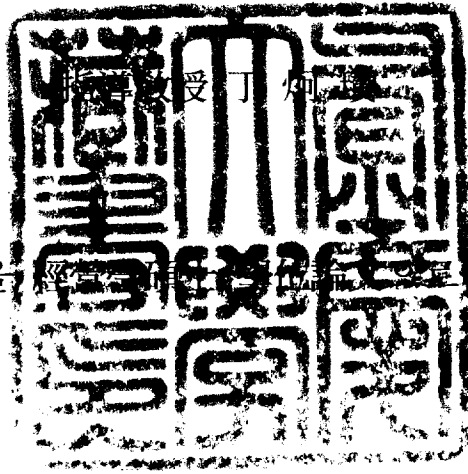


經營學碩士 學位論文

內部者去來 規制의 實效的
改善方案에 관한 研究



이 論文을 經營學碩士 學位論文으로 提出함

2005年 8月

釜慶大學校 經營大學院

經營學科(情報管理 專攻)

趙 在 相

趙在相의 經營學碩士 學位論文을 認准함

2005年 6月

主 審 經營學博士 柳 日 盛



委 員 經營學博士 李 有 泰



委 員 經營學博士 丁 炯 瓚



【 목 차 】

제 I 장 서론	1
제 1 절 연구의 목적	1
제 2 절 연구의 범위와 방법	1
제 II 장 내부자거래 규제 일반론	5
제 1 절 내부자거래 규제의 개념	5
제 2 절 내부자거래 규제의 이론적 근거	7
1. 정보소유이론(possession theory)	9
2. 신임의무이론(fiduciary duty theory)	11
3. 정보유용이론(misappropriation theory)	12
제 3 절 내부자거래 규제의 찬반론	14
1. 규제 반대론	14
2. 규제 찬성론	15
3. 소 결	15
제 4 절 주요 외국의 내부자거래 규제제도	16
1. 미국의 규제	17
2. 일본의 규제	18
3. 영국의 규제	19

제 III 장	우리나라의 내부자거래 규제	21
제 1 절	내부자거래 규제의 연혁	21
제 2 절	내부자거래 규제의 주요 구성요건	23
1.	규제의 주요내용	23
2.	규제 대상자의 범위	25
제 3 절	내부자거래 규제 체계	27
제 4 절	내부자거래에 대한 제재	39
1.	형사 제재	39
2.	민사 제재	40
제 5 절	피해자 구제를 위한 증권관련 집단소송제도	44
1.	집단소송제의 의의	45
2.	도입의 근거 및 법 제정 과정	46
3.	대표소송제와의 차이	48
4.	집단소송제 반대론의 입장	48
5.	소 결	49
제 IV 장	우리나라의 내부자거래 사례 분석	50
제 1 절	내부자거래 실태	50
1.	내부자거래의 유형별 분석	50
2.	매매심리 분석	52
3.	적발사례의 내용별 분석	60
제 2 절	실제 사례 분석	68

1. 현대계열사 조가조작 사건 -----	69
2. 경제부 취재기자의 내부자거래 사건 -----	71
3. 기타 적발 사례 -----	72
제 3 절 내부자거래를 사전 예방하기 위한 제도적 장치 -----	73
1. 제보자 포상금 제도 -----	73
2. 내부신고제도(whistle-blowing) -----	73
제 V 장 내부자거래 규제의 문제점 및 개선방안 -----	75
제 1 절 규제체계 및 법제상 문제점 -----	75
1. 규제기관간 비효율적 중복규제 -----	75
2. 공적 규제기관의 조사권 미약 -----	77
3. 손해배상책임의 한계 및 제보자에 대한 포상금 지급액 미흡 --	77
제 2 절 규제의 실효적 개선방안 -----	79
1. 비효율적 중복규제로 조사의 장기화에 대한 개선방안 -----	79
2. 공적 규제기관의 조사권을 준사법권으로 격상 필요 -----	81
3. 손해배상책임의 강화 및 집단소송제의 확대 실시 -----	82
4. 제보자 포상금 지급액 상향 조정 및 내부신고제도의 활성화 --	83
제 VI 장 요약 및 결론 -----	85
참 고 문 헌 -----	88
ABSTRACT -----	91

【 표 목차 】

[표 3-1] 불공정거래 조사업무 담당	29
[표 3-2] 주요 조사업무	30
[표 3-3] 조사업무 처리 절차도	31
[표 4-1] 불공정거래 조사사건 접수현황	51
[표 4-2] 중요 불공정거래 행위 적발 및 조치현황	52
[표 4-3] 연도별 매매심리 현황	53
[표 4-4] 불공정거래의 유형	54
[표 4-5] 연도별 내부자거래 관련 매매심리 현황(증권거래소)	55
[표 4-6] 연도별 내부자거래 현황(금융감독원 적발자료)	62
[표 4-7] 내부자거래 유형별 주식규모	65
[표 4-8] 내부자 거래비중(자본금 대비)	66
[표 4-9] 내부정보의 유형	66
[표 4-10] 내부자거래 기간의 분포	68

제 I 장 서 론

제 1 절 연구의 목적

증권시장은 자본주의의 경제체제를 상징하는 대표적인 시장조직으로서, 기업에 대해서는 증권의 발행을 통하여 양질의 장기 안정자금을 조달할 수 있는 발행시장의 장을 마련해 주고 있으며 가계에 대해서는 개인의 금융자산을 자유롭게 운용할 수 있는 금융자산 운용의 장을 마련해 주고 있다. 한편 정부에 대해서는 국부와 경제성장의 과실을 증권시장을 통하여 국민대중에게 고르게 분배함으로써 경제적 민주주의를 창달하는 중요한 역할을 하고 있다.

우리나라는 이러한 증권시장의 기능과 역할이 막중함을 인식한 정부의 강력한 육성정책에 힘입어 1960년대 말부터 꾸준히 성장하여 왔으며, 특히 최근에는 기업자금조달 규모, 상장주식의 시가총액 및 거래량 등이 급격히 증대되어 증권시장을 도외시한 경제정책은 성공할 수 없을 정도로 국민경제에서 차지하는 증권시장의 중요성은 대단히 높아졌다. 따라서 이제 우리 증권시장은 이러한 양적인 성장을 바탕으로 질적인 고도화를 이룩해야할 시점에 와 있으며, 그방향은 최근 국제금융시장의 특징이라 할 수 있는 증권화(securitization), 자율화(deregulation) 및 국제화(internationalization)를 이룩하는 것이라 하겠다. 이러한 과정에서 특정 유가증권에 대한 미공개된 중요한 정보를 취득한 회사의 임원 등 이른바 내부자가 동 정보를 이용하여 당해 회사의 주식을 매매하는 내부자거래 행위는 증권시장의 공정성과 완전성에

대한 일반 투자자의 신뢰와 합리적 기대를 저해하는 행위이다.

우리나라 주식시장에서의 불공정거래 행위는 시장의 완전성과 공정성을 믿고 시장에 참여한 투자자들에게 부당하게 손실을 강요하고 시장의 가격결정 메카니즘(pricing mechanism)을 교란시켜 효율적인 자원배분을 왜곡하는 범죄가 많이 일어나고 있어 이를 규제하고 있지만 법적규제 내용과 현실 사이의 괴리가 상존하여 규제의 실효성이 반감되고 있다. 또한 증권회사나 거래소 등 자율규제기관에서의 자율적인 규제 예방정책이 잘 이루어지지 못하고 있으며 불성실공시가 많이 발생하고 있다. 따라서 금융감독기관으로서 공적 규제기관인 금융감독원으로 하여금 내부자거래 등 불공정거래 행위에 대하여 엄정하고 철저한 감독을 통하여 사전 예방적 조치를 취하는 실효성 있는 규제가 무엇보다 중요하다고 하겠다.

그러므로 본 논문에서는 우리나라의 내부자거래 규제의 연혁, 규제의 주요 내용, 기관별 규제절차, 불공정거래행위 적발사례 등을 살펴보면서 실제법적 규율 보다는 그 제재절차와 감독제도 등 규제에 대한 문제점을 살펴보고 그 개선방안을 제시하고자 한다. 그리하여 우리 증권시장이 보다 투명하고 공정한 시장이 되어 선진시장과의 경쟁에서 우위를 점하고 자본시장의 기능을 충분히 수행할 수 있도록 하기 위하여 그 목적을 두고 있다.

제 2 절 연구의 범위와 방법

현행 증권거래법상 내부자거래 규제는 첫째, 일반적 조항으로서 정보이용

금지(증권거래법 제 105조 제 4항 제 3호), 둘째, 내부자의 단기매매차익의 제한(동법 제 188조 제 1항), 셋째, 공매도의 금지(동법 제 188조 제 2항)를 기본으로 하면서 이에 대한 보완수단 내지 감시 장치로서 소유주식비율변동신고(동법 제 188조 제 6항)과 상장법인의 공시의무(동법 제 86조)를 두고 있다. 또한 내부자거래 규제의 실효성을 확보하기 위하여 금융감독원에 조사 권한을 부여하고 있다.

따라서 내부자거래 규제의 일반론 및 규제체계, 법제상 규제내용에 대하여 간략히 살펴본 후, 금융감독원의 최근 불공정거래 행위의 적발 및 조치현황 자료를 통하여 그 유형을 살펴보고, 몇가지 실제 사례 분석을 통해 그문제점을 도출하여 개선방안을 제시하도록 한다.

제 2장에서는 내부자거래 규제 일반론으로서 규제의 이론적 근거로 제시되고 있는 정보소유이론 · 신임의무이론 · 정보유용이론에 대한 내용 및 규제의 찬반론을 살펴보고, 내부자거래 규제를 가장 먼저 시작하여 많은 다른나라의 규제법제에 영향을 미치고 있는 미국, 우리나라와 유사하면서도 세부적인 면에서 차이가 많은 일본, EU 지침을 국내법으로 수용하면서 발전한 영국 등 주요 외국의 규제체계를 살펴본다.

제 3장에서는 우리나라의 내부자거래 규제의 연혁, 규제의 주요 구성요건, 기관별 규제절차, 민 · 형사적 제재, 손해배상책임 강화를 위하여 피해자 구조를 위한 집단소송제 등을 살펴본다.

제 4장에서는 우리나라의 내부자거래 현황 및 그 실태를 살펴보고 표본자

료를 바탕으로 내부자거래 유형을 분석하고, 내부자거래로 인하여 형사처벌 받은 사례 및 내부자거래를 사전에 예방하기 위한 제도적 장치 등을 살펴본다.

제 5장에서는 내부자거래 규제의 문제점 및 이에 대한 개선방안을 살펴본다. 즉 규제기관간 비효율적 중복규제로 인한 조사의 장기화에 대한 방안을 제시하고, 금융감독기관인 공적규제기관의 조사권을 더욱 더 강화하여 준사법권으로 격상시키고, 손해배상제도를 강화하여 개인 피해자구제를 정착시키기 위한 증권관련 집단소송제를 확대 시행할 것이며, 불공정거래행위 제보자에 대한 포상금 지급을 상향 조정하고, 내부신고제도를 적극 활용할 것 등 개선방안을 제시한다.

마지막으로 제 6장에서는 위에서 논의된 사항을 중심으로 요약 및 결론을 정리하였다.

본 연구의 목적을 수행하기 위해서는 내부자거래에 대한 규제체계, 절차에 대한 분석이 필요하므로 내부자거래 규제와 관련한 각종 국내외 문헌자료에 대한 조사·분석과 함께 관련기관의 인터넷사이트 등에 대한 검색을 통하여 외국의 사례 및 입법례 등을 검토한다. 또한 우리나라의 내부자거래 규제현황을 이해하기 위하여 국내 연구문헌과 금융감독원·금융감독위원회·증권선물위원회·증권거래소·코스닥등록협회 등 증권 유관기관의 관련자료 및 통계를 살펴보고 구체적 사안에 대한 법원의 판례와 학설 등에 대하여도 검토하였다.

제 II 장 내부자거래 규제 일반론

제 1 절 내부자거래 규제의 개념

내부자거래 규제제도는 증권시장의 질적 보완을 통한 공정거래기반의 확립을 위하여 “내부자가 당해 법인의 업무 등과 관련하여 취득한 미공개 중요정보를 당해 법인이 발행한 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 이용하거나 다른 사람으로 하여금 이를 이용하게 하는 행위를 하지 못하도록 규제하는 것”이라 할 수 있다.¹⁾ 이를 규제하는 이유는 내부자는 자기회사의 주가에 영향을 미칠만한 중요한 정보를 알게 될 기회가 많으므로 주식거래에 있어 일반투자자보다 훨씬 유리한 입장에 있기 때문에 이를 허용할 경우 일반 투자자는 상대적으로 손해를 보게 될 가능성이 많기 때문이다.

일반적으로 주식투자에 수반되는 위험은 주로 회사의 영업실적·시장동향·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 내부자거래로 인한 상대방의 손실은 능력의 부족이나 부주의로 정보를 몰랐기 때문에 발생하게 되는 것이 아니라 내부자가 자신의 이득을 위하여 그 정보가 일반에게 알려지지 아니한 상태를 이용하였기에 때문에 발생한 것

1) 내부자거래(insider trading)의 개념은 각국의 실정법 체계나 규제내용 등의 해석에 따라 다르다. 미국 SEC는 내부자거래를 “그 주권에 관한 중요하고 미공개된 정보를 보유한 자가 믿음과 신뢰의 관계를 위반하여 주권을 매수 또는 매도하는 것”으로 정의하고 있다.

이므로 윤리적 측면에서도 용납될 수 없는 것이다. 그러므로 증권매매에 있어서 정보 면에서의 평등성 즉, 공정한 입장에서 자유로운 경쟁에 의하여 공정한 거래를 하게 함으로써 증권시장의 거래에 참여하는 자로 하여금 동등한 입장에서 동일한 가능성 위에서 증권거래를 할 수 있도록 투자자를 보호하고 증권시장의 공정성을 확립하여 투자자에게 신뢰감을 갖게 하려는 데에 규제의 취지가 있다 할 수 있다.²⁾

한편 내부자거래라는 용어에는 세가지의 개념적 요소로서 거래의 주체인 “내부자”, 규제대상의 범위에 속하는 정보를 의미하는 “미공개 내부정보”, 내부정보를 이용하여 유가증권을 거래하는 “거래행위”가 포함되어 있는 바, 이들의 범위는 계속 확장 및 구체화 되어 있다. 우선 “내부자”에는 초기의 전통적인 내부자 뿐만 아니라 회사와의 계약관계등 일정한 관계로 인하여 회사의 내부정보에 접근이 가능한 변호사·법률상의 감독기관·공인회계사 등과 같은 자를 임시내부자³⁾라는 이름하에 내부자의 범주에 포함하게 되었다. 나아가 이들로부터 정보를 입수한 자도 정보수령자(tippee)라는 이름으로 내부자의 범주에 포함시키게 되었고 심지어 회사와 아무런 관계가 없는 순수한 회사외부자도 내부자의 범위에 포함되고 있다. “미공개 내부정보”도 특정회사의 업무나 재산 또는 경영 등에 관한 정보 즉, 회사의 내부자만을 지칭하였으나 최근에는 시장정보와 같은 당해 회사의 외부로부터 나오는 정보도 경우에 따라서는 내부정보의 범위에 포함시키고 있

2) 헌법재판소 1997. 3. 27. 94헌바 24 결정.

3) 준내부자(quasi-insider)또는 외부내부자(outsider-insider)라고도 한다.

다.⁴⁾

그러나 내부자거래에 대한 규제의 타당성, 내부자 및 내부정보의 정의와 범위, 내부정보 이용의 입증책임, 처벌의 강약 등에 대한 입장은 나라 또는 학자에 따라 달라 각국은 내부자거래의 규제제도에 있어서는 다소 입장의 차이를 보이고 있으며, 이는 시장의 규모·역사·국민경제에서 차지하는 비중 등에 따라 내부자거래 규제제도·적출장치·사후조치 등이 다르기 때문이다.⁵⁾ 이와같은 내부자거래에 대한 규제의 타당성과 규제범위 등의 문제는 결국 내부자거래를 규제하는 근거에서 찾아야 한다. 미국에서 이에 관한 논의가 과잉이라고 할 정도로 활발한 것은 내부자거래에 관한 입법정책상의 특유한 사정에 기인한 것으로 이에 관한 논의가 우리나라에서도 그대로 타당한 것은 아닐 것이나 바람직한 내부자거래 규제의 모습을 모색하는 작업에 크게 참고가 된다는 점을 부인할 수 없을 것이다.⁶⁾

제 2 절 내부자거래 규제의 이론적 근거

내부자거래 규제의 필요성에 대하여는 일부의 반대론에도 불구하고 폭넓게 의견의 일치가 이루어지고 있고, 각국에서도 내부자거래에 대한 규제를 강화하고 있다. 그러나 규제의 범위 등에 관하여는 아직도 논의가 그치지 않고 있으며 이는 내부자거래를 규제하는 법적 근거가 무엇인가의 문제

4) 윤승한, 『증권거래법』, 삼일인포마인, 2002, 736-737면.

5) 박삼철, “유가증권 불공정거래규제에 관한 비교법적 고찰” 『증권조사월보』 제 212호, 10면.

6) 김건식, “내부자거래규제의 이론적 기초” 『증권학회지』 제 28집, 2001, 151면.

이기도 하다. 이에 대한 논의가 가장 활발하게 제기된 나라인 미국은 증권 관계법령에서 구체적으로 내부자거래를 금지하는 규정 없이 포괄적 증권사기 금지규정인 1934년 증권거래법(Securities Exchange Act) 제 10조(b)⁷⁾와 그에 근거하여 제정된 SEC rule 10b-5⁸⁾를 근거로 내부자거래를 규제하고 있으며, 내부자·내부정보의 범위 등의 요건은 법원의 판례에 의하여 구체화 되고 있다. 원래 이 규정은 내부자거래를 엄두에 둔 규정이 아니라 증권거래와 관련된 사기적 행위를 일반적으로 금지하는 규정이었으며, 1960년대까지 내부자거래는 1934년 증권거래법 제16조(b)의 단기매매 차익반환 규정에 의하여 주로 규율되었다.⁹⁾ 동 조항은 내부자가 실제로 내부정보를 이용하였느냐 여부에 관계없이 적용되어 일부에서는 고풍적 무덤 무기라 혹평하기도 하고,¹⁰⁾ 일부에서는 내부자거래를 방지하기 위한 훌륭한 예방책이라 칭찬을 하기도 하였다.¹¹⁾ 이후 1961년 SEC가 cady robert 심결에서 내부자거래는 규칙 10b-5의 위반이라는 결정을 한 이후 동 규칙

7) "누구든지 직접·간접으로 주간통상의 방법이나 수단 또는 우편 또는 전국 증권거래소의 시설을 이용하여, SEC가 공익 또는 투자자의 보호를 위하여 필요 또는 적절하다고 인정하여 정한 규칙이나 규제에 위반하여 전국 증권거래소에 등록되거나 등록되지 않은 어떠한 증권이라도 그 매수 또는 매도와 관련하여 시세조종적 또는 사기적 수단 또는 책략을 행사하거나 이용하는 것은 위법이다.

8) "누구든지 주간통상 또는 우편의 수단이나 방법 또는 전국 증권거래소의 시설을 이용하여 증권의 매수 또는 매도와 관련하여 직접·간접으로 1)사기를 위한 수단, 계략 또는 술책을 사용하거나, 2)중요한 사실에 관하여 허위기재를 하거나 또는 표시가 행하여진 당시의 상황에 비추어 오해가 유발되지 않도록 하는데 필요한 중요한 사실의 기재를 누락하거나, 3)타인에게 사기 또는 기만이 되거나 될 수 있는 행위, 관행 또는 거래방법에 종사하는 것은 위법이다.

9) 김건식·송옥렬, 『미국의 증권규제』, 홍문사, 2001, 376-377면.

10) Marleen O'Connor, "Toward a Efficient Deterrence of Insider trading" ; The Repeal of Section 16(b), 58 Fordham Law Review 309, 313면.

11) Roberta S. Karmel, Outsider Trading on Confidential Information - A Breach in Search of a Duty, 20 Cardozo Law Review 83, 1998, 101면.

이 내부자거래 규제의 중심에 자리잡게 되었다.

한편 규칙 10b-5는 그 문언상 기망행위를 금지할 부분이어서 내부자거래를 규칙 10b-5의 위반행위로 포괄하기 위해서는 그 위반을 기망으로 구성하지 않으면 안된다. 미국에서 “기망”이 내부자거래의 핵심요소가 되고 있는 것은 바로 그 때문이다. 이와 같이 연방법원은 사기적 거래의 금지조항에 근거하여 처벌대상의 기준 또는 정보소유이론, 신임의무이론, 정보유용이론 등이 있다. 이들 이론은 주로 미국에서 논의되는 것으로 내부자거래에 관하여 상세한 규정을 두고 있는 우리나라에서는 입법론적인 의미를 갖는데 불과하다.¹²⁾

1. 정보소유이론(possession theory)¹³⁾

1970년대까지 미국의 판례가 채택한 지배적인 견해로서, 다른 투자자들에게 접근이 허용되지 않는 미공개정보를 이용한 거래는 “내재적으로 불공정(inherently unfair)”하다는 데에 기초한다. 이 이론은 SEC가 cady roberts심결¹⁴⁾에서 회사 내부자는 자신에게 알려진 모든 중요 정보를 먼저 공개하지 않는 한 당해 법인의 주식매매를 단념해야 한다는 “공시 또는 거래단념의무(disclosure or abstain)”를 채택한데서 유래한다.

SEC는 동 결정에서 동 의무가 발생되기 위한 두가지 요소로서 1)회사의 목적을 위해서만 이용 가능한 내부정보에 직접적 또는 간접적으로 접근

12) 김건식, 『증권거래법』, 두성사, 2002, 263면.

13) 거래 당사자간의 정보의 평등을 강조하므로 “정보평등이론”이라고도 한다.

14) Cady, Roberts & Co, 40 SEC 907 『445 U.S. 227』 (1961)

할 수 있는 관계의 존재와 2)거래상대방에게 접근이 허용되지 않는 경우 당해 정보를 이용한 거래에 내재되는 불공정성이 존재할 것을 강조하였다.

이후 연방법원이 Texas Gulf Sulphur 사건¹⁵⁾에서 동 의무를 인정함으로써 정식으로 채택되었으며, 그 후 Shapiro v. Merrill Lynch 사건¹⁶⁾에서는 정보소유이론에 입각하여 정보제공자와 정보수령자의 책임범위도 확대되었다.

한편 정보소유이론에 대하여는 지나치게 많은 증권거래를 내부자거래에 포함시켜 내부자거래의 규제범위가 너무 확장되는 결과를 초래한다는 단점이 제기되었고, 1980년 연방대법원이 이 Chiarella사건에 대한 판결에서 이 이론을 배척한 후 사실상 폐기되었다.¹⁷⁾

15) SEC v. Texas Gulf Sulphur Co, 401 F. 2d 833(2d Cir. 1968), cert. denied, 394 U.S 976(1969) ; 광물개발회사 Texas Gulf Sulphur사는 캐나다에서 탄광작업중 Kidd지역이 유망하다는 사실을 알고 경제성 유무를 알아보기 위한 시험적 시추분석 결과 유용한 광물이 다량 함유되어 있음을 확인하였다. 사장 Stephens는 현장 직원들에게 동 정보를 비밀로 할 것을 지시하고 토지 매입까지 끝냈으나, 시추 중단기간 중 회사의 탐사팀 4인과 임직원 및 이들로부터 정보를 수령한 사람들이 동회사의 주식과 주식매수옵션을 취득하였다. 시추 시작 당시 17.5달러였던 주가가 동 정보가 발표된 이후 58달러까지 치솟자 SEC는 동 사안을 제소하였고, 제 2항소법원은 “공시 아니면 단념의 원칙”을 수용하여 정보수령자(tippees)의 매매는 Rule10b-5에 위반되어 사기에 해당한다고 판시하였다.

16) Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 495 F. 2d 156(2d Cir, 1974) ; Douglas Aircraft사의 사채발행 주간사인 Merrill Lynxh 증권회사가 사채발행 준비과정에서 Douglas Aircraft사의 수익격감 사실을 알고 고객에게 그 정보를 전달하여 Merrill Lynch사와 정보수령자인 고객들이 Douglas Aircraft사의 동 정보가 공개되기전 동사의 주식을 매도하였다. 당시 동사의 주가는 정오의 공개를 전후로 90달러에서 30달러로 하락하였고, 이에 당시 주식을 매수한 Shapiro는 Merrill Lynch 및 그 내부자의 정보전달행위와 정보수령자의 동사주식 매도행위가 SEC Rule10b-5에 위반된다는 이유로 손해배상을 청구하였다. 제2항소법원은 공시 또는 거래단념의 원칙을 원용하여 피고의 공시의무 위반사실을 인정하면서, 피고의 공시의무는 “피고가 매도한 주식을 매수한 상대방 뿐만아니라 동일한 시기에 정보를 모르고 동종의 주식을 매수한 모든 거래자에게 부담하는 것”이라고 판시하였다.

17) 하삼주, “미국법상 내부자거래 규제론” 『상사법연구』 제 20권 제 2호, 2001, 299-300면.

2. 신임의무이론(fiduciary duty theory)

정보소유이론에 의하면 내부자거래의 규제대상이 지나치게 확장되는 문제가 발생하자 연방대법원은 Chiarella사건¹⁸⁾에서 이를 부정하고 단지 상대방이 갖지 못한 정보를 갖고 있다는 점만으로 공시의무가 발생하는 것이 아니라 매매거래와 관련된 당사자간에 존재하는 믿음과 신뢰의 관계 (relationship of trust and confidence)로부터 생기는 신임의무(fiduciary duty)를 부담하고 있는 경우에만 공시의무가 발생한다고 하여 내부자거래의 책임범위를 제한하였다. 이에 따라 미공개정보를 소유하였다 하더라도 부정한 방법이 아닌 자신의 노력과 지식에 의하여 얻은 정보나 우연히 알게 된 정보에 기인하여 증권거래를 하였다면 Rule 10b-5의 위반에 해당되지 않게 되었다.

이후 Dirks사건¹⁹⁾에서는 정보수령자의 공시 또는 거래단념의무는 내부

18) Chiarella v. United States 445 U.S. 222(1980) ; 금융기관의 문서를 인쇄하는 Pandic Press사의 조관실 종업원 Chiarella는 수주한 인쇄원고에서 5건의 공개매수 발표 원고를 입수하고, 원고에 공란 또는 가명으로 되어 있던 공개매수 대상기업의 정확한 이름을 다른 서류를 통하여 지득한 후 대상회사의 주식을 매수하고 동 사실의 공시한 주식을 처분하여 14개월 동안에 약 3만달러의 이익을 획득하였다. Chiarella는 1934년 증권거래법 제10조(b) 및 SEC규칙 10b-5 위반으로 기소되었고, 연방 제 2항소법원은 2년 징역형의 유죄판결을 내렸다. 그러나 연방대법원은 “피고인은 공개매수자의 계획에 관한 정보를 공시해야할 적극적인 의무가 없었고 회사 내부자도 아니었으며, 공개매수 대상기업으로부터 어떠한 비밀 정보도 수령하지 않았다. 또한 공개매수 대상기업 주식의 매도자와 피고인은 사전에 거래가 없었고, 매도자가 신뢰와 신임을 부여한 자도 아니었기 때문에 양자의 관계에서는 어떠한 의무도 발생하지 않는다”고 하여 무죄를 선언하고 항소심으로 파기환송하였다.

19) Dirks v. United States, 463 U.S. 646(1983) ; 기관투자자에게 보험회사 증권에 대한 투자분석의 제공을 전문으로 하는 증권회사 임원 Dirks는 Equity Funding of America사의 전직 임원인 Ronald Secrist로부터 동사가 부정행위를 하여 회사자산을 과다계상하고 있다는 제보를 받고 동사의 임직원들을 상대로 조사결과 제보내용이 사실임을 확인하였다. Dirks와 그가 근무하는 증권회사는 동사의 주식을 소유하고 있지 않았으나, Dirks는 동 정보를 자신의 고객에게 전달하여 그 고객들 중 일부가 보유한 동사의 주식을 매도하여 손실을 회피하였다. 연방대법원은 정보수령자의 책임이 인정되기 위하여 내부자가 개인적 이익을 위하여 정보를 제공하였고, 정보수령자가 정보제공자의 신임의무위반을 알거나 알았어야 한다는 이유로 정보수령자인 Dirks의 Rule 10b-5 위반에 대한 책임을 부인하였

자의 의무에서 파생되고 회사의 주주에 대한 신임의무를 인수한 것이나, 이는 미공개정보를 이용하여 거래한 사실에 의한 것이 아니라 내부자가 정보를 정보수령자에게 누설함으로써 주주에 대한 그의 신임의무에 위반하고 정보수령자가 그러한 의무위반이 있다는 사실을 알고 있었거나 알 수 있었을 때에만 그의무를 인수하게 된다고 판시하여²⁰⁾ 정보수령자의 거래 및 정보전달행위가 내부자거래의 규제대상으로 될 가능성이 축소되게 되었다. 이어서 Chestman사건²¹⁾에서는 “정보에 관하여 신임의무를 부담할 때에는 내부자가 되고, 단지 친지로부터 정보를 수령한 사실만으로는 신임의무가 발생하지 않는다.”고 판시하였다. 한편 이러한 신임의무이론에 의하면 외부 정보를 토대로 한 거래를 규제대상으로 삼을 수 없는 단점이 있다.

3. 정보유용이론(misappropriation theory)

신임관계가 없는 회사의 외부자에 의한 내부자거래의 규제가 곤란한 신임의무이론을 보완하기 위하여 제시된 이론으로 O'hagan 사건에서 정식으로 채택하였다. 이 이론은 근거를 거래상대방에 대한 기망에서 찾지 않고 정보원에 대한 기망에서 찾는다. 즉, 내부정보의 부정유용은 당해 정보원에

다.

20) Louis Loss and Joel Sligman, *op. cit.*, 813-814면.

21) United States v. Chestman, 947 F. 2d 551(2d cir. 1991) : 슈퍼마켓 사장 Waldbaum은 주당 25달러인 회사를 주당 50달러에 매도하기로 합의한 후 이를 여동생에게 말하였고, 여동생은 그녀의 딸에게 이를 다시 전하였다. 그 딸의 남편 Loeb는 동 사실을 듣고서 다시 증권브로커 Chestman에게 전달하였고 Chestman은 증권시장에서 주당 25달러에 동사 주식을 매수하였다. 제 2항소법원은 피고인 Chestman을 처벌하기 위해서는 정보원인 아내 및 처가 식구들에 대한 신임의무 위반사실과 이러한 신임의무 위반을 피고가 알고 있었다는 사실이 입증되어야 하며, 단순히 정보원과 정보제공자 사이에 가족관계가 있다는 사실만으로는 신임의무를 인정할 수 없다고 하여 SEC rule 10b-5 위반을 인정하지 않았다.

대한 신임의무를 위반한 것이고, 내부정보는 그것을 소유한 자가 배타적으로 이용할 수 있는 재산과 같은 것으로서, 소유자에게 알리지 않고 당해 정보를 부정 유용하여 이익을 얻는 것은 횡령과 유사하여 사기가 되므로 1934년 증권거래법 제10조(b) 및 SEC rule 10b-5 위반에 대한 책임을 물을 수 있다는 것이다.

따라서 거래당사자간에 신임의무관계가 없다 하더라도 정보원의 동의없이 정보자재를 부정하게 유용한 경우에는 내부자거래가 성립할 수 있다.²²⁾ 이처럼 공시를 하지 않고 사기행위를 하는 것이 정보유용이론 하에서의 책임구성의 핵심내용이며, 이 이론구성에 필수적인 사기행위에는 정보원에 대하여 충성을 다하는 것처럼 속이는 행위가 필연적으로 수반되어야 하므로 만일 신임의무자가 자신이 그 정보를 이용하여 거래를 할 것이라는 계획을 정보원에게 밝히는 경우에는 사기행위가 존재하지 않기 때문에 위반이 되지 않게 된다.²³⁾ 반면 동 이론에 의하면 기망행위가 증권시장과 무관한 경우에도 내부자거래가 성립될 수 있어 내부자거래의 범위가 극히 넓어질 우려가 있다. 한편 동 이론은 신임의무이론을 배제하는 것이 아니라 신임의무이론의 한계를 보완하기 위한 이론이라 할 것이다.²⁴⁾

22) William K. S. Wang, Marc I. Steinberg, *op. cit.*, 355-356면.

23) United States v. James Herman O'hagan, 117 S.Ct. 2199(1997).

24) Steven A. Ramirez and Christopher M. Gibert, "the misappropriation theory of insider trading under United States v. O'hagan ; why Its bark Is worse than its bite", *Securities Regulation Law Journal*, vol 26, p.167.

제 3 절 내부자거래 규제의 찬반론

많은 학자들은 내부자거래의 규제에 대하여 긍정하고 있지만, 내부자거래가 긍정적인 효과를 갖고있다는 이유로 내부자거래를 옹호하는 견해도 있다. 내부자거래가 증권시장·회사·개별적인 투자자에 대하여 어떠한 영향을 미치느냐는 관점에서 긍정론과 부정론을 살펴보기로 한다.

1. 규제 반대론

내부자거래를 긍정하는 입장에 따르면 내부자거래는 주식시장이 효과적으로 운영되는데 도움이 되고, 회사에 이익이 되며, 개별적인 투자자에게 이익이 된다고 한다.²⁵⁾ 내부자거래에 의해 내부정보가 주가에 반영되어 주식시장이 효율적으로 운영되는 것은 사회뿐만 아니라 회사에도 이익이 되고, 내부자거래가 기업가(entrepreneurs)에게 적절한 보수를 제공하는 효율적인 수단이고 회사에 큰 이익이 되며 내부자거래에 의해 개별적인 투자자는 이익을 얻을 수 있다는 것이다.

그리고 내부자 및 내부정보 등의 개념은 극히 애매모호하고 불확정적일 뿐만 아니라 규정을 잠탈하는 방법이 다양하므로 이러한 문제를 없애는 방법은 내부자 및 그 가족들로 하여금 당해회사의 주식거래를 금지하는 것 밖에 별도리가 없는데, 이와같은 것은 현실가능성이 전혀 없으므로 결국 내부자거래에 대한 규제는 사실상 불가능할 뿐만 아니라 무의미하다는 것이다.

25) 이훈중, 내부자거래의 규제에 관한 연구, 호시대 사회과학연구논문집 13집, 1994. 19면.

2. 규제 찬성론

내부자거래 규제론에 따르면 내부자거래로 인해 증권시장에 대한 투자자의 신뢰가 상실되고, 회사가 손해를 당하며, 개별적인 투자자가 손해를 당한다고 한다. 내부자거래는 증권시장에 대한 투자자의 신뢰를 상실하게 하고, 내부자가 개인적 이익을 얻기 위해 몰두하는 경우 회사의 업무에 소홀하게 되어 회사에 손해가 될 수 있으며, 내부자거래로 인해 개별적인 투자자가 손해를 당할 수 있다는 것이다.

회사의 내부자가 미공개된 내부정보에 의하여 거래하는 것을 허용한다면 회사정보의 공시 및 주식거래에 있어서 주가조작을 증대시킬 우려가 있으며, 또한 아무런 제약없이 무제한의 자유로운 내부자거래를 허용한다는 것은 회사의 성장에 공헌한 기업가만 내부자거래로 인하여 이익을 취득할 수 있는 자로 보증하는 것이 된다고 비판하고 있다.²⁶⁾

3. 소 결

내부자거래를 긍정하는 견해의 주장내용 중 내부자거래로 인해 주식의 정확한 가치가 주가에 반영되는데 도움이 된다는 점은 어느정도는 타당하다. 내부자거래가 없었더라면 주가에 반영되지 않았을 내부정보가 반영됨으로써 주식의 정확한 주가평가에는 도움이 된다고 생각한다.

그러나 내부자거래를 긍정하는 경우 보다 큰 폐해가 있다. 내부자거래를 긍

26) 내부자거래 규제의 이론적 근거로 정보소유이론, 신임의무이론(충실의무이론), 정보유용이론에서 구한다. 헌법재판소는 1997. 3. 27. 94헌바 24호 심판에서 내부자거래 규제의 이유를 자세히 명시하고 있다.

정하는 경우 증권시장에 대한 일반투자자의 신뢰를 얻기 위하여 소비를 억제하고 이자소득의 기회를 희생하면서 기업자금을 제공한다. 이사 등 내부자는 투자자가 제공한 자금을 활용하여 성실하게 기업을 운영하여야 한다. 성실하게 기업을 운영해야 할 내부자가 내부정보를 이용하여 주식을 매매하는 경우 내부정보를 손쉽게 얻을 수 없는 일반투자자는 증권시장을 신뢰할 수 없게 된다. 증권시장에 대한 불신은 성실한 투자자가 주식에 대한 신뢰를 단념하는 계기가 된다. 내부자거래는 이와같이 성실한 투자자를 주식시장에서 배제시키는 결과를 초래하게 되므로 내부자거래를 규제하는 중요한 근거가 된다.

결국 내부자거래의 규제강화에 찬성하지 않을 수 없는 가장 중요한 이유는 내부자거래를 인정하는 것은 내부자거래 행위 자체가 신의성실에 위반하는 비도덕적·반사회적 법률행위일 뿐만 아니라 근본적으로는 법의 이념인 정의의 관념에 적합하지 않다는 데 있다. 내부자거래는 내부당사자의 기회균등을 본질적으로 저해하는 것이므로 이를 허용하여서는 안될 것이며 나아가서 법의 목적인 평등의 실질적 실현을 위하여 더욱 그 규제를 강화하여야 할 것이다. 이렇게 함으로써 증권시장의 신용을 유지하고 자본주의 경제운영에 지대한 공헌을 하며 법의 발전을 이룩할 수 있는 것이다.

제 4 절 주요 외국의 내부자거래 규제제도

우리나라에 비해 증권시장의 발달이 앞선 주요 외국에서는 증시 초기부터 엄격한 내부자거래 규제제도를 운영해오고 있다. 특히 1980년대 들어서면서

내부정보의 이용과 폐해가 확대되면서 규제의 일부내용을 수정해 놓고 있다.

1. 미국의 규제

미국에서는 내부자거래를 명시적으로 금지하고 있는 규정은 없으나 일체의 시세조종적 또는 사기적인 수단을 금지하고 있는 1934년 법 제10조 b항을 근거로 제정된 SEC 규칙 10b-5를 적용하여 판례나 SEC 재결 등을 통해 내부자거래를 사기적 거래의 한 유형으로 광범위하게 규제하고 있다.

특히 1988년 10월 내부자거래 증권부정적발법이 제정되고 벌칙도 종래 징역 5년 벌금 10만 달러에서 징역 10년 벌금 100만 달러로 대폭 강화하고 내부자거래를 제보한 사람에게는 벌금의 10% 상당액을 포상금으로 제공하는 등 내부자거래 규제를 강화시켜오고 있다.

이제까지 판례에서 확립된 내부자의 범위는 전통적 내부자, 준내부자, 내부정보의 수령자(tippee) 및 전달자(tipper)의 세가지로 크게 대별된다. 내부자거래 금지를 위반한 경우에 민사상으로 손해액의 3배와 변호사 비용의 청구가 가능하고 또 다수의 피해자들이 집단소송에 의해 손해배상 청구가 가능하다. 형사상 벌칙도 강화되어 10년 이하의 징역과 자연인 100만 달러 법인 250만 달러 이하의 벌금이 부과될 수 있다.

단기매매차익의 반환제도는 1934년법 제 16조, ab항에 규정되어 있으며 이사, 간부 또는 주요주주(10% 이상)가 당해회사의 지분증권을 6개월 내에 매도, 매수 또는 매도 함으로써 얻은 이익은 당해회사에 반환하도록 되었다. 이익의 반환청구를 할 수 있는 자는 발행인 및 주주이며 제소기간은 당해 이

익이 취득된 때로부터 2년이며 구체적인 이익의 계산은 1934년 내부자거래 규제법에서 “증권의 매수 또는 매도가격과 비공시정보를 공포한 후 합리적인 기간이 경과한 때의 거래가격과의 차이”라고 규정하고 있다.

이밖에 소유주식비율 변동신고제도나 공매도 금지제도는 우리나라와 큰 차이가 없으나 공개매수시 사기적 거래의 금지와 정보장벽(Chinese Wall)에 의한 자율규제는 우리나라에 없는 제도이다. 1934년법 제14조 e항과 SEC 규칙 14e-3에서는 공개매수 또는 그 권유와 관련하여 공개매수자 · 발행인 · 기타 회사관계자로부터 직접 또는 간접으로 입수한 비공개정보를 공개하지 아니한 경우를 위법으로 규정하고 있다.

정보의 장벽(Chiness Wall)에 의한 규제는 법상 규제는 아니나 증권회사나 은행 등이 다른 회사와의 거래에서 비공시 내부정보를 취득할 수 있는 업무를 담당하는 부서 및 고객의 거래에 대한 중개업무나 투자자문 업무 또는 상품매매를 하는 부서를 인적 · 장소적으로 분리시켜 정보가 유통되는 것을 차단하려는 제도를 말한다. 또한 특기할 것은 미국의 SEC는 준사법적 기능도 갖고 있어 이러한 기능이 없는 우리나라에 비하여 내부자거래에 대한 규제에 있어 효율적인 규제가 가능하다는 점이다.

2. 일본의 규제

일본은 1948년 증권거래법 제정시에 단기매매차익반환 및 불공정거래의 포괄적 금지규정을 두었으나 실제 내부자거래가 적발된 적이 별로 없었다. 그러나 최근에 이에 대한 관심이 고조되면서 1988년 6월 1일 증권거래법을 개

정하여 내부자거래 규제를 강화하였다.²⁷⁾ 개정된 증권거래법에서는 제 190조 제 2항이 신설되어 내부자가 상장회사의 업무 등에 관한 중요사실을 인지한 경우에는 그 사실이 공표한 후가 아니면 당해회사의 주권 등의 매매를 하지 못한다고 하고 내부자거래의 구성요건을 명확히 하여 내부자의 범위 및 내부정보의 범위 등을 명시하고 있다.

일본에서도 단기매매차익반환이나 임원 또는 주요 주주의 자사주 매매보고, 공매도금지 등은 우리나라의 경우와 비슷하나 특히 증권회사 직원에 의한 내부정보를 이용한 거래를 별도로 규정하고 있는 것이 특색이라고 할 수 있다. 내부자거래에 대한 조사권은 1988년 거래법 개정으로 크게 강화되어 대장대신은 증권거래소 또는 상장유가증권의 발행인에 대해 보고 또는 자료의 제출을 명할 수 있으며 내부자거래 금지규정에 위반이 있을 경우 고발할 수 있도록 하였다.

또한 증권회사의 내부자거래 방지를 위해 증권업협회의 공정관습규칙 제 9호를 개정하여 증권회사에 「내부자거래 관리규제」를 제정토록 함과 동시에 은행 등 금융기관의 내부자거래 방지체제를 정비함으로써 자율규제에 의한 내부자거래 방지에 힘쓰고 있다.

3. 영국의 규제

영국에서는 1980년 회사법에서 처음으로 내부자거래 법제상의 위치를 갖게되었고 1985년 회사증권법이 분리, 독립되면서 내부자거래 규제만을 목

27) 증권감독원, 증권조사월보, 1989년 5월호, 6면.

적으로 하는 구체적인 규제 근거가 제공되었다. 그후 1987년에 시행된 1986년 금융서비스법에 의해 내부자 조사권한의 제정 등 규제내용이 수정, 강화되기에 이르렀다.

회사증권법 제 1조에는 회사의 관계가 있거나 6개월 내에 관계가 있었던 개인이 내부정보를 보유하는 경우 공인증권거래소에서 당해회사의 유가증권을 거래할 수 없다고 규정하고 있으며 동법 제 9조에서는 내부자를 1차적 내부자와 2차적 내부자를 구분하여 내부자의 범위를 명시하고 있다.

동법 제 10조에는 일반적인 성질을 갖지 않고 직접·간접 회사와 관계가 있거나 회사가 관심을 갖고 있는 특정사항으로써 회사의 유가증권을 거래하고 있거나 거래하려는 자에게 일반적으로 알려지지 않았고 만약 알려지면 그 유가증권의 가격에 현저한 영향을 미치는 것을 비공개 가격감용정보(unpublished sensitive information), 즉 내부정보라고 하여 내부정보의 의미를 규정하고 있다.

내부자거래에 대한 조사는 무역산업성 장관이 조사관을 임명하여 행하는데 조사관은 관련문서의 제출, 관계자의 출두 및 기타 협력을 요청할 수 있으며 필요한 경우 수사영장 발부에 의한 강제조사도 가능하게 되어 있다. 조사결과 범법사실이 인정되면 무역산업성에서 고발을 하게 된다.

제 III 장 우리나라의 내부자거래 규제

제 1 절 내부자거래 규제의 연혁

우리나라의 내부자거래에 대한 규제는 1962년 증권거래법이 신규제정된 당시에는 내부자거래 규제와 관련한 규정이 없었으나 1976년 12월 제 7차 개정시에 단기매매차익반환과 공매도금지체도를 처음 도입하였다. 그후 1982년 3월 개정시에는 상장법인의 임원·주요주주에 대하여 주식소유상환보고의무를 부과하였다. 또한 1987년 11월 개정시 미공개정보의 이용을 금지하는 조항을 신설하였고, 내부자가 단기매매차익을 반환할 경우 내부정보의 이용에 대한 입증책임을 당해 회사 또는 주주가 아닌 내부자가 부담하도록 하였다. 1991년 12월 개정시에는 회사내부자의 내부정보이용 방지를 위하여 단기매매차익을 미공개정보 이용여부에 관계없이 반환하도록 하였고, 증권거래법 제 188조의 2(내부자거래의 금지)를 신설하여 내부자·내부정보의 범위 및 내부정보의 공개시기 등을 구체화하는 한편 제 188조의 3(내부자거래의 배상책임)을 신설하였다. 즉 내부자거래에 대한 처벌도 강화하여 규제에 대한 통일적인 체제를 갖춘 것이다.

그후 1997년 1월 개정시 상장법인의 관리에 관한 제 9장에 “제 2절 불공정거래행위의 금지등”으로 새로운 절을 신설하고, 제 188조의 2와 제 188조의 3 제목 중 “내부자거래”를 “미공개정보 이용행위”로 변경하였다. 또한 미공개정보 이용행위에 대한 형사처벌을 강화하고 단기매매차익반환의 1차적

청구권자인 증권관리위원회를 당해 회사의 주주와 함께 2차적 청구권자로 변경하였다.

1998년 1월 개정시 금융기관의 통합감독기구로 금융감독위원회, 증권선물위원회 및 금융감독원이 신설됨에 따라 증권관리위원회가 담당하던 내부자거래·시세조종 등 불공정거래에 대한 조사업무를 증권선물위원회에 이관하였다.

2002년 1월 개정시에는 자율규제기능을 강화하기 위하여 증권거래소와 코스닥등록법인으로 하여금 이상매매와 관련하여 회원의 매매거래상황 등에 관한 자료제출의 요청 및 그와 관련된 업무 및 재산상황 등을 감리할 수 있도록 하는 조항을 신설하였다. 또한 불공정거래 행위에 대한 조사·감독기능의 실효성 제고를 위하여 증권선물위원회가 관계자의 제출서류 등을 영치하거나 관계자의 사무소·사업장에 출입하여 장부·서류 등을 조사할 수 있도록 하는 강제 조사권을 부여하였다. 그리고 2002년 4월 개정시에는 최고 무기징역까지 선고할 수 있도록 형사벌칙을 대폭 강화하였다.

따라서 현 증권거래법상 내부자거래 규제에 관한 조문을 집약하면 다음과 같다.

- (1) 미공개정보의 이용금지(동법 제 188조의 2)
- (2) 회사내부자(임직원 또는 주요주주)에 대한 공매도금지(동법 제 188조의 제 1항)
- (3) 상장법인 및 등록법인의 임직원 또는 주요주주의 단기차익반환의무(동

법 제 188조의 제 2항)

(4) 상장법인의 임원 또는 주요주주의 주식의 소유현황 보고의무(동법 제 188조의 제 6항)

(5) 내부자거래의 배상책임제도(동법 제 188조의 3)

제 2 절 내부자거래 규제의 주요 구성요건

1. 규제의 주요 내용

가. 내부자거래의 금지

누구든지 유가증권의 매매 및 기타 거래와 관련하여 직무 또는 지위에 의하여 얻은 일반적으로 공개되지 아니한 정보를 이용하거나 또는 타인으로 하여금 이용케 하는 것을 금지하고 있다.(증권거래법 제 105조 제 4항 제 3호) 여기서 내부자의 범위는 명시하고 있지 않지만 해석상 “직무 또는 지위에 의해 내부정보에 접근할 수 있는 모든 자”라고 해석할 수 있다.

그러나 내부정보의 범위가 “일반적으로 공개되지 아니한 정보”라고 규정하고 있어 내부정보의 범위가 불분명하다. 일반적으로 내부정보의 요소로 중요성과 비공개성의 두가지를 들고 있으나 그것들에 대한 구체적인 기준은 개개의 사항에 따라 판단되어야 할 것이다.

증권거래법 제 106조 제 1항에서는 내부자거래로 인하여 형성된 가격에 의하여 유가증권 시장에서 당해 유가증권의 매매거래 또는 위탁에 관하여 입힌 손해에 대한 내부자의 배상책임을 규정하고 있으며 동조 제 2항에서는 청

구권자가 위반행위가 있었던 사실을 안 때로부터 1년, 그 행위가 있었던 때로부터 2년 내에 배상청구권을 행사하도록 규정하고 있다.

내부자거래도 그것이 사기적인 거래의 경우에는 증권거래법 제 105조 제 6항, 제 1, 2호의 적용을 받아야할 것이며 벌칙도 사기적 거래와 동일하다 할 것이다.

나. 단기매매차익의 반환

내부자가 당해회사의 주식을 6개월 내의 기간에 매수 후 매도 또는 매도 후 매수에 의하여 이익을 얻은 경우 그 이익을 당해 회사에 반환하여야 한다.(증권거래법 제 188조 제 2항 이하) 여기서 내부자라 함은,

- (1) 상장법인 또는 등록법인의 임원·직원
- (2) 주요주주(10%이상 소유)
- (3) 상장법인 또는 등록법인이 발행한 주식의 매집·매출을 주선 또는 인수

한 증권회사의 임원, 직원 또는 주요주주 등을 말한다.

1987년 증권거래법 개정시에 내부자가 직무 또는 지위에 의하여 취득한 비밀을 이용하여 이익을 얻는 것이 아님을 입증한 때에는 이익의 반환의무가 없다고 규정하였다. 단기매매차익반환의 대상이 되는 경우는 6개월 이내에 매도와 매수(또는 매수와 매도)가 이루어지는 경우이며 거래소시장이나 코스닥시장의 매매를 모두 포함한다. 단, 전형적인 매매만 해당되며 소유주식비율 변동 신고서 신주인수권 행사 등에 의한 취득은 제외하였다.

단기매매차익의 반환을 청구할 수 있는 자는 1) 당해법인 2) 주주 3)

증권선물위원회이며 청구권은 이익취득이 있는 날로부터 2년 이내에 행사하여야 한다.(증권거래법 제 188조)

다. 소유주식비율 변동신고 및 공매도의 금지

내부자거래를 효율적으로 감시하기 위하여 소유주식비율 변동신고제도를 채택하고 있는데 이것은 상장법인의 임원과 주요주주는 임원이나 주요주자가 된 날로부터 10일 이내에 자사주식 소유현황을 소유주식수에 변동이 있을 때에는 익월 10일까지 변동내용을 금융감독원과 증권거래소에 보고하고 그 보고내용을 일반에게 공시하는 제도를 말한다(동법 제 188조의 제 6항)

보고내용은 임원 또는 주요주주가 되는 경우에는 소유상황 및 소유비율에 변동이 있을 때에는 그내용을 해당 사유 발생 10일 이내에 보고하는 것이며 이것에 위반했을 경우에는 1년 이하의 징역 또는 500만원 이하의 벌금에 처하도록 되어 있다(증권거래법 제 210조 제 5항).

증권거래법 제 188조 제 1항에서는 상장법인의 임원, 직원 또는 주요주주는 그 주식을 소유하지 아니하고 매도하지 못한다고 규정하고 있어 공매도를 금지하고 있다. 이러한 공매도는 내부정보이용과 관계없이 무조건 금지하고 있으며 이에 위반할 경우에는 2년 이하의 징역 또는 1,000만원 이하의 벌금에 처하도록 되어 있다(증권거래법 제 209조).

2. 규제 대상자의 범위

상장법인 또는 코스닥등록법인의 유가증권 매매거래와 관련하여 미공개정보이용이 금지되는 내부자를 회사내부자, 준내부자 및 정보수령자로 구체적으

로 구분할 수 있지만 이는 내부자거래 금지조항 위반여부를 사전에 명확히 하고 예방적효과 뿐만 아니라 감시기능의 증대효과도 얻을 수 있게 하기 위함인데 일본의 증권취인법상의 규제방식과 거의 동일하다고 할 수 있다.

가. 회사내부자(insider)

상장회사의 임직원(법정대리인 또는 임의대리인, 사용인, 기타 종업원), 고문, 상담역, 아르바이트직원, 파견직원 등 회사의 직무에 종사하고 있는 모든 자와 주요주주(10%이상 소유한 주주와 10%미만 주주라도 법인의 주요경영에 사실상 영향력을 행사하고 있는 주주)

나. 준내부자(quasi-insider)

합법적이고 정당한 권한행사로 내부정보에 접근할 수 있는 자로 당해 법인에 대하여 법령에 의한 허가, 인가, 지도, 감독 기타의 권한을 가지는 자로 규정하고 있는 공무원, 은행, 증권, 보험회사 등에 대한 감독기관의 임직원이 이에 해당된다. 이 외에 법령의 규정에 따라 위임을 받아 수출검사 등을 행하는 검사기관의 직원과 변호사법에 근거하여 조회 등을 행하는 변호사들도 이에 포함된다.

또한 1년 이내에 회사내부자 또는 준내부자였던 자(1년 이내의 퇴직자, 계약해지자 등)도 광의의 내부자의 범위에 포함되어야 할 것이다.

다. 정보수령자(tippee)

내부자 또는 준내부자로부터 중요정보를 수령한 친인척 · 우인 · 신문기자 · 애널리스트 · 펀드매니저(fund manager) 등을 말한다.

제 3 절 내부자거래 규제 체계

금융감독위원회, 증권선물위원회, 금융감독원 등 금융감독기관이 공적규제를 담당하고 있으며 증권거래소, 증권업협회(코스닥시장) 등이 자율규제를 수행하고 있다. 일반적으로 증권거래소 등 자율규제기관이 주가감시를 통한 이상매매의 적출·추적조사·매매심리 및 회원에 대한 회원감리를 통하여 내부자거래 등 불공정거래 여부에 대하여 조사한 후 혐의의 개연성이 높다고 판단되면 조사결과를 증권선물위원회(금융감독원)에 통보한다. 공적 규제기관은 자율 규제기관의 매매심리·회원감리 결과·공시의무 위반 등에 대한 통보자료, 그 외 각종 제보나 민원내용 등을 통하여 스스로 인지한 사실 등에 기초하여 불공정거래 혐의 행위에 대하여 심층적인 조사를 실시하고 혐의가 확인될 경우 자체적으로 제재 조치를 취하거나 추가적인 조사가 필요한 경우 또는 사안이 중대한 경우에는 검찰에 형사고발 한다.

1. 규제 기관

가. 공적 규제기관

(1) 금융감독위원회

금융감독위원회는 금융감독 기능을 일원화하고자 1997년 12월 31일 제정된 금융감독기구설치등에관한법률에 의해 설립된 국무총리 소속 합의제 행정기관이다.²⁸⁾

28) 금융환경의 변화에 대응하기 위해 일본은 1998년 6월 대장성과 일본은행을 통합하여 금융감독청(2000년 7월 “금융청”으로 개편) 설립하였고, 영국은 1997년 10월 영란은행, SIB 등 9개의 기관을 통합하여 단일감독기구 FSA를 출범시켰다.

주요업무는 금융기관의 감독과 관련된 규정의 제정 및 개정, 금융기관의 설립·합병·영업 양도 및 금융기관의 경영 등과 관련된 인·허가, 금융기관에 대한 검사·제재와 관련된 주요사항, 증권·선물시장의 관리·감독 및 감시와 관련된 주요사항 등에 대한 심의·의결 등으로 사실상 우리나라의 최상위 금융감독기관이다. 금융감독위원회는 증권선물위원회와 기획행정실, 감독정책 1국, 감독정책 2국 및 공보관으로 구성되어 있다. 감독정책 2국내의 증권감독과에서 금융감독관계법령에 의한 증권·선물시장의 불공정거래 조사·심의 등에 관한 사항을 담당하고 있으며, 조사기획과에서는 불공정거래 조사의 기획·총괄·조정과 관련한 사항, 증권·선물시장과 협회중개시장의 불공정거래 조사 및 조사결과 조치에 관한 사항, 불공정거래 조사와 관련된 국내·외 기관과의 업무협조에 관한 사항을 담당하고 있다.

참고로 현 금융감독위원회의 불공정거래 조사업무 처리 내역을 아래 [표 3-1] [표 3-2] [표 3-3] 등 도표로 정리하였다.

[표 3-1] 불공정거래 조사업무 담당

조사업무 관련부서	조사 1국 담당
조사총괄팀	<ul style="list-style-type: none"> -증권·선물 조사업무와 기본정책 수립 및 통합 -불공정거래 조사 사건의 배정 -불공정거래 사건의 조사기획에 관한 사항 -조사통계 및 자료관리 총괄 -조사업무 관련 법규·제도의 연구, 개선 -불공정거래 조사기법 개발 및 연구 등 -기타 조사업무의 총괄 및 지원
시장감시팀	<ul style="list-style-type: none"> -증권·선물시장·인터넷 증권관련 사이트 감시 및 불공정거래 정보수집 -감시과정에서 포착된 불공정거래 징후 및 수집정보의 확인 -허위사실 유포행위 등에 대한 단속 등
조사 1팀 ~ 조사 7팀 조사업무 관련부서	조사 2국 담당 <ul style="list-style-type: none"> -협회중개시장(코스닥시장)의 불공정거래에 대한 조사 -증권거래법상 공시위반 사항에 관한 조사 -조사결과에 대한 조치 및 사후관리 등
조사기획팀	<ul style="list-style-type: none"> -부서내 조사업무의 총괄 및 지원 -불공정거래 조사 사건의 부서내 배정 -부서내 조사통계 및 자료관리 -기타 부서내 업무중 조사실에 속하지 아니하는 사항
조사 1팀 ~ 조사 10팀	<ul style="list-style-type: none"> -유가증권시장 및 선물·옵션시장의 불공정거래에 대한 조사 -증권거래법상 공시위반사항에 관한 조사 -조사결과에 대한 조치 및 사후관리 등

* 금융감독원 2003. 11.말 현재

[표 3-2] 주요 조사업무

유 형	구 분	내 용
미공개정보이용 (내부자거래)	대상	직부와 관련하여 중요한 정보를 인지한 주권상장 법인 또는 협회등록법인의 내부자(임직원, 주요주주, 감독권자 등) 및 이들로부터 정보를 수령한 자
	행위	업무와 관련하여 일반에게 공개되지 아니한 중요 정보를 이용하여 당해회사의 유가증권을 매매거래한 행위
시세조종행위	대상	시세조종행위와 관련된 자(누구든지)
	행위	유가증권의 시세를 인위적으로 변동시키고 타인으로 하여금 그 조작된 시세를 공정한 시세로 오인케 함으로써 자기 또는 제3자의 이익을 꾀하는 행위
내부자의 단기매매차익	대상	상장 또는 등록법인의 임직원 및 주요주주
	행위	주권상장법인 또는 협회등록법인의 임직원·주요주주가 그 법인의 주권 등을 매수한 후 6월 이내에 매도하거나, 매도한 후 6월 이내에 매수하여 이익을 얻는 행위
공시의무 위반	대상	유가증권신고서, 공개매수 신고서, 기업의 경영상태의 변동에 대한 적시공시사항, 사업(반기)보고서 및 합병신고서 등 증권거래법상 공시서류의 제출 의무자
	행위	공시의무사항에 관하여 고의 또는 중과실로 허위의 기재 또는 중요한 사항을 기재하지 아니하거나 이를 제출하지 않는 행위
임원·주요주주의 소유주식 보고	대상	상장법인 및 협회등록법인의 임원·주요주주
	행위	임원·주요주주가 되는 경우 10일 이내에 주식소유 상황을 소유주식에 변동이 있는 경우 변동이 있는 달의 다음 달 10일까지 변동내용을 보고하지 않은 행위
주식의 대량 보유 보고	대상	상장법인 및 협회등록법인의 주식 등을 5%이상 보유하게 된 자 또는 보유중인 자
	행위	5% 이상 새로 보유하게 되었거나, 5%이상 보유자 중 1% 이상 변동이 있는 경우 5일 이내에 보고하지 않은 행위

* 2003. 11.말 현재

[표 3-3] 조사업무 처리 절차도

	조사 단계	조사 업무
1. 사전조사	시장감시	-시장감시를 통한 자체정보 발굴 -거래소·등록협회 사건 제보·민원 관련기관 통 보 진 등 검토
	사건수리·배정	-조사사건으로 수리 및 조사부서 배정
	전산자료 검토	-호가, 체결내용 등 매매자료 검토 -조사범위(혐의사항·계좌 등) 결정
	조사실시 품의	-사건의 경중에 따라 정식·약식 조사 실시 -예비조사·본조사 실시
	자료제출 요구	-조사대상종목 발행회사, 증권회사에 대하여 관련 자료 징구
2. 조사 실시	매매 분석 또는 내부정보 분석	-주가·거래량 분석 -고가·허수주문 등 호가분석 -시장·가격지배력 여부 -공시 및 시장정보 검토 -정보생산자·수령자 추적 -계좌간 인적 연계성 확인 등
	자금·주권 추적	-인적·자금 연계성 분석 -계산주체, 차명 등 확인
	강제조사(필요시)	-자료제출 거부, 은닉, 은폐할 의도가 있는 경우 법원 의 압수·수색영장을 발부받아 실시
	출석요구	-출석요구서 발송 -혐의자 등과 문답 실시
	기타 증거확보	-주문관련 전화통화 녹취 등
3. 제재 조치	조사결과보고서 작성	-혐의자별 위반사항 확정 -제재조치(안) 확정 -감찰 정보제공사항, 관련부서 통보사항 점검 -조사사건기록등 증거서류 편철
	-심의제재실 심사·조정 -증권·선물조사심의 위원회 심의	-적용법규의 적정성 및 조치안의 형평성에 대한 심사조정 및 심의
	-조사결과처리(안) 확정 -증권위·금감위 의결	-내부결재 -부의안 작성
	조치시행 및 사후관리	-제재조치 시행 -조사결과 전산입력 등 자료 관리 -조치 이행사항 확인 등

(2) 증권선물위원회

1999년 1월 금융감독기관을 통합한 금융감독위원회를 설치하면서 금융감독위원회내에 증권선물위원회²⁹⁾를 설치하고 증권 및 선물거래에 대하여는 그 특수성을 감안하여 별도로 심의·의결할 수 있도록 하는 체제를 구축하였다. 증권선물위원회는 증권거래소·증권업협회의 심리 및 회원감리 결과 통보 자료, 금융감독위원회에 공시되거나 제출되는 각종 보고서 및 신고서, 언론매체상의 보도, 기타 사이버공간의 검색과 각종 제보나 민원 등을 이용한 자체 조사 등을 통하여 증권·선물시장의 불공정거래를 조사한다. 또한 증권·선물시장의 관리·감독 및 감시 등을 위하여 금융감독위원회로부터 위임받은 업무 등의 처리 및 이와 관련된 업무에 관하여 금융감독원을 지시·감독하는 기능을 수행한다. 이와 같은 증권선물위원회의 조사는 증권시장의 공정성을 저해하는 불공정행위를 단속하기 위한 행정조사의 일종으로 미공개정보 이용금지 규정을 위반한 자와 그 위반사실을 적발하여 형사상 또는 행정상 조치를 취하는 일련의 절차이다.³⁰⁾

(3) 금융감독원

금융감독원은 종전의 은행감독원, 증권감독원, 보험감독원, 신용관리기금

29) 내부자거래, 시세조종 등 불공정거래의 조사·조치 권한은 증권선물위원회의 고유권한이며(법 제 206조의 3), 금융감독위원회는 그 외의 증권거래법 위반사항에 대한 조사를 전담한다. 한편 금융감독위원회는 증권선물위원회에 강제 조사권이 부여되고, 불공정거래 조사정책을 전담하게 될 조사기획과의 신설에 따라 공적규제기관내의 조사업무의 운용·분담체계를 정립하고자, 조사정책의 수립·조정 및 대외업무 기타 중대사건의 신속한 처리를 위한 강제조사는 증권선물위원회가 담당하고 일반적인 조사업무의 집행은 금융감독원이 수행하도록 하였다. 금융감독위원회 보도자료, “불공정거래 조사 효율화 방안”, 2002. 1. 31.

30) 금융감독원, 『증권시장의 불공정거래 규제』, 2002. 12. 111면.

의 권한과 의무를 포괄 승계하여 통합된 조직으로 1999년 1월 금융기관의 건전성 확보, 공정한 시장질서 확립, 금융소비자의 보호 등을 목적으로 설립된 무자본 특수법인 형태의 공적기관이다. 위와같이 금융감독원을 민간기구 형태로 통합하여 출범시킨 이유는 과거 재정경제원에 의한 금융부문 감독권한의 집중으로 인한 폐해와 관치금융의 폐단으로부터 벗어나는 한편, 민간기구에 의한 자율금융의 실현이라고 하는 세계적인 추세와도 부합하는 것이었다. 따라서 금융감독위원회가 법률상 금융감독원을 지휘·감독하는 상급기관이나 기능적으로는 양 기관이 금융기관에 대한 감독·검사업무를 전담하는 하나의 금융감독체계를 이루고 있다. 금융감독위원회 및 증권선물위원회는 의사결정기관이고 금융감독원은 양 위원회의 집행기관으로서 상호 유기적인 업무를 수행하며, 내부자거래 등 불공정거래 조사는 조사1국과 조사2국에서 담당하고 있다.

(4) 공적 규제기관의 조사업무 처리절차³¹⁾

1) 사전조사

내부자거래 조사를 위한 단서는 주로 증권거래소·증권업협회의 매매심리와 회원감시결과 및 공시의무위반 등에 대한 통보자료에 의한다. 조사는 시장감시를 통한 자체정보의 발굴이나 그 외 각종 제보나 민원내용 및 호가·체결내역 등 매매관련 전산자료에 대한 검토 등을 통하여 이루어진다. 사전조

31) 조사의 절차와 방법 등과 관련하여 금융감독위원회의 “증권·선물조사 업무규정”과 증권선물위원회의 “증권범죄조사사무처리규정”이 있다. 조사업무에 관한 상세한 내용은 금융감독원, 불공정거래 조사 업무처리절차, [http://www.fss.or.kr/kor/nav/framecheck.jsp\(2003.11.25.\)](http://www.fss.or.kr/kor/nav/framecheck.jsp(2003.11.25.))

사 단계에서는 사건 수리여부의 판별, 조사부서의 배정 및 혐의사항·혐의계좌 등의 조사범위에 대한 결정을 한다.

2) 조사실시

사안의 경중에 따라 정식·약식 조사의 실시여부를 결정하며, 객관적 증거가 불충분하거나 관련자의 범위가 불명확한 경우에는 본 조사에 앞서 관련 증거의 추가적 확보와 조사의 범위를 확정하기 위한 예비조사를 실시한다. 이를 통하여 위법행위에 대한 기초자료가 확보된 경우에는 본 조사에 착수한다. 조사대상종목 발행회사와 증권회사로부터 관련자료를 청구하고, 매매내용·공시내용 등 시장정보에 대한 분석과 계좌추적 등을 통하여 인적 또는 자금 연계내역을 분석한다. 자료제출의 거부·은닉·은폐 의도가 있는 경우에는 법원으로부터 압수·수색영장을 발부받아 강제조사를 실시하며, 필요시 출석요구서를 발송하고 혐의자 등과 문답을 실시한다. 또한 주문관련 전화통화 녹취자료 등의 기타 증거확보에 주력한다.

3) 제재조치

조사가 끝나면 혐의자별 위반사항과 이에 대한 제재조치(안)을 확정하고 검찰에의 정보제공 사항과 관련부서 통보사항을 점검하고 조사결과보고서를 작성한다. 이어서 조사내용상 적용법규의 적정성 여부와 제재조치(안)의 형평성 등에 대한 심의제재실의 심사·조정 및 증권·선물조사심의위원회의 심의를 통하여 조사결과처리(안)을 확정된 뒤 제재조치를 시행한다.

한편 내부자거래 등 불공정거래가 적발된 경우 위반자를 고발이나 통보

등의 형식으로 검찰에 이첩할 수 있으며, 위반자가 증권관계기관 또는 그 임직원인 경우에는 영업정지, 임직원에 대한 해임 및 문책요구 등의 행정조치를 할 수 있다. 검찰에 이첩하는 경우 담당조사관은 고발인 진술, 증거자료 보완 등을 통하여 검찰에 공소유지를 보조한다.

4) 처리기간

자율 규제기관으로부터 매매자료 통보 후 대기기간 3~6개월, 금융감독원 조사기간 6개월로 증권거래소등 자율규제기관으로부터 공적규제기관인 금융감독원 조사까지 통상적으로 약 9~15개월이 소요되고 있다.

나. 자율 규제

자율규제는 전술한 바와 같이 시장의 참여자들이 시장의 공정성과 투명성을 확보하기 위하여 스스로 행하는 규제로서 자율규제기관에는 증권거래소와 증권업협회가 있다. 증권거래소와 증권업협회는 유가증권시장의 개설 및 관리주체로서 증권거래법에 근거하여³²⁾ 내부자거래 등 불공정거래로부터 일반투자자들을 보호하기 위하여 각각의 규제시스템을 갖추고 매매심리와 회원감리 등의 자율규제를 실시하고 있다. 이는 시장의 개설 및 관리에 필수적 고유기능인 상장·공시·매매체결·결제·시장조치기능과 일체된 시장관리기능이라 할 수 있다. 자율 규제기관의 규제방식은 [주가감시] → [이상매매적출] → [추적조사] → [매매심리 및 회원감리] → [회원조치 또는 증권선물위원회(금융감독원) 통보] 등의 과정을 통하여 이루어지고 있다.

32) 증권거래법 제 73조의 2· 제 162조의 3(이상매매에 대한 심리 및 회원의 감리방법 등), 증권거래소 업무규정·협회중개시장 업무규정 제 7장(이상매매의 심리 및 회원의 감리)

(1) 법적 근거

증권거래소는 증권거래법 제 73조의 2(이상매매에 대한 심리 및 회원의 감리방법 등)와 법 제 94조(업무규정) 제 2항 제 5호 및 이에 근거하여 제정한 증권거래소 업무규정 제 7장(이상매매의 심리 및 회원의 감리)에 이상매매, 공정거래저해행위, 시장감시, 매매심리·회원감리 및 그에 따른 결과조치 등에 관한 세부사항을 규정하여 자율규제를 실시하고 있다.

(2) 규제 조직

증권거래소의 감리 관련 부서는 시장감시부·심리부·감리부가 있다. 시장 감시부에서는 주가감시·상장법인 및 불공정거래관련 품문 등의 수집·이상매매 적출 등의 업무를 담당하고, 심리부에서는 이상매매 혐의 적출종목에 대한 추적조사 및 내부자거래등 불공정거래의 소지가 있는 종목에 대한 심층적인 심리업무를 수행하며, 감리부에서는 감리제도·감리계획의 수립 및 조정·회원감리 및 그에따른 결과조치 등에 관한 사항을 처리한다.

(3) 자율규제기관의 조사업무처리절차³³⁾

감리관련 부서는 내부자거래, 시세조종행위 등의 불공정거래에 대한 사전예방³⁴⁾ 및 사후 재발의 방지를 위하여 종합감리시스템³⁵⁾을 구축하여 시장

33) <http://www.kse.or.kr/webkor/work/work-index.jsp>, 2003. 7. 21.

34) 증권거래소는 사이버거래 및 데이트레이닝의 일반화에 따라 날로 지능화·다양화 되고 있는 불공정거래의 조기차단 및 이에 대한 신속하고 효율적인 대처를 위해 2001년 5월부터 이상매매 징후 또는 불공정거래의 가능성이 있는 매매를 조기에 포착하여 해당 증권사에 불공정거래가 발행하지 않도록 관리자로서 주의를 촉구하고, 유사한 매매가 반복되는 경우 문서경고 및 실질감리를 실시하고 있다. 기존부터 시행되고 있는 감리종목 지정·매매거래 금지·투자참고사항 공표 등도 사전예방 차원에서 실시되고 있는 제도라고 할 수 있다.

35) 1996년 10월 미국 NYSE(뉴욕증권거래소)의 감리시스템(ICASS)을 모델로 하여 AMEX 등의 지원을

감시, 추적조사, 매매심리 등의 조사업무를 수행하고 있다.

1) 시장감시

시장감시시스템을 이용하여 매매 및 호가 DATA, 매매거래에 영향을 줄 수 있는 각종 풍문·보도의 분석 등을 통하여 상장주식의 매매거래상황을 실시간으로 감시³⁶⁾하기 이상매매를 적출³⁷⁾한다. 이상매매로 적출된 종목으로서 풍문·보도가 있는 종목은 조회공시 의뢰하고 그 외에는 일정기간 주시³⁸⁾한다.

이를 통하여 불공정거래 혐의의 징후가 발견될 경우 심리관련 부서에 추적조사를 의뢰하거나 이들 거래가 불공정거래로 발전하기 전에 사전예방을 하기 위하여 사전경고 또는 실지감리를 실시한다.

2) 추적조사

시장감시결과 추적조사가 의뢰된 종목에 대하여는 조사대상기간을 설정

받아 개발한 후 2001년 7월 재구축한 종합감리시스템(consolidated securities market monitoring & surveillance system : COSMOS)은 “시장감시시스템”과 “심리지원시스템”으로 구성되어 있다. “시장감시시스템”은 호가·가격·거래량 등의 매매상황 또는 이와 관련된 제보·풍문·보도 등을 실시간으로 조사·분석하여 이상매매를 적출한다. “심리시스템”은 호가·매매관련 데이터, 상장법인의 공시정보, 지분변동 데이터, 풍문·및 그 밖의 정보 등의 분석화면으로 구성되어 매매심리대상을 선정하고 시세조종 및 내부자거래 등 불공정거래 여부를 조사·분석한다. 이와 함께 인터넷상에서 유포되는 각종 풍문이나 뉴스 그 밖의 정보를 자동 검색하는 “사이버감시시스템”, 상장회사가 제출하는 지분변동관련보고서를 전자화 한 “지분관리시스템”도 운영되고 있다.

- 36) 추가감시에는 매매거래시간 중 특정종목의 주가·거래량 변동 등 매매내용이 정상적인 범위를 벗어나 이상매매적출 기준에 해당되는지 여부를 감시하고 풍문·보도 등을 분석하는 시장추가감시와 일정기간(1,2,4,주간)동안의 주가·거래량 변동 및 특정회원의 집중관여 등을 감시하는 기간추가감시가 있다.
- 37) 유가증권의 가격 또는 거래량이 과거 가격 및 거래량을 기초로한 통계모델에 의하여 만들어진 매매적출 기준에서 정하는 일정한 기준을 벗어나 상승(하락) 또는 증가할 경우에 이상매매로 적출된다.
- 38) 일정기간 주가·거래량 또는 매매거래 양태 등을 주시하여 매매 및 호가상황 등을 분석함으로써 그 집중성·반복성 등을 조사하는 것을 말한다.

하고 심리지원시스템을 이용하여 주가·거래량의 변동 및 매매 양태 등을 조사·분석한다. 조사결과 불공정거래의 개연성이 큰 종목은 심리대상종목으로 선정한다.

3) 매매심리

심리대상 종목은 심리지원시스템의 각종 DB(매매데이터·풍문·뉴스·내부자·특이위탁자 등)의 지원하에 증권사별·지점별·위탁자별 시세·매매 등의 관여도를 종합적·체계적으로 분석하여 관여비중이 높은 증권사별·지점별·위탁자별로 내부자거래 등 불공정거래에 대한 개입여부를 조사한다.

4) 회원감리³⁹⁾

공정거래질서를 저해하는 매매거래 또는 수탁 등 매매거래와 관련된 회원의 증권회사의 업무가 거래소의 매매관련 규정 등을 위반하였다고 인정되는 경우 회원의 증권회사의 업무·재산상황·장부 및 서류 그 밖의 물건을 현지에 실제로 임하여 조사하거나 서면으로 조사한다. 이와 같은 회원감리에 정기간리, 수시감리 및 특별감리가 있다. 정기간리는 주기적으로 매매거래 또는 호가상황 등을 분석하여 공정거래질서를 저해하는 행위가 많은 회원의 증권회사(지점)를 감리하는 것을 말한다. 수시감리는 시장감시 등을 통하여 거래소 매매관련 규정 등의 준수여부를 확인할 필요가 있다고 인정되는 경우 회원의 증권회사(지점)를 감리하는 것이며, 특별감리는 투자자보호 및 시장관

39) 매매심리는 불특정 다수인에 대하여 시세조종·내부자거래·단기매매차익취득·주식대량보유 등의 보고의무위반 등 증권거래법상 불공정거래 여부를 확인하는 것이며, 회원감리는 증권거래소 회원에 대하여 공정거래질서 저해행위, 공매도금지 위반, 수탁관련 규정 위반, 신고의무 위반 등 거래소 매매관련 규정의 위반 여부를 확인하기 위한 것이다.

리를 위해 필요하다고 인정되거나 풍문 및 보도 등의 정보가 있는 경우 해당 회원의 증권회사(지점)를 감리하는 것을 말한다.

5) 결과조치

매매심리 또는 회원감리의 실시결과 미공개정보를 이용한 내부자거래, 시세조종 등과 관련된 일반위탁자·회원 또는 그 임직원의 법령위반 행위가 있고 이에 대한 추가적인 정밀조사가 필요한 사항에 대하여는 증권선물위원회(금융감독원)에 통보한다. 회원 및 관련 임직원의 업무규정 등 관련규정 위반행위를 적발한 경우에는 회원조치 또는 관련 임직원에게 대한 징계조치⁴⁰⁾를 하되 중요사안의 경우에는 규율위원회에 회부하여 처리한다.

6) 처리 기간

위 자율규제기관에서 이상징후를 발견하여 심리를 거친 후 공적 규제기관인 금융감독원에 자료를 통보하기까지 대략 3~6개월의 기간이 소요된다.

제 4 절 내부자거래에 대한 제재

1. 형사 제재

미공개정보 이용행위의 금지에 위반한 자는 10년 이하의 징역 또는 2천만원 이하의 벌금에 처한다. 다만, 그 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 3배에 해당하는 금액이 2천만원을 초과하는 때에는 그 이익 또는 회

40) 회원에 대하여는 6월 이내의 매매거래의 전부 또는 일부의 정지, 10억원 이하의 회원제재금 부과, 경고 또는 주의 기타 시정요구 등을 할 수 있고, 그 임직원에게 대하여는 면직, 감봉 등의 문책조치를 할 수 있다(증권거래소 업무규정 제 97조, 협회중개시장 업무규정 제 53조)

회한 손실액의 3배에 상당하는 금액 이하의 벌금에 처하며,⁴¹⁾ 그 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액이 5억원 이상인 때에는 가중 처벌한다. 즉, 이익 또는 회피한 손실액이 50억원 이상인 때에는 무기 또는 5년 이상의 징역에 처하고, 이익 또는 회피한 손실액이 5억원 이상 50억원 미만인 때에는 3년 이상의 유기징역에 처한다. 징역에 처하는 경우에는 10년 이하의 자격정지를 병과 할 수 있다(법 제 207조의 2). 징역과 벌금을 병과할 수 있으며 벌금형을 병과하는 경우에는 그 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 3배에 상당하는 금액 이하의 벌금에 처한다.(법 제214조) 법인의 대표자, 법인 또는 개인의 대리인·사용인 기타 종업원이 그 법인 또는 개인의 업무에 관하여 내부자거래를 한 때에는 행위자를 벌하는 이외에 그 법인 또는 개인에 대하여도 각 벌금형을 과한다.(법 제 215조) 그러므로 내부자거래 행위가 그 법인 또는 개인의 업무가 아니라 개인적으로 한 경우에는 해당되지 않으며, 내부자거래 행위는 내부정보를 이용하거나 이용하게 하는 행위이므로 전달 또는 추천행위는 해당되지 아니한다.

2. 민사 제재⁴²⁾

내부자거래로 인하여 거래상대방이 손해를 입은 경우 민법상 일반 불법

41) 동 제재는 미국에서 증권거래법을 대폭 강화하여 민사제재금(civil penalty)을 내부자거래에서 나온 수익금의 3배까지 확대한 1988년 내부자거래 및 증권사기규제법(The Insider Trading and Securities Fraud Enforcement ACT : ITSFEA)과 유사하다.

42) 미국의 경우 민사적 제재가 다양하며 손해배상책임 외에 금지명령, 부당이득반환, 직무금지명령, 민사제재금, 집단소송제, 정보제공자에 대한 포상금 지급제도 등이 시행되고 있다. 우리나라도 불공정거래 정보제공자에 대한 포상금지급제도를 2000년 12월부터 도입하여 시행하고 있으며, 집단소송제는 2005년 1월부터 시행하고 있다.

행위에 의한 규제를 받을 수 있으나 이 경우 짧은 시간에 불특정 다수인과 대량으로 거래되는 증권거래의 특성상 인과관계나 손해의 범위 등과 관련하여 배상책임을 인정하기가 쉽지 않게된다. 따라서 법 제 188조의 3은 미공개 정보 이용행위 금지 규정을 위반한자가 당해 유가증권의 매매 기타 거래를 한 자가 그 매매 기타 거래와 관련하여 입은 손해를 배상할 책임을 진다고 규정하여 내부자거래로 인하여 손해를 입은 투자자에게 특별히 손해배상청구권을 인정하고 있다. 한편 동 규정과 관련하여 손해배상청구권의 범위, 내부자거래와 손해간의 인과관계 및 내부자가 배상할 손해배상액의 범위 등에 대하여 좀 더 자세히 살펴 보았다.

가. 배상청구권자의 범위

미공개정보 이용행위 금지 규정을 위반한 자는 당해 유가증권의 매매 기타 거래를 한 자가 그 매매 기타 거래와 관련하여 입은 손해를 배상할 책임이 있다(증권거래법 제 188조의 3 제 1항). 즉 증권거래법은 손해배상청구권자를 “당해 유가증권의 매매 기타 거래를 한 자”라고 한정하고 있다. 여기서 배상청구권자라 함은 내부자거래 개시 시점부터 당해 정보가 공시되어 증권거래법 시행규칙상의 주지기간이 경과되기 전 내부자와 반대방향으로 거래한 자를 손해배상청구권자로 하는 것으로 보면 타당할 것이다.⁴³⁾ 다만, 이 경우에도 내부자거래가 소량으로 분산되어 다수의 거래상대방과 매매체결된

43) 미국 연방증권법전 제 1703조(b)는 내부자가 최초로 위법거래를 한 날(매도·매수일의 오전 영시)로부터 중요한 사실이 일반적으로 알려진 날(공시일의 오후 영시)까지의 기간동안에 매수·매도한 자에 대하여 책임을 지는 것으로 하여 동시기에 대한 시기와 종기를 입법적으로 해결하고 있다.

경우 배상청구권이 있는 거래상대방이 소액의 손실을 만회하기 위한 목적으로 고액의 소송비용과 인과관계의 입증곤란 등을 무릅쓰고 손해배상을 청구하기가 쉽지 않다는 점에서 투자자가 내부자거래 등 불공정거래나 허위공시·분식회계 등으로 피해를 입었을 경우 한 사람이 소송을 제기해 승소하면 동일한 피해를 입은 나머지 투자자들도 별도의 소송을 거치지 않고 동일한 보상을 받을 수 있는 증권관련 집단소송제의 확대 시행이 필요할 것이다.⁴⁴⁾

나. 인과관계

유가증권신고서와 사업설명서에 대한 허위기재나 시세조작 등에 의한 배상책임의 경우에는 원고가 피고의 불법행위로 부당하게 형성된 가격에 의해 매매거래를 하였다는 거래인과관계와 그 불법행위로 인하여 손해를 입었다는 손해인과관계를 요건으로 하고 있다.(법 제 14조 제 1항, 법 제 188조의 5) 이에 반하여 미공개정보 이용행위의 배상책임의 경우에는 “당해 유가증권의 매매 기타 거래를 한 자가 그 매매 기타 거래와 관련하여 입은 손해를 배상할 책임을 진다”고 규정하여 손해인과관계만을 요건으로 하고 거래인과관계는 요구하지 않고 있다(법 제 188조의 3)⁴⁵⁾ 동 규정의 취지는 본래 인과관계는 피해자가 입증하여야 하나 비대면적·집단적으로 이루어지는 증권거래의 특성상 투자자가 가해자를 확정하고 그의 고의·과실 및 그의 가해행

44) 증권관련 집단소송제도는 유가증권의 거래과정에서 허위공시(분식회계 포함), 내부자거래·주가조작·부실감사로 다수인이 피해를 입었을때 그중 일부가 손해배상청구 소송을 제기하고 그판결의 효력이 피해자 전체에 미치게하는 제도로 우리나라에서는 2005. 1. 1.부터 시행하고 있다.

45) 미국에서도 손해인과관계의 입증책임에 대하여는 판례가 일치되지 않았으나, 1995년 제정된 증권소송개혁법(PSLRA)에 의하여 원고가 입증책임을 부담하도록 명문화 하였다(SEA section 21D(b)(4). 이는 피해자에게는 다소 과중한 부담을 주는 것이지만 증권소송의 남발을 방지하기 위함이다.

위와 자신이 입은 손해 사이의 모든 인과관계의 과정을 밝혀 불법행위 책임을 묻는 것이 사실상 불가능⁴⁶⁾에 가까운 점을 고려하여 인과관계의 입증책임을 완화하기 위한 것이다.⁴⁷⁾

따라서 동 규정의 입법목적과 내부거래자의 책임범위를 적절히 조화한다는 측면에서 거래상대방의 정보에 대한 선의는 추정되는 것으로 보고 내부자와 거래상대방간에도 엄격한 계약당사자 관계가 아닌 계약당사자와 유사한 관계로서 동시기에 반대매매를 하였음이 입증되면 인과관계는 증명된 것으로 하여 입증책임을 완화하는 동시에 내부자거래자가 상대방의 악의 등을 반증하게 하는 것이 타당하다.

다. 손해배상액의 범위

증권거래법은 유가증권신고서 또는 사업설명서의 허위기재로 인한 손해배상액 산정에 관하여는 증권거래법 제 15조(손해배상액)에 규정⁴⁸⁾되어 있으나, 미공개정보 이용행위의 배상책임에 대하여는 배상액 산정방법에 관하여 구체적인 기준을 제시하고 있지 않은 관계로 손해배상액 결정기준과 관련하여

46) 증권시장의 가격결정은 당해 회사의 자산상태, 사업전망 및 정부의 경제정책, 경제계의 제반 상황과 업계의 전망, 물가, 금리 등의 경제적 요인과 기타 국내외 정치상황, 국제문제 등 복합적요인에 의하여 형성되므로 피해자가 가해행위와 손해발생간의 인과관계의 모든 과정을 증명하는 것은 극히 어렵거나 사실상 불가능한 경우가 대부분이다. 따라서 손해배상청구권자의 손해가 내부자거래로 인한 것이 아니라는 사실을 내부자가 입증하면 배상책임을 면할 수 있도록 인과관계의 입증책임을 전환하는 방안도 고려할 필요가 있을 것이다.

47) 서울지방법원남부지원 1994. 5. 6. 선고, 92가합 11689 판결

48) 제 15조(손해배상액) ①제 14조의 규정에 의하여 배상할 금액은 청구권자가 당해 유가증권을 취득함에 있어서 실제로 지급한 액에서 다음 각 호의 1에 해당하는 액을 공제한 금액으로 한다.

1. 당해 유가증권에 관하여 소송제기 되어 있는 때에는 변론종결시에 있어서의 시장가격(시장가격이 없는 경우에는 추정처분가격)
2. 제 1호의 변론종결전에 당해 유가증권을 처분한 때에는 그 처분가격.

여 거래상대방이 실제로 매매한 가격과 그가 정보를 알게 된 후 상당한 기간이 경과한 시점의 시장가격과의 차액을 손해액으로 하되, 손해액의 전부 또는 일부가 내부자거래 이외의 사실에 의한 것임을 내부자가 입증할 경우에는 그 부분에 대한 책임을 제외하여야 할 것이다.⁴⁹⁾

내부자거래로 인한 손해배상책임도 불법행위의 성질을 가지는 이상 피해자의 과실에 따른 과실상계가 적용되며,⁵⁰⁾ 손해배상청구권은 청구권자가 위반 행위가 있었던 사실을 안 날로부터 1년 또는 그 행위가 있었던 날로부터 3년간 이를 행사하지 아니한 경우에는 시효로 인하여 소멸한다. 한편 내부자거래로 얻은 이익이 동시에 단기매매차익으로 되는 경우에는 양 제도가 그 성립요건, 취지 및 배상청구권자 등에서 상이하므로 경합을 인정해야 할 것이다.⁵¹⁾

제 5 절 피해자 구제를 위한 증권관련 집단소송제도

증권관련 집단소송제도는 유가증권의 거래과정에서 허위공시(분식회계 포

49) 금융감독원의 내부자거래에 대한 조치기준상 부당이득의 산정방법은 “정보를 이용하여 매수 또는 매도한 날로부터 당해 정보가 공시된 후 최초로 형성된 최고가(매수) 또는 최저가(매도) 형성일 이후 1개월간까지의 기간 중 형성된 최고가 또는 최저가에서 정보를 이용하여 매수 또는 매도한 가격(가중평균단가)을 차감한 값의 절대치에 정보를 이용하여 매수 또는 매도한 수량을 곱한 금액”으로 하고 있다.

50) 서울지방법원남부지원 1994. 5. 6. 92가합 11689 판결에서 법원은 원고에게 불확정 요소로 위험성이 있는 증권거래를 할 경우 사전에 거래종목의 가격·거래동향·투자전망 등을 면밀히 분석하여 신중히 투자결정을 하지 않은 과실을 인정하여 15%의 과실상계비율을 인정하였음.

51) 한편 내부자거래를 행한 자에게 이중책임을 지우는 것은 적절하지 못하며, 이 경우에는 내부자거래로 인한 손해배상청구가 우선하고 내부자거래로 인한 배상총액을 공제한 잔액만을 단기매매차익으로 회사에 반환할 의무가 있다는 견해도 있다.

함), 내부자거래, 주가조작, 부실감사로 다수인이 피해를 입었을때 그중 일부가 손해배상청구 소송을 제기하고 판결의 효력이 피해자 전체에 미치게하는 제도로서,

- 자산 2조원 이상인 상장법인 · 코스닥등록법인은

2005. 1. 1. 부터 허위공시(분식회계 포함), 내부자거래, 조가조작, 부실감사 등 4종류에 대하여 시행을 하였으며,

- 자산 2조원 미만의 상장법인 · 코스닥등록법인은

내부자거래, 주가조작은 2005. 1. 1. 부터 시행

허위공시, 부실감사는 2007. 1. 1. 부터 시행 예정으로 있다.

1. 집단소송제의 의의

과거 우리나라의 증권시장에서는 상장기업들의 허위공시나 분식회계 또는 내부자거래 등과 같은 불법적인 행위로 인해 다수의 투자자들이 피해를 입는 경우가 빈번하게 발생하였다. 특히 SK글로벌의 사례에서 보듯 분식회계는 기업의 관행처럼 정착되어 당해 기업 뿐만 아니라 우리나라 기업 전체의 신뢰성에 먹칠을 하고 있다. 그러나 이러한 기업들의 불법행위에 대해서는 금융당국의 행정규제나 사법당국의 형사제재 외에는 직접 피해를 입은 개개인의 피해자들에게는 별다른 구제수단이 없었다. 물론 개개인의 피해자들에게 민사상 손해배상제도가 있지만 시간과 비용이 많이 소요될 뿐만 아니라 개개인이 손해를 입증할 방법도 그리 많지 않다. 또한 대부분의 피해를 입은 개인투자자들은 그 손해액이 소송을 제기할 만큼 크지 않기 때문에 청구를 포기하

는 경우가 많다. 설사 어느 한 개인이 소송을 제기하였다고 하더라도 그 판결의 혜택은 그개인 당사자에게만 미치게 되기 때문에 다른 투자자들도 손해배상을 받기 위하여 동일한 소송을 중복적으로 제기해야한다는 한계가 있다. 이러한 개별소송의 한계를 극복하고 소액의 개인투자자의 피해를 피해자집단중 어느 한사람이 소송을 제기하여 승소하거나 패소하게 되면 그소송을 제기하지 않은 다른 자에게도 그 판결의 효력이 자동적으로 미치게 하는 소송제도가 위 증권관련 집단소송제도이다.⁵²⁾

위 증권관련 집단소송제도는 소액의 집단적 피해를 보다 효율적으로 구제하는 한편, 이를 통하여 기업의 경영 투명성을 제고하는데 그 목적을 두고 있다.

2. 도입의 근거 및 법 제정 과정

집단소송제의 도입 필요성은 경제적인 측면과 법적·제도적 측면으로 나누어 볼 수 있다. 우선 경제적인 측면에서는 분쟁의 1회적·종국적 해결을 통해 소액 다수의 투자자들이 실질적 구제수단이 된다는 점에 있다. 즉 과거에는 기업의 분식회계나 허위공시 또는 시세조종 기타 내부자거래 등으로 소액투자자들이 피해를 입어도 이를 실질적으로 추궁할 수 있는 소송상 수단이 사실상 막혀 있었는데 위 집단소송제의 도입으로 이러한 불법행위에 효과적으로 대응할 수 있게 되어 집단소송제가 재벌 개혁의 중요한 실현방안이 될

52) 증권관련 집단소송법 제 2조의 1 에서는 증권집단소송이란 “유가증권의 매매 그밖의 거래과정에서 다수인에게 피해가 발생한 경우 그다수의 1인 또는 수인이 대표당사자가 되어 수행하는 손해배상청구소송”으로 정의하고 있다.

수 있다. 이러한 경제정의의 실현 외에도 우리 기업활동의 투명성을 강화해서 경쟁력이 신장될 뿐만 아니라 외국인 투자유치에도 도움이 될 수 있을 것이다.⁵³⁾

법적 측면에서 보면 집단소송제는 해당기업에 새로운 책임을 부과하는 것이 아니라 이미 증권거래법 등에 의해 부과된 주주에 대한 책임을 소송을 통해 실효성있게 보장함으로써 우리 경제에 중요한 지위를 점하는 증권·투자·대기업의 분야에서 법치주의 실현에 이바지 하게 된다. 또한 집단소송제는 기업과 주주간의 소송을 통해 시장의 질서를 유지하려는 것이므로 이 소송이 정착되면 금융당국의 행정적 규제나 사법당국의 사법적 규제를 상당부분 대체할 것으로 보인다. 따라서 시장에 의한 재벌개혁과 기업지배구조개선의 중요한 수단으로 활용될 것으로 예상된다.

정부에서는 1990년 12월에 학계·법조계·실무가 등 전문가로 연구위원회를 구성하여 집단소송법의 제정에 기초가 될 이론적인 연구를 수행하였다. 1996년 6월에는 그동안의 연구결과를 집성하여 집단소송법 시안을 마련한 바 있으나 제도의 전면적 도입에 따른 부담과 기존 법체계와의 부조화를 이유로 입법작업이 미루어졌다. 이후 1997년말 외환위기의 발생으로 그 원인을 기업지배구조의 투명성 부족에서 찾는 여론이 팽배하면서 기업의 경영투명성 확대를 위해 증권관련 집단소송의 도입이 되었다.

53) 증권관련 집단소송법 제 1조는 동 법의 목적을 “유가증권 거래과정에서 발생한 집단적인 피해를 효율적으로 구제하고 이를 통하여 기업의 경영투명성을 높이기 위함”이라고 규정하고 있다.

3. 대표소송제와의 차이

집단소송제는 주식투자자가 주가조작, 허위공시, 분식회계 등으로 피해를 받았을 경우 한 사람이 소송을 제기해 승소하면 동일한 피해를 입은 나머지 투자자들은 별도의 소송을 거치지 않고서도 동일한 보상을 받을 수 있도록 하는 제도이다. 집단소송제는 피해를 본 투자자들이 직접 보상받는다든 점에서 경영진을 대상으로 소송을 제기하여 승소했을 경우 보상금이 회사에 돌아가는 대표소송제와 차이가 있다.

4. 집단소송제 반대론의 입장

가. 집단소송제 도입은 시기상조

재계, 특히 집단소송제의 도입 대상이 되는 대기업은 집단소송제 도입에 크게 반발하고 있다. 이들은 집단소송제 도입이 우리 기업의 경영현실에서는 아직 시기상조라는 입장이다. 기업의 실질적인 주인인 대주주뿐만 아니라 소액주주에 대한 권익보호는 그 의도는 바람직하지만 집단소송제가 도입될 경우 너무 많은 소송사건이 제기되고, 이에 따른 막대한 비용과 노력으로 인해 기업 경영이 위축될 것이라는 것이다. 이러한 제도가 도입되기 위해서는 조금 더 시간을 두고 보완책을 마련하면서 대상과 도입시기, 방법 등을 신중히 재검토해야 한다는 주장이다.

나. 기업 구조조정에 역행

현재 기업은 소위 군살빼기 작업으로써 구조조정에 진력을 다하고 있는 이때 기업의 구조조정이 한참 진행되고 있는 시기에 집단소송제가 도입되면

이에 대응할 여력이 기업에는 없다는 논거다.

다. 집단소송제에 대한 다른 대안 존재

모든 피해당사자들에게 일괄적으로 적용되는 집단소송제 대신 소송을 원하는 당사자들만 모여서 기업을 상대로 소송을 내는 현행 민사소송법상의 선정당사자제도를 보완하는 방안이 보다 합리적이라고 주장하고 있다. 또한 선정당사자제도와 사외이사, 감사위원회 등 기존의 경영감시제도 등을 보완할 경우 집단소송제를 도입하지 않고도 경영투명성 제고 등 기업의 지배구조를 개선하는데 무리가 없다는 주장이다.

5. 소 결

집단소송제 도입은 소액주주 보호, 기업의 경영투명성 제고라는 편익(benefit)이 있는 것이 사실이나, 그에 못지 않게 비용이 상당한 수준에 이를 것이다. 편익과 비용이 모두 미미할 때에는 제도도입에 따른 위험이 크지 않지만 편익과 비용이 모두 클 때에는 잘못 운용되었을 경우 커다란 위험이 따르게 된다. 아무리 좋은 제도라 하더라도 예상되는 부작용이 상당한 정도로 크다면 일단 위험요인이 완화될때까지 기다리는 것이 바람직할 것이다.

그러나 집단소송제를 통하여 선량한 일반투자자를 보호하여 시장의 신뢰를 강화하고 민사소송법상 손해배상제도의 미비점을 보완하며, 기업의 분식회계와 같은 악습을 미연에 차단하게 되어 기업의 투명성을 제고하는데 그 역할이 크므로 확대 시행함이 옳다고 생각된다.

제 IV 장 우리나라의 내부자거래 사례 분석

제 1 절 내부자거래 실태

증권거래소 및 증권업협회(코스닥등록협회)의 매매심리업무는 회원사의 내부자거래등 불공정거래에 대한 자율 규제기관으로서 증권시장의 건전성 유지를 위한 주가감시가 그 목적이다. 즉, 주가감시를 함에 있어 일정한 기준, 예를들어 단기간의 이상급등 현상, 특정한 거래원의 과도한 회전율 및 매매집중 현상 등을 검색하여 소정의 혐의요건에 충족될 경우 즉시 심리에 착수하여 그 결과에 따라 회원에 대한 경고조치를 하고 사안이 비교적 중할 경우 감독기관(금융감독원)에 통보하도록 의무화 하고 있다. 따라서 기본적으로 매매심리업무는 불공정거래 행위를 예방하고 이상매매 초기단계에 기동력 있게 대응하여 선의의 피해자를 줄이는데 그 목적을 두고 있다.⁵⁴⁾

1. 내부자거래의 유형별 분석

최근 2000년도부터 2003년도 까지의 금융감독원의 불공정거래 조사사건 접수현황과 조치현황을 살펴보면 아래 [표 4-1] 에서 보는 바와 같이 불공정거래 조사사건은 2003년도 총 226건으로 2002년에 비해 17% 감소하는 등 해마다 조금씩 줄어들고 있는 것을 알 수 있다. 그만큼 규제의 실효성을 거두고 있으며 그중 자율규제기관으로부터의 통보가 102건으로 다수를 차지하고

54) 증권거래소, 「감리업무처리지침」 제 1조 및 제 2조(목적 및 정의)

있으며 금감원 자체 인지는 그렇게 많지 않은 수준이다. 즉 금감원 자체의 조사활동에 의한 적발보다는 자율규제기관의 통보로 조사에 착수하는 것이 대부분이라는 것을 알 수 있다.

[표 4-1] 불공정거래 조사사건 접수현황

연도	증권거래소 통보	코스닥등록 협회 통보	금융감독원 자체인지	합 계
2000	119	61	187	367
2001	140	88	120	348
2002	82	112	79	273
2003	102	77	47	226

* 금융감독원 통계자료, 이후의 자료는 미취함

같은 기간의 접수현황에 대한 조치현황을 살펴보면 아래 [표 4-2]와 같이 2003년도의 경우 총 접수된 226건 중 자체조사 결과 사안이 인정되어 제재조치된 건수는 총 129건으로 57.1%에 해당하고 나머지 97건은 자체 조사 종결 처분하였다. 또한 이를 불공정거래 유형별로 살펴보면 시세조종이 102건, 미공개정보이용이 27건으로 시세조종행위가 대다수를 차지하고 있는 것을 알 수 있으며, 앞서 제재조치된 129건 중 사안이 중대하여 형사처벌 받게 할 목적으로 검찰에 고발한 건수는 116건이며 나머지 13건은 행정조치로 해당기관에 징계의뢰 함에 그쳤다. 따라서 행정조치 보다 검찰에 고발한 비율이 90% 이상 인 것을 알 수 있다.

[표 4-2] 중요 불공정거래행위 적발 및 조치현황

연도 \ 건수	2000	2001	2002	2003
총 접수건수	367	348	273	226
시세 조종	61	152	131	102
미공개정보이용	22	15	25	27
합 계	83	167	156	129
검찰에 고발	73	131	139	116
행정 조치 (해임,문책요구등)	10	36	17	13

* 나머지 97건에 대하여는 조사종결 처리

위와 같이 불공정거래 적발건수는 차츰 줄어들고 있지만 아직도 여전한 것을 봐서 규제제도가 좀더 정착화 되고 실효성 있는 제도적 장치 마련이 아쉽다.

2. 매매심리 분석

증권거래소 및 금융감독원에 실제 적발된 자료를 중심으로 매매심리를 분석하기 위하여 우선 금융감독원에서 공개한 불공정거래 적발자료중 표본자료로 1991년 1월부터 1995년 9월 말까지의 매매심리자료를 종목별 매매심리 사유, 매매심리 대상기간, 처리결과 및 금융감독원 통보 등으로 내부자거래 현황을 분석하였다.

위 연구대상 기간을 확정한 이유는 실제 불공정거래로 적발되어 제재조치가 된 자료는 금융감독원, 증권거래소 등에서 오랫동안 미공개자료로 관리하

여 최근 자료는 찾기가 쉽지 않아 이미 공개된 자료를 바탕으로 매매심리를 분석하였다.

위 자료를 분석하기 위해 먼저 1991년부터 1995년까지 100% 이상 주가 변동이 있었던 종목을 선정하고, 이 가운데 매매심리가 이루어진 종목들 가운데 내부정보를 이용한 불공정거래로 볼 수 있는 미공개정보이용 관련거래와 내부자거래로 모집단을 아래 [표 4-3] 과 같이 설정하였다. 그리고 매매심리결과 혐의사실이 인정되어 금융감독위원회에 통보된 거래내용을 별도로 정리하였다.

[표 4-3] 연도별 매매심리 현황

구분	1991	1992	1993	1994	1995	계
심리대상	124	202	182	267	165	940
조치대상	27(21.8)	36(17.8)	54(29.7)	89(33.3)	51(30.9)	257(27.3)

* 1995년 기준

()은 %

위 [표 4-3] 에서 보는 바와 같이 1991년 이후 1995년 9월말까지 심리대상 거래건수는 940건으로서 연평균 약 188건에 이르고 있으며, 불공정거래 혐의가 인정되어 조치된 거래건수는 257건으로 총 매매심리대상이 약

27.3%를 차지하고 있다.

이를 다시 거래유형별로 나타내면 [표 4-4] 와 같다.

[표 4-4] 불공정거래의 유형

유 형 별	회원조치건수 (백분율)
시세조종(특정위탁자 이상매매 포함)	99 (38.67)
비공개정보 이용	59 (23.05)
내부자 거래	38 (14.45)
보고의무 불이행	13 (5. 08)
불건전상품 운용	10 (3. 91)
기타 부분별한 수탁·임의매매 및 상호주	38 (14.84)
계	257 (100.00)

위와 같이 불공정거래 유형은 시세조종, 비공개정보이용, 내부자거래 등 불공정거래의 유형중 75% 이상이 내부자거래 유형에 속하고 있는 것을 알 수 있다.

참고로 아래 [표 4-5]에서는 한국증권거래소의 연도별 불공정거래 매매 심리현황에 대한 자료를 발췌한 것이다.

[표 4-5] 연도별 내부자거래 관련 매매심리 현황(증권거래소)

순번	종목	심리사유	심리대상기간	회원조치사유
1	대한화재	주가급등 관련	90.10.10. - 10.26.	내부자거래 혐의
2	한라시멘트	부상증자공시 관련	90.10. 5. - 12. 6.	내부자거래 혐의
3	내외반도체	부상증자공시 관련	90.12. 3. - 12.18.	“
4	청호컴퓨터	유.부상증자공시 관련	91. 1. 17. - 2. 1.	“
5	금하방직	부도설 및 범정관리신청	91. 3.18. - 4. 16.	미공개정보이용 혐의
6	서진식품	적자전환 관련	91. 3. 2. - 3. 30.	미공개정보이용 및 내부자거래
7	태일정밀(보,우)	공시 관련	91. 2. 25. - 5. 7.	내부자거래 혐의
8	성문전자(보,우)	주가급등 및 증자공시	91. 7. 6. - 7. 10.	미공개정보이용 혐의
9	홍양	부도설, 회사정리절차개시	91.6.13. - 7. 18.	“
10	기온물산	부도 관련	91.6.29. - 7. 27.	“
11	선경인더스트리	공시 관련	91.7.18. - 8. 13.	“
12	대구백화점	작전설	91.7.27. - 8. 10.	“
13	백산전자	부도발생	91.7.27. - 8. 3.	“
14	동양정밀	회사정리절차개시공시	91.4.1. - 9. 14.	“
15	캐니상사	관리종목지정관리	91. 8.1. - 9.13.	“

16	경일화학	부도설 관련	91.8.23. - 10.17.	“
17	삼영전자	부상증자공시	91.9.25. - 10.21.	“
18	태화	주가급등 관련	91.10.15. - 10.31.	“
19	영원통신	법정관리신청	91.10.28. - 12.6.	“
20	인성기연	부도발생 관련	91.10.28. - 12.2.	“
21	동양기전	부상증자공시 관련	91.10.17. - 11.4.	“
22	보르네오가구	법정관리신청 관련	91.12.2. - 12.24.	“
23	시진식품	부도발생 관련	91.12.2. - 92.1.6.	“
24	신한인터넷쇼날	부도발생 및 법정관리신청	91.12.4. - 92.1.8.	“
25	영풍광업	주가급등 관련	92.1.4. - 1.21.	“
26	우진전기	주가급등 및 부도설 관련	92.1.25. - 2.22.	“
27	삼호물산	법정관리신청 관련	92.1.6. - 3.17.	“
28	우성	조업중단 및 부도 관련	92.2.10. - 3.12.	“
29	한국전자	흡수합병결의공시 관련	92.2.19. - 3.25.	“
30	거성산업	법정관리신청 관련	92.3.5. - 4.3.	“
31	청화상공	부도설 · 법정관리신청설	92.3.2. - 4.11.	미공개정보이용 혐의
32	신정제지	부도설 · 대주주 지분매각	92.1.23. - 4.25.	“
33	고려포리머	주가급등 관련	92.4.8. - 4.27.	내부자거래 혐의

34	동성반도체	부도절 관련	92.4.17. - .16.	미공개정보이용 혐의
35	대미실업	부도 관련	92.3.19. - 6.8.	내부자 자사주 매도사실
36	우단	“	92.3.2. - 6.2.	내부자 자사주 단기차익
37	한일양행	증자결의공시 공정거래여부	92.4.1. - 5.30.	내부자거래 혐의
38	동신제약(보,우)	주가급등	92.4.1. - 5.28.	내부자미공개정보 이용
39	삼성신약	특정회원집중관여	95.5.1. - 6.7.	“
40	마로크가구	작성설 및 주가급등	95.5.1. - 6.26.	내부자거래행위
41	신아	부도절 및 법정관리신청설	92.5.8. - 7.7.	“
42	국제증권	삼성에 피인수 공시	92.8.17. - 9.9.	내부자미공개정보 이용
43	한독	작성설	92.8.21. - 10.9.	내부자거래행위
44	성화	부도발생 관련	92.10.5.- 11.2.	내부자미공개정보 이용
45	한독	송도매립지 매각계약 해지 관련 공시	92.10.10. - 11.30.	“
46	범한정기	현저한 시황변동	92.11.25.-12.28.	내부자거래 혐의
47	영우통상	주가급등 및 집중관여	93.1.4. - 2.4.	미공개정보이용 혐의
48	조비	일부세력 작성설	92.12.19.-93.1.16	내부자거래 혐의
49	한국물산(보,우)	불성실공시 관련	93.1.4. - 93.2.5.	미공개정보이용 혐의
50	대우중공업	무상증자공시변복	93.2.20. - 5.14.	내부자거래 혐의

51	한양	법정관리 신청	93.3.8. - 5.18.	미공개정보이용 협의
52	세일중공업	불성실공사와 관련 불공정거래	93.5.14. - 6.25.	내부자거래 협의
53	한솔제지	매집설	93.5.10. - 6.24.	미공개정보이용 협의
54	삼림식품	독산동 부지 매각설 관련	93.5.10. - 6.24.	“
55	삼비기업	매집설	93.6.12. - 7.16.	5% Rull위반 미공개 내부자거래
56	삼도물산	보도관련(이상급등)	93.6.19. - 7.20.	내부자거래 협의
57	근화제약	법정관리신청	93.7.28.- 9.11.	“
58	진영산업	부도발생	93.6.10. - 8.18.	미공개정보이용 협의
59	신일산업	공시전 집중매매과 관련	93.8.16. - 9.15.	“
60	동창제지	부도발생	93.12.23.-94.2.2.	“
61	한국강관	보도관련(분식결산)	93.8.27.-11.5.	미공개정보이용 협의
62	K.Y.C	중요공시전 집중관여	93.9.1.-11.25.	“
63	경동산업	법정관리신청	93.10.2.-11.29.	내부자거래 협의
64	만호제강	주가급등 및 집중관여	93.10.20.-11.17.	내부자거래 협의
65	아세아시멘트	유.무상증자 결의	93.9.28.-11.20.	미공개정보이용협의
66	배명금속	증권사 작전설	93.10.25.-11.29.	특정위탁자이상매매,

				내부자거래 혐의
67	동신제약	신약개발 보도 관련	93.9.23.-11.29.	미공개정보이용혐의
68	동방개발	부도 및 법정관리신청	94.1.3.-2.28.	“
69	남한제지	회사정리절차개시신청	94.1.6.-3.17.	“
70	한올제약	유.무상증자결의 관련	94.1.27.-3.7.	“
71	한국타타늄	매집설	94.1.10.- 3.24.	“
72	일양약품	무상증자설, CB발행결의	94.1.20.-3.3.	“
73	대한투자금융	내부자단기매매	94.3.4.-3.28.	내부자거래 혐의
74	신아	주가급등 및 집중관여	94.3.11.- 3.30.	미공개정보이용혐의
75	대림요업	무상증자 혐의	94.2.28.-4.4.	“
76	호승	법정관리신청	94.3.16.-4.18.	“
77	광덕물산	법정관리신청,부도발생	94.3.14.-4.25.	내부자거래 혐의
78	남양	회사정리절차개시	94.5.6.-6.11.	미공개정보이용혐의
79	조명상사	합병결의	94.5.20.-6.27.	“
80	부산주공	주가급등, 집중관여	94.9.3.-9.30.	“
81	광림전자	부도발생	94.9.17.-10.21.	“
82	일성신약	주가급등, 집중관여	94.7.11.-7.28.	내부자거래 혐의
83	부광약품	일부세력매집설	94.9.15.-12.7.	“

84	중원	작성설	95.2.2.-3.17.	미공개정보이용협의
85	태창	주가급등	94.10.1.-12.2.	내부자거래 협의
86	전방	내부자거래 협의	94.10.24.-11.6.	미공개정보이용협의
87	정산	감리종목지정	94.8.1.-11.2.	“
88	삼애실업	주가급등	94.10.10.-10.28.	“
89	사조산업	일부세력 매집설	94.9.27.-11.4.	내부자거래 협의
90	동원	“	95.2.2.-3.16.	“

* 자료원 : 증권거래소 주가감시부

* 자료원 : 증권거래소 주가감시부

위 자료를 살펴보면 매매심리의 기준, 심리기간의 장기화에 따른 폐해 등이 나타나고 있는 것을 알 수 있다.

3. 적발사례의 내용별 분석

표본자료로 1988년 이후 1995년 상반기까지 금융감독위원회에 의해 제재 조치가 된 내부자거래 적발사례 중 48개 상장회사에 63건의 적발자료를 표본으로 연구자료로 분석하여 보았다. 그 적발 현황은 아래 [표 4-6] 와 같

다.

내부정보를 이용한 매매형태는 주식매도가 35건, 주식매수가 28건으로 매도가 다소 많은 것으로 나타난다. 이것은 기업의 부실화에 따른 부도발생과 회사정리신청 등의 내부정보를 이용한 주식의 대량매각이 실질적인 내부자에 의한 주식매각으로 해석된다. 금융감독원에 의해 적발된 내부자를 유형별로 보면 기업경영 전반에 직접적인 의사결정권을 행사하는 대표이사과 대주주, 주요임원 등이 82.50%로 절대적인 비중을 차지하는 반면 중간관리자 및 기타 직원에 의한 내부자거래는 그렇게 많은 비중을 차지하지 않고 있어 외국의 내부자 분포와 큰 차이를 보이고 있다. 이같은 결과는 한국 상장기업들이 소유구조가 실질적으로는 소수 경영자(owner manager)에 의해 통제되고 있어 내부정보가 최고경영자에 상대적으로 집중되어 있기 때문인 것으로 풀이된다. 한편 내부자거래로 적발된 건수에 대해서는 금융감독원이 검찰에 고발 조치하는 경우가 대부분이며, 경고 및 매매차익반환 등의 경미한 수준에서 자체 조치하는 경우는 미미한 수준이다.

이같은 결과는 내부자거래 규제에 대한 실효성 여부에 관계없이 일단 불법거래로 확인되면 엄격한 행정적인 조치가 특히 1988년 이후부터 꾸준히 발전해 오고 있음을 뒷받침해 주고 있다.

[표 4-6] 연도별 내부자거래 현황(금융감독원 적발자료)

조치일	회사명	매매 형태	거래주식수(주)	정보내용	내부거래자 유형
1988.12.9	신성무역	매수	5,140	유.무상증자	회장, 사장, 전무
1989.3.24	코오롱유화	매수	11,180	무상증자	대표이사, 전무
4.11	천지산업	매수	15,449	유.무상증자	대표이사
8.25	한국주철관	매수	1,000	무상증자	이사
12.1	삼도물산	매수	1,100	증자	직원(차장)
1990.2.9	우진전자	매수	1,000	유.무상증자	전 대표이사
"	"	"	650	"	직원(차장)
"	금하방직	매수	46,910	유.무상증자	대표이사
2.9	"	매수	5,000	"	이사
5.11	라이프주택	매도	90,590	유상증자불 실시	부사장
7.6	동양정밀	매도	300,000	결산정보이용	대표이사
9.7	대룡정밀	매수	24,296	유.무상증자	부사장
10.19	대도상사	매도	108,943	회사정리절차개시	대표이사
10.19	도신산업	매도	110,000	결산정보	대표이사
1991.3.22	한국화장품	매수	8,650	무상증자	상무이사
5.4	동방개발	매수	2,000	"	대표이사
10.25	서진식품	매도	46,286	결산정보	"
10.25	청호컴퓨터	매수	23,000	유.무상증자	"
12.13	기온물산	매도	8,568	부도발생	전무이사
"	"	"	20,269	"	"
12.13	홍창	매도	3,000	회사정리절차개시	경리부장
1992.2.14	백산전자	매도	4,364	분식결산회계정보	대표이사, 주주
"	"	"	174	"	"
"	"	"	57,264	"	대표이사, 사장
2.28	경일화학	매도	11,360	부도발생	대표이사
"	"	매도	10,190	"	우리사주조합

3.27	신한인터내셔널	매도	25,620	부도발생예건	“
3.27	“	매도	11,402	회사정리절차개시	대표이사,주주
3.27	양우화학	매수	490	무상증자	“
“	삼영전자	매수	1,840	“	“
“	“	매도	71,518	부도발생	외부감사인
“	인성기연	매도	5,000	결산정보	대표이사,주주
1992.3.27	중원전자	매수	13,860	유.무상증자	대표이사
3.27	성문전자	매도	22,100	회사정리절차개시	대주주
6.12	보루네오가구	매도	160,000	부도발생회사정리	전 대표이사
6.12	삼양화학	매수	10,000	고정자산처분	대표이사
3.27	태화	매도	482,000	“	이사
“	신정제지	매도	150,210	부도발생	주요주주
“	“	매도	71,000	“	대표이사
“	“	“	“	“	주거래은행
6.26	우생	매도	142,964	부도관련정보	대표이사,주주
“	“	매도	26,660	“	감사
11.13	한국프랜지공업	매수	11,800	무상증자	상무이사
11.13	정화상공	매도	1,780	결산실적악화	대표이사
“	“	“	12,500	“	이사
“	대미실업	매도	32,977	결산실적	대표이사,대주주
1993.1.26	성화	매도	52,900	부도발생	대표이사,주주
3.19	동성반도체	매도	18,530	결손실적	대표이사,주주
6.29	한일양행	매도	149,194	부도발생	대표이사,주주
7.2	한양	매도	125,480	회사정리신청서	상무이사
11.5	바로크가구	매수	205,600	자금사정 호조	부사장
11.26	한국컴퓨터	매수	7,200	유.무상증자	경리부차장
“	“	“	8,600	“	직원
1994.3.29	근화제약	매도	24,040	법정관리신청	대표이사
3.29	수도약품공업	매수	96,260	유.무상증자	이사

“	“	“	203,040	“	“
6.1	동창제지	매수	970	기업인수	사원
8.12	(주)중원	매수	31,220	유.무상증자	인수기업직원
12.30	남양	매도	23,761	법정관리신청	전무이사
“	“	“	4,040	“	대표이사
“	“	“	“	“	감사
1995.4.14	대영포장	매수	18,000	특허출원	대표이사,주주
4.14	한국컴퓨터	매수	2,000	특허출원	관계회사임원
“	“	“	24,400	“	대표이사의 지인
8.9	삼신	매도	5,000	부도발생	대표이사,주주

* 자료원 : 금융감독원 1995년 기준 공개자료

가. 주식 거래규모별 유형

이를 다시 주식규모별 유형을 분석하여 보면, 아래 [표 4-7] 와 같다. 즉, 내부자거래의 규모에 있어서 매도인 경우 평균 거래주식수가 68,276주로 매수인 경우의 평균 거래주식수 27,882주 보다 약 2.45배 만큼 많은 것을 알 수 있는데 이것은 매도와 관련한 내부정보가 대부분 부도관련 정보이거나 회사 정리절차개시 신청 및 기업인수합병 등 주가하락에 결정적인 영향을 미치는 내용으로서 대량 매각의 유인이 충분하기 때문으로 풀이된다.

거래규모는 매수인 경우 10,000주 이하의 거래건수가 절반을 차지하는 반면 매도인 경우 5,000주 이하의 소규모 거래에서부터 200,000주 이상의 대규모 거래에 이르기까지 고른 분포를 보이고 있다.

[표 4-7] 내부자거래 유형별 주식규모

내부자거래 주식규모(주)	매수	매도	계
5,000 미만	9	5	14
5,000 - 10,000 미만	5	3	8
10,000 - 20,000 미만	6	5	11
20,000 - 30,000 미만	3	6	9
30,000 - 40,000 미만	1	1	2
40,000 - 50,000 미만	1	2	3
50,000 - 100,000 미만	1	4	5
100,000 - 200,000 미만	2	7	9
200,000 이상	-	2	2
계	28	35	63

나. 자본금 대비 내부자거래 비중

또한 내부자거래 대상 기업의 자본금 대비 내부자거래 비중을 분석하여 보면 아래 [표 4-8] 내부자거래 비중(자본금 대비)와 같다. 즉, 주식매수의 거래비중은 대부분 총 발행주식수의 3.0% 미만 규모로 분포되어 있는데 비해 주식매도의 거래비중은 0.5% 미만에서부터 고른 분포를 보이고 있으며, 총 발행주식수의 20% 이상인 경우도 3건에 달하고 있는 것을 알 수 있다. 이같은 내부자거래비중의 차이는 거래에 이용된 내부정보의 편차로 보인다.

[표 4-8] 내부자 거래비중(자본금 대비)

자본금(발행주식수) 대비	매수	매도	계
0.5% 미만	12	6	18
0.5 - 1% 미만	4	4	8
1 - 2% 미만	6	8	14
2 - 3% 미만	3	3	6
3 - 4% 미만	0	4	4
4 - 5% 미만	0	1	1
5 - 10% 미만	2	5	7
10 - 20% 미만	1	1	2
20% 이상	-	3	3
계	28	35	63

다. 내부정보의 유형

내부자거래에 이용된 내부정보를 유형별로 살펴보면, 아래 [표 4-9]와 같다. 즉, 주식매수의 경우 유·무상증자 관련 정보가 총 22건으로 전체 내부자거래의 78.57%를 차지하고 있으며, 그밖에 특허출원, 고정자산 처분에 따른 특별이익, 부도해결을 위한 자금사정의 호조 등이 있다.

매도인 경우에는 부도발생 관련정보, 회사정리절차신청 관련정보, 기업결산 관련정보, 법정관리신청 등의 순으로 내부정보가 이용되고 있는 것을 알 수 있다.

[표 4-9] 내부정보의 유형

내부정보의 유형	매수	매도	계
유·무상 증자	22	-	22
증자부인	-	1	1
부도	-	15	15
회사정리 및 법정관리 신청	-	8	8
결산실적 악화	-	10	10
신제품개발·특허출원	3	-	3
자금사정 및 회계정리	2	-	2
기타	1	1	2
계	28	35	63

라. 내부자 거래기간별

내부자거래가 이루어진 기간은 거래유형에 따라 큰 차이를 보여준다. 매수인 경우 대체로 내부자가 지속적인 주식매입을 통해 초과이익을 얻고자 하는데 비해 매도인 경우 지속적인 주식매도 보다 1회의 매도방식으로 초과이익을 추구하는 경향이 두드러진다.

아래 [표 4-10] 내부자 거래기간의 분포를 보면, 위에서 살펴본 총 35건의 매도거래 가운데 금융감독원에 의해 1일간 매도로 파악된 경우가 10건

에 이르고 있다. 이같은 거래기간의 차이는 기업가치의 상승과 관련된 내부정보가 상대적으로 시차를 두고 생산되는데 비해 기업가치의 하락과 관련된 내부정보의 대부분이 기업가치에 치명적인 부도의 발생, 법정관리의 신청, 결산의 악화 등과 관련된 정보이므로 정보생산기간이 상대적으로 짧기 때문인 것으로 해석된다.

그리고 거래기간의 분포는 분산도가 매우 높아 1일에서부터 137일 동안으로 폭넓게 분포되어 있으며, 매도의 경우 평균 9.5일, 매수의 경우 평균 30일로 나타났다.

[표 4-10] 내부자거래 기간의 분포

구분	매수	매도
평균	30.09	9.5
표준편차(S.D)	42.00	11.2
최대(MAX)	137.00	55.0
최소(MIN)	1.00	1.0
범위(RAN)	136.00	55.0

제 2 절 실제 사례 분석

여기서는 대표적인 실제 불공정거래 적발사례를 선정하여 분석하고자 한다.

1. 현대계열사 주가조작 사건

가. 사건개요

현대중공업은 1998년 5월부터 11월까지 현대전자(현 하이닉스) 주식 약 800만 주를 집중 매수하는 과정에서 총 1,952회의 시세조종 주문을 하여 현대전자 주가를 최저 14,800원에서 최고 32,000원까지 끌어 올렸다.

현대상선 역시 1998년 6월 18일부터 12일동안 현대전자 주식 총 885,830주(252억원어치)를 매집하는 과정에서 207회의 시세조종 주문을 하여 현대전자 주가를 최저 24,200원에서 최고 29,900원까지 끌어올렸다.

이런 현대전자 주가조작은 현대증권을 통해 이루어졌는데 현대증권의 본점 법인영업부는 97년 5월부터 11월까지 총 2,159회에 걸쳐 현대중공업과 현대상선의 시세조종 주문(총 5,804,650주, 시가 1,378억원)을 수탁해 처리함으로써 사상 유례없는 주가조작 사례가 적발되었다.

한편 정주영 일가 2세 경영인들과 현대계열사들은 주가조작기간 이후부터 이 사건이 폭로되기 직전까지 현대전자 주식 총 38,056,984주를 매각해 대략 2천억원에 이르는 시세차익을 챙긴 것으로 알려졌다.

나. 조치 결과

1998년 5월 25일부터 동년 7월 4일까지 사이에 현대전자 주가가 거래량의 급증을 수반하면서 주가가 이상급등하자 증권거래소는 동년 7월 6일부터 매매심리에 착수하여 그 결과를 동년 8월 22일 금융감독위원회에 통보하였고, 동 감독당국은 1999년 2월 1일에 조사에 착수하여 동년 4월 22일에

조사완료후 검찰에 통보하였다. 검찰은 동년 9월 10일에 사건관련자들을 불법행위를 인정하여 법원에 기소하였다.

다. 시사점

위와같이 증권시장에서의 불공정거래행위 규제 및 그 처리절차가 매우 장기간에 걸쳐 이루어지고 있다는 점이다. 이것은 곧 제재의 비적시성으로 인한 불공정거래 규제의 실효성을 떨어뜨리는 문제로 대두될 수 있다.

1) 자율규제기관이 이상매매 혐의에 대한 제 1차적 시장감시기능을 수행하고 금융감독기관이 위법성여부에 대한 후속적인 조사를 수행하는 조사기관과 조사대기기간이 대단히 장기라는 점이다. 또한 많은 부분이 검찰에 고발된 사안에 대한 수사가 다시 이루어지고 최종적인 위법성 여부를 판단해야만 하기 때문에 결국 최종적인 법적 제재에 이르기까지 걸리는 시간은 더욱 더 늘어날 수 밖에 없는 것이다.

2) 공적규제기관인 금융감독원에서의 조사는 임의조사권으로 인하여 검찰에서 재조사·수사하는 경우가 많아 조사가 중복되고 이것은 금융 전문기관인 금감원 자체의 사법권 약화에서 비롯된 것이다.

3) 또한 위 시세조종 행위로 피해를 입은 일반 소액투자자들에게 대한 구제수단은 극히 한정되어 위 사례의 경우 개별적 피해 당사자들이 현대계열사를 상대로 손해배상청구소송을 제기하여 승소하여야 하나 비대칭 다수에 의해 입증의 불명확으로 그냥 넘어갈 수 밖에 없다. 이런 점에 대한 방안이 마련되어야 할 것이다.

2. 경제부 취재기자의 내부자거래 사건

가. 사건개요

1998년 8월 17일 J일보 경제부 길모 차장은 거래소 상장기업인 신동방 측의 무세제 세탁기 개발정보를 회사관계자를 통해 입수했고 그 즉시 자기 동생에게 연락하여 동생으로 하여금 위 회사 주식 3만주를 즉시 매입케 하였다. 그리고 위 기사를 신문기사화 하였다. 따라서 위 정보가 신문기사로 나가기전 신동방 주식의 가격은 주당 3,200원이었으나 J일보에 “세제 안쓰는 세탁기 나온다”는 제목의 기사가 보도된 이후부터 10일 이상 연속 상한가를 기록, 21,600원까지 무려 7배 이상 주가가 폭등하였다.

금감원 조사결과 신동방은 신제품 개발 발표를 보도자료 형태로 일부 신문에 돌린 것으로 확인되었는데, 길 차장은 기사가 나가기 직전에 미리 동생구좌로 주식을 구입했다가 주가가 더 이상 오르지 않자 주식을 모두 팔아 총 4억 6,000만원 상당의 시세차익을 남겼던 것으로 밝혀졌다.

나. 조치 결과

위 사건은 그후 금융감독원의 불공정거래 조사 결과 혐의가 인정되어 1999년 4월 28일 검찰에 고발하면서 수사를 의뢰하였다. 검찰에서는 수사 후 1999년 5월 24일 피고인 길모 차장과 동생을 각 증권거래법위반(미공개 정보이용금지)의 공동정범으로 법원에 기소하였으며, 법원에서는 1심에서 모두 유죄가 인정되었으며 당사자들의 항소심 포기로 형이 확정되었다.

다. 시사점

위의 사례에서는 시세차익이 4억 6,000만원에 상당하고 혐의가 단순하고 뚜렷함에도 당사자가 형사처벌 받기까지 무려 1년 가까이 흐른 뒤에야 확정된 불합리점이 있다. 이런 점을 피하기 위한 대안으로 공적규제기관에서 조사후 검찰에 고발하면 검찰에서는 더 이상 조사할 필요없이 즉시 기소하는 즉 수사권을 공적규제기관인 금감원에 주어진다면 검찰에서는 고발 즉시 혐의가 인정되면 법원에 기소하여 조사기간을 상당히 줄일 수 있을 것이다.

3. 기타 적발 사례

2000년에 들어와서는 협회등록시장(코스닥)의 활황기를 틈타 자사 회사 주식을 파는 이른바 내부자매도 사례가 잇따르고 있다. 조아제약, 씨앤에스, 서화정보통신, 지어소프트 등이 이에 해당된다.

금융감독원에 제출된 등록기업들의 “임원 및 주요주주 소유주식 보고서”에 따르면 조 모 조아제약 회장은 2004년 12월 16일 과 17일 차례로 12만 주(주당 4700원), 84만주(주당 5221원)를 각각 매각했다. 이시점은 회사 주가가 지난 2003년 이후 최고치에 달했던 기간으로 이에따른 조회장의 시세차익은 상당할 것으로 예상된다.

씨앤에스의 차모 이사는 2004년 12월 10일 부여받은 스톡옵션(주식매수 선택권)을 행사해 자사주식 1만주를 같은 달 29일에 모두 매각했다. 서화정보통신 김모 이사도 같은 달 17일 보유하고 있던 자사주 2만 주를 전액 처분했다. 지어소프트의 조모 이사는 2004년 12월 13일부터 같은 달 30일 사이에 보유주식 1만6000주를 모두 매각한 것으로 나타났다.

이와 관련하여 코스닥위원회 시장감시실장은 “일상적인 장흐름상 차익 실현을 위해 주식을 판 경우 아무런 문제가 없지만 미발표된 정보 등을 이용해 매각시점을 결정한 사례가 발견된다며 불공정거래에 해당된다”고 밝힌 바 있다.

제 3 절 내부자거래를 사전 예방하기 위한 제도적 장치

1. 제보자 포상금 제도

2000년 12월부터 금융감독원에서는 내부자거래 등 불공정거래 행위에 대한 제보자에 대하여 포상금을 지급하는 제도를 운영하고 있으며 현재는 최고 500만원 이내에서 포상금 지급이 가능하도록 운영하고 있다.⁵⁵⁾

2. 내부신고제도(whistle-blowing)

기업의 자체 내부자거래 예방대책으로는 기업 스스로 “내부신고제도”를 활성화 시켜야 할 것이다.

한때 우량기업이었던 미국의 엔론, 월드컴, 글로벌크로싱이 파산한 가장 큰 이유는 위 회사들이 공통적으로 분식회계 등 투명하지 못한 비윤리적인 경영을 해 왔다는 것이다. 그러나 이런 비윤리적경영보다 더 중요한 것은 세 기업 모두 조직운영상의 문제점에 대한 내부적인 문제제기가 있었으나 해당기업의 담당 임원이나 최고경영자는 이러한 내부신고를 무시하였다는 것이다. 결국 이러한 비리사실은 외부에 알려지게 되었고 궁극적으로는 파산에 이르게 되

55)금융감독원 인터넷범죄신고센터 (<http://www.cybercop.or.kr/cyber/cybercop/sub03-juga01.html>, 2003. 10. 2.) 참조.

었다는 것이다.

즉 조직내부인의 문제제기에 대한 적절한 조치가 없을 경우 조직내부의 문제는 결국 조직외부로 알려지게 되고, 이 단계에 이르게 되면 이미 조직은 개선의 기회를 상실하게 되어 기업의 파산이라는 어마어마한 결과를 초래하게 된다는 것이다. 따라서 우리기업도 이제 더 이상 내부신고제도의 무풍지대일 수는 없는 것이다. 특히 외부기관을 대상으로 한 내부자의 신고로 발생할 수 있는 재난을 사전에 예방하고 윤리경영을 실천하기 위해서는 기업내부(internal)의 내부신고제도를 보다 활성화 해야 할 필요가 있는 것이다.

제 V 장 내부자거래 규제의 문제점 및 개선방안

앞서 살펴본 내부자거래에 대한 여러 가지 해석들에서 볼 수 있듯이 내부자거래 규제와 관련된 문제점을 제시하고 몇가지 제안을 해봄으로서 내부자거래 규제의 실효적 개선방안을 찾고자 한다.

제 1 절 규제체계 및 법제상 문제점

1. 규제기관간 비효율적 중복규제

현행 증권시장의 불공정거래 규제는 일반적으로 「자율 규제기관의 매매심리 → 공적규제기관의 조사 → 검찰수사」 3단계의 과정을 통하여 이루어지고 있다. 증권거래소·코스닥등록협회등 자율 규제기관이 추가감시를 통한 이상매매종목 적출과 적출종목에 대한 매매심리 및 회원사에 대한 회원감리 등을 통하여 위법혐의 사실이 발견되거나 혐의의 개연성이 높은 종목에 대하여 금융감독원에 심리결과에 대한 통보를 하고 있으며, 공적 규제기관인 금융감독원에서는 위 통보받은 사안 및 자체 인지내용 등을 중심으로 혐의계좌에 대한 거래내역과 자금이동사항 등을 조사하고 확인된 혐의내용에 대하여 자체적인 제재를 하거나 추가조사가 필요한 경우 또는 사안이 중대한 경우에는 검찰에 고발한다. 검찰은 금감원으로부터 고발된 사안에 대하여 관련자의 소환과 계좌추적 등 혐의사실을 수사한 후 그 혐의가 인정되면 법원에 기소하게 된다. 위와 같은 절차에 따라 대략적으로 자율 규제기관의 심리기간 3개

월, 금융감독원 통보 후 대기기간 3~6개월, 금융감독원 조사기간 6개월 등으로 자율 규제기관의 매매심리에서 금융감독원의 조사까지 통상적으로 약 9~15개월의 기간이 소요되고 검찰에 고발되면 검찰에서 또 3개월 가량 수사를 거친 후 법원에 기소하게 된다. 법원에서는 1심에서 최장 6개월이 소요되며 대법원 3심까지 가게되면 더 많은 기간이 소요될 수 밖에 없다. 따라서 최초 이상징후 발견시부터 최종적인 법적제재인 재판의 확정까지 걸리는 기간은 매우 장기적일 수 밖에 없다.

이와 같은 장기의 조사대기 및 조사기간은 결국 위법·불공정한 행위에 대한 법적 제재처분의 실효성을 감소시키기에 충분한 것이다. 즉 일반적으로 사건이 발생하고 1년이 훨씬 지나 종결되고 제재처분이 내려지는 것이 통례이므로 적시성(適時性)의 결여로 행위자에 대한 제재의 효과는 물론이고 일반적인 위법행위에 대한 제재의 위하력도 감소하게 될 것이다. 또한 당사자 입장에서 시간은 지나 잊혀진 사안에 대한 갑작스런 제재처분으로 느껴지게 될 수도 있을 것이다.

이는 전체적으로 볼때 위법성 혐의 있는 사안에 대한 3단계의 조사절차를 거치는 동안 불가피하게 상당부분 중복 또는 반복 되다보니 조사기간이 장기화 될 수 밖에 없는 구조를 가지고 있다. 이런 조사기간의 장기화를 막기 위하여는 여러 가지 방안이 고려될 수 있겠지만 기본적으로는 공적 규제기관에서 검찰에 고발한 후 재수사를 거치는등 중복되는 부분의 개선이 필요할 것이다.

2. 공적 규제기관의 조사권 미약

한편, 내부자거래를 비롯한 불공정거래 공적 규제기관인 금융감독원은 자율 규제기관인 증권거래소의 주가감시 및 회원감리 업무의 적정성을 감독할 수 있어야 하는데 내부자거래 조사의 개시가 대부분 증권거래소의 회원감리 결과에 의하고 있는 현실에서 불공정거래의 감시·조사의 투명성과 조사에 대한 신뢰를 확보하기가 쉽지 않다.

증권거래소의 회원감리는 그 성격상 회원인 증권회사를 상대로 이루질 수밖에 없고 증권거래소나 증권 관련회사가 아닌 일반 불공정거래 혐의자에 대하여는 소환에 불응하거나 자료제출요구에 불응할 경우 어떠한 제재수단도 마련되어 있지 않다. 따라서 금융감독원에 강제소환 및 수사권 등 준사법권을 부여하여 증권거래 관련 불공정거래 행위를 강력하고 효율적으로 대처하여 사전 예방할 필요가 있다.

준사법권의 핵심은 “현장조사권·영치권(領置權)·수사권” 등 일 것이다. 현행 국가감독기관인 금융감독원은 2002년 1월의 자율규제기능 강화를 골자로 한 증권거래법 개정으로 현장조사권이나 영치권, 압수·수색을 할 수 있는 강제조사권을 부여 받는등 조사권이 강화된 것은 사실이나 이를 제대로 활용하지 못하고 있는 실정이다.

3. 손해배상책임의 한계 및 제보자에 대한 포상금 지급액 미흡

현행 내부자거래에 대한 손해배상제도는 내부자거래 행위자의 부당이득을 박탈하여 내부자거래를 억제하고 피해를 입은 거래 상대방을 구제하는 기

능을 하므로 증권거래법은 이에 대한 명시적 규정으로 증권거래법 제 188조의 3에 일반 불법행위로 인한 손해배상청구권의 특칙으로서 미공개정보이용 행위 금지규정을 위반한 자에게 그 매매 기타 거래와 관련하여 손해를 입은 거래 상대방에게 손해를 배상할 책임을 부여하고 있다. 그러나 동 규정은 민법상 손해배상제도에 비하여 그 요건을 완화하고 있지 않은 관계로 짧은 시간 동안에 비대면의 불특정 다수인과 대량으로 거래되는 증권거래의 특성상 피해자의 구제가 용이하지 않다. 따라서 피해자의 손해구제제도에는 미흡하므로 구체적으로 규정되어야 할 것이다. 그리고 불공정거래가 급증하고 있는 현실에서 이에 대한 민사적 처벌이 가법다는 의견이 많다. 실제로 재계에서는 실형만 가볍게 처벌 받으면 못할 것도 없다는 말이 나돌고 있다. 시세차익은 수 십억대이지만 벌금은 몇 천만원대 밖에 되지 않는다면⁵⁶⁾ 결국 불공정거래 행위에 대한 아무런 억지 효과를 갖지 못하는 것이다.

또한 현행 불공정거래 행위 제보자에 대하여 최고 포상금 500만원 한도로 정해져 있다. 그런데 내부자거래는 매우 은밀하고 기술적으로 이루어지기 때문에 적발하기가 쉽지 않다. 이럴 때 내부자거래와 관련된 사람의 제보가 있다면 이는 내부자거래 적발의 매우 큰 단서가 될 수 있을 것이다. 그런데 위 포상금의 상한액이 500만원 한도로 정해져 있으므로 만약 내부자거래로 인한 시세차익이 수억원에 이른다면 위 포상금 지급액은 너무나 적어 일반인

56) 한국주장은 부도직전에 지분을 대량 매각하여 11억원의 시세차익으로 손실을 회피하여 내부자거래로 적발되었으나 최종적으로 벌금 2억원에 종결되며 부당이득에 대한 환수조치는 없었다. (2001년 금감원 조사월보 자료 참조)

의 제보를 기대하기가 힘들 수 밖에 없는 것이다.

제 2 절 규제외의 실효적 개선방안

이와 같은 문제점을 실효적으로 개선하기 위한 방안을 살펴 보았다.

1. 비효율적 중복규제로 조사의 장기화에 대한 개선방안

현행법상 자율 규제기관은 이상매매에 대한 회원감리 결과 법령이나 금융감독위원회의 규정 또는 명령에 위반한 혐의를 알게 된 경우에는 반드시 금융감독원에 통보하도록 되어 있다. 따라서 매매심리나 회원감리 결과에 대한 책임있는 조사 및 조치보다는 향후 감독기관의 감사를 받을 경우 조사종결 또는 미통보에 따른 책임문제 등을 고려하여 경미한 사항에 대하여도 직접 조치 보다는 금융감독위원회에 통보하는 경향이 있어 왔다. 여기에 조사기관간 명확한 역할분담이 되어 있지 않은 관계로 공적 규제기관에서는 자율기관의 통보사항에 대하여 처음부터 재조사를 하므로 조사업무량이 과중할 수 밖에 없어 조사착수 전의 대기기간에만 수개월이 소요되고 있으며, 조사를 마친 후 검찰에 고발을 하게되면 검찰에서는 또한 금감원 고발자료를 기초로 하되 전면적인 재수사를 하고 있으므로 중복적인 부분이 많은 실정이다.

한편 금융감독위원회는 2002년 1월 “불공정거래조사 효율화 방안”을 수립하여 규제기관간 역할분담에 대한 조정⁵⁷⁾과 거래소 등 자율규제기관이 상

57) 증권선물위원회는 조사정책의 수립·조정과 대외업무 기타 중대사건의 신속처리를 위한 강제조사를 담당하고 일반적인 조사업무는 금융감독원이 수행하도록 하였으며, 경미한 사건이나 다른 불공정거래 혐의가 없는 증권사의 법규위반 사항에 대하여는 자율규제기관이 직접 조치하도록 하였다.

장(등록)회사에 대하여 심리관련 자료를 직접 요청할 수 있도록 하는등 자율 규제기관의 감시 및 심리기능을 일부 강화하였다. 또한 상호 공조체제의 구축을 위하여 불공정거래조사·심리기관협의회⁵⁸⁾의 구성·운영, 시장 감시정보의 공유, 조사·심리결과의 상호교환 및 필요시 조사·감리의 동시실시나 합동조사의 실시가 가능하도록 하는등⁵⁹⁾ 나름대로 중복규제를 방지하고 효율적 규제방안을 마련하여 시행하고 있지만 현실적으로는 잘 이루어지지 않고 있다.

따라서 보다 신속하고 효율적인 규제와 조사기간의 단축을 위해서는 사법기관과 연계하는 방안이 좋을 것이다. 즉 금융감독기관인 공적규제기관이 불공정거래행위에 대한 위법성 심사를 신속하고 용이하게 할 수 있도록 위 금융감독기관에 검사와 수사관을 파견하여 상시 주재토록하여 감독과정에서 적법절차(due process)를 확보함과 동시에 증권시장에서의 불공정거래 행위에 대한 위법성 심사 뿐만 아니라 증권거래법에 의한 시장규율 전반에 대한 법적 심사도 동시에 할 수 있으므로 신속한 처리가 가능해 질 수 있을 것이다. 외국의 입법사례를 보면, 프랑스의 경우 1985년 법률 근거로 증권감독기관인 COB의 총재가 시장에서의 위법행위로 인하여 투자자의 권리를 침해할 수 있다고 판단되는 경우 이를 법원(Tribunal de Grande Instance de Paris)에서 처리해 주도록 요청할 권한을 부여받아 해당 판사가 직접 금융감독기관에 주

58) 협의회에는 증권선물위원회·금융감독원·증권거래소·증권업협회·선물거래소 관계자들이 참여하여 불공정거래 사건에 대하여 공동으로 그처리방향, 조사·심리업무의 협조 및 정보교환 등에 관한 사항을 협의한다.

59) 금융감독위원회 보도자료, “불공정거래 조사 효율화방안”, 2002. 1. 31.

재하고 있다.

따라서 검찰의 금융기관 파견 및 주체가 제도화 될 수 있다면 자동적으로 금융감독기관 및 검찰의 중복수사가 불필요해질 것이므로 조사절차가 단축됨은 물론이고 효율적인 감독이 실시될 수 있을 것이다.

또한 자율 규제기관의 자체판단에 의하여 사안이 중대하고 신속한 조사절차가 요구되는 경우에는 매매심리 절차가 진행중인 것이라도 직접 검찰에 수사의뢰를 할 수 있도록 하는 방안도 필요할 것이다. 위법성 혐의가 있는 중대한 사안에 대하여는 어차피 금융감독기관인 공적 규제기관에서도 최종적인 위법성 판단을 하지 못하고 검찰에 넘겨야 하므로 차라리 위 공적 규제기관을 거치지 않고 자율 규제기관에서 직접 검찰에 수사의뢰하는 것이 보다 효율적이고 신속한 처리방식일 수 있을 것이다. 위와 같은 신속한 처리절차는 곧 시세조종 등 그 불법행위가 장기간 계속되는 사안에 대하여는 위법성 요건이 충족이 확인되기 전인 초기단계에서 즉시 매매 거래정지 등 중지명령을 내릴 수 있는 장점도 있을 것이다.

2. 공적 규제기관의 조사권을 준사법권으로 격상 필요

우리나라도 향후 급증하고 다양한 금융범죄를 사전에 예방하고 철저히 감독하기 위하여는 국가감독기관인 금융감독원에 경찰처럼 현장에서 관계서류 등을 압수하고 강제소환하여 수사까지 할 수 있도록 제도적 장치를 마련하여야할 것이다. 예를 들어 공정거래위원회의 경우 조사권에 불응하는 경우 과태료를 부과⁶⁰⁾하고 있으며 국세청, 관세청, 산림청 등은 특별사법경찰권이

부여되어 있어 강제조사 및 압수수색을 실시하고 이에 불응하거나 사안이 중대하면 조사중에도 즉시 검찰에 수사의뢰할 수 있고 중대한 사안에 대하여는 처음부터 검찰이 지휘하도록 규정되어 있어 검찰에서는 위 특별사법경찰관서로부터 고발된 사안들에 대하여는 별도의 재조사를 하지 않고도 혐의가 인정되면 법원에 기소하고 있다. 따라서 향후 사이버거래, 대체거래시스템, 투자펀드 등 각종 새롭고 고도화된 증권관련 불공정행위를 사전에 예방하고 적발되면 적시제재 조치를 취하기 위하여는 보다 더 강력한 감독기관에 권한이 부여되어야 할 것이고 위 금융감독기관에 최소한 국세청, 관세청, 산림청 같은 수준의 특별사법경찰권 정도는 부여되어야 할 것으로 생각된다.

3. 손해배상책임의 강화 및 집단소송제의 확대 실시

불공정거래 행위로 인하여 손해를 입은 일반 소액 투자자들의 경우 피해를 구제 받을 방법이 별로 없으며 일일이 개별적 민사 손해배상청구 소송을 제기하여 받아내야 하는 어려움이 있다. 또한 손해배상액도 미약한 수준이다. 이에 대하여 사법당국은 불공정거래를 입증하는 것이 어렵기 때문에 비교적 가벼운 처벌 밖에 내릴 수 없다고 말하고 있다. 실제로 증권거래법에 규정되어 있는 3배의 벌금제도는 아직까지 한번도 적용된 적이 없다. 미국의 경우는 부당이득은 전액 환수하고 그에 상응하는 금액의 벌금까지 부과하는 등 엄중한 처벌을 하고 있어 내부자거래를 억제하는데 효과를 거두고 있다.

따라서 우리나라도 불공정거래에 대하여는 형사재제에 이어 민사제재로

60) 공정거래법 제 69조의 2 에서는 공정거래위원회가 범 위반 행위의 조사에 불응·방해 또는 거부행위에 대하여 과태료 처분을 내릴 수 있다.

시의 손해배상책임을 강력하게 물어야 할 것이다. 이를 위해서는 소액의 개인투자자들 개개인이 일일이 민사소송을 통하여 승소판결을 받아내기는 힘들 뿐만 아니라 소송이 남발되고 중복되는 불필요한 점이 있다. 이런 점을 고려하여 최근 부분적으로 실시하고 있는 증권관련 집단소송제를 더욱 더 확대 실시하여 내부자거래에 대하여는 엄격한 법 적용이 있어야 될 것이다.

4. 제보자 포상금 지급액 상향 조정 및 내부신고제도의 활성화

미국에서는 증권관리위원회(SEC) 또는 검찰총장이 징수한 민사제재금의 10% 범위 내에서 내부자거래 제보자에 대한 포상금(bounty)이 지급될 수 있도록 마련하고 있다. 다만, SEC·자율규제기관(SRO)·법무부 등의 임직원은 포상금 지급대상에서 제외되며 그 구체적인 지급액수는 SEC의 재량에 의하여 결정된다. 그러므로 미국의 SEC는 상당수 제보에 의하여 내부자거래 적발사례가 많다.

따라서 우리나라도 충분한 경제적 보상은 내부자거래에 대한 단서나 증거를 보유하고 있는 사람에게서는 효과적인 제보 유인으로 작용할 수 있을 것이다. 미국의 SEC와 같이 감독기관의 재량으로 내부자거래에 대한 정보제공자에게 포상금을 지급하는 것도 내부자거래를 적발하는데 있어, 또한 나아가서 내부자거래를 사전 억제하는데 보다 큰 역할도 할 수 있을 것이다.

그러므로 제보자에 대한 포상금을 대폭 상향조정하여 제보의 활성화를 도모할 필요가 있을 것이다. 위 미국의 경우와 같이 위반자에 부과되는 벌금액에 연동시켜 일정률을 한도로 포상금에 대한 인센티브를 제공하는 것도 좋은

방안이 될 수 있을 것이다.

또한 기업의 자체 내부자거래 예방대책으로 기업 스스로 “내부신고제도”를 활성화시켜야 할 것이다. 그러기 위해서는 기업에서 자체 운영 중인 내부관리제도를 적극 활용하여 내부정보에 접할 가능성이 있는 부서와 자금운용·주식투자를 관장하는 부서 간에 소위 정보의 장벽(Chinness Wall)을 형성하여 정보의 유출을 사전에 차단하고 기업 내 내부신고제도(whistle-blowing)를 적극 운영하여 사전에 내부자거래 등 불공정거래 행위를 예방하는데 힘써야 할 것이다.

제 VI 장 요약 및 결론

기업의 주주나 임직원과 같은 내부자가 미공개정보를 이용하거나 다른 사람으로 하여금 이를 이용하도록 하는 내부자거래는 내부자가 우월한 정보를 이용하여 증권시장의 공정한 게임의 법칙을 위반하여 시장의 신뢰를 잃어버리면 증권시장의 존립자체가 위태롭기 때문에 엄격한 제한이 필요한 것이다.

내부자거래는 전형적인 화이트칼라 범죄로 이는 법문상 징역과 벌금형으로 이루어져 있으나 은밀히 이루어지는 내부자거래를 적발하기가 쉽지 않은 현실이다. 정보화사회의 발달로 고도화되고 지능적인 내부자거래 등 불공정 거래 행위를 사전에 예방하고 피해를 미연에 방지하기 위해서는 그에 따른 법제를 정비하고 그 위반자에 대하여 엄정한 제재가 따르도록 계속 노력하여야 할 것이나 현행 내부자거래 규제에 관한 법제 및 실질적 규제는 일부에 미치지 못하는 것 같아 이를 더욱 더 발전시켜 실효적으로 규제하기 위한 방안을 제시하고자 한다.

첫째, 공적 규제기관과 자율 규제기관 간의 중복규제를 효율적으로 관리하고 공적 규제기관과 검찰의 중복적인 조사를 지양하기 위하여 금융 전문기관인 금융감독원에 조사권을 단일화시켜 조사기간을 단축시켜야 할 것이며 그러기 위하여는 금융감독원에 검사와 수사관을 파견하여 상시주재하면서 초동조사 단계부터 합동으로 조사를 실시하고 그 혐의가 인정되어 곧 바로 법원

에 기소한다면 현행과 같이 검찰에 고발된 후 재수사하는 불필요한 기간을 단축시켜 형사제재의 적시성(適時性)을 유지할 수 있도록 하여야 할 것이다.

둘째, 공적 규제기관인 금융감독원에 준사법권을 부여하여 강력한 강제소환 등 수사권을 부여하여 사전에 불공정거래 행위를 철저히 예방하여야 할 것이며, 공적 규제 감독기관인 금융감독원으로 하여금 강력한 조사활동을 위해서 현재 국세청·관세청·산림청 등에 부여된 특별사법경찰권을 부여하여 강력한 단속과 규제가 병행되어야 할 것이다.

셋째, 개인 투자자의 소액 손실에 대하여는 피해자 개개인의 손해배상 청구권의 행사가 쉽지않은 현실에 비추어 별도의 손해배상청구 방법이 마련되어야 한다. 이는 피해자의 구제라는 측면에서 볼때 아직도 피해자의 권리행사를 위한 현행법의 내용이 미비하여 그 제도적 기능이 어렵기 때문에 손쉽게 권리구제를 받을 수 있는 절차규정의 완비가 필요함을 말한다. 또 금융감독원으로 하여금 피해자의 손해배상청구소송 및 그 수행을 도모할 수 있도록 제도적 장치가 필요한 바, 2005년 1월부터 부분적으로 시행에 들어간 증권관련 집단소송제의 전면적인 확대 실시가 필요할 것이다.

넷째, 내부자거래를 조기에 차단하기 위해서는 내부자에 의한 신고나 일반인의 제보에 의하여 단서를 포착하여 적발하는 사례가 대다수를 차지하고 있으므로 제보를 활성화 시켜야 할 것이다. 그러나 현행 제보자에 대한 포상금의 최고 한도금액은 500만원으로 내부자거래로 인하여 얻을 차익에 비하면 턱없이 적은 금액이다. 이에 제보자에 대한 포상금을 대폭 상향 조정해야 할

것이다. 또한 위와 더불어 내부관리제도를 활성화하여 상장·협회등록법인
이나 증권회사의 사내조직의 분담을 통하여 내부정보에 접할 가능성이 있는
부서와 자금운용, 주식투자를 관장하는 부서간에 소위 정보의 장벽(Chiness
Wall)을 형성하여 정보의 유출을 차단케 되므로 내부자거래의 사전예방에 효
율적인 기능을 수행하게 하여야 할 것이다. 그러기 위해서는 기업 스스로 내
부신고제도(whistle-blowing)를 적극 추진하여야 할 것이다.

마지막으로, 내부자거래의 사전예방을 위해서는 기업인의 윤리경영과 투
명 경영의 실천이 무엇보다 필요할 것으로 생각된다.

【 참고 문헌 】

I. 국내문헌

금융감독원, 『증권시장의 불공정거래 규제』, 2002.

금융감독원 보도자료, “2002년 불공정거래 근절을 위한 조사업무 운용 방안”, 2002.

금융감독원, 불공정거래 조사업무 처리절차, 2003.

금융감독위원회, 『증권시장 불공정거래 판례집』, 2002.

금융감독위원회 보도자료, “불공정거래 조사 효율화 방안”, 2002.

박민섭, “증권거래법상의 내부자거래에 대한 민사책임”, 『증권권연구』 제 1권 제 1호, 한국증권법학회, 2000.

김건식, “내부자거래 규제의 이론적 기초”, 『증권학회지』 제 2집, 2001.

남장우, “회사관계인의 내부자거래에 대한 민사책임”, 『안암법학』 제 7호, 1998.

노태약, “증권거래법상 미공개 내부정보에 관하여”, 『증권법 연구』 제 2권 제 1호, 한국증권 법학회, 2001.

박삼철, “증권거래법상의 내부자거래 규제에 관한 연구”, 고려대학교 석사학위논문, 1998.

박임출, “내부자거래 규제에 관한 비교법적 연구”, 성균관대학교 박사학위논문, 2003.

- 성희환, “공매도 규제의 개선방안에 관한 고찰”, 증권거래소, 『주식』 제 415호, 2003.
- 윤승한, 『증권거래법』, 삼일인포마인, 2002.
- 임재연, 『증권거래법』, 박영사, 2002.
- 이준섭, “증권시장의 불공정거래 행위 규제의 문제점과 개선방안” -자율 규제 기능과 국가감독 기능을 중심으로-, 『증권법연구』 제 2권 제 1호, 한국증권법학회, 2001.
- 전홍렬, 『증권거래법 해설』, 넥서스, 1997.
- 전용훈, “내부자거래 규제방안에 관한 연구”, 경기대학교 석사학위논문, 2004.
- 정준우, “내부자의 미공개정보 이용 규제”, 『상사법 연구』 제 20권 제 2호, 2001.
- 하삼주, “미국법상 내부자거래 규제론”, 『상사법 연구』 제 20권 제 2호, 2001.

II. 외국 문헌

- Amchen, Steven, Cordova, Jessica and Cicero, Paul, "Securities Fraud", 39 *American Criminal Law Review* 1037, Spring, 2002.
- Lee, Ian B, "Fairness and Insider Trading", 2002 *Columbia Business*

Law Review 119, 2002.

Loss, Louis and Seligman, Joel, *Fundamentals of Securities Regulation*, Aspen Law & Business, 2001.

Mayson, Stephen, French, Derek and Ryan, Christopher, *Company Law*, Nineteenth Edition, 2002-2003.

【 ABSTRACT 】

**The Effective Improvement of the Regulations
on Insider Tradings**

Cho, Jae-Sang

Department of Information Management

Graduate School of Business Administration

Pukyong National University

A stock market is one of the representative market-based organizations of the capitalistic economic system. It enables enterprises to issue stocks and raise a long-term fund with a high quality and individuals to manage their financial status with stability. It plays an important role for the government to distribute the national wealth from the development of the economy to the people equally and realize the democracy of the economic system.

However, insider trading that stockholders of enterprises or stock company staffs take advantage of non-public information or let others abuse it violates the law of fairness in the sales of stocks and damages the creditability of the stock market. In other words, since insider trading threatens the fundamentals of the stock market, strict regulations is

required. Insider trading is a typical white-collar crime. It is often secretly committed and hard to investigate despite the rules to put the violated into jail and impose a fine on them in the law.

To prevent an unfair deal like an intellectual insider trading in advance in the highly developed information society, the related law needs to be reviewed and rigid restrictions made for the violated to be punished. In other words, the current regulations on insider trading are beyond the actual status of illegal stock sales and a new law to regulate it more efficiently is required. In this thesis, the problems of procedural regulations and supervision will be examined against the applicable, realistic rules and solutions suggested

First, the Financial Supervisory Service needs to investigate the status of illegal stock sales in a short time without cooperation with the police in order to reduce the period of supervision and avoid the inconvenience of double regulations of official and voluntary organizations. For an efficient investigation, prosecutors and investigators should be dispatched to the Financial Supervisory Service as a resident examiner and inquire into a criminal act jointly from the beginning of search. After legal proceeding, the extra period of re-examination can be reduced and a criminal policy carried out opportunely.

Second, the power of jurisdiction and criminal investigation needs to be vested in the Financial Supervisory Service so that they can issue a summons against a criminal and prevent unfair transactions previously. For a strong investigation against illegal dealings, the special judicial power should be granted to the Financial Supervisory Service, which the

Office of National Tax Administration, the Office of Customs Administration, and the Office of Forestry have been invested with until now.

Third, it is not easy for individuals to demand compensation for damages against a trifling loss. To prevent such an ill effect, a special reparation policy needs to be made. In terms of relief from damages, victims cannot still exercise their rights because of institutional inertia and imperfect means of the standing rules, and the regulations defining the compensation security should be revised for an easy settlement. The collective acts of legal proceedings connected with stocks should come into force extensively, which has been enforced from January 2005.

Forth, since the case of insider trading is often exposed on complaint of an insider or the general public, the social indictment of contemporary financial immorality needs to be activated. However, the maximum amount of money in reward of an accusation comes to 5 million won under the present system, which is not sufficient in comparison with marginal profits of insider trading. The reward should be adjusted realistically.

In addition, enterprises need to form the Chinese Wall between the departments for the inside information through the distribution of inner organizations and the internal management system and the stock investment, intercept the outflow of information in advance, and activate the whistle-blowing institution.

Finally, it is essential to put the moral and clear management of enterprises for the prevention of insider tradings.