

內部者去來 防止制度의 改善

李 天 杓

우리나라에서는 시장감시체제의 미비, 규제기관의 권한 미흡, 自律規制를 실시하는 자율규제기관의 부재, 公示制度의 미흡, 피해자 보호제도의 미비 등 內部者去來를 방지하고 규제하려는 제도가 불완전하고 불충분하다.

자본시장의 비중이 더욱 커지고 또 외국인들도 참여할 수 있게끔 개방이 진행되는 상황에서 이러한 미비점을 시급히 보완하는 것이 필요하다.

그 보완방법으로는 공시제도 충실화, 규제기관의 정비 및 권한 강화, 자율규제제도의 활용, 관련 쟁송법제의 정비 등을 들 수 있다.

1. 內部者去來의 意味와 그 規制에 대한 贊反論議

1.1. 意味

내부자거래란 증권시장에서 일반적 거래자에 비해 우월한 정보를 가지고 있어 내부자로 지칭되는 사람들이 행하는 거래를 말한다. 내부자들은 정의상 다른 거래자들보다 우월한 정보를 가지고 있고 이를 바탕으로 하여 거래를 한다. 때문에 이들은 거래를 통해 이익을 보게 될 가능성이 많다. 그리고 그 이면에서 다른 거래자들은 손해를 보게 되기 쉽다. 이러한 상황은 공평하지 않다.

본래 증권시장은 각종 시장 중 완전경쟁시장의 예로서도 적시되었던 곳이다. 완전경쟁 시장에서는 어느 거래자가 다른 거래자에 비해 더 많고 확실한 정보를 가져서는 안 된다. 또 누구든 완전한 정보를 가지고 있어야 한다. 그러한 즉 모두가 완전한 정보를 가지고 있어야 한다는 이러한 완전경쟁시장의 전제가, 비록 증권시장에서 문자 그대로 충족될 수는 없다고 하더라도, 최소한 모든 거래자가 균등한 정보를 갖게 되는 정도로는 되어야 한다. 그런데 내부자거래가 있게 되면 이러한 필요조건이 충족되지 못하게 된다. 내부자거래가 문제되는 시장에서는 거래를 통해 내부자들은 이익을 보게 되나 그렇지 못한 거래자들은 손해를 보게 된다. 나아가 이렇게 손해를 보는 거래자들은 장기적으로 증권시장에서 이탈하게 되고, 이렇게 될 경우 자본주의경제체제에서 가장 효율적인 자본동원의 파이프라인이라고 평가받는 증권시장은 그 본래의 역할을 제대로 수행할 수 없게 된다. 자본동원의 메커니즘이 위축되거나 마비되어 경제성장이 어려워지게 된다. 이렇게 바람직하지

않은 사태가 나타나는 것은 방지되어야 하고, 이를 위해서는 내부자거래가 일어날 소지를 없애야 한다. 내부자거래 방지장치를 가질 수 있어야 한다.

1.2. 贊反論議

이런 시각과는 상반되게 내부자거래를 통해 정보가 流出되어 평균적인 투자위험 (average investment risk)이 감소함으로써 결과적으로 평균적인 투자를 증가시킨다는 주장도 없는 것은 아니다. 그러나 내부자거래가 투자를 증진시킨다는 이러한 주장은 公示制度의 실패를 전제로 한 결과라고 여겨진다. 즉, 공시제도에 의한 정보전달에는 일정정도의 時間差가 불가피하게 존재한다는 것을 전제하고 이 기간 동안에 내부자가 미공개내부정보를 이용하여 거래하는 것이 거래를 활발하게 하고 그 결과 자본동원이 가능하게 된다는 사정을 특히 상정한 것이라 보여진다.

이러한 쟁점의 타당성여부는 결국 공시제도의 운영양태에 의존한다 할 것이다. 공시가 없다면 去來를 斷念하게 되어 거래가 중단될 수 있다. 공시가 불충분할 때에는 거래가 활발하지 못할 것이니 내부자거래를 용인함으로써 거래가 활발히 일어나게끔 하려고 할 수 있다. 그러나 정보 전달의 방법으로는 내부자거래에 의한 간접적인 방법보다 공시제도를 활용하는 것이 더 정당하고 바람직스럽다. 내부자거래에 의한 간접적인 정보전달은 전술한 바 불공평한 결과를 가져오기 때문이다.

이러한 찬반논의는 결국 어떻게 하여야 투자자를 적의 보호하면서 경제발전에 필요한 자본을 가장 적절히 동원할 수 있는냐는 최종목적에 의해 판별되어야 한다. 기왕의 미흡한 제도를 개선해 가는 과정에서 장기적으로 직접금융을 활성화시킬 수 있다면 이를 위한 내부자규제제도는 마땅히 제도화되어야 할 것이다.

내부자거래의 방지장치는 나라마다 동일하지 않다. 내부자거래의 본질에 대한 이해가 다르고 이로부터의 폐해의 심각성에 대한 인식도 나라마다 다르기 때문이다. 우리나라의 경우 내부자거래방지제도를 계속 강화해왔다고는 할 수 있으나 아직 그 정도는 철저하지 못하다. 때문에 경쟁적인 자본시장을 조성하고 있지 못해 직접금융방식의 자본동원에 성공적이라 하기 어렵다. 이하에서는 이러한 인식을 출발점으로 하여 미국의 내부자거래방지제도를 검토하면서 우리의 제도를 어떻게 정비하고 개선할 수 있겠는지를 강구해 보려 한다. 이를 통해 우리의 증권시장을 자본동원기구로서의 기능에 합당하게끔 전화시키는 데 기여하고자 한다.

미국에서는 내부자거래를 애초에 일반적인 사기죄로 처리하였다. 타인 소유의 정보를 사용하여 자신의 이익을 취하는 것은 타인 소유의 재화를 그 대가를 지불하지 않고 사용하여 이익을 취하는 것과 같다고 보았기 때문이다. 주식회사의 소유자는 주주이고 회사의

중요정보는 주주의 것인데 정보의 소유자가 아닌 임직원이 주주를 상대로 그 정보를 이용하여 이익을 취하는 것은 위법이라는 점을 근거로 하여 내부자거래를 규제하기 시작한 것이다.

내부자거래 문제는 순수하게 경제적인 입장에서 경제적인 효용을 고려하여 다루어야 하며 특히 내부자거래는 경제적으로 효용을 가져다주는 것이므로 허용해야 한다는 주장도 없지 않다. 즉, 내부자거래는 실질적으로 被害者가 없는 犯罪(victimless crime)로서 증권 시장에 별 害를 끼치지 않으면서 증권시장에 더 많은 정보를 유입시켜 증권가격이 그것의 實質價値(intrinsic value)에 가깝게 형성되도록 하는 데 도움을 준다고 보는 것이다. 이는 회사에게 비용 지출을 요구하지 않으면서 사실상 이익을 가져오기 때문에 실질적으로 주주에게도 이익이 된다고 볼 수 있다.⁽¹⁾

현재 전세계적으로 내부자거래 규제를 강화하는 추세이다. 특히 1990년대에 들어와 국제적 자본이동의 급격한 증가로 국제적 내부자거래를 규제하기 위한 조치도 시도되고 있다. 미국에서는 1984년 이후 각종의 새로운 입법을 하였고 일본에서는 1988년 증권거래법 改正時 내부자거래 규제조항을 대폭 수정하여 새로운 규제 체제를 수립하였으며 영국에서는 1986년 내부자거래 관련 규제조항을 신설·수정하여 규제를 강화하였다.

그리고 독일의 경우 아직 독립적인 규제법률은 없으나 규제기관의 권한 강화와 조사요원의 대규모 증원을 통하여 증권 불공정거래의 규제에 실효성을 확보하려 하고 있다. 또한 국제적 증권 불공정거래가 주로 스위스 은행을 매개로 하여 발생하고 있다는 의심이 일게 되자 스위스에서는 형법에 내부자거래 규제조항을 신설하였다.

우리나라에서도 1991년 증권거래법 개정시 내부자거래 규제 관련 조항을 정비하고 制裁도 강화하는 등의 조치를 취하였다. 그러나 여전히 내부자거래가 효율적으로 규제되고 있지는 않다고 여겨진다. 그러므로 각국의 규제제도를 검토함으로써 우리나라 규제제도를 개선할 여지를 찾을 필요가 있다고 할 수 있다. 이를 위해 내부자거래를 최초로 그리고 가장 엄격하고 효율적으로 규제하고 있는 미국의 규제제도를 특히 염두에 두고 우리나라 제도 개선에 참고할 수 있는 점을 찾아보려 한다.

금융자유화, 자본자유화, 그리고 이른바 'IMF體制' 하에서 여러 가지 종류의 금융제도 상 변혁을 한편으로는 스스로 꾀하고 있고, 다른 편으로는 강요당하고 있는 것이 현재 우리의 사정이다. 이런 상황에서 우리는 어차피 증권시장 관련 제도를 정비하지 않으면 안

(1) 내부자거래 규제논쟁의 진행과는 상관없이 전세계적으로 내부자거래 규제를 강화하는 추세이다. 미국, 영국, 일본, 프랑스, 스위스, 캐나다, 독일 등의 국가에서 1985년 이후에 내부자거래 규제를 강화하는 법률을 제정하거나 규제주체의 신설 및 권한을 강화하는 조치가 있었다.

된다. 그리고 증권시장에서 여러 규제완화 조치가 단행되어 시장환경이 근본적으로 바뀌게 되면 이른바 적대적 M&A, 그린메일, LBO(leverage buy out) 등 우리에게는 새로운 현상들이 나타나게 될 것이다. 이러한 현상에 적응하고, 특히 그런 것에 의한 피해를 회피할 수 있기 위해서는 증권시장의 제규칙을 잘 정비해 두어야 하겠다. 이 중 공시제도를 보다 충실히 하는 것과 쌍을 이루는 것이 내부자거래의 방지장치이다. 이 장치의 정비는 규제완화와 더불어 시행되어야 할 再規制(reregulation)의 하나이면서 그것의 가장 핵심적인 인자라 할 수 있다. 내부자거래 방지제도를 갖추어야 하는 현실적 이유가 여기에 있는 것이다.

2. 韓國의 內部者去來 規制制度 및 規制現況

2.1. 概觀

우리나라의 내부자거래 규제는 1976년 증권거래법 개정시 상장법인의 임직원, 주요 주주의 단기매매차익반환의무, 공매도금지 조항을 법에 신설함으로써 시작되었다. 그 후 몇 차례의 개정을 거쳐 1991년 내부자거래에 대한 통일적인 규제체제를 갖추게 되었다.⁽²⁾ 우리나라는 내부자거래 규제에 대한 전체적인 틀을 제시하고 있는 포괄적 규제조항을 가지고 있다는 점에서 미국을 제외한 다른 국가와 비교해 보아서는 비교적 엄격한 규제제도를 가지고 있다고 할 수 있다.⁽³⁾ 그러나 우리나라의 내부자거래 규제는 법규정으로만 엄격할 뿐 실효성은 거의 없다는 것이 일반적인 지적이다. 이는 기본적으로 미국, 일본 등

(2) 1982년 단기매매차익반환 청구권자에 증권관리위원회를 포함시키고 상장법인의 주요 주주 및 임원에 대하여 자사주식의 소유와 소유변동사항을 증권거래소와 증권관리위원회에 보고할 의무를 부과하였으며 1987년 단기매매차익의 반환에서 내부정보 이용의 立證 책임을 내부자에게로 전환시켰다 그리고 미공개정보를 이용한 거래를 규제할 수 있는 포괄적 규정을 신설하였고 이의 위반시 처벌을 가할 수 있는 制裁규정도 만들었다. 이어 1991년 증권거래법 개정시 단기매매차익을 미공개정보의 이용에 관계없이 반환하도록 하였고 내부자의 범위, 내부정보의 범위, 정보공개시기등을 구체적으로 제시하고 처벌규정을 강화함으로써 내부자거래 규제의 통일적인 체계를 확립하였다. 이후 1994년에 증권거래법 개정이 있었으나 내부자거래와 직접적인 관련이 있는 것은 아니었다.

(3) 예를 들면 독일의 경우는 내부자거래에 대한 규제법률이 없고 증권거래소 등의 자율규제에 의하고 있다 그리고 증권거래소의 자율규제도 그리 엄격하지 않다. 주요주주는 25% 이상의 주식을 소유한 주주를 말하는데 실제 대기업에 있어서 25% 이상의 지분을 지니고 있는 주주는 거의 존재하지 않을 것으로 생각된다. 그리고 내부자거래가 적발되어도 단지 이익의 반환만 하면 되고 위반사항에 대해서도 그 정도가 아주 클 경우에만 공표한다고 한다. 스위스의 경우는 내부자는 단지 회사내부자만을 의미하고 準내부자, 정보수령자는 내부자의 범위에 포함되지 않고 피해자가 배상을 받을 수 있는 권리구제의 방법이 없다. 일본에서도 피해자가 권리구제를 할 수 있는 조항이 증권거래법에 명시되어 있지 않으며 영국에서도 마찬가지이다.

선진국의 법체계만을 수용했을 뿐 실질적으로 규제의 실효성을 확보할 수 있는 제반장치가 없다는 것과 우리나라의 證市環境이 내부자거래등의 불공정거래가 비교적 발생하기 쉬운 조건을 지니고 있다는 것에 기인한다고 할 수 있다. 즉, 우리나라에서는 資本市場의 短期育成政策에서 비롯한 대주주 1인에 대한 주식의 집중(동시에 대주주의 과다 보유), 소유와 경영의 일치라는 기업지배구조에서 발생하는 바 기업의사결정의 1인 경영자(동시에 대주주)에 의한 독점, 이에 따른 회사의 중요 내부정보의 독점이 일반적이다. 이런 사정하에서는 내부자거래가 쉽게 발생할 수 있고 발생하더라도 적발이 쉽지 않다. 그리고 내부자거래 규제의 사전적 예방조치를 취해야 할 주체로서 중요한 증권회사, 일반상장회사가 자율규제를 거의 시행하지 않고 있다. 또한 기업공시의 제도적 未備, 규정 위반시 제재가 지나치게 관대한 것 등의 이유로 내부자거래와 表裏의 관계에 있는 기업내용공시 제도가 제대로 운영되지 않고 있어 不誠實公示가 漫然하고 있다. 더우기 내부자거래 규제 주체인 증권관리위원회(증권감독원)의 권한도 미약하여 강제조사권조차 없는 상태이다. 그리고 증권거래법에 내부자거래의 피해자에 대한 손해배상책임을 규정하고 있으나 피해자가 소송을 제기할 수 있는 현실적인 여건이 조성되어 있지 않아서 피해자의 權利救濟에 의한 간접적인 규제효과를 기대할 수도 없는 형편이다.

위의 이유들로 해서 법률상의 내부자거래 규제조항은 死文化된 조항이 되어 있고 이것이 증권시장의 거래 공정성에 대한 일반투자자의 不信을 오히려 加重시키는 결과를 가져오고 있다.

2.2. 關聯 法律

현행 내부자거래 규제관련 조항은 증권거래법 제188조에 수록되어 있다.⁽⁴⁾ 내부자거래 금지의 포괄적 규정으로서 미공개 내부정보를 이용한 증권매매 금지, 공매도 금지, 단기 매매차익반환의무, 소유주식변동사항 보고의무, 내부자거래 피해자에 대한 손해배상책임 규정, 내부자거래 행위자에 대한 처벌 규정 등이 그것이다.

2.2.1. 內部者의 範圍

내부자는 회사내부자, 準내부자, 정보수령인으로 구분되어 있다. 그리고 1년 이내에 회사내부자 또는 준내부자였던 사람을 元內部者라고 하여 내부자에 포함시키고 있다. 위에 규정된 내부자가 미공개 내부정보를 職務와 관련하여 取得한 경우에만 내부자거래의 構成要件을 충족하는 것으로 규정되어 있어 직무와 관련이 없는 내부정보 취득과 이를 이용한 증권거래에서는 내부자거래가 문제되지 않는다.

(4) 내부자거래 행위자에 대한 처벌규정은 증권거래법 제208조, 공매도금지 규정은 제209조, 소유주식상황 보고의무조항은 제210조에 수록되어 있다.

이에 비해 미국에서는 내부자의 범위를 법률에 명시하지 않고 判例와 SEC의 심의에 의해서 결정하고 있다. 미국에서 학설이나 판례로서 인정되는 내부자의 범위는 다음과 같이 상당히 넓다. 本來的 내부자로서는 회사임직원, 지배주주(10% 이상의 주식소유자) 등 회사의 비밀정보를 직접 접할 수 있는 자가 있으며 準내부자로는 회사와 특별한 관계에 있는 고문변호사, 회계사, 거래은행, 증권회사 등이 있다. 정보전달자(Tipper), 정보수령인(Tippee)은 회사의 중요한 정보를 제3자에게 전달하거나 수령한 자로서 이들의 책임은 정보의 원천에 대한 인식, 정보의 중요성, 정보가 유포된 범위, 정보의 정확성 등을 고려하여 결정되고 있다.

2.2.2. 内部情報의 範圍

증권거래법에서 중요정보는 “去來法 第186條 1項에 該當하는 事實에 관한 정보 중 投資判斷에 中대한 影響을 미칠 수 있는 事實”로 규정하고 있다.⁽⁵⁾ 반면 미국은 중요성의 판단과 관련된 판례에서 “一般投資者가 그 정보를 그의 投資決定에 있어 중요한 것이라고 인정할 蓋然性이 있으면 그 사실은 중요하며 그 정보가 公示되면 一般投資者가 정보의 主體意味가 변화한다고 볼 蓋然性을 가지고 있어야 한다”고 판단의 기준을 확립하였다. 이에 더해서 “그러한 情報은 證券의 市場價格에 상당한(substantial) 影響을 미쳐야 한다”라는 추가적인 기준을 첨가하였다. 즉, 투자자의 입장에서 중요성의 판단과 그것의 현실적 發現으로서 시장가격의 변화가 내부정보의 성립에 요구되는 조건이라고 할 수 있다.⁽⁶⁾ 이를 볼 때 우리나라의 내부정보 규정은 미국에 못미치는 것이라 할 수 있다. 우선 중요사실을 구체적으로 열거하면서 동시에 법인 경영에 중요한 영향을 미치는 사실을 포함할 수

-
- (5) 구체적으로 규정하고 있는 중요사실은 다음과 같다. 발행어음/수표의 不渡, 은행과의 거래정지, 영업의 정지, 회사정리절차개시신청, 사업목적 변경, 재해로 인한 막대한 손실, 상장유가증권 가격에 중대한 영향을 미칠 소송의 제기, 법률에 의한 해산사유의 발생, 영업의 양도, 영업 임대/경영 임대, 특별한 사유에 의한 조업의 중단, 增資/減資에 대한 이사회 결의, 은행관리개시, 자기주식취득/처분에 관한 결정 등.
- (6) 판례에 의해 확립된 중요한 내부정보에는 회사의 위법행위사실, 유망한 광맥의 발견, 합병계획, 재무내용의 악화, 공개매수대상이 되는 회사명 등이 있다. 내부정보의 범위와 관련하여 당해 회사의 내부에서 발생한 정보가 아니면서 당해회사의 주가에 현저한 영향을 주는 市場情報(market information)가 있다. 시장정보에는 공개매수정보, 회사합병정보, 기관투자자의 특정종목 대량매수·매도 정보, 대상회사의 상품 대량매수주문 등의 수 많은 정보가 포함될 수 있다. 시장정보는 회사의 외부에서 발생하므로 이 시장정보를 먼저 知得하여 매매에 이용할 수 있는 사람은 대상회사의 내부자가 아니고 외부자들이다. 회사의 내부자가 외부정보인 시장정보를 이용해서 매매를 했을 경우 내부자거래로 처벌해야 하는가에 대해서 논란이 있었다. 왜냐하면 시장정보는 회사의 외부에서 발생하므로 회사의 내부자라고 해서 다른 주주나 일반투자자보다 정보접근가능성이 많은 것은 아니기 때문이다. 이에 대한 미국의 판례는 대체로 시장정보도 내부정보에 포함시키는 쪽으로 결론지어진다

있도록 하는 포괄적 규정을 두고 있다. 그리고 市場情報 중에서 공개매수에 관한 사항은 특별히 내부자거래 규제대상으로 하고 있다.

중요정보의 공개시점도 구체적으로 정해져 있다. 즉, i) 증권관리위원회와 증권거래소에 보고된 신고서 등의 서류에 있는 정보는 공시자료실에 備置된 날로부터 1일 경과후, ii) 언론을 통한 보도의 경우에는 전국일원을 보도지역으로 하는 2개 이상의 신문에 掲載된 날로부터 1일 경과후, iii) 증권거래소에 신고하여 公示放送網으로 공시된 후 24시간 경과후 등으로 公開時點을 규정하고 있다.

2.2.3. 規制對象 證券·行爲

대상증권을 “上場法人과 登錄法人이 發行한 모든 有價證券”으로 규정하고 있어 株券, 轉換社債, 新株引受權附社債, 新株引受權證書 등을 포함하는 모든 유가증권이 규제대상이 되어 있다.

규제대상행위에는 내부자가 공시전에 미공개 중요정보를 증권거래에 이용하는 행위 일반이 해당하며 규제제외행위는 명시하지 않고 있다.

2.2.4. 制裁

형사처벌로서 내부자거래 행위자에게 3년 이하의 징역 또는 2,000만원 이하의 벌금을 賦課하며 兩者의 병과도 가능하다. 벌금 부과 경우에는 부당이득이 2,000만원을 초과할 경우 그 이익(회피한 손실)의 3배 이내의 벌금까지 부과할 수 있다. 그리고 민사적 制裁로서 증권거래법에 내부자거래의 피해자에 대한 손해배상책임을 명시하고 있다.

2.2.5. 會社内部者에 대한 特別規制條項

1) 空賣渡禁止

상장법인의 임직원, 주요주주는 증권거래소에 상장된 자기회사의 주식, 전환사채, 신주 인수권부사채, 이익참가부사채 등을 소유하지 않고는 이를 매도하지 못하며 이는 내부정보의 이용여부를 不問하고 금지된다.

2) 短期賣買差益 返還

상장법인 또는 등록법인의 임직원, 주요주주가 자사주식의 6개월 미만의 단기매매로 얻은 이익은 그 이익을 회사에 반환해야 한다. 이익의 청구권자는 당해법인과 증권관리위원회이며 내부정보의 사용여부에 상관없이 반환해야 한다.

3) 所有株式狀況 報告義務

상장법인의 임원과 주요주주(10% 이상 주주)는 그 지위를 획득한 날로부터 10일 이내에 자사주식소유상황을, 소유주식에 변동사항이 있을 때는 다음달 10일까지 변동내용을 증권관리위원회와 증권거래소에 보고해야 한다.

2.3. 規制主體와 行爲

2.3.1. 證券監督院

현재 우리나라에서 내부자거래등의 불공정거래 규제전담기관은 증권감독원이다.⁽⁷⁾ 증권감독원은 내부자거래 조사와 적발된 내부자거래에 대해서 제재를 가할 수 있는 일정한 권한을 가지고 있다. 증권감독원의 조사는 예비조사, 본조사로 나뉘어지고 조사의 결과에 따라 검찰에 형사고발하거나 자체적으로 제재를 한다.

2.3.2. 證券去來所의 自律規制

증권거래소에 의한 자율규제의 중심은 거래소 監理에 의한 불공정거래의 적발이다. 증권거래소에서 監理制度의 운용주체는 賣買審査部와 審理部이다. 매매심사부는 주로 추가 감시를 통하여 이상매매를 적발하며, 그 가운데서 내부자거래등 불공정거래의 소지가 있는 경우를 대상으로 심리부가 심층적인 조사를 통하여 거래의 불공정성 여부를 가리고 필요한 조치를 취한다. 거래소의 감리는 원칙적으로 회원증권사의 거래행위를 대상으로 하나, 증권사를 통하여 증권거래에 참여하고 있는 모든 투자자의 거래행위가 포함된다. 감리절차를 간략히 살펴보면 다음과 같다.

- 1) 이상거래의 징후로 보이는 가격 및 거래량의 동향포착, 이상매매에 관한 풍문이나 제보의 접수
 - 市場株價監視: 매매시간중의 이상매매상황 조사, 분석
 - 期間株價監視: 일정 기간의 이상매매상황 조사, 분석
- 2) 불공정거래의 개연성 조사
- 3) 해당회원에 대한 거래관련 자료제공 요청
- 4) 매매심리
- 5) 위반사항 발견시 회원 및 관련 임직원 조치
- 6) 회원이 아닌 내부자나 일반투자자의 불공정거래사실은 증권감독원 통보.

(7) 증권거래법상 내부자거래를 비롯한 증권관계법령 위반행위자에 대한 조사권한은 증권관리위원회에 있다(증권거래법 제128조). 그러나 증권관리위원회는 合議制 行政機關으로서 특성상 직접 조사업무를 수행하는 것은 거의 불가능하다. 따라서 증권거래법 시행령에 의해서 조사업무를 집행에 관한 사항을 증권감독원장에게 위임할 수 있도록 하고 있다(시행령 제67조). 이에 따라 증권관리위원회는 위원회가 직접 조사하거나 따로 정하는 바에 따라 조사를 실시하는 경우를 제외하고는 조사업무를 증권감독원장에게 위임하고 있어서 실질적인 조사·규제의 주체는 증권감독원이라고 할 수 있다

3. 우리 規制制度의 改善方向

앞에서 우리나라의 내부자거래 규제가 제대로 이루어지고 있다고 할 수 없음을 짐작하였다. 우리나라 내부자거래 규제의 문제점은 여러 곳에서 발견된다. 우선 내부자거래 적발의 시작이라고 할 수 있는 시장감시제도가 제대로 갖추어져 있지 않다. 그리고 내부자거래의 조사주체인 증권감독원에게 규제에 필요한 권한이 제대로 주어지지 않다. 또한 내부자거래를 미연에 방지할 수 있도록 하는 예방체제로서 증권회사등에 의한 자율규제가 시행되고 있지 않다. 동시에 내부자거래의 피해자들이 내부자거래 행위자에게 손해배상청구를 제기할 수 있는 현실적인 여건이 구비되지 않아 피해자에 의한 간접적인 규제도 기대하기 어렵다.

이와 같이 내부자거래 규제제도가 제대로 갖추어져 있지 않은 반면 우리나라의 기업지배구조는 대주주가 곧 경영자이어서 이른바 소유와 경영이 일치하는 형태가 많다. 기업정책결정이 1인 대주주(=경영자)에 의해서 좌우되고 이들에 의한 정보독점이 가능하다. 따라서 내부자거래가 일어날 개연성이 크고 내부자거래가 행해지더라도 적발되기 어려운 환경을 지니고 있다. 그리고 내부자거래 규제제도와 표리의 관계에 있는 공시제도도 제대로 시행되고 있지 않다. 증권시장의 개방이 활발하게 진행될 것으로 예측되는 현재의 시점에서 내부자거래의 규제가 이와 같이 효과적으로 이루어지지 않을 경우 국제적 내부자거래에 의한 부당이익이 횡횡하게 되고 이것이 국외로 유출되는 결과마저 가져올 수 있다.

3.1. 公示制度

내부자거래는 기업공시와 不可分의 관계에 있다. 즉, 근본적으로 내부자거래는 회사의 중요정보가 발생한 시점과 발생한 정보의 공개가 이루어지지 않고 있는 시점 사이에서 발생하는 것이므로 기업공시가 適時에 正確하게 이루어진다면 내부자거래는 발생하기 어렵게 된다고 할 수 있다.

그러나 현재 우리나라의 공시제도⁽⁸⁾는 투자에 필요한 기업정보를 적시에 투자자에게 전

(8) 현재 우리나라의 공시제도는 商法上에 의한 것과 證券去來法上에 의한 것이 있다. 상법상의 공시는 주로 회사에 대하여 채권자의 권익을 보호하는 데 초점이 맞추어져 있어서 증권거래법상의 공시에 비해서 내용이 빈약하다. 증권거래법상의 공시에는 발행시장에서의 공시와 유통시장에서의 공시로 나뉘어진다. 발행시장에서의 공시는 유가증권의 모집·매출, 상장법인인 新株 발행시 제출하는 유가증권신고서의 공시와 모집·매출시 투자자들에게 교부하는 사업설명서 및 유가증권발행실적보고서의 공시가 주된 내용을 이루고 있다. 유가증권의 발행은 정기적으로 이루어지는 것이 아니기 때문에 발행시마다 이루어지는 기업전반에 관한 일회성 공시의 형태를 취한다. 유통시장에서의 공시는 회사의 주요변동사항에 관한 자료를 정기적으로 또

달하지 못하고 있어 내부자거래가 발생할 수 있는 여지를 제공하고 있다. 즉, 공시정보의 내용 미흡, 한정된 공시매체, 불성실공시에 대한 制裁 및 불성실공시에 의한 피해자의 권리구제 미흡, 대량주식보유공시제도(5% 기준) 미흡 등에서 문제가 있다.

3.1.1. 適時公示制度

적시공시제도에 따라 유가증권의 시장가격이나 투자자의 투자판단에 영향을 미치는 중요한 회사정보가 일반에 널리 그리고 신속하게 공시되는 경우에는 내부자가 그러한 시장정보를 이용하여 부당한 이익을 취할 기회가 사전에 봉쇄된다. 이런 의미에서 적시공시제도의 충실한 운영은 내부자거래 방지의 근본적인 방법이라고 할 수 있다. 그러나 현재 우리나라의 적시공시제도는 다음의 문제점으로 해서 내부자거래 방지의 기능을 제대로 하지 못하고 있다.

1) 適時公示의 對象情報

현재 적시공시의 대상이 되는 정보는 구체적으로 법규에 “法人 經營에 상당한 影響을 미칠 情報”라고 포괄적으로 정리되어 있다.⁽⁹⁾ 논리적으로 적시공시의 대상이 되어야 할 정보는 투자자의 투자판단에 영향을 미치는 중요한 회사정보이다. 그러나 현재 증권거래법과 증권거래소의 직접공시규정에 의한 적시공시 대상정보는 그 정보가 “법인 경영에 중대한 영향을 미칠 사실”인지의 여부를 기준으로 삼고 있다. 법인 경영에 중대한 영향을 미칠 사실과 투자자의 투자판단에 영향을 미칠 사실이 실질적으로 동일한 것이라고 본다면 문제가 없지만 전자와 후자가 일치하지 않는 경우에는 문제가 생길 가능성이 많다. 나

는 수시로 투자자에게 전달하는 공시로서 자료 및 정보의 형태와 공시시기에 따라서 定期公示와 適時公示로 구분할 수 있다. 정기공시는 정기적으로 회사의 영업실적, 재무상태 등을 공시하는 것으로서 사업보고서, 半期보고서 등이 제출된다. 적시공시는 상장회사에서 수시로 발생하는 중요한 기업내용을 발생하는 즉시 공시하는 것을 말한다. 주가의 단기적인 변화는 주로 적시공시와 관계가 있고 따라서 내부자거래와도 밀접한 관계가 있다. 적시공시에는 회사관계자가 직접 공시하는 직접공시와 증권거래소 공시담당직원이 회사에서 공시내용을 전달받아 대신 투자자에게 전달하는 간접공시가 있다. 직접공시가 간접공시에 비해서 더 시급히 투자자에게 전달해야 하는 정보를 담고 있으므로 공시시한, 공시매체에서 차이가 있다. 상장회사에 관한 풍문이나 신문보도에 대하여 그 사실여부를 밝히는 照會公示는 적시공시에 속한다. 그리고 조회공시의 내용이 당해 상장법인이 의사결정과정에 있다는 것일 경우 공시일로부터 1개월 내에 해당 공시사항에 대한 확정내용 또는 進陟사항을 직접공시의 방법으로 재공시하는 미확정공시에 대한 재공시가 있다.

(9) 현재 우리나라의 증권거래법과 증권거래소의 공시규정에 의하면 일정한 사유(10가지의 구체적인 사실 열거)가 발생했을 경우 1일 이내에 직접공시(상장법인이 직접 거래소의 시황방송망을 통하여 거래소에 전화로 통보한 내용을 거래소가 녹음하여 시황방송망을 통해 공시하는 것)하도록 되어 있다. 또한 “법인 경영에 중대한 영향을 미칠 사실”의 예로서 15가지를 열거하고 열거된 사실과 그 외에 “법인 경영에 상당한 영향을 미칠 사실이 발생한 때”에는 발생후 2일 이내에 간접공시(상장법인이 신고한 내용을 거래소가 대신 공시)를 하도록 하고 있다.

아가 공시제도의 근본이념이 투자자보호를 위한 기업정보의 공개라는 것을 고려하면 현행의 공시규정은 투자자의 투자판단의 차원을 전혀 고려하지 않고 있다고 할 수 있다. 이론적으로 보아 직접공시규정에 열거된 사항 이외에 투자자의 투자판단에 중요한 영향을 미칠 수 있는 정보로는 신제품·신기술의 개발, 유망한 자원의 발견, 이익배당 및 주식배당의 결정, 대주주 支柱狀況의 變動⁽¹⁰⁾ 등을 생각할 수 있다.

2) 公示媒體

현행 우리나라 증권시장에서 사용되는 공시매체는 증권거래소의 시황방송망, 증권전산(주)의 증권정보문의단말기, 증권시장지 등 3가지가 있다. 그런데 이들 매체는 증권정보가 지녀야 할 속성⁽¹¹⁾ 중 전달의 범위나 이용의 편의성에서 불충분하다는 評이다. 즉 이들은 제한된 범위내에서만 이용할 수 있으며 그나마도 많은 투자자가 직접 접촉할 수 있는 형편이 아니다. 공시매체는 얼마나 공시정보를 신속·정확·광범하게 전달하느냐와 얼마나 접근에 공평하냐가 생명이라고 할 수 있다. 따라서 모든 투자자의 동시 접근이 가능하고 이용도 편리한 매체를 발굴하여야 할 필요가 있다 하겠다. 예컨대 기업이 중요한 정보를 직접 인터넷이나 언론기관에 공표하는 직접공시제도를 채택하면 투자자는 현재보다 수동적인 자세를 취하더라도 기업의 투자정보를 얻을 수 있다.⁽¹²⁾

3) 適時公示의 時限

증권거래법에서는 적시공시대상 발생시 증권관리위원회와 증권거래소에 신고할 시한을 '즉시'로 규정하고 있다. 그러나 증권거래소의 직접공시규정은 "직접공시사항"은 24시간 내에, "간접공시사항"은 사유발생일로부터 2일내로 정하고 있다. 이 경우 현실적으로 내부자가 그 정보를 공시하지 않고 보유할 시간을 주게 되고 이 기간중 내부자거래가 발생

(10) 5% 기준에 의해서 대량주식보유자의 공시는 행해진다. 그러나 5% 기준에 의한 공시는 공시 기한이 직접공시 규정의 기한보다 길다. 주요주주의 변동은 기업경영권에 직접적인 영향을 미칠 수 있는 것으로서(예를 들면 1995년 동부그룹에 의한 韓農(株)의 경영권 인수) 주가에 큰 영향을 줄 수 있으므로 투자자의 보호를 위해서는 직접공시사항에 포함시켜 즉각적인 공시가 이루어지도록 해야 한다.

(11) 공시정보의 요건은 다음과 같다. ① 정보는 정확하고 완전하여 투자판단 자료로서 信憑性이 있어야 한다. ② 정보는 최신의 것으로서 투자판단시기에 적합하고 장래성을 예측할 수 있어야 한다. ③ 공시되는 정보는 그것을 이용하는 자에게 쉽게 입수되고 쉽게 이해될 수 있어야 한다. ④ 정보는 공시시점에 모든 투자자가 공평하게 기업정보를 획득할 수 있어 거래의 공정성을 보장할 수 있어야 한다.

(12) 미국의 경우는 증권거래소에 대한 통보 이외에 기업이 직접 일정한 언론기관에 중요한 공시사항을 통보하도록 하고 있다. 통보언론기관은 AP, UPI 등의 통신사, New York Times, Wall Street Journal, Dow Jones & Company 등의 신문사이다. 일본도 전국적인 보도망을 갖춘 언론기관을 이용하도록 되어 있다.

할 가능성이 생긴다. 따라서 공시시한을 법률상의 ‘즉시’로 하여 내부자거래의 발생소지를 없애는 것이 필요하다. 미국의 경우는 직·간접공시사항의 구분없이 ‘적시에(timely)’, ‘즉시(immediately)’, ‘곧바로(quickly)’로 표현하고 있으며 일본의 경우도 직·간접공시를 구분없이 “즉시”하도록 규정하고 있다.

4) 照會公示

조회공시는 증권거래소가 기업내용에 관한 풍문등의 사실여부의 확인을 당해 상장법인에게 요구한 경우 이에 대하여 상장법인이 공시하는 것이다. 그리고 조회공시가 당해 상장법인이 아직 의사결정과정중에 있다는 것을 내용으로 하고 있을 경우에는 그 공시일로부터 1개월 내에 재공시를 해야 한다. 우리나라에서는 조회공시를 하는 경우가 풍문등의 확인에만 국한되어 있다. 그러나 미국에서는 풍문이 없다고 할지라도 주가 및 거래량의 이상움직임이 발견될 경우에 상장법인에게 조회공시를 요구할 수 있으며 이는 증권거래소의 철저한 시장감시체제에 의해서 뒷받침되고 있다.

또한 우리나라의 증권시장에서는 증권시장 주변에서 떠도는 풍문이 주가에 큰 영향을 끼치고 있으므로 증권거래소의 조회공시는 매우 중요한 역할을 한다고 할 수 있다. 그러나 조회공시를 할 것인지의 여부는 전적으로 증권거래소의 재량에 달려 있으므로 증권거래소가 일반투자자들이 의문시하는 풍문을 수집하지 못하거나 상장기업에 대한 공시요구에 소극적일 경우에는 투자자들은 증권거래소를 통한 더 이상의 정보취득이 원천적으로 불가능하게 되어, 단지 풍문에 의존하여 투자판단을 할 수밖에 없게 된다. 그러므로 우리나라의 증권거래소에서도 단지 풍문을 수집하여 이상상황에 대해 공시를 요구하는 소극적 조회공시에서 벗어나 이상매매 자체에 대해서 그 내용을 모르는 상태에서 주가에 영향을 주는 미공개정보가 있는지를 적극적으로 조회하여 공시함으로써 조회공시에 대한 투자자의 요구를 반영할 수 있도록 해야 할 필요가 있다.

3.1.2. 大量株式保有公示制度(5% 기준)⁽¹³⁾

주식 대량보유상황에 관한 공시제도는 어떠한 사람·집단이 특정회사가 발행한 발행주식총수의 일정비율(보통 5%) 이상을 초과하여 실질적으로 보유하게 되었거나 보유주식이 일정비율(보통 1%) 이상 변동되었을 때 주식의 보유비율, 보유목적, 취득자금의 출처 등

(13) 현행 5% Rule 제도는 상장주식의 5% 이상을 실질적으로 보유한 경우 또는 5% 이상 보유하게 된 후 1% 이상 변동시 주식소유자는 증권관리위원회와 증권거래소에 취득후 5일 이내(기관투자자는 다음달 10일 이내)에 신고하도록 하고 있으며 위반시 1년 이하의 징역 또는 500만원 이하의 벌금을 부과하도록 하고 있다. 외국의 경우를 살펴보면 영국은 3%를 기준으로 하고 있고 신고기한도 취득후 2일 이내로 규정하고 있다. 미국, 영국, 일본 등의 국가에서는 증권거래소와 증권규제기관뿐 아니라 당해 주식의 발행회사에도 신고하도록 하고 있다.

을 記載한 보고서를 감독기관과 당해회사에 제출하고 이를 일반에 閱覽시키는 제도를 말한다. 기본적으로 5% 기준 제도는 시장에 보다 많은 정보를 공급하고자 하는 공시제도의 일환으로서 도입된 것으로, 상황에 따라 차이는 있으나 대주주의 변동사항을 공표함으로써 주가에 영향을 주는 경영권의 변동에 관한 정보를 일반투자자에게 전달하고자 하는 투자자 보호의 목적과 상장회사에 대해서 자사의 대주주 변동을 신속하게 파악함으로써 경영권의 유지를 위한 대책을 세울 수 있도록 하려는 경영권 보호장치 제공의 목적을 가지고 있다 할 수 있다.

회사내부자에 대한 특별규제조항으로 회사임직원과 10% 이상의 지분을 보유하고 있는 주주에 한해서 소유주식변동사항을 보고할 의무가 있다. 그러한 즉 5% 이상 지분을 소유한 주주에게 변동사항을 보고하도록 하는 5% 기준 제도는 내부자거래의 규제에 간접적으로 기여한다고 할 수 있다. 5% 이상의 주식소유자는 기업의 의사결정에 직·간접적으로 참여할 수 있기 때문에 자신의 의지에 따라서 관련주식의 需給量을 조절할 수 있고 주가에도 영향을 미칠 수 있으므로, 그 자신이 내부정보를 생산할 수 있는 위치에 있다고 할 수 있기 때문이다. 우리나라의 5% 기준 제도는 1992년에 도입되었으나 제대로 기능을 하지 못하다가 1994년 증권거래법 개정시 강화되었으나 다음의 문제점을 지니고 있다.

1) 報告對象 有價證券

현재 5% 기준의 보고대상증권은 의결권 있는 발행주식으로 한정되고 있다. 그러나 전환사채나 신주인수권부사채등은 권리 행사에 따라 5% 이상의 의결권있는 주식으로의 변경이 가능하다. 미국의 경우는 공개회사의 모든 지분증권, 潛在證券을 공시대상으로 하고 있고 일본도 모든 상장주식, 장외등록종목, 잠재증권을 공시대상으로 하고 있다. 이를 볼 때 우리나라에서도 공시대상증권에 주식관련증서 또는 증권을 포함시키는 것이 타당하다 하겠다. 즉, 보고대상증권의 범위에 권리행사에 의해 의결권 있는 주식으로 전환 가능한 전환사채, 신주인수권부사채, 신주인수권증권(서) 등을 보고대상증권에 포함시킴으로써 5% 이상 소유자의 범위를 현실화함이 필요하다.

2) 報告對象者

우리나라의 보고의무자인 대량보유자의 보유주식수는 개인의 경우 친족등 특별관계인의 소유주식분을 그리고 법인의 경우 관계회사의 보유주식분을 합산하도록 규정하고 있다. 그러나 그러한 관계를 갖고 있지 않은 자라도 2인 이상의 주식 소유자가 합의에 의해 의결권등의 권리를 행사하는 경우에는 보고의무가 없어 5% 기준이 실효성을 상실하게 될 수 있다. 미국은 2인 이상이 파트너쉽, 제한된 파트너쉽(limited partnership), 신디케이트나 기타의 방법으로 집단행동하는 경우 그 집단은 한 사람으로 간주되어 보고의무를 가지

게 된다. 일본은 共同保有者의 개념을 도입해서 특별한 관계에 있지 않은 사람일지라도 합의에 의해서 주권행사등을 하는 경우 보고의무를 지우고 있다. 우리나라에서도 이와 마찬가지로 주식 공유의 경우 5% 기준을 적용할 수 있도록 하는 규정의 신설이 필요하다 하겠다.⁽¹⁴⁾

3.1.3 不誠實公示에 대한 制裁

불성실공시의 유형으로는 公示不履行, 公示翻覆, 公示遲延, 公示變更 등이 있다. 이 중 내부자거래와 관련이 깊은 것은 공시번복이다. 현행 증권거래소의 풍문에 대한 조회공시 요구에는 확인, 부인, 계획없음, 검토중 등의 확정공시만이 허용되고 미국의 증권거래소에서 허용되는 “no comment” 등의 공시는 허용되지 않고 있다. 따라서 일단 확(부)인을 하였다가 그것을 번복하는 경우가 많다. 더우기 조회공시후 1개월이 지난 후 앞서 한 공시를 부인하는 경우에는 현행 증권거래법상 불성실공시로 제재를 받지 않으므로 제재를 피해 공시번복을 하는 경우가 많다. 이 경우 공시번복전에 거래량이 증폭되는 경우가 많은데 이는 내부자거래가 행해지고 있을 가능성이 높다는 것을 의미한다고 할 수 있다. 불성실공시의 폐해가 내부자거래의 형태로 나타나는 것이다. 따라서 불성실공시에 대한 강한 제재와 함께 미국의 경우처럼 “no comment” 공시를 허용해야 할 것이다.

이밖에 내부자거래와 직접적인 관계는 없지만 공시제도의 개선점으로 지적될 수 있는 것으로는 회계정보중심의 탈피, 분기·임시보고서제도의 도입, 部分(segment)공시제도의 도입, 공시유보규정 신설, 소프트정보(미래예측정보)공시 등이 있다.⁽¹⁵⁾ 보다 근본적으로

(14) 그밖에 개선이 요망되는 것은 내부자거래와 직접적인 관련은 없으나 경영권보호라는 5% Rule의 도입취지를 고려할 경우 보고서를 해당 상장회사에도 제출하도록 하고(美, 英, 日에서는 발행회사를 보고서 제출처에 포함시키고 있다) 거래의 투명성을 제고한다는 의미에서 취득자금의 원천, 보유주식과 관련한 중요계약 등에 관한 사항도 보고서에 기재하는 것이 필요하다.

(15) 이에 대해 간략히 살펴보면 다음과 같다. i) 회계중심정보에서의 탈피 현재 정기공시에서 제출되는 보고서 내용은 대부분 회계정보이다. 물론 회계정보가 중요하지만 기본적으로 과거의 정보이고 따라서 미래의 추가예측을 원하는 투자자에게는 충분한 정보가 될 수 없다. 또한 회계정보의 내용 중에는 일반투자자가 이해하기는 어려운 내용이 많다 따라서 회계정보중심에서 벗어나 노사관계에 대한 정보, 주사업영역의 미래 전망에 관한 정보 등을 수록하는 것이 필요하다. ii) 공시유보의 허용 직접공시사항에 해당하는 사실이 발생하면 무조건 공시하도록 되어 있다. 그러나 현실적으로 기업이나 기존주주의 이익에 反하면서까지 무조건적인 공시를 요구하는 것은 무리이다. 그러므로 미국의 경우와 같이 중요정보의 비밀이 유지되는 한에서 공시를 유보하는 것을 허용하되 의심스러운 풍문이나 이상매매의 발생시에는 즉시 공시하도록 하는 유보규정이 필요하다. iii) 부분공시제도의 도입 경영의 다각화로 한 회사가 여러 부문에 동시에 진출해 있을 경우에 서로 이질적인 산업에서 발생하는 여러 정보를 단순함으로 투자자에게 제공하는 경우 투자판단에 필요한 실질적인 정보 제공이 이루어지기 힘들다 그러므로 부분별로 정보를 세분해서 제공하는 것이 요구된다. iv) 임시보고서제도의 도

는 현재 거래소 중심의 공시체제에서 상장기업 중심의 공시체제로 전환해야 한다는 것이다. 거래소 중심의 공시체제에서는 기업이 규정된 공시요건을 충족시키면 투자자에 대한 공시의무를 다하는 것으로 생각하는 것이 일반적인 현상이다. 그러므로 기업이 자발적으로 투자자에게 투자정보를 성실하게 공개하도록 유도하는 상장기업 중심의 공시체제로의 전환이 요구된다.

3.2. 規制機關의 權限

내부자거래는 거래수법이 고도화되어 있고 증권거래 자체가 전문적인 영역이어서 비전문가는 적발하기가 어렵고 적발하여도 내부자거래 사실을 증명하기가 쉽지 않다. 따라서 일반 사법당국에 의한 규제는 효과적이기 어렵다. 세계 각국에서는 증권거래규제 전담기관을 설치하여 내부자거래 등의 증권사기에 대처하고 있다. 우리나라에서도 증권감독원에서 내부자거래 등의 불공정거래를 전담하고 있으나 효율적인 규제에 필요한 권한, 인력 등이 부족하여 규제의 실효성을 기대하기 어려운 실정이다.

3.2.1. 強制調查權 附與

현재 증권감독원이 내부자거래 조사에 필요한 증인, 관련서류 등을 확보할 수 있는 권한은 관련인 및 기관의 협조하에 이루어질 수 있는 聽問的 성격의 任意調查權으로서, 조사에 불응할 경우 강제적인 조사는 불가능한 실정이다. 즉, 내부자거래 혐의자·참고인에 대해 출석과 자료의 제출을 강제할 수 있는 방법이 현재로서는 없는 실정이다. 미국의 경우에는 증인소환권⁽¹⁶⁾을 중심으로 하는 강제조사권을 SEC가 지니고 있고, 일본의 증권거래감시위원회도 법관이 발부한 영장에 의한 臨檢, 搜索, 押收 등의 강제조사권한을 갖고 있다. 더우기 미국, 일본에서는 증권거래소등에 의한 자율규제체제가 구축되어 있으나, 우리나라의 경우에는 民間에 의한 자율규제가 전혀 이루어지지 않고 있는 실정이다. 이를 감안하면 증권감독원에 최소한의 권한으로서 강제조사권이 시급히 부여되어야 실질적인 규제가 가능해질 것으로 보인다.

3.2.2. 行政處分으로서 民事制裁金 賦課權 附與

미국의 내부자거래 규제제도에서 전술하였듯이 내부자거래를 형사적으로 처벌하는 것의 실효성에는 한계가 있다. 즉, 절차상의 복잡함, 입증책임의 어려움 등으로 내부자거래의 형사처벌은 용이하지 않다. 따라서 내부자거래 행위자에게 실질적인 불이익을 가하기는

입. 기업의 중요한 정보 발생시 지체없이 보고하도록 하고는 있으나 단지 사실의 발생만을 공표하는 현재의 공시제도는 그 내용을 충분히 전달하기에 미흡하다. 중요사실의 발생시 미국의 경우에서처럼 일정한 양식을 갖춘 보고서 형태로 작성하여 일정기간 공시하게 하는 임시보고서제도의 도입이 요망된다.

(16) 不應時 법원에 이행명령청구를 행하는데, 이행명령청구는 일반적으로 수용된다.

어렵다고 할 수 있다. 내부자거래 적발 자체가 쉽지 않은 상황에서 적발될 경우에도 실질적인 경제적 불이익을 당할 염려가 크지 않으므로 내부자거래가 성행할 수 있는 유인을 제공하는 결과가 되는 것이다.

미국, 프랑스, 영국 등의 국가에서는 형사적 처벌외에 증권규제기관이 행정적 처분으로서 민사제재금을 부과할 수 있도록 하고 있다. 미국에서는 대부분의 내부자거래에 대해서 민사제재금 부과를 통한 제재를 가하고 있으며 민사제재금으로 획득한 이익(손실의 회피)액의 3배까지 부과하는 것이 가능해 실질적인 경제적 불이익을 내부자거래 행위자에게 가할 수 있다. 프랑스의 경우에도 10배까지의 민사제재금을 증권거래위원회(COB)가 부과할 수 있도록 하고 있다.

민사제재금제도의 도입은 경제적 제재에 의한 부당이익의 환수, 경제적 불이익의 부과뿐 아니라 위반행위에 대한 신속하고 형평성 있는 조치를 위해서도 필요한 것이다. 실제 내부자거래 행위 가운데 신체형의 형벌을 과할 성질의 것은 아니지만 어떠한 형태로든 실질적인 제재조치를 가할 필요가 있는 사례가 많다. 그런데 우리나라에서는 내부자거래 행위의 경우 형사적 제재외에는 별다른 대체수단이 없어 효율적인 규제가 어려우며 경우에 따라서는 필요 이상의 전과자를 양산할 가능성마저 있는 것이다. 따라서 민사제재금제도를 도입하여 내부자거래에 대한 대처방법을 형사적 제재, 민사제재금 부과, 증권회사등에 대한 행정처분 등으로 다양화하여 규제의 효율성, 형평성을 제고하는 것이 필요하다. 그리고 민사제재금은 내부자거래 행위자에게 실질적인 경제적 불이익을 가할 수 있을 정도의 금액이 되어야 할 것이다.

3.2.3. 違法行爲 靜止命令(請求)權 附與

내부자거래가 진행되고 있거나 발생할 우려가 있는 경우에 증권감독원이 직접 정지명령을 가하거나 최소한 법원에 정지명령을 청구할 수 있어야 내부자거래의 조기단속, 사전억제, 피해의 최소화를 도모할 수 있을 것이다.

현행 증권거래법상에는 과도한 투기거래의 방지와 공익 또는 투자자 보호를 위하여 증권회사에 대하여 증권관리위원회는 필요한 명령을 발할 수 있고(증권거래법 제54조), 유가증권시장의 질서유지와 공정한 시세의 형성 또는 투자자의 보호를 위해서 필요한 명령을 내릴 수 있으며(증권거래법 제108조), 재경원장관은 유가증권시장에서의 매매상황등이 법령에 위반하여 공익 또는 투자자 보호를 위하여 유해하다고 인정되는 때에는 그 시정을 위하여 필요한 명령을 발할 수 있는 규정(증권거래법 제117조)이 있다. 54조의 경우 재경원장관의 승인하에 가능하며 108조의 경우는 대통령령이 정하는 바에 의하여 질서유지명령을 내리도록 하고 있으나 현재까지 대통령령이 아무런 내용을 정하지 않아 사문화된 상

태다. 그리고 117조의 경우 그 대상이 증권거래소에 국한되어 있다.

따라서 현재 행해지려고 하거나 행해지고 있는 내부자거래등의 불공정거래에 대해서 그 행위자가 증권회사가 아닌 경우에는 증권관리위원회나 재경원장관이 정지나 금지명령을 발할 수 없다. 미국 SEC의 위법행위유지명령 청구권이나 배제조치권, 일본에서 대장성대신의 신청에 의한 법원의 위법행위정지·금지명령이 직접 위반행위자에 대하여 행해질 수 있는 것, 영국, 프랑스의 증권거래규제당국이 법원에 신청해서 내부자거래 행위자에게 직접 명령을 발할 수 있는 것에 비하면 우리나라의 입법조치는 미흡하다고 할 수 있다.

내부자거래등의 불공정거래에 대한 정지명령은 내부자거래의 사전적 예방, 투자자의 피해 최소화를 위해서뿐 아니라 국제적 내부자거래가 발생할 경우 부당이익이 외국으로 유출하는 것을 방지하기 위해서도 필요한 조치이다. 미국에서 1990년 證券執行救濟法에 의거하여 SEC에 배제조치권을 부여한 주요 배경이 국제적 내부자거래에 의해 자국의 富가 해외로 유출되는 것을 신속하게 방지하기 위한 것임을 고려하여, 우리나라에서도 증권시장의 확대개방을 앞두고 있는 지금 미국 SEC의 배제조치권 정도의 강한 입법은 아니더라도 최소한 진행중인 내부자거래 행위를 정지시킬 수 있는 권한을 증권감독원에 부여하는 것이 필요하다.⁽¹⁷⁾

3.2.4. 調査人員의 擴充

증권범죄의 특성상 전문화된 조사인력이 필요하나 현재 우리나라의 증권감독원에서는 조사담당직원이 부족하여 증권거래소에서 통보하는 가장 중요한 내부자거래 단서인 공시의무위반죄이나 회원감리결과에 대한 조사조차도 적시에 행하지 못하는 듯하다.⁽¹⁸⁾ 따라서 조사인원의 확충과 동시에 전문화된 조사인력의 확보가 필요하다.

3.3. 自律規制

증권거래소, 증권회사 등에 의한 자율규제는 정부규제에 비해서 전문적, 탄력적인 규제체제가 될 수 있는 利點이 있다. 일단 내부자거래가 발생하면 현재의 우리나라 여건상 적

(17) 이와 함께 증권감독원의 조사권 發動要件을 완화하는 조치가 필요하다. 즉 현재 증권거래법 제128조에 의하면 내부자거래가 이미 행해진 경우에만 조사권을 행사할 수 있게 되어 있다. 미국의 경우에는 “위반하였거나, 위반중이거나, 위반하려고 할 때 (has violated, is violating or is about to violate)” 조사권을 행사할 수 있게 하고 있다.

(18) 증권감독원의 불공정거래조사 전담부서인 검사4국, 5국의 조사담당직원수는 1995년 1월말 현재 29명이며 조사전별로 3-5명씩 팀을 이루어 조사를 한다. 미국의 경우는 SEC수사국에만 800명(1994년 6월)이 있고 증권거래소의 불공정거래 조사담당직원은 NYSE가 650명(1991년 3월), AMEX가 300명(1991년 3월)이 있고 이외에 NASD의 조사전담인원이 있다. 더우기 SEC의 조사전담직원은 변호사, 공인회계사, 분석전문가들이 다수로서 이들이 각각의 내부자거래 사건에 대해서 팀장으로서 책임을 지고 조사한다고 한다.

발이 어렵다. 이미 투자자에게 피해가 발생한 후 조치하기보다는 내부자거래를 사전에 예방할 수 있도록 하는 각 자율기관의 자율규제가 더 중요하다고 할 수 있다. 현재 우리나라의 자율규제는 증권거래소의 시장감시체제외에는 全無한 상황이고 증권거래소의 시장감시체제도 내부자거래를 조기에 적발하기는 어렵다는 지적이다.

3.3.1. 證券去來所의 自律規制

현재 우리나라의 증권거래소에서는 미국식의 전산화된 시장감시프로그램을 작동시켜 시장감시를 행하고 있고 감리제도를 통한 이상매매 적발등의 자율규제를 실시하고 있다. 그러나 현재의 시장주가감시대상 이상매매의 적발기준은 모두 市況이나 種目的 특성에 관계없이 일정수량 이상의 주문에 의해 일정범위 이상 주가가 변동한 경우로 일정하게 적용되고 있다.

이에 따른 문제점은 i) 거래량이 많지 않은 소형주의 경우에는 소량 주문에도 가격이 큰 폭으로 움직일 수 있고, ii) 시황에 따라 가격형성에 영향을 줄 수 있는 거래규모가 다른데도 불구하고 일정한 기준이 적용되고 있다는 것이다.⁽¹⁹⁾

불공정거래의 적발과 감리업무를 직접 담당하는 직원의 수는 전체의 10% 정도이다. 이에 대응하는 인력이 미국의 NYSE에서는 40%, AMEX에서는 38%에 달하고 있는 것을 감안하면, 質적인 면은 제외하고라도 우선 量적인 측면에서도 조사요원이 부족함을 알 수 있다. 거래소의 주역할이 공정한 거래의 체결을 보장하는 것이라고 할 때 이는 공정성 확보를 위한 자원의 배분이 충분하지 않음을 반영한다.

그러므로 우리나라의 증권거래소에서도 보다 정교한 주가감시장치를 도입하고 불공정거래를 적발하는 담당직원의 수를 확충하는 조치가 필요하다고 하겠다.

3.3.2. 證券會社의 自律規制

현재 우리나라의 증권회사는 방화벽(Chinese Wall)정책 등 미연방지체제를 비롯한 자율규제를 거의 시행하지 않고 있다. 반면 증권회사 직원이 관련된 내부자거래의 경우 회사 내의 정보관리가 철저히 시행되었으면 일어나지 않았을 경우가 비일비재하다.⁽²⁰⁾ 우리나라

(19) 이상매매의 엄격하고 신속한 적발을 위해서는 대용량의 컴퓨터시스템이 거래체결 시스템과 연결되어 있으면서 實時間으로 가격이나 거래량에 관한 정보가 유입되어야 하는데 현재 이 부분에 관한 문제는 없다고 한다. 다만 현재의 단순한 이상매매를 적발하는 것 대신 시황이나 종목의 특성까지 반영된 보다 정교한 이상매매해당기준을 적용하면서 동시에 신속한 적발이 가능하게 되어야 하며, 이를 위해서는 거래자료를 과거의 것을 포함해서 통계처리가 용이한 데이터베이스의 형태로 시스템내에 구축해야 하겠다. 동시에 용이한 프로그래밍기능을 가지고 있어야 하겠다.

(20) 1996년 1월에 발생한 동서증권의 내부자거래(우성건설 부도시 이를 먼저 알고 있었던 동서증권이 자사소유의 우성건설 관련 주식과 자사 고객소유의 주식을 대량으로 부도의 공시전에

라에서는 1990년에 증권감독원의 주도로 일본 증권회사의 자율규제를 참고하여 증권회사의 자율규제 모델을 내부자거래관리 표준규칙안으로 제정하였다. 즉, 증권회사의 社規에 증권감독원이 제정한 자율규제 규칙을 반영하도록 하여 자체적으로 내부자거래를 예방하도록 한 것이다. 그러나 이를 강제할 수 있는 제도적 장치가 없어서 실제 증권회사에서 이를 준수하고 있지 않은 상황이다.⁽²¹⁾ 그러므로 미국의 1988년 내부자거래 및 증권사기 집행법의 내용을 참고로 하여 증권회사가 증권감독원이 마련한 규칙을 준수하게끔 하는 강제적인 조치가 필요하다 하겠다.

3.3.3. 導入이 必要視 되는 制度들

증권감독원의 “内部者管理 標準規則案”이 충실하게 이행된다면 내부자거래 규제는 상당한 정도 이루어질 수 있을 것으로 보인다. 그러나 “내부자관리 표준규칙안”은 증권회사에 중점을 두고 있으므로 일반 상장회사의 내부자거래를 예방할 수 있는 규칙의 제정이 필요하다. 증권거래소의 규칙이나 증권업협회, 상장회사협의회 등의 자율규제규칙으로 제정하여 시행할 수 있는 제도로는 다음의 것들이 있다.

1) 賣買制限

영국에서는 현재 공시전 일정기간 매매의 금지를 증권거래소의 규칙으로 시행하고 있는 바, 우리도 증권거래소나 상장회사협의회 등의 규칙으로 이와 유사한 것을 시행하는 방안을 검토해야 하겠다. 영국에서는 회사의 이사에 대하여 공시전 2개월 이내에는 자사주식을 매매할 수 없도록 규정하고 있다. 우리나라의 경우에는 회사의 이사뿐 아니라 일정 비율 이상의 대주주의 경우에도 공시전 일정기간 매매를 금지하는 방안을 도입할 것을 신중히 검토해야 한다. 우리나라의 기업지배구조를 고려하면 대주주는 직접 경영을 하는 경우가 많아서 유무상증자등 주가에 크게 영향을 끼칠 수 있는 사안에 있어서 정보의 공시시점을 조정함으로써 이익을 취하는 것이 용이하다고 할 수 있다.⁽²²⁾ 즉, 대주주가 기업의 중요

매각하도록 한 사건, 매일경제신문 1996년 1월 22일자)도 다른 회사의 미공개정보를 취득할 수 있는 부서와 고객에 대한 중개업무와 투자자문업무 또는 자신의 투자결정을 하는 부서 사이에서 정보의 차단이 효과적으로 이루어질 수 있었다면 예방 가능한 사건이었다. 그리고 대표적인 시세조종행위 적발 사례인 1995년의 부광약품(주) 주식의 주가조작 사건도 증권회사의 정보관리가 제대로 시행되었으면 예방할 수 있었던 것이었다. 즉, 당사건으로 처벌된 사람중에는 증권회사 영업부 직원, 지점장등이 포함되어 있고 이들은 부광약품의 내부정보를 미리 소상히 알고 있는 상황에서 이른바 ‘作戰’을 개시했다고 한다[중앙일보 1995년 2월 28일자]

(21) 또는 社規에 반영을 했어도 이의 위반시 증권감독원으로부터 제재를 받도록 하는 규정이 없고 증권감독원에 보고할 의무도 없다. 예를 들면 내부자등록카드의 기재내용은 일본과 큰 차이가 없으나 일본에서는 정기적으로 대장상에 내부자등록카드의 현황을 보고해야 하는 반면 우리나라에서는 보고할 의무가 없다.

정보를 자신의 지분운용에 유리하도록 공시하여 매매차익을 획득할 경우 내부자거래의 입증에 곤란하고 규제가 어렵다고 할 수 있다. 그러므로 매매제한규정을 신설함으로써 대주주등이 내부정보를 이용할 개연성의 범위를 축소할 필요가 있다.

2) 證券會社가 아닌 上場會社의 情報 管理 規定

현재 은행, 투자신탁회사 등의 기관에서도 상장회사의 미공개정보를 접할 수 있는 부서가 많고 일반 상장회사의 자금부, 기획실 등에서도 자사의 중요정보를 접할 수 있다. 일본에서는 은행의 경우 특정 회사의 담당직원은 그 회사의 주식을 매매할 수 없도록 하고 있다. 은행의 직원이 미공개정보를 이용하여 소규모로 거래담당회사의 주식을 매매할 경우 현실적으로 이의 적발은 불가능하다. 우리나라에서는 아직 이와 관련한 규정이 전혀 없다. 그러므로 은행업협회, 투신협회 등의 기관에서 이에 대한 규정을 마련하여 시행하도록 하는 것이 필요하다.

과연 일반상장회사에서 내부자거래로 적발된 사례중 자금을 관리하는 부서의 직원이 내부자거래에 連累된 경우가 많았다. 현행 증권거래법에 의하면 임원, 주요주주 등만이 소유주식현황을 보고하도록 하고 있으나 내부정보에 쉽게 접근할 수 있는 특정부서의 일정 지위 이상의 간부직원에게도 보고의 의무를 부과하도록 하는 것이 필요하다. 이들의 자사주식소유현황을 주가에 크게 영향을 줄 수 있는 공시의 전후에 조사한다면 업무의 큰 부담없이 이들에 의한 내부자거래를 보다 효율적으로 조사할 수 있을 것이고 동시에 이사등의 임원, 주요주주의 내부자거래를 조사하는 데도 도움이 될 것이다.

3.4. 內部者去來 被害者 保護制度

내부자거래의 피해자에 의한 손해배상청구소송등의 제기는 실질적으로 내부자거래 행위자에게 경제적인 불이익을 줄 수 있으므로 내부자거래를 간접적으로 규제하는 수단이 된다. 미국의 경우에는 피해자들이 쉽게 손해배상청구를 할 수 있도록 하는 각종의 제도를 두어 피해자를 보호하는 한편 간접적인 규제의 효과를 얻고 있다.

우리나라에도 증권거래법에 내부자거래의 피해자가 내부자거래 행위자에게 손해배상을 청구할 수 있다는 규정이 있으나 손해배상을 제기할 수 있는 현실적인 여건이 조성되어 있지 않아서 아직까지 한 건의 손해배상청구소송도 제기되지 않았다.

(22) 이러한 사례중 적발된 것은 1993년 세일중공업의 대주주인 세기통신이 세일중공업의 공시를 늦추도록 해 시세차익을 얻은 사건이 있다. 세일중공업은 자산재평가를 1993년 5월 21일에 완료하고 관할 세무서에 신고까지 한 상태에서 세기통신이 세일중공업의 주식을 집중거래한 후인 6월 25일에서야 뒤늦게 공시를 하여 불성실공시 혐의로 증권감독원에 적발되었다[매일경제신문 1993년 7월 16일자]

3.4.1. 訴訟 提起에 關聯된 問題點 改善

1) 死文化된 損害賠償規定的 是正

증권거래는 不特定 多數人을 상대로 하는 非對面的 거래로서 누가 피해자인지를 확정하기가 쉽지 않다.⁽²³⁾ 현행 법규에서는 손해배상청구권자에 대한 규정이 없어 손해배상의 주체조차 확정하기 곤란한 실정이다. 미국에서는 1988년 내부자거래 및 증권사기규제법에서 “내부자거래자와 동시기에 반대 방향으로 거래를 행한 자”라고 내부자거래의 피해자를 규정함으로써 청구권자 선정의 문제를 입법적으로 해결했다. 우리나라에서도 위의 규정을 받아들여 피해자의 범위를 확정하는 것이 필요하다.

내부자거래로 인하여 피해를 입었다는 것을 피해자가 증명해야 손해배상이 가능하나 현실적으로 일반투자자가 피해의 因果關係를 증명하기는 거의 불가능하다. 미국의 SEC는 내부자거래 사실을 일반투자자에게 공표하고 관련 정보를 제공하도록 하는 의무를 지니고 있다. 그러나 우리나라의 증권감독원은 내부자거래 사실을 단지 언론기관에 공표할 뿐 관련된 구체적 정보를 일반투자자에게 제공하지 않고 있다. 그러므로 전문적인 지식이 요구되는 증권사기의 입증은 일반투자자로서는 불가능한 상태라 할 수 있다. 우리나라의 증권감독원에서도 적발된 내부자거래件에 대해서는 구체적인 정보를 공시실등에 비치하고 열람이나 복사 등을 할 수 있게 함으로써 일반투자자가 이를 이용할 수 있도록 하는 조치가 필요하다.

손해배상액의 산정에 관한 규정도 없다. 미국의 경우는 판례에 의해서 각각의 사건에 따라 손해배상액을 산정하고 있다. 우리나라에서는 아직 손해배상청구소송이 제기된 적이 없어서 배상액의 산정이 문제가 되지 않았으나 한편으로는 손해배상액에 대한 규정이 없는 것이 손해배상청구 자체를 어렵게 하였다고도 할 수 있다. 따라서 내부자거래에 의한 손해를 추정할 수 있는 기준이 마련되어야 한다.

2) 集團訴訟制度的 導入

다수의 소액 피해투자자들이 일일이 손해배상청구소송을 제기해야 하는 절차상, 비용상의 어려움을 해소할 수 있도록 집단소송제도의 도입이 필요하다. 미국의 경우에는 증권 불공정거래의 피해자들이 집단소송을 제기할 수 있도록 함으로써 피해자의 권리 구제를 도모하고 있다.

3.5. 國際的 內部者去來 規制에의 對比

증권시장의 개방에 따라 외국인 투자비율이 1996년 하반기에 20%로 확대되고 외국의

(23) 증권시장에서의 거래는 경쟁매매로 전산을 이용한 매매체결방식에서는 일반투자자가 자기와 거래한 상대방을 확인하는 것이 사실상 불가능하다.

회사들이 국내 증권시장에 상장할 수 있게 되었다. 이는 더 늘어날 수 있다. 따라서 외국 국적의 회사내부자가 국내의 증권시장에서 자사의 미공개정보를 이용하는 내부자거래의 가능성이 점점 커질 수 있다. 그러나 현재 우리나라에서는 국제적 내부자거래에 대한 대비가 전혀 되어 있지 않다.

국제적인 내부자거래의 경우 각국간의 법적·제도적 상이함과 國家主權의 강조로 일국 내에서 내부자거래를 처리하는 것에 비해 매우 복잡하고 까다로운 문제가 제기되기 마련이다.⁽²⁴⁾ 미국의 경우 국제적으로 관련된 내부자거래등 불법거래에 있어서 법원의 정보개시명령, 資產凍結命令 등을 이용해서 대처해 왔으나⁽²⁵⁾ 이는 시간과 효율성의 측면에서 문제시되고 있다. 그래서 이를 보다 용이하게 하기 위한 방안으로 SEC 주도로 각국의 증권규제당국이나 기타의 관련당국과 情報交換 諒解覺書(Memorandum of Understanding: MOU)를 체결하여 국제적 증권사기 조사에 필요한 정보를 교환할 수 있도록 하고 있다.⁽²⁶⁾

- (24) 예를 들면 독일의 경우 내부자거래가 적발되어도 처벌 규정이 증권거래법에는 없어서 단지 증권거래소의 제재를 받을 뿐이고 각국마다 내부자의 범위가 달라서 어떤 한나라에서 위법행위가 되는 것이 다른 나라에서는 위법행위가 되지 않는 경우도 발생할 수 있다. 스위스의 경우 회사내부자만이 내부자로 인정되나 우리나라의 경우 준내부자, 정보수령인도 내부자에 포함되어 처벌의 대상이 달라지게 된다 그리고 내부자거래의 조사에 있어서도 개인의 금융비밀을 보장하는 정도가 국가마다 相異해서 이를 이용한 국제적 내부자거래의 경우에는 조사자체가 불가능하게 될 수도 있다. 최근까지 스위스 은행을 이용한 국제적 내부자거래가 빈발하였던 사실이 이를 反證한다
- (25) 미국의 SEC가 국제적 내부자거래 규제에서 중점을 두는 것은 국제적 내부자거래에 의한 부당이익이 국외로 유출되는 것을 방지하는 것이라 한다. 법원의 자산동결명령과 함께 내부자거래의 혐의가 있는 이상거래에 대해서 SEC가 신속하게 대처할 수 있도록 排除措置權을 부여한 것이 부당이익의 국외유출 방지에 기여하고 있다
- (26) 정보수집의 상호협력을 위한 국제적 협정을 이용해서 국제적 내부자거래를 적발한 대표적인 예로는 1982년 Santa Fe International Co. 사건이 있다. 이 사건은 이후 SEC가 각국의 증권당국과 양해각서를 체결하도록 하는 기폭제의 역할을 하였다. 즉, SEC는 Santa Fe 주식의 매수자들이 내부자거래를 한 혐의를 잡고 이들의 신원을 추적하였으나 매수자는 스위스은행의 계좌를 이용하여 증권매매를 하였고 스위스은행은 고객의 비밀 보호를 이유로 매수자의 신원을 밝히기를 거부하였다. SEC는 미국과 스위스간의 “刑事問題에 關한 相互協力條約”을 근거로 스위스은행에 자료협조 요청을 하였으나 스위스는 重違法(dual criminalities)에 해당하지 않음을 이유로 이를 거절하였다(스위스는 1988년에 내부자거래 금지조항을 제정) 이후 2년여에 걸친 SEC의 노력으로 매수자의 신원을 알아냈으며 이들이 이탈리아 국적이라는 것을 밝혀내고 이탈리아 당국의 자료협조를 얻어 이들의 내부자거래 사실을 확정지었다. 이 사건 이후 SEC는 조약의 발동요건이 되는 重違法性要件을 충족시키지 않더라도 내부자거래 사건에 있어서 상호협조할 수 있도록 하는 양해각서를 스위스, 일본, 캐나다, 프랑스 등 대규모 증권거래소가 있는 국가의 증권당기관, 증권거래소 등과 체결하였다. 이는 국제적 내부자거래 규제에 있어서 절대적으로 필요한 조사자료의 확보를 가능하게 하였다.

자본시장의 개방에 따라 한국 기업의 외국증권시장으로의 진출과 외국기업의 한국 증권 시장으로의 진입이 증가할수록 i) 국제적 내부자거래등의 불법증권거래로부터 우리나라의 증권시장과 투자자를 보호하는 문제 ii) 외국의 증권감독기관이 해외에 거주하는 우리나라 투자자에 대해서 자국의 조사권을 국외적으로 행사하려고 할 때의 대처 문제 iii) 외국의 증권관계기관이 자국의 불법 증권거래를 조사하기 위해서 우리나라 안에서의 행위 또는 우리나라 사람의 조사를 위하여 증권감독원, 증권거래소 등에 자료를 요청할 경우의 대처 문제 등이 제기될 수 있다.

현재 우리나라는 증권사기와 관련해서 외국과 정보교환을 위한 조약이나 양해각서를 체결하지 않은 상태에 있다. 국제적 내부자거래의 경우 조사에 필요한 자료의 수집이 원칙적으로 불가능하다고 할 수 있다. 따라서 국제적 내부자거래가 발생하면 내부자거래의 혐의가 포착되는 즉시 관련계좌 동결, 내부자거래 혐의가 있는 매매의 중지 등의 조치를 취하지 않는다면 부당이익의 국외유출을 막을 장치가 없다. 그러나 현재 우리나라 증권감독원의 권한으로는 위의 조치를 취할 수 없고 증권거래소의 이상매매 적출도 실효성이 높지 않으므로 사실상 국제적 내부자거래의 규제는 불가능한 실정이다. 즉, 국내의 내부자거래를 제대로 규제할 수 없는 상태에서 국제적 내부자거래의 규제 역시 어려운 것이다. 그러므로 이에 대한 대책을 시급히 마련해야 하겠다. 그리고 그것의 구체적인 방안은 전술한 내부자거래 규제제도의 개선과 정보교환을 위한 양해각서등을 외국 증권당국과 체결하는 것 등이 될 수 있겠다.

3.6. 其他

기타 내부자거래 규제의 개선을 위해 고려할 수 있는 것은 내부자거래를 제보한 자에 대한 포상금제도를 활용하거나 상장회사 임직원에게 내부자거래에 대한 교육을 강화하는 것 등이 있다. 그리고 대주주의 내부자거래를 방지하기 위해서 자사주식 매각시에 매매차익에 대한 세금을 부과하는 것도 증권시장의 상황을 참고하여 신중히 고려할 필요가 있다.

4. 結 語

이상에서 내부자거래 규제의 이론적 근거, 미국의 규제제도, 현재 우리나라의 규제제도, 개선방안 등을 살펴보았다.

규제의 이론적 근거로는 본인-대리인 모형에서의 도덕적 해이 문제, 내부자거래가 존재할 때 기업의 투자가 사회적으로 효율적인 수준에서 결정될 수 없다는 것을 보여 내부자

거래는 증권시장의 본질적인 기능을 저해한다는 점을 지적하였다.

우리나라의 제도를 살펴보고 우리나라에서의 규제의 실효성을 짐작해 보았다. 이어 규제의 문제점과 개선방안을 제시하려고 하였다. 우리나라에서 내부자거래는 거의 규제되고 있지 않다고 할 수 있다. 규제의 문제점으로는 시장감시체제의 미비, 규제기관의 권한 미흡, 자율규제기관의 자율규제不在, 공시제도의 미흡, 피해자 보호 미약 등을 지적하였다. 이어 규제제도의 개선방안을 제시하였다. 또한 자본시장의 개방을 앞두고 있는 현재 국제적 내부자거래에 대한 대비가 없음을 지적하고 이에 대한 대처방안을 제시해 보았다.

내부자거래의 규제강화는 동시에 이른바 시세조종행위를 규제하는 데에도 큰 기여를 할 수 있다. 증권회사등의 정보관리 철저, 적시공시제도의 확립, 이상매매의 조기적발 등이 제대로 이루어진다면 이른바 '作戰'이 불가능해질 것이기 때문이다.

내부자거래에 대한 일반투자자나 증권회사 직원 등의 인식도 내부자거래의 규제를 어렵게 하는 근본적인 요인이 되고 있다. 소액의 일반사기사건은 범죄행위라는 것을 철저히 인식하면서 그보다 훨씬 규모가 크고 시장의 근본질서를 해치는 내부자거래에 대해서는 사기행위로서 인식하려는 태도가 분명하지 않다. 내부자거래 행위자에 대한 처벌이 너무 가볍다는 사실도 그 한 원인이 되고 있다. 증권감독원이 검찰에 통보한 적발건에 대하여 대부분 약식의 벌금만을 선고하는 관행은 시급히 시정되어야 한다. 사기액이 훨씬 작은 일반사기에는 신체형을 선고하면서 수천만원에서 크게는 수백억에 이르는 부당이익을 취하는 사실상의 사기에 대하여 단지 경고나 소액의 벌금만의 제재를 하는 것은 법적용의 형평에도 맞지 않는다고 할 수 있다.

금융자유화, 자본자유화의 여건 변화에 따라 재규제의 일종으로서 내부자거래 방지제도를 정비해야 한다는 점을 적시하였다. 실상 요즘은 우리는 금융제도의 부실 때문에 큰 고통을 받고 있다 할 수 있다. 특히 은행을 비롯한 각종 금융기관은 이른바 BIS비율을 맞추느라 큰 어려움을 겪고 있다. 그런데 BIS비율의 충족은 실상 信用危險(credit risk)에 대한 대비에 불과하다. 보다 자유화되고 보다 큰 위험성 및 가변성을 가진 근자의 금융시장상황에서는 신용위험에 대비하는 것만으로는 부족하다. 이것 이외에 특히 市場危險(market risk)에 대비할 수 있어야 하는데 이를 위해서는 내부자거래를 차단하는 한편 각개 주체들로 하여금 자신들의 포트폴리오에 대응하는 시장위험대비책을 세우도록 제도화하는 것이 필수적이다. 앞으로 직접금융의 비중이 점점 커지고, 특히 각종 기금의 역할이 커지면 커질수록 시장위험에 대해 본격적으로 대비해야 하는 것은 절대적이다. 은행시장에 대한 健全經營監督(prudential supervision)의 충실화와 더불어 증권시장에 대한 내부자거래 예방의 충실화가 다시 강조되어야 하겠다.

서울대학교 經濟學部 教授

151-742 서울특별시 관악구 신림동 산56-1

전화: (02)880-6391

팩시: (02)886-4231

參 考 文 獻

- 윤계섭·김춘옥(1990): 『기업공시제도의 효율화방안』, 한국상장회사협의회.
이진무(1989): 『증권경제론』, 법문사.
日本經濟新聞社(1991): 『SEC의 素顔』.
木俊守(1988): 『內部者取引의 規制』, 日本法令, 昭和 63年.
Bloch, E.(1989): *Inside Investment Banking*, Dow Jones-Irwin.
Eccles, R., and D. Crane(1988): *Doing Deals*, Harvard University Press.
Lynch, P.(1994): *Beating the Street*, Simon & Schuster.
Smith, R.(1990): *The Global Bankers*, Truman Talley Books.
Sobel, R.(1993): *Dangerous Dreamers*, John Wiley & Sons.