)	14.1	8.7	4.6	8.4

4) 이철환, 숫자로 보는 한국의 자본시장, 브레인스토어, 2011, 26~27쪽

일반적으로 자본시장에서 주식시장의 규모가 나날이 커지고 있다는 점 및 우리 시장의 대부분을 차지하는 주식회사의 자본조달 방법이 주식의 발행이라는 점을 고려해본다면, 주식시장의 지표들 특히 코스피와 코스닥의 지수들은 우리 자본시장의 규모를 보여주는 척도라고 할 수 있다. 2011년 후반기에는 유럽발 금융위기와 불안정한 환율로 인해 주식시장이 상당히 침체되긴 했지만 코스피지수는 2008년 1,126p에서 2010년 9월 2,017p를, 코스닥 지수는 2008년 332p에서 2010년 9월 514p를 기록하면서 점차적으로 성장하는 모습을 보여준다. <표 4>는 2000년 후반 우리 주식시장의 성장과 규모를 잘 보여준다. 이 표에서 주가지수와 시가총액은 2008년 이후 꾸준히 증가하고 있음을 확인할 수 있다. 다만 2010년에는 전년도에 비해 거래대금과 거래량이 크게 줄어들었는데, 이는 전세계적인 경제 및 금융위기와 불안정한 환율로 인해 자본시장의 안정성에 대한 기대가 약해졌기 때문으로 보인다. 자본시장의 불안정성은 거래자금의 이탈과 거래량의 축소를 통해 극명하게 드러나게 되는데, 이는 기본적으로 시장에 대한 신뢰의 문제라고 할 수 있다. 결국 자본시장에서 각종 불공정거래를 제재해야 하는 이유도 자본시장의 신뢰를 회복하여 시장의 안정성을 회복 및 유지하고자 함에 있는 것이다.

표 4 주식시장의 주요총량 지표

구분		2008	2009	2010.9월
주가지수	KOSPI	1,127p	1,682p	2,017p
	KOSDAQ	332p	513p	514p
시가총액	KOSPI	557조원	888조원	1,123조원
	KOSDAQ	46조원	86조원	98조원
	계	623조원	974조원	1,221조원
	GDP 대비	61%	92%	-
상장회사수	KOSPI	765개	770개	777개
	KOSDAQ	1,038개	1,028개	1,016개
	계	1,803개	1,798개	1,793개

5) 간접금융은 예금은행 대출 및 비은행금융기관의 여신을 포함한다.

상장폐지 기업	KOSPI	12개	21개	22개
	KOSDAQ	19개	63개	61개
	계	31개	84개	83개
거래대금	KOSPI	1,287조원	1,466조원	994조원
	KOSDAQ	309조원	531조원	364조원
	계	1,596조원	1,997조원	1,358조원
거래량	KOSPI	881억주	1,229억주	713억주
	KOSDAQ	1,255억주	1,968억주	1,219억주
	계	2,136억주	3,197억주	1,932억주

※ 주가지수 및 시가총액은 2010년 12월 15일 기준임

한편 우리 자본시장의 성장과 규모는 직접적으로는 주식시장의 코스피 지수나 코스닥 지수를 통해서 확인할 수 있지만, 증시 주변자금의 규모를 통해서도 파악이 가능하다. <표 5>에서 볼 수 있는 것처럼 2008년에 비해 2010년 9월 현재 투자자의 예탁금의 규모나 CMA 잔고 등이 급속하게 증가하고 있다는 사실은 우리 자본시장이 최근 빠르게 성장하고 있음을 보여주는 또 다른 지표라고 할 수 있을 것이다.

표 5 증시 주변자금

구분	2008	2009	2010.9월
투자자 예탁금	9,2조원	11,8조원	13,8조원
CMA 잔고	30,7조원	38,2조원	41,9조원
장내파생상품 거래예수금	7,2조원	8,4조원	8,3조원
신용융자 잔고	1,5조원	4,4조원	5,2조원

2. 우리 자본시장의 불안정성과 문제점

이와 같이 우리 자본시장이 꾸준하게 성장하면서 그 규모가 확대됨에도 불구하고, 여기에는 몇가지 점에서 취약점이 도사리고 있다.

가. 자본시장의 투기적 성격

일반적으로 자본시장은 기업가에게 자본을 제공하고 투자자에게는 주식을 제공하는 기능을 가지고, 또한 이익을 많이 내는 방향으로 자본을 이동하게 하는 기능을 가진다고 한다.⁶⁾ 그러나 자본조달과 건전한 투자라는 자본시장의 본래의 존재 의의와는 달리 우리 자본 시장에서 이루어지는 거래의 상당부분은 투기적 성격을 갖는다. 이는 자본시장에 참여하는 구성원들의 비율을 통해서 확인할 수 있다. <표 6>을 보면 기관에 비해 개인과 외국인의 비율이 현저하게 높다는 점을 알 수 있다. 2008년에 비해 2009년 주식투자의 총인구는 다소 늘어났지만, 예를 들어 2009년 투자자별 보유비중이 개인 34.6%, 외국인이 30.4%임에 반해 기관은 12.0%에 그치고 있다. 사정은 투자자별 매매비중에서도 마찬가지이다. 개인이 58.2%로 과반수를 넘는 비중을 차지하고 있음에 반해 기관은 12.0%, 외국인은 17.1%를 차지하고 있다. 일반적으로 기관이 투자를 목적으로 하고 있음에 비해 개인과 외국인은 투기적 성격을 갖는다는 점을 고려한다면, 우리 자본시장의 성격 또한 다분히 투기적 성격을 가질 수밖에 없다는 결론을 도출할 수 있는 것이다.

표 6 장내시장 투자자 구성 상황

	구분	2008	2009
주식투자 총인구		463만명	467만명
투자자별 보유비중 (시가총액기준)	개인	30.0%	34.6%
	기관	11.7%	12.0%
	외국인	27.3%	30.4%
	기타	28.3%	21.2%
투자자별 매매비중	개인	49.5%	58.2%
	기관	21.7%	22.1%
	외국인	25.4%	17.1%
	기타	3.2%	2.4%

6) 이상복, 자본시장법상 내부자거래, 박영사, 2010, 106~107쪽

나. 자본시장의 대외의존성과 불안정성

또한 우리 자본시장은 지속적으로 성장하고는 있으나, 아직 자본의 규모가 다른 선진국에 비해 협소하고, 무엇보다도 외국인의 투자 비율이 높기 때문에 국제 정세의 영향에 지나치게 민감하게 반응할 수 밖에 없다. 국제 유가는 물론 환율의 변동에 민감하게 반응하고, 특히 2007년 말의 서브프라임 모기지 사태와 같은 미국발 악재에 유난히 민감한 이유는 우리 자본시장의 대외 의존도가 심각한 정도에 이르고 있다는 사실을 잘 보여주는 것이다. 같은 문제 상황은 2010년 말 금융시장을 강타한 ‘옵션만기 쇼크’ 사태에서 여실히 드러난다.⁷⁾

다. 불공정거래 행위의 지속적 증가

보다 심각한 문제는 이와 같은 자본시장의 불안정성 때문에 불공정 거래가 더욱 기승을 부릴 수 있다는 점이다. 한국거래소가 심리한 결과 시세조종 혐의가 있다고 인정되어 금융감독원에 통보한 건수는 모두 2007년 49건, 2008년 42건, 그리고 2009년에는 91건에 이른다. 미공개정보 이용행위(내부자 거래)의 경우도 상황은 다르지 않다. 특히 내부자 거래의 발생빈도는 최근 빠른 속도로 증가하는 추세인데, 한국거래소의 심리결과 내부자거래 혐의가 있다고 인정되어 금융감독원에 통보한 건수는 2007년 83건, 2008년 88건, 그리고 2009년에는 103건에 이르고 있다.

7) 2010년 11월 11일 옵션만기일에 도이체뱅크 홍콩법인이 한국도이치증권 창구를 통해 2조3000억 원어치의 주식을 장 마감 10분을 남기고 내다팔아 코스피를 53.12포인트 급락시킨 ‘폭탄매물’에 의한 시세조종을 하였다. 금감원은 당시 주식 매매 과정에서 도이체뱅크가 주가가 하락하면 이익을 내는 풋옵션 계약을 통해 400억~500억 원의 부당이익을 올린 것으로 보고 있다. 검찰에 따르면 이들은 2010년 11월11일(옵션만기일) 장 마감 전 코스피 200지수 풋옵션 16억원 상당을 매수한 뒤 보유 중인 주식을 대량 매도해 주가지수를 급락시키는 수법으로 448억원의 시세 차익을 챙긴 혐의를 받고 있다. 이들은 주가하락 효과를 높이려고 동시호가 시간(오후 2시50분~3시)에 직전가 대비 4.5~10% 낮은 가격으로 7차례에 걸쳐 2조4천억원 상당 물량의 매도 주문을 낸 것으로 확인됐다. 또 프로그램매매로 주문을 하면서 거래소 사전신고 시한인 오후 2시45분을 1분 넘겨 신고한 것으로 조사됐다. 투자자 대다수는 사전신고 시한까지의 신고내용을 보고 남은 15분간의 투자전략을 수립하기 때문에 이들의 지연 신고는 다른 투자자에게 대량매도가 없다는 착각을 심어줘 손해를 키웠다고 검찰은 설명했다. 연합뉴스 2011년 8월 21일 기사 참조

라. 자본시장의 신뢰상실과 그에 따른 경제

자본시장이 투기적 성격으로 변질되어 가고 대외의존성의 심화에 따른 불안정성은 자본시장의 신뢰를 저해하는 심각한 문제이다. 시장이 신뢰를 잃게 되면 시장에 참여하려는 유인을 감소시키기 때문에 금융 체계를 위협하게 됨은 물론 경제 체제 자체를 뒤흔들 수 있는 결과가 나올 수 있다. 시장의 신뢰라는 측면에서 더욱 주목해야 할 문제는 지속적으로 증가하는 추세인 불공정거래 행위이다. 일반인들이 증권시장의 건전성이나 투자가치성에 대해 신뢰를 하지 않게 되어 투자를 그만두는 시장이탈 현상이 초래되면 자본시장의 붕괴는 물론 실물경제의 위기를 가져올게 될 것임은 명약관화한 일이다.⁸⁾

이와 같은 문제들로 인해 자본시장에서 불공정거래 행위를 제재할 필요성은 매우 크고 또한 절실한 문제라고 할 수 있다. 물론 구 증권관련법을 뿐만 아니라, 이들 법률들을 통합한 최근의 자본시장법에서도 불공정거래 행위를 규제하고 있기는 하다. 이하에서는 자본시장법의 구조와 체계를 분석해보고, 불공정거래 행위의 규제 방식과 유형을 검토하게 될 것이다. 이를 위해서 특히 중요한 것은 불공정거래행위의 객체인 금융투자상품의 개념이다. 구 증권거래법과 구 선물거래법의 객체인 증권과 파생상품을 현행 자본시장법에서는 금융투자상품이라고 규정하고 있다. 문제는 자본시장법상의 금융투자상품의 개념이 포괄적이고 일반적인 개념으로 설정되었다는 점에 있다. 제재를 염두에 둔다면, 특히 형사제재의 경우 금융투자상품과 같은 포괄적 개념은 자칫 죄형법정주의의 명확성 원칙과 충돌할 여지가 발생하기 때문이다.

8) 이상돈, 증권형법, 법문사, 3쪽

제2절 현행 자본시장법의 체계와 규제의 한계

1. 이전 자본시장관련 법제의 문제점

가. 금융시장에서 규제의 필요성

금융 시장은 가격책정과 자원의 배분 기능을 제공한다. 금융 체계는 금융 자원을 배분해 주어야 하고, 그러한 배분은 금융기관의 위험에 기초하여 발생하게 마련이다.⁹⁾ 금융 자원의 배분이라는 관점에서 특히 금융 부문은 가격에 기초한 수요를 충족시키는 공급을 이동해 주는 전달 메커니즘의 역할을 수행한다. 전달 메커니즘에는 다양한 것들이 있다. 이상적인 사회(시장)에서는 금융 자원에 대한 수요와 공급은 공급자가 수월하게 그리고 그들의 잉여자원을 배분하는데 거래비용 없이 직접적으로 연결될 수 있을 것이다. 이상적인 금융 체계에서라면 정보가 완전하고 구성원들이 합리적일 것이며, 거래 비용이 없을 것이기 때문이다. 그러나 현실의 사회는 상당히 다르다. 현실에서는 아무리 정교한 금융 체계 일지라도 이런 조건들이 일관되게 적용되지 않는다.

이처럼, 금융시장은 완전 시장이 아니기 때문에 이를 조종하기 위한 규제가 반드시 필요하게 된다. 금융시장의 불완전성은 몇 가지 주요 원인으로부터 생겨난다. 첫째는 거래비용, 둘째는, 비대칭 정보(예를 들어, 불완전하게 분배되는 불완전한 정보)이다.¹⁰⁾ 한편, 비대칭적 정보는 역 선택(예를 들어, 가장 나쁜 기회는 가장 잘 보이는 것 중 하나이다)과 도덕적 해이(예를 들어, 과도하거나 불충분한 위험을 맡는 동기)를 초래한다. 마지막으로 금융거래 특히 파생상품의 거래는 일방 당사자의 이익이 필연적으로 다른 당사자의 손해를 가져오는 구조를

9) Douglas W. Amer, *Financial Stability, Economic Growth, and the Role of Law*, Cambridge University Press, 2007, p. 40

10) 시장에서의 이러한 한계상황에 대한 논의로는 김대근, 권리에 대한 법경제학적 분석의 의의와 한계, 고려대학교 박사학위논문, 2010, 48쪽 이하 참조. 자원의 희소성이라는 한계상황은 결국 최적화된 자원의 배분이라는 경제학적 문제를 발생시킨다. 그리고 최적화의 문제는 다시금 필연적으로 일정한 한계에 부딪치게 된다. 법경제학이 법과 제도를 최적화하려고 할 때, 두가지 장벽에 부딪치게 된다. ① 거래비용(transaction cost)의 발생과 ② 정보의 비대칭성(asymmetric information)이 그것이다.

갖기 때문에, 적은 투자자금으로도 높은 이익과 큰 손실을 볼 수 있는 구조이기도 하다.¹¹⁾

결국 시장의 불확실성과 불안정성 때문에 이를 시정하고자 하는 법과 제도의 개입은 필요불가결한 것이다. 이러한 사정은 금융시장에서 더욱 절실하다고 할 수 있으며, 역사적으로 수차례 발생한 공황이나 금융위기 특히 최근의 금융위기 등에서 경험적으로 이를 확인할 수 있다.

나. 법과 금융현실의 괴리

기존 자본시장 관련법제는 변화하는 금융현실을 반영하고 규제하는데 많은 어려움이 있었다. 이와 관련하여 여러 비판이 있었으나 그 주요한 것으로 다음과 같은 자본시장의 자금 중개기능 부진과 자본시장관련 금융산업의 발전 미흡이라는 문제가 제기되었다.¹²⁾ 먼저 자본시장의 자금 중개기능의 측면에서 자본시장이 혁신형 기업에 대한 자금공급 기능을 수행하지 못함으로 인해서 기업의 자본시장을 통한 자본조달이 위축되는 면이 있었다. 때문에 자본시장은 실물경제 규모에 상응하는 지속적인 발전을 이루지 못하고 있었다.

또한 자본시장관련 금융산업의 발전이라는 측면에서 증권, 선물, 자산운용 등 관련 금융산업의 발전이 미흡하여 금융시장 발전을 뒷받침하지 못하고 그에 따라 산업간 불균형도 심화되고 있었다. 예를 들어 간접금융시장(은행)은 구조조정, 겸업화·대형화, 수익성 개선을 통해 경쟁력을 높여 왔으나 자본시장과 관련하여 금융산업은 그간 구조조정이 부진했고 대형화·겸업화와 수익성 개선에 있어서도 성과를 보이지 못하고 있었던 것이다. 이는 특히 선진 투자은행(IB) 분야에 대한 비교에서도 확인할 수 있었다. 국내 증권사는 증권서비스(위탁매매) 위주의 영업모델로 기업금융(investment banking), 자산관리(wealth management), 자기매매(principal investment)를 균형있게 영위하는 외국 투자은행과 큰 차이를

11) 김홍기, 자본시장법상 연계불공정거래 규제체계 및 입법론·해석론의 시사점, 연세 글로벌 비즈니스 법학연구, 제2권 2호, 2010, 91쪽

12) 이에 대한 실증적인 분석으로는 재정경제부, 『금융투자업과 자본시장에 관한 법률(가칭)』 제정 방안, 2006. 2. 17, 1~2쪽 참조.

보이면서 규모 측면에서는 외국 투자은행의 1/20 수준(자기자본 기준)에 불과하고 수익성도 크게 낮다는 비판을 받고 있었던 것이다.

다. 기존 자본시장관련법에 대한 비판

기존 자본시장 관련 법률은 ‘자본시장’과 ‘관련 금융산업’의 도약적인 발전을 뒷받침하지 못하고 있다는 비판을 받았다. 이와 관련하여 가장 먼저 지적되는 것으로는 증권사, 선물회사, 자산운용사, 신탁회사 등 금융회사별로 각각 별도의 법률이 존재하고 개별 법률마다 적용되는 규제가 상이하다는 점이었다. 이는 금융회사가 다름에도 불구하고 동일한 금융기능을 수행하여도 상이한 규제가 적용되는 결과를 야기하게 되었고, 이러한 틈새를 파고들어 규제차익(regulatory arbitrage)과 투자자 보호의 공백 또한 발생하게 되었다. 한편 금융회사가 취급할 수 있는 유가증권과 파생상품의 종류가 법에 의해 제한적으로 열거되어 있었기 때문에, 신종 금융투자상품을 설계하거나 취급(판매, 중개)하는 데 제약이 되어 금융혁신에 어려움이 있었다.

뿐만 아니라 기존 자본시장 관련 법에서는 증권업, 자산운용업, 선물업, 신탁업 등 자본시장관련 금융업간 겸영을 엄격하게 제한하고 있었다. 때문에 기업금융, 자산관리, 증권서비스, 직접투자 등과 같은 다양한 금융투자서비스를 제공하는 선진투자은행에 비해 시너지 효과를 통한 경쟁력을 제고하는데 한계를 가질 수 밖에 없었던 것이다.

특히 빈번하게 지적되는 것으로는 투자자에 대한 보호가 매우 미흡하다는 점이었다. 금융투자상품의 불완전 판매와 불공정 거래에 대한 적절한 규제가 이루어져있지 않기 때문에 투자자들의 피해가 빈번해지게 된 것이다. 그에 따라 자본시장에 대한 투자자들의 신뢰가 무너지게 되면서 자본시장을 위축시킬 우려마저 자아내게 되기에 이르렀다.

2. 자본시장법의 입법취지

신설 자본시장법은 위에서 언급한 바와 같은 문제점, 즉 기존의 자본시장을 규율하는 개별 법률에서 금융기관이 취급할 수 있는 상품의 종류를 제한적으로 열거하고 있어 창의적인 상품개발 등 금융혁신이 어렵다는 점, 각 금융기관별로 상이한 규제체계가 되어 있어 규제차익이 발생하는 등 비효율적이 측면이 있는 점, 그리고 투자자 보호 장치의 미흡으로 자본시장에 대한 신뢰가 저하되는 점 등을 감안하여 관련 법률로 통합한다는 입법취지를 분명히 하고 있다. 더 나아가 자본시장법은 금융투자상품의 개념을 포괄적으로 규정하는 등의 법체계를 개선함으로써, 금융투자회사의 대형화 및 전문화, 자본시장의 혁신형 기업에 대한 자금공급 기능을 강화하는 등 자본시장을 활성화하려는 목적도 갖고 있다.¹³⁾

이를 위해서 제정된 자본시장법의 특성은 요약하면 포괄주의 전환, 기능주의 규율, 업무 범위의 확대, 그리고 투자자보호제도의 선진화로 표현될 수 있을 것이다. 특히 자본시장법은 제1조에서 “이 법은 자본시장에서의 금융혁신과 공정한 경쟁을 촉진하고 투자자를 보호하며 금융투자업을 건전하게 육성함으로써 자본시장의 공정성·신뢰성 및 효율성을 높여 국민경제의 발전에 이바지함을 목적으로 한다”고 규정함으로써 투자자 보호라는 취지를 구현하고 있고, 이러한 취지는 관련 규정의 해석 기준으로서 작용하게 된다.¹⁴⁾

3. 자본시장 통합법의 전개방향

가. 기능별 규율(functional regulation) 체제의 도입

자본시장법에서 먼저 주목해야 할 부분은 기존의 기관별 규율체제를, ‘경제적 실질이 동일한 금융기능’을 동일하게 규율하는 기능별 규율체제(functional

13) 김유성, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률의 금융투자상품 개념에 대한 연구, 서울대학교 석사학위논문, 2008, 1쪽.

14) 전옥, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률상의 금융투자자보호제도에 관한 고찰, 저스티스 통권 107호, 2008.10, 195쪽

regulation)로 전환하였다는 점이다. 다시 말해 금융투자업, 금융투자상품, 고객을 경제적 실질에 따라 재분류하고 또한 금융투자상품(증권·파생상품), 금융투자업(매매업, 중개업, 자산운용업 등), 고객(전문, 일반 투자자)을 기준으로 금융기능을 분류하고 있는 것이다. 그리고 ‘금융기능’에 대하여는 업규제(진입 규제, 건전성 규제, 영업행위 규제)를 적용하여 금융기능이 동일하면 영위주체(금융회사)를 불문하고 동일한 진입·건전성·영업행위 규제를 적용하고 있다.

이와 같은 기능별 규율의 적용으로 다른 규제시스템에 의해 발생하는 규제 차이(regulatory arbitrage)이 사라지게 된다. 차이(arbitrage)이라는 것은 본래 분산화된 시장시스템에서 발생하게 마련이다.¹⁵⁾ 예를 들어 현물과 선물은 각기 다른 시장으로서 각각의 수급요인에 영향을 받으므로 양 가격의 차이에서 차이가 발생하게 되는 것이다.¹⁶⁾ 그러나 규제도구를 단일화하게 되면 차이가 발생할 여지가 줄어들게 된다. 더불어 기능별 규율의 적용으로 인해 투자자 보호 강화 및 금융업간의 형평성 제고라는 효과를 가져오기도 한다. 동일한 금융기능의 상대방인 투자자는 동일한 투자자 보호 법제를 적용받게 되고, 동일한 금융기능을 영위하는 한 영위 주체를 불문하고 동일한 규율을 적용받게 되기 때문이다.

나. 포괄주의 규율체제로의 전환

기존 금융 관련법은 금융상품의 범위를 사전적으로 열거하는 형식을 갖고 있었다. 유가증권의 경우 국채, 지방채, 특수채, 사채, 주식, 출자증권, 수익증권, 주식연계증권(ELS) 등 21개가 열거되어 있었고, 파생상품 또한 기초자산을 유가증권, 통화, 일반상품, 신용위험으로 한정적으로 열거하고 있어 설계 가능한 파생상품의 종류를 제한하고 있었다. 또한 장내 파생상품(선물)은 선물, 지수선물, 선물옵션, 지수선물옵션, 상품옵션, 지수옵션으로 열거되어 있고 기초자산도 유가증권, 통화, 일반상품으로 열거되어 있었던 것이다.

문제는 증권과 선물로 열거된 대상에 대해서만 법상 투자자 보호 장치 및 금

15) 차이에 대한 경제학적 설명으로는 Ross Miller 외(권춘오 역), *Experimental Economics*(실험경제학), 일상이상, 2011, 294~304쪽 참조

16) 이찬근, *금융경제학 사용설명서 : 금융의 탄생에서 현재의 세계 금융 지형까지*, 부키, 2011, 333쪽

용기관의 영업이 허용되었다는 점이다. 즉 증권회사가 신종 금융상품을 설계하여 취급할 수 있는지 여부가 사전적으로 불확실하여 금융혁신의 발전을 제약하는 문제가 있었던 것이다. 또한 법령을 개정하여 신종 금융상품을 추가하기까지 투자자 보호 규제가 적절하게 적용되지 않아 투자자 보호에도 미흡하다는 비판이 제기되었다.

그러나 현행 자본시장법에서는 제2조에서 금융투자상품의 개념을 추상적으로 정의하여 동 개념에 해당하는 모든 금융투자상품을 법의 규율대상(금융투자회사 취급허용, 투자자 보호규율 적용)으로 하는 포괄주의 체제로 전환하고 있다. 이와 같은 포괄주의 입법방식은, 규제 필요성이 생길 때마다 후행적으로 금융상품을 열거하여 규제 대상을 확장하는 열거주의 체제와 근본적으로 다를 수 밖에 없다. 포괄주의라는 관점에서 특히 주목할 만한 점은 '투자성'이라는 특징을 갖는 '금융투자상품'이라는 개념을 신설하여 모든 금융상품을 포괄하는 것이 가능하게 되었다는 점이다. 또한 이와 같이 정의된 '금융투자상품'을 금융상품의 특성 즉 경제적 실질이 동일한 것끼리 증권, 장외 파생상품, 장내 파생상품으로 다시 분류한 후, 각각의 개념도 추상적으로 정의하여 포괄주의로 전환하였다. 다만 이와 같은 추상적 개념만으로는 법적 안정성이 저해될 여지가 있기 때문에 자본시장법은 예시적 열거주의가 가미된 포괄주의의 형태를 취하고 있다. 다시 말해 부분적으로는 일부 금융상품을 예시적으로 열거한 후에 마지막에 추상적으로 정의하는 방식을 채택하고 있는 것이다.

다. 업무범위의 확대

현행 자본시장법에서는 경제적 실질에 따라 분류된 6개 금융투자업 즉 매매, 중개, 자산운용, 자문, 일임, 자산보관관리업에 대해서 금융투자업상호간 겸업을 허용하여 업무범위를 확대하고 있다. 영국, 호주, 미국, 홍콩 등과 같은 외국의 선진 입법례의 경우에도 금융투자업간 겸업을 제한하지 않고 있다는 점에 비추어볼 때, 현행 자본시장법은 상당히 진일보한 입법방식을 취하고 있음을 알 수 있다. 또한 매매(인수), 중개, 자산운용, 투자자문, 자산관리보관 등 모든 금융투자업을 종합 영위하는 「금융투자회사」의 설립을 허용하고 있다.

또한 기존의 금융 관련법은 금융업자가 영위할 수 있는 부수업무를 사전에 법령에서 열거하고 있어 부수 업무의 확대를 위해서는 매번 법령을 개정할 수 밖에 없었고, 때문에 업무의 확대를 적절하게 할 수 없었다. 그러나 현행 자본시장법에서는 영위 가능한 부수업무를 법률에 사전적(ax ante)로 열거하는 방식(이른바 열거주의 체제)을 취하지 않고, 원칙적으로 모든 부수업무의 취급을 허용하되 예외적으로 제한하는 이른바 negative 체제로 전환하였다. 다만, 금융투자회사는 부수업무 개시 일정기간 전에 감독당국에 부수업무 개시 사실을 신고하도록 하거나, 부수업무가 금융투자회사의 건전성 또는 투자자 보호에 문제를 야기할 경우 감독당국이 부수업무 영위를 제한하거나 시정을 요구할 수 있도록 하여 부수적 업무 범위가 확장된 부분 또한 주목할 만한 점이다.

라. 투자자 보호제도의 선진화

과거에는 경제적 실질이 금융투자업에 해당함에도 불구하고 투자자 보호를 위한 규율 법제가 마련되어 있지 않은 영역이 다수 존재하였다. 특히 장외 파생상품을 대상으로 하는 금융업의 경우, 증권회사가 파생상품의 매매·중개업을 영위하는 경우에는 투자자 보호를 위한 업규제가, 예를 들어 구 증권거래법등에서 일부 존재했으나, 은행, 보험회사 등 기타 금융기관이 영위하는 경우에 대한 투자자 보호를 위한 법률 규정이 미흡하였던 것이다. 또한 자산운용업법상 간접투자기구(vehicle; 투자신탁, 투자회사, 합자회사)이외의 vehicle을 이용하는 비정형 간접투자의 경우에도 자산운용업법상의 투자자 보호 규제가 적용되지 않을 뿐만 아니라, 증권거래법상 유가증권에 대한 공시규제도 적용되지 않았고, 따라서 이로 인해 투자자에게 피해가 발생하더라도 적절한 보호조치가 이루어지기 힘들었다.

그러나 이미 설명한 것처럼 현행 자본시장법에서는 장외 파생상품 매매·중개업이 금융투자업에 포함되어 투자자 보호를 위한 업규제(진입규제, 영업행위규제, 건전성 규제)가 적용될 수 있게 되었다. 특히 비정형 간접투자에 대해서는 우리 민·상법상 인정되는 모든 형태의 간접투자기구가 허용되도록 하였다. 그리하여 자산운용업법상 투자자 보호규제(예; 등록의무, 투자재산의 별도 보관·

관리 의무, 투자재산과 고유재산의 구분, 이해관계인과의 거래제한¹⁷⁾)를 적용하고, 다수인이 공동으로 투자한 후 수익을 나누는 계약인 투자계약(investment contract)이 증권 개념에 포함될 수 있게 되었고, 결국 비정형간접투자계약도 증권 개념에 포섭되어 투자자 보호장치의 적용이 가능해지게 된 것이다.

마. 포괄적인 불공정거래 행위 개념을 통한 규제의 공백 제거

구 증권거래법과 선물거래법은 급속하게 발전하는 불공정거래 행위의 다양한 유형들을 포섭하기에는 미흡함이 많았다고 평가할 수 있다. 반면 주지하다시피 현행 자본시장법은 보다 섬세한 구성요건을 규정하거나 일반 개념을 도입하여 규제의 공백을 메꾸고 있다. 예컨대 내부자거래(미공개정보의 이용)의 경우, 구 증권거래법과 선물거래법과 달리 자본시장법에서는 내부자의 범위와 규제대상인 증권을 확대하거나 경영권에 영향을 줄 가능성이 있는 대량취득·처분의 실시·증지에 관한 정보를 이용하는 행위 등을 금지하여 새로운 형태의 불법성에 적극적으로 대응하고 있는 것이다.

시세조종의 경우도 다르지 않다. 예컨대 구 선물거래법에서는 선물에서 이익을 얻은 목적으로 현물의 시세를 조종하는 행위만을 금지했던 것에 반해서, 자본시장법은 장내파생상품과 그 기초자산인 증권 간의 양방향 시세조종을 금지하는 현선 연계 시세조종에 대한 규제를 강화하고 있다.

불공정거래 행위의 규제에 있어서 특히 주목할 만한 부분은 포괄적 불공정거래를 금지하는 규정을 도입한 점이다. 물론 과거에도 구 증권거래법의 규정(제188조의 4 제4항)¹⁸⁾을 통해 부당이득목적의 허위시세나 허위사실 풍설의 유포행

17) 이해관계인과의 거래제한에 관한 비교법적 검토에 대해서는, 이진서, 자본시장법상 이해관계인과의 거래제한에 대한 비교법적 고찰, 법조, 제60권 제8호, 2011, 281~310쪽 참조

18) 제188조의4 (시세조종 등 불공정거래의 금지) ④ 누구든지 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 다음 각호의 1에 해당하는 행위를 하지 못한다.

1. 부당한 이득을 얻기 위하여 고의로 허위의 시세 또는 허위의 사실 기타 풍설을 유포하거나 위계를 쓰는 행위
2. 중요한 사항에 관하여 허위의 표시를 하거나 필요한 사실의 표시가 누락된 문서를 이용하여 타인에게 오해를 유발하게 함으로써 금전 기타 재산상의 이익을 얻고자 하는 행위

위, 허위표시 이용 오해 유발행위 등을 금지할 수 있긴 했었다. 그러나 자본시장법에서는 구 증권거래법 제188조의 4 제4항을 흡수하여 제178조에서 포괄적인 사기금지조항을 마련하고 있다. 이 조항은 일종의 catch-all 조항으로서 포괄적이고 일반적인 구성요건들 규정함으로써 행위의 주체, 행위의 내용, 행위의 장소 등을 특정범위에 제한하지 않고 모든 유형을 망라할 수 있도록 되어 있는 것이다.¹⁹⁾

이 외에도 내부자의 단기매매차익 반환대상 증권의 범위를 확대하여 동종 및 이종 특정증권등간의 매매에 있어서도 단기차익을 반환하게 한 것도 특징이다. 구법은 단기매매차익의 반환대상 증권을 주식관련 증권에 한정하였으나, 자본시장법 제172조는 대상 증권을 모든 증권으로 확대하여 주식과의 관련성을 묻지 않고 있다.

제3절 금융투자상품의 형사법적 의의

1. 금융투자상품의 의의

가. 서설

주지하다시피 현행 자본시장법 제3조에서는 “금융투자상품”을 이익을 얻거나 손실을 회피할 목적으로 현재 또는 장래의 특정 시점에 금전, 그 밖의 재산적 가치가 있는 것(이하 “금전 등”이라 한다)을 지급하기로 약정함으로써 취득하는 권리로서, 그 권리를 취득하기 위하여 지급하였거나 지급하여야 할 금전 등의 총액(판매수수료 등 대통령령으로 정하는 금액을 제외한다)이 그 권리로부터 회수하였거나 회수할 수 있는 금전 등의 총액(해지수수료 등 대통령령으로 정하는 금액을 포함한다)을 초과하게 될 위험(이하 “투자성”이라 한다)이 있는 것이라고 규정하고 있다. 즉 현행법상의 금융투자상품 개념은 먼저 비금융상품과 구별되는 기능적 기준으로 ‘이익을 얻거나 손실을 회피할 목적(투자목적)’을 규정하고,

19) 김용재, 자본시장법(上), 고려대학교 출판부, 2011, 729쪽

또한 은행 보험 등 금융투자상품이 아닌 기타의 금융상품과 구별되는 기능적 기준으로 '원본손실 내지 추가지의 가능성(투자성)'을 규정하고 있다는 점에서 실천적 특성을 갖는다고 할 수 있다.

한편 제2항에서는 금융투자상품의 종류를 증권, 장내파생상품, 장외파생상품의 세가지의 종류로 열거하여 규정하고 있다. 다만 제1항 단서에서는 원화로 표시된 양도성 예금증서와 수탁자에게 신탁재산의 처분권한이 부여되지 아니한 신탁의 수익권은 금융투자상품에 해당하지 않는다고 명시적으로 배제하는 규정을 두고 있다. 이러 방식의 금융투자상품 개념 정의는 일반적 정의·명시적 포함·명시적 제외로 구성되는 단계적 정의라고 설명된다.²⁰⁾

자본시장법상 금융투자상품 개념이 가지는 제도적 의의는 금융이용자의 다양한 수요에의 부응과 금융투자업의 범위 확대 및 규제의 공백제거, 은행업 및 보험업과 금융투자업의 구분기준 제시의 세 가지로 정리할 수 있을 것이다.²¹⁾ 이와 같은 제도적 의의가 가능하게 된 것 또한 앞서 설명한 것처럼 현행 자본시장법이 포괄주의의 입법방식을 취했기 때문일 것이다. 즉 이러한 금융투자상품의 개념은 구 증권거래법에서 유가증권의 개념을 제한적으로 열거한 것과 비교할 때 개념 요건을 충족하는 어떠한 상품도 자본시장법의 적용을 받는 금융투자상품으로 포섭할 수 있게 되어 이른바 포괄적인(negative) 개념 정의가 된다.

따라서 어떤 신종 금융상품이 자본시장법상의 금융투자상품에 해당하는지 여부를 판단하기 위해서는 자본시장법상의 구성요건들을 분석해 보아야 할 것이다. 동법에 규정된 금융투자상품의 개념 요소로는 다음과 같이 나누어 분석해야 한다.²²⁾

① “이익을 얻거나 손실을 회피할 목적으로” 라는 경제적 목적이 있어야 할 것.

20) 정순섭, 금융규제법상 포괄개념 도입의 가능성과 타당성-자본시장법상 금융투자상품의 개념을 중심으로-, 서울대학교 법학, Vol.49, No.1, 287쪽. 이러한 단계적 정의는 호주의 방식을 도입한 것이라고 한다. 자세한 논의로는 정순섭, 포괄주의에 따른 증권개념의 확장-금융투자상품에 있어서 투자성의 요소를 중심으로-, 투신 No.60(2006. 12.), 4쪽 이하 참조.

21) 정순섭, 금융규제법상 포괄개념 도입의 가능성과 타당성-자본시장법상 금융투자상품의 개념을 중심으로-, 서울대학교 법학, Vol.49, No.1, 283쪽.

22) 전옥, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률상의 금융투자자보호제도에 관한 고찰, 저스티스 통권107호, 2008.10, 197쪽

- ② 위 법문 상에 “투자성”으로 표현된 즉, 원본손실의 위험을 부담할 것.
- ③ 그 권리를 취득하기 위하여 금전 등의 지급이 필요할 것,
- ④ 취득하는 계약상의 권리일 것.

나. 개념에 대한 해석학적 검토

주지하다시피 금융투자상품의 개념은 기능적 정의방식을 따른 것이다. 이러한 기능적 정의방식은 자본시장법의 또 하나의 주요한 목적인 기능별 규제로의 전환을 위한 제도적 기초가 된다. 특히 기능의 범위에서 자본시장법은 금융투자상품의 개념을 이익취득과 손실회피로 구성되는 투자의 경우로 한정하고 있다.²³⁾ 이처럼 기능적 정의란 대상상품의 기능과 위험을 기초로 하고 있다는 점에서 금융투자상품의 개념에서 가장 특징적인 표지는 ‘투자성’이라고도 할 수 있을 것이다. ‘투자성’을 갖는 모든 금융상품을 포괄하여 금융투자상품으로 정의함으로써 금융투자회사의 취급가능한 금융투자상품과 투자자 보호 대상을 확대하고 있다는 점에서 더욱 그러하다.

“이익의 획득이나 손실의 회피 또는 위험 관리를 위하여 원본 손실 또는 원본을 초과하는 손실이나 추가 지급의 가능성을 부담하면서 현재 또는 장래의 특정 시점에 금전 등의 이전을 약정함으로써 갖게 되는 권리로서 그 권리를 취득하기 위하여 지급하였거나 지급하여야 할 금전 등의 총액이 그 권리로부터 회수하였거나 회수할 수 있는 금전 등의 총액을 초과하게 될 위험이 있는 것”이라는 금융투자상품의 개념을 분석하면 다음과 같은 해석학적 고찰을 할 수 있다.

- 1) 자본시장법상 “금융투자상품”이 되기 위해서는 우선 그 매매(또는 투자)의 동기가 “이익을 획득하거나 또는 손실을 회피할 목적”이어야 한다. 때문에 이익획득 또는 손실회피 목적이 없는 경우에는 투자자로서 보호할 필요성이 없으므로 금융투자상품에서 제외된다. 따라서 예컨대 가치(또는 가격)의 변동이 있는 실물자산을 ‘소비 목적’으로 매입하기로 약정하는 경우 등

23) 정순섭, 금융규제법상 포괄개념 도입의 가능성과 타당성 - 자본시장법상 금융투자상품의 개념을 중심으로-, 서울대학교 법학, Vol.49, No.1, 285쪽.

에는 이를 금융투자상품으로 보지 않게 된다.

한편 이러한 목적은 예금이나 보험상품도 지니는 속성이므로, 후술하는 바와 같은 ‘투자성’요건에 의하여 이들 상품과 금융투자상품이 구별될 수 있다.²⁴⁾ 다시말해 이와 같은 목적에 의해서 상업목적의 일반상품이 금융투자상품에 해당하게 될 가능성을 제거하는 기능을 수행할 수 있을 것이다.²⁵⁾

- 2) ‘위험 관리 목적으로 현재 또는 장래 (특정)시점에 금전 등을 지급하기로 약정함으로써 취득하게 되는 권리’라는 것은 파생상품이나 구조화 증권(structured product)을 포괄한다는 것을 의미한다. 파생상품이나 구조화 증권은 이익 획득(손실회피)이라는 전통적 목적뿐만 아니라 위험의 관리라는 새로운 목적에 기여하게 된다. 특히 이러한 문언은 투자기간 초기에 원금이 이전되는 전통적 금융상품과 달리 파생상품이 미래 특정한 시점에 금전이 이전되는 특징을 반영한 것이라고 평가할 수 있다. 자본시장법은 금융투자상품을 ‘계약상의 권리’로 정의함으로써 투자성을 가진 실물자산 등은 금융투자상품이 아님을 명백히 하고 있다.

한편, 파생상품을 현물거래와 구별하는 요소로서 ‘장래’의 기간에 대해서는 미국이나 일본과 같이 해석에 맡기고 있으나, 영국이나 호주의 경우는 그 기간을 명확히 정의하고 있다.²⁶⁾ 이처럼, 현재시점에서 금전 등을 이전할 것을 약정함으로써 갖게 되는 권리는 “증권”의 특성에, 그리고 장래에 금전 등을 이전하기로 약정함으로써 갖게 되는 권리는 “파생상품”의 특성에 해당한다.

- 3) ‘원본 손실 또는 원본을 초과하는 손실이나 추가지급의 가능성’이라는 요소는 전통적인 예금을 배제하는 기능을 갖는다. 즉 전통적 예금은 원본이상

24) 정순섭·송창영, 자본시장법상 금융투자상품 개념, BFL 제40호, 2010. 3, 37쪽

25) 정순섭, 포괄주의에 따른 ‘증권’개념의 확장, 투신 제60호, 2006. 12, 5쪽.

26) 영국의 경우에는 7일로 규정하고 있고, 호주의 경우에는 외환을 기초자산으로 하는 경우에는 3일 그 이외의 경우에는 1일로 나누어 규정하고 있다. 정순섭·송창영, 자본시장법상 금융투자상품 개념, BFL 제40호, 2010. 3, 38쪽

의 수익이 보장되므로 금융투자상품에서 제외되는 것이다. 또한 상품의 손익결정 구조가 원본 손실이 가능하도록 설계된 증권(예; 구조화 증권 또는 간접투자증권)을 금융투자상품으로 포괄하고, 시장위험(가격·이자율·환율 변동 등)에 따라 원본손실이 발생할 수 있는 금융상품도 금융투자상품으로 포괄하게 된다. 자본시장법은 금융상품을 취득하기 위해 지급하거나 지급하여야 할 금액(즉, 원본principal)이 금융상품으로부터 회수하거나 회수할 수 있는 금액(회수금액)을 초과하게 될 가능성을 투자성으로 정의하고, 이러한 투자성이 있는 것만을 금융투자상품에 포함하고 있다. 여기에서 투자성 존재 여부는 ‘금융상품의 구조’ 및 동 상품의 유통 과정상의 가치변화(시장위험) 등을 포괄하여 판단하여야 할 것이다.²⁷⁾ 이에 따라 전통적인 예금 등 원본이 보장되는 금융상품은 금융투자상품의 개념에서 당연히 제외된다.

- 4) ‘권리를 취득하기 위하여 지급하였거나 지급하여야 할 금전 등의 총액’(즉, 원본 또는 투자금액)을 산정함에 있어서 수수료, 판매수수료 및 그 밖에 용역의 대가로서 투자자 또는 그 밖의 고객이 지급하는 수수료, 보험계약에 따른 사업비와 위험보험료 등은 제외하고 이를 산정하고,
- 5) 또한 ‘금융상품으로부터 회수하거나 회수할 수 있는 금액(즉, 회수금액)’을 산정함에 있어서는 환매수수료, 그 밖에 중도해지로 인하여 투자자 또는 그 밖의 고객이 지급하는 해지수수료(이에 준하는 것을 포함한다), 각종 세금, 발행인 또는 거래상대방이 파산 또는 채무조정과 그 밖에 이에 준하는 사유로 인하여 당초 지급하기로 약정한 금전 등을 지급할 수 없게 됨에 따라 투자자 또는 그 밖의 고객이 되돌려 받을 수 없는 금액을 모두 포함하여 이를 산정한다. 여기에서 유의할 점은 판매수수료, 보험사의 위험보험료, 사업비 등 투자되는 금액이 아닌 부분은 이를 원본에서 제외함으로써 전통적 보험상품 등이 금융투자상품에 포함되지 않도록 하고 있으며, 한편

27) 재정기획부, 『금융투자업과 자본시장에 관한 법률(가칭) 제정 방안』, 2006, 9쪽

발행자가 도산할 경우의 회수불능 금액, 중도 해지 수수료 및 세금 등은 회수금액에 포함시킴으로써 모든 금융상품이 투자성을 갖는 것으로 잘못 해석되지 않도록 하고 있다는 점이다.

다. 금융투자상품 개념의 실천적 의의

이러한 자본시장법상의 금융투자상품 개념 정의 방식은 투자자보호와 관련하여 특히 실천성을 갖는다. 기존의 금융 관련 법제가 주로 금융투자상품을 공급하는 자의 관점에서 기관과 상품의 유형을 기초로 금융규제를 기획하고 있음에 반해서, 현행 자본시장법은 주로 금융투자상품을 이용하는 자의 관점에서 금융상품의 기능과 위험을 중심으로 금융규제를 기획하고 있기 때문이다. 이런 관점에서 보면 자본시장법은 “공급자중심 규제에서 이용자중심 규제로의 전환”을 기본원칙으로 하고 있는 것이라고 평가할 수 있다.²⁸⁾ 이러한 이유에서 자본시장법상의 금융투자상품 개념의 정의 자체가 이용자 즉 투자자보호의 목적에 기여하는 기본 제도라는 상징성을 강하게 내포하게 되는 것이다.

2. 금융투자상품의 종류

자본시장법 제3조 제2항에서는 우선 “금융투자상품”을 정의하고 다시 이를 그 특성에 따라 ‘증권’과 ‘파생상품’으로 분류하고 있다. 이를 구체적으로 설명하면 원본 손실가능성이 있는 금융투자상품 중에서 원본까지만 손실이 발생할 가능성이 있는 금융투자상품을 증권으로 분류하고, 원본을 초과하여 손실이 발생할 가능성이 있는 금융투자상품을 파생상품으로 분류하고 있는 것이다. 이에 따라 금융투자상품으로서 증권이 아닌 것은 파생상품에 해당할 수 밖에 없고, 파생상품이 아닌 것은 증권에 포함될 수 밖에 없기 때문에 증권이나 파생상품에 해당하지 않는 금융투자상품의 개념을 상정하는 것은 불가능하게 될 것이다.²⁹⁾

28) 전옥, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률상의 금융투자자보호제도에 관한 고찰, 저스티스 통권107호, 2008.10, 197쪽

가. 증권

1) 개념에 대한 법해석

자본시장법에서는 기본 금융관련법상 규정되어 있는 증권을 채무증권, 지분증권, 수익증권, 파생결합증권, 증권예탁증권으로 재분류하여 각각 포괄적으로 정의하고, 새로운 유형의 증권으로서 투자계약증권을 도입하여 포괄주의의 목적을 달성하고 있다. 즉 자본시장법에서 “증권”이란 i) 내국인 또는 외국인이 발행한 금융투자상품으로서, ii) 투자자가 취득과 동시에 지급한 금전 등 외에 어떠한 명목으로든지 추가로 지급의무를 부담하지 아니하는 것이다. 여기에서 ‘지급의무’를 판단함에 있어서 투자자가 기초자산에 대한 매매를 성립시킬 수 있는 권리를 행사하게 됨으로써 부담하게 되는 지급의무는 이를 제외한다(제4조). 이와 같은 자본시장법상의 증권의 개념은 금융투자상품의 개념을 전제로 ‘전액지급의무’와 ‘추가납입의무의 부재’라는 두 가지 요건을 갖춘 것을 말한다(제4조 제1항).

자본시장법에서는 다시 증권을 채무증권, 지분증권, 수익증권, 투자계약증권, 파생결합증권 및 증권예탁증권의 6가지로 구분하고 있다. 특히, 유의할 것은 증권의 종류를 불문하고 증권에 표시될 수 있거나 표시되어야 할 권리는 그 증권이 발행되지 아니한 경우에도 그 증권으로 볼 수 있다는 점이다. 다시말해, 금융투자상품 또는 증권은 그 속성 자체가 계약상의 ‘권리’이기 때문에 이를 표창하는 ‘실물로서의 증권’의 발행여부와는 아무런 관계가 없는 것이다. 따라서 실물자산이나 통화 등을 취득하여 소유하는 것 자체는 금융투자상품 개념에 해당하지 않는다. 그러나 선도(forward)와 같이 장래에 매입하기로 약정하는 것은 계약상의 권리로 금융투자상품의 개념에 해당하게 된다.³⁰⁾

29) 정순섭·송창영, 자본시장법상 금융투자상품 개념, BFL 제40호, 2010. 3, 40쪽

30) 변제호 외, 자본시장법, 지원출판사, 2009, 79쪽, 이영기, 자본시장법 해설, 동아대학교출판부, 2011, 29쪽

2) 전통적인 증권 유형에 대한 고찰³¹⁾

자본시장법상 증권의 개념은 현행법상 규정되어 있는 증권을 채무증권, 지분증권, 수익증권, 증권예탁증권으로 재분류 한 후 각각 포괄적으로 정의하면서, 파생결합증권의 기초자산을 거의 제한이 없을 정도로 확대하고 있다(제4조 제2항). 자본시장법상 증권의 정의는 각 증권유형이 공통적으로 가지는 권리의 법적 성질을 기준으로 증권에 대한 새로운 유형화를 전제로 구성되어 있다는 점에서 특징적이다. 또한 이와 같은 이유에서 자본시장법상의 증권 개념은 구 증권거래법상 증권의 유형화가 주로 발행주체의 법적 형태를 기초로 하고 있는 것과 근본적으로 다르다고 할 수 있다. 이를 구체적으로 설명하면 다음과 같다.

① 채무증권은 “국채증권, 지방채증권, 특수채증권(법률에 의하여 직접 설립된 법인이 발행한 채권), 사채권, 기업어음증권(기업이 사업에 필요한 자금을 조달하기 위하여 발행한 약속어음으로서 대통령령으로 정하는 요건을 갖춘 것) 그 밖에 이와 유사(類似)한 것으로서 지급청구권이 표시된 것”을 말한다(제4조 제3항). 여기서 특수채증권은 구법과 마찬가지로 법률 자체가 설립법인인 경우를 의미한다.³²⁾

자본시장법은 대표적인 상품을 채무증권으로서 예시한 후 “그밖에 이와 유사(類似)한 것”을 포함하여 포괄성의 목적을 달성하고자 한다. 예컨대, 기업어음증권³³⁾에 대해서도 기존의 금융관련법률과 유사한 요건을 요구하고 있지만, “그밖

31) 이하의 내용은 정순섭, 금융규제법상 포괄개념 도입의 가능성과 타당성-자본시장법상 금융투자상품의 개념을 중심으로-, 서울대학교 법학, Vol.49, No.1.92-296쪽을 정리한 것이다.

32) 이 때 “법률에 의하여 직접 설립된 법인”이라 함은 기본적으로 개별적인 법인의 설립근거법을 의미하며 따라서 특정 사업 또는 영업에 관한 법률에 의하여 설립된 법인은 포함되지 아니한다. 다시 말하면 “1법 1사”의 원칙에 따라 특정의 설립법에 따라 설립된 법인이 발행한 채권을 의미하며, 따라서 한국수출입은행법에 의하여 설립된 한국수출입은행, 한국주택금융공사법에 의하여 설립된 한국주택금융공사가 발행한 채권 등은 자본시장법상의 특수채증권에 해당하지만, 은행법에 의하여 설립된 은행(시중은행 등)이 발행한 채권은 자본시장법상의 특수채증권이 아니다.

33) “기업어음증권”이라 함은 기업이 사업에 필요한 자금을 조달하기 위하여 발행한 약속어음으로서, 기업의 위탁에 따라 그 지급대행을 하는 은행, 「한국산업은행법」에 따른 한국산업은행, 또는 「중소기업은행법」에 따른 중소기업은행이 내어준 것으로서 “기업어음증권이라는 문자가 인쇄된 어음용지를 사용하는 것”을 말한다. 따라서 약속어음 중에서 기업의 자금조달 목적으로 발행된 어

에 이와 유사(類似)한 것”(유사성기준)의 해석 문제가 중요한 의미를 가지게 될 것이다.

채권시장은 외환위기 이후 급속하게 성장하고 있지만 우리나라의 채권시장은 국채에 지나치게 의존하는 반면, 일반회사채 등 기타 채권거래는 부진한 편이다. 특히 장외시장에서의 거래량이 아직까지 80% 수준을 차지하고 있어 투명성 부족 등의 문제점이 상존하고 있다고 한다.³⁴⁾

표 7 채권 종류별 거래 규모

(단위 : 조원)

	장내	장외	소계	비중(%)
국 채	491.9	1,083	1,574.9	61.1
지방채	4.6	6.8	11.4	0.4
특수채	3.1	789.3	792.4	90.7
회사채	4.8	192.8	197.6	7.7
기 타	0	1.2	1.2	0.0
계	504.4	2,073	2,578	100.0

출처 : 한국거래소 (2009년 기준)

② 지분증권은 “주권, 신주인수권이 표시된 것, 법률에 의하여 직접 설립된 법인이 발행한 출자증권, 「상법」에 따른 합자회사·유한회사·익명조합의 출자지분, 「민법」에 따른 조합의 출자지분, 그 밖에 이와 유사한 것으로서 출자지분이 표시된 것”을 말한다(제4조 제4항). 자본시장법상 지분증권의 정의와 관련하여 주로 논의되어 온 것은 예시되어 있는 상품의 범위이다. 이와 관련하여 예시적으로 열거된 일부 종류의 증권에 대하여 그 포함 여부에 대한 논란이 있으나, 이에 대해서는 자본시장법상 증권에 대한 정의가 완전한 포괄주의로의 전환을 향한 준비단계의 입법이라는 점을 주목할 필요가 있다. 즉 포괄적 정의가 이루어지더라도 특정 상품의 포함 여부에 대한 논란의 재연 가능성을 부인할 수 없기 때문에 가급적 예시를 많이 열거하여 법적 확실성을 제고하자는 것이다.

음(즉, “용통어음”)만이 그 대상이 될 수 있으며, 일반적인 상거래과정에서 지급수단으로 발행한 어음(즉, “진성어음”)은 그 대상이 될 수 없다.

34) 이철환, 숫자로 보는 한국의 자본시장, 브레인스토어, 2011, 24쪽

③ 수익증권은 “제110조의 수익증권, 제189조의 수익증권, 그 밖에 이와 유사한 것으로서 신탁의 수익권이 표시된 것”을 말한다(제4조 제 5항). 여기서 수익증권은 신탁수익권을 표시하는 것이다. 따라서 제110조의 수익증권은 금전신탁계약에 따라 발행되는 신탁수익권을, 제189조의 수익증권은 집합투자로서의 투자신탁계약에 따라 발행되는 신탁수익권을 각각 표시하게 된다. 다른 증권과 마찬가지로 자본시장법은 대표적인 상품을 수익증권으로서 예시한 후 “그 밖에 이와 유사한 것”을 포함하여 포괄성의 목적을 달성하고자 한다. 자산유동화 구조에서 유동화 기구를 신탁으로 한 경우에는 발행되는 유동화증권은 여기에 포함될 수 있을 것이다.

④ 파생결합증권은 “기초자산의 가격·이자율·지표·단위 또는 이를 기초하는 지수 등의 변동과 연계하여 미리 정하여진 방법에 따라 지급금액 또는 회수금액이 결정되는 권리가 표시된 것”을 말한다(제4조 제7항). 파생결합증권은 현행 증권거래법시행령에 규정되어 있는 주식워런트, 주식연계증권, 파생결합증권을 포괄하는 개념으로 도입된 것이다. 이 점에서 기본적으로 기존 금융관련법상의 정의와 동일하다고 할 수 있지만, 구법과 달리 기초자산을 거의 무제한으로 확대하여 포괄주의의 취지를 달성하고 있다는 점에서 차이를 보인다.

⑤ 증권예탁증권은 “채무증권, 지분증권, 수익증권, 투자계약증권, 파생결합증권을 예탁받은 자가 그 증권이 발행된 국가 외의 국가에서 발행한 것으로서 그 예탁받은 증권에 관련된 권리가 표시된 것”을 말한다(제4조 제8항). 구법에서는 증권예탁증권을 “외국법인등이 발행한 증권 또는 증서를 기초로 하여 대통령령이 정하는 자가 발행한 유가증권예탁증서”라고 하여 외국에서 발행된 증권을 기초로 한 경우만을 포함하고 있는데 반해서(구 증권거래법 제2조 제1항 제8호), 자본시장법은 국내에서 발행된 증권을 기초로 외국에서 외국예탁기관이 발행한 경우를 포함하고 있다는 차이를 보인다.

3) 새로운 증권 유형으로서 투자계약증권

자본시장 통합법에서 포괄주의의 관철을 위하여 새로이 도입한 증권유형은 투자계약증권이다. 동법은 투자계약증권을 “특정 투자자가 그 투자자와 타인(다른 투자자를 포함한다. 이하 이항에서 같다) 간의 공동사업에 금전 등을 투자하고 주로 타인이 수행한 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속받는 계약상의 권리가 표시된 것”이라고 정의하고 있다. 이러한 개념정의는 미국 증권법상 투자계약(investment contract) 개념에 대한 해석기준을 제시한 미국 연방대법원의 SEC v. W. J. Howey 사건에서 제시된 기준을 기초로 한 것으로 보인다. 자본시장법은 그 제정과정에서 주요 8개국 입법을 참조했는데 투자계약증권은 특히 미국 증권법상 개념을 도입한 것이며, 동 개념의 해석을 위해서는 미국 증권법상 논의가 중요한 해석의 준거로서 작용하게 될 것이다.

4) 증권 개념의 적용범위

(1) 서설

증권정의의 적용범위와 관련하여 문제되는 것은 첫째 증권에의 해당 여부를 판단하는 기준으로서의 유사성과, 둘째 투자계약증권과 집합투자의 관계, 셋째 파생결합증권과 사행행위의 관계이다.

(2) 유사성 기준

자본시장법은 증권 개념의 포괄화를 위하여 증권의 개별유형별로 유사성 기준을 도입하고 있다. 자본시장법상 증권에의 해당 여부를 판단하기 위한 기준으로서의 유사성 판단을 위해서는 다음과 같은 몇 가지 사항을 고려해야 할 것이다.

첫째, 자본시장법상 증권의 개념은 금융투자상품 개념을 전제로 하고 있다. 따라서 현행법상의 증권에 해당하기 위해서는 금융투자상품으로서의 기능기준과 위험기준을 우선적으로 충족할 필요가 있다. 둘째, 자본시장법상 증권의 개념은 각 증권유형이 공통적으로 가지는 권리의 법적 성질을 기준으로 증권에 대한 새로운 유형화를 도입하고 있다. 따라서 특정 상품이 자본시장법상 증권에 해당하는지 여부를 판단하기 위한 기준으로서의 유사성 판단을 위해서는 먼저 금융투

자상품으로서의 일반적 요소를 충족하는지를 판단한 후, 대상상품에 표시되어 있는 권리의 법적 성질을 비교해야 한다.

전통적인 금융상품에 대한 금융투자상품으로서의 일반적 요소에 대한 판단이나 증권으로서의 권리의 유사성 판단은 비교적 손쉬운 일이다. 그러나 일반상품 등 금융자산 이외의 자산이나 지표 등에 관한 권리는 금융투자상품으로서의 일반적 요소에 대한 판단뿐만 아니라, 증권으로서의 권리의 유사성 판단에 있어서는 다소 난감한 부분이 있다. 예컨대, 탄소배출권 거래와 관련하여 배출권이 “지급청구권”(채무증권), “출자지분”(지분증권), “신탁수익권”(수익증권), “기초자산의 가격·이자율·지표·단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등의 변동과 연계하여 미리 정하여진 방법에 따라 지급금액 또는 회수금액이 결정되는 권리”(파생결합증권), “특정 투자자가 그 투자자와 타인(다른 투자자를 포함한다. 이하 이 항에서 같다) 간의 공동사업에 금전 등을 투자하고 주로 타인이 수행한 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속받는 계약상의 권리”(투자계약증권), “예탁받은 증권에 관련된 권리”(증권예탁증권) 중 어느 종류의 권리에 해당하는지를 판단하는 것이 쉽지만은 않기 때문이다.

(3) 투자계약증권과 집합투자

자본시장법상 투자계약증권에 대한 올바른 해석을 위해서는 동법상 집합투자와의 관계를 명확히 해야 할 것이다. 자본시장법상 집합투자의 정의는 영국 “금융서비스 및 시장법”(Financial Services and Markets Act 2000, FSMA)의 정의로 도입한 것이다. 따라서 투자계약증권의 범위는 미국의 투자회사법을 중심으로 하는 미국의 집합투자개념과 전혀 다른 원칙과 체계를 가진 영국의 집합투자개념과의 관계를 고려한 후에야 비로소 명확해질 수 있는 것이다.

미국의 집합투자 개념은 주요투자자산을 기준으로 예컨대 증권에 대하여 일정 비율 이상의 투자를 하는 기구만을 포함하고 있다. 그러나 영국의 집합투자 개념은 다수를 투자자로부터 집합(pooling)한 자산을 투자자로부터의 일상적인 운용지시를 받지 않으면서 원칙적으로 제한이 없는 투자대상자산에 투자하여 그 실적을 배당하는 모든 구조(arrangements)를 포함하며 신탁 이외의 계약구조도 포함하고 있다. 그럼에도 불구하고 영국의 집합투자의 개념은 미국의 투자계약

에 관한 Howey 기준을 반영하고 있다는 점을 간과해서는 안된다.

자본시장법은 집합투자기구의 종류별로 투자회사에 대한 주식, 투자신탁의 신탁수익권, 합자회사나 유한회사의 지분이나 조합의 지분 등을 각각 지분증권, 수익증권으로 구분하고 있다. 집합투자규제가 증권규제와 다른 점은 집합투자기구의 설정단계와 집합투자증권의 판매단계로 규제가 이원화되어 있다는 사실이다. 투자계약증권은 이러한 집합투자기구를 이용하지 않는 형태를 말한다. 다만, 투자신탁과 투자회사 그리고 PEF의 합자회사 이외의 집합투자기구에 대하여 집합투자기구의 설정단계의 규제가 필요한 것인지, 아니면 단순히 증권으로 규정하여 판매단계의 규제만으로 충분한 것인지에 대해서는 정책적 판단이 필요한 부분일 것이다. 그러나 자본시장법은 전자의 입장을 채택한 것이라고 할 수 있다.

(4) 파생결합증권과 사행행위

법적 확실성의 제고를 위하여 자본시장법에서는 금융투자상품에 대한 도박규제의 적용을 배제하는 등 매우 유연한 입법방식을 취하고 있다. 이와 관련하여 사행행위 등 규제 및 처벌특례법상 복표발행업자가 발행하는 복표나 한국마사회 법상 경마의 승무투표권(마권) 등도 금융투자상품으로서의 파생결합증권에 해당하는지 여부가 문제될 수 있을 것이다. 이에 대해서는 단계를 나누어 분석하여야 한다. 먼저, 금융투자상품의 개념요소에 해당하는지 여부가 문제된다. 현재 또는 장래의 금전의 이전, 계약상의 권리, 원본손실위험(투자성)의 3가지 요소는 쉽게 충족할 수 있겠지만, 투자목적 요소를 충족하는지에 대해서는 자본시장법의 목적과 관련하여 검토를 요한다. 그러나 일반적으로는 그러한 사행행위는 자본시장거래로서의 투자목적에 갖춘 것으로 평가될 수 없을 것이다. 다음으로는 일단 금융투자상품의 개념 요소를 모두 충족한 경우라도 파생결합증권으로서의 요소를 갖추고 있는지를 검토할 필요가 있다. 여기서 특히 문제되는 것은 파생결합증권의 기초자산의 정의이다. 사행성이 강한 것은 복표의 추첨 결과나 경마의 성격을 기초자산인 위험으로 가정할 경우 그 위험에 대한 "합리적이고 적절한 방법"에 의하여 가격·이자율·지표·단위의 산출이나 평가가 불가능한 것으로서 기초자산의 범위에서 배제되어야 할 것이다. 결국 마권이나 복표 등을 파생결합증권으로 포섭시키기는 어려울 것으로 보인다.

5) 투자계약의 Howey 기준

(1) 투자계약증권상의 유사성 기준의 의의

자본시장법에서 포괄주의의 관철을 위하여 새로이 도입된 증권 유형인 투자계약증권은 특정투자자가 그 투자자와 타인간의 공동사업에 금전 등을 투자하고 주로 타인이 수행한 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속 받는 계약상의 권리가 표시된 것이다(제4조 제6항). 이러한 투자계약증권의 개념 정의는 입법 과정에서 미국 증권법상 투자계약(investment contract)개념에 대한 해석기준을 제시한 미국 연방대법원의 SEC v. W. J. Howey 사건에서 제시된 기준을 기초로 구성된 것이다.³⁵⁾ 미국은 증권의 개념을 규정하는데 있어서 구체적인 증권의 유형을 열거하는 열거주의를 기본으로 하면서도 투자계약이라는 포괄 개념을 도입하여 특정한 금융상품을 증권의 범주로 포섭시킬 수 있는 방식을 취하기 때문이다.³⁶⁾ 따라서 불확정개념에 포함되는 범위의 기준과 포섭의 문제에 대해서는 결국 법원의 판결의 축적에 의존할 수밖에 없었다고 할 수 있다.³⁷⁾ 이하에서는 Howey 판결을 중심으로 전개된 법리의 흐름을 간략하게 검토하기로 한다.³⁸⁾

(2) Joiner Leasing 판결

증권의 개념과 관련한 최초의 연방대법원 판결은 Joiner Leasing 판결이다. 어떤 회사가 토지를 분양하면서 그 분양자들을 대신하여 원유탐사를 위한 시험굴착을 하기로 계약을 체결하였다. 토지를 분양받은 사람은 1,000명이 넘었다. 만일 이들이 그 토지의 지분(factional undivided interest)을 매입하여 결과적으로 전부가 토지를 공유하게 되는 경우였다면, 그 계약은 당연히 증권에 해당하는 것으로 판단되었을 것이다. 개념상 “석유·가스·기타광물에 대한 미분할 이익

35) 자세한 내용은 심인숙, 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」상 ‘투자계약증권’ 개념에 대한 검토 - 미국 연방증권법상 ‘투자계약(investment contract)과의 비교법적 검토, 비교사법, 2008, 5~15쪽 참조

36) 이영기, 자본시장법 해설, 동아대학교 출판부, 2011, 35쪽

37) 전옥, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률상의 금융투자자보호제도에 관한 고찰, 저스티스 통권107호, 2008.10, 199

38) 이하의 내용은 김건식·송옥렬, 미국의 증권규제, 홍문사, 2001, 144~152쪽 이하를 정리하였다.

지분(§2(a)(1))”이라는 문구가 포함되어 있기 때문이다. 회사는 바로 그러한 가능성을 피하기 위하여 일부러 토지를 모두 분할하여 각각 투자자에게 분양하였다. 그러므로 투자자들은 분할된 토지일부에 대한 권리만을 가질 뿐이었다. 미연방 대법원은 그러나 이러한 경우에도 그 경제적인 실질에 따라서 “투자계약”(investment contract) 또는 “통상 증권이라고 인식되는 이익이나 증서”(any interest or instrument commonly known as a security)의 범주에 포함될 수 있다고 판단하였다. 그럼에도 불구하고 법원은 그와 같은 판단의 근거에 대해서 구체적인 논거를 제시하지 못하였다가, 3년후 Howey 판결에서 그러한 판단을 뒷받침하는 법리를 개발하게 된다.

(3) Howey 판결

미국에서 증권 개념의 확장은 주로 법문상 “투자계약”(investment contract)이라는 개념을 중심으로 하여 이루어진다. 미국 법원은 “투자계약”이라는 개념을 유연하게 해석함으로써 전통적인 증권 개념과는 다소 거리가 먼 것으로 보이는 다양한 투자유형을 증권으로 파악하여왔다. “투자계약”의 해석에 관한 최초의 본격적인 판결은 1946년 연방대법원의 Howey 판결이다.³⁹⁾

이 사건에서 회사는 일반 투자자에게 오렌지밭을 분양하면서 분양된 밭을 회사가 대신 경작, 수확 판매 등의 관리를 맡는 내용의 서비스계약을 체결할 것을 권유하였다. 투자자들의 입장에서는 단지 분양계약만을 체결해도 되는 것이었지만, 투자자들 대부분인 외지인으로서 농사에 대한 지식, 기술, 장비 등도 없었기 때문에 서비스계약까지 체결하는 것이 불가피했다. 뿐만 아니라 피고회사도 서비스계약의 중요성을 강조하면서 자신들의 우월한 능력을 내세웠기 때문에 투자자의 85%가 서비스계약을 체결하게 되었다. 한편 서비스계약의 내용은 오렌지밭 관리에 대한 모든 권한은 회사가 가지며 투자자는 수확시에 행하는 검사결과에 따라 이익을 배분받도록 되어있었다. 오렌지밭의 분양방식은 위 Joiner Leasing 판결에서 채택된 것과 동일하게 투자자가 그 공유지분을 소유하는 것이 아니라 분양된 오렌지밭의 일부를 단독으로 소유하는 방식을 취하고 있었다. 한

39) S.E.C.v.W.J. Howey Co., 328 U.S. 293(1946)

편 SEC는 위 분양계약, 서비스계약 등을 1933년법 제2조에서 규정하는 투자계약, 즉 증권에 해당한다고 보고, 등록신고 없이 그러한 계약을 체결하는 것은 제 5조 위반이라는 이유로 법원에 금지명령을 신청하였다.

이에 대해서 하급심 법원은 문제의 분양계약과 서비스계약은 단순한 토지매매 계약과 재산관리계약에 불과하므로 “투자계약”이 아니며, 사안의 오렌지밭과 같이 사업의 성공여부와 관계없는 본질적인 가치를 지닌 이익이 분배된 경우에는 “투자계약”으로 볼 수 없다는 견해를 밝혔다.

그러나 연방대법원은 원심의 판단과는 반대의 결론을 내렸다.⁴⁰⁾ 먼저 대법원은 투자계약이라는 개념은 연방증권법을 제정하기 전에 이미 주(州)법에서 자주 사용되던 개념으로서 그 해석시에는 주법원의 판례를 고려하여야 한다는 것을 전제하면서, 증권법상의 투자계약은, 투자자가, “① 공동사업에 ② 금전을 투자해서 ③ 오로지 사업자 또는 제3자의 노력에 의하여 ④ 이익을 기대하는 경우의 계약, 거래 또는 계획(a contract, transaction or scheme whereby a person invests his money in a common enterprise and is led to expect profits solely from the efforts of the promoter or thirds party)”이라고 하였다. 이에 따라 과수단지를 매도한 회사측이 토지매매계약과 별도로 체결된 용역계약을 통하여 과수단지의 경작, 수확, 판매 등의 용역을 수행하고 그에 따른 보수를 받는 경우, 토지매수인은 매도인의 노력에 의하여 경제적 이익이 결정되므로 증권의 매매에

40) 판결 요지는 다음과 같다.

1. 의회는 등록이 요구되는 증권의 정의에 투자계약(investment contract)이라는 용어를 SA에 포함시키면서 주증권법에 관하여 법원이 그 동안 해석해 온 의미를 가지기를 기대하면서 투자계약이라는 용어에 대하여 더 이상의 정의를 하지 않았다.
2. 회사가 현장에서 멀리 거주하며 과수경작에 필요한 정보나 경험이 없는 투자자들에게 이익분배에 편리한 방법인 용역계약, 토지매매계약, 하자담보증서(warranty deeds)에 의하여 과수 영농업에 대하여 금전을 투자하고 이익을 분배받도록 청약하는 경우, 일부 투자자가 회사의 청약에 불구하고 용역계약체결을 부인하였더라도 이는 SA가 등록을 요구하는 투자계약이다.
3. SA가 규정하는 투자계약은 투자자가 그의 금전을 공동기업에 투자하고 오로지 사업자나 제3자의 노력에 의하여 이익을 기대하는 경우(wherby a person invest his money in a common enterprise and is led to expect profits solely from the efforts of the promoter or thirds party)의 계약, 거래 또는 계획을 말하고, 이러한 기준에 부합하면 당해 사업이 투기적인지 여부나 본질적 가치를 불문하고, 자산의 매도인지 여부도 중요하지 않다. 이 사건 거래는 위와 같은 개념의 투자계약을 포함하는 것이 명백하다.

해당한다고 판시하였다.⁴¹⁾ 위와 같은 네 가지 요소를 가진 기준을 Howey 기준(Howey test)이라 하며, 연방대법원은 결국 피고회사의 행위가 위 네 가지 요건을 모두 충족하므로 투자계약에 해당한다고 판시한 것이다.

(4) Howey 기준의 적용범위-Forman 판결을 중심으로

투자계약의 해석과 관련하여 개발된 Howey 기준이 투자계약 이외의 다른 유형의 해석에도 적용될 수 있는지에 대해서는 견해가 대립되어 있었다. 그 계기가 된 사안이 1975년에 연방대법원이 내린 Forman 판결이다.

이 사건에서 뉴욕시의 한 주택조합은 아파트의 소유·관리를 위하여 비영리회사를 설립하고, 아파트 거주를 원하는 자에게 아파트를 매입하는 대신 이 회사의 주식을 취득하게 하였다. 이 주식은 실질적으로 아파트 소유권을 대신하기 위한 것이었기 때문에 그 주식만을 양도하거나 담보로 제공할 수 없으며, 상속하는 것도 불가능하고(배우자에게는 상속이 가능함), 의결권도 없었다. 한편 아파트의 관리와 관련된 의사결정에 있어서는 주식수와 상관없이 각자의 의결권은 모두 동일하였다. 이러한 비영리회사의 주식은 과연 증권이라고 할 수 있을까?

항소법원은 이를 긍정하였다. 그 이유는 다음과 같다. 첫째 연방증권법이 명시적으로 “주식”을 증권으로 열거하고 있으므로 그 실질과 상관없이 일단 “주식”이라는 명칭 붙은 것은 증권으로 보아야 하며, 둘째 설사 그렇지 않다고 하더라도 위 계약은 Howey 기준에 따른 투자계약으로 볼 수 있는 것이다. 그러나 연방대법원은 이러한 항소법원의 판단을 모두 배척하고 그것이 투자계약에 해당하지 않는다고 판결을 내리게 되었다. 항소법원이 명칭을 중시하였음에 반하여 연방대법원은 오히려 경제적 실질을 중시하면서, 대법원은 그 주식이 이익배당청구권, 의결권, 양도성 등 통상의 주식이 가진 속성을 결하고 있기 때문에 법에서 말하는 “주식”에는 해당하지 않는다고 판시하였다. 이어서 대법원은 항소법원의 두 번째 판시내용에 대하여, Howey 기준에서 “수익의 기대”란 자본가치의 상승 또는 투자자의 자금에서 발생하는 이익에 대한 참가권을 의미하는 것이기 때문에, 구입한 물건의 이용이나 소비는 “수익의 기대”에 해당하지 않는다고 판시하였다.

41) 임재연, 미국증권법, 2009, 박영사, 71~72쪽.

그 이후 일부 항소법원은 Forman 판결이 Howey 기준의 적용범위를 투자계약 이외의 증권유형에도 확장한 것으로 보아 주식이나 어음에 대해서도 그 기준을 적용하기도 하였다. 즉 법문상 명백히 “증권”으로 규정된 주식이나 어음 등도 Howey 기준을 충족하지 않는다면 증권이 아니라고 판시한 것이다.

그러나 이러한 혼선은 1990년 Reves 판결에서 연방대법원이 Howey 기준을 투자계약 이외의 유형에는 적용되지 않는다는 점을 명시함으로써 해소된다. 따라서 법문상 증권으로 열거된 항목을 증권이 아니라고 판단할 때에는 각각 Howey 기준이 아닌 고유한 기준을 사용하게 되었다. 다만 Howey 기준은 법문상 열거되지 않은 항목이 “투자계약”이라는 일반개념을 통하여 증권에 포함되는지 여부를 판단하는 경우에 적용하게 된 것이다.

(5) 위험자본기준의 채택

한편, Howey 기준을 중심으로 연방법상의 “투자계약”의 개념을 적용하는데 있어서 상당수의 주법원에서는 이른바 “위험자본기준”(risk capital test)을 채택하고 있다. 1961년 캘리포니아주 대법원의 판결에서 처음 채택된 이 기준에 있어서 문제된 것은 사안은 영리 목적의 컨트리클럽을 설립하기 위하여 발행된 회원권이 캘리포니아주 증권법상의 증권에 해당하는지 여부였다. 법원은 투자자에게 증권법상의 수익에 대한 기대가 없는 경우에도 위험한 사업에 자본을 제공하는 투자자들을 보호하는 것이 증권법의 목적이라는 전제하에, 그와 같은 회원권도 증권에 해당한다는 판결을 하였다. 이를 “위험자본기준”이라고 한다.

이러한 위험자본기준은 Howey 기준과 몇가지 점에서 차이가 있다. 위험자본기준이 Howey 기준과 달리 투자자들 사이의 수평적 공동성을 요구하지 않는다는 점과, 수익이 “오로지” 사업자 등의 노력으로부터 발생할 것을 요구하지 않는다는 점이 그것이다. 즉 위험자본기준에서는 수익이 사업자 등의 노력에 의존한다는 점보다는 사업이 위험을 수반하고 투자자가 그 위험을 제어할 수 없다는 점이 강조되는 것이다. 따라서 위험자본기준은 투자자의 소극성을 요구하고 있지 않기 때문에 증권의 범위가 Howey 기준을 적용할 때보다 확대될 수 있다. 무엇보다 가장 중요한 차이는, 위험자본기준이 투자자가 부담하게 되는 위험의 정도를 중요한 판단기준으로 삼고 있기 때문에, 만약 사업자의 재무상태가 대단

히 건전하여 그 사업의 위험이 거의 없는 경우라면 그 투자는 주법상의 투자계약으로 보지 않을 수 있다는 점이다. 이러한 측면에서는 투자자 보호가 필요한 정도에 따라 증권법의 범위가 오히려 축소되는 문제가 발생하기도 한다. 이러한 위험자본기준은 주법의 해석에서만 인용되고, 오늘날 연방증권법의 해석에서는 채택되고 있지는 않는다.

나. 파생상품

1) 파생상품의 의의와 연혁

파생상품(derivatives)은 이익을 얻거나 손실을 회피할 목적으로, 거래 상대방에게 금전 그 밖에 재산적 가치가 있는 것 등을 이전(지급)하기로 약정함으로써 얻게 되는 원본초과손실의 가능성이 있는 계약상의 권리이다. 파생상품은 기초자산인 현물을 바탕으로 하여 새롭게 창출된 거래대상 상품이기 때문에,⁴²⁾ 파생상품은 그 자체의 수익력이 아니라 기초자산의 가격 변동성으로부터 경제적 가치가 파생되는 금융상품이라고 할 수 있다.⁴³⁾ 한편 파생상품은 통화, 상품, 주식, 주가지수, 이자율, 채권 혹은 이러한 결합물 등 금융구조설계물(financial products)이나 통계적 수치와 같은 기초 관련 자산(underlying reference assets) 내에서 가격변동으로부터 가치가 파생되는 형태를 취하게 된다.⁴⁴⁾

일반적인 금융상품은 거래 당시의 시장가격으로 매매계약이 체결되는 것이 보통이다. 그러나 파생상품은 장래 특정 시점의 금융상품 가격을 미리 약정하여 매매계약을 체결하고 일정기간 경과 후 목적물을 인수하거나 미리 약정한 가격으로 장래에 특정 금융상품을 매매 할 수 있는 권리를 거래하게 된다. 이 때문에 파생상품은 원자산의 위험을 상쇄하기 위한 헤지목적으로도 사용되고, 원자산에 직접 투자하지 않으면서도 원자산에 투자한 것과 비슷한 효과를 거둘 수 있다는 점에서 투기목적으로 특히 활용된다.⁴⁵⁾

42) 조용대, 파생상품시장론, 학현사, 2006, 3쪽

43) 신민식, 파생상품의 이해와 활용, 법문사, 2008, 13쪽

44) Steven Edward, *Legal Principles of Derivatives*, *Journal of Business Law*, 2002, p2

45) 이찬근, 금융경제학 사용설명서: 금융의 탄생에서 현재의 세계 금융 지형까지, 부키, 2011, 314쪽

본래 일반 증권시장의 위험관리를 목적으로 개설된 파생상품시장이 지나치게 빠르게 성장하는 것은 과도한 투기적 성향에 기인한 것일 수 있다.⁴⁶⁾ 그러나 파생상품시장의 성장은 그 자체뿐만 아니라 우리 자본시장 전체의 성장까지 견인하고 있다고 한다. 세계 1위의 시장으로 도약한 파생상품시장은 우리 증권시장의 안전판 역할과 투자자들의 다양한 투자수요 충족, 그리고 새로운 상품을 지속적으로 개발하는 신시장의 역할 등을 충실히 수행하고 있다는 것이다.⁴⁷⁾

우리나라 법제상 파생상품에 대한 최초의 개념 정의는 외국환거래법 제3조 제1항 제17호로서, 파생상품거래에 대하여 ‘금융선물시장에서 행하여지는 거래 또는 이와 유사한 거래로서 대통령령이 정하는 것’으로 규정한 후 시행령 제8조에 위임하고 있다.⁴⁸⁾ 구체적으로는 1996년 코스피200지수를 거래대상으로 하는 선

46) 그러나 최근에는 세계적인 경제위기를 초래하는 파생상품의 위험성에 대해 많은 비판과 문제가 제기되고 있는 실정이다. 특히 황금알을 낳는 거위라고 여겨졌던, 금융 파생상품이 경제위기와 기업 파산으로 이끄는 원흉이 될 것이라고 아무도 예상하지 못하였고, 우리나라는 유럽이나 미국 등 선진금융자본과의 경쟁을 위해 파생상품에 대한 규제와 빚장을 풀어버린 상태에서 혼란이 더욱 유발되었다고 한다. 이러한 상황에서 자본시장법을 그대로 적용해야 할 것인가를 놓고 논란이 일어나는 사이에 미국에서는 「금융개혁법(도드-프랭크법: The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)」이 통과되었고, 이 법은 미국의 대공황 이후 가장 강력하다는 금융규제법이라고 할 수 있다. 송호신, 파생상품의 위험성과 규제에 관한 자본시장법의 재정비, 법학연구(경상대학교 법학연구소) 제19호, 2011, 58쪽 참조.

47) 이철환, 숫자로 보는 한국의 자본시장, 브레인스토어, 2011, 20-21쪽.

48) 동법 시행령 제8조에서 열거하는 파생상품거래의 내용은 다음과 같다.

1. 지급수단·증권·채권 기타 거래될 수 있는 상품(이하 이 조에서 “상품등”이라 한다)을 장래의 일정한 시기에 미리 정한 가격으로 수수할 것을 약정하는 거래로서 전매 또는 환매를 하는 경우에는 미리 약정한 가격과 전매 또는 환매시의 가격과의 차액을 수수하여 결제할 수 있는 거래
2. 상품 등의 가격 또는 이자율과 이에 의하여 산출된 지수(이하 “지수등”이라 한다)를 기준으로 약정된 수치를 미리 정하고 장래의 일정한 시기의 당해 지수등의 수치와의 차에 의하여 산출된 금전의 수수를 약정하는 거래
3. 장래의 일정기간동안 미리 정한 가격으로 상품등을 교환하거나 지수등에 의하여 산출된 금전을 교환할 것을 약정하는 거래
4. 당사자 일방의 의사표시에 의하여 당사자간에 다음 각목의 거래를 성립시킬 수 있는 권리를 당사자의 일방에게 부여하고 그 권리를 부여받는 당사자가 상대방에게 그에 대한 대가를 지급할 것을 약정하는 거래가, 제1호 내지 제3호의 거래나 상품 등의 매매거래다. 지수 등을 기준으로 약정된 수치의 차에 의하여 산출된 금전을 수수하는 거래
5. 당사자 또는 제3자의 신용위험과 연계한 거래로서 제1호 내지 제4호의 거래와 유사한 거래

물상품인 코스피200선물의 상장으로 시작된 파생상품시장은 이후 다양한 상품이 상장되었으며, 이 과정에서 위험을 헤지(hedge)하거나 레버리지(leverage)를 활용하는 투자전략이 발달하게 되었다. 2010년 9월 기준으로 우리 파생상품시장에는 총 17개 종류의 상품이 상장되어 있다.⁴⁹⁾

표 8 상장 파생상품의 종류

	개수	상품
주가지수	3개	코스피200선물('96), 코스피200옵션('97), 스타지수선물('05)
개별주식	2개	개별주식선물(25개 종목 : '08), 개별주식옵션(33개 종목 : '02)
채권/금리	4개	3년국채선물('99), 5년국채선물('03), 10년국채선물('08), 통안증권선물('02)
통화	5개	미국달러선물('99), 미국달러옵션('99), 엔선물('06), 유로선물('06), 미국달러플렉스선물('09)
상품	3개	금선물('99), 돈육선물('08), 미니금선물('10)

출처 : 한국거래소, ()는 상품도입연도

2) 자본시장법상 파생상품의 개념

(1) 파생상품의 개념

자본시장법 제5조에 따르면 “파생상품”이란 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 계약상의 권리를 말한다.

a. 기초자산⁵⁰⁾이나 기초자산의 가격, 이자율, 지표, 단위 또는 이를 기초로 하

49) 주요 상품별로는 코스피200지수를 거래대상으로 하는 옵션상품인 코스피200옵션이 세계 1위이다. 코스피200옵션은 1997년 상장 이래 빠르게 성장하여, 지난 1999년부터 11년 연속 거래량 기준 부동의 세계 1위를 기록하고 있다. 다만, 개별주식옵션은 변동성이 너무 큰 관계로 아직 거래가 활성화되어 있지 않다. 한편 옵션의 성격을 지닌 ELW시장도 2005년 12월 개설된 이후 최근 3년간 연평균 성장률이 67%에 이르며, 홍콩거래소에 이어 세계 2위 시장으로 급부상하였다고 한다. 자세한 내용은 이철환, 숫자로 보는 한국의 자본시장, 브레인스토어, 2011, 20~21쪽 참조

50) 여기에서 “기초자산”이란 다음 각각의 어느 하나에 해당하는 것을 말한다.

- i) 금융투자상품
- ii) 통화(외국의 통화를 포함한다)
- iii) 일반상품(농산물·축산물·수산물·임산물·광산물·에너지에 속하는 물품 및 이 물품을 원료로 하여 제조하거나 가공한 물품, 그 밖에 이와 유사한 것을 말한다)

- 는 지수 등에 의하여 산출된 금전 등을 장래의 특정한 시점에 인도할 것을 약정하는 계약
- b. 당사자 어느 한쪽의 의사표시에 의하여 기초자산이나 기초자산의 가격, 이자율, 지표, 단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등에 의하여 산출된 금전 등을 수수하는 거래를 성립시킬 수 있는 권리를 부여하는 것을 약정하는 계약
 - c. 장래의 일정기간 동안 미리 정한 가격으로 기초자산이나 기초자산의 가격, 이자율, 지표, 단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등에 의하여 산출된 금전 등을 교환할 것을 약정하는 계약이라고 정의하고 장내파생상품과 장외파생상품으로 분류한다. 자본시장법상 보다 상세한 내용은 후술하기로 한다.

(2) 파생상품의 기본구성요소

자본시장법에서는 파생상품의 기본적 구성요소라고 할 수 있는 선도(forwards)와 옵션(options) 그리고 스왑(swaps)을 차례로 규정하고 기초자산을 포괄적으로 개념 정의함으로써 포괄주의 입법방식을 취하고 있다. 즉 자본시장법은 기본구성요소방식(building block approach)에 따라 파생상품의 기본적 구성요소라고 할 수 있는 선도(forward)와 옵션(options) 그리고 스왑(swaps)을 정의하고, 기초자산을 포괄적으로 규정하여 포괄주의의 취지를 관철하면서 적용상 구체성과 명확성을 동시에 확보하고 있는 것이다.

여기서 기본구성요소방식이란 모든 파생상품을 최종단계까지 분해하게 되면 결국 선도(forward)와 옵션(options) 중의 하나 또는 이들 양자로 구성되어 있기 때문에, 이들 기본구성요소에 대한 법적 분석을 통하여 궁극적으로는 모든 파생상품에 대한 법적 분석이 가능하다는 방법론이다. 본래 경제 분석을 위한 방법론으로 제시되었지만, 법적 분석으로도 그 유용성을 인정받고 있다.

이에 따르면 일정 기간 동안 선도거래가 계속적·반복적으로 이루어지는 것으

iv) 신용위험(당사자 또는 제삼자의 신용등급의 변동, 파산 또는 채무재조정 등으로 인한 신용의 변동을 말한다)

v) 그 밖에 자연적·환경적·경제적 현상등에 속하는 위험으로서 합리적이고 적절한 방법에 의하여 가격·이자율·지표·단위의 산출이나 평가가 가능한 것

로 볼 수 있는 스왑을 별도로 정의할 필요가 없지만, 파생상품 중 스왑거래의 규모가 가장 크다는 점 및 종래 발생한 파생상품관련 법률문제의 대부분이 스왑거래를 대상으로 하고 있는 점을 고려하여 별도로 정의하게 된 것이다. 실제로 선도거래는 미리 약속을 맺어 장래를 확정함으로써 장래의 불확실성에 대처하는 좋은 방법일 수 있다. 그러나 그러기 위해서는 거래 상대방이 정확히 서로의 필요를 갖고 있어야 하므로 거래 상대방을 찾아내야 하는 비용(거래비용)이 발생하게 된다. 이와 같은 이유때문에 쌍방 간의 상대 거래인 선도 계약을 많은 사람들이 참여할 수 있도록 표준화한 상품으로 만든 것이 바로 선물시장(future market)인 것이다.⁵¹⁾

여기서 또 한 가지 논의되어야 할 것은 파생상품의 본질적 요소 중의 하나인 “장래”의 결제시점이라고 할 때 “장래”의 의미이다. 이에 대해서는 영국의 경우 7일, 호주의 경우 외환을 기초자산으로 하는 경우와 그 이외의 경우를 구분하여 전자는 3일 후자는 1일로 각각 정의하고 있다. 한편 미국이나 일본은 해석에 맡기고 있다. 우리나라에서도 동일한 논의가 있었지만, 탄력적인 해석을 가능하게 하기 위하여 법령상 별도의 기준은 두고 있지 않다.

(3) 증권과의 구별

한편 현행 자본시장법은 증권의 정의에 관한 제4조 제1항과 함께 제5조 제1항에서 원본손실위험의 정도를 증권과 파생상품의 구분기준으로 도입하고 있다. 원본손실위험이 100 이하인 경우를 증권, 100을 초과하는 경우를 파생상품으로 보는 것이다. 이러한 구분기준은 구 법상의 기준을 그대로 도입한 것이라고 할 수 있다.

표 9 원본손실위험과 금융투자 상품의 종류

원본손실범위	손실≤0%	0%〈손실≤100%	100%〈손실
	〈원본보전형〉	〈원본손실형〉	〈추가지급형〉
상품	예금, 보험	증권	파생상품

51) 이찬근, 금융경제학 사용설명서 : 금융의 탄생에서 현재의 세계 금융 지형까지, 부키, 2011, 317쪽

이러한 구분기준은 파생상품이 장외에서 상대계약으로 거래되거나 장내에서 상장되어 거래되는 경우에는 문제되지 않을 것이다. 다만 파생상품이 증권의 형태를 취하고 있는 경우에 주로 적용될 것으로 보인다. 예를 들어 옵션을 매입하는 경우에는 프리미엄을 원본으로 인식하여도 그 손실범위는 프리미엄 한정되므로 원본손실위험이 없고 증권에 해당한다는 지적이 있을 수 있기 때문이다. 그러나 옵션이 장외에서 계약형으로 거래될 경우에는 이를 증권으로 구분할 필요가 없으며, 파생상품으로 판단하여야 할 것이다.

(4) 파생상품의 기능

파생상품은 각종 금융시장의 가격변동성에 기인한 바가 크다. 브레튼 우즈 체제에 따른 고정환율제도가 1970년대에 변동환율제로 변경됨에 따라 환율, 금리, 주가의 변동성이 크게 증가했기 때문이다. 환율의 변동성에 따라 국가간 무역을 하는 거래 당사자들은 환율 위험에 노출되게 되었고⁵²⁾, 이에 가격위험에 대처할 수 있는 수단을 절실하게 요구하게 되면서 금융선물 시장과 옵션시장이 비약적으로 발전하게 되었다.⁵³⁾

또한 미국의 경기 상황에 따라 미국연방준비은행은 간접금융정책에서 통화량을 관리하는 직접금융정책을 추진하였고, 금리정책의 부침이 한층 커지게 되었다. 더구나 변동하는 금리에 따른 기업의 부담이 증가하면서 이에 따른 위험의 분산이 필요하게 된 것이다. 그 밖에 농축산물시장, 금속시장, 에너지 시장 등 실물 경제에서 상품가격의 변동성이 커지게 되었고, 다양한 변수에 따른 영향이 시장에 미치는 파급력때문에 경제학자들이 가격을 예측하는 것이 더욱 어려워지게 된 것이다. 파생상품의 등장 배경은 이처럼 금융시장의 가격 변동성에 대처하기 위한 위험 관리의 차원에서 등장하게 되었다.⁵⁴⁾

52) 신민식, 파생상품의 이해와 활용, 법문사, 2008, 4쪽 이하

53) 이영환, 위험의 경제분석, 울곡프레스, 2004, 208쪽

54) 리스크라고 할 때 보통 상품상의 리스크를 가리키는 것이 일반적이다. 특히 재산적 가치의 저하 또는 멸실을 대비하기 위하여 보험제도가 발생하게 되었다는 점을 이해할 필요가 있다.(보험과 파생상품의 위험 관리에 대해서는 후술하기로 한다.) 고전적으로 경제체제 내에 존재하는 시장에는 상품시장(commodity market), 노동시장(labour market), 금융시장(money market), 채권시장(bond market), 주식시장(stock market)과 외환시장(foreign market)으로 구분되고 이들 시장의

이와 같이 본래 파생상품은 이러한 환위험, 금리위험, 상품가격위험, 주가변동 위험 등 각종 위험에 관한 헤지를 위해 고안된 것이다. 동시에 파생상품은 레버리지 효과를 통한 투기의 수단으로 투기자에게 이용되기도 한다. 투기자의 입장에서선 선물과 옵션의 경우와 같이 가격 상승과 가격 하락의 양쪽 모두를 예상하여 양방향 투자를 할 수 있게 되고, 옵션의 경우와 같이 비대칭적 손익구조를 이용하여 다방향 투자가 가능해진다. 또한 기업의 입장에서는 기업 운영상에 발생하는 각종 위험을 헤지할 뿐만 아니라 파생상품의 이용을 통해 자금조달 비용이 절감되는 측면이 있기도 하다. 예컨대 이자가 저렴한 신종사채를 발행하여 자금을 조달할 수 있고, 외환시장에 쉽게 접근하여 외화자금을 조달할 수도 있는 것이다.

2009년 전체 우리나라 파생상품의 거래량은 3,103백만 계약으로, 2위권 이하 거래소들에 비해 큰 차이로 세계 1위의 자리를 차지하고 있다.⁵⁵⁾

표 10 주요 파생상품의 시장규모

구분	2008	2009	2010.9월
KOSPI선물 계약수	6,530만계약	8,200만계약	6,608만계약
KOSPI옵션 거래량	28억계약	29억계약	26억계약
파생상품 전체 거래량	28.7억계약	31억계약	26.7억계약
ELW 시가총액	4.7조원	7.6조원	14.6조원
ETF 시장규모 순자산총액	3.4조원	3.8조원	5.6조원
ELS 발행잔고	25.1조원	18.4조원	-
펀드 순자산	285.1조원	314.7조원	318.9조원

(5) 자본시장법상 파생상품의 종류

위에서 언급한 것처럼 자본시장법은 파생상품에 대하여 그 시장에서 거래여부

가격은 각각 물가(price), 임금(wage), 금리(interest rate), 수익률(yield), 주가(stock price)와 환율(exchange rate)이다. 이러한 시장의 가격 변동 위험을 위해 리스크 관리가 필요하게 된다. 파생상품 역시 이에 대한 리스크 관리의 일환으로 태어나게 된다.

55) 이철환, 숫자로 보는 한국의 자본시장, 브레인스토어, 2011, 394쪽.

에 따라 장내파생상품과 장외파생상품으로 구분하고 있다. 즉, “장내파생상품”이란 파생상품으로서 파생상품시장에서 거래되는 것 또는 해외 파생상품시장에서 거래되는 것을 말한다.

여기에서 “해외 파생상품시장”이란 다음 각각의 어느 하나에 해당하는 것을 말한다.

- i) 파생상품시장과 유사한 시장으로서 해외에 있는 시장
- ii) 런던금융거래소의 규정에 따라 장외에서 이루어지는 금융거래(다만, “장외에서”라 함은 파생상품시장과 비슷한 시장으로서 해외에 있는 시장 밖을 말한다)
- iii) 런던귀금속시장협회의 규정에 따라 이루어지는 귀금속거래
- iv) 미국선물협회의 규정에 따라 장외에서 이루어지는 외국환거래
- v) 일본의 상품거래소법에 따라 장외에서 이루어지는 외국환거래
- vi) 선박운임선도거래업자협회의 규정에 따라 이루어지는 선박운임거래
- vii) 그 밖에 국제적으로 표준화된 조건이나 절차에 따라 이루어지는 거래(금융위원회가 정하여 고시하는 거래에 한하며 현재 “대륙간 거래소의 규정에 따라 장외에서 이루어지는 에너지거래”를 정하고 있음)

한편 “장외파생상품”이란 파생상품으로서 앞의 장내파생상품이 아닌 것을 말한다. 장외시장의 주요기능은 수요자의 목적과 필요에 따른 적절한 상품을 제공하는 것이므로, 장외파생상품의 장점은 시장참가자의 상황에 따라 존재하는 다양한 위험을 효과적으로 이전할 수 있는 적합한 수단을 제공하여 위험구조를 설계할 수 있다는 점에 있다.⁵⁶⁾ 그러나 장내파생상품이 거래소를 통하여 거래되기 때문에 거래소의 거래에 적합하기 위한 표준화의 요건이 요구되고 청산결제가 보장되는 반면, 장외파생상품은 거래소나 청산기구에서 거래 또는 청산되지 아니하기 때문에 위험관리가 개별 거래자의 차원에서 이뤄지는 단점이 있다. 장외파생상품거래는 증권이나 장내파생상품거래에 비하여 위험이 훨씬 크기 때문에

56) 최성근, “장외파생금융상품 규제의 법리와 제도” 한국법제연구원, 2007.4.17.15쪽 (2007.4.17. 위크샷 자료집)

장외파생상품은 증권에 비하여 보다 엄격한 규제를 필요로 하는 것이다.⁵⁷⁾

이처럼 장외파생상품 거래 형식이 다양하고 약관 외의 개별거래 약정의 가능성이 있으며, 청산소에서 결제가 이뤄지지 아니하기 때문에 투명성이 부족하여 투자자 내지 소비자에게 불측의 손해를 야기할 가능성이 높다. 또한 장외파생상품은 복잡하고, 불투명하고, 무책임하게 많은 양의 위험을 인수한 시장참여자에 의해 남용되기 쉬운 문제점도 있다. 2010. 7. 21. 시행된 미국의 금융감독개혁법(The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)에서 특히 장외파생상품의 규제를 강조하는 것도 이러한 문제점 때문이었다. 장외파생상품의 판매자 규제, 파생상품시장에서 투명성의 증가와 가격결정의 개선, 고객에 대한 위험을 감소시키는 것 등이 동법의 주요 내용이다.⁵⁸⁾

(6) 파생상품 정의의 적용범위

a. 기초자산의 확대에 따른 문제점

파생상품 정의와 관련한 기초자산의 확대는 포괄주의의 관철이라는 측면에서는 매우 바람직한 방향이라고 평가할 수 있을 것이다. 그러나 이와 관련하여 파생상품과 보험상품의 구별, 파생상품에 대한 도박규제의 적용, 일반상품의 투자상품에 대한 고려 등 몇 가지 법적 쟁점들이 발생하게 된다.

b. 파생상품과 보험상품의 구분

파생상품과 보험계약의 구별 문제는 파생상품이 등장한 1980년대 초부터 점차 논의되기 시작했지만, 본격적인 쟁점으로 등장하게 된 것은 1990년대 초 신용과

57) 한병영, 장외파생상품거래에 있어서 금융소비자 보호의 체계, 기업법연구 제24권 제3호, 2010, 357~358쪽

58) 한병영, 장외파생상품거래에 있어서 금융소비자 보호의 체계, 기업법연구 제24권 제3호, 2010, 355쪽. 이에 따르면 미국에서는 이러한 장외파생상품 거래 남용이 최근의 금융위기 당시 금융시장의 시스템위험(system risk)의 증가를 초래하였다고 비난되지만 국내에서는 시스템 위험이 아니라 금융소비자에게 피해를 끼친 개별위험의 요인으로 등장하여 문제가 되고 있는 점에 비추어 미국과 국내에서 최근 장외파생상품의 규제 강화의 동기는 서로 다르다고 한다. 즉 장외파생상품의 거래 남용으로 인하여 미국에서는 전문투자자인 투자은행, 보험회사 등의 대형 금융회사가 피해를 입었지만, 국내의 경우는 경제적 약체의 위치에 있는 중소기업 등 소비자에 가까운 일반투자자가 피해를 입었다는 점에서 장외파생상품을 둘러싸고 벌어지는 문제의 본질이 다르다는 것이다. 356쪽 참조

생상품이 등장하게 되면서 부터이다. 그 이전의 파생상품은 금리나 환율과 같은 가격지표의 방향성에 의존하여 지급금의 규모와 지급주체가 결정되는 구조가 대부분이었다. 그러나 신용파생상품은 기초자산과 관련한 신용사고(credit event)의 발생 여부에 따라 지급금의 규모와 지급주체가 결정되는 구조였기 때문에 보험계약과 상당히 유사해지게 된 것이다.

이론상 파생상품과 보험상품을 구별하는 기준으로는 ① 위험헤지수단의 차이, ② 피보험이익의 요부 등이 제시되고 있다. 먼저 위험헤지수단의 차이기준은 보험상품이 주로 대수의 법칙을 활용한 단체성을 헤지수단으로 사용하는 점을 고려한 것이다. 그러나 한계선상에 있는 상품의 존재로 인하여 위험헤지수단의 차이는 완전한 기준이 될 수가 없다. 한편 피보험이익의 요부 기준은 보험상품의 수익자나 계약자는 반드시 당해 보험상품이 헤지하고자 하는 위험에 대하여 실질적인 이해관계를 가질 것을 요구하게 된다. 이 기준에 따르면 파생상품은 거래당사자가 기초자산인 위험에 대하여 실질적인 이해관계를 가질 것을 법적 요건으로 하지 않는다는 점에서 보험상품과 구별된다.⁵⁹⁾

c. 파생상품에 대한 도박규제의 적용 여부

장래의 불확정한 사실의 성부에 따라 지급금의 규모와 지급주체가 결정된다는 점에서 파생상품에 대해서 도박규제를 적용할지 여부가 계속 논의되었다. 특히 자본시장법상 기초자산의 확대로 외형상 도박과 크게 구별되지 않는 상품이 파생상품이라는 이름으로 거래될 수도 있을 것이기 때문에 이러한 문제는 현행 자본시장법에서 특히 주목해야 할 부분이기도 하였다. 실제로 일부 장외파생상품 거래에서 대규모 손실을 입은 당사자가 법원에서 도박으로서 무효라는 주장을 한 바 있다. 그러나 자본시장법은 주요국의 입법례를 모델로 하여 제10조 제2항

59) 2007년 12월 27일 발표된 “보험업법 개편방안”에서는 보험상품의 정의를 신설하여 피보험이익기준을 보험상품과 파생상품을 구분하는 기준으로 채택하고 있다. 동 개편방안에서는 특히, 자본법상 ‘금융투자상품’이 포괄적으로 정의됨에 따라 보험상품과 금융투자상품(파생상품)의 구분이 모호한 경우가 발생하는 점을 고려하여 위험보장 기능과 피보험이익의 존재를 보험상품의 핵심요소로 정의하고, 보험상품에서 제외되는 장외파생상품 중 보험상품과 직접관련이 있는 상품에 한해 보험사 겸영업부로 허용하고 있다.

에서 금융투자업자가 금융투자업을 영위하는 경우에는 도박죄에 관한 「형법」 제246조를 적용한지 아니한다고 규정하여 이러한 문제의 소지를 입법적으로 해결하고 있다.

d. 일반상품의 투자상품화에 대한 고려

한편 일반상품의 투자상품화에 대한 규제상의 취급 또한 고려해야 할 부분이 있다. 특히 인도가능한 유체물인 일반상품에 대한 소비목적의 매매거래와 이를 기초자산으로 하는 금융거래와의 구별 기준이 문제된다. 부동산 등 유형의 실물 자산(tangible deliverable asset)을 기초자산으로 하는 경우 실수요 목적에 의한 장래인도조건의 상업적 구매와의 구별기준이 필요하기 때문이다. 주로 문제가 제기되는 것은 선도거래와의 구별이다. 영국의 경우 선도거래(futures)에 있어서 투자목적과 상업 목적을 구별하여 “투자목적이 아닌 상업목적으로 체결된 계약상 권리”(rights under any contract which is made for commercial and not investment purposes)는 금융상품의 개념에서 배제한다. 그리고 호주의 경우 차액결제 의 금지를 조건으로 실물자산에 대한 매매를 파생상품의 개념에서 배제하고 있다.

이와 관련하여 자본시장법은 영국의 입법례를 따른 것이라고 평가된다. 이익 취득이나 손실회피라는 투자 목적을 금융투자상품의 요소로 규정했다는 점에서 그러하다. 따라서 현행 법제에서 일반 상품거래와 금융투자상품거래의 구별에 대한 모든 문제는 이익의 취득이나 손실의 회피라는 자본시장법상 투자목적의 해석을 준거로 판단되어야 할 것이다.

e. 기초자산의 확대

주지하다시피 우리 자본시장법은 포괄주의를 채택하였기 때문에, 파생결합증권 및 파생상품의 기초자산을 거의 무제한하게 확대하였다고 할 수 있다. 동법 제4조 제10항은 “1. 금융투자 상품, 2. 통화(외국의 통화를 포함한다), 3. 일반상품(농산물·축산물·수산물·임산물·광산물·에너지에 속하는 물품 및 이 물품을 원료로 하여 제조하거나 가공한 물품, 그 밖에 이와 유사한 것을 말한다), 4. 신용위험(당사자 또는 제삼자의 신용등급의 변동, 파산 또는 채무재조정 등으로 인한 신용의 변동을 말한다), 5. 그 밖에 자연적·환경적·경제적 현상 등에 속

하는 위험으로서 합리적이고 적정한 방법에 의하여 가격·이자율·지표·단위의 산출이나 평가가 가능한 것”을 기초자산으로 규정하고 있다. 이들 중 제1호부터 제4호까지의 기초자산은 구 증권거래법령에서도 인정되고 있는 것이며, 구 은행법상으로는 기초자산의 범위에 관한 명시적인 제한을 두고 있지 않다. 새로이 추가된 것은 제5호의 기초자산이다.

제5호의 “그 밖에 자연적·환경적·경제적 현상 등에 속하는 위험으로서 합리적이고 적정한 방법에 의하여 가격·이자율·지표·단위의 산출이나 평가가 가능한 것”은 이를테면 객관적으로 현금흐름(cash flow)의 산출이 가능한 것은 모두 기초자산으로 인정할 수 있다는 취지인 것이다. 이에 따라 재난이나 자연재해와 같은 자연적 현상, 탄소배출권 등 환경적 현상, 물가상승률 등 경제적 현상 등이 새롭게 추가될 수 있는 기초자산으로 가능할 것이다.

3. 금융투자상품 개념의 문제점

가. 문제의 소재

현행법상 자본시장법의 금융투자상품 개념이 포괄주의에 기반하고 있다는 점에 의해서, 이와 같은 개념이 금융 시스템의 효율성을 증가시킬 수 있다는 전망과 함께, 유동성이 커지면서 우리 금융의 취약점이 더욱 노출될 수 밖에 없다는 우려가 동시에 제기될 수 밖에 없다.⁶⁰⁾ 먼저 금융 시스템의 효율성을 강조하는 측면에서는 자본시장법의 금융투자상품의 개념이 금융의 기능별 규제 및 포괄적 개념으로의 상품개념 전환을 통하여 신종상품의 개발 및 판매를 용이하게 하고, 투자자보호가 미비한 부분을 해결하게 되었다는 평가를 가능하게 할 것이다. 한편 유동성이 커지면서 우리 금융의 취약점을 우려하는 측면에서는 ‘서브프라임사태 등 금융위기의 직접적인 원인 중 하나로, CDO를 비롯한 과도한 증권화가 오히려 유동성 위기를 유발하였다는 점에 대한 반성적 고려로서 기존의 열거주의

60) 김유성, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률의 금융투자상품 개념에 대한 연구, 서울대학교 석사학위논문, 2008, 2쪽

체제(positive system)의 안정성을 강조하는 견해가 대립하게 되는 것이다. 특히 자본시장법이 금융영역에 대한 규제법으로서의 성격을 갖는다는 점을 감안한다면 이는 보다 본질적인 문제일 수도 있는 것이다. 몇몇 부분에서 금융투자상품의 개념을 다루면서 지적한 것도 있지만, 논의를 체계성을 고려하여 이를 다음과 같이 세분하여 설명하도록 한다.

나. 상품개념의 중복

1) 상품개념의 중복가능성

포괄주의 입법방식에 따라 금융투자상품의 개념을 정의함에 따라, 자본시장법에서 다른 금융권의 고유상품까지 규제할 가능성이 있을 수 있다.⁶¹⁾ 즉, 은행 또는 보험회사가 취급하는 금융상품 중에서도 투자성을 가진 상품이 존재할 수 있는데, 그러한 상품은 은행 또는 보험회사의 금융상품이면서 동시에 자본시장법에서 규정하고 있는 금융투자상품에 해당할 수 있기 때문이다.⁶²⁾

예컨대, 은행에서 취급하는 상품 중 전통적 예금은 투자성이 없기 때문에 금융투자상품에서 제외가 되나, 은행이 부수업무 중 하나로서 판매하는 펀드와 같은 금융상품은 투자성이 있기 때문에 금융투자상품에 해당하여 은행은 자본시장법의 규제를 받을 수 있는 것이다.⁶³⁾

문제는 자본시장법에서 보험상품에 대한 명시적 제외규정을 두고 있지 않다는 점에 있다. 보험과 파생상품의 차이는 기본적으로 두가지 측면에서 설명될 수 있다. 먼저, 보험의 경우 인보험을 제외하고⁶⁴⁾ 피보험이익이 존재하여야 하지만 파생상품의 경우에는 피보험이익이 아닌 선택적 이익이 포함되어 있다. 따라서 파생상품의 계약당사자가 해당위험에 직접적으로 노출되어 있지 않아도 된다.

61) 하삼주, 금융투자상품에 관한 몇 가지 문제점과 보완대책, 고려법학, 2007, 1109쪽 이하 참조

62) 이지연/구본성, “자본시장관련법 통합에 따른 금융법통합의 기본방향과 주요과제”, 한국금융연구원 2006. 5. 10, 공청회자료 24쪽

63) 은행의 간접투자관련업무는 현재 은행법과 간접투자자산운용법의 적용을 받고 있다. 타금융업자에 의해서도 금융투자업의 영위가 가능하다(자본시장법 부칙 제10조 제4항).

64) 학설에 따라 인보험에도 피보험이익을 인정하기도 한다.

또한, 보험은 순수위험을 그 대상으로 하지만, 파생상품은 투기적 위험을 대상으로 한다. 그러나 금융투자상품 영역에 ‘타인의 노력의 결과에 따라 대가를 지급받는 계약’뿐만 아니라, ‘타인의 노력과 무관하게 외생적 지표에 의해 수익이 결정되는 증권’까지를 포함함으로써 보험분야와 상충될 여지가 존재한다.⁶⁵⁾ 예를 들어 날씨와 관련된 보험상품 및 금융투자상품을 검토해보자. 현재 손해보험사에서 판매하고 있는 날씨보험(Weather Insurance)은 기온, 적설량, 강우량 등 날씨변동으로 인한 기업의 매출액 감소나 비용증가를 보상하는 보험상품이다. 반면 최근 도입이 논의되고 있는 날씨파생보험상품(또는 날씨연계보험)은 날씨변동을 지수화하고 지수에 따라 정해진 보험금을 담보하는 보험상품인 것이다. 날씨파생상품의 경우, 날씨의 변동에 의해 기업이 입게 되는 손실을 파생금융기법인 옵션과 스왑을 이용하여 헤지하는 파생상품의 일종이기 때문에, 특정지역에서 특정기간동안 발생하는 날씨변화를 지수화하여 사전에 정한 지수와 실제 관측결과의 차이에 따라 금전을 수수하는 거래하게 된다. 날씨보험, 날씨파생보험, 날씨파생상품은 날씨변동으로 인한 손실을 헤지한다는 점에서 그 목적은 동일하지만, 구조에 있어서는 차이가 있다. 물론 형식적으로 살펴보면, 날씨보험은 실손보상형이고 피보험이익이 존재한다는 점에 있어서 날씨파생상품과 그 구별이 분명해보이기도 한다. 그러나 날씨파생보험은 지수화된 날씨변동에 따라 금전 등의 이전이 이루어진다는 점에서 날씨파생상품과 구조적으로 유사성을 지니고 있다는 점 또한 부정하기 어렵다.

미국의 경우, 이에 관하여 2003년 9월 미국보험감독협회(NAIC: National Association of Insurance Commissioners)에서 Hose Montemayor 텍사스주 보험감독관은 날씨파생상품이 미국에서 판매되었던 기평가보험인 날씨보험과 목적에 있어 동일하기 때문에 날씨파생상품도 보험에 해당한다는 백서를 제출한 바 있다.⁶⁶⁾ 그러나 NAIC에서는 Hose Montemayor 텍사스주 보험감독관의 견해를 일관되게 적용하면 결국 모든 종류의 위험전가기법을 보험으로 분류해야 한다는 결론을 도출할 수 밖에 없기 때문에 타당성이 없다면서, 이는 또한 소비자의 보

65) 최병규, “자본시장법이 보험업에 미칠 영향”, 상사법연구 제25권 제2호(2006), 450쪽.

66) Hose Montemayor (Texas Department of Insurance), "Weather Financial Instrument (Temperature) : Insurance or Capital Market Products?" (2003. 9. 2).

호차원에서 자본시장의 담보력을 활용한 대체위험전가기법(ART: Alternative Risk Transfer)의 활성화를 지지하고 있는 NAIC의 기본 입장과 배치된다고 하면서 백서의 견해를 채택하지 않았다.

또한 국제회계기준위원회(IASB: International Accounting Standards Board)에서 제정한 IFRS4 Insurance Contracts의 내용 중 BC55에 따르면, 계약의 부분기준(날씨파생상품과 날씨연계보험의 구분)으로 날씨파생상품은 날씨변화에 기반을 둔 계약당사자 일방의 영향을 전제로 하지 않으며, 단지 날씨변화지수의 변화에 의하여 일정금의 지급을 약정하는 금융상품이라고 한다. 이와 같이 상품의 구조와 목적에 유사성이 있더라도 보험상품과 파생상품을 구분할 수는 있지만, 실제 그 경계를 뚜렷하게 드러내는 일이 쉬운 것은 아니다.

2) 영업행위의 규제의 중복

이처럼 자본시장법에서 은행업, 보험업, 금융투자업간에 개념적으로 중복되는 상품들이 존재함에 따라 업무영역이 중복될 수 있고, 영업행위규제 또한 중복될 수 있게 된다.⁶⁷⁾ 특히 자본시장법이 금융업규제와 관련하여 기관별 규율체제에서 기능별 규율체제로 전환하고 있기 때문에⁶⁸⁾ 은행이나 보험사가 투자성 있는 상품, 즉 금융투자상품에 해당하는 금융상품을 판매하는 등의 행위를 하려면 자본시장법상의 영업행위규제를 적용받게 된다. 물론 이미 언급한 것처럼, 업무영역 및 영업행위가 서로 다르더라도 그 경제적 실질이 동일한 금융업무에 동일한 영업행위규제를 적용하는 기능별 규율체제를 취하게 되면 투자자보호를 강화할 수 있는 장점이 있다. 그러나 은행, 보험업, 금융투자업은 주된 업무가 서로 다르고, 일본의 경우와 같이 현재 우리나라의 자본시장법은 자본시장만을 통합하는 법률이기 때문에 금융업계간의 차이를 고려할 필요가 발생하기도 하는 것이다. 이처럼 금융투자업의 종류에 따른 고유한 특성을 반영하고 각기 특성에 맞

67) 하삼주, 금융투자상품에 관한 몇 가지 문제점과 보완대책, 고려법학, 2007, 1111쪽 이하 참조

68) 자본시장법은 자본시장관련 금융업을 경제적 실질에 따라 ① 투자매매업, ② 투자중개업, ③ 집합투자업, ④ 투자일임업, ⑤ 투자자문업, ⑥ 신탁업 등 6개로 분류하고 있으며, 이를 금융기능별로 규제하고 있다. 따라서 증권사, 투자운용회사 또는 은행 등으로 금융투자사업의 영위주체가 다르더라도, 금융기능이 동일하면 동일한 진입·건전성·영업행위규제를 받게 된다.

는 별도의 규율을 마련하기 위한 입법이 자본시장법에 마련되어 있으며, 특히 자본시장법 제77조에서는 은행 및 보험사에 대한 특례조항을 마련하여 이러한 배려를 하고 있다.⁶⁹⁾

다. 법적 불확실성의 존재

1) 예기치 못한 규제적용의 위험성

앞서 살펴본 바와 같이 현행 자본시장법은 구 증권거래법의 한정적 열거주의 방식의 개념 정의를 지양하고, 예시적인 포괄주의 방식으로 금융투자상품의 개념을 정의함으로써 다양한 금융투자상품의 개발을 허용하고 있다. 물론 구 증권거래법에서와 같은 열거주의방식은 금융상품을 선택함에 있어 명확한 사전적 판단이 가능하였다. 그러나 포괄주의방식을 도입함에 따라 현행 법제하에서는 금융상품의 성질이 모호한 경우, 금융투자상품에 해당하는지 여부를 법원이 최종적으로 판단하게 될 것이다. 결국 투자자보호의 범위에 있어 포괄주의는 열거주의보다 그 범위가 넓어지지만, 그 경계에 있어서는 모호해지고, 투자자가 선택한 금융상품이 어떠한 법률의 적용을 받는가에 대해서 법적 불확실성이 존재하는 것이다.⁷⁰⁾ 때문에 금융투자상품과 비금융투자상품을 구별할 수 있는 명확한 기준이 필요하다.

일단 금융투자상품에 해당하면 자본시장법의 적용을 받지만, 모든 금융투자상품이 동일한 규제를 받는 것은 아니다. 자본시장법 제3편은 증권의 발행과 유통에 관하여 규율하고 있는데, 금융투자상품이 아닌 '증권'이라는 용어만을 사용함으로써 자본시장법 제3편은 일부 적용면제증권⁷¹⁾ 및 파생상품을 제외한 증권에

69) 자본시장법은 영국의 「Financial Services and Markets Act 2000」와 같은 금융시장통합법을 준비하는 단계의 법률로서 은행과 보험사가 금융투자업을 겸업하는 경우 자본시장법 전체의 적용을 받도록 하고, 은행과 보험업의 특성상 적용될 수 없는 규정을 적용 배제하는 형식으로 규정하고 있다.

70) 하삼주, 금융투자상품에 관한 몇 가지 문제점과 보완대책, 고려법학, 2007, 1113쪽 이하 참조

71) 자본시장법 제118조(적용범위) 이 장은 국채증권, 지방채증권, 대통령령으로 정하는 법률에 따라 직접 설립된 법인이 발행한 채권 그 밖에 다른 법률에 따라 충분한 공시가 행하여지는 등 투자자 보호가 이루어지고 있다고 인정되는 증권으로서 대통령령으로 정하는 증권에 관하여는 적용하지

대해서만 적용됨을 명확하게 하고 있다. 자본시장법 제118조 내지 125조에서 규정하고 있는 공시규제가 증권에 대해서만 적용되는 이유는 파생상품의 기초자산에서 정보가 이미 공개되고, 또한 필요로 하는 정보가 당해 거래에 특유한 것이 아니기 때문이다.⁷²⁾

하지만 시세조종, 미공개정보이용, 부정거래 등의 행위를 금지하는 불공정거래의 규제는 증권과 파생상품 모두에 적용이 됨은 물론이다. 또한 자본시장법 제133조 내지 141조에서 규율하고 있는 공개매수는 증권 중에서도 주식 등 지분증권에 해당하는 것에만 적용이 되고, 채무증권·수익증권·파생결합증권 등 회사에 대한 지배권과 관계가 없는 증권에 대해서는 적용될 여지가 많지 않을 것이다. 이와 같이 금융투자상품이더라도 그 분류에 따라 그 규제의 내용 및 정도가 달라지기 때문에, 어떤 금융투자상품이 증권에 해당함에도 불구하고 발행회사가 당해 금융투자상품이 파생상품이라 믿고 공시의무를 이행하지 않은 경우에는 행정처분 등의 벌칙을 적용받을 가능성이 충분히 있다. 다시말해 발행회사의 공시의무위반 위험성 등의 법적 불확실성이 존재할 수 있는 것이다.

2) 불법계약(도박)이 될 위험성

금융투자상품 중 파생상품은 전문성과 대규모의 자본이 수반되는 파생상품거래의 특성으로 인하여 도박과는 별개의 것으로 보는 경향이 있지만, 그럼에도 불구하고 우연성이 강하다는 점과 예측불가능성이 있다는 점에서 파생상품과 도박은 구조적인 유사성이 있음을 부정할 수는 없다.⁷³⁾ 예를 들면 도박의 상습이 있는 두 사람이 앞으로 여름에 일정규모이상의 태풍이 올 것인지에 대하여 돈을 걸고 내기를 하였다면, 이와 같은 내기(계약)는 도박행위에 해당하여 민법 제103조 위반으로 사법상의 효력은 부정될 것이며 형법상의 도박죄로 처벌받을 가능성도 있다.⁷⁴⁾ 그러나 과수원을 경영하는 사람이 태풍으로 인한 과실의 손실에

아니한다.

72) 이영기, 자본시장법 해설, 동아대학교출판물, 2011, 162쪽.

73) 김흥기, 파생상품과 도박규제, 비교사법 제14권 1호(통권 36호), 536-537쪽.

74) 형법 제246조 제1항.

대비하여 기후파생상품계약을 체결하면, 이는 적법한 파생상품계약으로 취급된다. 이처럼 내기와 기후파생상품계약의 두 가지 모습은 태풍이 올 것이냐에 대해서 돈을 건다는 점에서는 상당히 유사한 형태를 지니고 있다.

그러나 파생상품과 도박의 차이는 그 주된 목적에 있다. 파생상품은 위험관리 기능 이른바 헤지기능에 그 목적을 두고 있다면, 도박은 투기에 그 목적이 있기 때문이다. 문제는 헤지와 투기는 기초자산의 가격변동이 초래할 수 있는 결과를 서로 다른 측면에서 보는 것에 불과한 것이어서⁷⁵⁾, 마치 동전의 양면처럼 두 가지 측면은 동시에 존재한다는 점에 있다.

그러한 이유에서 거래목적, 거래형태, 거래장소 등을 종합적으로 판단한 후에 파생상품거래와 도박을 구별할 수 있어야 할 것이다.⁷⁶⁾ 또한 민법 제103조 위반 여부에 대해서 판단하여야 사법상 효력을 정할 수 있을 것이며, 형법상 도박죄에 해당하는지는 구성요건 또는 위법성을 조각하고 있는지를 별도로 판단하여야 할 것이다.⁷⁷⁾ 앞서 언급했듯이 자본시장법은 파생상품거래의 도박적 요소에 대해 시장거래의 안전을 보호하기 위해, 자본시장법 제10조 제2항에서 “금융투자업자가 금융투자업을 영위하는 경우에는 「형법」 제246조를 적용하지 아니한다.”라고 규정하여 파생상품거래가 형법상 도박죄의 적용을 받을 가능성을 명시적으로 배제하고 있다. 이에 따라 거래소를 통하거나 금융투자업자가 상대방이고 거래객체가 금융투자상품인 경우에는 투기성이 강하더라도 도박죄의 적용을 받지 않게 된다. 그럼에도 불구하고 만약 법원이 당해거래가 금융투자상품거래가 아닌 도박으로 판단한 경우에는, 해당 금융상품을 객체로 금융투자업을 영위한 금융투자업자는 도박죄의 적용을 받는다고 해석하는 것이 타당할 것이다.⁷⁸⁾

또한 간과해서는 안되는 점은 자본시장법이 형법상 도박죄의 적용을 배제하고 있을 뿐 사법상의 효력에 대해서는 아무런 언급이 없다는 사실이다. 이 때문에

75) 김홍기, 파생상품과 도박규제, 비교사법 제14권 1호(통권 36호), 538쪽.

76) 하삼주, 금융투자상품에 관한 몇 가지 문제점과 보완대책, 고려법학, 2007, 1115쪽 이하 참조.

77) 파생상품과 도박의 구별에 대한 자세한 사항은 김홍기, 앞의 논문, 541~550쪽 및 김진식, “스왑거래에 관한 법적연구”, 한국금융연구원, 1997, 125~127쪽 참조.

78) 이와 같이 판단하지 않는다면 명백히 도박에 해당하는 계약이 파생상품 등과 같은 금융투자상품으로 둔갑하여 거래되는 경우가 발생할 우려가 존재한다.

일부에서는 법적위험을 보다 확실하게 줄이기 위해서는 거래소를 통하거나 금융기관을 상대로 하는 금융투자상품 거래에 대해서는 사법상의 효력 역시 부인되지 않는다고 하는 규정을 마련할 필요가 있다고 주장하기도 한다.⁷⁹⁾ 그러나 법원에 의하여 도박으로 판단되지 않는 이상 명시적인 규정이 없다고 할지라도 인가를 받거나 등록을 한 금융투자업자가⁸⁰⁾ 금융투자상품에 해당하는 금융상품을 객체로 하여 금융투자업을 하는 것에 대해서 사법상의 효력을 인정하는 것이 당연하다고 할 것이다.

다만 법원이 금융상품거래를 도박으로 판단한 경우에 있어서 사법상 효력을 인정하여야 하는가는 문제가 될 수 있다. 법원이 당해 금융상품거래를 도박으로 판단하였다면 그 거래는 금융투자상품거래에 해당하지 아니하며, 도박을 금지하고 있는 실정법을 위반하는 불법행위이면서 동시에 그 계약의 효력은 민법 제103조 위반으로 무효가 된다. 이처럼 도박계약에 해당하여 무효가 된 경우 민법 제746조의 불법원인급여에 해당하여 투자자가 지급한 금전 등을 반환받지 못한다고 해석할 수 있는 여지가 있다. 또한 이러한 경우 대개는 금융투자업자가 판매한 금융상품에 관한 전문가임을 믿고 거래하기 때문에, 당해 거래의 불법성을 인식할 가능성이 거의 존재하지 아니할 것이다. 결국 당해 계약이 민법 제103조 위반으로 무효화되면, 동법 제746조 단서규정에 의하여 투자자가 지급한 금전 등은 반환받을 수 있다고 해석할 수 있을 것이다.

79) 김홍기, 파생상품과 도박규제, 비교사법 제14권 1호(통권 36호), 557쪽.

80) 투자매매업, 투자중개업, 집합투자업, 신탁업은 인가대상이며(자본시장법 제12조 제1항), 투자자문업과 투자일임업은 등록대상이다(자본시장법 제18조 제1항).

제3장

자본시장의 불법성의
유형과 구조

제1절 자본시장법상 불법행위의 제재의 필요성과 유형화

본래 시장에서 형성되는 상품의 가격은 수요자의 수요 곡선과 공급자의 공급 곡선이 만나는 곳에서 형성되는 것이다. 이러한 가격은 상품과 그 상품을 둘러싼 여러 가지 정보가 체계적으로 반영된 것으로 가정된다. 가격에 대한 이와 같은 신뢰는 특히 자본시장에서 보다 강하게 나타나게 된다. 효율적 자본시장가설 (efficient capital market hypothesis)을 굳이 원용하지 않더라도 자본시장에서 형성된 주가 등은 모든 정보가 충분히 반영되고, 그에 따른 정보가 대등하게 제공된 상태에서 형성된 것으로 전제되기 때문에 공정한 가격으로 신뢰되는 것이다. 때문에 주가는 예컨대 기업가치나 투자자의 자산가치를 반영하고, 경우에 따라 담보가치나 회계처리의 기준이 되기도 하고, 과세처리의 기준이 되기도 한다.

이러한 이유에서 자본시장에서 주가의 신뢰를 보호해야 할 필요성은 대단히 크다고 할 수 있다. 자본시장법의 불공정 거래행위를 규제하는 법체계도 이와 같은 필요성에 기반해서 정비되어 있기 때문에 결국 자본시장 규제의 양대 지주는 ‘공시규제’와 ‘불공정거래규제’라고 할 수 있는 것이다.⁸¹⁾ 공시규제는 정보의 공시를 강제함으로써 거래당사자간의 정보 비대칭을 해소하는 것을 목적으로 하

고, 불공정거래규제는 시장의 가격기능형성과 시장에 대한 신뢰를 해침으로써 투자자에게 손해를 입히는 것을 금지하고자 하는 목적을 갖게 된다.⁸²⁾

또한 정보의 비대칭을 해소하려는 목적이 궁극적으로는 자본시장에서 형성된 가격이 대등한 정보를 배경으로 한 것이라는 신뢰를 보호하려는 것임을 고려한다면, 자본시장법에서 불공정거래 행위의 규제 목적은 궁극적으로는 가격에 대한 신뢰라고 보아도 무방하리라고 본다.

공시규제와 불공정거래규제라는 취지에 따라 자본시장법에서는 증권의 발행과 유통 및 파생상품거래에 있어서 자본시장참여자에 대한 정보의 접근가능성을 확보할 목적으로 투자정보를 공시하도록 강제하는 동시에 공정한 시장규칙을 방해하는 거래를 금지하게 된다. 이하에서 다루게 되는 불공정거래행위의 구조들은 이러한 취지에 기반하여 유형화된 것이라고 할 수 있다.

제2절 불공정 거래의 의의

1. 불공정거래의 개념

행위유형을 중심으로 자본시장에서의 불공정거래 개념은 크게 광의의 개념과 협의의 개념으로 나눌 수 있다.⁸³⁾ 일반적으로 광의의 개념으로서 불공정거래는 증권의 발행·유통과정 또는 파생상품거래과정에서 관련법이 요구하는 신고 등 각종 의무를 이행하지 않고 매매, 그 밖의 거래를 하는 행위 또는 자본시장과 금융투자업에 관한 법에서 규제하고 있는 금지의무를 위반하여 부당이익을 취득

81) 공시규제란 발행시장과 유통시장에서 정보의 공시를 강제함으로써 거래당사자 간 정보의 불균형(이른바 ‘정보의 비대칭성’)을 해소하는 것을 목적으로 하는 것이고, 불공정거래행위 규제란 시장의 가격형성기능을 해치고 투자자에게 손해를 입히는 사기적 거래를 금지함으로써 증권시장에 대한 일반의 신뢰를 회복하는 것을 목적으로 하는 것이다. 김용재, 자본시장법(上), 고려대학교 출판부, 2011, 609쪽 각주467)

82) 김건식·정순섭, 자본시장법, 두성사, 2010, 301쪽

83) 불공정거래 개념에 대하여는 금융감독원 증권시장의 불공정거래 사례, 1999, 1쪽 이하 및 금융감독원 금융감독개론, 2010, 497쪽 이하 참조

하기 위해 금융투자상품을 거래하는 일체의 행위를 말한다.

한편 협의의 개념으로서 불공정거래는 자본시장 거래질서의 공정성과 투자자의 신뢰를 크게 훼손시키는 행위로서 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제4편에서 규율하고 있는 미공개정보이용, 시세조종 그리고 기타 부정거래행위, 공매도 등을 말한다. 이하에서 다루는 불공정거래는 협의의 개념, 다시 말해 자본시장법상의 불공정 거래 개념을 바탕으로 할 것이다.⁸⁴⁾

2. 자본시장법상 불공정거래 규제의 강화 취지

가. 서설

앞에서 언급한 것처럼 자본시장법상 불공정거래의 규제 취지가 공시 규제와 불공정거래 규제라면, 그에 따른 규제의 형태가 구성요건으로서 비교적 명확하게 정형화될 필요가 있을 것이다. 그러나 경제범죄 특히 자본시장 같은 다양하게 변화·발전하는 영역 혹은 체계에서 구성요건의 정형화는 그에 따른 현실을 충분히 담아내지 못하고, 규제의 공백을 남기는 경우가 많은 것이 사실이다. 과거 증권거래법과 선물거래법 또한 다양하게 변화·발전하는 금융 현실을 제대로 반영하지 못했다는 비판에서 자유롭지 못하였다. 그러나 자본시장법은 그러한 문제를 구성요건의 상세화와 포괄주의의 형식을 통해 상당 부분 입법적으로 해결하였다고 할 수 있다. 구체적으로는 내부자거래 금지체계가 강화되었고, 내부자 단기매매차익 반환대상인 증권범위가 확대되었으며, 시세조종에서 특히 현선 연계시세조정 규제가 신설 및 강화되었기 때문이다. 이를 상설하면 다음과 같다.⁸⁵⁾

84) 미국의 경우의 Rule 10b-5에 해당되면 단일 조문으로 그 내부에서 내부자거래, 시세조종, 기타 불공정거래행위를 모두 규율하지만, 우리는 별개의 조문으로 규율하고 있다.

85) 이하의 내용은 김용재, 자본시장법(上), 고려대학교 출판부, 2011, 65~67쪽을 정리한 것이다.

나. 미공개정보이용 금지제도의 강화

구 증권거래법에서는 회사가 발행한 증권에 한하여 당해 회사의 미공개 중요 정보를 이용하는 내부자거래를 금지하였다. 때문에 기초자산(증권)의 발행회사 임직원은 미공개 중요정보를 이용해 신종 금융투자상품의 거래를 할 수 있음에도 불구하고 구법하에서 당해 임직원을 처벌할 여지가 없었다.

그러나 현행 자본시장법상 금융투자상품의 범위가 확대되고, 그에 따라 미공개 정보를 이용할 가능성이 있는 금융상품의 범위도 확대되었기 때문에, 내부자거래의 금지대상증권의 범위 또한 확대될 필요가 있었다. 이에 따라 구 증권거래법은 당해 법인의 임직원과 당해 법인과 계약을 체결한 자 등을 내부자로 규정하였음에 비해서, 현행 자본시장법은 계열회사의 임직원과 당해 법인과 계약 체결을 교섭 중인 자(그 임직원 포함) 등도 내부자로 추가하게 되었다. 따라서 당해 법인을 인수하기 위하여 실사(due diligence)를 하고 있는 기업의 경우 해당 기업의 미공개 내부정부를 알 수 있으므로 현행법상 내부자 개념에 포섭될 수 있게 되었다.

다. 내부자 단기매매차익 반환대상 증권의 범위 확대

단기매매차익 반환제도는 법인의 내부자가 당해 법인의 주권 등을 매수(매도)한 후 6개월 이내에 매도(매수)하여 얻은 이익에 대하여 법인이 동 내부자에게 해당 이익을 반환할 것을 청구할 수 있게 하는 제도이다. 구 증권거래법은 단기매매차익 반환대상 증권을 주식 관련 증권, 즉 주권, 전환사채, 신주인수권부사채, 신주인수권증서, 이익참가부사채, 주식과 관련된 교환사채, 주권을 기초로 한 선물거래로 한정하였다. 그러나 현행 자본시장법 제172조는 대상 증권을 모든 증권으로 확대하여 주식과의 관련성을 요구하지 않고 있다.⁸⁶⁾ 더불어 발행회사를 당해 법인으로 한정하지 않고 신종 증권도 포함하는 등 내부자거래 금지규제대상 증권과 동일한 규정을 마련하고 있다.

86) 이에 대한 상세는 김상철 “단기매매차익 반환청구의 성립요건에 관한 연구: 자본시장과 금융투자업에 관한 법률의 시행에 따른 내용을 중심으로” 서울대학교 법학석사학위논문, 2009 참조

라. 시세조종상 현선 연계시세조정 규제의 신설 및 강화

구 선물거래법에서는 선물(장내파생상품)에서 이익을 얻을 목적으로 현물의 시세를 조종하는 것은 금지하였으나, 역방향의 현선 연계 시세조종을 규제할 수 있는 근거 규정이 없었으므로 현물에서 이익을 얻을 목적으로 하는 선물의 시세 조정을 규제하는데 어려움이 있었다. 그러나 자본시장법은 제176조 제4항에서 선물과 현물 양방향 간 현선 연계시세조종을 금지하고 있으며, 또한 파생결합증권과 기초자산인 증권 간 양방향 연계 시세조종도 금지하고 있다.⁸⁷⁾

마. 포괄적 불공정거래 금지 규정의 도입

앞에서 약술하였지만 특히 주목할 만한 것은 기존 우리 법에서 보기 드물게 일반규정을 사용한 부정거래행위를 제재하는 규정을 도입하였다는 점이다. 자본시장법 제178조의 부정거래 금지 규정은 행위 주체를 특정하지 않으면서도, 행위대상을 종래의 증권에서 금융투자상품으로 확대하고 있고, 행위장소 또한 장내·장외를 구별하지 않으면서, 행위요소 또한 유형·무형의 모든 것을 고려하고 있다.⁸⁸⁾ 이러한 포괄적 규제방식을 통해 최근 복잡하고 다양하게 진화하고 있는 불공정거래 행위를 제재할 수 있게 되었으며, 특히 미공개정보이용, 시세조종으로 포섭하기 어려운 불공정행위를 규제할 수 있다는 점에서 주목할 만한 것이다.

바. 기타

공매도(short selling)는 서브프라임 모기지 사태로 인해 세계 각국에서 금지와 관련된 논의가 있었고, 이에 따라 우리 자본시장법도 제180조를 통해 공매도를 제한하는 방향으로 입법되었다. 공매도 금지의 규제대상을 모든 사람으로 확대

87) 자본시장법의 전반적인 개정내용을 잘 정리한 글로는 김순식, “자본시장과 금융투자업에 관한 법률상 불공정거래의 규제,” 『인권과 정의』, 제389호, 2009. 1 참조. 내부자거래에 대해서는 40~45쪽, 시세조종행위에 대해서는 50~54쪽 참조

88) 김용재, 자본시장법(上), 고려대학교 출판부, 2011, 729쪽

함으로써 일반위탁자도 법률상 규제대상에 포함되었으며(제180조 제1항), 공매도의 예외규정을 명확히 하였다.(제180조 제2항) 그리고 임원 및 주요 주주의 특정증권 등 소유상황 보고도 보고대상증권의 범위를 확대하였고, 보고기한도 기준일로부터 10일 이내에서 5일 이내로 단축하고 있다.

제3절 미공개중요 정보 이용행위

1. 미공개중요 정보 이용행위의 의의

가. 미공개중요 정보 이용행위의 개념⁸⁹⁾

미공개중요 정보 이용행위 혹은 내부자거래의 개념 정의는 미국 연방법원이 판례법으로 정립한 것으로 원래 회사 내부자(corporate insider)인 임직원 및 지배주주(controlling shareholders)가 회사의 중요 내부정보를 이용하여 사익을 취하는 불공정한 증권거래를 가리켰다고 한다. 그러나 이러한 정보적 이익(informational advantages)을 악용하는 내부정보 이용에 대한 규제가 투자자보호를 위해 강화되면서부터 내부자 거래의 의미내용도 점차 확대되어 왔다고 할 수 있다. 따라서 회사 내부자와 같은 전통적 내부자 외에도 증권회사, 회계사, 변호사, 공무원, 거래업자와 같이 직무 또는 지위에 의하여 내부정보 접근이 허용되거나 합법적 접근이 가능한자(준내부자: quasi-insider)는 물론 이들로부터 내부정보를 전달받은 정보수령자(tippee)까지도 포함하는 의미로 점차 확대되었다. 뿐만 아니라 규제대상 정보의 범위면에서도 회사 내부정보 뿐 아니라 공개매수와 같은 회사 외부정보도 포함하게 되었다. 따라서 원래 회사 내부자가 자기 회사의 내부정보를 공개하기 전에 이용하여 거래하는 것을 지칭하였던 내부자 거래라는 용어는 내부자 거래 규제의 실질을 제대로 표현하는 적절한 용어라고 보기 어렵게 되었고, 이와 같은 문제의식에서 구 증권거래법과 현행 자본시장법은 내부자 거래 외에 미공개중요정보이용행위라는 용어를 함께 사용하게 되었다. 그러

89) 자세한 내용은 금융감독원 「투자금융상품에 대한 불공정거래 규제」 2008, 6쪽 각주1) 참조

나 아직도 미국, 유럽 등에서는 오랜 관행에 따라 ‘내부자 거래’라는 용어를 개념의 정확성 여부와 관계없이 미공개정보를 이용한 불공정거래를 지칭하는 개념으로 사용하고 있다. 실무상 미공개정보 이용행위에 대한 규제는 일반조항인 제174조가 1991년 12월 구 증권거래법의 개정으로 신설된 후 형사처벌 쪽으로 중심이 옮겨져 왔는데, 외환위기 이후 자본시장법 제172조의 단기매매차익 반환제도의 활용도도 같이 증가하는 추세에 있다고 한다.⁹⁰⁾

연혁적으로 단기매매차익 반환의무(와 공매도금지제도)는 내부자거래(미공개정보이용행위)에 대한 특별규제로서 성격을 갖는다고 할 것이다. 특성상 미공개정보 이용행위는 정보이용을 금지시키는 사후적 규제(처벌장치)이고, 단기매매차익 반환의무와 공매도금지제도는 사전예방적 규제장치로서의 성격이 강하겠지만,⁹¹⁾ 의미가 명백하게 구별되어야 할 경우를 제외하고는 여기에서는 편의상 이 두 용어를 혼용해서 사용하도록 할 것이다.

나. 미공개중요정보 이용행위 금지의 의의

미공개중요정보 이용행위란 회사의 내부자가 자신의 지위를 통하여 미공개의 중요정보를 이용하여 회사의 증권 또는 이를 기초로 한 일정한 금융투자상품을 거래하는 행위를 말한다. 이를 금지하는 이유는 궁극적으로 거래자간의 정보의 비대칭을 막기 위한 것으로서 만일 정보의 비대칭이 심화될 경우 시장에 대한 일반투자자의 신뢰가 무너질 수 있기 때문이다. 헌법재판소도 이와 유사한 취지로 내부자 거래행위의 금지를 실시한 바 있다.⁹²⁾ 투자자를 보호하고 증권시장의

90) 김용재, 자본시장법(上), 고려대학교 출판부, 2011, 610쪽.

91) 이상복, 자본시장법상 내부자거래, 박영사, 2010, 7쪽 참조.

92) 헌법재판소 1997. 3.27선고, 94헌바24결정. “내부자거래 규제제도는 1970년대 이후 급속히 팽창되어 온 우리나라 증권시장의 질적 보원을 위하여 구 증권거래법을 1976. 12. 22. 법률 제2920호로 전문개정하면서 마련한 다수의 새로운 제도적 장치 중에서 특히 공정거래기반 확립을 위하여 마련된 제도이다. 여기서 내부자거래라 함은 상장법인(또는 등록법인)의 임원·직원 또는 주요주주 등 이른바 ‘내부자’가 그 직무 또는 지위에 의하여 얻은 내부정보를 이용하여 자기회사의 주식을 거래하는 것을 말한다. 이러한 거래가 규제의 대상이 되는 이유는 이들 내부자는 자기회사의 주가에 영향을 미칠 만한 회사의 기밀 예컨대 유상증자 또는 무상증자나 자산재평가계획, 합병, 신상품 개발, 부도발생 등 중요한 정보를 알게 될 기회가 많으므로 주식거래에 있어 일반투자자보다 훨씬

공정성을 확립하여 투자자를 비롯한 일반인의 신뢰를 보호하려는 데에 있는 것이다. 즉 “내부자 거래로 인한 상대방의 손실은 능력의 부족이나 부주의로 정보를 몰랐기 때문에 발생하게 되는 것이 아니라 내부자가 자신의 이득을 위하여 그 정보가 일반에게 알려지지 아니한 상태를 이용하였기 때문에 발생하게 된다고 볼 수 있다. 따라서 이러한 행위는 윤리적 측면에서도 용납될 수 없는 것이다. 만일 이를 방치한다면 일반투자자는 그러한 증권시장에 불신감을 갖게 되어 투자를 주저하게 될 것이고, 이로 인하여 증권시장의 건전한 발전이 저해될 것임은 물론 국민의 효율적 자산운영을 막는 결과를 초래할 것”이기 때문이다.

한편 미공개정보이용행위의 근절을 위한 내부자거래 규제의 입법방식으로는 다음과 같은 방식들을 고려해 볼 수 있다. 첫째, 회사관계자의 개념을 중심으로 법제를 구축하면서 운영상의 문제점을 계속적으로 개선·보완하는 방식, 둘째, 회사관계자의 개념을 폐지하고 이를 대체하는 ‘중요 정보’란 개념을 중심으로 법제를 개선해 나가는 방식이 그러하다.⁹³⁾ 우리나라에서는 오래전부터 회사관계자의 개념을 중심으로 그 운영상의 문제점을 지속적으로 개선·보완하는 방식을 취하였기 때문에, 회사관계자 즉 내부자에 의한 거래를 중심으로 법제가 형성되었다고 할 수 있을 것이다. 현행 자본시장법에서도 이러한 기본 축을 유지하면서 개선·보완을 하고 있다고 평가할 수 있다.

유리한 입장에 있는 반면에 일반투자자는 손해를 보게 될 가능성이 많기 때문이다. 일반적으로 주식투자에 수반되는 위험은 주로 회사의 영업실적, 시장이나 경제동향 등에 대한 투자자의 판단이 불완전한 것에 기인하는 것이므로 투자자가 타인이 갖고 있는 정보를 이용하지 못했거나 그릇된 분석으로 인하여 손실을 입게 되더라도 이는 부득이한 일이라 할 것이다. 그러나 내부자 거래로 인한 상대방의 손실은 능력의 부족이나 부주의로 정보를 몰랐기 때문에 발생하게 되는 것이 아니라 내부자가 자신의 이득을 위하여 그 정보가 일반에게 알려지지 아니한 상태를 이용하였기 때문에 발생하게 된다고 볼 수 있다. 따라서 이러한 행위는 윤리적 측면에서도 용납될 수 없는 것이다. 만일 이를 방치한다면 일반투자자는 그러한 증권시장에 불신감을 갖게 되어 투자를 주저하게 될 것이고, 이로 인하여 증권시장의 건전한 발전이 저해될 것임은 물론 국민의 효율적 자산운영을 막는 결과를 초래할 것이다.”

93) 김용재, 자본시장법(上), 고려대학교 출판부, 2011, 611쪽

다. 미공개정보이용행위 규제의 찬·반론⁹⁴⁾

1) 찬성론

미공개정보 이용행위를 규제하는 근거로서 전통적으로는 먼저 형평성(equity) 또는 공정성(fairness)을 들 수 있다. 자본시장에서의 거래는 불확실성에 대한 투자임을 전제로 하고, 이 상황에서 투자자들은 자기의 판단과 위험부담하에 투자를 하는 것이다.⁹⁵⁾ 때문에 자기책임의 원칙이 엄격하게 적용될 필요가 있다. 이러한 자기책임이 원칙으로 자리매김하기 위해서는 정보에 대한 기회가 균등하게 주어져야 한다. 다시말해 정보에 대한 기회가 형평에 맞고 공정하게 주어져야 하는 것이다.

이때 공정성은 정보소유의 평등이 아닌 정보에 접근할 기회의 평등을 의미하기 때문에 일반 투자자가 합법적으로 회사 내부자가 얻을 수 있는 것과 동일한 조건 아래에서 정보를 얻을 기회가 보장되어야 하고, 만약 그렇게 되지 않는 것은 불공평하거나 불공정하다고 할 수 있다. 따라서 미공개정보 이용행위가 일반적으로 허용된다면 투자자의 시장에 대한 신뢰가 떨어지고, 결국 증권시장에서 거래되는 증권에 대한 수요의 감소로 이어지게 된다는 것이다.⁹⁶⁾ 이러한 미공개정보를 이용하는 행위는 일반투자자들로 하여금 증권시장의 신뢰성에 회의를 갖게 하며, 이러한 불신은 투자자들을 증권시장으로부터 멀어지게 하여 결국은 시장에서 증권의 발행을 통한 자금조달비용의 증가를 가져오게 된다.

미공개정보이용행위를 규제하는 또다른 근거로는 미공개정보이용행위가 투자자에게 재산상의 손해를 입히므로 이를 규제함으로써 투자자를 보호가 가능해진다는 점이다.⁹⁷⁾ 내부자와 직접 거래한 자 혹은 내부자와 같은 시기에 반대방향으로 매매를 한 자의 경우, 만일 정보가 공개되었다더라면 보다 낮은 가격에 매수

94) 김용재, 자본시장법(上), 고려대학교 출판부, 2011, 581~587쪽 이하는 정리한 것이다.

95) 이상복, 자본시장법상 내부자거래, 박영사, 2010, 2쪽.

96) 조인호, 내부정보를 이용한 내부자거래의 규제에 관한 소고, 비교사법 제13권 제3호, 2006, 384~386쪽. 김용재, 자본시장법(上), 고려대학교 출판부, 2011, 581쪽에서 재인용

97) 같은 논거로서 Dennis S. Karjala, Statutory Regulation if Insider Trading in Impersonal Market, Duke Law Journal, Vol. 1982, No. 4(1982), 629~630쪽

하거나 좀 더 높은 가격에 매도할 수 있었을 것이므로 내부자거래로 인하여 불측의 손해를 본 셈이 된다.⁹⁸⁾ 때문에 이를 규제하여 투자자를 보호할 필요가 있는 것이다.

이는 동시에 발행회사를 보호하는 것이기도 하다. 미공개정보를 이용하는 행위는 회사의 업무수행을 방해하고 발행회사의 명성을 해치므로 발행회사에 손해를 입힐 수 있기 때문이다. 당연하게도 일반 투자자들에게 회사의 주식이 내부자거래의 대상이 되고 있다는 사실이 알려지면 투자자들은 그 주식을 하지 않을 것이고 발행회사는 일반투자자들로부터 신뢰를 잃게 된다. 이로 인하여 회사의 주가는 하락할 것이고 결국 경영을 위한 원활한 자금조달을 필요로 하는 회사로서는 큰 어려움에 빠질 수도 있다. 미공개정보이용행위를 규제함으로써 기업과 회사 가치를 보호할 수 있는 것이다.

마지막으로 회사의 내부정보란 그 회사가 그 정보의 내용이 되는 사업에 투자를 하여 개발된 것임을 인식할 필요가 있다. 이러한 관점에서 회사의 정보는 회사의 재산이기 때문에 회사의 내부정보를 이용하여 거래를 하는 행위는 회사가 가진 내부정보인 회사의 재산권을 침해하는 행위가 될 것이다. 내부자거래를 금지함으로써 회사의 재산권 침해를 예방할 수 있게 된다.

2) 반대론

그럼에도 불구하고 미공개정보이용행위에 대한 규제를 반대하는 주장도 여전히 존재한다. 그 주요한 논거로는 우선 미공개정보를 이용하는 행위가 효율적인 결과를 가져올 수 있다는 점을 든다. 다시말해, 내부자거래가 중요한 미공개정보의 시장 확산을 촉진시켜 그 정보가치를 증권가격에 조속히 반영시킴으로서 금융자원분배의 효율성을 증가시키며, 또한 미공개정보이용행위에 의해서 소유와 경영의 분리에 따른 문제점을 극복할 수 있고, 기술의 혁신을 가져온다는 것이다.⁹⁹⁾

98) 박삼철, 증권거래법의 내부자거래 규제에 관한 연구-제188조의 2를 중심으로, 고려대학교 대학원 석사학위논문, 1998. 20쪽, 김용재, 자본시장법(上), 고려대학교 출판부, 2011, 582쪽에서 재인용

99) Henry Manne, Insider Trading and the Stock Market, The Free Press, 1996

또한 가치 있는 정보를 산출하는 것을 주된 임무로 하는 기업가에게는 좋은 정보를 산출하도록 하는 동기부여로서 내부자거래의 이익을 제공할 필요가 있다는 논거도 미공개정보이용행위에 대한 규제를 반대하는데 자주 인용된다. 또한 시장의 자율성을 근거로 미공개정보이용행위는 규제되어야 할 행위가 아니라거나, 반대정보소유자의 거래를 인위적으로 규제하지 않고 당사자의 자율에 맡겨도 충분하다는 논거를 들기도 한다.

3) 사견

무엇보다도 미공개이용행위를 허용하지는 논거로서 거론되는 효율성은 경험적으로 입증하기 곤란하다.¹⁰⁰⁾ 미공개정보이용행위의 효율성을 입증하기 위한 전제로서 시장이 자본시장에서 형성된 정보가치의 가격이 모든 정보를 다 담고 있어야 한다. 그러나 그러한 정도의 효율적 시장가설을 인정하는 견해는 찾아보기 어렵다. 기본적으로 미공개정보이용행위가 효율적이기 위해서는 첫째, 회사의 내부자가 자신의 기업에 대해 일시적으로 가치평가가 부정확하게 이루어져 있음 (mispricing)을 인식하고 이를 이용하여 자사주에 투자한다는 점과 둘째, 회사의 내부자가 외부투자자에 비하여 기업의 미래성과에 대하여 보다 잘 알고 있으며 이러한 우월한 정보력을 이용하여 주식거래를 함으로써 초과수익률을 올릴 수 있다는 점을 입증해야 한다.¹⁰¹⁾

또한 기업가에게는 좋은 정보를 산출하도록 하는 동기부여로서 내부자거래 이익을 제공할 필요가 있다는 논거는 기업가의 이익을 제한할 필요성이 크고 다른 형태의 유인이 얼마든지 존재함에도 불구하고 굳이 내부의 정보를 허용할 이유가 없다는 점에서 타당하지 않다. 한편 자율성을 존중하자는 견해는 지나친 방임과 자율성은 시장실패를 초래한다는 점에서, 특히 최근 기업과 시장의 탐욕에 의해 초래된 금융위기를 겪은 오늘날에는 무작정 받아들이기 힘든 주장일 것이다.

100) 이상복, 자본시장법상 내부자거래, 박영사, 2010, 105쪽

101) 김문철, 내부자거래는 이익지속성 및 미래 이익에 대한 경영자의 정보를 반영하는가?, 세무와 회계저널 제7권 제3호 (2006-09), 142쪽

오히려 미공개정보이용행위를 규제하는 입법례는 오늘날 보편적인 것이 되어 가고 있다고 할 수 있다. 시장에 대한 일반인의 신뢰는 시장과 금융의 체계를 보호하기 위해서도 더욱 더 보호해야 할 것이다. 그러한 점에서 미공개정보를 이용하는 행위를 규제할 필요성과 정당성은 충분하다고 보인다. 다만 법적 요건을 통해 그 규제의 한계와 범위를 설정해야 하는 입법적 혹은 해석학적 과제만이 남겨져 있을 뿐이다. 기본적으로는 중요 정보가 발표된 이후 일정한 시간이 경과하기 전까지는 회사의 내부자가 주식매매를 할 수 없도록 할 필요가 있다. 다만, 중요 정보가 모든 투자자에게 충분히 알려진 이후까지 내부자의 주식매매를 금지하는 것은 이들 내부자의 권리를 과도하게 침해하는 결과를 가져올 것이기 때문에, 예컨대 정보가 시장에 충분히 알려진 일정한 시점 이후부터는 자유로운 거래를 허용하는 정책적 고려가 요구될 것이다.

라. 비교법적 고찰

미공개정보이용행위와 시세조종행위가 불공정거래행위규제의 기본으로 자리잡고 있는 모습은 자본시장을 규제하는 보편적인 입법형식이라고 할 수 있다¹⁰²⁾. 미공개정보이용행위에 대해 가장 오랜 규제의 역사를 갖고 있는 미국의 경우 1934년 당시 증권거래법 제16조에서 주요주주 및 임원에 대하여 소유주식보고의무((a)항), 단기매매차익 반환의무((b)항), 공매도금지((c)항) 등의 규정을 통해 미공개정보이용행위를 규제하였다. 그러나 이를 통해 준내부자나 정보수령자에 등의 미공개정보이용행위를 규제하는데 어려움이 생기자, 1942년 증권거래위원회(SEC)는 1934년 증권거래법 제10조 (b)항을 근거로 Rule 10b-5를 제정하여 미공개정보이용행위에 대한 형사제재의 근거로 삼게 되었다.

SEC Rule 10b-5는 증권의 매수 또는 매도에 관한 시세조종적 또는 사기적 행위를 금지하는 포괄규정이므로 내부자나 내부정보에 대한 개념을 도출하는데 어려움이 있다. 때문에 미국법원은 판례를 통해 이와 같은 일반조항에서 신인관계를 찾아서 내부자거래를 규율하여야 하는 문제점을 해결하려고 하였다. 미국법

102) 미공개정보이용행위에 대한 상세한 입법례로는 이상복, 자본시장법상 내부자거래, 박영사, 2010, 85~89쪽 참조

원이 판례상 발전시켜온 정보평등이론(equal access theory), 신인의무이론(fiduciary duty theory), 정보오용이론(misappropriation theory) 등의 논의가 그러한 역사적 고민의 산물이라고 할 수 있을 것이다. 그러나 우리 자본시장법은 내부자거래에 대한 별도의 명문규정이 세부적으로 규정되어 있기 때문에, 미국 법원이 발전시켜온 여러 역사적 논의들이 우리 법에서 가지는 의의는 일정한 한계를 가질 수밖에 없다.¹⁰³⁾

2. 미공개중요정보 이용행위의 구성요건

가. 행위의 주체로서 내부자(준내부자 포함) 및 정보수령자¹⁰⁴⁾

자본시장법에서는 구 증권거래법상의 내부자 및 준내부자로 열거된 자 외에

103) 이들 이론에 대한 자세한 내용으로는 임재연, 미국 증권법, 박영사, 2009, 418~436쪽.

104) 제174조(미공개중요정보 이용행위 금지) ① 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 자(제1호부터 제5호까지의 어느 하나의 자에 해당하지 아니하게 된 날부터 1년이 경과하지 아니한 자를 포함한다)는 상장법인(6개월 이내에 상장하는 법인을 포함한다)의 업무 등과 관련된 미공개중요정보(투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보로서 대통령령으로 정하는 방법에 따라 불특정 다수인이 알 수 있도록 공개되기 전의 것을 말한다. 이하 이 항에서 같다)를 특정증권등의 매매, 그 밖의 거래에 이용하거나 타인에게 이용하게 하여서는 아니 된다.

1. 그 법인(그 계열회사를 포함한다. 이하 이 호 및 제2호에서 같다) 및 그 법인의 임직원·대리인으로서 그 직무와 관련하여 미공개중요정보를 알게 된 자
2. 그 법인의 주요주주로서 그 권리를 행사하는 과정에서 미공개중요정보를 알게 된 자
3. 그 법인에 대하여 법령에 따른 허가·인가·지도·감독, 그 밖의 권한을 가지는 자로서 그 권한을 행사하는 과정에서 미공개중요정보를 알게 된 자
4. 그 법인과 계약을 체결하고 있거나 체결을 교섭하고 있는 자로서 그 계약을 체결·교섭 또는 이행하는 과정에서 미공개중요정보를 알게 된 자
5. 제2호부터 제4호까지의 어느 하나에 해당하는 자의 대리인(이에 해당하는 자가 법인인 경우에는 그 임직원 및 대리인을 포함한다)·사용인, 그 밖의 종업원(제2호부터 제4호까지의 어느 하나에 해당하는 자가 법인인 경우에는 그 임직원 및 대리인)으로서 그 직무와 관련하여 미공개중요정보를 알게 된 자
6. 제1호부터 제5호까지의 어느 하나에 해당하는 자(제1호부터 제5호까지의 어느 하나의 자에 해당하지 아니하게 된 날부터 1년이 경과하지 아니한 자를 포함한다)로부터 미공개중요정보를 받은 자

추가로 계열회사의 임직원, 주요주주 등과 당해 법인과 계약체결을 교섭중인 자(법인인 경우 그 임직원 및 대리인 포함)도 내부자 및 준내부자로 추가하였다. 이에 따라, 구 증권거래법하에서 내부자 및 준내부자로 처벌하기 어려운 계열회사 임직원의 모회사 정보를 이용하는 행위나 M&A를 교섭 중인 자가 기업인수를 위한 실사를 하면서 취득한 미공개중요정보를 가지고 거래하는 경우도 내부자 및 준내부자로 처벌할 수 있게 되었다.

1) 내부자

자본시장법 제174조 제1항에서는 미공개정보의 이용이 금지되는 내부자의 범위에 계열회사의 임직원을 추가하였다(제1,2호), 여기서 계열회사의 개념은 독점규제및공정거래에관한법률상의 계열회사를 말한다(제25조 제5항 제4호)¹⁰⁵⁾ 다만 이러한 자격에 해당하더라도 “그 직무와 관련하여” 미공개정보를 알게 되어야만 내부자거래에 해당한다. 따라서 “직무와의 관련성”이 중요한 요건이 될 것이다. 또한 구 증권거래법과는 달리 ‘주요주주’의 개념을 새롭게 정의하고 있는데(법제9조 제1항 제2호)¹⁰⁶⁾, 주요주주가 내부자거래 규제대상이 되기 위해서는 “주요주주로서 그 권리를 행사하는 과정에서 미공개중요정보를 알게 된 자”로 제한된다. 이와 관련하여 이전 판례는 주요주주가 본인이 소유하고 있던 주식을 제3자에게 매각하여 경영권이 이전되는 경우에는 주주권을 행사하는 과정으로 보기 어렵다는 이유에서 내부자로 보지 않았다.¹⁰⁷⁾ 자본시장법에서는 주식 등의 대

105) 제25조(사외이사의 선임 및 이사회의 구성) ⑤ 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 자는 제1항에 따른 금융투자업자의 사외이사가 될 수 없으며, 사외이사가 된 후 이에 해당하게 된 경우에는 그 직을 상실한다. 다만, 제2호를 적용함에 있어서 사외이사가 됨으로써 최대주주의 특수관계인에 해당하게 된 자의 경우에는 사외이사가 될 수 있다.

4. 해당 회사 또는 그 계열회사(「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」에 따른 계열회사를 말한다. 이하 같다)의 상근 임직원이거나 최근 2년 이내에 상근 임직원이었다

106) 제9조(그 밖의 용어의 정의) ① 이 법에서 “대주주”란 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 주주를 말한다. <개정 2009.2.3> 2. 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 자(이하 “주요주주”라 한다) 가. 누구의 명의로 하든지 자기의 계산으로 법인의 의결권 있는 발행주식총수의 100분의 10 이상의 주식(그 주식과 관련된 증권예탁증권을 포함한다)을 소유한 자

나. 임원의 임면(任免) 등의 방법으로 법인의 중요한 경영사항에 대하여 사실상의 영향력을 행사하는 주주로서 대통령령으로 정하는 자

량취득·처분에 관한 정보 이용행위를 별개의 항으로 규제하면서 주식 등을 대량취득·처분하는 자를 내부자로 규정함으로써 입법적으로 해결하였다.

2) 준내부자

한편 준내부자의 범위에 당해 법인과 계약체결을 교섭중인 자(그 임직원 포함)를 포함한 것이다(제4, 5호). 그리고 계약을 체결하려고 하였다가 계약조건이 맞지 않아 체결에 이르지 못한 경우에도 계약의 체결·교섭 또는 이행과정에 있는 자에 해당하여 내부자거래의 규제 대상인 준내부자로 간주된다고 한다.¹⁰⁷⁾ 이는 계약체결과정에서 상대방이 제3자에게 정보를 제공하여 제3자가 주식을 매매한 경우 그 제3자는 2차 정보수령자에 해당하여 처벌할 수 없었던 규제공백의 현실을 고려한 것이라고 할 수 있다.

3) 정보수령자

자본시장법 제174조 제1항 제6호는 정보수령자를 단순히 내부자로부터 “미공개중요정보를 받은 자”라고 규정하고 있기 때문에 회사 내부자 또는 준내부자로부터 미공개정보를 전달받은 자는 모두 정보수령자가 된다. 과거에는 정보수령자를 내부자의 규제 범위에 포함시켰지만 그로부터 다시 내부정보를 전달받은 2차 정보수령자도 규제의 대상이 되는지에 관하여 해석상 논란이 있었다. 이에 대해서 대법원은 “내부자로부터 미공개 내부정보를 전달받은 제1차 정보수령자로부터 제1차 정보수령과는 다른 기회에 미공개 내부정보를 다시 전달받은 제2차 정보수령자 이후의 사람이 유가증권의 매매 기타의 거래와 관련하여 당해 정보를 이용하거나 다른 사람에게 이용하게 하는 경우”는 규제대상에 포함시키지 않을 뿐만 아니라, 이러한 경우에는 제2차 정보수령자를 제1차 정보수령자의 증권거래법 제188조의2 제1항 위반죄의 공동정범으로 처벌할 수 있는지 여부에 대

107) 대법원 2003.11.14 선고 2003도686 판결

108) 노태약, 최근 판례에 나타난 내부자거래 규제의 법리 ‘자본시장과 금융투자업에 관한 법률’의 제정에 덧붙여, BFL 제25호, 2007, 27쪽.

해서도 부정하고 있었다.¹⁰⁹⁾

위의 판례에 대해서는 판례¹¹⁰⁾가 대항적 범죄에 대하여는 따로 처벌규정이 없는 이상 공범이나 방조범에 관한 형법총칙 규정을 적용하지 않았기 때문에, 제1차 정보수령자를 마치 편면적 대항범처럼 해석한 것으로서 법문이 명확히 규정하지 않은 상태에서 2차, 3차 정보수령자로 처벌범위를 무한히 확대하는 것은 죄형법정주의에 위배될 수 있다는 우려가 기저에 있다고 평가하기도 한다.¹¹¹⁾ 한편 또 다른 대법원 판결에서 ‘1차 정보수령자’가 1차로 정보를 받은 단계에서 그 정보를 거래에 막바로 이용하는 행위에 ‘2차 정보수령자’가 공동 가담한 경우, ‘2차 정보수령자’를 구 증권거래법 제188조의2 제1항 위반죄의 공범으로 처벌할 수 있다는 최근 판결이 있다.¹¹²⁾

109) 대법원 2002. 1.25. 선고 2000도90판결. [1] 증권거래법 제188조의2 제1항은 내부자로부터 미공개 내부정보를 전달받은 제1차 정보수령자가 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 그 정보를 이용하거나 다른 사람으로 하여금 이를 이용하게 하는 행위만을 금지하고 있을 뿐 제1차 정보수령자로부터 미공개 내부정보를 전달받은 제2차 정보수령자 이후의 사람이 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 당해 정보를 이용하거나 다른 사람으로 하여금 이를 이용하게 하는 행위를 금지하지는 아니하므로 결국 증권거래법 제188조의2 제1항, 제207조의2 제1호는 내부자로부터 미공개 내부정보를 전달받은 제1차 정보수령자가 유가증권의 매매 기타의 거래에 관련하여 당해 정보를 이용하거나 다른 사람에게 이를 이용하게 하는 행위만을 처벌할 뿐이고, 제1차 정보수령자로부터 제1차 정보수령자는 다른 기회에 미공개 내부정보를 다시 전달받은 제2차 정보수령자 이후의 사람이 유가증권의 매매 기타의 거래와 관련하여 전달받은 당해 정보를 이용하거나 다른 사람에게 이용하게 하는 행위는 그 규정조항에 의하여는 처벌되지 않는 취지라고 판단된다. [2] 증권거래법 제188조의2 제1항의 금지행위 중의 하나인 내부자로부터 미공개 내부정보를 수령한 제1차 정보수령자가 다른 사람에게 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 당해 정보를 이용하게 하는 행위에 있어서는 제1차 정보수령자로부터 당해 정보를 전달받은 제2차 정보수령자의 존재가 반드시 필요하고, 제2차 정보수령자가 제1차 정보수령자와의 의사 합치하에 그로부터 미공개 내부정보를 전달받아 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 당해 정보를 이용하는 행위가 당연히 예상되는바, 그와 같이 제1차 정보수령자가 미공개 내부정보를 다른 사람에게 이용하게 하는 증권거래법 제188조의2 제1항 위반죄가 성립하는데 당연히 예상될 뿐만 아니라, 그 범죄의 성립에 있어서는 아니되는 제2차 정보수령자의 그와 같은 관여행위에 관하여 이를 처벌하는 규정이 없는 이상 그 입법취지에 비추어 제2차 정보수령자가 제1차 정보수령자로부터 제1차 정보수령 후에 미공개 내부정보를 전달받아 이용한 행위가 일반적인 형법 총칙상의 공모, 교사, 방조에 해당한다고 하더라도 제2차 정보수령자를 제1차 정보수령자의 공범으로서 처벌할 수는 없다.

110) 대법원 2001. 12.28 선고 2001도5158판결, 대법원 2002. 7.22 선고 2002도1696판결 등

111) 김용재, 자본시장법(上), 고려대학교 출판부, 2011, 616쪽.

112) 대법원 2009. 12.10 선고 2008도6953판결. [1] 구 증권거래법(2008. 2. 29. 법률 제8863호로 개

이와 같은 판례의 입장을 종합해본다면, 1차 수령자로부터 미공개중요정보를 전달받은 2차수령자가 특정증권 등의 매매 기타의 거래와 관련하여 전달받은 해당 정보를 직접 이용하는 경우에는 1차 수령자는 처벌되지만, 만약 2차 수령자가 그 정보를 직접 이용하지 않고 다시 다른 사람에게 전달하여 이용하게 하는 경우에는 1차 수령자는 처벌되지 않을 수 있을 것이다.

나. 규제대상 증권외의 범위(제172조 제1항 제1호 내지 제4호)¹¹³⁾

정되기 전의 것 제188조의2 제1항, 제207조의2 제1항 제1호는 내부자로부터 미공개 내부정보를 전달받은 1차 정보수령자가 유가증권의 매매 기타의 거래와 관련하여 당해 정보를 이용하거나 다른 사람에게 이를 이용하게 하는 행위만을 처벌할 뿐이고, 1차 정보수령자로부터 1차 정보수령과는 다른 기회에 미공개 내부정보를 다시 전달받은 2차 정보수령자 이후의 사람이 유가증권의 매매 기타의 거래와 관련하여 전달받은 당해 정보를 이용하거나 다른 사람에게 이용하게 하는 행위는 그 규정조항에 의해서는 처벌되지 않는 취지라고 할 것이다. 또한, 같은 법 제188조의2 제1항의 금지행위 중의 하나인 내부자로부터 미공개 내부정보를 수령한 1차 정보수령자가 다른 사람에게 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 당해 정보를 이용하게 하는 행위에 있어서는, 2차 정보수령자가 1차 정보수령자로부터 1차 정보수령 후에 미공개 내부정보를 전달받은 후에 이용한 행위가 일반적인 형법 총칙상의 공모, 교사, 방조에 해당된다고 하더라도 2차 정보수령자를 1차 정보수령자의 공범으로서 처벌할 수는 없다고 할 것이지만, 다른 한편, 같은 법 제188조의2 제1항의 다른 금지행위인 1차 정보수령자가 1차로 정보를 받은 단계에서 그 정보를 거래에 곧바로 이용하는 행위에 2차 정보수령자가 공동 가담하였다면 그 2차 정보수령자를 1차 정보수령자의 공범으로 처벌할 수 있다. [2] 미공개 내부정보의 1차 정보수령자가 그 내부정보를 피고인에게 전달하자 피고인이 그 정보를 이용하여 특정 회사의 주식을 매매한 후 그 수익을 분배하자고 제안하였고 1차 정보수령자가 이를 승낙하여 범행을 공모한 후 그에 따라 주식을 매매한 사안에서, 비록 1차 정보수령자가 주식거래를 직접 실행한 바 없다 하더라도 공범인 피고인의 주식거래행위를 이용하여 자신의 범행의사를 실행에 옮긴 것으로 보아야 할 것이고 여기에 주식 매수자금 대부분을 자신이 제공한 점, 주식매매를 통해 얻은 매매차익의 60% 정도가 자신에게 귀속된 점 등의 사정까지 종합해 보면, 피고인과 1차 정보수령자의 위 주식거래는 1차 정보수령자가 1차로 정보를 받은 단계에서 그 정보를 거래에 곧바로 이용한 행위에 해당하고, 피고인은 1차 정보수령자의 위와 같은 행위에 공동 가담한 것으로 보아야 한다고 한 사례.

- 113) 제172조(내부자의 단기매매차익 반환) ① 주권상장법인의 임원(「상법」 제401조의2제1항 각 호의 자를 포함한다. 이하 이 장에서 같다), 직원(직무상 제174조제1항의 미공개중요정보를 알 수 있는 자로서 대통령령으로 정하는 자에 한한다. 이하 이 조에서 같다) 또는 주요주주가 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 금융투자상품(이하 “특정증권등”이라 한다)을 매수(권리 행사의 상대방이 되는 경우로서 매수자의 지위를 가지게 되는 특정증권등의 매도를 포함한다. 이하 이 조에서 같다)한 후 6개월 이내에 매도(권리를 행사할 수 있는 경우로서 매도자의 지위를 가지게 되는 특정증권등의 매수를 포함한다. 이하 이 조에서 같다)하거나 특정증권등을 매도한 후 6개월 이내

구 증권거래법에서는 내부자거래 금지대상이 되는 증권을 당해 법인이 발행한 증권(주식, 신주인수권부사채, 전회사채 등 주식관련증권과 사채 등)으로 한정하였으나 현행 자본시장법에서는 내부자거래가 금지되는 대상 증권의 범위를 대폭 확대하여 당해 법인과 관련한 증권을 기초자산으로 하는 신종증권 등을 포함하여 ‘특정증권 등’으로 규정함으로써 규제대상에 포함시키고 있다. 구체적인 규제대상증권은 단기매매차익 반환대상증권과 동일하다. 이에 따라 종래 규제대상이 제외되었던 국내기업이 외국에서 발행한 DR(주식예탁증서)과 ELW(주식연계워런트), ELS(주식연계증권) 등과 같은 파생결합증권은 물론, 당해 법인의 주식에 대한 콜옵션이나 풋옵션의 매매도 규제대상에 포섭되게 된다. 그러나 구 증권거래법에서 일반사채를 규제대상에 포함시킨 것과 달리 자본시장법에서는 일반사채를 제외하고 있는데, 일반사채를 이용한 내부자거래가 불가능한 것은 아니라는 점에서 규제의 흠결이 우려되기도 한다.¹¹⁴⁾

다. 규제대상 행위

구 증권거래법 제188조의2에서 금지하였던 행위는 내부자가 당해 법인이 발행한 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 내부정보를 이용하거나 다른 사람으로 하여금 이를 이용하게 하는 것이었는데(정보의 이용행위와 정보제공행위), 이와 같은 사정은 자본시장법상의 규정도 동일하다. 정보의 이용행위란 내부정보를 이용하여 직접 주식 등을 거래하는 행위 뿐 아니라 내부자가 경제적 이득을 얻기 위한 모든 행위를 포함한다. 이러한 요건을 구체화하면 다음과 같다.

에 매수하여 이익을 얻은 경우에는 그 법인은 그 임직원 또는 주요주주에게 그 이익(이하 “단기매매차익”이라 한다)을 그 법인에게 반환할 것을 청구할 수 있다. 이 경우 이익의 산정기준·반환절차 등에 관하여 필요한 사항은 대통령령으로 정한다.

1. 그 법인이 발행한 증권(대통령령으로 정하는 증권을 제외한다)
2. 제1호의 증권과 관련된 증권예탁증권
3. 그 법인 외의 자가 발행한 것으로서 제1호 또는 제2호의 증권과 교환을 청구할 수 있는 교환사채권
4. 제1호부터 제3호까지의 증권만을 기초자산으로 하는 금융투자상품

114) 안수현, 자본시장법 시행 이후 불공정거래 규제 변화와 과제, BFL 제40호, 2010.3, 73쪽.

1) 미공개 중요정보

내부자거래의 규제대상이 되는 정보에 해당하기 위해서는 중요성과 미공개성이라는 두 가지 요건이 필요하다. 중요성의 요건은 정보의 객관적 내용에 관한 문제이고, 미공개성 요건은 정보의 시간적 범위에 관한 문제이다.¹¹⁵⁾

(1) 정보의 미공개성

미공개정보는 불특정 다수인이 알 수 있도록 공개되지 아니한 정보를 말하는데, 그 공개방법을 대통령령으로 정하고 있다.¹¹⁶⁾ 이는 내부정보가 시장에 흡수

115) 최재경, 증권거래법상 내부자거래의 형사처벌 관련문제, 법무연수(법무연수원), 2000, 56쪽

116) 제201조(정보의 공개 등) ① 법 제174조제1항 각 호 외의 부분에서 “대통령령으로 정하는 방법”이란 해당 법인(해당 법인으로부터 공개권한을 위임받은 자를 포함한다) 또는 그 법인의 자회사(「상법」 제342조의2제1항에 따른 자회사를 말하며, 그 자회사로부터 공개권한을 위임받은 자를 포함한다)가 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 방법으로 정보를 공개하고 해당 호에서 정한 기간이나 시간이 지나는 것을 말한다. <개정 2009.7.1, 2010.1.27>

1. 법령에 따라 금융위원회 또는 거래소에 신고되거나 보고된 서류에 기재되어 있는 정보: 그 내용이 기재되어 있는 서류가 금융위원회 또는 거래소가 정하는 바에 따라 비치된 날부터 1일
2. 금융위원회 또는 거래소가 설치·운영하는 전자전달매체를 통하여 그 내용이 공개된 정보: 공개된 때부터 3시간
3. 「신문 등의 진흥에 관한 법률」에 따른 일반일간신문 또는 경제분야의 특수일간신문 중 전국을 보급지역으로 하는 둘 이상의 신문에 그 내용이 게재된 정보: 게재된 날의 다음 날 0시부터 6시간. 다만, 해당 법률에 따른 전자간행물의 형태로 게재된 경우에는 게재된 때부터 6시간으로 한다.
4. 「방송법」에 따른 방송 중 전국에서 시청할 수 있는 지상파방송을 통하여 그 내용이 방송된 정보: 방송된 때부터 6시간
5. 「뉴스통신진흥에 관한 법률」에 따른 연합뉴스사를 통하여 그 내용이 제공된 정보: 제공된 때부터 6시간

② 법 제174조제2항 각 호 외의 부분에서 “대통령령으로 정하는 방법”이란 공개매수자(그로부터 공개권한을 위임받은 자를 포함한다)가 제1항 각 호의 어느 하나에 해당하는 방법으로 정보를 공개하고 해당 호에서 정한 기간 또는 시간이 지나는 것을 말한다.

③ 법 제174조제3항 각 호 외의 부분에서 “대통령령으로 정하는 취득·처분”이란 다음 각 호의 요건을 모두 충족하는 취득·처분을 말한다.

1. 제154조제1항의 목적으로 할 것(취득의 경우만 해당한다)
2. 금융위원회가 정하여 고시하는 비율 이상의 대량취득·처분일 것
3. 그 취득·처분이 법 제147조제1항에 따른 보고대상에 해당할 것

되어 일반투자자가 이용할 수 있을 만큼 충분히 알려지기 전에 정보를 이용할 소지를 제거하기 위해 당해 회사가 시행령이 정하는 방법에 따라 공개한 후 일정한 주지기간이 경과한 경우에만 공개된 정보로 규정한 것이다.

한편 공개주체는 당해 법인과 그 법인으로부터 공개권한을 위임받은 자, 그 법인의 자회사와 그 자회사로부터 공개권한을 위임받은 자를 포함한다. 법원은 “회사가 추정결산결과를 공개한 사실이 없는 이상 비록 일간신문 등에 그 추정결산결과와 유사한 내용으로 추측 보도된 사실이 있다 하더라도 그러한 사실만으로는 그 회사의 추정결산실적이 일반인에게 공개된 정보라거나 또는 그로 인하여 그 회사가 직접 집계하여 추정한 결산 수치가 중요한 정보로서의 가치를 상실한다고 할 수 없다”고 판시한 바 있다.¹¹⁷⁾

또한 정보의 미공개로 인한 정보의 비대칭은 당해 매매거래의 상대방과의 비대칭을 의미하는 것이므로 거래 상대방이 이미 중요정보를 들어 알고 있는 경우에는 그 정보를 미공개정보라고 할 수는 없을 것이다.¹¹⁸⁾

(2) 정보의 중요성

구 증권거래법에서는 내부자거래의 대상이 되는 중요정보를 동법 제 186조 제 1항 각 호의 1에 해당하는 사실(수시공시사항) 등에 관한 정보 중 “투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 것”이라고 하여 일단 열거된 정보에 해당되어야 하고 거기에 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있어야 한다고 규정하고 있었다. 구 증권거래법 제188조의2 제2항에서 “중요한 정보”의 기준을 구체적으로 규정하였던 이유는 내부자거래 금지규정을 위반할 경우 형벌이 부과

④ 법 제174조제3항 각 호 외의 부분에서 “대통령령으로 정하는 방법”이란 대량취득·처분을 할 자(그로부터 공개권한을 위임받은 자를 포함한다)가 제1항 각 호의 어느 하나에 해당하는 방법으로 정보를 공개하고 해당 호에서 정한 기간 또는 시간이 지나는 것을 말한다.

117) 대법원 1995. 6.29선고 95도467판결

118) 대법원 2006.5.11.선고 2003도4320 판결피고인 甲이 B은행으로부터 해외전환사채 300만 달러 상당을 매수할 당시에 B은행 측에서도 피고인 乙로부터 A실업이 금괴발굴사업을 추진하고 있다는 정보를 전해 들어 알고 있었고, 피고인 甲이 해외전환사채를 주식으로 전환한 뒤 금괴발굴사업이 공시되기 이전에 일반인들에게 주식을 매각한 부분은 공개되지 아니한 중요한 정보를 이용한 것으로 볼 수 없다는 사례

되므로 죄형법정주의를 고려했기 때문이라고 한다.¹¹⁹⁾

반면, 판례는 “증권거래법 제188조의2 제2항 “소정의 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보”라 함은, 구 증권거래법 제186조 제1항 제1호 내지 제11호에 유형이 개별적으로 예시되고 제12호에 포괄적으로 규정되어 있는 “법인경영에 관하여 중대한 영향을 미칠 사실”들 가운데, 합리적인 투자자라면 그 정보의 중대성과 사실이 발생할 개연성을 비교 평가하여 판단할 경우 유가증권의 거래에 관한 의사를 결정함에 있어서 중요한 가치를 지닌다고 생각하는 정보를 가리키는 것이라고 해석함이 상당하고, 그 정보가 반드시 객관적으로 명확하고 확실할 것까지 필요로 하지는 아니한다”고 하여, 규제대상 내부정보를 수시 공시사항에 한정하지 않고 폭넓게 인정하고 있었고¹²⁰⁾, 이에 대해서는 법원이 중요성의 판단기준으로서 명확성의 원칙을 배제한 것이라는 견해가 있었다.¹²¹⁾

한편 또 다른 판례¹²²⁾에서는 “위 제2항에서 ‘일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보’를 정의함에 있어 ‘제186조 제1항 각 호의 1에 해당하는 사실 등에 관한 정보 중’이란 표현을 사용하고 있다고 하더라도 같은 법 제186조 제1항 및 제2항 등 관계 규정에 비추어 볼 때 이는 위 제186조 제1항 제1호 내지 제13호 소정의 사실들만을 미공개정보 이용행위금지의 대상이 되는 중요한 정보에 해당

119) 김용재, 자본시장법(上), 고려대학교 출판부, 2011, 621쪽

120) 대법원1994.4.26 선고 93도695 판결

121) 김정수, 현대 증권법 원론, 박영사, 2002, 59쪽, 같은 견해로는 강대섭, 증권거래법 판례의 변화와 전망 -자본시장법의 제정과 관련하여, 상사판례연구 제23권 2010, 380쪽

122) 대법원 2000. 11.24. 선고 2000도287판결. [1] 증권거래법 제188조의2 제1항은 일정한 자가 법인의 유가증권 거래와 관련하여 일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보를 이용하거나 다른 사람으로 하여금 이용하게 하는 것을 금지하고 있고, 제2항은 ‘일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보’라 함은 제186조 제1항 각 호의 1에 해당하는 사실 등에 관한 정보 중 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 것으로서 당해 법인이 재정경제부령이 정하는 바에 따라 다수인으로 하여금 알 수 있도록 공개하기 전의 것을 말하는 것이라고 규정하고 있는바, 위 제2항에서 ‘일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보’를 정의함에 있어 ‘제186조 제1항 각 호의 1에 해당하는 사실 등에 관한 정보 중’이란 표현을 사용하고 있다고 하더라도 같은 법 제186조 제1항 및 제2항 등 관계 규정에 비추어 볼 때 이는 위 제186조 제1항 제1호 내지 제13호 소정의 사실들만을 미공개정보 이용행위금지의 대상이 되는 중요한 정보에 해당하는 것으로 제한하고자 하는 취지에서가 아니라, 중요한 정보인지의 여부를 판단하는 기준인 ‘투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보’를 예시하기 위한 목적에서라고 보아야 한다.

하는 것으로 제한하고자 하는 취지에서가 아니라, 중요한 정보인지의 여부를 판단하는 기준인 ‘투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보’를 예시하기 위한 목적에서라고 보아야 한다”고 하여 중요한 정보인지 여부를 판단하는 기준인 “투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보”를 예시하기 위한 목적으로 보아야 한다고 하였다.¹²³⁾

자본시장법은 이러한 판례의 입장을 명문으로 규정하여 중요정보의 정의(제174조 제1항 괄호)에서 수시공시사항과 연계성을 삭제하고 중요정보를 별도로 정의하여 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보를 모두 포함하는 것으로 하였다. 즉, 미공개 중요정보라 함은 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보로서 대통령령으로 정하는 방법에 따라 불특정 다수인이 알 수 있도록 공개되기 전의 것을 말한다.

이처럼 자본시장법상 중요정보의 정의가 포괄적으로 규정됨에 따라 형사처벌 규정의 적용 측면에서 보다 명확한 기준이 제시되어야 할 것이며 그 확대해석은 신중을 기해야 할 필요성이 있을 것이다.¹²⁴⁾

한편 자본시장법은 중요정보의 정의에 대해서는 규정하면서 중요정보의 생성 시기에 대해서는 언급이 없어 정보가 언제 생성되었는지 판단하는 실무상 어려운 점이 있다. 구법상의 판례이긴 하지만, 이에 대해서 대법원은 정보의 중대성과 사실이 발생할 개연성을 비교 평가하여 중요한 가치를 지닌다고 생각되면 족하고 반드시 객관적으로 명확하고 확실할 것까지 필요로 하지는 않는다고 판시한 바 있다.¹²⁵⁾

123) 김용재, 자본시장법(上), 고려대학교 출판부, 2011, 619쪽

124) 김용재, 자본시장법(上), 고려대학교 출판부, 2011, 619쪽

125) 대법원 1994.4.26. 선고 93도695 판결. 나. 증권거래법 제188조의2 제2항이 재무부령에 위임하고 있는 사항은 당해 법인이 다수인으로 하여금 알 수 있도록 일반인에게 정보를 공개하는 방법과 그 방법에 따라 그 정보가 공개된 것으로 보게 되는 시점에 관한 것일 뿐으로 해석되므로, 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보가 어떤 방법으로든지 일반인에게 전혀 공개되지 아니하였다면, 그 정보가 공개되기 전에 그 정보를 이용하여 이루어진 내부자거래는 위 법조항의 위임에 의한 재무부령의 규정내용과는 관계없이 같은 법 제188조의2 제1항의 규정에 위반되는 것이고, 따라서 그 거래행위가 같은 법 제188조의2 제2항의 위임에 따라 재무부령이 제정된 1992.4.28. 이전에 이루어진 것이라고 하더라도 같은 법 제188조의2 제1항의 규정에 위반한 행위로 보아야 한다.

2) 직무관련성

내부자가 정보를 알게 된 것이 자신의 직무와 관련성이 있어야 한다. 자본시장법은 직무나 권한, 계약관계에 따라 정보지득경위를 구분하여, 임·직원 대리인은 그 직무와 관련하여, 주요주주는 그 권리를 행사하는 과정에서, 법령상의 권한을 가진 자는 그 권한을 행사하는 과정에서, 계약을 체결하고 있거나 체결을 교섭하고 있는 자는 그 계약을 체결·교섭 또는 이행하는 과정에서 그 직무와 관련하여 미공개중요정보를 알게 될 것을 요구하고 있다. 구 증권거래법에서는 내부자와 준내부자 등을 구분하지 않고 직무관련성을 요건으로 하였으나, 현행 자본시장법에서는 당해 법인의 임직원과 주요주주 등은 정보를 취득하는 과정이 상이한 점을 반영하여 정보취득 경위를 각 행위자별로 구분하여 이와 같이 구체적으로 명시하고 있는 것이다.

물론 구 증권거래법상 내부자 거래에서도 그 정보는 업무 등과 관련하여 알아야 한다.¹²⁶⁾ ‘업무 등과 관련하여’의 의미는 정보자체의 업무관련성으로 이해할 수도 있으나, 내부정보 자체가 업무관련성을 갖는 것은 당연하므로 이는 내부자가 내부정보를 알게 된 경위에 관한 것으로 이해되었다.¹²⁷⁾ 즉 내부자라도 직무와 무관하게 우연히 또는 도청(盜聽)과 같은 위법한 방법으로 내부 정보를 알게 된 경우에는 직무관련성이 부정되어 내부자거래가 성립하지 않는다.¹²⁸⁾ 그러나 적어도 미공개정보이용을 금지하는 취지가 중요정보에 접근할 수 있는 자의 당해 정보이용에 의한 시장의 신뢰가 훼손되는 것을 막기 위한 것이라는 점을 고려한다면, 직무관련성의 요건을 정보에 접근할 수 있는 우월한 지위로 보아도 될 것이다. 직무관련성요건을 지나치게 좁게 보는 것은 규제의 공백을 만들 뿐이다.¹²⁹⁾

126) 증권거래법 제188조의 2 제1항

127) 노태악, 최근 판례에 나타난 내부자거래 규제의 법리 ‘자본시장과 금융투자업에 관한 법률’의 제정에 덧붙여, BFL 제25호, 2007, 27쪽

128) 김용재, 자본시장법(上), 고려대학교 출판부, 2011, 624쪽

129) 같은 견해로는 안수현, 자본시장법 시행 이후 불공정거래 규제 변화와 과제, BFL 제40호, 2010.3, 72쪽

3) 금지행위

자본시장법상 금지되는 행위는 미공개 중요정보를 특정증권 등의 매매 그 밖의 거래에 이용하거나 다른 사람에게 이용하게 하는 행위이다(제174조 제1항) 먼저 매매, 그 밖의 거래란 유상거래만을 의미하며 유상거래이면 매매에 한정하지 않고, 주식대차거래 담보설정 등과 같이 소유권의 이전이 없는 행위도 포함된다. 매매거래 자체가 금지되는 것이 아니라 정보의 이용이 금지되는 것이기 때문에, 정보이용행위는 단순한 정보 이용행위를 의미하는 것이 아니라 매매, 그 밖의 거래에 지득한 정보를 이용하는 행위에 한정된다.¹³⁰⁾ 일단 정보를 취득한 상태에서 거래행위가 이었다면 적극적이든 소극적이든 그 정보를 이용하여 거래하였다고 볼 수 있다¹³¹⁾

한편 자본시장법은 내부자가 직접 정보를 이용하는 경우 뿐 아니라 타인에게 이용하게 하는 행위 또한 금지하고 있다. 타인에게 이용하게 하는 행위에 해당하려면 정보제공행위와 정보수령자의 정보이용행위간에 인과관계(因果關係)가 존재하여야 한다. 따라서 정보수령자가 이미 그 정보를 다른 경위로 알고 있는 경우에는 '다른 사람으로 하여금 이를 이용하는 행위'에 해당하는 것으로 보기 어려울 것이다.

라. 미공개중요정보 이용행위 제재 유형

1) 민사책임(제175조)

미공개정보이용자는 해당 특정증권의 매매 기타 거래 등을 한 자가 그 매매 기타 거래와 관련하여 입은 손해를 배상하여야 하며(제175조 제1항), 배상청구는 위반사실을 안 날부터 1년, 그 행위가 있었던 날부터 3년 내에 청구하여야 한다(동조 제2항). 또한 내부자거래금지규정 위반행위에 대해서는 증권집단소송법이 적용될 수 있을 것이다.

130) 서울중앙지법 2007. 2. 9. 선고 2006고합332 판결

131) 서울중앙지법 2007. 7. 20. 선고 2007고합159 판결

2) 행정책임

내부자거래를 한 자가 증권관계기관 또는 그 임직원인 경우에는 형사제재와는 별도로 임원 해임권고 등 행정제재의 대상이 된다.

3) 형사책임(제443조)

10년 이하의 징역 또는 5억원 이하의 벌금에 처한다. 다만, 그 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 3배에 해당하는 금액이 5억원을 초과하는 경우에는 그 이익 또는 회피한 손실액의 3배에 상당하는 금액 이하의 벌금에 처한다. (제443조 제1항). 내부자거래로 얻은 이익 또는 회피한 손실액이 5억원 이상인 경우에는 제1항의 징역을 다음 각 호의 구분에 따라 가중한다.

1. 이익 또는 회피한 손실액이 50억원 이상인 경우에는 무기 또는 5년 이상의 징역에 처한다.
2. 이익 또는 회피한 손실액이 5억원 이상 50억원 미만인 경우에는 3년 이상의 유기징역에 처한다.

제1항 또는 제2항에 따라 징역에 처하는 경우에는 10년 이하의 자격정지를 병과할 수 있다(제3항).

3. 공개매수에 대한 미공개정보 이용행위 금지(제174조 제2항)

가. 규정의 취지

공개매수의 실시나 중지 여부에 관한 정보는 공개매수 대상회사의 내부에서 생성되기도 하지만 회사 외부에서 계획이 수립되어지고 실행되어지는 것이 일반적이다. 이에 따라 일반적으로 공개매수 정보는 회사의 업무 등과 관련된 내부정보가 아닌 시장정보에 해당되고, 또한 공개매수자는 회사의 내부자로 보기 어려워 전통적인 내부자규제가 적용되지 않는다. 그러나 공개매수가 주가와 투자자의 투자판단에 미치는 영향은 매우 중대하여 공개매수 정보를 이용한 매매거래를

허용할 경우 어느 일방의 부당한 희생이 발생할 수 밖에 없다. 따라서 공개매수의 경우도 내부자와 동일한 수준의 규제를 가할 필요가 있으며, 이를 우리 법제에서 수용하고 있다. 구 증권거래법과는 달리 자본시장법에서는 공개매수에 대한 미공개정보이용행위금지조항을 별도조항으로 독립시켜서 상세하게 규정하고 있다.¹³²⁾

나. 규제대상자

자본시장법에서는 공개매수 대상증권과 관련된 “특정증권 등”을 규제 대상으로 함에 따라 타인이 발행한 증권이나 파생상품도 규제 범위에 포함되었다. 그러나 동시에 자본시장법에서는 공개매수자 본인이 공개매수 이전에 사전 매입하는 행위는 그 필요성을 감안하여 규제대상에서 제외하고 있다(제174조 제2항 제1호). 따라서 현행법에서 일반 미공개중요정보 이용의 규제대상자가 확대된 것과 마찬가지로 공개매수에 관한 미공개정보 이용행위의 규제대상자의 범위도 확대되었다.

다. 제재 방식

공개매수와 관련한 미공개정보이용금지에 대한 민사책임, 행정책임 및 형사책임에 관하여서는 미공개중요정보 이용금지 위반에서와 동일하게 적용된다.

4. 주식의 대량취득 및 처분에 관한 정보 이용금지(제174조 제3항)

가. 규제의 필요성 및 특징

구 증권거래법상에는 대량취득·처분에 관한 미공개정보를 이용하는 행위를 규제하는 규정이 없었다. 따라서 그동안 판례는 상장법인의 주요주주로부터 주

132) 1992년 증권거래법 개정에서는 공개매수정보를 이용한 내부자거래도 규제대상에 포함된 적이 있다.

식을 매입하는 자가 주식의 대량취득 및 처분에 관한 정보를 이용하여 매매, 그 밖의 거래에 이용한 경우 동 정보가 회사의 업무 등과 관련된 정보에 해당되기 어렵고 내부자로부터 정보를 수령한 자에도 해당하기 어렵다는 이유로 전통적인 내부자규제를 적용하기 어렵다고 판시해왔다.¹³³⁾ 이에 따라 주요주주 등으로부터 주식을 대량 취득하면서 동 정보를 이용하여 사전에 주식을 매매하는 행위를 규제하지 못하는 규제공백이 발생하고 있었다. 그러나 주식 등의 대량취득·처분은 주가에 영향을 미치는 거래이기 때문에 그 정보를 이용한 내부자거래가 행해질 가능성이 크다.

특히 주식의 대량취득·처분 정보는 주가와 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미치는 정보로서 이를 허용할 경우 주식 등을 대량취득·처분하는 자와 동 정보를 알지 못하고 매매하는 일반투자자 사이에는 정보의 비대칭이 존재하게 되어 부당한 손해가 발생할 수 있다.¹³⁴⁾ 그럼에도 불구하고 이와 같은 정보는 대상회사의 외부에서 생겨난 외부정보이기 때문에 대량취득·처분을 하는 자의 내부자거래 대상회사증권을 거래하는 경우 내부자거래가 성립하지 않는다.

이에 따라, 자본시장법은 주식의 대량취득 및 처분에 관한 정보 이용금지 규

133) 대법원 2003.11. 14 선고 2003도686 판결 (이른바 회승강업 판결) 등 참조 “기록에 의하면, 피고인 1과 이 사건 주식 290만 주에 대한 매매 및 회사인수계약을 체결한 계약의 상대방은 회승강업 주식의 40%를 보유하고 있던 주식회사 회승알엔에이(R&A)(이하 ‘회승’이라 한다)인 사실을 알 수 있고, 회승강업과 회승이 실질상 동일한 회사라거나 회승의 대표이사인 현승훈이 회승강업을 대리하여 계약을 체결하였다고 볼 아무런 자료도 기록상 발견할 수 없으며, 법 제188조의 2 소정의 미공개정보 이용행위의 금지 대상이 되는 “당해 정보를 받은 자(소위 정보수령자)”란 같은 조 제1항 각 호에 해당하는 자로부터 이들이 직무와 관련하여 알게 된 당해 정보를 전달받은 자를 말한다 할 것인바, 기록에 의하면 피고인 1이 법 제188조의 2 제1항 각 호에 해당하는 자로서 회승강업의 주요주주인 회승으로부터 전달받았다는 이 사건 공소사실 기재 당해 정보인 “회승이 위 피고인에게 회승강업 주식 290만 주를 양도하여 회승강업의 경영권을 양도한다.”는 정보는 회승이 그 소유의 주식을 위 피고인에게 처분함으로써 스스로 생산한 정보이지 직무와 관련하여 알게 된 정보가 아니고, 위 피고인은 당해 정보를 회승으로부터 전달받은 자가 아니라 회승과 이 사건 주식 양수계약을 체결한 계약 당사자로서 회승과 공동으로 당해 정보를 생산한 자에 해당한다 할 것이므로, 원심이 위 피고인이 법 제188조의 2 제1항 제4호의 “당해 법인과 계약을 체결하고 있는 자” 또는 법 제188조의 2 제1항 소정의 “당해 정보를 받은 자”에 해당하지 아니한다고 판단한 것은 정당한 것으로 수긍이 가고, 거기에 증권거래법상의 내부자거래에 관한 법리를 오해한 위법이 있다고 할 수 없다.”

134) 이상복, 자본시장법상 내부자거래, 박영사, 2010, 189쪽

정을 새로 도입하여 위의 문제점들을 입법적으로 해결하였다. 즉 기업의 지배권 변동에 초래할 수 있는 주식의 대량취득·처분의 정보를 이용하는 경우 공개매수에 준한다고 보아 규제대상에 포함시키고 있는 것이다(제174조 제3항 본문). 여기서 주식 등의 대량 취득·처분이라 함은 경영권에 영향을 줄 가능성이 있는 대량취득·처분으로서 대통령령으로 정하는 취득·처분을 말한다(제174조 제3항).

나. 제재 유형

대량취득·처분과 관련한 미공개정보이용금지에 대한 형사책임, 민사책임 및 행정책임에 관하여서는 미공개중요정보 이용금지의 경우와 동일하게 적용된다.

제4절 시세조종

1. 시세조종 행위의 의의

가. 시세조종행위의 개념

시세조종행위를 규제하는 것에 대해서는 일부 반론도 있으나,¹³⁵⁾ 시세조종을 규제해야 한다는 점에서 오늘날 이견은 거의 없는 듯하다. 보다 본질적인 문제는 시세조종의 행위태양이 다양하고 복잡해서 가별적인 시세조종행위를 개념화하는 일일 것이다. 주지하다시피 시세조종(manipulation) 행위는 그 양태가 다양하고 기술적·전문적인 요소가 많아 그러한 행위형태를 포섭할 수 있는 정확한 개념을 서술하는데 어려움이 있다. 시세조종행위는 통상 '주가조작 행위' 혹은 '작전'으로 불리면서, 수요·공급에 의하여 형성되어야 할 증권 시세를 인위적으로 조작하여 타인으로 하여금 그 시세를 공정한 것으로 잘못 알게 함으로써 부

135) 예컨대, Daniel R. Fischel·David J. Ross, *Should the Law Prohibit 'Manipulation' in Financial Market?*(1991) 105 Harvard Law Review 503

당한 이익을 추구하는 행위라고 할 수 있다.¹³⁶⁾ 구 선물거래법은 각국의 증권 관련법과 마찬가지로 구체적인 개념 정의는 하지 않고 특정한 행위 유형을 시세 조종행위로 열거하는 형식을 취하였으며, 현행 자본시장법도 마찬가지로 규정하고 있다. 이렇듯 시세조종행위 규제는 증권가격을 조작하기 위하여 이용되는 모든 범위의 기묘한 술책을 금지하는 것이며¹³⁷⁾, 시장의 힘에 인위적이고 부당한 간섭을 가하는 것¹³⁸⁾에 대한 규제라고 할 수 있을 것이다.

나. 시세조종 행위의 법적 의의

일반적으로 시세조종의 동기는 자신이 보유하거나 매집하고 있는 증권의 가격을 인위적으로 상승시킨 후 그 사정을 알지 못하는 선량한 일반 투자자에게 당해 증권을 매도하여 차익을 얻으려는 데 있다.¹³⁹⁾ 그 외에도 신주, 전환사채, 신주인수권부사채의 발행가격을 높이기 위하여, 혹은 회사의 구조조정에 반대하는 소수주주들의 주식매주 청구권 행사를 방해하기 위하여 시세조종행위가 이용되기도 한다.¹⁴⁰⁾

이처럼 시세조종행위는 그 동기에 기망적 요소가 있고 착오를 유발한다는 점에서 민법상 법률행위의 사기에 의한 취소사유이면서 또한 형법상의 사기죄에 해당할 수 있을 것이다. 그러나 이들 규정만으로는 규제가 효과적이지 않으므로 자본시장법상 시세조종행위에 대한 행위유형과 민·형사책임에 대한 특칙을 규정하고 있다.¹⁴¹⁾ 다만 현행법에서는 안정조작과 시장조성과 같은 경우에 예외가를 인정하고 있다.

136) 이철환, 숫자로 보는 한국의 자본시장, 브레인스토어, 2011, 343쪽

137) Ernst & Ernst v. Hochfelder. 425 U. S. 185 (1976); Santa Fe Industries v. Green, 430 U. S. 462 (1997).

138) United States v. Chamay, 537 F.2D 341 (9th Cir. 1976), Cert, denied, 429 U. S. 1000 (1997).

139) 김용재, 자본시장법(上), 고려대학교 출판부, 2011, 648쪽

140) 임재연, 자본시장법, 박영사, 2010, 775~776쪽

141) 김용재, 자본시장법(上), 고려대학교 출판부, 2011, 649쪽; 김건식·정순섭, 자본시장법, 두성사, 2011, 354쪽

2. 시세조종 행위의 유형

자본시장법상 시세조종행위 유형은 크게 5가지로 구분된다. 이에는 ① 위장거래에 의한 시세조종(제176조 제1항), ② 현실거래에 의한 시세조종(제176조 제2항 제1호), ③ 허위표시에 의한 시세조종(제176조 제2항 제2호, 제3호), ④ 가격고정·안정조작에 의한 시세조종(제176조 제3항), ⑤ 연계거래에 의한 시세조종(법 제 176조 제4항) 등이 그러하다. 구 선물거래법에서만 금지하던 ‘연계시세조종행위’를 증권시장에서도 금지할 수 있도록 현행 자본시장법에 흡수하면서, 특히 현물과 현물간의 연계거래에 의한 시세조종을 규율할 수 있도록 추가 신설한 점에 대해서는 이미 앞에서 상술한 바 있다.

가. 위장거래에 의한 시세조정

1) 조문의 구조와 해석(제176조 제1항)

(1) 조문의 구조

자본시장법 제176조 제1항은 누구든지 상장증권 또는 장내파생상품의 매매에 관하여 그 매매가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나, 그 밖에 타인에게 그릇된 판단을 하게 할 목적으로 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하여서는 아니 된다고 하면서, 다음과 같은 행위를 규정하고 있다.

1. 자기가 매도하는 것과 같은 시기에 그와 같은 가격 또는 약정수치로 타인이 그 증권 또는 장내파생상품을 매수할 것을 사전에 그 자와 서로 짝 후 매도하는 행위
2. 자기가 매수하는 것과 같은 시기에 그와 같은 가격 또는 약정수치로 타인이 그 증권 또는 장내파생상품을 매도할 것을 사전에 그 자와 서로 짝 후 매수하는 행위
3. 그 증권 또는 장내파생상품의 매매를 함에 있어서 그 권리의 이전을 목적으로 하지 아니하는 거짓으로 꾸민 매매를 하는 행위
4. 제1호부터 제3호까지의 행위를 위탁하거나 수탁하는 행위

(2) 조문의 해석

구체적으로 위장거래는 통정매매행위와 가장매매행위로 나눌 수 있다. 구체적으로는 ① 자기가 매도(매수)하는 것과 같은 시기에 그와 같은 가격 또는 약정 수치로 타인이 그 증권 또는 장내파생상품을 매수(매도)할 것을 사전에 그 자와 짝 후 매도하는 행위(제176조 1항 1호, 2호)와 ② 그 증권 또는 장내파생상품의 매매를 함에 있어서 그 권리의 이전을 목적으로 하지 아니하는 거짓으로 꾸민 매매를 하는 행위(3호) 및 ③ 이러한 행위를 위탁하거나 수탁하는 행위(4호)로 구성되어 있다. ①의 행위를 통정매매라 하고 ②의 행위는 가장매매라고 한다. 위장거래의 경우 주문이 체결되지 않은 경우라도 주문행위 자체만으로도 투자자들이 잘못된 투자판단을 내릴 위험이 있기 때문에 이러한 주문을 위탁하거나 수탁하는 ③의 행위도 처벌대상이 된다.

위장거래에 의한 시세조종의 경우 후술하게 될 허위표시에 의한 시세조종과는 달리 매매유인목적을 요하지 않는다. 다만 위장거래에 의한 시세조종이 성립하기 위해서는 행위자에게 ‘그 매매가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 그 밖에 타인에게 그릇된 판단을 하게 할 목적’이 있어야 한다. 이러한 ‘오인하게 할 목적’과 ‘그릇된 판단을 하게 할 목적’은 다른 목적과의 공존여부나 어느 목적이 주된 것인지는 문제되지 않는다고 한다.¹⁴²⁾ 그 목적에 대한 인식의 정도는 미필적 인식만 있으면 충족되기 때문에, 적극적 의욕이나 확정적 인식임을 요하지 아니한다. 또한 결과의 발생을 요구하지 않기 때문에 예컨대 투자자의 오해를 실제로 유발하였는지 여부나 타인에게 손해가 발생하였는지 여부 등은 문제가 되지 않는다.¹⁴³⁾

142) 김용재, 자본시장법(上), 고려대학교 출판부, 2011, 652쪽

143) 대법원 2002. 7.22선고 2002도1696판결. [7] 증권거래법 제188조의4 제1항은 “누구든지 상장유가증권 또는 협회공개시장에 등록된 유가증권의 매매거래에 관하여 그 거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 기타 타인으로 하여금 그릇된 판단을 하게 할 목적으로 다음 각 호의 1에 해당하는 행위를 하지 못한다.”고 규정하면서 제1호에서 “자기가 매도하는 같은 시기에 그와 같은 가격으로 타인이 그 유가증권을 매수할 것을 사전에 그 자와 통정한 후 매도하는 행위”를, 제2호에서 “자기가 매수하는 같은 시기에 그와 같은 가격으로 타인이 그 유가증권을 매도할 것을 사전에 그 자와 통정한 후 매수하는 행위”를 각 규정하고 있는바, 여기서 ‘그 거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 기타 타인으로 하여금 그릇된 판단을 하게 할 목적’이라 함은 인위적인 통정매매에 의하여 거래가 일어났음에도 불구하고, 투자자들에게는 유가증권시장에

한편 법문의 해석상 행위자의 목적에 대한 증명은 원고가 하도록 되어 있으나, 행위자의 내심의 목적을 직접 증거에 의하여 입증하는 것이 사실상 불가능할 것이다. 때문에 판례는 행위자의 목적 여부에 대해서 간접사실을 종합적으로 고려하여 판단할 수 있다고 한다.¹⁴⁴⁾

또한 거래가 이루어지는 장소에 대해서, 거래소시장의 거래에만 한정되고 장외거래에는 적용되지 않는다는 견해¹⁴⁵⁾도 있지만, 장소를 제한하는 명시적인 법문의 규정이 없기 때문에 시세조종행위의 장소에 특별한 제한이 없다고 해석하는 것이 타당할 것이다.¹⁴⁶⁾

서 자연스러운 거래가 일어난 것처럼 오인하게 할 의사로서, 그 목적의 내용을 인식함으로써 충분하고, 적극적 의욕까지는 필요하지 않다.

- 144) 대법원 2001. 11.27. 선고 2001도3567판결. [1] 증권거래법 제188조의4 제1항은 공개경쟁시장에서의 자연적인 수요공급에 따른 거래가 아닌 통정매매 또는 가장매매로 인한 거래량 또는 가격의 변화가 자유로운 공개경쟁시장에서의 자율적인 수요공급에 따른 정상적인 것인 양 타인을 오도하여 현실적인 시세조종을 용이하게 하는 위장거래행위를 금지하는 데에 그 취지가 있는바, 위 조항 위반죄가 성립하기 위해서는 통정매매 또는 가장매매 사실 외에 주관적 요건으로 거래가 성황을 이루고 있는 듯이 오인하게 하거나, 기타 타인으로 하여금 그릇된 판단을 하게 할 목적이 있어야 함은 물론이나, 이러한 목적은 다른 목적과의 공존여부나 어느 목적이 주된 것인지의 문제되지 아니하고, 그 목적에 대한 인식의 정도는 적극적 의욕이나 확정적 인식임을 요하지 아니하고 미필적 인식이 있으면 족하며, 투자자의 오해를 실제로 유발하였는지 여부나 타인에게 손해가 발생하였는지 여부 등도 문제가 되지 아니하고, 같은 조 제2항에서 요구되는 ‘매매거래를 유인할 목적’이나 제3항이 요구하는 ‘시세를 고정시키거나 안정시킬 목적’, 그 밖에 ‘시세조종을 통하여 부당이득을 취득할 목적’ 등이 요구되는 것도 아니고, 이러한 목적은 당사자가 이를 자백하지 않더라도 그 유가증권의 성격과 발행된 유가증권의 총수, 매매거래의 동기와 태양(순차적 가격상승 주문 또는 가장매매, 시장관여율의 정도, 지속적인 종가관여 등), 그 유가증권의 가격 및 거래량의 동향, 전후의 거래상황, 거래의 경제적 합리성 및 공정성 등의 간접사실을 종합적으로 고려하여 판단할 수 있다. [2] 피고인에게 주식의 거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 기타 타인으로 하여금 그릇된 판단을 하게 할 목적이 있었다고 인정할 여지가 있다고 한 사례.

145) 한국증권법학회, 자본시장법 주석서 I, 박영사, 2009, 909~910쪽, 이영기, 자본시장법 해설, 동아대학교 출판부, 2011, 314쪽

146) 같은 견해로는 변제호 외, 자본시장법, 지원출판사, 2009, 524쪽

2) 유형

(1) 통정매매(제1호·제2호)

통정매매(matched orders)는 자기의 매도(매수)와 같은 시기에 동일가격 또는 약정수치로 타인이 당해 증권 또는 장내파생상품을 매수(매도)하는 것을 미리 타인과 공모하여 당해 매도(매수)를 하는 것이다. 통정매매가 성립하기 위해서는 같은 시기에 동일한 가격으로 주문을 내는 행위가 존재하여야 한다. 법문에서는 “같은 시기”와 “같은 가격”을 요구하고 있지만, “같은 수량” 즉 주문수량의 일치까지 요구하는 것은 아니다.¹⁴⁷⁾ 쌍방의 주문이 시장에서 대응하여 성립할 가능성이 있다면 통정매매가 성립한다고 할 것이다.¹⁴⁸⁾ 한편 “같은 가격”도 쌍방의 주문이 대응하여 매매가 성립할 가능성이 있는 범위 내의 가격이면 충분하다.¹⁴⁹⁾

(2) 가장매매

가장매매(wash sale)란 당해 증권의 권리의 이전을 목적으로 하지 않는 거래를 말한다. 이러한 행위가 위장거래가 되기 위해서는 상장증권 또는 장내 파생상품의 매매에 관하여 그 매매가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 타인에게 그릇된 판단을 하게 할 목적이 있어야 한다.

통정매매가 가장매매와 차이를 보이는 부분은 이 경우 실제로 권리의 이전이 이루어진다는 점이다. 때문에 가장매매는 통정매매와 매매의 태양은 동일하지만, 증권의 권리귀속 주체가 동일하여 소유권의 이전을 목적으로 하지 않는다는 측면에서 통정매매와는 차이가 있다. 한편 가장매매는 증권회사가 한국거래소에 사전에 신고하고 거래하는 자전거래와도 구별된다.¹⁵⁰⁾

147) 한편 미국의 1934년 증권거래법 제9(a)(1)조는 “an order or orders of substantially the same size”라고 하여 “같은 수량” 요건을 규정하고 있다.

148) 대법원 2004. 7.8. 선고 2003도5831판결

149) 임재연, 자본시장법, 박영사, 2010, 783쪽

150) 대법원 1998.12.8 선고 98도3051 판결. [2] 증권거래법 제188조의4 제1항에서 금지하고 있는 시장조작행위의 일종인 통정매매는, 상장유가증권 또는 협회중개시장에 등록된 유가증권의 매매 거래에 관하여 양 당사자가 미리 통정한 후 동일 유가증권에 대하여 같은 시기에 같은 가격으로

(3) 위탁 및 수탁행위

위장거래는 이러한 주문을 위탁하거나 수탁하는 행위도 처벌대상이 된다(제 176조 제1항 제4조). 자본시장법은 통정매매나 가장매매가 성립하지 않더라도 이러한 매매를 증권회사에 위탁하는 행위 자체를 금지한다. 이 때문에 자본시장법이 미수범 처벌규정을 두지 않지만, 위탁행위나 수탁행위를 처벌하는 것은 사실상 미수범을 처벌하는 것과 동일한 효과를 얻게 된다는 지적이 있고,¹⁵¹⁾ 또한 타당한 지적이라고 할 것이다.

나. 현실거래에 의한 시세조종행위

1) 조문의 구조와 해석(제176조 제2항 제1호)

(1) 조문의 구조

자본시장법 제176조 제2항 제1호는 누구든지 상장증권 또는 장내파생상품의 매매를 유인할 목적으로 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하여서는 아니 된다고 규정하고 있다.

1. 그 증권 또는 장내파생상품의 매매가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 그 시세(증권시장 또는 파생상품시장에서 형성된 시세, 전자증권중개회사가 상장주권의 매매를 중개함에 있어서 형성된 시세, 그 밖에 대통령령으로 정하는 시세를 말한다. 이하 같다)를 변동시키는 매매 또는 그 위탁이나 수탁을 하는 행위

매수 또는 매도하는 행위로서, 당해 행위자에게 '그 거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 기타 타인으로 하여금 그릇된 판단을 하게 할 목적'이라는 불법목적이 있어야 하는 반면, 이러한 시장조작행위라고 하더라도 유가증권의 시세를 고정시키거나 안정시킬 목적으로 하는 경우에는 같은 법 제188조의4 제3항에 의하여 기간·가격 및 주체 등에 관한 엄격한 조건하에 예외적으로 허용되고, 이때 그 증권회사는 안전조작 또는 시장조성에 관한 신고서 및 보고서를 제출하여야 하며 이를 제출받은 증권관리위원회와 증권거래소 또는 증권업협회는 그에 따른 공시절차를 거쳐야 한다.

151) 임재연, 자본시장법, 박영사, 2010, 785쪽.

(2) 조문의 해석

자본시장법 제176조 제2항 제1호는 현실거래에 의한 시세조종을 규제하고 있다. 이는 증권시장이나 파생상품시장에서 이루어지는 소위 “작전공모행위”를 금지하는 것인데,¹⁵²⁾ 자본시장법은 미국 증권거래법과 일본 금융상품거래법과 달리 일련의 거래행위가 아닌 단일거래 요건만을 규정함으로써 현실거래에 의한 시세조종행위 성립에 있어서 훨씬 규제요건을 완화하고 있다고 할 수 있다.¹⁵³⁾

현실거래에 의한 시세조종행위는 행위자의 구성요건에 대한 ‘고의’와 더불어 매매를 유인하려는 ‘목적’이 존재하여야 한다. 이러한 ‘유인목적’은 시장에서 제3자로 하여금 상장증권 등을 매매하도록 유인하려는 의도를 말하는 것으로서, 적법한 매매거래와 위법한 매매거래를 구별하는 징표로 작용한다. 다시 말해 매매가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하는 매매가 시세조종으로 처벌받기 위해서는 유인의 목적이 있어야 하는 것이다. 이처럼 ‘유인목적’이란 인위적인 조작을 가하여 시세를 변동시킴에도 불구하고 투자자에게 그 시세가 증권시장에서의 자연적인 수요공급의 원칙에 의해 형성된 것으로 오인시켜 증권의 매매로 끌어들이려는 목적을 말한다. 이러한 목적은 미필적 인식만으로 족하다고 할 것이다.¹⁵⁴⁾

한편 자본시장법 176조 제2항 제1호는 증권시장 또는 파생상품시장에서 형성된 시세, 전자증권중개회사가 상장주권의 매매를 중개함에 있어서 형성된 시세, 그 밖에 대통령령으로 정하는 시세라고 한다. 또한 동법 시행령 제202조는 상장되는 증권에 대하여 증권시장에서 최초로 형성되는 시세를 포함시키고 있는데, 이는 구 증권거래법상으로 발행시장인가 유통시장인가에 따라 취급을 달리하였

152) 보통 현실거래에 의한 시세조종행위는 단독행위의 경우보다는 타인과 공모한 경우가 많을 것이다. 그리고 이때에는 단독행위의 경우에 비하여 매매유인목적이 인정될 가능성도 높아진다. 김용재, 자본시장법(上), 고려대학교 출판부, 2011, 653쪽 각주 523)에서 재인용.

153) 김용재, 자본시장법(上), 고려대학교 출판부, 2011, 653쪽

154) 대법원 2007. 11.29 선고 2007도7471판결. 그리고 증권거래법 제188조의4 제2항 소정의 “매매거래를 유인할 목적”이라 함은 인위적인 조작을 가하여 시세를 변동시킴에도 불구하고 투자자에게는 그 시세가 유가증권시장에서의 자연적인 수요·공급의 원칙에 의하여 형성된 것으로 오인시켜 유가증권의 매매에 끌어들이려는 목적으로서 이 역시 다른 목적과의 공존 여부나 어느 목적이 주된 것인지는 문제되지 아니하고, 목적에 대한 인식의 정도도 미필적 인식으로 충분하며...”

던 판례의 모순을 입법적으로 해결한 것으로 평가된다.

2) 시세조종의 행위와 방법

(1) 시세조종의 행위

법문상 현실거래에 의한 시세조종행위는 ‘매매가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 그 시세를 변동시키는 매매 또는 그 위탁이나 수탁을 하는 행위’를 말한다. 구 증권거래법상 판례이기는 하지만, 대법원은 “유가증권의 매매거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 그 ‘시세를 변동시키는 매매거래’에 해당하는지 여부는 그 유가증권의 성격과 발행된 유가증권의 총수, 매매거래의 동기와 유형, 그 유가증권 가격의 동향, 종전 및 당시의 거래상황 등을 종합적으로 고려하여 판단하여야 할 것”이라고 한다.¹⁵⁵⁾ 또한 ‘시세를 변동시키는 행위’라 함은, 실제로 시세가 변동될 필요까지는 없고, 제반사정에 비추어 해당 증권의 시세가 행위자의 행위로 인하여 변동될 가능성이 있으면 충분하다.¹⁵⁶⁾ 보다 구체적으로 대법원은 “단순히 시세를 변동시킬 가능성이 있는 행위만으로는 부족하고 … 인위적으로 상승 또는 하락시키는 등의 조작을 가하는 매매거래”인지 여부를 기준으로 판단하여야 한다고 판시¹⁵⁷⁾하였다가(이른바 ‘신성제지 사

155) 대법원 2001. 6.26선고 99도2282판결

156) 대법원 2007. 11.29선고, 2007도7471판결. “한편 위 조항 제1호 소정의 ‘유가증권의 매매거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 그 시세를 변동시키는 매매거래’라 함은 본래 정상적인 수요·공급에 따라 자유경쟁시장에서 형성될 시세 및 거래량을 시장요인에 의하지 아니한 다른 요인으로 인위적으로 변동시킬 가능성이 있는 거래를 말하는 것일 뿐 그로 인하여 실제로 시세가 변동될 필요까지는 없고, 일련의 행위가 이어진 경우에는 전체적으로 그 행위로 인하여 시세를 변동시킬 가능성이 있으면 충분한데, 이상의 각 요건에 해당하는지 여부는 당사자가 이를 자백하지 않더라도 그 유가증권의 성격과 발행된 유가증권의 총수, 가격 및 거래량의 동향, 전후의 거래상황, 거래의 경제적 합리성과 공정성, 가장 혹은 허위매매 여부, 시장관여율의 정도, 지속적인 증가관리 등 거래의 동기와 태양 등의 간접사실을 종합적으로 고려하여 이를 판단할 수 있다.”

157) 대법원 1994. 10.25선고, 93도2516판결. 증권거래법 제105조 제2항 제1호의, “유가증권의 매매거래가 성황을 이루고 있는 듯이 오인하게” 하는 유가증권의 매매거래에 해당하는지의 여부에 관하여는 당해 유가증권의 성격, 발행주식의 총수, 종전 및 당시의 거래상황, 증권시장의 상황 등을 종합적으로 고려하여 판단하여야 하며, 같은 호의 “유가증권의 시세를 변동시키는 매매거래행위”라 함은 유가증권시장에서 수요, 공급의 원칙에 의하여 형성된 유가증권의 가격을 인위적으로 상

건), 이후 ‘프로소닉 사건’에서는 입장을 변경하여 시세를 변동시킬 가능성이 있는 것으로 충분하다고 판시한 바 있다.¹⁵⁸⁾

(2) 시세조종의 방법

현실거래에 의한 시세조종행위의 태양과 방법은 매우 다양하다. 현실거래에 직접 개입하여 시세를 상승시키는 매매거래의 구체적인 방법으로는 예를 들어 ① 시초가 결정시 전일종가대비 고가매수주문, ② 직전가 또는 상대호가 대비 고가매수주문, ③ 종가결정시 직전가대비 고가매수주문, ④ 일부러 주문을 여러 차례분할하여 내는 분할호가행위, ⑤ 주문을 점차 높은 가격으로 내는 행위 등이 있을 수 있다.¹⁵⁹⁾ 대법원 판례에 따르면 “매매계약의 체결에 이르지 아니한 매수청약 또는 매수주문이라 하더라도 그것이 유가증권의 가격을 상승 또는 하락시키는 효과를 가지고 제3자에 의한 유가증권의 매매거래를 유인하는 성질을 가지는 이상 증권거래법 제188조의4 제2항 제1호 소정의 ‘유가증권의 매매거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 그 시세를 변동시키는 매매거래 또는 그 위탁이나 수탁을 하는 행위’에 해당하고, 단지 매수주문량이 많은 것처럼 보이기 위하여 매수의사 없이 하는 허수매수주문도 본조 제2항 제1호가 금지하는 이른바 현실거래에 의한 시세조종행위의 유형에 속한다”고 한다.

한편 시세를 변동시키는 현실거래에 의한 시세조종은 이들 주문을 위탁하거나 수탁하는 행위도 처벌대상이 된다(법 제176조 제2항 제1호).

승 또는 하락시키는 등의 조작을 가하는 매매거래를 말하는 것으로서, 최초로 상장되는 주식의 경우에는 기형성된 주가가격이 없으므로 비록 상장당일 매매거래의 가격제한폭의 적용기준인 상장기준가에 영향을 미치는 매매거래라 할지라도 이에 해당한다고 볼 수 없다 할 것이다.

158) 대법원 2007. 11.29선고, 2007도7471판결

159) 서울지방법원 1999. 5.12선고, 98고단1335판결

다. 허위표시에 의한 시세조정

1) 조문의 구조와 해석(제176조 제2항 제2호, 제3호)

(1) 조문의 구조

자본시장법 제176조 제2항 누구든지 상장증권 또는 장내파생상품의 매매를 유인할 목적으로 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하여서는 아니 된다고 규정하면서 특히 제2호와 제3호에서 각각 다음의 행위를 금지하고 있다.

2. 그 증권 또는 장내파생상품의 시세가 자기 또는 타인의 시장 조작에 의하여 변동한다는 말을 유포하는 행위
3. 그 증권 또는 장내파생상품의 매매를 함에 있어서 중요한 사실에 관하여 거짓의 표시 또는 오해를 유발시키는 표시를 하는 행위

(2) 조문의 해석

자본시장법 제176조 제2항 제2호 및 제3호는 허위표시에 의한 시세조종행위를 규제하고 있다. 이에 따라 누구든지 상장증권 또는 장내파생상품의 매매를 유인할 목적으로 그 증권 또는 장내파생상품의 시세가 자기 또는 타인의 시장조작에 의하여 변동한다는 말을 유포하거나 그 증권 또는 파생상품의 매매를 함에 있어 중요한 사실에 관하여 거짓의 표시 또는 오해를 유발하게 하는 표시를 하는 것은 금지된다. 법문의 해석상 양자 모두 매매유인의 목적이 필요하다. 상설하면 제2호는 시세조작유포행위를 금지하는 것이고, 제3호는 허위표시나 오해유발표시행위를 금지하는 것이다. 한편 구 증권거래법에서는 고의를 요구하였지만, 자본시장법에서 고의 요건은 삭제되었다.

2) 행위의 유형

(1) 자기 또는 타인의 시장조작에 의해 시세가 변동한다는 말의 유포행위

자기 또는 타인의 시장조작에 의하여 시세가 변동된다는 말은 상당히 구체적인 내용이 요구될 것이다. 따라서 일반적인 풍문수준의 말은 이러한 요건에 해

당하지 않는다.¹⁶⁰⁾ 여기서는 실제 시장조작이 실행되었을 것을 요하지 않을 뿐만 아니라 행위자에게 실제로 시장조작의 의도가 있었을 필요도 없다.¹⁶¹⁾

(2) 증권 또는 장내파생상품의 매매를 함에 있어 중요사실에 관해 거짓의 표시 또는 오해를 유발하게 하는 표시를 하는 행위

거짓의 표시 또는 오해유발표시행위는 시장조작에 의해 시세가 변동한다는 말을 유포하는 행위와 달리 증권 또는 장내파생상품의 매매에 수반되는 행위여야 하고, 동시에 중요한 사실에 관한 표시일 것을 요구한다. 여기서 증권 또는 장내파생상품의 매매를 함에 있어서 중요한 사실에 관하여 거짓의 표시 또는 오해를 유발시키는 표시에서 ‘중요한 사실’은 그 표시에 의하여 타인에게 증권 또는 장내파생상품의 시세가 상승 또는 하락하는 상당한 원인이 있다고 믿게 할 정도의 중요성을 갖는 사실을 의미한다.¹⁶²⁾

미국의 SEC Rule 405에서는 중요성에 대한 의미를 “등록되어있는 증권을 구입하기 전에 신중한 일반투자자가 당연히 알아두어야 할 사항”이라고 정의하고 있다. 판례에 따라서는 중요한 사실에 대해서 “사실이 정확히 기재되었거나 정확히 공시되었다면 신중한 일반투자자가 증권의 매입을 포기하였든가 또는 주저하였을 것이라고 생각되는 사실”¹⁶³⁾, 또는 “모든 정황을 고려하여 합리적인 투자자가 투자판단을 함에 있어 중요하다고 생각할 실질적인 가능성이 있는 경우”¹⁶⁴⁾를 의미한다고 판시하기도 한다.¹⁶⁵⁾

160) 임재연, 자본시장법, 박영사, 2010, 799쪽

161) 김용재, 자본시장법(上), 고려대학교 출판부, 2011, 657쪽

162) Daniel R. Fischel. Efficient Capital Market Theory. The Market for Corporate Control and the Regulation of cash Tender Offers, 57 Tex. L. Rev. 1978, at 113-14

163) Escott v. BarChris Construction Corp. 283 F. Supp. 643 (S.D.N.Y. 1968).

164) Beecher v. able, 374 F. Supp. 341 (D.C.N.Y. 1974).

165) 서완석, 자본시장법상의 시세조종행위 규제, 상사판례연구. 제22권 제3호(2009), 212쪽

라. 시세고정 또는 안정조작행위

1) 조문의 구조와 해석(제176조 제3항)

(1) 조문의 구조

자본시장법 제176조 제3항은 누구든지 상장증권 또는 장내파생상품의 시세를 고정시키거나 안정시킬 목적으로 그 증권 또는 장내파생상품에 관한 일련의 매매 또는 그 위탁이나 수탁을 하는 행위를 하여서는 아니 된다. 다만, 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우에는 그러하지 아니하다고 규정하고 있다.

1. 투자매매업자(모집 또는 매출되는 증권의 발행인 또는 소유자와 인수계약을 체결한 투자매매업자로서 대통령령으로 정하는 자에 한한다. 이하 이 조에서 같다)가 대통령령으로 정하는 방법에 따라 그 증권의 모집 또는 매출의 청약기간의 종료일 전 30일의 범위에서 대통령령으로 정하는 날부터 그 청약기간의 종료일까지의 기간 동안 증권의 가격을 안정시킴으로써 증권의 모집 또는 매출을 원활하도록 하기 위한 매매거래(이하 이 항에서 “안정조작”이라 한다)를 하는 경우
2. 투자매매업자가 대통령령으로 정하는 방법에 따라 모집 또는 매출한 증권의 수요·공급을 그 증권이 상장된 날부터 6개월의 범위에서 대통령령으로 정하는 기간 동안 조성하는 매매거래(이하 이 항에서 “시장조성”이라 한다)를 하는 경우
3. 모집 또는 매출되는 증권 발행인의 임원 등 대통령령으로 정하는 자가 투자매매업자에게 안정조작을 위탁하는 경우
4. 투자매매업자가 제3호에 따라 안정조작을 수탁하는 경우
5. 모집 또는 매출되는 증권의 인수인이 투자매매업자에게 시장조성을 위탁하는 경우
6. 투자매매업자가 제5호에 따라 시장조성을 수탁하는 경우

(2) 조문의 해석

누구든지 상장증권 또는 장내파생상품이 시세를 고정시키거나 안정시킬 목적

으로 증권 또는 장내 파생상품에 관한 일련의 매매 또는 그 위탁이나 수탁을 하는 행위를 하는 것은 금지된다. 이는 비록 시세를 적극적으로 변동시키는 행위는 아닐지라도 인위적으로 시세를 고정하거나 안정시키는 행위 또한 시세조종행위임은 물론이며 시세를 특정수준으로 유지시키는 것도 수요와 공급에 의한 자연스러운 가격형성이 아니기 때문에 금지하는 것이다. 고정 및 안정조작의 경우에는 현실거래에 의한 시세조종과 달리 시세의 고정이나 안정의 목적만을 요할 뿐 유인목적까지 요구하는 것은 아니다.

2) 행위

우리 헌법재판소에 따르면 ‘시세를 고정시키거나 안정시키는 매매거래’라 함은 매매거래가 전체로서 현재의 시세를 일정범위에서 이탈하지 않도록 하는 거래이면 족하고, 이의 거래방법으로 가격 하락을 방지·저지 기타 고정시키는지 여부는 불문한다고 한다.¹⁶⁶⁾ 한편 자본시장법에서는 시세의 고정이나 안정행위의 경

166) 헌법재판소는 S-Oil주가를 적정수준으로 안정시킨 사건과 관련하여, 재판관 전원의 일치된 의견으로 위헌결정을 한 바 있다. (2005.5.26. 2003헌가17. 1. 구 증권거래법(1997. 1. 13. 법률 제 5254호로 개정되고, 2002. 4. 27. 법률 제6695호로 개정되기 전의 것, 이하 ‘법’이라 한다) 제 188조의4 제3항 중 “대통령령이 정하는 바에 위반하여”는 ‘대통령령에서 구체적으로 금지하는 바에 위반하여’의 의미로 해석하는 것과 ‘대통령령에서 예외적으로 허용하는 경우를 제외하고’의 의미로 해석하는 것 모두 가능한바, 위 조항의 수권을 받은 증권거래법시행령(1999. 5. 27. 대통령령 제16367호로 개정되고, 2005. 1. 27. 대통령령 제18687호로 개정되기 전의 것, 이하 ‘시행령’이라 한다) 제83조의8 제1항은 법 제188조의4 제3항이 금지하고 있는 유가증권 시세의 고정·안정행위의 범위를 유가증권의 모집 또는 매출과 관련된 안정조작 또는 시장조성에 한정되는 것으로 규정하고 있을 뿐, 안정조작 또는 시장조성이 법 제188조의4 제3항이 금지하는 행위의 구체적 대상인지 아니면 예외적으로 허용되는 경우인지에 관하여 언급하지 않고 있으므로 법 제 188조의4 제3항의 불명확성은 시행령 제83조의8 제1항에 의하더라도 해결되지 않고, 관련 법률 조항들의 전체를 종합하여 유기적으로 해석한다고 하더라도 위 조항의 의미가 일의적으로 파악된다고 할 수 없으므로, 법 제188조의4 제3항은 명확성의 원칙에 반한다. 2. 법 제188조의4 제3항은 거래소 및 협회중개시장에서의 안정조작행위 전체를 광범위하게 규율 대상으로 삼게 되는데, 법 제188조의4 제3항은 규율대상인 안정조작행위에 관하여 아무런 위임기준을 두고 있지 않으므로 위와 같이 광의의 안정조작행위 중 어떠한 형태의 행위가 대통령령에서 허용되고 금지될 것인지를 위 조항 자체로부터 예측하기 어렵고, 관련 법조항 전체를 유기적·체계적으로 종합하여 판단하더라도 대통령령에 규정될 내용의 범위가 도출되지 아니하므로, 위임입법의 한계도 이탈한 것이다. 3. 법 제207조의2 제2호와 관련하여 형벌의 구성요건을 이루는 법 제188조의4 제3항이

우 다른 유형의 시세조종행위와 다르게 ‘일련의 매매’라 규정함으로써 구 증권거래법 제188조의4 제3항(‘매매거래’)과는 상이하게 규정되어 있다. 따라서 해석상 자본시장법 하에서 시세의 고정이나 안정행위가 단일 거래에 의한 것일 때에는 이제 더 이상 동법의 규제대상에서 제외될 수 밖에 없다.

그러나 단 한번의 거래로도 시세를 고정시키거나 안정시킬 목적이 있는 매매거래가 있을 수 있다는 점에서 입법상 재고의 여지가 있다.¹⁶⁷⁾ 같은 이유에서 판례도 일찍이, 단 한번의 매매거래도 구 증권거래법 제 188조의4 제3항의 요건을 충족한다고 판시한 바 있다.¹⁶⁸⁾ 또한 시세고정·안정 행위는 현재의 시장가격을 고정시키거나 안정시키는 것뿐만 아니라, 행위자가 일정한 가격을 정하고 그 가격을 고정시키거나 안정시키는 경우에도 인정된다.¹⁶⁹⁾

위헌으로 판단되는 이상 처벌조항인 법 제207조의2 제2호 중 법 제188조의4 제3항에 관한 부분 또한 헌법에 위반된다.

167) 임재연, 자본시장법, 박영사, 2010, 803쪽

168) 대법원 2004. 10.28 선고 2002도3131 판결. 증권거래법 제188조의4 제3항은 “누구든지 단독 또는 공동으로 대통령령이 정하는 바에 위반하여 유가증권의 시세를 고정시키거나 안정시킬 목적으로 유가증권시장 또는 협회중개시장에서의 매매거래 또는 그 위탁이나 수탁을 하지 못한다.”고 규정하고 있고, 그 대통령령인 증권거래법시행령 제83조의8 제1항은 “법 제188조의4 제3항에 의하여 유가증권의 시세를 고정시키거나 안정시킬 목적으로 유가증권시장 또는 협회중개시장에서 행하는 매매거래 또는 그 위탁이나 수탁은 일정한 기간 유가증권의 가격의 안정을 기하여 유가증권의 모집 또는 매출을 원활하게 하는 것(이하 ‘안정조작’이라 한다)과 모집 또는 매출한 유가증권의 수요공급을 당해 유가증권의 상장 또는 협회 등록 후 일정기간 조성하는 것(이하 ‘시장조성’이라 한다)에 한한다.”라고 규정하고, 그 이하의 조항에서 안정조작과 시장조성의 요건과 절차를 규정하고 있다. 자유로운 유가증권시장에 개입하여 인위적으로 유가증권의 시세를 조작하는 것을 방지하려는 증권거래법의 입법 취지에 비추어 위 규정의 취지를 살펴보면 증권거래법 제188조의4 제3항은 유가증권의 시세를 고정시키거나 안정시킬 목적으로 유가증권시장 또는 협회공개시장에서 행하는 매매거래 또는 그 위탁이나 수탁을 금지하되, 다만 유가증권의 모집·매출을 원활하게 하기 위한 시장에서의 필요성에 의하여 그 시행령 제83조의8 제1항 소정의 안정조작과 시장조성을 그 이하 조항이 정하는 기간·가격 및 주체 등에 관한 엄격한 조건하에 예외적으로 허용하는 의미라고 보아야 할 것이다. 그리고 유가증권의 시세를 고정시키거나 안정시킬 목적은 유가증권의 현재의 시장가격을 고정시키거나 안정시키는 경우뿐 아니라, 행위자가 일정한 가격을 형성하고 그 가격을 고정시키거나 안정시키는 경우에도 인정되고, 행위자가 그러한 목적을 가지고 매매거래를 한 것이라면, 그 매매거래가 일정한 기간 계속 반복적으로 이루어져야 하는 것이 아니라 한 번의 매매거래도 증권거래법 제188조의4 제3항의 구성요건을 충족한다 할 것이다.

169) 대법원 2004.10.28. 선고 2002도3131 판결.

3) 예외: 안정조작·시장조성

자본시장법 제176조 제3항은 증권이나 장내파생상품의 시세를 고정시키거나 안정시킬 목적으로 증권시장이나 선물시장에서 행하는 매매거래 또는 그 위탁이나 수탁을 금지하되, 다만 제한적으로 증권의 모집·매출을 원활하게 하기 위한 시장에서의 필요성에 의하여 그 시행령 소정의 안정조작과 시장조작성을 그 이하 조항이 정하는 기간·가격 및 주체 등에 관한 엄격한 조건하에 예외적으로 허용하는 의미라고 보아야 한다.¹⁷⁰⁾ 즉 이러한 안정조작이나 시장조성은 시세에 대한 인위적인 간섭이라는 점에서 일반적인 시세조종 특히 현실거래에 의한 시세조종에 속하겠지만, 공모로 인한 시장의 충격을 완화한다는 점에서 불법성을 배제한 것이라고 이해된다.¹⁷¹⁾ 이에 따라 자본시장법시행령 제204조¹⁷²⁾와 제205

170) 김용재, 자본시장법(上), 고려대학교 출판부, 2011, 660~661쪽

171) 김건식·정순섭, 자본시장법, 두성사, 2010, 366쪽

172) 자본시장법 시행령 제204조(안정조작의 방법 등) ① 제203조에 따른 투자매매업자는 법 제176조제3항제1호에 따라 그 증권의 투자설명서에 다음 각 호의 사항을 모두 기재한 경우만 안정조작을 할 수 있다. 다만, 제203조제2호의 경우에는 인수계약의 내용에 이를 기재하여야 한다.

1. 안정조작을 할 수 있다는 뜻
2. 안정조작을 할 수 있는 증권시장의 명칭
- ② 제203조에 따른 투자매매업자는 투자설명서나 인수계약의 내용에 기재된 증권시장 외에서는 안정조작을 하여서는 아니 된다.
- ③ 제203조에 따른 투자매매업자는 안정조작을 할 수 있는 기간(이하 “안정조작기간”이라 한다) 중에 최초의 안정조작을 한 경우에는 지체 없이 다음 각 호의 사항을 기재한 안정조작신고서(이하 “안정조작신고서”라 한다)를 금융위원회와 거래소에 제출하여야 한다.
 1. 안정조작을 한 투자매매업자의 상호
 2. 다른 투자매매업자와 공동으로 안정조작을 한 경우에는 그 다른 투자매매업자의 상호
 3. 안정조작을 한 증권의 종목 및 매매가격
 4. 안정조작을 개시한 날과 시간
 5. 안정조작기간
 6. 안정조작에 의하여 그 모집 또는 매출을 원활하게 하려는 증권의 모집 또는 매출가격과 모집 또는 매출가액의 총액
 7. 안정조작을 한 증권시장의 명칭
- ④ 제203조에 따른 투자매매업자는 다음 각 호에서 정하는 가격을 초과하여 안정조작의 대상이 되는 증권(이하 “안정조작증권”이라 한다)을 매수하여서는 아니 된다.
 1. 안정조작개시일의 경우
 - 가. 최초로 안정조작을 하는 경우: 안정조작개시일 전에 증권시장에서 거래된 해당 증권의 직

조173)는 법이 예외적으로 허용하는 안정조작과 시장조성에 대해 비교적 자세하

전 거래가격과 안정조작기간의 초일 전 20일간의 증권시장에서의 평균거래가격 중 낮은 가격. 이 경우 평균거래가격의 계산방법은 금융위원회가 정하여 고시한다.

- 나. 최초 안정조작 이후에 안정조작을 하는 경우: 그 투자매매업자의 안정조작 개시가격
- 2. 안정조작개시일의 다음 날 이후의 경우: 안정조작 개시가격(같은 날에 안정조작을 한 투자매매업자가 둘 이상 있는 경우에는 이들 투자매매업자의 안정조작 개시가격 중 가장 낮은 가격)과 안정조작을 하는 날 이전에 증권시장에서 거래된 해당 증권의 직전거래가격 중 낮은 가격

⑤ 제203조에 따른 투자매매업자는 안정조작을 한 증권시장마다 안정조작개시일부터 안정조작종료일까지의 기간 동안 안정조작증권의 매매거래에 대하여 해당 매매거래를 한 날의 다음 날까지 다음 각 호의 사항을 기재한 안정조작보고서(이하 "안정조작보고서"라 한다)를 작성하여 금융위원회와 거래소에 제출하여야 한다.

- 1. 안정조작을 한 증권의 종목
- 2. 매매거래의 내용
- 3. 안정조작을 한 투자매매업자의 상호
- ⑥ 금융위원회와 거래소는 안정조작신고서와 안정조작보고서를 다음 각 호에서 정하는 날부터 3년간 비치하고, 인터넷 홈페이지 등을 이용하여 공시하여야 한다.

- 1. 안정조작신고서의 경우: 이를 접수한 날
- 2. 안정조작보고서의 경우: 안정조작 종료일의 다음 날
- ⑦ 법 제176조제3항제1호에서 "대통령령으로 정하는 날"이란 모집되거나 매출되는 증권의 모집 또는 매출의 청약기간의 종료일 전 20일이 되는 날을 말한다. 다만, 20일이 되는 날과 청약일 사이의 기간에 모집가액 또는 매출가액이 확정되는 경우에는 그 확정되는 날의 다음 날을 말한다.
- ⑧ 제1항부터 제7항까지에서 규정한 사항 외에 안정조작신고서·안정조작보고서의 서식과 작성방법 등에 관하여 필요한 사항은 금융위원회가 정하여 고시한다.

173) 자본시장법 시행령 제205조(시장조성의 방법 등) ① 제203조에 따른 투자매매업자는 법 제176조제3항제2호에 따라 시장조성을 하려는 경우에는 다음 각 호의 사항을 기재한 시장조성신고서를 미리 금융위원회와 거래소에 제출하여야 한다.

- 1. 시장조성을 할 투자매매업자의 상호
- 2. 다른 투자매매업자와 공동으로 시장조성을 할 경우에는 그 다른 투자매매업자의 상호
- 3. 시장조성을 할 증권의 종목
- 4. 시장조성을 개시할 날과 시간
- 5. 시장조성을 할 기간
- 6. 시장조성을 할 증권시장의 명칭
- ② 제203조에 따른 투자매매업자는 시장조성의 대상이 되는 증권의 모집 또는 매출가격을 초과하여 매수하거나 모집 또는 매출가격을 밑도는 가격으로 매도하여서는 아니 된다. 다만, 권리락·배당락 또는 이자리락이 발생한 경우에는 이를 고려하여 계산한 가격을 기준으로 한다.
- ③ 시장조성에 관하여서는 제204조제1항·제2항·제5항 및 제6항을 준용한다. 이 경우 "안정조작"은 "시장조성"으로 본다.

게 규정하고 있다.

마. 연계 시세조종행위

1) 조문의 구조와 해석(제176조 제4항)

(1) 조문의 구조

자본시장법에서는 연계시세조종행위에 대한 정의를 두고 있지는 않고, 다만 동법 제176조 제4항은 누구든지 상장증권 또는 장내파생상품의 매매와 관련하여 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하여서는 아니된다고 규정함으로써 연계시세조종의 행위유형을 열거하는 입법방식을 취하고 있다.

1. 장내파생상품 매매에서 부당한 이익을 얻거나 제삼자에게 부당한 이익을 얻게 할 목적으로 그 장내파생상품의 기초자산의 시세를 변동 또는 고정시키는 행위
2. 장내파생상품의 기초자산의 매매에서 부당한 이익을 얻거나 제삼자에게 부당한 이익을 얻게 할 목적으로 그 장내파생상품의 시세를 변동 또는 고정시키는 행위
3. 증권의 매매에서 부당한 이익을 얻거나 제삼자에게 부당한 이익을 얻게 할 목적으로 그 증권과 연계된 증권으로서 대통령령으로 정하는 증권의 시세를 변동 또는 고정시키는 행위

연계시세조종의 경우도 행위태양은 다양하게 나타날 수 있다. 장내시장과 장외시장 간의 연계성을 이용하는 ‘장내외 연계’, 국내시장과 국제시장 간의 연계성을 이용하는 ‘국내외 연계’ 등이 있지만,¹⁷⁴⁾ 가장 일반적인 행위유형은 후술하

④ 법 제176조제3항제2호에서 “대통령령으로 정하는 기간”이란 모집되거나 매출되는 증권이 상장된 날부터 1개월 이상 6개월 이하의 범위에서 인수계약으로 정하는 날까지의 기간을 말한다.

⑤ 제1항부터 제4항까지에서 규정한 사항 외에 시장조성신고서·시장조성보고서의 서식과 작성방법 등에 관하여 필요한 사항은 금융위원회가 정하여 고시한다.

174) 김홍기, 자본시장법상 연계불공정거래 규제체계 및 입법론·해석론의 시사점, 연세 글로벌 비즈니스

는 바와 같은 ‘현선 연계’ 유형이라고 할 수 있을 것이다.

(2) 조문의 해석

일반적으로 연계에 의한 시세조종이란 자본시장법의 규제대상이 되는 금융투자상품간의 가격 연계성을 이용하여 하나의 금융투자상품에 대한 포지션에서 이득을 얻고자 종류가 다른 금융투자상품의 가격에 인위적으로 영향을 미치는 것이라고 할 수 있다.¹⁷⁵⁾ 이에 따라 자본시장법에서는 현선연계에 의한 시세조종¹⁷⁶⁾과 함께 증권과 증권사이의 연계에 의한 시세조종도 규제대상으로 삼고 있다.

구 증권거래법과 구 선물거래법에서는 선물에서 이익을 얻을 목적으로 현물의 시세를 조종하는 것을 금지하고 있었다. 그럼에도 불구하고 그 외 반대 방향의 현선 연계시세조종 등에 대한 규제를 명시적으로 규정하고 있지 않았기 때문에, 이를 규제하는데 있어서는 규제의 공백이 존재했었다. 이와 같은 문제점을 고려하여 현행 자본시장법에서는 선물과 현물 양방향간 현·선 연계시세조종을 금지하고, 파생결합증권과 기초자산인 증권간 양방향 연계시세조종을 금지하는 규정을 마련한 것이다.

다만, 현행법상 여전히 선물과 선물간의 연계거래를 통한 불공정거래행위, 이른바 ‘선·선 연계 불공정거래행위’에 대한 규제는 도입되지 않고 있다. 선·선 연계 불공정거래행위에서는 연계대상인 선물 종목 간에는 ‘연계성’의 요건을 충족하여야 하기 때문에 동일한 기초자산을 대상으로 하는 서로 다른 선물 종목간의 연계성을 이용하는 경우가 전형적일 수 있다. 실제 이러한 가격연계성을 이용하여 시세조종행위가 행하여질 가능성이 높기 때문에 종목간 선·선 연계 불공정거래행위를 입법화해야 한다는 주장이 제기되기도 한다. 그러나 이러한

스 법학연구, 제2권 2호, 2010, 76쪽

175) 한국거래소의 시장감시규정 제2조 제9항은 연계거래의 정의를 “가격 연동성이 있는 2개 이상으로서 증권의 종목간, 장내파생상품의 종목간 또는 증권의 종목과 장내파생상품의 종목 간을 연계하는 거래”로 하고 있다.

176) ‘현선연계’란 과거 파생상품을 ‘선물’ 그리고 그 기초자산을 ‘현물’이라고 부르던 데서 기인한 용어라고 한다. 자본시장법상 용어로는 ‘파생상품’과 그 ‘기초자산’이라고 하는 것이 보다 정확하다고 한다. 김건식·정순섭, 자본시장법, 두성사, 2010, 366쪽 각주 37) 참조

문제는 현행 자본시장법에서는 후술하게 될 부정거래로 포섭하여 규율할 수 있는 여지가 있을 것이다.¹⁷⁷⁾

한편 법문에 따라 연계에 의한 시세조종행위가 성립하기 위해서는 부당한 이익을 얻거나 제삼자에게 부당한 이익을 얻게 할 목적이 있어야 한다. 문제는 ‘부당한 이익’이 과연 무엇인가라는 해석상의 문제이다. 여기서의 ‘부당’은 가치개념이 아니라 축적된 경험으로부터 판단되어질 수 있는 경험개념이므로, 예컨대 조세법에서 ‘부당’ 개념을 ‘경제적 합리성의 결여’를 뜻하는 것으로 이해하는 학설과 판례의 일반적인 입장을 바탕으로 현·선 연계시세조종의 요건을 해석함에 있어서도 원용될 수 있다는 견해가 있다. 이에 따르면 현·선 연계 시세조종의 요건으로서의 ‘부당’은 거래의 결과가 아니라 거래의 과정에 있어서의 부당을 의미한다고 보는 것이 타당하다고 한다.¹⁷⁸⁾

개별법의 규정에 따라서는 ‘부당’ 여부를 ‘거래의 결과’를 가지고 판단하는 경우가 있는가 하면 ‘거래의 과정’을 가지고 판단하는 경우도 있다. 따라서 개별법의 목적과 입법취지 및 조문의 체계를 종합적으로 고려하여 해석하는 것이 필요하다고 할 수 있을 것이다. 다만 자본시장법상 불공정거래에서 시세조종은 ‘시장의 거래질서’를 주된 보호법익으로 하는 형사처벌 규정이다.¹⁷⁹⁾ 또한 보호법익의 현실적 침해로 요하는 침해범이 아니라 보호법익에 대한 위협의 야기로 즉한 위협범이며, 그 중에서도 위협에 대한 인식이 고의의 내용이 되는 구체적 위협범이라고 할 것이다. 그러므로 현·선 연계 시세조종의 요건으로서의 ‘부당’은 거래의 결과가 아니라 거래의 과정에 있어서의 부당을 의미한다는 견해가 타당하다고 생각된다.

177) 같은 견해로, 안수현, 자본시장법 시행 이후 불공정거래 규제 변화와 과제, BFL 제40호, 2010.3. 78쪽.

178) 최성근, 상품선물 시세조종에 대한 규제-현·선 연계시세조종을 중심으로-, 한양법학 제29권 (2010), 413~414쪽

179) Ferry W. Markham, *Commodities Regulation : Fraud, Manipulation & Other Claims*, New York : Clark Boardman Callahan, 1993, pp.3-4-3-6.

2) 연계 시세조종행위의 매커니즘

연계 시세조종이 성공하기 위해서는 다음과 같은 몇 가지 요건이 필요하다.¹⁸⁰⁾ 첫째 가격조작상품과 이익획득상품간의 가격연계성, 둘째 가격조작상품과 이익획득상품간의 유동성조건 충족, 셋째 가격조작상품의 가격충격효과가 극대화, 넷째 이익획득상품에서의 이익종목 효과의 극대화 등이 그러하다. 때문에 가격조작상품과 이익획득상품이 기본적으로 동일할 것을 전제로 하는 기존의 시세조종행위의 규제만으로는 연계 시세조종행위를 모두 규제하는 것은 사실상 어려울 것이다.¹⁸¹⁾ 이를 정리해서 상설하면 다음과 같다.¹⁸²⁾

(1) 가격조작상품과 이익획득상품의 존재

연계 시세조종행위가 일반적인 불공정거래행위와는 구분되는 가장 중요한 특징은 연계 시세조종행위에서는 가격조작상품과 이익획득상품이 존재한다는 점이다.¹⁸³⁾ 앞에서 언급한 것처럼, ‘가격조작상품’은 이익획득상품에서 이익을 얻기 목적으로 가격을 조작하는 상품이고, ‘이익획득상품’은 가격조작상품의 가격조작을 통하여 이익을 획득할 수 있는 포지션에 있는 상품을 말한다.

(2) 매매의도 파악의 어려움

연계 시세조종행위는 현물과 선물을 연계한 결합포지션의 구축을 통하여 이루어지므로 거래당사자의 매매의도를 파악하기가 쉽지 않다. 그럼에도 불구하고 자본시장법은 연계 불공정행위에 해당하려면 단순히 시세를 변동하거나 고정시

180) 선정훈, 파생상품 관련 불공정거래 유형과 규제방안, 선물시장, 한국선물협회, 2005.9, 6쪽, 성희환, 자본시장법상 연계 불공정거래의 규제현황과 개선방향-주기연계증권(ELS) 연계거래를 중심으로, 금융법연구 제6권 제2호 (2009), 50쪽에서 재인용

181) 김홍기, 자본시장법상 연계불공정거래 규제체계 및 입법론·해석론의 시사점, 연세 글로벌 비즈니스 법학연구, 제2권 2호, 2010, 79~80쪽

182) 김용재, 자본시장법(上), 고려대학교 출판부, 2011, 666~667쪽 참조

183) 연계 불공정거래행위에서의 시세조종은 가격조작상품을 대상으로 하지만 시세조종의 목적은 이익획득상품에서 이익을 얻기 위함에 있다. 즉 시세조종의 대상과 이익획득의 대상이 동일한 일반적인 시세조종행위와는 차이가 있음을 주의하여야 한다. 선정훈, 파생상품 관련 불공정거래 유형과 규제방안, 선물시장, 한국선물협회, 2005.9, 6쪽.

키는 것 이외에 이익획득상품에서 '부당한 이익을 얻을 목적'을 요구하는데(제176조 제4항) 이를 입증하는 데는 많은 어려움이 있을 것이라고 생각한다,

(3) 시세조종의 형태로 발현

여기서의 행위태양은 상품종목간의 가격연계성을 이용하는 특성상 시세조종의 형태를 가지는 경우가 대부분일 것으로 보인다. 자본시장법 역시 이익획득상품에서 부당한 이익을 얻기 위해서 가격조작상품의 '시세를 변동 또는 고정시키는 행위'(제176조 제4항)를 금지하는데, 이는 연계불공정거래행위가 시세조종의 형태로 행하여지는 것을 상정한 입법이라고 한다.¹⁸⁴⁾

3) 유형

연계 시세조종행위의 유형은 자본시장법 제176조 제4항에 따라 다음과 같은 세가지 형태로 세분될 수 있다. ① 증권의 현·선 연계 시세조종(제176조 제4항 제1호), ② 선·현 연계 시세조종(제176조 제4항 제2호), ③ 증권 현·현 연계 시세조종(제176조 제4항 제3호)이 그것이다.

표 11 연계시세조종행위의 유형¹⁸⁵⁾

이익목적시장	시세조종시장	비고
장내파생상품	기초자산	제 174조4항1호
기초자산	장내파생상품	제 174조4항2호
증권	증권	제 174조4항3호

(1) 증권의 현·선 연계 시세조종

자본시장법 제174조 제4항 제1호는 장내파생상품 매매에서 부당한 이익을 얻거나 제삼자에게 부당한 이익을 얻게 할 목적으로 그 장내파생상품의 기초자산

184) 김홍기, 자본시장법상 연계불공정거래 규제체계 및 입법론·해석론의 시사점, 연세 글로벌 비즈니스 법학연구, 제2권 2호, 2010, 78쪽

185) 김건식·정순섭, 자본시장법, 두성사, 2010, 366쪽에서 인용한 것이다.

의 시세를 변동 또는 고정시키는 행위를 금지함으로써 이른바 현·선 연계 시세 조종행위를 금지하고 있다. 증권의 현선 연계 시세조종의 경우 또한 ① 개별종목 증권과 개별 파생상품의 연계¹⁸⁶⁾, ② 다수종목과 지수의 연계¹⁸⁷⁾, ③ 개별종목과 지수의 연계¹⁸⁸⁾의 유형으로 세분될 수 있다.¹⁸⁹⁾

(2) 선·현 연계 시세조종

자본시장법 제176조 제4항 제2호는 장내파생상품의 기초자산의 매매에서 부당한 이익을 얻거나 제삼자에게 부당한 이익을 얻게 할 목적으로 그 장내파생상품의 시세를 변동 또는 고정시키는 행위를 금지함으로써 현·선 역방향의 시세 조종행위 또는 선·현 연계 시세조종행위를 금지하고 있다.

일반적으로 현·선 순방향 시세조종과 달리 현·선 역방향 시세조종, 즉 현물 거래에서 부당한 이익을 위하여 선물거래 시세조종은 다음과 같은 몇 가지 이유에서 현실적으로 발생할 가능성은 높지 않아 보인다.¹⁹⁰⁾ 그 이유는 다음과 같다. 먼저 선물시장에서는 수요와 공급이 무한대로 창출되기 때문에 시세조종이 현물시장에서보다 어려운 점이 있다. 또한 선물시장의 유동성이 부족할 때는 차익거래가 곤란하기 때문에 선물가격 조종에도 현물가격이 변동하지 않으면 연계거래에 의한 이득의 취득이 어려운 점도 그 이유이다. 마지막으로 선물시장의

186) 개별종목 증권의 가격을 조작하여 이를 기초자산으로 하는 개별 파생상품의 거래에서 이익을 얻는 거래이다. 대표적인 것이 주식선물과 주식옵션이다. 이들 파생상품은 주식워런트증권(ELW)과 같이 레버리지효과가 크므로 시세조종 대상이 되기 쉽다. 실제 거래소가 주식옵션과 주식선물을 도입할 당시 이들이 지수파생상품에 비해서 시세조종의 위험이 현저히 크다는 점이 핵심 문제점으로 대두되기도 했다. 성희환, 자본시장법상 연계 불공정거래의 규제현황과 개선방향-주가연계증권(ELS) 연계거래를 중심으로, 금융법연구 제6권 제2호 (2009), 56쪽

187) 콜옵션 및 선물을 매수한 후 동상품들의 가격 상승을 위하여 대량의 프로그램 매수로 결제지수를 상승 유도하는 행위 또는 풋옵션 및 선물을 매도한 후 동 상품의 가격 하락을 위하여 대량의 프로그램 매도로 결제지수를 하락 유도하는 행위를 들 수 있다.

188) KOSPI200과 같은 많은 대형우량주로 구성된 지수를 움직이기 위하여 개별 종목을 인위적으로 움직이는 것은 어렵지만 예외적으로 기초자산중 하나인 개별 증권이 지수 영향력이 막대할 경우 개별 종목과 지수를 연계하여 이익을 얻는 시세조종거래가 가능하다.

189) 김용재, 자본시장법(上), 고려대학교 출판부, 2011, 669~672쪽 참조

190) 성희환, 자본시장법상 연계 불공정거래의 규제현황과 개선방향-주가연계증권(ELS) 연계거래를 중심으로, 금융법연구 제6권 제2호 (2009), 60쪽

유동성이 높은 경우에는 선물거래의 가격예시기능 및 차익거래 등으로 인해 선물가격 조종 시 현물가격도 변동하게 되지만 즉시 본질가치로 회귀하기 때문에 성공확률이 높지 않다는 점도 그 이유가 될 것이다.

그러나 발생 가능성이 높지 않다는 것이지 그것이 아예 불가능하다는 것은 아니고 또한 앞으로는 거래기법의 발달과 시장 환경의 변화로 충분히 가능할 수도 있기 때문에, 미리 이에 대비할 필요가 있다는 취지에서 자본시장법은 선·현 연계 시세조종을 금지하고 있는 것이다.¹⁹¹⁾ 선·현 연계 시세조종 또한 다음과 같은 세 가지 형태로 세분될 수 있다.¹⁹²⁾ ① 지수와 개별종목의 연계거래¹⁹³⁾, ② 지수와 다수 현물종목 간 연계거래¹⁹⁴⁾, 그리고 ③ 개별 파생상품과 개별 증권의 연계거래¹⁹⁵⁾

(3) 증권 현·현 연계 시세조종

현행 자본시장법은 구 증권거래법에서는 규제의 공백이 있었던 현·현 연계거래를 규제하고 있다. 현·현 연계 시세조종이라 함은 현물상품, 즉 증권간 연계성을 이용하여 한 증권의 시세조종으로 다른 증권에서 이익을 얻고자 하는 불공정거래를 말한다. 자본시장법 제176조 제4항 제3호는 증권의 매매에서 부당한 이익을 얻거나 제삼자에게 부당한 이익을 얻게 할 목적으로 그 증권과 연계된 증권으로서 대통령령¹⁹⁶⁾으로 정하는 증권의 시세를 변동 또는 고정시키는 행위

191) 김용재, 자본시장법(上), 고려대학교 출판부, 2011, 672쪽 참조. 같은 취지로 성희환, 자본시장법상 연계 불공정거래의 규제현황과 개선방향-주기연계증권(ELS) 연계거래를 중심으로-, 금융법연구 제6권 제2호 (2009), 60쪽

192) 김용재, 자본시장법(上), 고려대학교 출판부, 2011, 673~674쪽 참조

193) 이 유형의 연계거래에서는 특정 현물종목에서의 이익을 위하여 그 종목이 포함된 지수의 시세를 조종한다는 것은 거의 불가능하고 무의미하다는 점에서 이 유형의 순방향 연계거래와는 크게 다르다.

194) 이 유형의 연계거래에는 보유 현물의 고가매도를 위해 KOSPI 200 선물지수를 상승시키고, 이후 순차적으로 베이스 확대에 따른 프로그램수의 유입을 유도하여 KOSPI 200 현물지수를 상승시키는 방법이 있다.

195) 주식선물의 가격조작을 통하여 동 상품과 유사한 종목 ELW에서 이익을 취득하는 경우가 대표적이라 할 수 있다.

196) 자본시장법 시행령 제207조(연계증권의 범위) 법 제176조제4항제3호에서 “대통령령으로 정하는 증권”이란 다음 각 호와 같다.

를 금지함으로써 증권의 현·현 연계 시세조종 행위를 금지하는 것이다.

여기서 시세변동 또는 고정의 대상인 증권은 상장증권이어서만 하는지에 대한 해석학적 문제가 제기될 수 있을 것이다. 이에 대해 동 조항은 장내시장을 기준으로 일반투자자 보호에 그 취지가 있으므로 비상장증권은 대상이 아니라는 견해도 있으나, 법문상 “상장증권”이 아닌 단순 “증권”으로 규정하고 있고, 동 조항

1. 전환사채권이나 신주인수권부사채권의 매매에서 부당한 이익을 얻거나 제3자에게 부당한 이익을 얻게 할 목적인 경우에는 그 전환사채권이나 신주인수권부사채권과 연계된 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 증권
 - 가. 그 전환사채권이나 신주인수권부사채권과 교환을 청구할 수 있는 교환사채권
 - 나. 지분증권
 - 다. 그 전환사채권이나 신주인수권부사채권을 기초자산으로 하는 파생결합증권
 - 라. 그 전환사채권이나 신주인수권부사채권과 관련된 증권예탁증권
2. 교환사채권의 매매에서 부당한 이익을 얻거나 제3자에게 부당한 이익을 얻게 할 목적인 경우에는 그 교환사채권의 교환대상이 되는 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 증권
 - 가. 전환사채권이나 신주인수권부사채권
 - 나. 지분증권
 - 다. 파생결합증권
 - 라. 증권예탁증권
3. 지분증권의 매매에서 부당한 이익을 얻거나 제3자에게 부당한 이익을 얻게 할 목적인 경우에는 그 지분증권과 연계된 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 증권
 - 가. 전환사채권이나 신주인수권부사채권
 - 나. 그 지분증권과 교환을 청구할 수 있는 교환사채권
 - 다. 그 지분증권을 기초자산으로 하는 파생결합증권
 - 라. 그 지분증권과 관련된 증권예탁증권
 - 마. 그 지분증권 외의 지분증권
4. 파생결합증권의 매매에서 부당한 이익을 얻거나 제3자에게 부당한 이익을 얻게 할 목적인 경우에는 그 파생결합증권의 기초자산으로 되는 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 증권
 - 가. 전환사채권이나 신주인수권부사채권
 - 나. 교환사채권(가목, 다목 또는 라목과 교환을 청구할 수 있는 것만 해당한다)
 - 다. 지분증권
 - 라. 증권예탁증권
5. 증권예탁증권의 매매에서 부당한 이익을 얻거나 제3자에게 부당한 이익을 얻게 할 목적인 경우에는 그 증권예탁증권의 기초로 되는 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 증권
 - 가. 전환사채권이나 신주인수권부사채권
 - 나. 교환사채권(가목, 다목 또는 라목과 교환을 청구할 수 있는 것만 해당한다)
 - 다. 지분증권
 - 라. 파생결합증권

의 취지가 파생결합증권(ELS)에서 이익을 얻을 목적으로 그 기초자산인 증권의 시세를 변동 또는 고정시키는 행위를 금지하려는 데 있다는 점 등을 감안할 때 반드시 상장증권일 필요는 없다고 할 것이다.¹⁹⁷⁾

때문에 대상이 되는 증권은 전환사채, 신주인수권부사채, 주식워런트증권(ELW), 상장지수펀드(ETF, 인덱스 펀드를 개별종목처럼 거래소에 상장시켜 매일 거래가 가능하도록 만든 펀드)등으로 다양할 수 있다. 특히 이러한 파생결합증권의 경우는 레버리지 효과가 전환사채나 신주인수권부사채보다 훨씬 크기 때문에 연계시세조종의 유혹이 더욱 크다고 할 수 있다.

표 12 증권연계시세조종행위의 규제대상 증권의 범위

이익목적시장	시세조종시장	비고
전환사채권/ 신주인수권 부사채권	그 전환사채권이나 신주인수권부사채권과 연계된 가. 그 전환사채권이나 신주인수권부사채권과 교환을 청구할 수 있는 교환사채권 나. 지분증권 다. 그 전환사채권이나 신주인수권부사채권을 기초자산으로 하는 파생결합증권 라. 그 전환사채권이나 신주인수권부사채권과 관련된 증권예탁증권	령 207조1호
교환사채권	그 교환사채권의 교환대상이 되는 가. 전환사채권이나 신주인수권부사채권 나. 지분증권 다. 파생결합증권 라. 증권예탁증권	령 207조2호
지분증권	그 파생결합증권의 기초자산으로 되는 가. 전환사채권이나 신주인수권부사채권 나. 그 지분증권과 교환을 청구할 수 있는 교환사채권 다. 그 지분증권을 기초자산으로 하는 파생결합증권 라. 그 지분증권과 관련된 증권예탁증권	령 207조3호
파생결합증권	그 파생결합증권의 기초자산으로 되는 가. 전환사채권이나 신주인수권부사채권 나. 교환사채권(가목, 다목 또는 라목과 교환을 청구할 수 있는 것만 해당) 다. 지분증권 라. 증권예탁증권	령 207조4호
증권예탁증권	그 증권예탁증권의 기초로 되는 가. 전환사채권이나 신주인수권부사채권 나. 교환사채권(가목, 다목 또는 라목과 교환을 청구할 수 있는 것만 해당) 다. 지분증권 라. 파생결합증권	령 207조5호

197) 금융감독원 금융감독개론, 2010, 553쪽

4) 제재의 유형

(1) 민사책임(제177조)

자본시장법 제177조에서는 시세조종을 한 자에 대하여, 그 위반행위로 인하여 형성된 가격에 의하여 해당 상장증권 또는 장내파생상품의 매매를 하거나 위탁을 한 자가 그 매매 또는 위탁으로 인하여 입은 손해를 배상할 책임을 진다고 규정하고 있다. 여기서 특히 고려해야 할 것은 인과관계와 손해배상액의 산정의 문제이다. 인과관계의 경우 불법행위를 원인으로 손해배상을 청구하려면 불법행위와 손해간의 인과관계의 존재가 요구된다. 문제는 인과관계의 범위이다. 시세조종행위에 의해 부당하게 형성된 시장가격을 신뢰하고 거래를 하였다는 거래인과관계(transaction causation)뿐만 아니라 부당하게 형성된 가격에 의하여 손해가 발생하였다는 손해인과관계(loss causation)를 증명하여야 한다는 견해도 있지만,¹⁹⁸⁾ 거래인과관계만 인정하면 족하지 굳이 손해인과관계까지 요구하여 손해배상의 요건을 까다롭게 할 실익은 없다고 보인다.¹⁹⁹⁾ 따라서 위법한 시세조종행위가 있었지만 실제의 주가에 영향을 주지 않았다면 손해가 발생하였다고 할 수 없으므로 손해배상책임도 없게 되는 것이다.²⁰⁰⁾

또한 시세조종행위와 관련된 손해배상 문제에 있어서 우리 헌법재판소²⁰¹⁾와

198) 서완석, 자본시장법상의 시세조종행위 규제, 상사판례연구. 제22권 제3호(2009), 218쪽

199) 같은 견해로 김건식·정순섭, 자본시장법, 두성사, 2010, 372쪽, 임재연, 자본시장법, 박영사, 2010, 395쪽. 이에 따르면 거래인과관계의 요구는 사실상으로는 이론상으로 불가능하기 때문에 손해배상청구원의 요건이 아니라고 한다. 미국 증권법상의 '시장에 대한 사기이론(fraud on the market theory)'에 의하면 원고가 시세조종행위로 인하여 형성된 가격에 매매를 할 경우 거래인과관계의 존재를 추정받는데, 자본시장법 제177조 제1항은 이러한 시장에 대한 사기이론을 명문화한 것이라는 견해로는, 김용재, 자본시장법(上), 고려대학교 출판부, 2011, 679~680쪽

200) 대법원 2002. 12.26. 선고 2000다23440, 23457판결.

201) 헌법재판소 2003.9.25. 2002헌바69결정. 법 제207조의2 본문규정에 의한 법정형은 10년 이하의 징역 또는 2천만원 이하의 벌금이지만, 같은 조 단서규정에 의하여 위반행위로 얻은 이익의 3배에 해당하는 금액이 2천만 원을 초과하는 때에는 그 벌금형의 상한이 위반행위로 얻은 이익의 3배에 상당하는 금액으로 높아진다. 그런데, 이 사건 규정을 보면 위와 같이 벌금형의 법정형 상한을 높이는 요소에 관하여 '위반행위로 얻은 이익'이라고만 되어 있을 뿐 '위반행위로 얻은 이익'이 무엇을 의미하는지 즉, 그 이익의 액수를 어떤 방식으로 산정해야 하는지에 관한 구체적인 규정은 두고 있지 않다. 이로 인하여 이 사건 규정이 말하는 '위반행위로 얻은 이익'의 의미 및 산정방식을 둘러싸고 여러 견해가 있을 수 있게 되었는바, 대법원은 이 사건 규정상의 '위반행위

법원²⁰²⁾은 시세조종으로 인한 부당이득을 위반행위가 개입된 거래를 통하여 얻은 이익 전체(시세차익)라고 해석하여 그것을 산정함에 있어 시세조종과 부당이득 간에는 직접적인 인과관계나 상당한 인과관계가 필요하지 않다는 입장이다. 시세조종행위에 대한 손해배상책임 산정 방식 관하여 현재 우리나라 헌법재판소와 대법원이 채택하고 있는 방식으로는 시세조종 행위가 없었다면 형성되었을 가격(정상적인 주가)과 시세조종행위로 인하여 형성된 가격으로 피해자가 실제로 거래한 가격(조작된 주가)의 차액을 “매매거래 또는 위탁에 관하여 입은 손해”로 보는 차액산정방식이다. 물론 시세조종으로 인한 손해의 발생은 형사적 처벌과는 달리 민사적 구제 즉, 손해배상청구에 있어서는 필수적으로 충족되어야 할 요건이다.²⁰³⁾

로 얻은 이익'이라 함은 당해 위반행위로 인하여 행위자가 얻은 이윤 즉 그 거래로 인한 총수입에서 그 거래를 위한 총비용을 공제한 차액을 말하고 따라서 현실거래로 인한 시세조종행위로 얻은 이익은 그 시세조종행위와 관련된 유가증권거래의 총매도금액에서 총매수금액 및 그 거래를 위한 수수료, 증권거래세 등의 거래비용을 공제한 나머지 순매매이익을 뜻한다고 판시하여(대법원 2002. 6. 14. 선고 2002도1256 판결 ; 대법원 2002. 7. 26. 선고 2002도1855 판결) ‘위반행위로 얻은 이익’이란 시세차익을 의미한다는 입장에 있다.

- 202) 대법원 2004.9.3. 2004도1628판결. 구 증권거래법(2007. 8. 3. 법률 제8635호로 공포되어 2009. 2. 4. 시행된 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 부칙 제2조로 폐지) 제207조의2와 제214조에서 정한 ‘위반행위로 얻은 이익’이란 그 위반행위와 관련된 거래로 인한 이익을 말하는 것으로서 위반행위로 인하여 발생한 위험과 인과관계가 인정되는 것을 의미한다. 통상적인 경우에는 위반행위와 관련된 거래로 인한 총수입에서 그 거래를 위한 총비용을 공제한 차액을 산정하는 방법으로 인과관계가 인정되는 이익을 산출할 수 있겠지만, 구체적인 사안에서 위반행위로 얻은 이익의 가액을 위와 같은 방법으로 인정하는 것이 부당하다고 볼 만한 사정이 있는 경우에는, 사기적 부정거래행위를 근절하려는 위 법 제207조의2와 제214조의 입법 취지와 형사법의 대원칙인 책임주의를 염두에 두고 위반행위의 동기, 경위, 태양, 기간, 제3자의 개입 여부, 증권시장 상황 및 그 밖에 주가에 중대한 영향을 미칠 수 있는 제반 요소들을 전체적·종합적으로 고려하여 인과관계가 인정되는 이익을 산정해야 하며, 그에 관한 입증책임은 검사가 부담한다. 한편, 구 범죄수익은닉의 규제 및 처벌 등에 관한 법률(2007. 12. 21. 법률 제8719호로 개정되기 전의 것) 제2조 제1호 [별표 제16호], 제2호 (가)목, 제8조, 제10조에서 몰수 또는 추징 대상으로 정한 구 증권거래법 제207조의2의 범죄행위에 의하여 생긴 재산인 불법수익 역시 위와 마찬가지로 구 증권거래법 제207조의2 위반행위와 관련된 거래로 인한 이익으로서 위반행위로 인하여 발생한 위험과 인과관계가 인정되는 것을 의미하므로, 법원은 그 인과관계가 인정되는 이익이라고 하더라도 여러 사정을 고려하여 재량에 따라 그 불법수익의 몰수 또는 추징 여부를 최종 결정하면 된다.

- 203) 최성근, 상품선물 시세조종에 대한 규제·현·선 연계시세조종을 중심으로, 한양법학 제29권 (2010), 427~428쪽

한편 동조 제2항에서는 제1항에 따른 손해배상청구권은 청구권자가 제176조를 위반한 행위가 있었던 사실을 안 때부터 1년간, 그 행위가 있었던 때부터 3년간 이를 행사하지 아니한 경우에는 시효로 인하여 소멸한다고 하여 소멸시효규정을 두고 있다. 손해배상청구권에 대한 1년의 소멸시효는 청구권자가 그 위반행위가 있었던 사실을 안 때부터 기산되어야 할 것이지, 위반자에 대한 유죄의 형사판결이 선고되거나 확정된 때부터 기산되어야 한다고 볼 수는 없을 것이다.²⁰⁴⁾

(2) 행정책임

시세조종행위를 한 증권관계기관 또는 그 임직원인 경우에는 형사조치와 별개로 임원 해임권고 등 행정제재의 대상이 될 것이다. 특히 시세조종은 금융투자업자의 임·직원이 관여하는 경우도 일반적이기 때문에 이러한 경우를 막기 위해 자본시장법은 금융위원회에게 금융투자업자가 시세조종에 관여한 경우에 인가 또는 등록을 취소하거나(제420호 제1항 제6호, 령 제373조 제1항 제20호), 영업의 전부 또는 일부의 정지등 불이익 처분을 할 수 있는 권한을 부여하고 있다(제420호 제3항 각호). 금융투자업자의 임·직원이 그러한 행위에 가담한 경우에는 각각 해임요구 등이나 면직 요구 등의 조치를 취할 수 있다(제422조 제1항, 제2항). 또한 금융투자업자의 임·직원에 대한 조치를 취할 경우 금융위원회는 그 임·직원에게 대하여 관리·감독 책임이 있는 임·직원에게 대한 조치를 함께 하거나 이를 요구할 수 있다(제422조 제3항). 다만 관리·감독 책임이 있는 자가 그 임·직원의 관리·감독에 상당한 주의를 다한 경우에는 조치를 감면할 수 있다(제422조 제3항 단서).

204) 대법원 2002. 12.26. 선고 2000다23440, 23457판결. 증권거래법 제188조의4, 5에 터잡은 손해배상청구권에 대한 1년의 소멸시효는 청구권자가 그 위반행위가 있었던 사실을 안 때부터 기산되어야 하며, 위반자에 대한 유죄의 형사판결이 선고되거나 확정된 때부터 기산되어야 한다고 볼 수 없다. 기록을 살펴보면, 원고는 늦어도 이 사건 소장 제출시에는 위 법률위반행위 사실을 알았다고 본 원심 판단에 수긍이 가고, 거기에 상고이유로 지적하는 바와 같은 잘못이 있다고 할 수 없으며, 원고가 들고 있는 대법원판결들은 이 사건과 사안을 달리 하는 것들이어서 이를 원용하기에 적절한 것들이 아니다.

(3) 형사책임(제443조 제1항)

가) 조문의 구성

자본시장법 제443조 제1항에 따라 시세조종을 한 자는 10년 이하의 징역 또는 5억원 이하의 벌금에 처한다. 다만, 그 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 3배에 해당하는 금액이 5억원을 초과하는 경우에는 그 이익 또는 회피한 손실액의 3배에 상당하는 금액 이하의 벌금에 처한다. 또한 제2항에서는 시세조종 행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액이 5억원 이상인 경우에는 제1항의 징역을 다음 각 호의 구분에 따라 가중한다.

1. 이익 또는 회피한 손실액이 50억원 이상인 경우에는 무기 또는 5년 이상의 징역에 처한다.
2. 이익 또는 회피한 손실액이 5억원 이상 50억원 미만인 경우에는 3년 이상의 유기징역에 처한다.

나) 이익의 산정 및 귀속주체

일반적으로 위반행위로 인한 이익이란 시세조종행위로 인한 총수입에서 그 거래를 위한 총비용을 공제한 차액을 의미하게 된다. 또한 판례는 미실현이익도 이익의 산정에 포함시키고 있다. 즉 “구 증권거래법(2002. 4. 27. 법률 제6695호로 개정되기 전의 것) 제207조의2 단서에서 정하고 있는 ‘위반행위로 얻은 이익’이라 함은 거기에 함께 규정되어 있는 ‘손실액’에 반대되는 개념으로서 당해 위반행위로 인하여 행위자가 얻은 이윤 즉 그 거래로 인한 총수입에서 그 거래를 위한 총 비용을 공제한 차액을 말하고, 따라서 현실거래로 인한 시세조종행위로 얻은 이익은 그 시세조종행위와 관련된 유가증권거래의 총 매도금액에서 총 매수금액 외에 그 거래를 위한 매수수료, 매도수수료, 증권거래세(증권거래소의 경우 농어촌특별세를 포함한다) 등의 거래비용도 공제한 나머지 순매매이익을 의미한다고 할 것이고, 그와 같은 이익의 산정은 시세조종행위 개시 후 종료시점까지의 구체적 거래로 인한 이익 및 시세조종행위 종료 시점 당시 보유 중이던 시세조종 대상 주식의 평가이익 등이 모두 포함되어야 할 것이고 벌금형의

상한이 되는 이익 또는 회피한 손실액의 3배가 되는 금액은 피고인에 대한 형을 정함에 있어 기준이 되는 중요한 요소라 할 것이므로 법원으로서 기록에 나타난 자료를 이용하여 피고인이 증권거래법 제188조의4의 규정에 위반한 행위로 인하여 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 3배에 해당하는 금액을 산정한 후 그 범위 내에서 피고인에 대한 형을 정하는 것이 원칙이다.”라고 판시함으로써, 시세조종기간 중 주식매도를 통한 현실적인 시세이익을 얻은 바 없이 보유 중인 주식의 평가이익(미실현이익)도 이익의 산정에 포함시키고 있는 것이다.

이러한 판례의 입장에 대해 비판적인 견해가 존재한다. 즉 제443조 제1항의 적용에 있어서는 미실현이익을 이익산정 시 포함하더라도 별 문제가 되지는 않지만, 동조 제2항의 적용에 있어서는 이익액이 구성요건의 일부이자 법정형의 상한선 설정기준이라는 점을 감안해야 할 것이고, 이 경우 미실현이익을 포함시키지 않는 것이 죄형법정주의의 요청에 부합한다는 것이다.²⁰⁵⁾ 이처럼 부당한 이익 또는 회피한 손실액수에 따라 법정형에 차이가 발생하기 때문에 부당이익의 산정방식을 법원 등의 자의적 판단에 맡겨두게 되면, 헌법상 일반 원칙인 평등원칙과 비례의 원칙 및 책임주의에 반할 가능성 크다고 할 것이다.²⁰⁶⁾

이처럼 시세조종행위를 형사처벌함에 있어서 이익의 산정이 구성요건에 해당하는지 여부를 판단해 주는 가장 중요한 요소라는 점을 감안할 필요가 있을 것이다. 이와 관련하여 우리 대법원과 헌법 재판소도 이익액을 산출해 낼 합리적인 해석기준을 정립하여 죄형법정주의에 위반된다는 오해를 불식시킬 것을 간접적으로 요구하고 있다.²⁰⁷⁾

다) 양벌규정의 문제

법인의 대표자나 법인 또는 개인의 대리인, 사용인 그 밖에 종업원이 업무에 관하여 시세조종행위를 한 경우에는 행위자를 벌하는 외에 그 법인이나 개인에 대해서도 똑같은 벌금이 부과되지만(제448조) 법인 또는 개인이 그 위반행위를

205) 임재연 자본시장법, 박영사, 2010, 871쪽; 같은 견해로 김용재, 자본시장법(上), 고려대학교 출판부, 2011, 683쪽

206) 김병태, 시세조종 관련 부당이익에 관한 연구. 인권과 정의 제382호 (2008), 89쪽

207) 헌법재판소 2003. 9.25 선고 2002헌바69, 2003헌바41(병합) 결정.

방지하기 위하여 해당 업무에 관하여 상당한 주의와 감독을 게을리 하지 아니한 경우에는 면책을 하고 있다. 따라서 양벌규정을 피하기 위해서는 위반행위에 연루된 법인이나 개인 감독을 게을리 하지 않았음을 적극적으로 입증하여야 할 것이다.

라) 포괄일죄의 문제

주지하다시피 자본시장법 제176조은 항을 구분하여 4가지 유형의 시세조종행위를 별도로 규정하고 있다. 그럼에도 불구하고 대법원은 주식을 대량으로 매집하여 그 시세를 조종하려는 목적으로 여러 차례에 걸쳐 통정 및 가장매매행위, 고가매수주문 및 허위매수주문행위 등의 불공정거래행위를 반복한 경우, “위 각 행위는 모두 포괄하여 같은 법 제207조의2 제2호, 제118조의4 소정 불공정거래행위금지 위반의 일죄를 구성한다” 고 판시하고 있다.²⁰⁸⁾ 대법원은 이른바 ‘아세아종합금융사건’²⁰⁹⁾과 ‘영남제분사건’²¹⁰⁾에서도 동일한 입장을 피력한 바 있다.

208) 대법원 2005. 11.10.선고 2004도1164판결. [2] 주식을 대량으로 매집하여 그 시세를 조종하려는 목적으로 여러 차례에 걸쳐 구 증권거래법(2002. 4. 27. 법률 제6695호로 개정되기 전의 것) 제188조의4 제1항 제1호 내지 제3호 소정의 통정 및 가장매매행위, 제2항 제1호 소정의 고가매수주문 및 허위매수주문행위 등의 불공정거래행위를 반복한 경우, 위 각 행위는 모두 포괄하여 같은 법 제207조의2 제2호, 제118조의4 소정의 불공정거래행위금지 위반의 일죄를 구성한다. [3] 2인 이상이 범죄에 공동 가공하는 공모관계에서 공모는 법률상 어떤 정형을 요구하는 것이 아니고, 2인 이상이 공모하여 어느 범죄에 공동 가공하여 그 범죄를 실현하려는 의사의 결합만 있으면 되는 것으로서, 비록 전체의 모의과정이 없었다고 하더라도 수인 사이에 순차적으로 또는 암묵적으로 상통하여 그 의사의 결합이 이루어지면 공모관계가 성립하고, 이러한 공모가 이루어진 이상 실행행위에 직접 관여하지 아니한 자라도 다른 공모자의 행위에 대하여 공동정범으로서의 형사책임을 지는 것이고, 이와 같은 공모에 대하여는 직접증거가 없더라도 정황사실과 경험법칙에 의하여 이를 인정할 수 있다.

209) 대법원 2002. 7.22선고, 2002도1969판결

210) 대법원 2002. 7.26선고, 2002도1855판결. 동일 죄명에 해당하는 수 개의 행위를 단일하고 계속된 범의하에 일정기간 계속하여 행하고 그 피해법익도 동일한 경우에는 이들 각 행위를 모두 포괄하여 일죄로 처단하여야 할 것인바, 주식시세조종의 목적으로 허위매수주문행위, 고가매수주문행위 및 통정매매행위 등을 반복한 경우, 이는 시세조종 등 불공정거래의 금지를 규정하고 있는 증권거래법 제188조의4에 해당하는 수개의 행위를 단일하고 계속된 범의하에서 일정기간 계속하여 반복한 범행이라 할 것이고, 이 범죄의 보호법익은 유가증권시장 또는 협회중개시장에서의 유가증권 거래의 공정성 및 유통의 원활성 확보라는 사회적 법익이고 각각의 유가증권 소유자나 발행자 등 개개인의 재산적 법익은 직접적인 보호법익이 아닌 점에 비추어 위 각 범행의 피해법익

또한 시세조종에 가담한 자가 공범관계에서 이탈한 후에 다른 공범들의 시세조종을 적극적으로 제지하지 않았다면, 결국 공범들이 얻은 이익의 전체를 기준으로 한 법정형의 처벌을 받게 된다.²¹¹⁾

제5절 부정거래행위

1. 부정거래 행위의 의의

가. 서설

1) 일반적·포괄적 부정거래행위 개념의 필요성

이미 언급한 것처럼 현행 자본시장법은 일반적이고 포괄적인 금융투자상품개념을 규정함으로써 금융상품의 복잡성을 높이고 보다 다양하고 유연한 금융투자상품의 개발이 가능하도록 하였다. 문제는 이와 같은 일반적이고 포괄적인 개념 때문에 오히려 금융시장의 완결성 보호 및 투자자보호에 흠결을 발생시킬 수도 있다는 점이다. 예컨대 금융당국에게 재량의 기초를 부여할 수 있는 일반적인 규제장치를 제공하지 않고, 시장의 금융상품 제조자들에게만 설계의 자유를 보장하게 되면, 결국 혁신의 탈을 쓴 독성 상품(toxic product)이 금융시장의 건전성과 완결성을 교란시킬 수 있다는 것이다.²¹²⁾ 문제는 이와 같은 시장교란행위가 일단 생기고 나면 독성 상품인지 여부를 불문하고 강력한 규제가 이루어져 과잉규제의 형태로 규제당국이 대응할 가능성이 높다는 점이다. 규제의 과잉은 시장의 자율성을 침해하여 궁극적으로 시장 효율성을 저해하고 금융체계의 혼란을 가져올 수 있는 것이다. 때문에 최선의 방책은 평시에 금융산업 내부의 자율규제를 원활하게 유도하는 방안일 것이다. 그리고 한편으로는 일반규정을 통한 통

의 동일성도 인정되므로, 증권거래법 제188조의4 소정의 불공정거래행위금지위반의 포괄일죄가 성립한다.

211) 임재연, 자본시장법, 박영사, 2010, 890~891쪽.

212) 최승재, 자본시장법 제178조 제1항 제1호에 대한 연구, 금융법연구 제6권 제2호 (2009), 20쪽

제를 통하여 독성상품을 규율할 수 있도록 하는 것이 바람직한 입법이 될 수 있다.

이처럼 거래상황에 따라 다양할 수밖에 없는 증권거래 일반에 대하여 불법행위의 태양을 모두 유형화하여 규정하는 입법방식은 사실상 불가능하다고 밖에 할 수 없다. 그렇기 때문에 보다 실효성이 있는 불공정거래 행위의 제재를 위해 포괄적 증권 사기행위 금지규정을 두는 입법적 타협에 이르렀고, 이에 자본시장법은 제178조를 독립조문으로 신설하게 된 것이다.

나. 조문의 구조와 그 특징

부정거래행위 등을 금지하는 자본시장법 제178조는 제1항에서 누구든지 금융투자상품의 매매(증권의 경우 모집·사모·매출을 포함한다. 이하 이 조 및 제179조에서 같다), 그 밖의 거래와 관련하여 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하여서는 아니 된다고 하면서,

1. 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위
2. 중요사항에 관하여 거짓의 기재 또는 표시를 하거나 타인에게 오해를 유발시키지 아니하기 위하여 필요한 중요사항의 기재 또는 표시가 누락된 문서, 그 밖의 기재 또는 표시를 사용하여 금전, 그 밖의 재산상의 이익을 얻고자 하는 행위
3. 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 유인할 목적으로 거짓의 시세를 이용하는 행위를 금지하고 있다. 또한 제2항에서는 누구든지 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 할 목적이거나 그 시세의 변동을 도모할 목적으로 풍문의 유포, 위계(僞計)의 사용, 폭행 또는 협박을 하여서는 아니 된다는 규정을 두고 있다.

이와 같은 제178조의 부정거래 행위금지 조항은 자본시장법상의 나머지 불공정거래 행위규정에 비해 다음과 같은 본질적인 차이점이 있다. 우선 주목해야 할 차이로는 제178조 제1항에서 금융투자상품의 매매 그 밖의 거래와 관련하여

일정한 부정행위를 금지하고 있는데, 이러한 제1항 제1호의 부정한 수단의 사용에 대한 적용에 있어서는 목적성을 요건으로 하지 않는다는 점이다. 이에 따라 폭넓게 시세조종은 물론 다양한 자본시장 범죄행위들을 규제하는 데 기여할 여지가 있다. 더구나 제178조 제1항은 행위 유형을 구체적으로 한정하지 않고 “부정한 수단, 계획 또는 기교”로 포괄적으로 규정함으로써 규제의 실효성을 한층 제고하고 있다.

둘째, 시세조종규정이 공개시장에서의 행위를 규제하는데 반해, 부정거래행위 등 금지조항에 의한 규제는 공개시장은 물론 장외시장에서의 거래도 포함하게 된다. 따라서 시세조종으로 규율하지 못하는 장외시장의 행위에 대해서도 제재할 수 있는 가능성이 생기게 된 것이다. 이 또한 시세조종과 같은 한정된 제재 방식에 따른 규제의 공백을 축소한다는 점에서 실효적이라고 할 수 있다.

마지막으로, 부정거래 행위금지 규정에서는 증권발행관련 부실공지(예컨대 증권모집매출관련 책임, 사업보고서상의 책임등)나 내부자 거래²¹³⁾ 내지 시세조종 행위자²¹⁴⁾의 책임과 달리 규정 위반으로 인해 손해배상을 부담할 배상책임자의 범위를 명시하고 있지 않다. 따라서 책임의 주체가 한정되어 있지 않기 때문에 누구든지 동 규정의 적용대상자가 될 수 있다는 점에서 더욱 실효성을 확보하게 되는 것이다.

2. 연혁적 고찰과 비교법적 고찰

가. 연혁적 고찰

자본시장의 발달과 함께 2000년대 중반에도 포괄적 사기금지조항을 신설하려는 시도가 있었다고 한다.²¹⁵⁾ 당시 국회재정경제위원회는 다음과 같은 두 가지

213) 내부자거래는 누구에게나 적용되는 것이 아니고 신분범으로서 법이 정한 내부자, 준내부자, 정보수령자에 한하여 적용되며, 상장법인의 업무관련 미공개정보를 이용하거나 제공하는 행위를 규제한다.

214) 시세조종에 대한 규제는 상장법인을 대상으로 유가증권시장과 코스닥시장에서의 매매거래에 한하여 이루어진다.

사유를 근거로 포괄적 사기금지 조항의 신설을 부결하였다. 먼저 이와 같은 규정은 금지대상행위가 구체적이지 않아 죄형법정주의의 원칙에 위반될 소지가 있고, 추상적이고 포괄적인 규정 방식으로 인하여 단지 선언적인 규정이 그칠 가능성이 있다는 점이다. 뿐만 아니라, 당시의 구 증권거래법 제188조의4 제4항으로도 대부분의 사기행위를 규제할 수 있기 때문에 굳이 동 조항을 신설할 필요가 없다는 점이 유력한 근거로 제시되었다.

그럼에도 불구하고, 이미 논의한 바와 같은 여러 가지 이유들에 의해서 포괄적 사기금지 조항은 부정거래행위의 금지조항으로 현행 자본시장법에서 입법화되었다. 다만 죄형법정주의와 관련한 문제점이 계속적으로 제기될 가능성이 있기 때문에 현행 자본시장법에서는 특히 다음과 같은 3가지 측면을 고려하여 입법방향을 구체적인 조항으로 성문화하였다. 첫째, 발행시장에서의 사기적 거래와 폭행·협박과 같은 강압적 행위 등 과거에 규제공백상태에 있거나 규제공백의 우려가 있는 행위들을 보다 구체적으로 구성요건화 하는 등으로 행위요건을 더욱 구체화하였다. 둘째, 구 증권거래법 제188조의4 제4항을 자본시장법 제178조에 흡수하여 중복규제의 비판을 잠재우고자 하였다. 마지막으로 일본 금융상품거래법을 참조하여 자본시장법 체제에 맞추어 조문화함으로써 입법적인 정합성을 갖추려고 노력하였다.

나. 비교법적 고찰

미국은 1934년 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934)의 제10조 (b)항과 이에 기초한 Rule 10b-5와 같은 일반적 사기금지규정을 가지고 있었다. 또한 일본의 경우에도 금융상품거래법 제157조에서 미국과 같은 일반적 사기금지규정을 두고 있다. 이런 비교법적 배경을 바탕으로 자본시장법 제178조 제1항 제1호에 미국 및 일본과 같은 문언의 조항을 입법으로 반영하였다. 이에 대한 구체적인 문언으로는 미국의 SEC Rule 10b-5의 “device, scheme, or artifice”가 있으며, 일본의 경우 금융상품거래법 제157조에서 “부정한 수단, 계획, 기교”를 들 수 있을

215) 김용재, 자본시장법(上), 고려대학교 출판부, 2011, 728쪽. 이하의 내용은 이 책에서 인용하였다.

것이다.

특히 일본에서는 구 증권거래법 제157조의 부정거래행위 금지조항의 명확성 여부가 문제된 적이 있다. 이에 대해서, 일본 최고재판소는 “유가증권의 매매거래 등에 한정되고, 그와 관련하여 사회통념상 부정으로 인식되는 모든 형태의 행위를 지칭하는 것으로 문리적인 측면에서 그 의미가 명확하고 그 자체로 범죄의 구성요건을 명확하게 하고 있다고 판단된다”고 함으로써 동 조항이 명확성 원칙에 위배되지 않음을 판시한 바 있다. 이에 따라 일본 구 증권거래법 제157조는 오늘날 금융상품거래법 제157조의 형태로 여전히 명맥을 유지하고 있다.²¹⁶⁾

3. 부정거래의 유형

가. 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위(제178조 제1항 제1호).

누구든지 금융투자상품의 매매 그 밖의 거래와 관련하여(증권의 경우 모집, 사모, 매출을 포함한다) 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위가 금지된다. 때문에 일단 미공개정보이용이나 시세조종과 같은 기존의 전형적인 불공정거래 행위에 해당하지 않으면서 부당한 방법이나 수단을 이용하는 새로운 유형의 불공정거래행위는 동 조항에 의해 모두 포섭되는 것으로 해석될 수 있다. 제178조가 포괄적 불공정거래를 금지하는 일반규정으로 기능할 수 있는 가장 중요한 근거가 바로 이와 같은 제1항 제1호의 규정 때문이다. 특히 1호의 문언상으로도 보면 목적 요건이 없을 뿐만 아니라, 사회통념상 부정한 것으로 판단되는 수단, 계획, 기교를 사용하는 일체의 불공정거래행위를 규제할 수도 있다고 해석될 수 있다는 점에서 더욱 그러하다.²¹⁷⁾

다만 이 유형이 다른 부정거래행위의 구성요건보다 추상적으로 정의가 되어

216) 김용재, 자본시장법(上), 고려대학교 출판부, 2011, 729쪽.

217) 같은 견해로는 강대섭, 증권거래법 판례의 변화와 전망-자본시장법의 제정과 관련하여-, 상사판례연구 제 23권 제1호 (2010), 386쪽

있고 기존 우리 법에서 보기 드물게 일반규정을 사용한 부정거래행위 규제수단이라는 점을 간과해서는 안될 것이다. 그러므로 동조항은 자본시장법 제178조 제1항 제2호와 제3호가 적용되기 어려운 경우에 한하여 제한적이고 보충적으로 적용되어야 할 것이다. 이하에서는 제178조 제1항 제1호의 요건들을 미국법상의 규정과 비교하면서 간략하게 상술했다.²¹⁸⁾

1) 계획

계획이란 Rule 10-b의 scheme에 해당하는 것이다.²¹⁹⁾ 10b-5의 scheme만을 적용하는 것은 아니고, 주로 (b)의 부실표시 또는 누락이나 (c)의 사기적 행위에 관여(참여)하는 것이라 판단하면서, 그 과정에서 공모나 교사·방조한 경우를 일컬어 scheme이라고 하고 있다. 사전적 의미에서 계획은 시적 범주에서는 형법상의 행위 단계로 보면 예비와 유사한 용어로 이해될 수도 있겠지만, 이에 한정할 필요는 없을 것이다. 그리고 인적 범위에서는 방조자에 대한 책임을 규정하는 조항으로 이해될 수 있다.

해석상 동조항의 계획은 사회통념상 받아들일 수 없는 부정한 행위로서 자본시장법 제174조, 제176조, 제178조 제1항 제1호를 제외한 나머지 각호로 규율할 수 없는 행위가 될 것이다. 동시에 금융감독당국의 규율이 필요한 행위의 예비행위를 포함한 일련의 계획을 포함하는 것으로 볼 수 있을 것이다.

2) 기교

기교는 Rule 10b-5의 artifice에 해당할 것이다. artifice 자체가 사전적 의미로 교묘한 기교, 술책, 책략 등의 의미를 가지는 단어이므로 그 자체로 포섭범위가

218) 최승재, 자본시장법 제178조 제1항 제1호에 대한 연구, 금융법연구 제6권 제2호 (2009), 34-43쪽 참조

219) ‘scheme’이라는 용어는 1720년대 실제 교역으로 인한 실적이 좋지 않은 회사(South Sea Co.)가 영국정부와 치밀한 계획하에 주기만 올린 사건(The South-Sea Scheme)에서 비롯되었다고 한다. 자세한 내용은 김학식, 금융투자상품의 부정거래행위에 관한 연구, 고려대학교 대학원 박사학위논문, 2010, 144쪽 참조

명확하지는 않아 보인다. 다만 관례상 이 용어를 자본시장에서 이미 확립된 기교를 의미하는 것으로 볼 여지는 충분해 보인다. 기교에 포섭될 수 있는 행위유형을 검토해 보면 다음과 같은 것들을 상정해 볼 수 있다.

(1) 과당매매(churning)

이 기교는 증권브로커가 자신의 수수료 수입을 올리기 위해서 고객의 투자 목적을 고려하지 않고 과도한 거래를 하는 것을 의미한다. 우리 법현실에 과당거래 내지 과당매매는 주로 포괄적 일임매매에서 증권회사 직원에 의해서 이루어지는 것이 보통이다. 우리 법원은 증권회사 직원의 과당매매로 인하여 고객이 손해를 본 경우에는 불법행위책임을 인정하면서도²²⁰⁾, 과당매매를 한 것인지 여부에 대한 판단은 제반사정을 종합적으로 고려하여 참작하여야 한다고 판시하고 있다.²²¹⁾

미국에서는 이 기교의 경우 Rule 10b-5, Rule 15c1-2, 증권법 17(a)(3)에 위반되는 것으로 보고 있다.²²²⁾ 다만 이 기교가 위법하기 위한 요건으로는 브로커나 딜러가 문제된 계정에 대한 거래를 지배하고 있을 것과, 문제되는 계정이 고객의 투자목적에 비하여 과도하게 거래되고 있을 것 및, 브로커나 딜러가 scienter를 가지고 있을 것의 3가지 요건을 충족해야 한다. 이 3가지 요건은 원고가 입증하여야 하는 사항이다. 결과적으로 이와 같은 과당매매는 부정한 기교에 포섭될 여지가 크다고 할 수 있다.²²³⁾

220) 대법원 1996. 8.23 선고 94다38199 판결. 증권회사의 임·직원이 강행규정에 위반한 투자수익보장으로 투자를 권유하였으나 투자 결과 손실을 본 경우에 투자자에 대한 불법행위책임을 성립하기 위해서는, 거래행위와 거래방법, 고객의 투자상황, 거래의 위험도 및 이에 관한 설명의 정도 등을 종합적으로 고려한 후 당해 권유행위가 경험이 부족한 일반 투자자에게 거래행위에 필연적으로 수반되는 위험성에 관한 올바른 인식형성을 방해하거나 고객의 투자상황에 비추어 과도한 위험성을 수반하는 거래를 적극적으로 권유한 경우에 해당하여 결국 고객에 대한 보호의무를 저버려 위법성을 띤 행위인 것으로 평가될 수 있어야 한다.

221) 대법원 1977. 10. 24 선고 97다4603 판결.

222) *NewKirk v. Hayden, Stone & Co.*, 1964-1966 Fed. Sec. L. rep. (CCH) (C.D.Cal. 1965).

223) 임재연 *자본시장법*, 박영사, 2010, 825쪽

(2) 스캘핑(scalping)

독일 증권법 20조a 및 시행령 제4조(§4 MaKonV)에서 기타 불공정거래행위로 규정한 스캘핑(scalping)도 기교에 해당될 수 있을 것이다. 일반적으로 자본시장 특히 주식시장에서는 증권시세에 영향력 있는 증권분석가의 의견이 증권시세에 영향을 줄 수 있다. 그런 전문가가 자신의 의견을 공표하기 전에 미리 증권을 매수하고 공표 후, 다시 매도함으로써 차익을 얻는 행위를 스캘핑이라고 한다. 스캘핑은 다른 내부자거래와 마찬가지로 정보격차를 이용한 거래이지만, 그 차이는 그 전문가가 보유한 정보가 특정 주식에 관한 정보가 아니라 특정주식에 관해서 공표하는 의견이라는 점에서 본질적으로 다르다고 할 수 있다.

미국법의 경우 O'Hagan 사건²²⁴⁾을 통하여 스캘핑(scalping)에도 Rule 10b-5가 적용된다고 판시한 바 있다. 더 나아가 O'Hagan 이후 미국 법원은 SEC v. Blavin²²⁵⁾에서 비등록 투자자문업자가 그가 추천하는 주식에 대한 중요한 이해관계를 가지고 있는 경우 및 다양한 중요한 오도정보를 계획(misstatement scheme)하는 경우가 모두 Rule 10b-5의 적용대상이 된다고 판시하기도 하였다.

스캘핑의 경우 입법론적으로 내부자거래에 해당하는 것으로 보는 것이 타당하다는 견해가 있지만,²²⁶⁾ 현행 제178조 제1항 제1호 의하여 금지되는 유형으로 보는 것이 보다 타당하다고 생각한다.²²⁷⁾

3) 수단

수단은 Rule 10b-5의 device에 해당하는 용어이다. 물리적인 수단(physical device)의 이용인지 여부는 문제가 되지 않을 것이다. 따라서 이와 같은 수단으로는 인터넷을 사용한 해킹행위와 같은 것을 상정할 수 있다.

224) United States v. O'Hagan, 92 F.3d 162 (8th Cir. 1996) rev.d 521 U.S. 642 (1997).

225) 557 F.Supp. 1304, 1311 (E.D. Mich).

226) 김건식·정순섭, 자본시장법, 두성사, 2010, 322쪽.

227) 임재연, 자본시장법, 박영사, 2010, 825쪽.

(1) 인터넷을 통한 정보 절취(information theft)

미국에서 문제가 된 바 있는 정보절취 사건이 동조항의 ‘수단’ 개념에 해당할 수 있다. 특히 Oleksandr Dorozhko 사건(2008)에서는 해킹이 문제가 된 바 있다. 해킹에 의한 정보절취의 경우 미국과 같이 내부자거래에 해당하지 않는다고 하더라도 해킹이라는 수단(device)을 사용하여 취득한 정보를 불공정한 거래를 위하여 사용한 것으로 볼 수 있기 때문에, 이와 같은 행위는 자본시장법 제178조 제1항 제1호에 해당하는 행위라고 볼 수 있는 것이다. 물론 우리나라에서는 해킹에 의한 정보절취 행위는 정보통신망 이용촉진 및 정보보호 등에 관한 법률 제49조 위반이 될 수 있다.

(2) 내부자가 아닌 자로부터의 정보수령

이미 설명한 것처럼, 우리 대법원은 내부자로부터 정보를 수령할 것을 요구하고 있으며, 그로부터 다시 정보를 수령한 그 후의 정보수령자는 내부자거래금지의 적용대상이 되지 않는다고 한다.²²⁸⁾ 따라서 1차 수령자가 아닌 자가 정보를 취득하는 경우 이러한 행위가 우회적으로 이루어질 수 있는 가능성을 배제할 수 없는데.²²⁹⁾ 이러한 경우에는 자본시장법 제178조 제1항 제1호의 적용을 통하여 규범의 흠결을 보충할 수 있을 것이다.

4) 부정성

이러한 수단, 계획 또는 기교는 부정한 것이어야 한다. ‘부정한 수단’이라는 용어는 일본의 금융상품거래법에서 규정한 내용을 그대로 도입한 것이다.²³⁰⁾ 일본의 경우 부정성의 의미에 관하여 사기적 행위로 보는 견해와 사회통념상 부정하다고 인정되는 모든 수단을 의미하는 견해로 나뉘어 있다.²³¹⁾ 그러나 우리 자본

228) 대법원 2002. 1. 25 선고 2000도90 판결

229) 같은 견해로 김건식·정순섭, 자본시장법, 두성사, 2010, 377쪽, 임재연, 자본시장법, 박영사, 2010, 825쪽

230) 김학석, 금융투자상품의 부정거래행위에 관한 연구, 고려대학교 대학원 박사학위논문, 2010, 139쪽

231) 일본의 경우 구증권 거래법 제58 제1호의 부정한 수단을 둘러싸고 사기적 수단에 한정한다고 판시한 판결도 없지 않지만 최고재판소는 이를 사회통념상 부정하다고 인정되는 일체의 수단을 말

시장법에서는 구 증권거래법상의 위계규정과 달리 독립적으로 별도 규정을 두고 있기 때문에, 현행법의 해석상 부정성을 사기에 한정할 필요는 없을 것이다.²³²⁾

나. 중요사항 거짓의 기재 또는 중요사항 기재의 누락행위(제178조 제1항 제2호)

중요사항이란 투자자의 판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항이다. 제2호에서는 “재산상 이익을 얻고자 하는 행위”라고 하여 ‘목적’이라는 표현을 사용하지는 않았지만 주관적 요건이 포함되는 것으로 해석하는 것이 문언의 체계상 타당할 것이다. 다만 이 경우 재산상의 이익을 현실적으로 얻었을 것을 요하는 것은 아니다.²³³⁾

금지되는 행위는 거짓의 “기재 또는 표시”이다. 구 증권거래법 제188조의 제4

하는 것이라고 판시한 점은 우리에게 시사점을 준다 할 것이다. 최고재판소의 태도를 두고 일본의 학계는 원심의 판단과 같이 사기에 한정되는 것으로 해석하는 견해와 넓게 인정하는 견해로 나뉘어 있으나 제한설의 입장은 부정한 수단에 의해 규율되는 경우 처벌수위가 내부자거래에 비해 더 높기 때문에 적용범위를 엄격히 제한할 필요가 있다는 점에서 접근하고 있다. 따라서 일본의 경우와 달리 우리법상 불공정거래행위 규정 간에 위반시 처벌수위면에서 차이가 없고, 특히 제178조 제1항 제1호는 다른 규정과 달리 주관적 요건을 규정하고 있지 않은 점에서 제한적으로 해석할 특별한 이유는 없는 것으로 보인다. 인수현, 자본시장법 시행이후 불공정거래 규제 변화와 과제, BFL 금융센터, 2010

232) 김건식·정순섭, 자본시장법, 두성사, 2010, 377~3778쪽, 사회통념에 반하는 일반적 부정을 포함한 의미로 보아야한다는 견해라고 할 수 있다.

233) 대법원 2006.4.14. 선고 2003도6759 판결. [2] 구 증권거래법(2004. 1. 29. 법률 제7114호로 개정되기 전의 것) 제188조의4 제4항 제2호는 원래 “중요한 사항에 관하여 허위의 표시를 하거나 필요한 사실의 표시가 누락된 문서를 이용하여 타인에게 오해를 유발하게 함으로써 금전 기타 재산상의 이익을 취득하는 것”이라는 결과범 형식으로 규정되어 있던 것을 1997. 1. 13. 개정(법률 제5254호)시 “중요한 사항에 관하여 허위의 표시를 하거나 필요한 사실의 표시가 누락된 문서를 이용하여 타인에게 오해를 유발하게 함으로써 금전 기타 재산상의 이익을 얻고자 하는 행위”라는 목적범 형식으로 바꾼 것인바, 그 문언의 해석상 일단 ‘타인에게 오해를 유발하게 함으로써 금전 기타 재산상의 이익을 얻기 위하여’ 중요한 사항에 관한 허위·부실 표시 문서를 이용한 이상 그로써 바로 위 조항 위반죄가 성립하는 것이고, 문서 이용행위로 인하여 실제 ‘타인에게 오해를 유발’하거나 ‘금전 기타 재산상의 이익을 얻을 것’을 요하지 않으므로, 허위·부실 표시 문서 이용행위와 타인의 오해 사이의 인과관계 여부는 위 죄의 성립에 아무런 영향을 미치지 않는다.

항 제2호에서 “문서를 이용하여”라는 요건을 규정한 것과는 달리, 자본시장법은 문서를 이용하는 방법 뿐 아니라 신문, 텔레비전 또는 라디오, 잡지 등을 통하여, 강연회, 투자설명회, 전자통신 등의 방법을 통하여 거짓의 표시를 한 경우도 포함한다. 그렇게 되면 이 경우 자본시장법 제178조 제2항의 ‘풍문유포’와의 구별이 쉽지 않은 측면이 있는 것도 사실이다.

금융감독원에서는 증권공모시 허위표시와 관련해서 이 규정을 적용해 왔다고 한다.²³⁴⁾ 공모시에 증권신고서에 허위기재가 있는 경우에는 구 증권거래법 제207조의3 제2호에 의하여 처벌하고, 증권신고서 기재사항과 별도의 공시사항이 허위로 드러난 경우에는 구 증권거래법상 일반사기금지 위반을 이유로 처벌하였다. 현행 자본시장법에서는 부정거래행위금지의 적용범위에 증권의 공모와 사모를 명시적으로 포함함으로써 이 규정이 발행시장공시에도 적용됨을 분명히 하고 있다.

다. 금융투자상품의 매매유인 목적 거짓시세 이용행위(제178조 제1항 제3호)

자본시장법 제178조 제1항 제3호는 동법 제176조 제2항의 현실거래에 의한 시세조종행위와는 다른 내용을 갖는다. 즉 현실거래에 의한 시세조종행위는 시세를 변동시키는 현실거래를 금지하는 것이지만, 동조항의 행위는 허위의 시세를 이용하는 것이라는 점에서 본질적으로 차이가 있는 것이다. 한편 이 규정은 한국거래소에 상장되지 않아 그 시세가 공지되고 있지 않은 금융투자상품의 경우에 “거짓의 시세”를 이용하는 행위가 가능하기 때문에 이를 대상으로 규정된 것이라고 보는 견해도 있다.²³⁵⁾

또한 이 경우 제1항의 나머지 규정과는 달리 “금융투자상품의 매매 그 밖의 거래를 유인할 목적”이라는 주관적 요건을 명시하고 있다.

라. 위계, 폭행, 협박 등에 의한 부정거래행위(제178조 제2항)

일반적으로 내부자거래나 시세조종행위가 정신적, 두뇌적인 활동에 기한 불공

234) 김건식·정순섭, 자본시장법 두성사, 2010, 379쪽.

235) 김학석, 금융투자상품의 부정거래행위에 관한 연구, 고려대학교 대학원 박사학위논문, 2010, 171쪽

정거래라고 한다면, 그에 비하여 자본시장법 제178조 제2항은 육체적, 물리적인 활동에 기한 불공정거래를 규제하는 측면이 있다.

일단 제2항의 경우에도 금융투자상품의 매매 또는 시세변동의 목적이라는 주관적 요건을 필요로 한다. 풍문의 유포와 관련하여 구 증권거래법은 “부당한 이득을 얻기 위하여 고의로 허위의 시세 또는 허위의 사실 기타 풍설을 유포하거나 위계를 쓰는 행위”를 금지하였는데, 종래 ‘허위의 사실 기타 풍설 유포’에서 현행 자본시장법은 ‘풍문 유포’로 수정되었다.²³⁶⁾ 종래 허위는 객관적 허위를 의미하는 것으로 통상 대법원은 “허위”와 관련하여 중요한 내용이 사실과 다르거나 달성 가능성이 희박한 경우에 허위사실의 유포에 해당한다고 보고 있다.²³⁷⁾

문언상 위계란 상대방을 기망하여 착오에 빠트리는 각종 계략을 말한다. 대법원도 위계와 관련하여 “허위나 기만적 요소가 없으면” 위계가 있다고 볼 수 없다는 판단을 한 바 있다.²³⁸⁾ 폭행 또는 협박의 부정거래의 행위태양 중에서 다소 이질적인 요건이라고 할 수 있다. 이는 다른 불공정거래행위의 요건들과는 달리 동조항이 육체적, 물리적인 활동에 기한 불공정거래를 규제하고 있기 때문이다.

236) 자본시장법 제178조 제2항 ‘풍문의 유포’를 적용하여 기서한 최초의 사례는 최근 ‘○○증권사관 학교’라는 이름으로 인터넷 카페를 운영한 사건이다.(서울남부지방법검찰청, 2010. 10. 27. 공소제기). 자세한 내용은 김학석, 금융투자상품의 부정거래행위에 관한 연구, 고려대학교 대학원 박사학위논문, 2010, 175쪽 이하 참조

237) 대법원 2001.1.1.9. 선고, 2000도4444판결. [2] 주식회사의 대표이사가 분식결산의 방법으로 작성된 허위의 재무제표에 기초하여 그 회사의 재무에 관하여 허위의 사항을 기재한 사업보고서 등을 증권거래위원회나 증권거래소에 제출하고, 불확실한 사업전망을 마치 확정되었거나 곧 착수할 것처럼 공표하면서 그 내용을 신문보도나 유인물을 통하여 홍보하여 그 회사의 주가가 상승하자 자신이 지배하는 주식을 매도하여 상당한 경제적 이득을 얻었고, 그에 앞서 미리 사모전환사채를 인수하는 방법으로 주식의 매도에 대비하였다가 주식을 매도한 후 그 전환사채를 주식으로 전환하여 그 회사에 대한 자신의 지분율을 유지한 경우, 증권거래법상 사기적 부정거래행위에 해당한다고 한 사례.

238) 대법원 2008.5.15. 선고, 2007도11145판결. 이는 외국계 투자 목적 법인의 펀드매니저가 특정기업의 주식을 매도하기 앞서 신문사기자와 위 기업에 대한 M&A의 가능성을 언급하는 내용의 인터뷰를 한 사건에서 위계를 부정한 사안이다.

4. 제재의 방식

가. 행정책임

부정거래행위를 한 증권관계기관 또는 그 임직원인 경우에는 형사조치와 별개로 임원 해임권고 등 행정제재의 대상이 될 것이다.

나. 민사책임(제179조)

제179조는 제1항에서 제178조를 위반한 자는 그 위반행위로 인하여 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 한 자가 그 매매, 그 밖의 거래와 관련하여 입은 손해를 배상할 책임을 진다고 규정하고 있다. 이는 시세조종의 민사책임을 규정한 제177조와 상당히 유사한 구조라고 할 수 있다. 한편 법문이 그 위반행위로 인하여(先 위반행위) 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 한 자(後 거래)가 그 거래와 관련하여 입은 손해를 배상할 책임이 있다고 규정하고 있기 때문에, 현 현 및 현선연계 거래에서 시세조종 대상 금융투자상품이 아닌 부당이득 대상 금융투자상품에서 손해를 본 사람은 그 위반행위가 있는 후에 거래를 한 자가 아니라는 점에서 동 규정에 따라 손해배상청구를 할 수 있는지 여부는 불분명하다.²³⁹⁾ 물론 부정거래행위로 인한 손해배상에 대하여는 증권관련집단소송법이 적용될 수는 있을 것이다.

한편 제1항에 따른 손해배상청구권은 청구권자가 제178조를 위반한 행위가 있었던 사실을 안 때부터 1년간, 그 행위가 있었던 때부터 3년간 이를 행사하지 아니한 경우에는 시효로 인하여 소멸하게 된다.

다. 형사책임(제443조 제1항 제8호 및 제9호)

부정거래 행위를 한 자가 즉 금융투자상품의 매매(증권의 경우 모집·사모·매출을 포함한다), 그 밖의 거래와 관련하여 제178조제1항 각 호의 어느 하나에

239) 금융감독원 금융감독개론, 2010, 558쪽

해당하는 행위를 한 자 혹은 제178조제2항을 위반하여 금융투자상품의 매매(증권의 경우 모집·사모·매출을 포함한다), 그 밖의 거래를 할 목적이거나 그 시세의 변동을 도모할 목적으로 풍문의 유포, 위계의 사용, 폭행 또는 협박을 한 자는 10년 이하의 징역 또는 5억원 이하의 벌금에 처한다. 다만, 그 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 3배에 해당하는 금액이 5억원을 초과하는 경우에는 그 이익 또는 회피한 손실액의 3배에 상당하는 금액 이하의 벌금에 처한다. 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액이 5억원 이상인 경우에는 제1항의 징역을 다음 각 호의 구분에 따라 가중한다.

1. 이익 또는 회피한 손실액이 50억원 이상인 경우에는 무기 또는 5년 이상의 징역에 처한다.
2. 이익 또는 회피한 손실액이 5억원 이상 50억원 미만인 경우에는 3년 이상의 유기징역에 처한다.

또한 제1항 또는 제2항에 따라 징역에 처하는 경우에는 10년 이하의 자격정지를 병과할 수 있다.

제5절 공매도

1. 공매도 규제의 의의

가. 공매도의 개념

공매도(空賣渡, short sale)란 ① 매도당시 자신이 소유하지 아니한 상장증권을 매도(소위 무차입공매도, naked short sale)하거나, ② 소유하더라도 자기소유의 증권이 아닌 차입한 상장증권으로 결제하고자 하는 매도(소위 차입공매도, covered short sale)를 말한다. 내부자가 주식을 공매하는 경우가 흔한 것은 아니지만 장차 회사의 사업이나 신용에 타격을 주는 사실이 발생하여 주가하락이 예

견되는 상황에서 단기차익을 노리고 하는 경우가 있을 수 있다. 때문에 이와 같은 투기적인 성격이 강한 내부자의 거래를 규제할 필요성이 있는 것이다. 자본시장법에서는 제180조에서 제1항에서 누구든지 증권시장에서 상장증권(대통령령으로 정하는 증권에 한한다. 이하 이 조에서 같다)에 대하여 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 매도(이하 이 조에서 “공매도”라 한다)를 하거나 그 위탁 또는 수탁을 하여서는 아니 된다고 규정하고 있다.

1. 소유하지 아니한 상장증권의 매도
2. 차입한 상장증권으로 결제하고자 하는 매도

나. 구 증권거래법상과의 차이점

1) 조문 체계상의 차이

구 증권거래법에서는 공매도 금지규정이 내부자거래 규제조항에서 함께 규율하고 있었으나 현행 자본시장법에서는 동 법 제 4편 제3장에 독립된 규정을 두고 있다.

2) 규제대상의 확대

구 증권거래법상 공매도의 규제는 단기매매차익반환의무의 적용대상인 내부자만을 대상으로 하고 있었고, 그 이외의 공매도는 거래소 규정에서 규제하고 있었다. 이처럼 구법에서는 상장법인의 임직원이나 주요 주주의 공매도만을 규제하였던 것에 반해서, 현행 자본시장법 제180조에서는 공매도의 규제대상을 “누구든지”라고 규정함으로써 모든 투자자로 확대하고 있다는 점에서 차이가 있다.

3) 제재수단의 차이

구 증권거래법은 공매도 위반의 경우 형벌을 부과하였지만,²⁴⁰⁾ 자본시장법은

240) 다만 구 증권거래법 하에서도 공매도만 관련하여 형사문제가 된 사안은 없다고 한다. 신분 요건

제재수단을 행정벌로 전환하여 5천만원 이하의 과태료(제449조 제1항 39호)와 6개월 이내의 업무정지 등에 처하고 있다.(제420조 제3항별표 1) 177호)

다. 공매도 규제의 필요성

공매도는 투자자에게 특정의 증권에 대한 부정적인 정보 내지 판단에 근거하여 이익을 얻을 수 있는 길을 열어주고, 다른 한편 그러한 정보가 보다 신속하게 증권가격에 반영될 수 있게 한다는 점에서 일정한 순기능을 지닌다고 할 수 있다. 그러나 공매도의 가장 큰 폐해는 결제불이행의 위험을 초래한다는 점이다. 뿐만 아니라 시장이 불안한 경우 가격폭락을 초래할 우려가 있으며, 또한 회사 내부자가 자기 회사에게 불리한 미공개 정보를 이용하여 내부자 거래를 할 가능성도 크다. 이와 같은 이유에서 자본시장법은 공매도를 원칙적으로 금지하고 있는 것이다.

2. 규제 내용

가. 공매도 규제의 대상자

종전 증권거래법에서는 공매도를 내부자거래규제의 한 형식으로 취급하였기 때문에 그 규제대상자를 상장법인의 임직원 및 주요주주로 한정하였으나, 현행 자본시장법에서는 부정거래의 장에서 독립된 불공정거래의 한 유형으로 취급하면서 그 규제대상자도 내부자로 한정하지 않고 “누구든지”로 확장하여 규정하고 있다.(제180조 제1항)

나. 공매도 규제의 대상증권

그러나 현행 자본시장법에서는 상장증권 중에서 다음과 같이 대통령령이 정하

을 갖추지 못한 자가 미공개 내부정보를 이용하여 공매도를 하다가 미공개 내부정보 이용행위로 처벌받은 하급심 판결이 있을 뿐이다. 서울지방법원 2000.7.6. 선고 2000고단2425 판결

는 증권에 대하여만 공매도금지규정이 적용된다(법 시행령 제208조 제1항)²⁴¹⁾

다. 공매도 규제의 적용 배제 등

다만, 증권시장의 안정성 및 공정한 가격형성을 위하여 대통령령²⁴²⁾으로 정하

241) 자본시장법 시행령 제208조 ① 법 제180조제1항 각 호 외의 부분 본문에서 “대통령령으로 정하는 증권”이란 다음 각 호의 어느 하나의 증권을 말한다.

1. 전환사채권, 신주인수권부사채권, 이익참가부사채권 또는 교환사채권
2. 지분증권
3. 수익증권
4. 파생결합증권
5. 증권예탁증권(제4호까지의 증권과 관련된 증권예탁증권만 해당한다)

242) 자본시장법 시행령 제208조 ② 법 제180조제1항 각 호 외의 부분 단서에서 “대통령령으로 정하는 방법”이란 공매도(법 제180조제1항제2호에 따른 공매도로 한정하되, 증권시장의 안정성 및 공정한 가격형성을 해칠 우려가 있는 경우로서 거래소가 같은 항 각 호 외의 부분 본문에 따른 상장증권의 범위, 매매거래의 유형 및 기한 등을 정하여 금융위원회의 승인을 받아 제한하는 공매도는 제외한다. 이하 이 항에서 같다)에 대하여 법 제393조제1항에 따른 증권시장업무규정(이하 “증권시장업무규정”이라 한다)에서 정하는 가격으로 다음 각 호의 방법에 따라 행하는 것을 말한다.

1. 투자자(거래소의 회원이 아닌 투자매매업자나 투자중개업자를 포함한다. 이하 이 호에서 같다)가 거래소의 회원인 투자중개업자에게 매도주문을 위탁하는 경우
 - 가. 증권의 매도를 위탁하는 투자자는 그 매도가 공매도인지를 투자중개업자에게 알릴 것 이 경우 그 투자자가 해당 상장법인의 임직원인 경우에는 그 상장법인의 임직원임을 함께 알릴 것
 - 나. 투자중개업자는 투자자로부터 증권의 매도를 위탁받는 경우에는 증권시장업무규정으로 정하는 방법에 따라 그 매도가 공매도인지와 그 공매도에 따른 결과가 가능한지를 확인할 것
 - 다. 투자중개업자는 공매도에 따른 결제를 이행하지 아니할 염려가 있는 경우에는 공매도의 위탁을 받거나 증권시장에 공매도 주문을 하지 아니할 것
 - 라. 투자중개업자는 투자자로부터 공매도를 위탁받은 경우에는 그 매도가 공매도임을 거래소에 알릴 것
 2. 거래소의 회원인 투자매매업자나 투자중개업자가 매도주문을 내는 경우에는 그 매도가 공매도임을 거래소에 알릴 것
- ③ 법 제180조제2항제3호에서 “대통령령으로 정하는 경우”란 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 매도로서 결제일까지 결제가 가능한 경우를 말한다.
1. 매도주문을 위탁받는 투자중개업자 외의 다른 보관기관에 보관하고 있거나, 그 밖의 방법으로 소유하고 있는 사실이 확인된 상장증권의 매도

는 방법에 따르는 경우에는 공매도 규제의 적용이 배제될 수 있다(제 180조 제1항 단서) 또한, 결제가 이루어지지 않을 우려가 없는 경우로서 다음의 경우에는 제180조 제1항 본문에 불구하고 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우에는 이를 공매도로 보지 아니한다.(제180조 제2항)

1. 증권시장에서 매수계약이 체결된 상장증권을 해당 수량의 범위에서 결제일 전에 매도하는 경우
2. 전환사채·교환사채·신주인수권부사채 등의 권리 행사, 유·무상증자, 주식배당 등으로 취득할 주식을 매도하는 경우로서 결제일까지 그 주식이 상장되어 결제가 가능한 경우
3. 그 밖에 결제를 이행하지 아니할 우려가 없는 경우로서 대통령령으로 정하는 경우

3. 제재의 유형

공매도 금지규정을 위반하여 상장증권에 대하여 공매도를 하거나 그 위탁 또는 수탁을 한 자에 대하여는 5천만 원 이하의 과태료를 부과한다(법 제449조 제1항 제39호). 다만, 이미 언급한 것처럼 공매도 금지 규제대상자를 모든 일반인으로 확대하면서 구 증권거래법과 달리 형사제재는 규정하고 있지 않다.

-
2. 상장된 집합투자증권의 추가발행에 따라 받게 될 집합투자증권의 매도
 3. 법 제234조에 따른 상장지수집합투자기구의 집합투자증권의 환매청구에 따라 받게 될 상장증권의 매도
 4. 증권예탁증권에 대한 예탁계약의 해지로 취득할 상장증권의 매도
 5. 대여 중인 상장증권 중 반환이 확정된 증권 매도
 6. 증권시장 외에서의 매매에 의하여 인도받을 상장증권의 매도
 7. 제1항제1호부터 제4호까지의 증권을 예탁하고 취득할 증권예탁증권의 매도
 8. 그 밖에 계약, 약정 또는 권리 행사에 의하여 인도받을 상장증권을 매도하는 경우로서 증권시장업무규정으로 정하는 경우

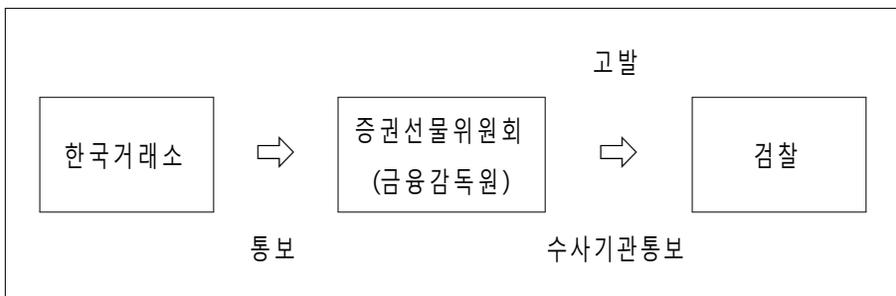
제4장

자본시장법상 형사제재에
대한 분석

제1절 자본시장법상 불공정 거래 수사의 절차와 방법

1. 서론

불공정거래사건은 검찰에 의한 인지의 경우가 아니면 일반적으로 한국거래소에서 적발하여 금융위원회·증권선물위원회(금융감독원)에 통보하고, 금융감독원은 위와 같이 이첩받은 사건 및 자체 적발한 사건을 조사하여 혐의가 인정되면 검찰에 ‘고발’ 내지 ‘통보’의 형식으로 이첩하게 된다.



[그림 1] 불공정거래 조사 체계

자본시장법상 감시와 조사는 자율규제기관과 정부규제기관의 이중체제로 이루어진다. 먼저 자율규제기관은 시장을 개설하고 운영하는 자로서 1차적으로 감시를 하게 된다. 한편 정부규제기관은 자율규제기관의 권한을 벗어나는 사안에 대하여 법적 권한과 수단으로 조사를 하고 필요한 조치를 취하게 된다.²⁴³⁾ 여기서 자율규제기관에 의한 감시는 한국거래소에서 이루어지고 있고, 조사 및 조치는 금융위원회, 증권선물위원회, 금융감독원에서 담당하고 있다.

구체적으로 한국거래소가 시장감시 업무를 통하여 금융감독원에 불공정거래 혐의가 있는 계좌를 통보하면, 금융감독원은 한국거래소의 통보사항을 기초로 자료제출 요구, 출석 요구 등의 조사방법을 통하여 자본시장법 위반 사항을 확인·입증한 후 증권선물위원회의 심의·의결을 거쳐 검찰 고발 등의 조치를 취한다.

표 13 조사단계별 주요 특성

조사단계	주요 특성
심 리(거래소)	- 거래소 주가감시 및 감리업무 지원 전산시스템을 활용, 대상종목의 이상 징후 발견
조 새(금감원)	- 모든 혐의자에 대한 자료제출 진술요구 및 자금거래 추적 등에 의한 실질조사 실시
수 새(검찰)	- 최종적으로 위법행위 사실 적용법을 확정 및 기소

2. 한국거래소의 시장감시·심리 및 감리

자율규제기관인 한국거래소는 1차적으로 시장감시시스템을 이용하여 증권의 가격과 거래량 등에 대한 감시업무를 하게 되고, 또한 여기서 추출되는 혐의종목과 계좌를 대상으로 추적조사를 하게 된다. 이러한 점에서 한국거래소의 불공정거래규제는 시장참여자들이 시장의 공정성, 투명성을 확보하기 위하여 스스로 행하는 자발적인 규제로써 자율규제로 분류된다. 반면 이러한 자율규제기관을 감독하는 것을 통해 시장을 최종적으로 감독하는 규제기능은 금융위원회·증권

243) 이상복, 자본시장법상 내부자거래, 박영사, 2010, 91쪽

선물위원회, 금융감독원 등의 공적 규제기관에 의해 행해진다. 이처럼 거래소의 불공정거래규제는 자율규제인 점에서 공적 규제와 구분된다.

거래소의 이와 같은 권한은 자본시장법 제404조²⁴⁴⁾에서 명시적으로 규정되어 있다. 이에 따르면 한국거래소는 증권 및 장내파생상품의 공정한 가격 형성과 그 매매, 그 밖의 거래의 안정성 및 효율성을 위해 자본시장법에 따라 시장감시, 이상거래의 심리 및 회원에 대한 감리를 한다(제404조 제1항).

한편 한국거래소에서 혐의거래를 적출하여 금융위원회에 이첩하는 절차는 다음과 같다. 먼저 시장감시부에서 시스템에 의해 이상거래가 적출되면 상장법인 조회공시의뢰 등을 통해 거래분석을 하여 심리대상을 선정한 후 심리부에 통보하게 된다. 통보된 사안에 대하여 심리부에서는 일정기간동안 심리를 실시하여 심리결과보고서를 작성하고, 시장감시총괄부에 심의조정 의뢰를 한다. 그리고 최종 심리결과보고서가 확정되면 내부결제를 거쳐 시장감시위원장이 금융위원회에 통보하는 과정을 거치게 된다.

가. 시장감시

1) 시장감시의 의의

시장감시라 함은 시장에서의 증권의 매매거래, 선물거래 또는 옵션거래나 그

244) 제404조(이상거래의 심리 또는 회원의 감리) ① 거래소는 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우에는 금융투자업자(증권 또는 장내파생상품을 대상으로 금융투자업을 영위하는 투자매매업자 또는 투자중개업자에 한한다)에게 그 사유를 밝힌 서면으로 관련 자료의 제출을 요청하거나, 회원에 대하여 그와 관련된 업무·재산상황·장부·서류, 그 밖의 물건을 감리할 수 있다.

1. 증권시장(제78조에 따라 상장주권의 매매가 증가되는 경우를 포함한다) 또는 파생상품시장에서 이상거래의 혐의가 있다고 인정되는 해당 증권의 종목 또는 장내파생상품 매매 품목의 거래상황을 파악하기 위한 경우

2. 거래소의 업무관련규정을 준수하는지를 확인하기 위한 경우

② 거래소는 제1항에 따른 심리 또는 감리를 위하여 필요한 경우에는 회원에 대하여 이상거래 또는 업무관련규정 위반혐의와 관련된 보고, 자료의 제출 또는 관계자의 출석·진술을 요청할 수 있다.

③ 거래소는 제1항 또는 제2항에 따른 자료제출요구 또는 출석·진술요청을 거부하거나 제1항에 따른 감리에 협조하지 아니하는 경우 시장감시규정이 정하는 바에 따라 회원의 자격을 정지하거나 증권 및 장내파생상품의 매매거래를 제한할 수 있다.

주문·호가의 상황 또는 이와 관련된 제보·공시·풍문·보도 등을 감시·조사·분석하는 것을 의미한다.²⁴⁵⁾ 이를 위해 한국거래소는 시장감시규정을 별도로 제정하여 운영하고 있다. 시장감시규정에 따르면 시장감시는 현물, 파생상품 및 연계감시별로 구분하여 절차가 규정되어 있으며, 시장감시절차는 시장감시-이상거래²⁴⁶⁾적출-주시-심리²⁴⁷⁾(또는 감리²⁴⁸⁾-통보(회원조치)-사후관리로 이루어진다.²⁴⁹⁾

이를 상설하면 다음과 같다. 시장감시시스템에 의하여 매매거래시간 중 특정 종목의 주가·거래량 변동이 정상적인 범위를 벗어나 이상매매적출기준에 해당될 경우에 이상거래 선정을 위한 분석대상으로 자동적출하게 된다. 이 종목에 대하여 과거 적출기록, 주가거래량, 호가 상황, 매매 상황, 뉴스 및 풍문, 공시 정보 등을 분석하거나 조회공시를 통하여 불공정거래 혐의 가능성 여부를 판단하게 되는 것이다. 이와 같은 시장감시업무는 사후적인 이상거래에 대한 심리업무 등과는 달리 시장의 건전성을 확보하기 위한 사전 예방활동을 한다는데 독자적인 의의가 있다고 한다.²⁵⁰⁾

한편 시장감시의 과정에서 거래상황의 급변 또는 풍문 등과 관련하여 투자자 보호를 위하여 필요하다고 인정하는 경우에는 해당 시장에 대하여 거래상황 급

245) 시장감시규정 제2조 제2항. 이 규정에서 “시장감시”란 시장에서의 증권 또는 장내파생상품의 매매(이하 “거래”라 한다)나 그 주문·호가의 상황 또는 이와 관련된 제보·공시·풍문·보도 등(이하 “풍문등”이라 한다)을 감시 및 분석하는 것을 말한다.

246) 시장감시규정 제2조 제1항. 이 규정에서 “이상거래”란 증권시장(법 제78조에 따라 상장주권의 매매가 중개되는 경우를 포함한다. 이하 같다) 또는 파생상품시장(이하 “시장”이라 한다)에서의 증권·종목 또는 장내파생상품의 매매 품목(이하 “종목”이라 한다)의 가격이나 거래량에 뚜렷한 변동이 있는 거래 등 법 시행령 제355조의 이상거래를 말한다.

247) 시장감시규정 제2조 제3항. 이 규정에서 “심리”란 이상거래의 혐의가 있다고 인정되는 종목(이하 “이상거래혐의종목”이라 한다)의 거래나 그 주문 또는 호가 등이 법 제147조제172조부터 제174조까지 제176조제178조 및 제180조를 위반하는 등 불공정거래 행위에 해당하는지 여부를 확인하는 것을 말한다.

248) 시장감시규정 제2조 제4항. 이 규정에서 “감리”란 한국거래소(이하 “거래소”라 한다)의 업무관련 규정을 준수하는지를 확인하기 위하여 그와 관련된 회원의 업무·재산상황·장부·서류, 그 밖의 물건을 조사하는 것을 말한다.

249) 이상복, 자본시장법상 내부자거래, 박영사, 2010, 93쪽

250) 김용재, 자본시장법(上), 고려대학교 출판부, 2011, 306쪽

변과 관련한 공시사항의 유무 또는 품문 등의 사실여부에 대한 조회, 또는 증권의 매매거래정지 또는 장내파생상품의 거래정지 조치를 취할 수 있다.²⁵¹⁾

2) 불공정거래 사전예방활동

불공정거래 예방조치의 주요 수단으로서 현재 주문수탁거부 조치, 시장경보 조치, 조회공시 요구 등의 조치가 대표적으로 활용되고 있다. 특히 시장감시위원회는 불공정거래 사전예방활동을 하는데, '투자주의종목', '투자경고종목', '투자위험종목'의 지정 및 공표를 통해 투자자의 주의를 환기시키거나, 회원사에 대한 불공정거래 예방조치를 요구하기도 한다.²⁵²⁾ 예를 들어 특정종목의 주가가 비정상적으로 급등한 경우, 투자자들에게 불공정거래의 개연성과 투자위험을 사전에 예고하는 시장경보 조치가 발동되는 것이다. 이는 가수요를 억제하고 주가 급등을 진정시키는 등 시장 안정화를 위한 조치로서, 정도에 따라 '투자주의→경고→위험' 단계별로 이루어진다.²⁵³⁾

251) 시장감시규정 제12조(시장감시와 관련한 조치) 위원회는 시장감시의 과정에서 거래상황의 급변 또는 품문등과 관련하여 투자자보호를 위하여 필요하다고 인정하는 경우에는 해당 시장에 대하여 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 조치를 요구할 수 있다. <개정 2006.11.24, 2009.1.28>

1. 거래상황 급변과 관련한 공시사항의 유무 또는 품문등의 사실여부에 대한 조회
2. 증권의 매매거래정지 또는 장내파생상품의 거래정지

252) 시장감시위원회는 자본시장법에 근거를 둔 기구이다. 법에 따른 시장감시위원회의 업무는 다음과 같다.

제402조(시장감시위원회) ① 거래소에 다음 각 호의 업무를 수행하기 위하여 시장감시위원회를 둔다.

1. 시장감시, 이상거래의 심리 및 회원에 대한 감리
2. 유가증권시장·코스닥시장 및 파생상품시장 간의 연계감시
3. 이상거래의 심리, 회원에 대한 감리, 유가증권시장·코스닥시장 및 파생상품시장 간의 연계감시의 결과에 따른 회원에 대한 징계 또는 관련 임직원에 대한 징계요구의 결정
4. 제377조제10호에 따른 분쟁의 자율조정에 관한 업무
5. 제403조에 따른 시장감시규정 및 제405조제1항에 따른 분쟁조정규정의 제정·변경 및 폐지
6. 그 밖에 제1호부터 제5호까지의 업무에 부수하는 업무

253) 이철환, 숫자로 보는 한국의 자본시장, 브레인스토어, 2011, 366쪽 참조. 투자경고 종목은 시세상승 기간 상승폭, 전체 사항 등 여러 요건을 감안하여 지정하는데, 주가의 단기급등(75%)에 따른 지정과 중장기 지속적인 상승(150%)에 따른 지정이 대표적이다. 또한, 일정기간 동안 투자주의 종목으로 반복하여 지정된 종목의 주가가 급등하는 경우에도 지정될 수 있다. 투자경고 종목으로 지정된 종목을 매수할 경우에는 위탁증거금을 100% 납부해야 하며, 신용융자로 해당종목을 매수

시장경보 조치는 2007년 루보 사건 이후 비정상적 주가급등과 이에 따른 투자자들의 뇌동매매를 방지하기 위해 도입되었으며, 2009년 기준 투자경고 종목은 140건, 투자위험 종목은 12건, 그리고 매매거래정지는 1건이 이루어졌다.

표 14 시장경보조치 발동건수

(단위: 건)

구 분		2007	2008	2009	2010.9월
투자주의	유가증권시장	1,692	3,816	1,842	634
	코스닥시장	2,397	8,370	5,855	1,691
	소계	4,089	12,186	7,697	2,325
투자경고	유가증권시장	50	40	40	41
	코스닥시장	32	55	100	41
	소계	82	95	140	82
투자위험	유가증권시장	19	5	3	9
	코스닥시장	2	2	4	3
	소계	21	7	7	12
매매거래 정지	유가증권시장	7	2	0	4
	코스닥시장	0	0	1	1
	소계	7	2	1	5
계		4,199	12,290	7,845	2,424

출처 : 한국거래소 (지정일 기준)

나. 이상거래의 심리

시장감시규정 제1조 제1항에 따르면, “이상거래”란 증권시장(제78조에 따라 상장주권의 매매가 중개되는 경우를 포함한다. 이하 같다) 또는 파생상품시장(이하 “시장”이라 한다)에서의 증권의 종목 또는 장내파생상품의 매매 품목(이하 “종목”이라 한다)의 가격이나 거래량에 뚜렷한 변동이 있는 거래 등 법 시행

할 수 없게 된다. 투자경고 종목으로 지정된 종목의 주가가 지속적으로 급등할 경우에는 투자위험 종목으로 지정된다. 투자위험 종목으로 지정된 종목은 금전 대신에 위탁증거금으로 사용되는 대용증권으로 활용할 수 없게 된다. 투자위험 종목 지정 후에도 주가가 추가적으로 급등할 경우 1일간 매매거래를 정지하여 투자자들의 주의를 환기시킨다. 통상 이와 같은 조치들이 취해진 이후에는 해당 종목의 주가가 안정되는 모습을 보이고 있다.

령 제355조²⁵⁴⁾의 이상거래를 말한다. 다시 말해 이상거래의 심리는 증권시장이나 파생상품시장에서 미공개중요정보 이용행위금지·시세조종 행위 등 금지·부정거래 행위 등 금지 및 이와 관련된 주식 등의 대량보유 등의 보고·내부자의 단기매매차익 반환·임원 등의 특정증권 등 소유보고 또는 공매도의 제한 규정 등을 위반할 우려가 있는 것으로, 상장품목의 가격 또는 거래량에 현저한 변동이 있거나 가격 또는 거래량에 영향을 미칠 수 있는 공시·풍문 등이 있는 경우 등에 관련 매매거래 상황을 파악하여 불공정거래 혐의여부를 밝히는 것이다.²⁵⁵⁾

심리의 대상인 이상거래는 불공정거래의 개념은 아니고 다만 그러한 개연성이 있는 것을 말한다. 이상거래의 혐의가 있다고 인정되는 매매를 적출하여 그 원인이나 불공정거래의 유형을 밝혀내기 위하여 당해 매매거래를 조사하는 거래소의 구제행위를 “심리”라고 한다. 거래소의 심리결과는 자본시장 불공정거래행위에 관한 금융감독원의 조사 및 검찰조사의 기초자료로 활용된다.

다. 회원에 대한 감리

거래소의 업무관련 규정의 준수 여부를 점검하기 위하여 회원 업무, 재산상황, 장부 및 서류등에 대해 검사하는 거래소의 규제행위를 “감리”라고 한다. 자본시장법에서는 다음의 어느 하나에 해당하는 경우에는 거래소가 금융투자업자(증권 또는 장내파생상품을 대상으로 금융투자업을 영위하는 투자매매업자 또는 투자중개업자에 한한다)에게 그 사유를 밝힌 서면으로 관련 자료의 제출을 요청하거

254) 제355조(이상거래) 법 제377조제8호에서 “대통령령으로 정하는 이상거래”란 증권시장(법 제78조에 따라 상장주권 및 주권과 관련된 증권예탁증권으로서 증권시장에 상장된 것의 매매가 중개되는 경우를 포함한다. 이하 이 조에서 같다)이나 파생상품시장에서 법 제174조제176조제178조 또는 제180조를 위반할 염려가 있는 거래 또는 행위로서 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우를 말한다. 이 경우 법 제404조에 따른 이상거래의 심리 또는 감리 중 발견된 법 제147조제172조제173조 또는 제173조의2제2항을 위반할 염려가 있는 거래 또는 행위는 이상거래로 본다. <개정 2009.2.3>

1. 증권 또는 장내파생상품 매매품목의 가격이나 거래량에 뚜렷한 변동이 있는 경우
2. 증권 또는 장내파생상품 매매품목의 가격 등에 영향을 미칠 수 있는 공시·풍문 또는 보도 등이 있는 경우
3. 그 밖에 증권시장 또는 파생상품시장에서의 공정한 거래질서를 해칠 염려가 있는 경우

255) 김용재, 자본시장법(上), 고려대학교 출판부, 2011, 307쪽.

나, 회원에 대하여 그와 관련된 업무·재산상황·장부·서류, 그 밖의 물건을 감리할 수 있다고 규정하고 있다.(동법 제404조 제1항)

1. 증권시장(제78조에 따라 상장주권의 매매가 증개되는 경우를 포함한다) 또는 파생상품시장에서 이상거래의 혐의가 있다고 인정되는 해당 증권의 종목 또는 장내파생상품 매매 품목의 거래상황을 파악하기 위한 경우
2. 거래소의 업무관련규정을 준수하는지를 확인하기 위한 경우

또한 심리 또는 감리를 위하여 필요한 경우에는 회원에 대하여 이상거래 또는 업무관련규정 위반혐의와 관련된 보고, 자료의 제출 또는 관계자의 출석·진술을 요청할 수 있다(동법 제404조 제2항). 만약 자료제출요구 또는 출석·진술요청을 거부하거나 감리에 협조하지 아니하는 경우에 거래소는 시장감시규정이 정하는 바에 따라 회원의 자격을 정지하거나 증권 및 장내파생상품의 매매거래를 제한할 수 있다(동법 제404조 제3항).

라. 심리 및 감리결과에의 처리

심리 및 감리결과에의 결과 위반위탁자 또는 회원 및 그 임직원의 시세조종, 내부자 거래 등 법령위반 혐의에 대하여 금융위원회의 조치 및 추가조사가 필요하다고 인정되는 경우 금융위원회에 통보한다(제426조 제6항). 거래소는 회원 및 그 임직원이 거래소규정을 위반한 경우 징계조치를 취할 수 있는 권한을 가지고 있지만,²⁵⁶⁾ 사안이 중대한 위법혐의의 경우 금융위에 통보하고 있다.

256) 시장감시규정 제21조 【회원 및 그 임원·직원의 징계등의 사유】 위원회는 심리 또는 감리의 결과 회원 또는 그 임원·직원이 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우에는 징계 등을 할 수 있다.

1. 제3조, 제4조 및 제7조의 규정을 위반한 경우
2. 법 제147조·제172조부터 제174조까지·제176조·제178조 및 제180조의 불공정거래 행위와 관련된 규정을 위반한 경우
- 2의2. 거래소의 업무관련규정을 위반한 경우
3. 법 또는 이 규정에 의한 위원회의 조치를 위반한 경우
4. 법 또는 이 규정에 의하여 위원회에 제출하는 보고서·자료 등을 허위로 기재하거나 그 기재

또한 거래소가 심리 및 감리의 결과 일반투자자의 위법행위를 발견한 경우에도 금융위원회에 통보하여야 한다. 자율규제기관인 거래소는 기본적으로 일반인에 대한 징계조치권을 갖지 있지 못하기 때문이다.

3. 금융위원회·증권선물위원회·금융감독원의 조사

가. 불공정거래 조사 개요

1) 조사의 의의

불공정거래 조사라 함은 자본시장법 또는 동 법에 의한 명령이나 금융위원회 규정 또는 명령에 위반된 사항이 있거나 공익 또는 투자자보호를 위하여 필요하다고 인정되는 경우에 관계자에게 참고가 될 보고 또는 자료의 제출을 명하는 등 관련 사항을 수집, 확인하고 이에 필요한 조치를 취하는 일련의 과정을 말하며, 이러한 일련의 행위를 할 수 있는 권한을 조사권이라 한다.

금융감독원의 불공정거래 사건에 대한 조사 과정은 ① 조사단서 확보(한국거래소에서 이첩한 혐의거래 통보 자료, 금융감독원의 자체 상시 시장감시자료, 민원제보 등), ② 조사단서(한국거래소에서 징구한 매매거래원장, 호가장을 비롯한 전산 매매자료 등 혐의거래 자료 등) 및 시장감시 자료, 민원자료 등 기초 자료 분석, ③ 혐의거래 분석(각종 공시자료 조회, 자금 및 주권 추적 등 관련 자료 확보 및 이에 대한 분석을 통해 혐의계좌군 추출 및 정밀 매매분석), ④ 혐의사실 특정(관련자에 대한 문답조사를 통해 혐의사실 확인) 등의 과정을 거친다.²⁵⁷⁾

를 누락한 경우 또는 그 제출을 게을리 한 경우

5. 심리 또는 감리를 방해·불응하거나 위원회가 요청한 자료제출등을 거부하는 등 심리 또는 감리에 협조하지 아니한 경우

257) 불공정거래 사건에 대한 금융감독원의 구체적인 조사 절차와 방법은 금융위원회 고시인 ‘자본시장조사업무 규정’에 상세히 규정되어 있다.

2) 조사의 법적 근거

한편 불공정거래 조사는 직무수행에 필요한 정보나 자료를 수집하기 위하여 현장조사·문서열람 등을 하거나 조사대상자에게 자료제출 및 출석·진술요구를 행하는 행정조사의 일종으로 강제력이 없는 임의조사와 압수·수색 등을 할 수 있는 강제조사로 구분할 수 있다.

불공정거래 조사는 원칙적으로 당사자의 동의와 협조를 전제로 한 청문적 성격의 행정상 임의조사의 성격을 띠지만, 시세조종 등 불공정거래 조사와 관련하여서는 압수·수색 등 강제조사권이 발동될 수 있으므로 특수한 행정권이라 할 수 있을 것이다.²⁵⁸⁾ 다만, 임의조사의 경우에도 출석요구 등에 불응하는 경우 형사처벌의 대상이 됨으로써 간접적 강제력에 의해 실효성이 담보되는 권력적 행정조사에 가깝다고 할 수 있다.

법체계상 자본시장법 제426조²⁵⁹⁾는 불공정거래에 대한 임의조사에 관해 규정하고 있고 동법 제427조²⁶⁰⁾는 압수·수색 등 강제조사에 관한 사항을 규정하고

258) 금융감독원 금융감독개론, 2010, 562쪽

259) 제426조(보고 및 조사) ① 금융위원회(제172조부터 제174조까지, 제176조, 제178조 및 제180조를 위반한 사항인 경우에는 증권선물위원회를 말한다. 이하 이 조에서 같다)는 이 법 또는 이 법에 따른 명령이나 처분을 위반한 사항이 있거나 투자자 보호 또는 건전한 거래질서를 위하여 필요하다고 인정되는 경우에는 관계자에게 참고가 될 보고 또는 자료의 제출을 명하거나 금융감독원장에게 장부·서류, 그 밖의 물건을 조사하게 할 수 있다.

260) 제427조(불공정거래 조사를 위한 압수·수색) ① 증권선물위원회는 제172조부터 제174조까지, 제176조, 제178조 및 제180조를 위반한 행위(이하 이 조에서 “위반행위”라 한다)를 조사하기 위하여 필요하다고 인정되는 경우에는 금융위원회 소속공무원 중 대통령령으로 정하는 자(이하 이 조에서 “조사공무원”이라 한다)에게 위반행위의 혐의가 있는 자를 심문하거나 물건을 압수 또는 사업장 등을 수색하게 할 수 있다.

② 조사공무원이 위반행위를 조사하기 위하여 압수 또는 수색을 하는 경우에는 검사의 청구에 의하여 법관이 발부한 압수·수색영장이 있어야 한다.

③ 조사공무원이 제1항에 따라 심문·압수·수색을 하는 경우에는 그 권한을 표시하는 증표를 지니고 이를 관계자에게 내보여야 한다.

④ 형사소송법 중 압수·수색과 압수·수색영장의 집행 및 압수물 환부(還付) 등에 관한 규정은 이 법에 규정된 압수·수색과 압수·수색영장에 관하여 준용한다.

⑤ 조사공무원이 영치·심문·압수 또는 수색을 한 경우에는 그 전 과정을 기재하여 입회인 또는 심문을 받은 자에게 확인시킨 후 그와 함께 기명날인 또는 서명하여야 한다. 이 경우 입회인 또는 심문을 받은 자가 기명날인 또는 서명을 하지 아니하거나 할 수 없는 때에는 그 사유

있다. 다음으로 구체적인 조사 업무처리방법 및 절차 등에 관한 세부집행에 관하여는 「자본시장 조사업무 규정」(임의조사의 경우)과 「증권범죄 조사사무처리 규정」(강제조사의 경우)에서 상세하게 규정하고 있다.

나. 조사의 단서 및 대상

1) 조사의 단서

주로 한국거래소의 통보사건이 대다수를 차지하는데, 검찰의 인지사건에 해당되는 자체 기획조사의 경우, 금융감독원 내에는 한국 거래소의 상시주가감시시스템이 연결되어 있어 위 시스템에 의하여 적발된 종목이나 뉴스, 풍문 등 정보를 기초로 혐의점이 적출된 종목을 조사하게 된다. 조사의 단서로는 ① 거래소로부터의 통보, ② 금융감독원이 각종 신고·보고 등 공시서류를 접수·검토하거나 피검사기관에 대한 검사과정에서 적출된 위규사실의 통보사항, ③ 검찰 등 행정기관으로부터의 통보받은 사항, ④ 민원인에 의한 민원이나 제보사항, ⑤ 각 조사원들의 업무수행과정에서 지득한 인지사항 등이 될 수 있다.

특히 자본시장법 제427조의 강제조사를 위해서, 증권선물위원회는“증권범죄조사 사무처리규정”을 제정하여 운영하고 있다.

나. 조사의 대상

자본시장법에서 규율하는 불공정거래행위가 그 대상이다.

를 덧붙여 적어야 한다.

⑥ 조사공무원이 위반행위의 조사를 완료한 경우에는 그 결과를 증권선물위원회에 보고하여야 한다.

표 15 주요 조사대상 행위

유 형	구 분	내 용
미공개정보이용 (내부자기거래)	대상	직무와 관련하여 중요한 정보를 인지한 상장법인의 내부자(임직원, 주요주주, 감독권자 등) 및 이들로부터 정보를 수령한 자
	행위	업무와 관련하여 일반에게 공개되지 아니한 중요정보를 이용하여 당해회사의 특정증권 등을 매매거래한 행위
부정거래행위	대상	부정거래행위와 관련된 자(누구든지)
	행위	금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래와 관련하여 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하거나, 중요사항에 관하여 거짓 또는 허위의 표시를 하여 금전, 재산상의 이익을 얻는 행위 등
시세조종행위	대상	시세조종행위와 관련된 자(누구든지)
	행위	자유로운 수급관계에 의해 형성된 시세를 인위적으로 변동시키고 타인으로 하여금 그 조작된 시세를 공정한 시세로 오인케 함으로써 자기 또는 제3자의 이익을 꾀하는 행위
내부자의 단기차익매매	대상	주권상장법인의 임원, 주요 주주 및 특정직원
	행위	주권상장법인의 임원, 주요 주주 및 특정직원이 그 법인의 주권 등을 매수한 후 6월 이내에 매도하거나, 매도한 후 6월 이내에 매수하여 이익을 얻는 행위

다. 조사의 방법

1) 개요

불공정 거래 조사를 할 경우 자본시장법에서 정한 방법으로 조사하거나 자금추적시에는 금융실명거래 및 비밀보장에 관한 법률(이하 “금융실명법”으로 약칭)에서 정한 절차와 방법으로 조사를 한다(제426조)

2) 자료제출 요구

조사를 함에 있어 필요하다고 인정되는 경우에는 관계기관에 대하여 그 사용목적과 조사대상 금융투자상품의 종류, 종목, 거래기간 등을 기재한 서면에 의한 조사에 필요한 자료의 제출을 요구할 수 있다.

3) 매매분석 또는 내부정보 분석

주가·거래량 분석, 고가·허수주문 등 호가 분석, 시장·가격지배력, 공시 및

시장 정보 검토, 정보생산자·수령자 추적, 증권부문 IP추적, 계좌간 인적 연계성 확인, 주문관련 전화통화 녹취 확인 등의 분석방법이 활용된다.

4) 자금·주권 추적

관련 계좌 등에 대하여는 금융계좌추적, 주권추적도 할 수 있는데 이 경우에도 압수·수색 영장을 발부받을 필요 없이 금융실명법 제4조 제1항 제4호에 의하여 금융감독원장의 금융거래정보요구서만으로도 실시할 수 있다.

5) 출석 요구 및 문답서 작성

참고인 진술서 제출요구, 관련자 출석요구 및 문답서 작성 등의 임의조사 방법도 주요한 조사방법으로 활용된다. 실무적으로는 조사자가 조사사항에 대한 질문을 하고 관계자는 이에 대한 답변을 하는 형식으로 진행하게 되며, 이러한 과정을 기록한 것이 '문답서'이고 이는 중요한 증거자료로 활용된다. 특히 자본시장이라는 특수한 환경에서 혐의자가 불공정거래행위를 하게 된 경위에 대한 문답내용은 수사기관에서 혐의자의 내심을 실질적으로 이해하는 자료로 활용된다.

6) 강제조사

이외에도 금융위원회에서는 불공정거래행위를 조사하기 위해 필요하다고 인정되어 물건의 압수 또는 사업장 등을 수색하고자 할 때는 검찰에 압수·수색영장을 신청할 수 있다.

라. 조사결과와 처리

조사가 마무리 되면 조사담당자는 '조사결과보고서 및 조치안'에 조사개요, 증거관계, 처리의견 등을 기재하여 내부결재를 득한 다음, 증권선물위원회의 자문기구인 자본 시장 조사심의위원회의 심의를 거쳐 증권선물위원회에 부의하여 조

치 유형을 최종적으로 결정하게 된다.

불공정거래사건에 대한 조치유형은 고발, 수사기관통보, 과징금²⁶¹⁾ 내지 과태료²⁶²⁾ 부과, 증권의 발행 제한, 시정명령, 단기 매매차익발생사실 통보, 경고, 무혐의 등이 있다.

예컨대 조사결과 자본시장법 위반행위로서 형사벌칙의 대상이 되는 행위가 발견된 경우, 조사업무규정 제24조의 조치기준에 따라 관계자를 고발 또는 수사기관에 통보하게 된다. 불공정거래사건 조사 결과 사안이 중하고 증거관계가 명백한 사건에 대하여는 고발, 이보다 사안이 다소 가볍거나 사안은 중하지만 증거관계가 다소 불분명한 사건에 대하여는 수사기관 통보, 사안이 가벼운 경우에는 자체 경고, 조사결과 불공정거래혐의가 없다고 판단될 때는 무혐의 처분을 하게 된다.

표 16 검찰고발·수사기관 통보의 효과비교

검찰고발	수사기관통보
수사기관의 신속수사의무(3월내)	수사기관의 자율적 판단에 의하여 수사여부 결정
수시종결처분시 고발인에 대한 통지의무	통지의무 없음
고발자는 무혐의처분에 대해 불복(항고·재항고) 가능	-

조사결과는 증권선물위원회의 의결로 혐의내용의 정도에 따라 고발, 수사기관

261) 과징금은 행정법상의 의무를 위반하거나 이행하지 않는 자에 대하여 행정청이 부과하는 금전적인 제재로서 발행시장이나 유통시장에서의 주요공사의무를 고의 또는 중과실로 위반하는 경우 금융위 또는 증선위에서 과징금을 부과하게 된다. 그러나 실제 과징금이 부과된 경우는 많지 않은 듯하다.

〈과징금 부과 상황〉

	2007	2008	2009
건수(건)	50	43	87
금액(억원)	95.6	88.0	107.1

출처 : 금융감독원

262) 과태료는 금전벌의 일종으로서 행정법상의 의무위반 정도가 비교적 가벼워 직접적으로 행정목적 을 침해하지 않는다 해도 간접적으로 행정상의 질서에 장애를 초래한 위험이 있을 정도의 단순한 의무위반에 대하여 부과한다.

통보 등 조치수준을 결정하는데, 과태료나 과징금(5억 원 이하는 증권선물위원회 회에 위임) 및 금융회사 임직원에 대한 행정제재 중 중대한 사안(직원에 대한 면직 등)은 다시 금융위원회의 의결로 결정된다.²⁶³⁾ 그러나 예외적으로 수사기관에서 수사가 이미 진행 중에 있어 사건이 긴급하게 처리될 필요가 있는 경우에는 중간 심의절차를 생략하고 증권선물위원장의 긴급조치로 처리할 수도 있다.

표 17 금융위원회의 과징금 부과 기준

대상자	대상행위	부과금액
증권신고서 신고자·해당 법인 이사	증권신고서 등의 허위기재 또는 미제출	모집가액 또는 매출가액 3/100(한도 20억원)
공개매수신고서 신고인·그 대리인	공개매수신고서 등의 허위기재 또는 미제출	공개매수예정총액의 3/100(한도 20억원)
상장법인	공시내용의 허위기재 또는 미공시 사업보고서 등 허위기재 또는 미제출 합병신고서 등 허위기재 또는 미신고	한도 20억원 일일평균거래금액의 20/100(한도 20억원) 교부주식의 장부가액 등의 2/100(한도 20억원)
금융투자회사	대주주와의 거래제한 등 위반	위반금액의 20/100까지(한도 없음)

263) 이를 상설하면 다음과 같다. 먼저 기관에 대한 조치로는 금융투자업의 인가 또는 등록의 취소, 지점 기타 영업소의 폐쇄 또는 그 영업의 전부 또는 일부의 정지명령, 기관경고 또는 기관주의가 있다. 또한 임원 대한 조치로는 해임요구, 6개월 이내의 직무정지, 문책경고, 주의적 경고, 주의가 있으며, 직원에 대한 조치로는 면직·6개월 이내의 정직·감봉·견책·경고·주의 요구가 있다. 한편 위법행위자가 상장법인인 경우 상기 조치와 임원해임권과 증권발행제한, 위법내용의 공표요구 등의 조치병과가 가능하며, 위법행위자가 검사대상기관 또는 그 임직원인 경우 검찰고발 등의 조치와 기관 또는 임직원에 대한 조치병과도 가능하다. 양벌규정도 가능한데, 법인의 대표자 또는 법인이나 개인의 대리인 사용자 기타 종업원이 그 법인 또는 개인의 업무에 관하여 위법행위를 한 때에는 그 행위자를 벌하는 외에 그 법인 또는 개인에 대하여도 동조의 벌금형을 부과할 수 있다.

마. 금융감독원의 조사처리 및 조치실적

1) 불공정거래 조사 실적

금융감독원 설립 이후 12년간 한국거래소에서 통보한 조사사건 건수는 2,141건, 그리고 자체적으로 인지한 사건 건수는 821건으로 총 2,962건이 접수되었다. 이와 같이 접수된 조사사건에 대해 조사를 실시한 결과, 증권시장에 미치는 영향 및 투자자 피해가 심각한 시세조종이나 미공개정보 이용행위를 지난 12년간 각각 993건, 460건을 적발하였으며, 동 사건에 대하여 검찰이첩 1,343건, 행정조치 110건을 조치하였음을 알 수 있다.

최근에는 불공정거래 행위가 대형화·정교화·복잡화됨에 따라 중대사건 비중이 높아지고, 관련된 위법혐의자 수가 증가하는 추세에 있다. 또한 ELW 등의 파생상품, 허위 공시와 연계된 부정거래행위 등 신종 불공정거래가 다수 발생하고 있으며, 고전적인 방식의 단편적 시세조종 행위보다 고도로 지능화된 유형의 미공개정보 이용 비중이 높아지는 경향을 보이고 있는 점이 주목할 만한 특징이다.

표 18 불공정거래 조사 실적

(단위: 건)

구분	연도	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	합계
		적발	시세 조종	31	61	152	131	102	103	106	59	64	48	66
미공개 정보 이용	22		22	15	25	27	40	59	43	57	48	49	53	460
합계		53	83	167	156	129	143	165	102	121	96	115	123	1,453
조치	검찰 이첩	51	73	131	139	116	138	153	101	117	96	114	114	1,343
	행정 조치	2	10	36	17	13	5	12	1	4	-	1	9	110

한편 2010년 중 금융감독원의 불공정거래사건 처리건수는 201건으로 전년 처리건수 (199건) 대비 2건 (1%) 증가한 것으로 확인되고 있다.²⁶⁴⁾

표 19 혐의유형별 처리현황

(단위 : 건, %)

혐의유형	'06년	'07년	'08년	'09년	'10년
부정거래행위*	10	9	7	21	21 (10.4)
시세조종	49	55	41	45	49 (24.4)
미공개정보이용	43	57	48	49	53 (26.4)
대량·소유주식보고	32	44	39	57	44 (21.9)
단기매매차익취득 등	21	37	22	4	11 (5.5)
무혐의	21	16	26	23	23 (11.4)
계	186	218	183	199	201 (100.0)

*부정거래행위는 금융투자상품의 거래와 관련하여 부정한 수단 등을 사용하거나 재산상 이익을 얻기 위해 중요사항에 관하여 거짓의 표시를 하는 행위 등을 의미(구 증권거래법 제188조의4 ④ 및 자본시장법 제178조)

**동일 건에 2개 이상의 위반혐의가 있는 경우 가장 중한 위반혐의로 분류

*** ()는 전체사건에서 차지하는 비중

조사결과 적발된 위법사항에 대해서는 2010년 혐의가 발견된 178건 중 77.8% (138건)를 검찰에 고발·통보 조치하였다.

표 20 조치유형별 현황

(단위 : 건,%)

조치유형	'06년	'07년	'08년	'09년	'10년
검찰고발·통보	132	138	115	142	138 (68.7)
단기매매차익반환	24	50	35	16	22 (10.9)
경고 등	9	14	7	18	18 (9.0)
무혐의	21	16	26	23	23 (11.4)
계	186	218	183	199	201 (100.0)

*동일 건에 2개 이상의 조치내용이 있는 경우 가장 중한 조치로 분류

** ()는 전체사건에서 차지하는 비중

264) 금융감독원 2009년 자본시장 불공정거래 조사결과, 보도자료, 2010.1.19.

4. 수사기관의 수사

금융감독원이 조사를 마친 혐의사건은 증권선물위원회 등 일정한 절차를 거쳐 수사기관에 고발 또는 통보 조치되는데 관례적으로 대검찰청 수사기획관을 창구로 해서 보내진다.

금융관련 사건의 경우는 주로 서울중앙지검 금융조세조사부(1,2,3부)로 보내진다. 검찰은 주식매매·기업회계 및 공시 등을 대상으로 하는 증권범죄를 자체적으로 수집·분석하여 신속한 수사를 할 수 있도록 서울중앙지검에 3개의 금융조세조사부를 설치하고 금융증권범죄분석실(FSCAU)을 운영하고 있다. 한편 검찰은 금융위원회·증권선물위원회(금융감독원)의 고발 또는 통보에 따라 강제수사권 행사를 통해 국가형벌권을 집행하기도 하지만, 동시에 수사과정에서 불공정거래 행위 혐의가 포착되는 경우 금융감독원에 정보를 제공하여 조사를 요청하기도 한다.

표 21 조사업무 처리절차도

조 사 단 계		조 사 업 무
1. 사전조사	○시장감시	-시장감시를 통한 자체정보 발굴 -거래소 통보사건, 제보·민원, 관련기관 통보건 등 검토
	○사건수리·배정	-조사사건으로 수리 및 조사부서 배정
	○전산자료 검토	-호가, 체결내용 등 매매자료 검토 -조사범위(혐의사항·계좌 등) 결정
2. 조사실시	○조사실시 품의	-불공정거래 혐의에 대해 조사실시
	○자료제출요구	-조사대상종목 발행회사, 증권회사에 대하여 관련 자료징구
	○매매분석 또는 내부정보 분석	-주가·거래량 분석 -고가·하수주문 등 호가분석 -시장·가격지배력 여부 -공시 및 시장정보 검토 -정보생산자·수령자 추적 -계좌간 인적 연계성 확인 등
	○자금·주권 추적	-인적·자금 연계성 분석 -계신주체, 차명 등 확인
	○강제조사(필요시)	-자료제출 거부, 은닉, 은폐할 의도가 있는 경우 법원의 압수·수색영장을 발부 받아 실시

	○출석요구	-출석요구서 발송 -혐의자 등과 문답실시
	○기타 증거확보	-주문관련 전화통화 녹취 등
3. 제재조치	○조사결과보고서 작성	-혐의자별 위반사항 확정 -조사결과 조치(안) 작성 -검찰 정보제공사항, 관련부서 통보사항 점검 -조사사건 기록 등 증거서류 편철
	○제재심의실 심사·조정	-적용법규의 적정성 및 조치안의 형평성에 대한 심사조정 및 심의
	○조사결과조치(안)확정 ○금융위(증선위)에 안 건 상정 요청	-내부결재 -금융위(증선위)에 안건(조사결과 조치안)상정을 요청
	○금융위(증선위) 의결	-제재조치 확정
	○조치시행 및 사후 관리	-제재조치 시행 -조사결과 전산입력 등 자료 관리 -조치 이행사항 확인 등

5. 외국의 불공정거래 조사 및 감독 시스템²⁶⁵⁾

가. 미국

미국의 불공정거래 조사는 뉴욕증권거래소(NYSE, New York Stock Exchange) 등과 같은 자율규제기관과 증권감독기구인 증권거래위원회(SEC, Securities and Exchange Commission), 그리고 연방검찰청(DOJ, Department of Justice) 등의 공적 규제기관이 각각 독자적 업무를 수행함과 동시에 또한 상호 유기적인 관계를 유지하며 이루어지고 있다.

특히 뉴욕증권거래소(NYSE, New York Stock Exchange)²⁶⁶⁾는 자율규제기관으

265) 이하의 내용은 배중혁, 자본시장 불공정거래 행위에 대한 수사 시스템의 문제점과 개선방안, 자본시장 불공정거래행위에 대한 효율적 규제방안 모색을 위한 심포지엄, 2011, 39~43쪽을 요약 정리한 것이다.

266) 미국의 증권거래소는 NYSE를 비롯하여 American Stock Exchange, Boston Stock Exchange, Chicago Stock Exchange, Cincinnati Stock Exchange, International Securities Exchange, Nasdaq Stock Exchange, Pacific Exchange, Philadelphia Stock Exchange 등이 있으나, 여기에서는 대표적인 NYSE를 대상으로 다루기로 한다.

로서 불공정거래행위에 대한 감시기능을 수행하는 시장감시국(MKS, Division of Market Surveillance)을 두고 있는데, 시장감시국에서는 시세조종, 내부자거래행위에 대한 시장감시 뿐만 아니라 증권사 직원에 의한 일임매매, 선행매매(front running) 등에 대한 감시업무도 수행하고 있다. 시장감시 결과 불공정거래행위가 적발된 경우 주로 SEC에 이를 통보하는데, 필요시 검찰청에 직접 정보를 제공하기도 한다.

한편 증권거래위원회(SEC, Securities and Exchange Commission)는 불공정거래 행위의 조사 및 제재 업무를 전담하는 조사국(division of enforcement)을 두고 있어서, 조사 결과 불공정거래행위가 발견된 경우에는 연방증권법에 따라 직접 행정제재 및 민사제재를 담당하기도 한다. 경우에 따라 형사처벌이 필요한 부분에 대해서는 연방검찰청에 이첩하고 있으나 불공정거래 조사업무 자체는 독자적으로 수행하고 있고, 또한 필요에 따라서는 연방검찰청에 조사자료 제공 및 인력파견 등을 통해 협조관계를 유지하는 체제도 구축하고 있다. 뿐만 아니라 SEC는 Civil Penalty, 금지처분 등의 민사 제재조치에 대해서는 연방검찰청을 거치지 않고 직접 법원에 신청할 수 있는 권한도 부여받고 있다.²⁶⁷⁾

나. 독일

독일의 불공정거래 조사 및 감독기관은 연방금융감독청(Bafin, Bundesanstalt Für Finanzdienstleistungsaufsicht), 주 증권감독당국, 증권거래소 등으로 구분되는데, 미국과 마찬가지로 불공정거래 사건에 대한 수사 및 형사처벌은 별도의 독립적인 조직인 연방검찰청에서 담당하고 있다.

연방금융감독청은 증권 및 파생상품 거래 감독, 내부자 거래 등 불공정 거래에 대한 조사, 수시공시 및 영업준칙 준수 감독 등의 업무를²⁶⁸⁾, 주 증권감독당

267) 이 SEC의 조치수단은 크게 SEC 행정재판관을 통해 취하는 행정절차상 제재(administrative sanctions)와 연방(지방)법원에 소송 제기를 통해 행하는 민사적 제재(civil actions), 사법당국에 형사고발하는 형사적 제재(criminal actions), 기타 조사결과와 공표 및 SRO에 대한 징계조치 요구 등의 수단으로 크게 나누어질 수 있는데, 행위주체에 따라 SEC가 직접 조치하는 방법, 연방법원을 통해 조치하는 방법, 형사소추를 통한 조치방법 등 3가지로 구분할 수 있다.

268) 연방금융감독청의 조사결과 조치 유형으로는 무혐의로 인한 조사 종결(Closing of investigation),

국은 증권시장에 대한 감시·감독, 증권거래소법위반여부에 대한 조사, 증권거래소 심리조직 감독 등의 업무를, 증권거래소는 증권거래의 체결 및 결제, 증권거래에 대한 분석 및 감시 등의 업무를 각각 담당하고 있다.

다. 영국

영국은 1997년 10월 금융감독청(FSA, Financial Services Authority)이 증권시장 감독기구인 증권투자국(SIB, Securities Investments Board)을 보장·재구성하여 설립되면서 금융감독기구의 통합을 이루었다. 한편 그 이후인 1998년의 Bank of England Act에 의해 은행감독권이 Bank of England로부터 FSA로 이전되는 조치가 잇따랐으며, 마침내 FSMA(Financial Services and Market Act, 2000)의 의회통과로 금융감독 관련법규도 하나의 단일법으로 통일되게 되었다.

자율규제기관인 런던증권거래소(SLE, London Stock Exchange)는 FSA의 감독을 받고 있고, Trading Service부 산하 Market Abuse Team은 REC 2.10.3에 의거 이상매매거래(unusual or disorderly trading) 및 시장불공정행위(market abuse)의 발생 여부를 일선에서 모니터링(front-line monitoring)하고 있다. 또한 이와 같은 모니터링 결과 발견된 불공정 행위 관련 정보를 FSA에 즉시 통보하도록 되어 있다. 구체적인 모니터링 및 FSA 통보 절차에 대한 자세한 내용은 대외 비공개(confidential internal procedure)로 되어 있다.

한편 영국정부는 통합 금융법인 금융서비스시장법(Financial Service and Market Act, 2000)을 확정하고 단일 감독기관으로 금융감독청(FSA, Financial Services Authority)을 설립하여 통합 금융감독체계를 확립하고 있다. FSA는 오해유발(misleading statements and practices), 내부자거래(inside dealing) 등의 불공정거래 행위에 대하여는 범죄행위(offences)로 인식하여 기소권을 직접 행사하고 있다. 다만, 기소권 행사시 과징금 및 부당행위내용공개 등의 징계조치는 부과하지 않되, 법원에 대한 강제집행명령 또는 부당이득반환 및 손해배상 요청과 기타 감독상의 조치를 병과하고 있다.

행정제재금 부과(Administrative fine), 검찰 고발 및 통보(Referral to Public Attorneys' Office) 등을 들 수 있다.

라. 일본

일본의 증권관련 주요 감독·제재 기관으로는 금융청(증권거래등감시위원회), 증권거래소, 금융청을 들 수 있는데, 1992년 7월 증권시장 불공정거래를 전문적으로 감시·조사하는 합의제 기구인 '증권거래등감시위원회'를 대장성 내에 설치하였다. 그 후 1998년 6월 22일 금융감독청이 발족되어 은행·증권·보험 등 민감금융기관에 대한 검사·감독을 총괄하여 수행하게 되었으며, 증권거래등감시위원회는 종래의 체제 그대로 금융감독청으로 이관하게 되었다. 다만, 금융감독청은 지방조직이 없었기 때문에 지방 소재 민감금융기관에 대한 검사·감독은 대장성(현재 재무성) 산하의 지방재무국에 위임하여 수행하도록 하고 이에 대한 지휘·통괄권만을 갖게 되었다.

그러나 2000년 7월 1일 금융감독청과 대산정(현재 재무성)의 금융기획국이 다시 통합되어 금융재생위원회 산하에 '금융청'이 발족하게 되었고, 2001년 1월 6일 정부부처 개편에 따라 금융재생위원회가 폐지되고 금융청을 내각부의 외국으로 설치하면서 금융재생위원회가 가졌던 파산처리 등의 사무를 이어받게 되어 오늘에 이르고 있다.

한편 일본 증권거래소인 동경증권거래소는 자율규제기관으로 유가증권 매매거래와 관련한 일상적인 시장감시 업무를 수행하고 있다. 증권거래소는 시장감시 결과 위법혐의가 포착되면 이를 금융감독청에 이첩하고 있는데, 불공정거래 조사에 필요한 매매체결상황, 주문상황 데이터 등도 함께 제공하고 있다고 한다. 또한 우리의 한국거래소와 마찬가지로 불공정 거래에 대한 사전 예방 조치도 아울러 취하고 있다.

금융청은 증권회사 등에 대한 감독권을 금융청 감독국 증권과에서 담당하게 하고 있으나, 증권거래 관련 시장감시와 증권회사 검사 및 증권 관련 범죄사건의 조사는 '증권거래등감시위원회'에서 하고 있다. 증권거래등감시위원회는 위원장 및 2인의 위원으로 구성되는 합의제 기관으로서 독립적으로 운영되고 있으며, 본청 사무국과 지방 재무국(증권거래감시관)의 업무를 지휘·통할하고 있다. 증권거래등감시위원회는 시세조종, 내부자거래, 풍설유포 등 자본시장 불공정거래 행위에 대해 조사를 담당하는데, 불공정거래 혐의가 포착되는 경우 검찰에

이를 고발하고 있고, 고발 시 위원회에서 영치 또는 압류한 물건이 있는 때에는 이를 같이 검찰에 인계하고 있다. 통상 증권거래등감시위원회는 특별한 경우를 제외하고는 조사결과 및 고발사실을 조치 시점에 공개하지 않고 기소된 이후에 공개하는 것을 원칙으로 하고 있다고 한다.

제2절 자본시장법상 형사제재의 특수성과 문제점

1. 자본시장법상 불공정거래 사건에 대한 개별적 고찰

제3장에서는 자본시장법상 미공개정보이용행위, 시세조종, 부정거래 등과 관련한 다양한 불공정거래의 유형들에 대한 법해석학적인 작업을 통해 구성요건적 행위유형의 의미를 명확히 드러내고자 하였다. 형사법규는 구성요건적 의미가 명확해야지만 개인이 포섭가능한 불법성을 예측할 수 있고, 이를 통해 법규가 개인의 행위규범이면서 평가규범으로서 자리매김 할 수 있기 때문이다. 또한 규제의 공백을 막고 다양하게 등장하는 새로운 불법적인 금융현상들에 대처하기 위해서는 자본시장법의 불공정거래에 대한 해석학적 작업을 통해 포섭할 수 있는 가능성을 마련하는 것 또한 필요하다. 자본시장법상의 유형화된 불공정거래 행위의 요건들을 검토하고, 또한 현실 사회에서 발생하는 다양한 불법성을 유형화하는 작업은 자본시장법의 실효성을 모색하는 가장 중요한 방법이라고 할 수 있을 것이다. 이처럼 자본시장법이 자본시장에서 합리적인 개인의 행위규범이자 평가규범으로 자리매김할 수 있다면 법의 실효성을 통해 민주적 법치국가의 이념을 구현할 수 있을 뿐만 아니라, 공정하고 효율적인 금융체계의 정립을 통해 보다 풍요롭고 정의로운 사회를 실현할 수도 있을 것으로 기대해도 좋을 것이다.

이하에서는 이와 같은 작업을 토대로 특히 불공정거래행위에 대한 형사제재의 특수성에 대해 검토하려고 한다. 자본시장법에는 불공정거래를 제재하는 여러 형사제재가 마련되어 있다. 그러나 이미 검토한 것처럼 자본시장의 특수성 때문에 죄형법정주의와 같은 형사법의 원칙들과 충돌하거나 비효율적인 것으로 보이

는 것 또한 사실이다. 먼저 자본시장법상 개별 불공정거래 사건의 특수성을 검토한 후, 불공정거래행위를 제재하는 규제이념에 대한 심층적인 분석을 하게 될 것이다. 이를 통해 불공정거래에 대한 형사제재의 특수성을 검토한 후, 이에 대한 문제점을 고찰하려고 할 것이다.

가. 미공개정보이용행위

1) 자본시장에서 미공개정보이용행위의 특성

주가를 인위적으로 형성하는 시세조종과는 달리 미공개정보이용행위는 시장에서 형성된 주가에 순응하여 거래를 한다는 점에서 기업의 자발적인 공시가 있기 전까지는 단서포착이 어렵다는 기술상의 문제가 있다. 뿐만 아니라 행위유형도 과거 유·무상증자의 정보이용에서 부도발행, 합병, 신기술개발, 자사주취득 관련 정보의 이용 등 그 방법과 태양이 다양화되고 있으며, 행위자별로도 과거 임원 및 주요주주 일변도에서 M&A관계자, 가족, 친지, 증권사직원, 기자 등 준내부자 또는 정보수령자로 확대되고 있는 추세이다.

2) 경제위기와 미공개정보이용

최근 전세계적인 경제위기로 인해 경제가 침체되고 자본시장이 위축되는 상황에서는 미공개정보이용행위의 경우 호재성 정보보다는 악재성 정보이용행위가 압도적으로 많다. 즉, 경기 침체에 따른 기업경영난으로 인해서 상장회사들이 재무구조 개선을 위해 감자를 하는 경우, 부도를 당하는 경우, 화의나 법정관리 신청을 하는 경우, 결산에 이르지 못하거나 외부회계감사기관으로부터 한정의견이나 의견거절을 당하는 경우, 자본잠식으로 퇴출당하는 경우 등이 자주 발생하게 되는 것이다.

이에 따라, 회사 내부자, 회사 채권자, 거래자 등이 위와 같은 악재성 정보를 이용하여 주식을 사전에 매도하는 사례가 빈번할 수 밖에 없다. 특히, 회사의 채권자로 있는 금융기관, 주주인 기관투자자, 사채업자 등이 이러한 미공개정보 이용행위를 하는 사례가 적지 않은데, 이는 시장의 정보를 왜곡하고 특히 일반

인들의 신뢰를 크게 저해한다는 점에서 가벌성이 더욱 크다고 할 수 있다. 우월한 정보력과 대규모의 자금력에 의해서 시장에 큰 영향을 준다는 점 및 다수의 일반피해자를 양산하는 결과를 초래한다는 점과 무엇보다도 일반 투자자보다 더 큰 도덕성을 요구받는 금융기관이라는 점에서 그러하다.

3) 미공개정보이용행위에 대한 실증분석

이처럼 사회경제적 여건상 미공개정보이용행위의 발생빈도는 빠른 속도로 늘어나고 있는 경향이 있다. 우리의 경우, 2009년 한국거래소의 심리결과 내부자거래 혐의가 있다고 인정되어 금융감독원에 통보한 건수는 103건에 이른다.

표 22 내부자거래 발생건수

(단위: 건)

2007	2008	2009
83	77	103

출처 : 한국거래소(금융감독원 조사의뢰 기준)

나. 시세조종

1) 시세조종 사건의 특성

시세조종사건에 있어 가장 어렵고 난감한 부분은 주관적 요건으로서 시세조종에 관한 범의의 입증과 객관적 요건으로서 공모관계 입증일 것이다. 범의와 같은 내심의 의사는 쉽게 확인하는데 어려움이 있기 때문이다. 물론 공모관계와 같이 은밀하게 행해지는 행위를 적발하거나 직접적으로 입증하는 것도 쉬운 일이 아니다. 다만 피의자들에 대한 전체 주문 및 시세조종성 주문은 객관적인 자료로 확보되어 있으므로, 이러한 주문이 시세조종의 목적이었다는 사실을 입증하는데 수사기관이 특히 관심을 가져야 할 필요가 있을 것이다.

2) 목적과 공모의 입증의 어려움

일반적으로 시세조종을 하는 동기에 있어서 순전히 부당이득의 취득만을 목적으로 하는 경우는 드물다고 할 수 있다. 오히려, 다른 목적과 동기로 시세조종 행위가 빈번한데, 예를 들어 대주주가 개입된 경우 유상증자를 원활하게 하기 위하여 작전세력을 사주하는 경우가 많고, 구조조정회사의 경우에는 구조조정회사가 투자한 종목이 관리종목을 탈피, 거래가 재개되는 시점에 주식을 처분하여 투자이익을 실현하려는 목적에서 시세조종을 하는 경우도 매우 일반적인 편이다.

아울러 시세조종행위에 있어서 공모관계입증은 특히 중요하고 어려운 과제라고 할 것이다. 단순한 데이트레이더들의 시세조종이 아닌 한, 시세조종을 하는 경우 다수의 공범이 공모를 하게 되기 때문이다. 당연하게도 대개의 경우 이들 공범들은 처벌의 중해질 것을 두려워하므로 가능한 한 공모관계를 부인하려하게 되고, 실제로 검찰의 수사나 금융감독원의 조사가 미진할 경우 범행에 가담한 공범의 다수가 범망을 빠져나가게 되는 것이다. 따라서 공범관계 입증에 주력을 다하는 것이 필요하고 할 것이다.

3) 시세조종에 대한 조사

이미 위에서 검토한 바 있지만, 시세조종 행위가 있으면 먼저 한국거래소의 시장감시위원회의 '심리' 절차에 의거, 매매자료 분석을 통한 조사가 이루어진다. 심리 결과 혐의가 있다고 판단되는 경우 거래소는 금융감독원에 통보를 하게 된다.

한편 금융감독원은 혐의자를 직접 소환해서 심문하거나, 필요한 경우 자금추적 등을 통해 '조사'를 하고, 혐의가 있다고 판단되는 경우에는 검찰고발이나 검찰통보 등의 형식을 통해 사건을 검찰로 넘기게 된다.

4) 시세조종행위에 대한 실증분석

2009년 한국거래소가 심리한 결과 시세조종 혐의가 있다고 인정되어 금융감독원에 통보한 건수는 모두 91건에 이른다. 한편 현행 자본시장법에서 도입된 연

계 시세조종행위와 관련해서 최근 우리나라에서 투자자들이 ELS 발행 증권사를 상대로 제기한 소송들이 진행중에 있다.²⁶⁹⁾

표 23 시세조종 건수

(단위: 건)

2007	2008	2009
49	42	91

출처 : 한국거래소(금융감독원 조사)의뢰 기준)

다. 부정거래

부정거래행위는 현행 자본시장법에서 처음 신설되었다. 따라서 2009년 자본시장법이 시행된 이후 관련 사건이 많지 않다. 금융당국에 통보된 건수는 2009년 1건, 2010년 9월 기준으로 4건 등 총 5건에 불과하다.

269) 서울중앙지판 2010.7.1, 2009가합90394 등 참조.

- [1] 증권 매입일로부터 만기에 이르기까지 4개월마다 도래하는 중간평가일의 기초자산의 가격변동에 따라 중도상환의무가 발생하는 구조의 추가연계증권을 발행·판매한 증권회사가 두 번째 중간평가일의 증가가 결정되기 불과 10분 전에 그 기초자산인 주식을 대량매도함으로써 중도상환조건이 성취되지 못한 사안에서, 이는 중도상환조건이 성취로 불이익을 받을 당사자인 증권회사가 신의성실에 반하여 중도상환조건이 성취를 방해한 것이므로, 그 상대방인 투자자는 증권회사에 대하여 증권회사의 방해행위가 없었더라면 조건이 성취되었을 것으로 추단되는 위 중간평가일에 중도상환조건이 성취된 것으로 주장할 수 있다고 한 사례.
- [2] 증권회사가 추가연계증권의 발행·판매계약에 기하여 만기상환금 또는 재매입금을 투자자에게 지급하였더라도 이는 중도상환조건이 성취되지 않았음을 전제로 하여 추가연계증권에 관하여 증권회사가 부담하는 의무를 이행한 것에 불과하고 이로써 상환조건을 포함하여 추가연계증권에 관한 계약상 법률관계가 모두 소멸되었다거나 그 증권을 매입한 투자자들이 중도상환금 청구에 관한 권리를 묵시적으로나마 포기한 것으로 볼 수 없으므로, 만기상환이나 재매입 전에 증권회사의 신의성실에 반하는 중도상환조건 성취 방해행위가 있었던 경우에는 투자자는 만기상환금이나 재매입금을 수령한 이후라도 중도상환조건이 그 이전에 성취되었음을 주장할 수 있다고 한 사례.

라. 공매도

공매도는 주식을 소유하지 않고 매도하는 것으로, 주식을 차입해서 거래하는 경우가 일반적인 형태일 것이다. 특히 차입공매도는 통상 추후에 반대매수를 수반하게 되므로 시장의 유동성을 증가시키는 긍정적 측면이 있지만, 추가하락시에 공매도가 집중되어 추가급락을 증폭시키거나, 적시에 결제물량을 확보하지 못해 결제를 이행하지 못할 위험이 내포되어 있는 등의 부정적 측면이 있다는 점에서는 위에서 상술했던 바 있다.

최근 경제위기가 심화되면서 증시가 불안해지고 변동성이 확대되면서 공매도가 우리나라 경제에 큰 부담을 안겨주면서 금융의 불안정성을 가속시키는 주범으로 인식되고 있다. 이와 같은 이유에서 자본시장법에서는 공매도를 원칙적으로 금지한다. 다만, 시장불안과 결제불이행을 방지할 수 있다는 경우에는 예외적으로 허용하게 된다. 그러나 2009년 6월부터는 금융주를 제외하고는 공매도를 허용하고 있다.

아래 표에서 2009년 공매도 대금과 비중이 급격하게 줄어든 이유는 금융당국에서 증시안정을 위해 2008.10.1~2009.5.31까지 공매도금지조치를 했기 때문이다.

표 24 유가증권시장 공매도 거래 상황

	2007	2008	2009	2010
공매도 대금(조원)	21.1	32.6	13.6	21.5
공매도 비중(%)	1.5	2.5	0.9	2.5

출처 : 한국거래소

마. 공시위반의 경우

1) 공시위반사건의 구조

현재 공시위반 사건은 금융감독원의 시세조종사건 또는 미공개정보이용사건을 조사하거나 증권신고서 등의 공시서류에 대한 심사과정에서 주로 사후적으로 발견되고 있는 편이다. 경미한 공시위반에 대해서는 행정제재의 일종인 과징금을

부과하고, 공시위반이 시세조종 등 전형적인 불공정거래범죄와 관련되어 있거나 횡령, 배임과 관련이 있다고 판단되는 경우에 한하여 검찰에 이첩하여 형사처벌을 받도록 하고 있다.

2) 공시위반 사건의 특징

첫째, 공시위반은 작위범의 성격을 갖고 있기 때문에 공시의무자가 금융감독원 전자공시시스템에 자발적으로 공시하기 이전에는 허위공시, 지연공시 등 여부를 확인하기 어렵다. 다만, 이와 같은 공시위반 행위는 전형적인 불공정거래범죄인 시세조종이나 미공개정보이용 혐의를 조사하는 과정에서 부수적으로 적발되는 경우가 많다.

둘째 공시위반 사건은 시세조종, 미공개정보이용 등 불공정거래행위 이외에 횡령, 배임 등 일반적인 형사범죄와 관련된 경우가 많다. 예를 들어 회사가 대주주에 대해 자금을 대여하는 사실을 공시하였지만 실질적으로는 동 자금을 횡령하기 위한 형식적인 공시인 경우가 전형적인 것이다.

셋째, 공시위반자는 공시 의무자인 법인이 되겠지만(일부 특수공시는 개인도 포함), 자본시장법의 양벌규정에 의해 법인뿐만 아니라 법인의 대표자나 종업원도 처벌할 수 있다.

2. 자본시장법상 불공정거래 규제의 목적 검토

가. 정보의 대칭성과 효율성-효율적 시장가설과의 관련성

자본시장법에서 규정하는 미공개정보이용의 행위나 시세조종 혹은 부정거래와 같은 불공정거래행위에 대한 규제는 기본적으로 정보의 대칭을 통해 금융시장의 공정성을 구현하려고 한다는 점에서 공통점이 있다.²⁷⁰⁾ 자본시장의 특성상 관련 정보를 보다 빨리 혹은 보다 많이 접근할 수 있는 자가 상대적으로 유리한 위치

270) 불공정거래 유형중 공매도 규제는 정보의 대칭성과 크게 관련을 갖는다고 보기 어렵다.

를 차지하게 될 것임은 분명하다. 문제는 시장에서 형성된 가격은 이미 관련 충분히 정보가 반영된 것이기 때문에, 미공개정보를 이용하거나 시세를 조정하는 방식으로 시장에서 가격을 인위적으로 조작하는 것은 불가능하거나 극히 어렵다는 항변이 곧잘 주장되는 데 있다. 이러한 항변에는 이른바 효율적 자본시장 가설(efficient capital market hypothesis, 이하 ECMH)이 유력한 논거로 인용된다. 이러한 주장에 따르면 미공개 정보를 이용하거나 시세를 조종하는 방식을 통한 시장의 교란행위는 발생할 여지가 없는 것이기 때문에 이를 규제하거나 제재하는 것은 불필요하거나 부당한 것이 된다. 이하에서는 ECMH에 대한 검토를 통해 불공정거래 규제의 이해 지평을 넓혀보고자 한다.

1) ECMH의 의의²⁷¹⁾

(1) ECMH의 개념과 분류

효율적 자본시장 가설이란 정보의 효율성과 관련된 개념으로서, 자본시장의 가격은 이용가능한 정보를 항상 충분히 그리고 즉각적으로 반영한다는 가설이다. 정보의 효율성은“증권과 증권가격을 평가하기 위하여 사용할 수 있는 정보의 이용”이라고 설명하며²⁷²⁾, 이에 따라 창시자인 Eugene Fama 교수는 효율적 자본시장 가설을 관련되는 정보의 범위에 따라 다음과 같이 3가지로 구분하고 있다.

첫째, 약형(弱形, weak form) ECMH이다. 자본시장의 자산가격은 ‘과거의 역사적인 정보’를 충분히 반영하고 있어서 어떠한 투자자라도 가격이나 거래량에 관한 역사적인 정보를 이용하여 비정상적인 이익을 얻을 수 없는 시장을 약형의 효율성이 달성된 시장이라고 한다.²⁷³⁾ 이에 따르면 가격은 랜덤 워크(random

271) 김용재, 자본시장법(上), 고려대학교 출판부, 2011, 574쪽 이하 참조 이하의 ECMH에 대한 내용은 이 책을 참조하였다.

272) 이상복, 자본시장법상 내부자거래, 박영사, 2010, 107쪽

273) 이에 의하면 어떠한 투자자라도 가격이나 수익의 역사적인 정보에 기초한 거래에 의하여 초과수익을 얻을 수 없다는 것이므로, 약형 가설은 투자자가 과거의 주가변동에 의하여 장래의 주가를 예측할 수 없다는 가설이기도 하다. 보통 약형 가설의 타당성을 검증하기 위하여 수익률의 시계열 분석이 이루어진다.

walk)를 따르게 되므로, 과거의 가격을 통해 이익을 발생시킬 수 없게 된다.²⁷⁴⁾

둘째, 준강형(準強形, semi strong form) ECMH이다. 자본시장의 자산가격은 ‘공개된 정보’를 충분히 반영하고 있어서 어떠한 투자자라도 공개된 정보를 이용하여 비정상적인 이익을 얻을 수 없는 시장을 준강형의 효율성이 달성된 시장이라고 한다.²⁷⁵⁾ 이 경우 공개적으로 이용할 수 있는 정보는 이미 가격에 반영되어 있기 때문에, 공개된 정보에 기초한 분석은 평균 이상의 이익을 얻을 수 있다.²⁷⁶⁾

셋째, 강형(強形, strong form) ECMH이다. 자본시장의 자산가격은 ‘모든 이용 가능한 정보’를 충분히 반영하고 있어서 어떠한 투자자라도 모든 이용가능한 정보(미공개 내부정보를 포함)를 이용하여 비정상적인 이익을 얻을 수 없는 시장을 강형의 효율성이 달성된 시장이라고 한다.²⁷⁷⁾

(2) ECMH의 의의

ECMH, 그중에서도 강형 ECMH가 성립하면 어떠한 정보든 이미 시장에 충분히 반영되어 있으므로 투자자들은 그 정보를 이용하더라도 비정상적인 초과수익(excess return)을 얻을 수 없게 되고 따라서 미공개정보이용이나 시세조종 행위는 이러한 시장에서 불가능한 것이고, 혹 가능하더라도 이익을 창출할 여지가 거의 없게 된다.

이와 같은 이유로 흔히 미공개정보이용행위나 주가조작에 관한 형사사건에서 피고인들은 항소이유 또는 상고이유로서 증권시장이나 장내파생상품시장이 극히

274) 이상복, 자본시장법상 내부자거래, 박영사, 2010, 107쪽

275) 이에 의하면 어떠한 투자자라도 공식적으로 이용가능한 정보를 기초로 한 거래에 의하여 초과수익을 얻을 수 없는데, 여기서 공식적으로 이용가능한 정보란 과거의 주가자료, 기업의 재무제표 등을 포함한 회계자료, 증권관계기관의 투자자료와 공시자료 등을 들 수 있다. 준강형 가설은 투자자가 미공개정보 없이는 증권매매로 초과이익을 얻을 수 없다는 가설이기도 하다. 현대 금융자본주의 시대에 있어서 각국의 증권관련 법규는 준강형의 효율적 시장을 지향하고 이를 보호하는 것을 이상으로 삼고 있다고 알려져 있다.

276) 이상복, 자본시장법상 내부자거래, 박영사, 2010, 108쪽

277) 강형 가설은 어떠한 투자자가 공개적으로 이용가능한지 여부를 불문하고 알고 있는 모든 정보를 이용하더라도 초과이익을 얻을 수 없다는 가설이기도 하다.

효율적인 시장(강형 효율적 시장)이므로 내부자가 부당한 이익을 얻을 수 없거나 주가조작에 의한 이익을 얻을 수 없다는 주장을 하곤 한다.

(3) 판례의 입장

그러나 판례는 대법원 2008. 12.11 선고 2006도2718판결에서 당해 시장이 강형 시장은 아니라고 한다.²⁷⁸⁾ 이 사건은 이른바 허수주문이 문제된 국채선물가

278) 상고이유에서 지적하고 있는 비와 같이 국채선물시장이 고도로 경쟁적이고 효율적인 시장이며, 특정 거래자가 상당 기간 시세를 변동시켜 이를 유지하는 것 즉 유가증권 시장의 일부 종목에서 볼 수 있는 것과 같은 전형적인 시세조종행위가 빈발한다는 것은 쉽게 상정하기 어렵다 할지라도 그러한 특성이 실제 거래의 모든 측면에 걸쳐 모든 순간에 예외 없이 적용된다는 가정도 비현실적일 뿐 아니라, 수요와 공급의 상황에 관한 잘못된 정보를 시장에 제공하거나 그에 관한 정보의 진실성 판단을 방해함으로써 시세조종이 가능하다는 점도 간과할 수 없다. 구체적으로 보면, 선물시장과 현물시장의 전체 거래량 대비 거래 비중이 큰 당사자가, 그러한 지위를 이용하여 거래의 공백상태나 침체상태, 미묘한 균형상태 등을 틈타 순간적인 충격이나 거래상황에 관한 허위정보를 가함으로써 가격결정에 일시적으로 영향을 미치는 행위마저 불가능하다고 볼 수는 없고, 이러한 행위가 지속적으로 반복되는 경우라면 시세를 인위적으로 변동시킬 가능성이 있는 거래라고 하지 아니할 수 없다. 기록상 공소외 1, 2에 대한 각 검찰진술조서의 각 진술 기재 등 이 사건에서 원심이 제1심판결을 인용하여 들고 있는 증거들에 의하면, 피고인들이 속한 제일투자신탁운용 주식회사(현 상호 : 씨제이자산운용 주식회사)는 당시 국채선물시장에서 거래량 기준 1위의 투자 주체였고, 2002. 6. 19. 부터 9. 17.까지 피고인들이 근월물인 KTB209(2002. 9.물) 거래에 동원한 계좌는 7개로서 위 기간 중 시장 전체 주문량의 12.6%, 체결량의 5.1%를 차지하였으며, 일자별로는 시장 주문량 대비 최대 32%를 차지할 정도로 시장에 큰 영향력을 행사한 점, 시장 참여자들에게는 현재가의 아래 위로 5단계 호가 범위 내의 매수 및 매도 주문 물량이 각 호가별로 공개되며 시장 참여자들이 사용하는 국채선물매매용 프로그램은 그 호가창에 위 정보가 실시간으로 현출되도록 구성되어 있는 점, 피고인들은 위 호가창에 나타나게 할 수 있는 5단계 호가 범위 내의 허수주문을 주로 시도하였는데, 해당 허수주문 수량이 시장에 공개되는 총 주문 수량(5단계 호가)에서 차지하는 비율(5단계 호가 범위 내의 주문관여비율)이 20.1% ~ 71.7%에 이르고 있었으며, 피고인들의 주문 취소 대비 취소 비율이 평균 34.5%로 높게 나타났고 그 중에서도 특히 500계약 이상의 대량주문의 취소비율이 72.6% ~ 100%로 매우 높게 나타나고 있었던 점 등을 알 수 있다. 위와 같이 5단계까지 호가 잔량을 공개하는 이유는 수요와 공급 상황에 관한 정보를 시장 참여자 누구나 실시간으로 접할 수 있도록 하여 시장 참여자들의 가격결정에 도움을 주기 위한 것인바(모든 시장 참여자들이 허수주문을 일상적으로 함으로써 호가 잔량이 아무런 기능도 할 수 없다면 공개할 이유가 없을 것이다), 실제로 체결할 의사 없이 위 범위 내의 호가에 대량의 허수주문을 하였다가 체결 직전에 취소하는 행위를 반복하는 것은 수요와 공급 상황에 관하여 시장에 잘못된 정보를 제공하는 행위로 볼 수 있다. 다만, 시가로부터 5호가 범위 내의 주문은 시장 상황에 따라 얼마든지 순간적으로 체결될 가능성이 있는 것이어서, 비록 단기간 내에 취소할 의도였다 할지라도 대량의 허수주문을 하는 데에는 주문자 자신도 상당한

격 시세조종사건이었다. 국채선물시장은 유동성이 풍부하고 규격화된 상품시장으로서 거래비용이 극단적으로 낮다고 한다. 뿐만 아니라 변동성과 레버리지 효과가 크게 때문에 단기간 내의 주문 및 취소가 빈번하게 발생할 수 있기 때문에 위의 분류에서 이른바 강형(強形, strong form) 시장에 상당히 근접되어 있었다. 그럼에도 불구하고 대법원은 국채선물시장이 강형시장이 아니라, 준강형의 효율적 시장으로서 정보의 불균형으로 인하여 미공개정보에 따른 초과차익이 발생할 수 있다는 입장을 보였다. 즉 국채선물시장에서 허수주문은 상당한 정도의 시장 지배력과 정보력 및 자금력을 동시에 갖춘 투자 주체만이 할 수 있는 것인데, 일반적으로 어떠한 주문이 허수주문인지 여부는 허수주문을 한 해당 주체만이 알 수 있을 뿐이고 나머지 투자자들은 그것이 허수주문인지를 알 수 없다고 봄이 상당하다고 본 것이다.

2) ECMH와 불공정거래 규제의 관계

(1) ECMH와 시세조종

판례의 입장에서 확인할 수 있듯이 1934년 미국 증권법과 이를 계수한 일본, 우리나라는 물론 세계 각국의 증권시장 규제는 현금흐름의 예측에 영향을 미칠 수 있는 중요 정보에 관하여 준강형 ECMH를 널리 채택하고 있다.²⁷⁹⁾ 이에 따

위험부담을 안게 되므로, 허수주문이 일부 체결되더라도 만회할 의사와 능력이 있는 극히 일부 투자자를 제외하고는 대다수 시장 참여자들에게 자체역제요인을 갖고 있다고 볼 여지도 있다(그리고 무엇보다 대부분의 시장 참여자들의 경우 그러한 주문행위를 체결 의사 없는 주문이라 단정하는 것도 곤란할 것이다). 그러나 다른 한편으로 보면, 이 사건에 있어서는 바로 그 점 때문에 시장 참여자들이 5호가 범위 내의 대량 주문을 단순한 허수주문으로 단정할 수 없는 요인이 될 여지가 있다고 보아야 할 것이고, 위와 같은 허수주문이 상당한 정도의 시장지배력과 정보력·자금력을 동시에 갖춘 투자 주체만 가능한 것이라면, 대부분의 경우 해당 주문이 허수주문인지 아닌지는 허수주문을 한 해당 주체만 알 수 있고 나머지 대부분의 투자 주체들은 그것이 허수주문인지 아닌지를 그때마다 판단하여 거래에 입할 수밖에 없다는 점에서 정보의 불균형도 존재한다고 보아야 할 것이다. 앞서 본 법리에 비추어 위와 같은 여러 사정들을 감안하여 보건대, 피고인들의 행위는 이 사건 국채선물거래가 성황을 이루고 있는 것으로 오인하게 하여 시세를 변동시킬 가능성이 큰 행위로 봄이 상당하고, 이와 달리 국채선물시장의 효율성으로 말미암아 허수주문으로 인한 시세조종행위 자체가 불가능하다는 취지의 상고이유 주장은 받아들이기 어렵다.

279) Robert Daines·Jon Hanson, The Corporate Law Paradox: The Case for Restructing

르면 자본시장의 자산가격은 '공개된 정보'를 충분히 반영하고 있으므로 어떠한 투자자라도 공개된 정보를 이용하여 비정상적인 성과를 얻을 수 없다. 또한 시장 감독자는 허위정보가 시장에 입력되는 것을 막고, 내부 정보를 이용한 거래를 원칙적으로 금지하게 되며, 정보가 효율적으로 시장에 전달되는 것을 저해하는 요소에 대한 금지규정과 처벌규정을 두는 것으로 시장의 효율성을 도모할 수 있을 것이다. 이 경우 미공개정보를 이용하는 것은 그 행위자로 하여금 초과 이익을 가져다주지 않기 때문에 규제의 정당성을 확보하는데 어려운 점이 있다. 또한 대개의 시세조종의 경우에서도 시장의 효율성 때문에 특정 거래자가 상당 기간 시세를 변동시켜 이를 유지하는 것은 쉽게 상정하기 어려워진다.

(2) 시장의 효율성과 내부자 거래

굳이 준강형 시장을 전제하지 않더라도 내부자 거래가 시장의 효율성 (efficiency)과 모종의 긴장관계에 있을 수 있다. 주지하다시피 내부자거래를 반대하는 가장 강력하고도 일반적인 논거는 내부자 거래가 자본시장 내에서 투자자들의 신뢰를 저하시켜 기업의 자본조달 비용을 상승시키고 투자 저하를 야기한다는 점이다. 이는 또한 미국의 1934년 증권거래법에서 내부자거래에 관한 규제조항들이 포함되는 논거이기도 했다.

반면, 시장의 효율성이라는 측면에서도 내부자거래를 달리 보려는 입장들도 있다. 내부자거래가 까다로운 재협상 절차를 거치지 않고 내부자들의 기업혁신을 보상하는 일종의 계약적 수단이 되기 때문에 더 많은 기업 이윤을 창출하고, 시장 효율성에도 기여할 수 있다는 주장이 그러하다. 소유와 경영이 분리되어 있는 오늘날 대부분의 기업들은 잠재적으로 주인-대리인의 문제를 안고 있기 때문에 내부자거래와 같은 유형의 유인책을 통해 기업내부자의 유인과 주주들의 유인을 합치시키는 수단으로서 바람직하다는 것이다. 또한 내부자 거래는 기업의 정보가 시장에 전달되도록 하는 중요한 원천으로서 주식의 가격이 '합당한' 수준으로 움직이도록 돕게 되고, 결과적으로 효율적 시장을 가능하게 한다는 주장도 있다.²⁸⁰⁾

Corporate Law, 102 Yale L. J. 577, 610(1992)

그럼에도 불구하고 내부자거래, 즉 미공개정보이용행위는 시장의 효율성을 가져다주기 어려운 구조를 갖고 있다는 견해가 보다 설득력을 얻고 있다. 대개 시장가격은 2단계의 절차로 영향을 받는다고 한다.²⁸⁰⁾ 먼저 내부자들은 시장가격에 최소한의 영향을 주는 미공개정보에 기초해서 거래를 시작하고, 다음 외부자들은 정보제공, 누설 또는 시장관찰을 통해 정보를 알게 된다는 점에서 그러하다. 그러나 두 번째와 같이 “파생적으로 정보에 근거한 거래”는 느리고 산발적으로 발생하게 되므로 시장의 효율성을 달성하는데 어려움이 있다.

나. 금융체계에 대한 신뢰보호의 강조

1) 자본시장법상 불공정거래 규정의 방향성

자본시장법은 자본시장이 기능하고 금융투자상품의 거래가 공정하게 행해지는 것을 목적으로 하고 있다. 이러한 목적 달성을 위하여 공시제도와 금융투자에 대한 규제 외에 각종의 불공정거래행위를 금지함으로써 이러한 목적 달성에 기여하고 있음은 이미 설명한 바와 같다. 특히 자본시장법의 일원적인 불공정거래 행위 규제 방식은 이러한 목적에 기여하는 바가 크다고 할 수 있다. 즉, 증권시장과 선물시장이 별개로서도 기능하지만, 투자자의 위험관리 내지 차익거래를 위하여 양 시장이 연계되어 기능할 수 있기 때문에 통합적인 규율의 필요성에서 일원적인 불공정거래행위 규제가 효과적일 수 있는 것이다.

현행 자본시장법상의 불공정거래규제에서도 이를 반영하여 증권개념의 포괄화와 시장연계 가능성에 기초한 신종 불공정거래행위가 출현하는 현실에 대응하여 내부자거래법제와 시제조종규제법제를 정비하였다. 그 밖에도 자본시장법 제정에 따른 증권과 파생상품을 망라하는 금융투자상품의 범위를 확대하고, 연계 불공정거래 등 새로운 불공정거래행위 유형을 구성요건으로 입법화하기도 하였다. 뿐만 아니라 규제환경 변화에 대응하기 위하여 아울러 오랫동안 불공정거래법제

280) 민세진, 내부자거래와 시장 효율성에 관한 실증연구-미국의 1980년대 경험을 중심으로-, 기업경영연구 제32권 (2009), 250~251쪽 참조

281) 이상복, 자본시장법상 내부자거래, 박영사, 2010, 109쪽

의 미비점으로 지적되어온 것들을 함께 보완하는 차원에서 부정거래금지규정을 새로 도입하였다.

2) 신뢰보호를 통한 체계 유지

앞에서 검토한 것처럼 시장의 효율성은 입장에 따라 다르게 평가되는 측면이 있다. 일단 시장이 얼마나 효율적인가에 대한 문제부터 상이한 입장의 차이가 존재하고 있다. 또한 내부자 거래나 주가조작과 같은 행위가 시장 가격을 교란하지 않을 뿐만 아니라, 더 나아가 적정한 가격을 형성하는 기능을 함으로서 오히려 효율성을 증대한다는 논리 등도 여전히 제기되고 있는 것이다. 때문에 불공정거래를 금지하고 처벌하는 목적은 시장의 효율성 보다는 다른 부분에서 찾는 것이 논리타당하다고 할 수 있다.

결국 이처럼 자본시장법이 투자자를 보호하고 특히 불공정거래에 대한 형사제재와 같은 방식을 통해 투자자의 신뢰를 보호하려는 가장 큰 이유는 시장과 금융이라는 체계의 기능을 보호하고자 함에 있을 것이다. 실로 신뢰 혹은 신용(제도)은 오래전부터 일종의 자본주의적 생산양식으로서 자리매김했다고도 할 수 있다. 칼 레너(Karl Renner)가 일찍이 지적했듯이 자본주의사회에서 신용이라는 것은 “사회전체에 흠어져 있는 많고 적은 여러 가지 화폐수단, 축적될 수 있는 모든 잉여가치의 조각을 보이지 않는 실에 의하여, 개개의 또는 결합된 자본가들의 손에 끌어들이고, 마침내는 자본집중이라는 하나의 거대한 기구로 탈바꿈해 버린다.”²⁸²⁾

이처럼 미공개정보이용을 금지하거나 시세조종을 금지하는 규제의 목적은 결국 시장과 금융의 공정성에 대한 신뢰를 보호하려는 것임은 매우 분명하다고 할 것이다. 특히 개개인이 거래에 참여하지 않을 수 없는 실물시장과는 달리 자본 시장은 아예 시장에 참여하지 않는 것이 가능하기 때문에, 시장이 신뢰를 잃고 개개인들이 시장에 참여를 꺼리게 된다면 시장자체가 빠르게 붕괴될 수도 있는 것이다. 이처럼 자본시장은 실물시장에 비해 비교할 수 없을 만큼 탄력적인 수

282) Karl Renner(정동호·신영호 역), Die rechtsinstitute des privatrechts und ihre soziale funktion(사법제도의 사회적 기능), 세창출판사, 2011, 182~183쪽

요를 갖고 있기 때문에 공정성이라는 상징은 그 자체가 자본시장의 붕괴를 막는데 실제적인 기능을 한다는 분석은 설득력을 갖는다.²⁸³⁾ 물론 헌법재판소의 입장도 이와 다르지 않다.²⁸⁴⁾

3. 불공정거래에 대한 형사제재의 특수성 검토

가. 결과의 구성요건화

1) 자본시장법 제443조의 구조

경제범죄가 다른 범죄에 비해 차별화되는 요소는 여러 가지가 있겠지만, 그 형식과 구조와 관련해서 가장 두드러진 점은 범죄 이익과 같은 행위의 결과가 구성요건의 요소로서 기능하게 된다는 점에 있다. 이는 자본시장법상 불공정거래행위의 벌칙조항인 제443조를 검토해보아도 확연하게 드러나는 것이다.

제443조(벌칙) ① 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 자는 10년 이하의 징역 또는 5억원 이하의 벌금에 처한다. 다만, 그 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 3배에 해당하는 금액이 5억원을 초과하는 경우에는 그 이익 또는 회피한 손실액의 3배에 상당하는 금액 이하의 벌금에 처한다.

1. 제174조제1항을 위반하여 상장법인의 업무 등과 관련된 미공개중요정보를 특정증권등의 매매, 그 밖의 거래에 이용하거나 타인에게 이용하게 한 자
2. 제174조제2항을 위반하여 주식등에 대한 공개매수의 실시 또는 중지 에 관한 미공개정보를 그 주식등과 관련된 특정증권등의 매매, 그 밖의 거래에 이용하거나 타인에게 이용하게 한 자

283) 이상돈, 증권형법, 법문사, 2011, 66~67쪽

284) 예를 들어 헌법재판소 1997. 3.27선고, 94헌바24결정. “내부자거래 규제제도는...(중략)... 윤리적 측면에서도 용납될 수 없는 것이다. 만일 이를 방지한다면 일반투자자는 그러한 증권시장에 불신감을 갖게 되어 투자를 주저하게 될 것이고, 이로 인하여 증권시장의 건전한 발전이 저해될 것임은 물론 국민의 효율적 자산운영을 막는 결과를 초래할 것이다.”

3. 제174조제3항을 위반하여 주식등의 대량취득·처분의 실시 또는 중지
에 관한 미공개정보를 그 주식등과 관련된 특정증권등의 매매, 그
밖의 거래에 이용하거나 타인에게 이용하게 한 자
 4. 제176조제1항을 위반하여 상장증권 또는 장내파생상품의 매매에 관
하여 그 매매가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나, 그 밖에
타인에게 그릇된 판단을 하게 할 목적으로 같은 항 각 호의 어느 하
나에 해당하는 행위를 한 자
 5. 제176조제2항을 위반하여 상장증권 또는 장내파생상품의 매매를 유
인할 목적으로 같은 항 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 한 자
 6. 제176조제3항을 위반하여 상장증권 또는 장내파생상품의 시세를 고
정시키거나 안정시킬 목적으로 그 증권 또는 장내파생상품에 관한 일
련의 매매 또는 그 위탁이나 수탁을 한 자
 7. 상장증권 또는 장내파생상품의 매매와 관련하여 제176조제4항 각 호
의 어느 하나에 해당하는 행위를 한 자
 8. 금융투자상품의 매매(증권의 경우 모집·사모·매출을 포함한다), 그
밖의 거래와 관련하여 제178조제1항 각 호의 어느 하나에 해당하는
행위를 한 자
 9. 제178조제2항을 위반하여 금융투자상품의 매매(증권의 경우 모집·
사모·매출을 포함한다), 그 밖의 거래를 할 목적이거나 그 시세의 변
동을 도모할 목적으로 풍문의 유포, 위계의 사용, 폭행 또는 협박을
한 자
- ② 제1항 각 호의 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액이 5억원 이
상인 경우에는 제1항의 징역을 다음 각 호의 구분에 따라 가중한다.
1. 이익 또는 회피한 손실액이 50억원 이상인 경우에는 무기 또는 5년
이상의 징역에 처한다.
 2. 이익 또는 회피한 손실액이 5억원 이상 50억원 미만인 경우에는 3년
이상의 유기징역에 처한다.
- ③ 제1항 또는 제2항에 따라 징역에 처하는 경우에는 10년 이하의 자격
정지를 병과(並科)할 수 있다.

이에 따라 미공개정보를 이용하거나(제1호 내지 제3호), 시세조종을 하는 행
위(제4호 내지 제7호), 그리고 부정거래를 하는 행위(제8호 내지 제9호)의 행위
를 하는 자는 10년 이하의 징역 또는 5억원 이하의 벌금에 처한다. 다만, 그 위

반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 3배에 해당하는 금액이 5억원을 초과하는 경우에는 그 이익 또는 회피한 손실액의 3배에 상당하는 금액 이하의 벌금에 처해진다.(제1항) 이 경우 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액이 5억원 이상 50억원 미만인 경우에는 3년 이상의 유기징역에, 이익 또는 회피한 손실액이 50억원 이상인 경우에는 무기 또는 5년 이상의 징역에 처한다(제2항). 이 경우에 10년 이하의 자격정지를 병과(竝科)할 수 있다(제3항).

2) 문제점

일반적으로 범죄 이익의 액수는 구성요건 요소가 아니고 양형의 자료에 불과하다 할 것이다. 그러나 예컨대 특경법 위반죄의 경우 범죄의 액수는 구성요건 요소로서 그 액수에 따라 적용될 법률조항이 달라지기 때문에, 만약 그 계산이 잘못되면 법률 적용의 착오로서 판결에 영향을 미친 위법한 판결이 될 수도 있다.²⁸⁵⁾ 이는 경제범죄가 다른 범죄 요건의 구조와 가장 차별화되는 부분이라고 할 수 있다.

마찬가지로 자본시장법 제443조 제1항 단서에서 그 이익 또는 회피손실액의 3배에 해당하는 금액이 금 5억 원을 초과한다는 사실은 구성요건의 일부이다.²⁸⁶⁾ 따라서 검사가 제443조를 적용하여 기소를 한 경우, 법원은 먼저 공소사실에 기재된 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액이 인정되는지 여부를 심리하여 이 점을 확정된 후 위 단서규정을 적용하여 형을 적용하여야 할 것이다. 또한 법원은 공소사실에 기재된 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 일부가 인정되지 아니한 경우에는 그에 대한 판단을 표시하고 위 단서 규정을 적용할 수 있을 것인지를 정하여야 할 것이다.²⁸⁷⁾

결국, 부당이득의 액수는 양형판단의 기준으로서 기능하는 것을 넘어서 법정형의 상·하한까지를 결정하는 중요한 구성요소가 된다. 물론 부당한 이익 혹은 회피한 손해의 결과가 책임의 범위와 관련을 갖는 것은 책임주의라는 측면에서

285) 김용재, 자본시장법(上), 고려대학교 출판부, 2011, 631쪽

286) 대법원 2001. 1.19.선고 2000도5352판결, 2000. 11.24.선고 2000도2827판결 등.

287) 대법원 2004. 3.26.선고 2003도7112판결

일면 타당하다고 할 수 있다.²⁸⁸⁾ 다만 산정방법이 정형화되어 있지 않다면 구성요건의 불명확성이 문제될 소지가 있다는 점에서 죄형법정주의와 충돌할 수 있는 것이다. 이에 따라 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액을 산정하는 방법이 이론적으로나 실무적으로 중요한 과제로 떠오르게 된다.

이처럼 자본시장법 제443조에서 규정하는 위반행위로 얻은 이익 또는 회피하는 손실액이 구성요건적 표시인지 여부와 그 산정방법 및 그 명확성 등에 관하여 죄형법정주의와 관련하여 논란이 제기될 수 있다. 이하에서는 이러한 관련 쟁점들을 하나씩 다루어 보도록 한다.

나. 부당이득 산정

1) 부당이득의 개념

자본시장법에서 미공개정보이용행위 내지 시세조종행위, 부정거래행위를 통해 얻은 이익 또는 회피손실을 “부당이득”으로 정의하고 있다(제433조 제1항). 통상 부당이득은 “실현이익”과 “미실현이익”으로 나눌 수 있을 것이다. 먼저 실현이익이란 예컨대 시세조종으로 주가를 끌어 올린 다음 실제로 처분하여 이익을 실현하였을 때 발생한 이익을 말한다. 반면 미실현 이익이란 시세조종으로 인한 주가 상승 후 시세조종기간 중에 이를 처분하지 않아 이득이 실현되지는 않았을 경우, 시세조종으로 인한 주가상승분을 이득으로 산출한 것이다.

판례는 부당이득의 산정은 “시세조종 개시 후 종료시점까지의 구체적인 거래로 인한 이익 및 시세조종행위 종료 시점 당시 보유중이던 시세조종 대상주식의 평가이익 등이 모두 포함되어야 할 것이고 벌금형의 상한이 되는 이익 또는 회피한 손실액의 3배가 되는 금액은 피고인에 대한 형을 정함에 있어 기준이 되는 중요한 요소라 할 것이므로”라고 판시한 바 있다.²⁸⁹⁾ 이처럼 판례도 부당이득을 계산하면서 실현이익과 미실현이익을 구별하고 있다.²⁹⁰⁾

288) 같은 견해로 헌법재판소 2003. 9.25.선고 2002헌바69, 2003헌바41(병합) 결정. “형사책임이란 측면에서 볼 때 위반행위로 얻은 시세차익의 많고 적음이 그러한 위반행위를 한 자에 대한 형사책임의 경중을 결정하는 중요한 요소가 될 수 있으며..”

289) 대법원 2003. 12.12선고, 2001도606판결

2) 위반행위와 위반행위로 얻은 부당이득간의 관계

한편 부당이득이 위반행위와 인과관계가 있는 부당이득에 한정되어야 하는가와 관련하여 학설은 나뉘어 있다. 예컨대 미공개정보이용행위의 경우 긍정설은 부당이득 산정 시 미공개정보를 이용한 내부자거래행위와 인과관계가 있는 이익에 한정하여야 한다고 본다. 부정설은 부당이득 산정 시 인과관계 있는 이익에 한정할 필요가 없다고 본다.²⁹¹⁾

3) 공범자의 이익

공범자의 이익은 합산하여 가벌성 판단의 준거로 삼게 된다. 판례는 수인이 공모하여 공동으로 시세조종행위를 한 경우 공범자는 자기가 얻은 이익 뿐 아니라 다른 공범자가 얻은 이익에 대해서도 그 죄책을 면할 수 없는 것이므로 그 시세조종행위로 얻은 이익은 범행의 모든 공범자가 얻은 이익을 합하여 산정한다고 판시하고 있다.²⁹²⁾

다. 죄형법정주의의 문제

종래부터 자본시장법 제443조에서 규정하는 위반행위로 얻은 이익 또는 회피하는 손실액이 구성요건적 표지인지 여부와 그 산정방법 및 그 명확성 등에 관하여 논란이 있어 왔다.²⁹³⁾ 다시 말해 제443조의 내용과 같은 ‘강력범죄수준의 자유형’, ‘징벌적 벌금형의 병과’, ‘자격정지형의 병과’, ‘기업에 대한 양벌규정’은 주가조작범에게 책임을 넘어서는 과중한 책임을 부여한다는 점에서 비례성 원칙

290) 기타 대법원 2006. 5.12선고, 2004도49판결

291) 서울중앙지법 2007. 2.9선고, 2006고합332판결 “위반행위로 인한 이익은 반드시 그 위반행위와 직접적인 인과관계가 있는 것만을 의미하는 것은 아니고, 그 위반행위와 관련된 거래로 인하여 얻은 이익에 해당하는 것이면 이에 해당하는 것으로 본다. 따라서 다른 요인에 의한 추가상승분이 있더라도 이를 공제하지 않고 그 위반행위로 인한 이익 정부에 대하여 형사책임을 부담한다.”; 대법원 2004도1628판결, 헌법재판소 2003. 9.25선고, 2002헌바69, 2003헌바41 전원재판부 결정

292) 서울지방법원 2002. 10.30선고, 2002노2509판결

293) 김용재, 자본시장법(上), 고려대학교 출판부, 2011, 630쪽

에 반할 뿐만 아니라, 특정인을 무리하게 주가조작범으로 몰아세운다는 점에서 금지된 유추해석이며, 결국 속죄양 만들기의 위험을 초래한다는 주장이 그러하다.²⁹⁴⁾ 그러나 헌법재판소는 이 사건 법률조항은 죄형법정주의 원칙에 위배되지 않는다고 판시하고 있다.²⁹⁵⁾ 이를 나누어 보면 다음과 같다.

1) 명확성 원칙 위반 여부

즉, 이 사건 법률조항에 사용된 ‘위반행위’, ‘얻은’, ‘이익’ 등의 개념 자체는 애매하거나 모호한 점이 없으며, 이 사건 규정은 ‘위반행위로 얻은 이익’이라고 표현하고 있을 뿐 위반행위와 직접적인 인과관계가 있는 이익만을 의미하는 것으로 한정하여 규정하고 있지 않으므로, 건전한 상식과 통상의 법감정을 가진 일반인의 입장에서 ‘위반행위로 얻은 이익’을 위반행위가 개입된 거래에서 얻은 총수입에서 총비용을 공제한 액수(시세차익)로 파악하는데 별다른 어려움이 없으므로, 이 사건 법률조항은 죄형법정주의에서 파생된 명확성 원칙에 위배되지 않는다.

2) 책임원칙(혹은 비례성 원칙) 위반 여부

대법원 판례에 따르면, 이 사건 법률조항상의 ‘위반행위로 얻은 이익’이란 그 위반행위가 개입된 거래에서 위반행위자가 얻은 모든 이익(시세차익)을 의미하는바, 주식을 비롯한 유가증권의 시장가격은 어느 특정 요인에 의해 형성되는 것이 아니고 매우 다양한 요인에 의해 영향을 받는다는 점을 고려하면 유가증권의 시세를 인위적으로 조종하는 행위를 하여 이익을 얻은 경우 이것이 모두 그 시세조종행위에 의한 것이라고 말할 수는 없을 것이다. 그러나, 형사책임이라는 측면에서 볼 때 위반행위로 얻은 시세차익의 많고 적음이 그러한 위반행위를 한 자에 대한 형사책임의 경중을 결정하는 중요한 요소가 될 수 있으며, 또 이 사건 법률조항은 형사처벌의 법정형에 관한 조항이지, 손해배상책임의 범위를 정

294) 이상돈, 증권형법, 법문사, 2011, 61쪽

295) 헌법재판소 2003. 9.25. 선고 2002헌바69, 2003헌바41(병합) 결정.

하기 위한 조항이거나 위반행위와 직접적인 인과관계가 있는 이익액을 박탈하려는 조항이 아니기 때문에 위반행위와 직접적인 인과관계가 있는 이익액만을 벌금형 상한변동의 요건으로 삼아야 할 필연성이 인정되지 않는다. 또한, 위반행위가 받게 될 최종적인 형사책임(형량)은 법정형의 범위 내에서 구체적인 법관의 양형에 의하여 결정되는 것이다. 그렇다면, 위반행위가 개입된 거래에서 얻은 시세차익을 기준으로 벌금형의 상한이 가중되도록 한 이 사건 법률조항은 그 정당성을 수긍할 수 있으므로, 형벌체계의 균형을 상실하였거나 책임원칙에 반하는 과잉처벌이라고 할 수 없다.

3) 평등원칙 위반 여부

청구인은 자신이 행한 주식거래행위 중 기소되지 않은 부분 중에는 그 거래로 이익을 얻은 바는 없지만 시세조종에 해당하는 행위가 있고 그 부분까지 기소되었다면 이 사건 법률조항상의 '위반행위로 얻은 이익'의 액수를 산정함에 있어 그 매수가격 등을 비용으로서 공제받을 수 있었는데 검사가 기소를 하지 않는 바람에 공제를 받지 못하게 되었고 그 결과 그 기소되지 않은 부분까지 모두 기소된 경우에 비하여 법정형에서 불리한 입장에 처했다고 주장하나, 형사소송법상 법원의 심판대상은 기소되어 공소사실에 포함되거나 공소장변경에 의하여 변경된 사실에 한정되는 것이므로 법원은 기소되지 아니한 범죄사실에 대하여는 심판할 수 없는바, 청구인이 주장하는 불리한 결과는 검사가 포괄일죄의 일부만을 기소한 행위에 의하여 야기된 것이지 이 사건 법률조항에 의해 발생한 차별 효과는 아니므로, 이 사건 법률조항이 평등의 원칙에 위반된다고 할 수는 없다.

제3절 효율적인 형사제재의 가능성 모색

1. 효율적인 형사제재의 방향과 정책

이제까지의 분석을 바탕으로 현행 자본시장법에서 불공정거래행위에 대한 규제의 효율성을 언급하기 위해서 추구해야 할 방향은 크게 ① 제재의 실효성이라는 측면과 ② 제재의 효율성이라는 측면, 그리고 ③ 집행의 효율성이라는 측면일 것이다. 먼저 제재의 실효성이라는 함은 현행 규제체계를 통해서 범죄가 얼마나 억지되고 있는지의 문제이다. 한편 제재의 효율성은 규제체계의 적용대상인 행위유형이 일반적으로 발생할 수 있는 불공정거래행위를 포괄하기에 충분히 넓은지 여부라는 적용범위의 문제이고, 또한 집행의 효율성은 현재 이루어지고 있는 금융감독당국 및 검찰과 법원의 조사와 수사 그리고 기소 및 판결이 불공정거래행위에 대한 규제효과를 달성하기에 충분한 정도와 수준으로 이루어지고 있는지 여부라는 집행효과의 문제라고 할 수 있다.²⁹⁶⁾ 물론 이러한 방향성의 기저에는 죄형법정주의의 관점에서 불공정거래행위규제를 가급적 제한적으로 해석하려는 입장과 자본시장의 신뢰도 유지라는 입법취지를 강조하여 적용범위를 확대하려는 두 가지 입장의 갈등일 것이다.²⁹⁷⁾

2. 불공정거래에 대한 형사제재의 실효성과 정책

가. 제재의 실효성

제재의 실효성이라는 함은 현행 규제체계를 통해서 범죄가 얼마나 억지되고 있는지의 문제이다. 다시 말해 자본시장법상 불공정거래체계가 자본시장에서 발생하는 불공정거래 행위를 억제하고 예방하는데 얼마나 효과적인지의 문제인 것

296) 같은 견해로는 정순섭, 자본시장불공정거래행위에 대한 규제시스템과 개선문제, 자본시장 불공정거래행위에 대한 효율적 규제방안 모색을 위한 심포지엄, 2011, 3쪽

297) 정순섭, 자본시장불공정거래행위에 대한 규제시스템과 개선문제, 자본시장 불공정거래행위에 대한 효율적 규제방안 모색을 위한 심포지엄, 2011, 4쪽

이다.

물론 현행 자본시장법은 제정되어 시행된 지 얼마 지나지 않았기 때문에 제재의 실효성을 논하기에 다소 이른 감이 없지 않은 것도 사실이다. 그럼에도 불구하고 축적된 판례와 일부 통계자료들 그리고 법의 규범으로서의 기능을 종합적으로 고려해보면 어느 정도의 평가가 불가능하지는 않을 것이다.

나. 불공정거래행위의 동향

금융감독기관에 의한 혐의의 불공정거래행위들의 적발건수는 자본시장의 발전과 주가에 따라 다소 영향을 받기는 하지만 지속적으로 증가하는 경향이 있다. 대표적으로 앞서 인용된 <표 20, 불공정거래 조사 실적>에서 금융감독원의 적발건수를 기준으로 보면 시세조종의 경우 2001년에 152건, 2002년에는 131건, 2003년 102건, 2004년 103건과 비교해보면 금융감독기구의 정책적 적발 강화에 따른 상당한 감소노력이 반영된 것으로 보인다. 그러나 자본시장법이 제정되고 본격적으로 시행되는 2009년부터 2010년 사이에는 시세조종 행위가 조금씩 증가하고 있음을 볼 수 있다. 미공개정보이용사건은 대체로 40여건 정도가 10년간 지속적으로 적발된 것으로 나타나고 있다. 특히 2000년대 들어서 미공개정보를 이용한 불공정거래 행위가 꾸준히 늘고 있음을 보여준다.

이는 그동안의 구 증권거래법에 비해 현행 자본시장법의 실효성이 취약하다는 점을 보여주는 것은 아니다. 적발 건수의 경우, 규제 당국의 집행 의지에 따라 통계가 달라지는 점을 고려할 때 크게 의미를 부여할 필요는 없다고 본다. 문제는 그러한 흐름이 꾸준하고 일관되게 지속되고 있다는 점에 있다. 즉 우리 자본시장의 규모가 커지고, 투기적 자본의 유입이 많아지게 됨에 따라 불공정거래의 유인도 점차 증가하는 것으로 이해할 필요가 있다는 점이다. 문제는 현행법이 그러한 유인을 억제할 실효성을 보이고 있지는 않다는 점에 있을 것이다. 이와 같은 문제점은 아래의 <표 26>을 통해 더욱 잘 확인된다.

표 25 유가증권상장기업과 코스닥상장기업의 불공정거래 적발비교²⁹⁸⁾

구 분		2005	<비중>	2006	<비중>	증감율	
불공정거래	시세조종	코스피	38건	35.8%	8건	13.6%	△78.9%
		코스닥	68건	64.2%	51건	86.4%	△25.0%
		소계	106건		59건		△44.3%
		<반복위반자비율>	<16.0%>		<15.1%>		
	내부자거래	코스피	45건	60.8%	11건	22.9%	△75.6%
		코스닥	29건	39.2%	37건	77.1%	+27.6%
		소계	74건		48건		△35.1%
		<반복위반자비율>	<1.0%>		<2.1%>		
	합계	코스피	83건	46.1%	19건	17.8%	△77.1%
		코스닥	97건	53.9%	88건	82.2%	△9.3%
계		180건		107건		△40.6%	
단차반환청구	코스피	264명	68.9%	58명	23.9%	△78.0%	
	코스닥	119명	31.1%	185명	76.1%	+55.5%	
	계	383명		243명		△36.6%	
	<반복위반자비율>	<1.0%>		<1.2%>			
	불공정연계	42명	11.0%	48명	19.8%	+14.3%	
공시위반	정기·수시공시위반	코스피	44건	32.1%	26건	23.2%	△40.9%
		코스닥	93건	67.9%	86건	76.8%	△7.5%
		소계	137건		112건		△18.2%
		<반복위반자비율>	<12.5%>		<11.3%>		
	지분보고위반	코스피	518건	498.1%	240건	32.2%	△53.7%
		코스닥	537건	50.9%	506건	67.8%	△5.8%
		소계	1,055건		746건		△29.3%
		<반복위반자비율>	<1.9%>		<3.0%>		
		불공정연계	63건	6.0%	89건	11.9%	+41.3%
	합계	코스피	562건	47.1%	266건	31.0%	△52.7%
		코스닥	630건	52.9%	592건	69.0%	△6.0%
		계	1,192건		858건		△28.0%

비록 구 증권거래법 등이 적용되는 사안들이긴 하지만 구법들과 현행 자본시장법의 일반적인 제재방식의 거의 유사하다는 점을 고려하면 이를 통해 제재의 실효성을 추정하여 검토하는 것은 가능할 것이다. 일단 주목할 부분은 위반사건 중 반복적·상습적 위반이 상당수를 차지하고 있으며, 그 비중도 줄지 않는 것

298) 금융위원회, 불공정거래·공시위반 현황 및 대응방안, 보도발표자료 (2007.5.3)

으로 나타나고 있다는 점이다. 2007년의 경우 시세조종의 경우 과거 전력자 비중이 15%를 넘어 전문적인 시세조종세력에 의해 다수 발생하는 경향이 있다. 예컨대 시세조종 반복위반자 비중이 2005년 16.0% → 2006년 15.1%로 증가되었으며, 정기·수시공사 반복위반기업의 비중도 2005년 12.5% → 2006년에는 11.3%로 늘어난 바 있다. 시세조종과 미공개정보이용행위의 반복위반자의 증감률이 각각 44.3%, 35.1% 증가하였다는 점은 이러한 문제의 심각성을 잘 보여준다.

3. 제재의 효율성과 대안

제재의 효율성은 규제체계의 적용대상인 행위유형이 일반적으로 발생할 수 있는 불공정거래행위를 포괄하기에 충분히 넓은지 여부라는 적용범위의 문제이다. 이를 위해 검토되어야 할 점은 현행 자본시장법에서 규제의 공백이 존재하는지 여부이다. 일단 과거 증권거래법과 선물거래법이 다양하게 변화·발전하는 금융현실을 제대로 반영하지 못하였다는 문제의식에서 현행 자본시장법이 그러한 문제를 구성요건의 상세화와 포괄주의적 입법형식을 통해 어느정도 해결하였기 때문에 구법에 비해 규제의 공백이 줄어든 것은 사실이다. 이를 불공정행위의 유형별로 검토해보자.

가. 미공개정보이용규제

구 증권거래법에서는 회사가 발행한 증권에 한하여 당해 회사의 미공개 중요정보를 이용하는 내부자거래를 금지하였으나 현행 자본시장법에서는 금융투자상품의 범위가 확대되고, 그에 따라 미공개 정보를 이용할 가능성이 있는 금융상품의 범위도 확대되었기 때문에, 내부자거래의 금지대상증권의 범위 또한 확대되었다는 점은 이미 설명한 바 있다. 이에 따라 구 증권거래법은 당해 법인의 임직원과 당해 법인과 계약을 체결한 자 등을 내부자로 규정하였음에 반해서, 자본시장법은 계열회사의 임직원과 당해 법인과 계약체결을 교섭 중인 자(그 임

직원 포함) 등도 내부자로 추가하게 되었다. 따라서 당해 법인을 인수하기 위하여 실사(due diligence)를 하고 있는 기업의 경우 해당 기업의 미공개 내부정보를 알 수 있으므로 내부자 개념에 포섭될 수 있음은 물론이다. 따라서 규제의 공백이 발생할 여지가 상대적으로 줄어들었다고 할 수 있다.

나. 시세조종의 규제

구 선물거래법에서는 역방향의 현선 연계 시세조종을 규제할 수 있는 근거 규정이 없었으므로 현물에서 이익을 얻을 목적으로 하는 선물의 시세조종을 규제하지 못했지만, 현행 자본시장법 제176조 제4항은 선물과 현물 양방향 간 현선 연계시세조종을 금지하고 있으며, 파생결합증권과 기초자산인 증권 간 양방향 연계 시세조종 또한 금지하고 있다는 점에서 긍정적으로 평가할 만하다. 그러나 현행법상으로도 여전히 선물과 선물간의 연계거래를 통한 불공정거래행위, 이른바 선·선 연계 불공정거래행위는 여전히 규제가 불가능하다. 선·선 연계 불공정거래행위에서는 연계대상인 선물 종목 간에는 '연계성'의 요건을 충족하여야 하기 때문에 동일한 기초자산을 대상으로 하는 서로 다른 선물 종목 간의 연계성을 이용하는 경우가 전형적일 것이다. 실제 이러한 가격연계성을 이용하여 시세조종행위가 행하여질 가능성이 높기 때문에 입법적으로는 종목간 선·선 연계 불공정거래행위를 규제대상에 추가할 것을 고려할 필요가 있다.

다. 부정거래행위의 규제

현행 자본시장법에서 가장 주목할 부분으로 기존 우리 법에서 보기 드물게 일반규정을 사용한 부정거래행위를 제재하는 규정을 도입하였다는 점도 이미 설명한 바 있다. 자본시장법 제178조의 부정거래 금지 규정은 행위 주체를 특정하지 않으면서도, 행위대상을 종래의 증권에서 금융투자상품으로 확대하고 있고, 행위 장소 또한 장내·장외를 구별하지 않으면서, 행위요소 또한 유형·무형의 모든 것을 고려하고 있다.²⁹⁹⁾ 특히 동법 제1조 1항 1호는 문언의 해석상, 목적 요건이

299) 김용재, 자본시장법(上), 고려대학교 출판부, 2011, 729쪽.

없을 뿐만 아니라, 사회통념상 부정한 것으로 판단되는 수단, 계획, 기교를 사용하는 일체의 불공정거래행위를 규제할 수도 있다.³⁰⁰⁾ 다만 이 유형이 다른 부정거래행위의 구성요건보다 추상적으로 정의되어있고 기존 우리 법에서 보기 드물게 일반규정을 사용한 부정거래행위 규제수단이라는 점에서, 자본시장법 제1조 1항 1호는 동법 제178조 제1항 제2호와 제3호가 적용되기 어려운 경우에 한하여 제한적이고 보충적으로 적용되어야 할 것이다.

라. 공매도

공매도는 서브프라임 모기지 사태로 인해 세계 각국에서 금지와 관련된 논의가 있었고 이에 따라 우리 자본시장법도 제180조를 통해 공매도를 제한하는 방향으로 입법되었다. 공매도 금지의 규제대상을 모든 사람으로 확대함으로써 일반위탁자도 법률상 규제대상에 포함되었으며(제180조 제1항), 공매도의 예외규정을 명확히 하였다(제180조 제2항). 그리고 임원 및 주요주주의 특정증권 등 소유사항 보고도 보고대상증권의 범위를 확대하였고, 보고기한도 기준일로부터 10일 이내에서 5일 이내로 단축하였다. 그러나 현행 공매도 규제정책은 급변하는 금융환경의 현실을 제대로 수용하지 못하고 있는 실정이다.

주지하다시피 자본시장법 제180조에 따라 실물 없이 매도하는 거래인 무차입 공매도(Naked Short selling)는 원칙적으로 금지되고 주식, 채권, 수익증권 등 대통령령으로 정하는 증권에 한해서만 차입 공매도(Covered Short selling)를 허용하고 있다. 금융당국이 무차입 공매도를 금지하는 이유는 결제 불이행 우려 때문인데, 실제 지난 2000년 4월 우풍상호신용금고의 대량 주식공매도 및 결제불이행 사태로 무차입 공매도가 금지된 바 있다. 차입 공매도 역시 2008년 10월 미국발 금융위기로 주식시장이 폭락하면서 한시적으로 금지됐었다가 이후 2009년 6월 금융주를 제외하고 제한이 풀린 적이 있었다. 금융주에 대해서도 제한해제가 지속적으로 검토되고 있지만 미국발 금융위기에 이어 유럽발 재정위기가 터지면서 번번히 무산됐다.

300) 같은 견해로는 강대섭, 증권거래법 판례의 변화와 전망-자본시장법의 재정과 관련하여, 상사판례연구 제 23권 제1호 (2010), 386쪽

공매도의 허용여부 못지 않게 보다 시급한 부분은 공매도 대량보유자공시 입법화문제이다. 현재 개별 종목별 공매도 규모는 공개되지만 투자자별 공시는 하지 않고 있는 실정이다. 거래소는 지난 2008년 6월부터 홈페이지를 통해 개별 종목 및 시장 전체 주식 공매도 거래량과 거래대금 현황을 매일 제공하고 있다. 자본시장법 시행령 제208조 제2항³⁰¹⁾에 따르면 헤지펀드가 공매도를 프라임 브로커에 위탁할 경우 프라임 브로커는 즉시 이 사실을 거래소에 알려야 한다. 이에 반해 홍콩과 미국 등 일부 국가는 특정 펀드가 보유한 총 자산 대비 공매도 비율이 일정 수준을 넘으면 공시를 하도록 돼 있어 투자자별 공시를 의무화하고 있다.

일반적으로 투자자별 공시는 헤지펀드들이 대량 보고 기준을 상한선(cap)으로 인식해 대량으로 공매도하는 것을 간접적으로 규제하는 효과가 있다. 그런 이유에서 투자자별 공시는 우리 자본시장처럼 외국의 투기자본에 취약한 체제에서 특히 유용한 규제수단이 될 수 있다고 생각한다. 다만 이 경우, 빌려온 주식을

301) 자본시장법 시행령 제208조(공매도의 제한) ② 법 제180조제1항 각 호 외의 부분 단서에서 "대통령령으로 정하는 방법"이란 공매도(법 제180조제1항제2호에 따른 공매도로 한정하되, 증권시장의 안정성 및 공정한 가격형성을 해칠 우려가 있는 경우로서 거래소가 같은 항 각 호 외의 부분 본문에 따른 상장증권의 범위, 매매거래의 유형 및 기한 등을 정하여 금융위원회의 승인을 받아 제한하는 공매도는 제외한다. 이하 이 항에서 같다)에 대하여 법 제393조제1항에 따른 증권시장업무규정(이하 "증권시장업무규정"이라 한다)에서 정하는 가격으로 다음 각 호의 방법에 따라 행하는 것을 말한다.

1. 투자자(거래소의 회원이 아닌 투자매매업자나 투자중개업자를 포함한다. 이하 이 호에서 같다)가 거래소의 회원인 투자중개업자에게 매도주문을 위탁하는 경우
 - ㄱ. 증권의 매도를 위탁하는 투자자는 그 매도가 공매도인지를 투자중개업자에게 알릴 것 이 경우 그 투자자가 해당 상장법인의 임직원인 경우에는 그 상장법인의 임직원임을 함께 알릴 것
 - ㄴ. 투자중개업자는 투자자로부터 증권의 매도를 위탁받는 경우에는 증권시장업무규정으로 정하는 방법에 따라 그 매도가 공매도인지와 그 공매도에 따른 결제가 가능한지를 확인할 것
 - ㄷ. 투자중개업자는 공매도에 따른 결제를 이행하지 아니할 염려가 있는 경우에는 공매도의 위탁을 받거나 증권시장에 공매도 주문을 하지 아니할 것
 - ㄹ. 투자중개업자는 투자자로부터 공매도를 위탁받은 경우에는 그 매도가 공매도임을 거래소에 알릴 것
2. 거래소의 회원인 투자매매업자나 투자중개업자가 매도주문을 내는 경우에는 그 매도가 공매도임을 거래소에 알릴 것

돌려주기 위해 주식을 매수하면 대량 매수신호가 발생하기 때문에 다른 투자자들도 일제히 매수할 가능성이 높다. 때문에 공매도한 펀드는 비싼 값에 주식을 되사야 하는 비정상적인 매매가 일어날 수 있고, 이 지점에서 정보공개에 적정선에 대한 논란이 제기될 여지는 있을 것이다.

4. 집행의 효율성과 대안

가. 불공정거래사건의 조사에 대한 개략적 절차

검찰에서 사건을 직접 인지하는 경우를 제외하면 현행 자본시장 불공정거래사건에 대한 조사 및 이와 관련한 검찰의 수사 절차는 통상 한국거래소 및 금융감독원의 사건 조사 → 금융위원회(증권선물위원회 및 자본시장조사 심의위원회)의 심의·의결 → 검찰 수사의 과정을 거치도록 되어 있다. 문제는 여러 기관의 조사 및 심의·의결 단계를 거치도록 되어 있는 등 자본시장 관련 범죄에 대해서 수사와 재판을 통한 형사처벌로 이어지는 과정이 지나치게 복잡하다는 점에 있다. 특히 불공정행위에 대한 인지와 수사의 과정과 관련하여, 절차의 지연, 비효율적 업무처리, 수사보안 유출 위험 등이 있을 수 있기 때문에 이에 대한 제도 개선을 요구하는 견해³⁰²⁾도 있다.

나. 불공정거래 사건 조사 및 수사 절차의 비효율성

불공정거래 사건이 검찰로 이첩되는 과정을 개괄하면, 한국거래소의 심리분석, 금융감독원의 조사, 금융위원회의 심의·의결 등 여러 단계를 거치게 되어 있음은 이미 상술한 바와 같다. 그 중 범죄혐의 입증에 가장 중요한 단계인 금융감독원의 불공정거래사건조사에 있어서는 출국금지, 통화내역조회, 체포·구속 등 강제수사권이 부여되지 아니하여 사안의 실제 규명을 위한 심층적이고 효율적

302) 배종혁, 자본시장 불공정거래 행위에 대한 수사 시스템의 문제점과 개선방안, 자본시장 불공정거래행위에 대한 효율적 규제방안 모색을 위한 심포지엄, 2011, 38쪽. 집행의 효율성과 관련한 이하의 논의는 이 발표문을 요약 정리하도록 한다.

조사를 어렵게 만들고 있다.

이와 같은 이첩 절차의 복잡성과 임의조사권의 한계로 인해 검찰에 사건이 이첩되는 과정에서 범죄혐의자들 간 말맞추기와 증거인멸 등 수사방해 행위가 빈번하게 자행되고 있는 실정이라고 한다. 이와 같은 문제는 결국 수사의 지체 및 장기화의 요인으로 작용하기 때문에, 실제적 진실규명과 신속한 재판이라는 형사사법의 정의를 실현하는데 큰 걸림돌로 작용한다고 한다.

다. 임의조사권의 한계

1) 조사수단의 비효율성

금융감독원은 임의 조사권만 갖고 있기 때문에, 현재 이루어지고 있는 금융감독원 조사국의 불공정거래 조사 과정에 있어서는 혐의자에 대한 출국금지·체포 등 신병 확보 수단이나 미공개정보이용 혐의입증에 가장 중요한 자료인 통화내역 조회 등 강제조사의 권한이 없다. 때문에 실효성 있는 심층적·효율적 조사 진행에 어려움이 클 수 밖에 없다.

이 중에서도 특히, 통화내역 조회의 경우 검찰의 수사 과정에서 자료 확보가 가능한 시간적 범위가 통상 1년 전 시점 이후의 것만 가능하다. 그러나 한국거래소와 금융감독원 조사국의 사건 조사를 거쳐 검찰로까지 이첩되는 과정에서 상당수의 사건이 1년 이상의 시간이 소요되기 때문에 실제 수사를 착수하는 시점에는 통화내역 자료의 확보가 불가능한 경우가 빈번할 수 밖에 없다.

2) 조사공무원 규모의 한계

한편 자본시장법상 일정한 불공정거래 사건의 조사를 위하여 증권선물위원회 위원장은 금융위원회 소속 공무원 중에서 대통령령³⁰³⁾으로 정하는 자를 특별사법경찰관의 성격인 ‘조사공무원’으로 지명할 것을 검찰총장에 제청할 수 있다.³⁰⁴⁾

303) 자본시장법 시행령 제378조(조사공무원) 법 제427조제1항에서 “대통령령으로 정하는 자”란 금융위원회 소속 공무원 중에서 증권선물위원회 위원장의 제청에 의하여 검찰총장이 지명하는 자를 말한다.

조사공무원은 형사소송법 절차에 따라 검사의 청구에 의한 압수수색 영장에 따른 압수수색을 실시할 수 있도록 규정되어 있으나(제427조), 소수인원에 불과한 금융위원회 소속 공무원이 금융감독원 조사국에서 이루어지는 수많은 사건에 대하여 일일이 관여하여 조사상황을 파악하면서 압수수색 절차를 주도하기는 어려울 것이다. 또한 조사공무원에 의한 압수수색절차 규정이 개별사건에서 운용된 사례도 거의 없어 사실상 사문화되어 있는 상태이다.

3) 관련혐의자들의 증거인멸 등 수사 방해

이첩 절차의 복잡성과 임의조사권의 한계라는 문제는 실체적 진실을 파악하는데 많은 제약을 준다. 특히 임의조사권의 한계로 금융감독원의 조사 단계에서 체포, 구속 등 신병에 관해 권한이 없기 때문에 혐의자들이 출석에 불응하거나, 문답조사를 받은 후 조사과정에서 지득한 내용에 대하여 서로 말뭉치기를 하는 경우가 많을 수 밖에 없다. 이러한 과정에서 증거가 은닉·인멸되는 등 수사가 방해받는 사례가 다수 발생한다.

라. 위원회 심의 절차에 따른 문제

1) 처리절차의 중복성과 비효율성

현행 금융감독당국에서의 불공정거래 사건 처리절차를 보면, 금융감독의 사건 조사가 완료된 후 자본시장조사심의위원회(매월 1회 개최)와 증권선물위원회(매월 2회 개최)에 순차 안전상정을 하여 증권선물위원회의 최종 의결을 거친 후에 검찰로 사건을 송부할 수 있도록 되어 있다. 이처럼 자본시장조사심의위원회와 증권선물위원회 등 2개의 위원회가 동일한 사안에 대하여 중복하여 심의 기능을 담당하고 있는 것은 다소 소모적인 측면이 있다. 또한 금융감독원의 조사 종료

304) 제427조(불공정거래 조사를 위한 압수·수색) ① 증권선물위원회는 제172조부터 제174조까지, 제176조, 제178조 및 제180조를 위반한 행위(이하 이 조에서 “위반행위”라 한다)를 조사하기 위하여 필요하다고 인정되는 경우에는 금융위원회 소속공무원 중 대통령령으로 정하는 자(이하 이 조에서 “조사공무원”이라 한다)에게 위반행위의 혐의가 있는 자를 심문하거나 물건을 압수 또는 사업장 등을 수색하게 할 수 있다.

시점부터 검찰 이첩 시점까지 2개의 위원회를 중복하여 거치는 데 통상 1개월 이상의 기간이 소요된다는 점을 감안한다면, 사건처리 절차와 수사의 신속성이 저해되고 있다는 비판은 충분히 설득력이 있어 보인다.

2) 수사보안의 취약성

현재 시행되고 있는 자본시장조사심의위원회와 증권선물위원회 제도는 혐의 당사자가 위원회에 출석하여 진술권을 행사할 수 있도록 되어 있다. 그러나 이 과정과 각 위원회의 구성에 있어서 교수와 변호사 등 수사전문가가 아닌 일반인이 포함되어 있기 때문에 혐의자들과의 질의·응답 과정에서 예기치 않게 수사상 보안이 필요한 사항이 알려지게 되는 위험이 있는 것 또한 사실이다.

마. 효율적 집행의 가능성 모색

1) 예방의 효율성 제고

불공정행위는 가급적 발생하지 않도록 사전에 차단하기 위한 예방조치가 중요하다. 이에 따라 한국거래소는 불공정거래 예방조치의 주요 수단으로서 현재 주문수탁거부 조치, 시장경보 조치, 조회공시 요구 등의 조치 등을 활용하고 있다. 이에 대해서는 자본시장법상 불공정 거래 수사의 절차와 방법에서 특히 한국거래소의 시장감시·심리 및 감리부분에서 비교적 상세히 다루었으므로 생략하고자 한다.

다만 강조하고 싶은 것은 자본시장법의 불공정거래는 친고죄가 아니기 때문에 다양한 시장감시자에 의한 감독이 예방의 효율성을 훨씬 높일 수 있다는 점이다. 예를 들어 불공정거래 신고의 활성화를 제도화할 수 있다면 예방의 효과가 커지게 될 것임이 분명하기 때문이다. 이와 관련하여 한국거래소와 금융감독원 내에는 불공정거래 신고의 편의를 도모하기 위한 ‘불공정거래 신고센터’가 설치되어 있다.

표 26 거래소 불공정거래 신고 상황

(단위: 건)

2007	2008	2009
294	903	549

출처 : 한국거래소(신고 건수 기준)

현재 한국거래소와 금융감독원은 불공정거래 신고에 대한 유인책으로 불공정거래 신고내용 중 수사기관에 통보되는 등 불공정거래 방지에 기여한 것으로 인정되는 경우 포상제도를 운영하고 있다. 이에 대해서는 최고 1억원의 포상금을 지급하게 된다. 뿐만 아니라 한편, 한국거래소는 불공정거래 신고 활성화를 위해 소액포상제도도 운영하고 있다. 즉, 신고내용이 위의 포상요건에 해당되지 않더라도 불공정거래 예방과 한국거래소 시장감시업무에 기여하였다고 인정될 경우에는 50만원 이내에서 소액 포상을 하고 있다.³⁰⁵⁾

표 27 불공정거래 신고 포상 상황

구 분		2007	2008	2009
한국거래소	건수(건)	1	3	15
	금액(만원)	78	490	1,412
금융감독원	건수(건)	1	2	7
	금액(만원)	450	1,445	8,710

출처 : 한국거래소 및 금융감독원(포상건수기준)

이와 함께 불공정거래를 사전에 방지하기 위한 조치로서 조회공시제도를 활성화하는 것도 필요하다. 자본시장법은 상장법인에 대해 투자판단에 중요한 사항들을 투자자에게 공시하는 의무를 부과하고 있다. 예컨대, 상장기업의 중요 정보에 대한 보도·풍문이 있거나 주가 및 거래량이 급변할 경우, 거래소는 직권으로 기업에게 중요 정보의 유무나 주가 급변 등의 사유가 있는지 여부를 공시하도록 요구할 수 있는 것이다. 이에 거래소가 보도·풍문 관련 조회공시를 요

305) 이철환, 숫자로 보는 한국의 자본시장, 브레인스토어, 2011, 372쪽

구하면 해당 상장법인은 오전에 요구받은 경우 오후까지, 오후에 요구받은 경우에는 다음날 오전까지 공시를 해야 한다. 다만, 주가 및 거래량 급변으로 인한 조회공시 요구를 받은 경우에는 1일 이내에 공시를 해야 한다.

이러한 공시제도는 투자자에게 적시에 정보를 제공하는 기능과 함께, 중요정보의 공시가 지연되는 것을 방지함으로써 이를 이용한 불공정거래 행위를 사전에 예방하는 기능을 수행한다.³⁰⁶⁾

2009년 중 조회공시 건수는 보도·풍문 관련 218건, 주가·거래량 급변 관련 399건이다.

표 28 조회공시 요구건수 (단위: 건)

	2007	2008	2009
보도·풍문	195	253	218
주가·거래량 급변	553	528	399
계	748	781	617

출처 : 한국거래소

2) 신속한 인지의 확보

증권범죄의 특성상 전문적이고 기술적인 자료분석이 필요하고, 증권실물의 흐름과 자금의 흐름을 함께 보아야만 그 실체를 추론할 수 있는 어려움이 있다. 이와 같은 기술상의 어려움 때문에 현재 검찰의 기소 및 공소유지에 있어서 필요한 증거의 많은 부분을 증권거래소, 금융감독원의 실무적 초동 조사자료에 의존할 수밖에 없는 한계가 있다. 특히 불공정거래와 같은 범죄의 경우 본질적으로 친고죄가 아니기 때문에, 현행법 체계하에서 신속한 인지의 단초 확보를 어떻게 할 것인가가 보다 우선적으로 강구되어야 할 과제일 것이다.³⁰⁷⁾

306) 이철환, 숫자로 보는 한국의 자본시장, 브레인스토어, 2011, 370쪽

307) 추원식, 자본시장 불공정거래 행위에 대한 수사시스템의 문제점과 개선방안 토론 요지, 자본시장 불공정거래행위에 대한 효율적 규제방안 모색을 위한 심포지엄, 2011, 56쪽

제5장 결론

경제학자 민스키(Minsky)에 따르면, 경제 정책에는 어떤 이데올로기적 비전을 반영되기 마련이라고 한다.³⁰⁸⁾ 이는 좋은 사회(good society)의 이상의 원동력이면서, 또한 우리가 직면한 비전의 실패, 목적에 대한 위기, 그리고 경제 정책이 제공해야 할 객관성에 대한 근거가 되기도 한다. 민스키는 1927년 케인즈의 다음과 같은 말을 인용한 바 있다.

세 가지를 결합해야 한다. 바로 경제적 효율성, 사회 정의 그리고 개인의 자유이다. 첫 번째는 비판, 예방, 그리고 기술적인 지식을 필요로 한다. 두 번째는 보통의 사람을 사랑하는 이타적이고 열성적인 정신이다. 세 번째는, 무엇보다도, 비범하고 포부를 갖는 것에 대한 거침없는 기회를 제공하는 것을 더 선호하는 다양성과 독립성의 탁월함을 수용하고 받아들이며 고마워하는 것이다.³⁰⁹⁾

굳이 민스키나 케인즈를 인용하지 않더라도 경제 정책을 수립하는데 있어서 효율성, 정의, 그리고 자유라는 세 가지 요소를 동시에 고려하는 제도를 기획하는 것은 중요한 과제일 것이다. 문제는 이것들 외에도 고려해야 할 또다른 요소가 존재한다는 점이다. 바로 불안정성이 그것이다.

최근 경제와 금융이 지나치게 불안정한 모습을 띠고 위기가 일상화되어가면서 두드러지게 부각되고 있다. 민스키가 통찰한 바와 같이, 이와 같은 불안정성은

308) Hyman P. Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, McGraw-Hill, 2008, p.9

309) John Maynard Keynes, "Essay in Persuasion", *The Collected Writings*, vol.9, (New York: St. Martin's Press, 1972), p. 311.

외부의 충격이나 무기력함 혹은 정치의 무지 때문이 아니다. 사실 불안정성은 우리 경제의 내부적인 프로세스에 기인한 것이다. 다시 말해 한층 복잡하고 분화된 금융구조의 발전에 있어서 자본주의 경제와 금융은 모순적인 상황-인플레이션이나 경기침체를 제어할 수 없는 상황-이 일어나기 쉬운 조건에 기반할 수밖에 없는 것이다.³¹⁰⁾ 그러나 이러한 구조적인 모순이 늘 위기로 다가오는 것은 아니다. 법과 제도를 통해서 불확실성을 견제하고 제어할 수 있기 때문이다. 이를테면 불안정성을 안정화(stabilize instability)시켜야 하는 과제가 법과 제도의 목표로서 의미를 갖게 된다.³¹¹⁾

다시 자본시장법으로 돌아오자. 우리 경제와 세계 경제 안에는 발전과 잠재화된 위기가 동시적으로 존재하는 모순된 구조를 갖고 있다. 특히 거침없이 폭주하는 자본시장의 발전과 견제라는 모순적 요청이 우리가 당면하고 있는 현실인 것이다. 현행 자본시장법도 이러한 모순을 내재화하면서도, 모순을 통해 끊임없이 새로운 가능성을 모색하고 있는 과정이라고 생각한다. 기본적으로 자본시장법의 제정취지는 기존의 자본시장을 규율하는 증권거래법·선물거래법 등의 법률이 금융기관이 취급할 수 있는 상품의 종류를 제한적으로 열거하고 있어 창의적인 상품개발 등 금융혁신이 어렵다는 점, 각 금융기관별로 상이한 규제체계로 되어 있어 규제차익의 발생 등 비효율성이 발생하고 있는 점 및 투자자 보호장치가 미흡하여 자본시장에 대한 신뢰를 저하시키는 등 제도적 용인이 자본시장의 발전에 장애가 되고 있는 점 등을 감안하여 관련 법률로 통합한다는 것이다.

310) 거의 모든 다차원적이고 비선형적이며 시간 의존적인 시스템이 내생적으로 불안정하다는 사실을 보여주는 분석은 많다. Richard L. Day, "Irregular Growth Cycles", *American Economic Review* 72, no. 3 (June 1982),와 "The Emergence of Chaos From Classical Economic Growth", *Quarterly Journal of Economics*; Alessandro Vercelli, "Fluctuations and Growth: Keynes, Schumpeter, Marx and the Structural Instability of Capitalism", in R. Goodwin, M. Kurgerm and Alessandro Vercelli, *Nonlinear Model of Fluctuating Growth* (New York: Springer, 1984); Peter S. Albin, *Microeconomic Foundations of Cyclical Irregularities and Chaos*, Center for the Study of System Structure and Industrial Complexity, John Jay College, City University of New York, May 1985를 참조 또한 불안정한 시스템에 대한 계량경제학적 분석으로는 John M. Blatt, "On the Econometric Approach to Business-Cycle Analysis", *Oxford Economic Papers*(N.S), Vol.30 (July 1978)를 참조.

311) Hyman P. Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, McGraw-Hill, 2008, p.9

나아가 금융투자상품의 개념을 포괄적으로 규정하는 등으로 법체계를 개선하여, 금융투자회사의 대형화 및 전문화, 자본시장의 혁신형 기업에 대한 자금공급 기능을 강화하는 등 자본시장의 활성화와 우리나라 금융산업의 발전을 위한 제도적 기반을 개선, 정비하는 것이다. 이를 위해서 제정된 자본시장법의 특성은 ① 포괄주의 전환, ② 기능주의 규율, ③ 업무 범위의 확대, ④ 투자자보호제도의 선진화로 요약된다. 특히 자본시장법 제1조는 “이 법은 자본시장에서의 금융혁신과 공정한 경쟁을 촉진하고 투자자를 보호하며 금융투자업을 건전하게 육성함으로써 자본시장의 공정성·신뢰성 및 효율성을 높여 국민경제의 발전에 이바지함을 목적으로 한다”고 규정함으로써 이와 같은 입법취지를 확인시켜주고 있다.

현행 자본시장법의 두드러진 특성 중의 하나는 불공정거래행위에 대한 규제방식이다. 자본시장에서의 불공정거래를 행위유형을 중심으로 해석해 보면 크게 광의의 개념과 협의의 개념으로 구분할 수 있는데, 본 연구에서는 협의의 개념, 즉 자본시장법 제4편에서 규정하고 있는 미공개정보이용, 시세조종 그리고 부정거래, 공매도 등을 집중적으로 다루고 있다.

구 증권거래법이나 구 선물거래법과는 달리 불공정거래 행위를 규제하는 현행 자본시장법의 방식은 몇가지 점에서 특색을 보인다. 크게 미공개정보이용행위의 규제가 강화되었다는 점, 시세조종상 현선 연계시세조정 규제의 신설 및 그 규제 강도가 강화되었다는 점, 그리고 포괄적 불공정거래 금지 규정을 도입한 것이 그것이다.

본 연구에서는 자본시장법 제4편의 불공정거래의 유형들에 대한 법해석 작업을 통해 그 의미를 구체화하였다. 이와 같은 작업은 또한 다양하게 변화하는 자본시장에서 발생할 수 있는 여러 불법유형을 유형화함으로써 법의 실효성을 도모하려는 목적을 갖고 진행되었다. 특히 현행 자본시장법에서 차별화되는 규제적 특성을 중심으로 이를 간단히 소개하면 다음과 같다.

먼저 미공개정보이용행위에 대한 금지의 경우, 구 증권거래법에서는 회사가 발행한 증권에 한하여 당해 회사의 미공개 중요 정보를 이용하는 내부자거래를 금지하였고, 내부자의 범위에 있어서도 당해 법인의 임직원과 당해 법인과 계약을 체결한 자 등을 내부자로 규정하였지만, 자본시장법에서는 금융투자상품의 범위가 확대됨에 따라 미공개 정보를 이용할 가능성이 있는 금융상품의 범위도

확대되었고, 계열회사의 임직원과 당해 법인과 계약체결을 교섭 중인 자(그 임직원 포함) 등도 내부자로 추가하게 되었다. 시세조종의 경우에도 규제의 영역은 한층 넓어졌다. 예컨대 구 선물거래법에서는 선물(장내파생상품)에서 이익을 얻을 목적으로 현물의 시세를 조종하는 것은 금지하였으나, 역방향의 현선 연계 시세조종을 규제할 수 있는 근거 규정이 없었으므로 현물에서 이익을 얻을 목적으로 하는 선물의 시세조정을 규제하지 못하는 한계가 있었다. 그러나 자본시장법 제176조 제4항은 선물과 현물 양방향 간 현선 연계시세조종을 금지하는 규정을 신설하여 파생결합증권과 기초자산인 증권 간 양방향 연계 시세조종 또한 금지하고 있다.

현행 자본시장법의 불공정거래규제에 있어서 가장 두드러진 점은 포괄적인 일반규정을 도입하여 규제의 공백을 최소화하고자 한 점이다. 자본시장법 제178조의 부정거래 금지 규정은 행위 주체를 특정하지 않으면서도, 행위대상을 종래의 증권에서 금융투자상품으로 확대하고 있고, 행위장소나 행위요소를 적용 요건으로 하지 않고 있다. 특히 동법 제1조 1항 1호는 목적 요건이 없을 뿐만 아니라, 사회통념상 부정한 것으로 판단되는 수단, 계획, 기교를 사용하는 일체의 불공정거래행위를 규제할 수도 있다고 해석될 수 있다. 이와 같은 규제방식은 기존 우리 법에서 보기 드물게 일반규정을 사용한 부정거래행위 규제수단이라는 점에서, 자본시장법 제178조 제1항 제2호와 제3호가 적용되기 어려운 경우에 한하여 제한적이고 보충적으로 적용되어야 할 것이다. 또한 우리 자본시장법도 제180조를 통해 공매도를 원칙적으로 금지하고 있다. 특히 공매도 금지의 규제대상을 모든 사람으로 확대함으로써 일반위탁자도 법률상 규제대상에 포함되었으며, 공매도의 예외규정을 명확히 하고 있다.

이와 같이 불공정거래행위를 법해석학적 작업을 통해 구체화 한 다음, 본 연구에서는 불공정거래가 조사 및 수사단계로 가는 절차에 대해 다루고 있다. 주지하다시피 불공정거래사건은 검찰에 의한 인지의 경우가 아니면 일반적으로 한국거래소에서 적발하여 금융위원회·증권선물위원회(금융감독원)에 통보하고, 금융감독원은 위와 같이 이첩받은 사건 및 자체 적발한 사건을 조사하여 혐의가 인정되면 검찰에 ‘고발’ 내지 ‘통보’의 형식으로 이첩하게 된다. 특히 실증적인 자료와 통계를 바탕으로 자본시장에서 발생하는 불공정거래의 실태를 파악하고자

하였고, 한국거래소의 감시나 금융감독원의 조사와 같은 금융조치들의 이론과 실무를 검토함으로써, 불공정거래행위의 제재 실효성을 모색하고자 하였다. 예를 들어 약 12년간 한국거래소에서 금융감독원에 통보한 조사사건 건수는 2,141건, 그리고 금융감독원이 자체적으로 인지한 사건 건수는 821건으로 총 2,962건이 접수되었다. 이와 같이 접수된 조사사건에 대해 금융감독원은 조사를 실시하여 증권시장에 미치는 영향 및 투자자 피해 측면에서 해악이 심각한 시세조종이나 미공개정보 이용행위를 지난 12년간 각각 993건, 460건을 적발하였으며, 동 사건에 대하여 검찰이첩 1,343건, 행정조치 110건을 조치하였다. 최근에는 불공정거래 행위가 대형화·정교화·복잡화됨에 따라 중대사건 비중이 높아지고, 관련된 위법혐의자 수가 증가하는 추세에 있다. 또한 ELW 등의 파생상품, 허위공시와 연계된 부정거래행위 등 신종 불공정거래가 다수 발생하고 있으며, 고전적인 방식의 단편적 시세조종 행위보다 고도로 지능화된 유형의 미공개정보 이용 비중이 높아지는 경향을 보이고 있음을 확인할 수 있었다.

이러한 실증적 분석을 통해 본 연구에서는 자본시장법상 불공정거래 규제의 목적을 다시 고찰해보고 있다. 불공정거래 행위의 불법성을 다시금 고찰하여 자본시장법의 규제방식이 갖는 효율성과 정당성을 근본적으로 성찰하기 위함이다. 예를 들어 각국의 법정책에서 전제하는 바와 같이 준강형 시장효율성을 기초로 하는 자본시장에서 가격은 공개된 정보를 충분히 반영하고 있어서 어떠한 투자자라도 공개된 정보를 이용하여 비정상적인 성과를 얻을 수 없다. 이 경우 미공개정보를 이용하는 것은 그 행위자로 하여금 초과 이익을 가져다주기가 어렵기 때문에 규제의 정당성이 인정되기 어려운 측면이 있다. 또한 대개의 시세조종의 경우에도 시장의 효율성 때문에 특정 거래자가 상당 기간 시세를 변동시켜 이를 유지하는 것을 상정하기가 어렵다. 이처럼 시장의 효율성이라는 목적은 미공개정보이용이나 시세조종과 같은 행위를 항변하는 논리로 원용될 수도 있다는 점에서 불공정거래규제의 목적으로 삼기에는 부족함이 있다. 때문에 자본시장법의 규제의 목적 혹은 규제의 정당성은 투자자나 일반인의 신뢰보호를 통한 시장과 금융의 기능 유지라고 해야 할 것이다. 이는 우리 대법원과 헌법재판소가 자본시장을 규제하는 가장 기본적인 정당성이면서 심지어는 불공정거래의 규제에 회의적인 입장에서도 인정할 수밖에 없는 논리이다. 이러한 목적 달성을 위하여

자본시장법은 공시제도와 금융투자에 대한 규제 외에 각종의 불공정거래행위를 금지함으로써 이러한 목적 달성에 기여하고 있는 것이다.

이러한 목적 혹은 규제의 정당성을 다시 확인하면서 본 연구에서는 자본시장법의 독특한 형사제재 방식에 대해 다루었다. 예컨대, 자본시장법 제443조 제1항 단서에서 그 이익 또는 회피손실액의 3배에 해당하는 금액이 금 5억 원을 초과한다는 사실이 구성요건의 일부가 된다. 즉 일반적으로는 양형의 자료에 불과한 범죄의 액수가 구성요건의 기능을 하는 것이다. 범죄의 결과가 양형판단의 중요기준을 넘어서 법정형의 상·하한까지를 결정하는 중요한 구성요소가 될 경우 된다. 물론 부당한 이익 혹은 회피한 손해의 결과가 형사책임의 범위와 한계를 갖는 것은 책임주의라는 측면에서 일면 타당한 점이 있지만, 이에 대한 산정방법이 정형화되어 있지 않다면 구성요건이 불명확해지게 되기 때문에 죄형법정주의를 침해할 여지가 있는 것이다.

자본시장에서 불공정거래에 대한 형사제재의 가능성과 한계를 분석한 결과, 규제의 효율성을 위해 요구되는 형법정책은 크게 세 가지로 압축되었다. 즉 현행 자본시장법에서 불공정거래행위에 대한 규제의 효율성을 언급하기 위해서 추구해야 할 방향은 크게 ① 제재의 실효성이라는 측면과 ② 제재의 효율성이라는 측면, 그리고 ③ 집행의 효율성이라는 측면이라는 결론이 그러하다. 제재의 실효성이라는 함은 현행 규제체계를 통해서 범죄가 얼마나 억제되고 예방되는지의 문제이다. 한편 제재의 효율성은 규제체계의 적용대상인 행위유형이 일반적으로 발생할 수 있는 불공정거래행위를 포괄하기에 충분히 넓은지 여부라는 적용범위의 문제이고, 집행의 효율성은 현재 이루어지고 있는 금융감독당국 및 검찰과 법원의 조사와 수사 그리고 기소 및 판결이 불공정거래행위에 대한 규제효과를 달성하기에 충분한 정도와 수준으로 이루어지고 있는지 여부라는 집행효과의 문제라고 할 수 있다. 물론 이러한 방향성의 기저에는 죄형법정주의의 관점에서 불공정거래행위규제를 가급적 제한적으로 해석하려는 입장과 자본시장의 신뢰도 유지라는 입법취지를 강조하여 적용범위를 확대하려는 두 가지 입장의 갈등이 변증하고 있음은 본 연구에서 충분히 확인되고 있다.

먼저 규제의 실효성이라는 측면을 분석하게 되면 여러 실증 분석을 통해 그동안의 여러 규제가 실효적이지 못하다는 결론을 내릴 수밖에 없다. 금융환경이

한층 유동적이 되어가면서, 투기적 성향이 강해지고, 그에 따라 불공정거래에 대한 유인이 커지는 현실에서 규제의 실효성이 약화되어가는 점은 문제라고 할 수 있다. 반면 제재의 효율성이라는 측면에서는 현행 자본시장법이 구성요건의 상세화와 포괄주의적 입법형식을 취하고 있기 때문에 규제의 공백이 많지 않고 따라서 긍정적으로 평가할 수 있다. 집행의 효율성에 대해서는 예를 들어 여러 기관의 조사 및 심의·의결 단계를 거치도록 되어 있는 등 수사와 재판을 통한 형사처벌로 이어지는 과정이 지나치게 복잡하고 이와 관련한 절차의 지연, 비효율적 업무처리, 수사보안 유출 위험 등이 있을 수 있기 때문에 이에 대한 제도 개선을 요구하는 목소리가 높지만, 금융범죄의 경우 감시나 조사와 같은 규제는 신중해야 할 뿐만 아니라 자율적 규제의 가능성을 넓혀야 한다는 점에서 크게 비판할 여지는 없다고 보인다. 결국 효율적 집행의 가능성을 위해서는 불공정거래 예방조치를 강화하는 방식으로 예방의 효율성을 제고하거나 신속한 인지를 확보하도록 하는 것이 보다 타당할 것으로 보인다.

참고문헌

- 강대섭, 증권거래법 관례의 변화와 전망 -자본시장법의 제정과 관련하여-,
상사관계연구 제23권, 2010
- 김병태, 시세조종 관련 부당이득에 관한 연구. 인권과 정의 제382호, 2008
- 김대근, 권리에 대한 법경제학적 분석의 의의와 한계, 고려대학교 박사학위
논문, 2010
- 김문철, 내부자거래는 이익지속성 및 미래 이익에 대한 경영자의 정보를
반영하는가?, 세무와 회계저널 제7권 제3호, 2006
- 김용재, 『자본시장법(上)』, 고려대학교 출판부, 2011
- 김상철, 단기매매차익 반환청구의 성립요건에 관한 연구: 자본시장과 금융
투자업에 관한 법률의 시행에 따른 내용을 중심으로, 서울대학교
법학석사학위논문, 2009
- 김순석, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률상 불공정거래의 규제, 인권과
정의 제389호, 2009
- 김유성, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률의 금융투자상품 개념에 대한
연구, 서울대학교 석사학위논문, 2008
- 김정수, 『현대 증권법 원론』, 박영사, 2002
- 김학석, 금융투자상품의 부정거래행위에 관한 연구, 고려대학교 대학원 박사
학위논문, 2010
- 김홍기, 자본시장법상 연계불공정거래 규제체계 및 입법론·해석론의 시사
점, 연세 글로벌 비즈니스 법학연구 제2권 2호, 2010
- 김홍기, 파생상품과 도박규제, 비교사법 제14권 1호, 2007
- 노태약, 최근 관례에 나타난 내부자거래 규제의 법리-‘자본시장과 금융투자
업에 관한 법률’의 제정에 덧붙여, BFL 제25호, 2007

- 박삼철, 증권거래법의 내부자거래 규제에 관한 연구-제188조의 2를 중심으로, 고려대학교대학원 석사학위논문, 1998
- 변재호 외, 『자본시장법』, 지원출판사, 2009
- 배종혁, 자본시장 불공정거래 행위에 대한 수사 시스템의 문제점과 개선방안, 자본시장 불공정거래행위에 대한 효율적 규제방안 모색을 위한 심포지엄, 2011
- 민세진, 내부자거래와 시장 효율성에 관한 실증연구-미국의 1980년대 경험을 중심으로-, 기업경영연구 제32권, 2009
- 서완석, 자본시장법상의 시세조종행위 규제, 상사판례연구. 제22권 제3호, 2009
- 선정훈, 파생상품 관련 불공정거래 유형과 규제방안, 선물시장, 한국선물협회, 2005.
- 성희환, 자본시장법상 연계 불공정거래의 규제현황과 개선방향-주가연계증권(ELS) 연계거래를 중심으로-, 금융법연구 제6권 제2호, 2009,
- 송호신, 파생상품의 위험성과 규제에 관한 자본시장법의 재정비, 법학연구 (경상대학교 법학연구소) 제19호, 2011
- 신민식, 『파생상품의 이해와 활용』, 법문사, 2008
- 심인숙, 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」상 ‘투자계약증권’ 개념에 대한 검토 - 미국연방증권법상 ‘투자계약’(investment contract)과의 비교법적 검토, 비교사법, 2008
- 안수현, 자본시장법 시행이후 불공정거래 규제 변화와 과제. BFL 금융센터. 2010
- 이강남, 『국제금융론』, 법문사, 2003
- 이상돈, 『증권형법』, 법문사, 2010
- 이상복, 『자본시장법상 내부자거래』, 박영사, 2010
- 이영기, 『자본시장법 해설』, 동아대학교 출판부, 2011
- 이종환, 간접투자상품을 둘러싼 주요쟁점과 개선방안, 손해보험 제447호,

2006

- 이찬근, 『금융경제학 사용설명서: 금융의 탄생에서 현재의 세계 금융 지형까지』, 부키, 2011
- 이철환, 『숫자로 보는 한국의 자본시장』, 브레인스토어, 2011
- 임재연, 『미국증권법』, 박영사, 2009
- 임재연, 『자본시장법』, 박영사, 2010
- 전욱, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률상의 금융투자자보호제도에 관한 고찰, 저스티스 통권107호, 2008
- 정순섭, 금융규제법상 포괄개념 도입의 가능성과 타당성- 자본시장법상 금융투자상품의 개념을 중심으로-, 서울대학교 법학 제49호, 2008
- 정순섭, 자본시장불공정거래행위에 대한 규제시스템과 개선문제, 자본시장 불공정거래행위에 대한 효율적 규제방안 모색을 위한 심포지엄, 2011
- 정순섭, 포괄주의에 따른 증권개념의 확장-금융투자상품에 있어서 투자성의 요소를 중심으로, 투신, No.60, 2006
- 정순섭·송창영, 자본시장법상 금융투자상품 개념, BFL 제40호, 2010. 3, 37쪽
- 조용대, 『과생상품시장론』, 학현사, 2006
- 조인호, 내부정보를 이용한 내부자거래의 규제에 관한 소고, 비교사법 제13권 제3호, 2006
- 추원식, 자본시장 불공정거래 행위에 대한 수사시스템의 문제점과 개선방안 토론 요지, 자본시장 불공정거래행위에 대한 효율적 규제방안 모색을 위한 심포지엄, 2011
- 최승재, 자본시장법 제178조 제1항 제1호에 대한 연구, 금융법연구 제6권 제2호, 2009
- 최병규, 자본시장법이 보험업에 미칠 영향, 상사법연구 제25권 제2호, 2006
- 최성근, 장외과생금융상품 규제의 법리와 제도, 한국법제연구원, (워크샷자

- 료집), 2007
- 최성근, 상품선물 시세조종에 대한 규제-현·선 연계시세조종을 중심으로-,
한양법학 제29권, 2010
- 최재경, 증권거래법상 내부자거래의 형사처벌 관련문제, 법무연수(법무연수
원), 2000, 56쪽
- 한병영, 장외파생상품거래에 있어서 금융소비자 보호의 체계, 기업법연구
제24권 제3호, 2010
- 하삼주, 금융투자상품에 관한 몇 가지 문제점과 보완대책, 고려법학, 2007
- 김건식·송옥렬, 『미국의 증권규제』, 홍문사, 2001
- 김건식·정순섭, 『자본시장법』, 두성사, 2010
- 이지언·구본성, 자본시장관련법 통합에 따른 금융법통합의 기본방향과 주
요과제, 한국금융연구원, 2006. 5. 10, 공청회자료
- 이진서, 자본시장법상 이해관계인과의 거래제한에 대한 비교법적 고찰, 법
조, 제60권 제8호, 2011
- 금융감독원, 『증권시장의 불공정거래 사례』, 1999
- 금융감독원, 『금융감독개론』, 2010,
- 재정기획부, 『금융투자업과 자본시장에 관한 법률(가칭) 제정 방안』,
2006.
- 한국증권법학회, 자본시장법 주석서 I, 박영사, 2009
- 한국증권법학회, 자본시장법 주석서 II, 박영사, 2009
- Alessandro Vercelli, *Fluctuations and Growth: Keynes, Schumpeter,
Marx and the Structural Instability of Capitalism*, in
Nonlinear Model of Fluctuating Growth(R. Goodwin, M.
Kurgerm and Alessandro Vercelli), Springer, 1984
- Ferry W. Markham, *Commodities Regulation : Fraud, Manipulation &
Other Claims*, Clark Boardman Callahan, 1993

- Dennis S. Karjala, *Statutory Regulation of Insider Trading in Impersonal Market*, Duke Law Journal, Vol. 1982, No. 4(1982),
- Douglas W. Arner, *Financial Stability, Economic Growth, and the Role of Law*, Cambridge University Press, 2007
- Daniel R. Fischel · David J. Ross, *Should the Law Prohibit 'Manipulation' in Financial Market?*(1991) 105 Harvard Law Review 503
- Daniel R. Fischel. *Efficient Capital Market Theory. The Market for Corporate Control and the Regulation of cash Tender Offers*, 57 Tex. L. Rev. 1978, at 113-14
- John M. Blatt, *On the Econometric Approach to Business-Cycle Analysis*, Oxford Economic Papers(N.S), Vol. 30, 1978
- Keynes John Maynard, *Essay in Persuasion*, The Collected Writings, Vol. 9, St. Martin's Press, 1972
- Manne Henry, *Insider Trading and the Stock Market*, The Free Press, 1996
- Miller Ross 외(권춘오 역), *Experimental Economics(실험경제학)*, 일상이상, 2011
- Minsky Hyman, *Stabilizing an Unstable Economy*, McGraw-Hill, 2008
- Peter S. Albin, *Microeconomic Foundations of Cyclical Irregularities and Chaos*, Center for the Study of System Structure and Industrial Complexity(John Jay College, City University of New York), 1985
- Renner, Karl(정동호 · 신영호 역), *Die rechtsinstitute des privatrechts und ihre soziale funktion(사법제도의 사회적 기능)*, 세창출판사, 2011

Richard L. Day, *Irregular Growth Cycles*, American Economic Review 72, No. 3, 1982

_____, *The Emergence of Chaos From Classical Economic Growth*, Quarterly Journal of Economics

Robert Daines · Jon Hanson, *The Corporate Law Paradox: The Case for Restructuring Corporate Law*, 102 Yale L. J. 577, 610(1992)

Steven Edward, *Legal Principles of Derivatives*, Journal of Business Law, 2002

Hose Montemayor (Texas Department of Insurance), *Weather Financial Instrument(Temperature): Insurance or Capital Market Products?* (2003. 9. 2).

A Research on the Possibility and Limitation of Criminal Sanction in Financial Investment Services and Capital Markets Act

Kim, Dae Keun

Given that fundamental systems maintaining and classifying modern society are politics system, economy system, and science and technology system, one of the distinct characteristics of contemporary society is that the economy system is developing into a more complicated and sophisticated form especially along with growth of finance system, one of subsystems of the economy system. Today's finance system takes a role as a vein activating and flourishing society and economy, in a macro view, but it is also a market for individuals and enterprises to invest and purvey capital, in a micro view.

This finance system, especially called as capital market in our society, desperately needs demonstration of regulations and deregulations, derived from of its own nature. In one hand, it needs deregulation for growth because of its nature of capital market, changing and growing in a diversified way. In the other hand, however, it needs appropriate regulations to protect society and individuals from its nature propagating unlimited desire and greed like a car without a break system.

The law for capital market and finance investment - 'capital market law' - which has implemented since 2009, reflects the needs of the times, the

demonstration of regulations and deregulations. The specification of Section 1 of the capital market law, "This law is for contributing to development of national economy by increase the justice, trustworthiness and efficiency of capital market, cultivating grounds for healthy financial investments, stimulating innovation of finance in the capital market and protecting investors.", carefully illustrates this issue. This is the rationale behind new capital market law to concretely realize the legislative motivation by fractionized characteristics: changing into negative system and regulation based on functionalism, expanding the range of business and modernizing investor protection system.

Diverse unjust trades in current capital market, however, made the capital market law become more sophisticated but negative type of regulations for guaranteeing the practical effect. Unlike previous stock trade law or futures trade law, laws for regulating unjust trade under current capital market law pursues to practically regulate various unjust trades by implementing strengthened regulations on the usage of exclusive information, on market manipulations and on negative unjust prevention rules. Considering characteristics of current capital market law, this study mainly focused on volume 4 under capital market law which provide for usage of exclusive information, market manipulations, unjust trade and short stock selling. This is for typifying unjust trades in changing capital market though interpreting types of unjust trades in volume 4 in a legal perspective.

For example, in the case of prevention of usage of exclusive information, it added employees of affiliates and the person who is carrying on contracts in the list of internal parties as the possibilities of using exclusive information became higher with expanded range of finance investment product. In the case of manipulating market, the range of regulation expanded volume 4 under section 176 of the capital market law by adding new rules for preventing two-way future and cash trade and derivative stocks. Regulation for unjust trade under section 178 of capital market law, however, is the most distinct legislation

of unjust trades. This is because this regulation does not specify the subject, expand objects into finance investment product from stocks or choose location or objective subjected to application; all these negative regulations made minimal gap among regulations. Also, section 180 under capital market law prevents short stock selling in theory and specifies the exceptions.

This study specifies unjust trade and demonstrates how unjust trade goes into investigation level by legal interpretation of unjust trade. It also used practical resources and figures to understand unjust trade in capital market, re-examine theories and practices of Korea Exchange or Financial Supervisory Service to find practicality of regulations. By analyzing actual cases, the study found unjust trades altered in much larger, detailed and complicated way and led an increase of the number of big cases as well as the number of people violating laws is in increase. It also found that unjust trades of ELW, derivative or false notification are frequently committed and the number of violation of usage of exclusive information is much higher than that of traditional ways of manipulating market.

Through this practical analysis, the study examines the justice of regulations for unjust trades in a sense of capital market law by revisiting the concept of protecting investors, trusts and function of market and finance system. The purpose and justice of these regulations concretizes the justice of constitutionalism regulating diverse unjust trades including usage of exclusive information, manipulation of market as well as declaration system and regulations for financial investments, despite of some controversial opinions.

This study analyses potential and limitations of criminal regulations against unjust trade in capital market and illustrates three criminal policies needed for the efficiency of regulations. In other words, regulations for unjust trades under current capital market law should elaborate in three aspects: effectiveness of regulation, efficiency of regulation and efficiency of practices. The effectiveness of regulation measures how many crimes are controlled and prevented by the regulation. The efficiency of regulation, however, measures whether the

regulations are wide enough to include unjust trades and be applied to subjects under the regulation. Finally, the efficiency of practices means whether the investigations held by financial regulatory institutes, prosecution and courts have enough capacity to reach the effect of regulations. These analysis set premises that tensions and demonstrations between regulations and deregulations; the view of narrow interpretation of unjust trade regulations and view of willing to expand applicablerange to keep the legitimate motivation, the trust toward capital market.