

# 불공정거래 규제개선과 향후 과제

2025. 5. 8.

김유성 연세대학교 법학전문대학원 부교수



연세대학교  
YONSEI UNIVERSITY

법학전문대학원  
LAW SCHOOL



# 1

서론

## 불공정거래규제 : 시장의 가격형성기능 등에 대한 투자자 신뢰를 확보

- 불공정거래는 시장기능을 해치고, 투자자의 올바른 판단을 저해
- 금융당국이 엄정하고 공정한 대응체계를 갖추고 있다는 투자자의 신뢰가 필요
  - 인과관계, 상관관계 명확하지 않음 : 규제가 잘 작동해서 사건이 많은 것인지, 그 반대인지

## 불공정한 자본시장에 대한 이슈 : 코리아 디스카운트의 주요원인 중 하나로 지적

- 코리아 디스카운트 해소를 위한 릴레이 정책세미나(2022년 9-11월): 규제 개선 집중 논의
- 한국증시 지원을 위한 기업 밸류업 지원방안(2024년 2월) 등 공정한 시장질서 중요성 강조

## 자본시장 불공정거래 방지를 위한 다양한 조치의 필요성

- 다양한 형태의 불공정행위가 증가하는 추세 : 비상장 시세조종 / 고빈도 알고리즘거래 시장질서 교란행위 제재 등
- 지능적·조직적인 범죄행위가 꾸준히 발생하는 추세
  - 시장감시위원회 : 불공정거래 혐의사건 2022년 111건, 2023년 112건, 2024년 123건 통보
  - 2023년 3차례 대규모 불공정거래 사건 발생



# 2

불공정거래 규제개선

# 01 3대 불공정거래 과징금 도입



## 도입 경과

- 2022. 9. 금융위원회 「자본시장 불공정거래 대응역량 강화방안」 발표
- 2023. 7. 자본시장법 개정
- 2024. 1. 개정 자본시장법 시행

## 제도 개요

- 3대불공정거래 행위자에 대하여 부당이득액 2배 이하, 산정불능시 40억 이하의 과징금 부과 (법 제429조의21항)
- 동일한 위반행위로 벌금이 부과된 경우, 과징금 부과를 취소하거나 벌금+몰수/추징액을 과징금에서 제외할 수 있도록 함(법 제429조의22항)
- 공범이 존재하는 경우 형사절차에서는 위반행위로 발생한 부당이득 전액이 각 위반행위자별 부당이득액이 되나, 과징금 부과시에는 각 위반자가 얻은 이익 및 해당 위반행위에 가담한 정도 등을 고려함(령 별표 20의21.마.)

# 01 3대 불공정거래 과징금 도입



## 과징금 부과 절차

- 금융위는 원칙적으로 검찰로부터 불공정거래 혐의자에 대한 수사·처분 결과를 통보받은 후 과징금을 부과함
- 금융위가 불공정거래 혐의를 검찰에 통보한 후 ❶ 검찰과 협의시 또는 ❷ 검찰통보 후 1년 경과시 검찰의 수사·처분 결과 통보 전이라도 과징금 부과 가능
- 예외: 1년이 경과하더라도 기소중지 등 수사·처분의 지연에 합리적 사유가 있거나 과징금을 먼저 부과하는 것이 최종 수사·처분과 배치될 합리적 우려가 있어 검찰이 요청하는 경우는 과징금 부과 불가 (령 제380조, 조사업무규정 [별표2], [별표3])

# 01 3대 불공정거래 과징금 도입



## 제도 개선 의의

- 형사벌 위주 제재의 한계를 과징금 제도로 보완함
- 형사벌 한계 : 제재 실효성이 떨어짐
  - 헌법상 무죄추정(27조4항)/형소법상 엄격한 증명(307조2항) ➡ 입증실패로 인한 규제공백
  - 범죄 구성요건에 대한 엄격한 입증책임이 요구되어 많은 사건이 불기소 되거나 기소되는 무죄판결 / 부당이득액에 대한 입증불능으로 경미한 처벌을 받게 됨
- 형사벌 한계 : 신속성이 떨어짐
  - 금융당국 조사 이후 수사기관의 수사, 기소, 법원의 형사절차 등 장기간 소요됨
  - 형사처벌만으로는 점점 더 지능화되고 고도화되는 불공정거래행위를 신속하게 처벌하는데 한계가 발생함
  - 처벌이 확정되는데 장기간 소요됨 ➡ 형사절차 계속중 피고인의 불공정거래 행위 발생

# 01 3대 불공정거래 과징금 도입



## 제도 개선 의의 (계속)

- 형사벌 한계: 부당이득 박탈의 한계
  - 형사벌로 부당이득이 효과적으로 박탈되지 않음: 재범률이 증가함
  - 3대불공정거래 전력자 비율(증선위 조치기준): 2023년 36%, 2024년 30%
- 과징금 제도 도입으로 신속하고, 실효성 있게 불공정거래 행위자의 부당이득을 박탈하여 자본시장의 공정한 거래질서 확립, 투자자 피해 방지에 도움이 될 수 있을 것으로 기대됨



## 02 부당이득 산정방식 법제화



### 도입 경과

- 2022. 9. 금융위원회 「자본시장 불공정거래 대응역량 강화방안」 발표
- 2023. 7. 자본시장법 개정
- 2024. 1. 개정 자본시장법 시행

### 제도 개요

- 부당이득액을 “총수입에서 총비용을 공제한 차액”으로 명확히 정의하고, 하위규정에서 행위 유형별 구체적인 산정방식을 제시함 (법 제442조의2)
- 외부요인에 의한 시세변동과 위반행위로 인한 시세변동 사이의 관계 및 부당이득 산정기준을 명확히 제시함 (령 별표20의2 1. 바.)
  - 예) 외부요인에 의한 금융상품의 시세변동이 위반행위로 인한 금융상품의 시세변동을 초과하였다고 인정되는 경우: 외부요인이 발생한 이후의 시세변동분은 1/3을 반영하여 부당이득액을 산정
  - 예) 외부요인에 의한 금융투자상품의 시세 변동이 위반행위로 인한 금융상품의 시세 변동을 완전히 상쇄하였다고 인정되는 경우: 외부요인이 발생하기 직전까지의 시점을 기준으로 부당이득액을 산정

## 02 부당이득 산정방식 법제화



### 제도 개선 의의

- (과거) 부당이득액의 입증책임은 검사가 부담함. 법원은 형사법의 대원칙인 책임주의를 엄두하여 인과관계가 인정되는 이익을 산정해야 함(2009도1374)
  - 외부요인으로 인한 주가상승분에 대하여는 위반행위자에게 책임을 물을 수 없음(2009헌바29 등)
  - 피고인의 탄핵을 받아들여 부당이득액에 대한 검사의 입증이 충분하지 않다고 판단한 사례(2011도15056 등) → 불공정거래로 막대한 이익을 얻은 자에 대하여 기본형(최대 벌금 5억원)으로 처벌이 이루어진 사례 등
- 부당이득 산정방식 법제화 의의: 법관이 시세변동에 외부요인과 위반행위의 관여 정도를 규범적으로 평가하여 부당이득액을 산정할 수 있도록 하여 적절한 형사/행정책임을 부과할 수 있도록 함
  - 과징금 부과시에도 합리적으로 부당이득액을 산정할 수 있게 됨

# 03 새로운 불공정거래 제재수단 도입



## 도입 경과

- 2022. 9. 금융위원회 「자본시장 불공정거래 대응역량 강화방안」 발표
- 2024. 10.. 자본시장법 개정
- 2025. 4. 개정 자본시장법 시행

## 제도 개요

- 불공정거래·불법공매도 행위자에 대한 금융투자상품 거래 제한명령
  - 금융위원회가 불공정거래·불법공매도 행위(특정 불공정거래 행위)를 한 자의 금융투자상품의 거래를 위반행위의 내용·정도, 기간·횟수, 취득한 이익 규모를 고려하여 최대 5년의 범위에서 제한할 수 있도록 규정
  - 원칙: 거래 제한대상자의 모든 금융투자상품 거래를 제한
  - 예외: ①거래 제한 이전부터 보유하고 있는 불공정거래 행위와 관련이 없는 금융투자상품의 처분 등, ②상속 또는 주식배당, 합병 등 외부요인에 의한 거래, ③채무증권 등 불공정거래 소지가 낮은 금융투자상품 거래는 허용하여 기본권 제한 최소화

# 03 새로운 불공정거래 제재수단 도입



## 제도 개요 (계속)

- 주권상장법인, 금융회사 등의 임원 선임 등 제한명령
  - 금융위원회가 불공정거래·불법공매도 행위를 한 자의 상장사등 임원으로서의 선임 등을 위반행위의 내용·정도, 기간·횟수, 취득한 이익 규모를 고려하여 최대 5년의 범위에서 제한할 수 있도록 규정
- 불공정거래·불법공매도에 사용되었다고 의심되는 계좌에 대한 지급정지
  - 불공정거래 행위에 사용되었다고 의심되는 계좌의 전부 또는 일부에 대해 금융위원회가 금융회사에 지급정지 조치를 최대 1년간 요구할 수 있도록 규정
  - 해제 사유: ① 명의인이 특정 불공정거래 행위에 관여하지 아니하였다는 사실이 인정되는 경우, ② 압류·가압류, 가처분이 이루어져 있거나 수사기관의 요청 철회, ③ 부양료 등 압류금지채권의 금원이 지급정지된 계좌에 이체된 경우 ➡ 기본권 제한 최소화

# 03 새로운 불공정거래 제재수단 도입



## 제도 개선 의의

- 지속되는 불공정거래의 재발방지를 위하여 비금전제재 수단 도입: 거래/임원 제한
  - 효과적으로 불공정거래 행위자를 제재하여 불공정거래 행위 유인을 제거할 필요성
  - 불공정거래행위로 얻을 수 있는 이익을 명백히 상회하는 제재의 필요성
  - 재범을 방지할 필요성
- 형사벌/과징금 만으로 위법행위로 취득한 이익을 효과적으로 박탈하지 못할 가능성
  - 형사벌: 엄격한 입증책임으로 인한 무죄판결의 가능성
  - 과징금: 도산절차를 통한 면책(채무자회생법 제566조, 2016두65688 등)
- 피해자 구제 등 행정목적 달성 위한 수단 확보의 필요성: 지급정지
  - 불공정거래 행위자가 보유한 금융자산을 확보하여, 과징금이나 피해회복의 재원으로 확보할 필요성



# 03 새로운 불공정거래 제재수단 도입



## 제도 개선 의의 (계속)

- 금융위원회가 위반행위의 내용·정도·기간·횟수·취득한 이익 규모 등을 고려하여 제한기간을 정하도록 하였고, 하위법령을 통해 그 기준을 예측가능하게 제시하여 합헌성을 확보함
- 통신사기피해환급법 합헌결정 (2019헌마579)의 합헌(6인)위헌(3인) 의견을 고려하여, 지급정지의 요건, 효과, 범위, 이의절차 등에 관하여 상세히 규정하여 합헌성을 확보함

# 04 내부자거래 사전공시제도



## 도입 경과

- 2022. 9. 금융위원회 「내부자거래 사전공시제도 도입방안」 발표
- 2024. 1. 자본시장법 개정
- 2024. 7. 개정 자본시장법 시행

## 제도 개요

- 주권상장법인의 임원 또는 주요주주가 지분율 기준 1% 이상 또는 거래금액 기준 50억원 이상 특정증권 등을 거래하는 경우, 사전(30일 전)에 거래목적, 거래가격, 거래수량, 거래기간 등 거래계획을 증선위와 거래소에 보고해야 함 (법 제173조의3)
  - 기보고 거래금액의 70% - 130% 범위 내에서 이행 허용
  - 주가가 크게 변동하는 경우 철회 허용
- 보고주체: 임원, 주요주주
  - 예외: 공공기관, 금융기관, 국민연금, 국내외 재무적 투자자

## 04 내부자거래 사전공시제도



### 제도 개선 의의

- (기존) 단기매매차익 반환, 임원 등 특정증권등 소유상황 보고, 미공개중요정보 이용행위 금지를 통해 내부자들의 주식 거래 규율
  - 임원 및 주요주주의 증권거래라는 중요정보가 거래 완료 전에 시장에 알려지지 않는 문제점: 주요주주의 갑작스러운 주식 매각은 시장에 충격을 미침
- (1) 내부자들의 주식매매라는 중요한 정보가 사전에 시장에 공시되게 하여 시장의 급격한 변화를 완화하고 일반투자자들에게 이에 대비할 수 있는 시간을 제공함
- (2) 내부자들이 미공개중요정보를 주식거래에 이용하지 않았다는 점을 용이하게 입증할 수 있게 함

## 05 공매도 제도 개선



### 도입 경과

- 2023. 11. 금융위원회 공매도 금지 의결
  - 공매도 규제 위반사례 반복됨에 따라 증권시장의 공정한 가격 형성을 저해할 우려
- 2024. 6. 금융위원회 「공매도 제도 개선방안」
- 2024. 10. 자본시장법 개정
- 2025. 1. 공매도 가이드라인
- 2025. 3. 개정 자본시장법 시행 / 공매도 재개

### 글로벌 IB 공매도 규제 위반 및 제재조치

- 2023. 11. 글로벌IB에 대한 공매도 규제 위반 여부 집중조사
- 증선위 총 836억원의 과징금 부과

## 05 공매도 제도 개선



### 제도 개선 개요

- 기관투자자 공매도 잔고관리 전산시스템 구축 의무화(법 제180조의6)
  - 대규모 공매도 거래를 하는 기관투자자 등은 무차입공매도를 방지하기 위한 전산시스템을 구축하고, 내부통제기준을 마련하여야 함
  - 거래소 중앙점검 시스템(NSDS) 개발 완료
- 기관투자자가 주로 이용하는 대차거래와 개인투자자 대상 대주서비스의 공매도 거래조건 통일(법 제180조의53,4항)
  - 공매도 목적 대차거래의 상환기간을 90일, 연장을 포함하여 최장 12개월로 제한(=대주서비스)
  - 개인투자자 대상 대주서비스의 담보비율 105%로 인하(=대차거래)
- 고의적 무차입공매도에 대한 형사처벌 강화
  - 벌금형 상향: 기존 부당이득액 3~5배 ➡ 4~6배
  - 부당이득액 5억 이상 / 50억 이상: 징역형의 법정형 가중



## 자진신고자 감면 제도 도입

- 불공정거래 행위자가 수사기관에 자수하거나 증선위에 자진신고하거나 해당 사건에서 다른 사람의 범죄를 규정하는 진술/자료제출 : 형의 감면 / 과징금 감면
- 은밀하게 이루어지는 불공정거래 적발가능성을 높이고, 사전적으로 불공정거래 예방에 도움이 될 것으로 예상됨

## 유사투자자문업 규제 개선

- 오픈채팅방 등 양방향 채널을 유료로 운영하는 방식을 투자자문업자로 규율하여 유사투자자문업의 업무범위를 정비함 (법 7조)
- 유사투자자문업의 영업행위 규제 신설, 진입·퇴출 규제 정비 (법 제101조 2항 3호, 5항 14호, 9항 1호의2, 2호, 101조의2, 101조의3)

# 3

향후 과제

# 01 향후 과제 : 과징금 제재 실질화



## 선형사절차 후행정절차 형태의 과징금 제재로는 입법취지 달성이 어려움

- 경미한 불공정거래에 대하여 신속히 과징금 제재를 할 필요가 있음
- 증선위가 전문적 판단에 따라 형사고발조치를 할 지 과징금 제재를 할 것인지 결정할 수 있어야 함
- 검찰통보 후 1년이 경과하거나, 검찰이 동의한 사건만 과징금을 부과할 수 있다는 형식의 절차는 유사한 입법례를 찾기 어려움
- 과징금 제도가 도입된 경위가 형사절차/형사법리로는 불공정거래에 대한 제재를 합리적인 수준으로 달성하지 못하였기 때문임
- 신속하고 엄정한 과징금 제재가 불공정거래 예방에 더욱 효율적일 수 있음
- 상당수 불공정 거래에 대하여 과징금 제재만을 부과하고 있는 일본의 사례를 참조할 필요가 있음
- 일본의 2013-2018년 과징금 제재건수는 총 229건, 고발건수는 총 28건으로 과징금 제재 위주의 실무가 정착되었음(정무위 검토보고서 2103921)

## 02 향후과제 : 불공정거래 조사체계 정비



### 조사인력 증원 등 실질적인 불공정거래 규제능력을 충분히 확보할 필요성

- 월 평균 조사종결 건수(약 12건, 22-24년 평균) 고려시 조사 진행건수(2024년말 기준 158건) 과다
  - 불공정거래의 행위 수법 등이 조직화, 대형화 되면서 조사난이도가 상승하였음
  - 반면, 금융당국의 조사인력은 과거와 큰 차이가 없음 ➡ 조사인력의 증원으로 대한민국 금융당국의 불공정거래 조사 능력을 향상시킬 필요가 있음

# 03 향후과제 : 비금전 제재 사례 축적



비금전제재 법적근거를 확보 : 제재 실무례를 축적하여 예측가능성 확보 필요성

- 거래제한/임원선임제한 등 비금전제재에 대한 입법조치가 완비되었음
  - 제재 실무례를 축적하여 시장참여자에게 예측가능성을 부여할 필요가 있음
- 비금전제재의 실효성이 검증되는 경우, 명단공개 등 추가적인 비금전제재의 도입 가능성도 검토할 필요가 있음



감사합니다.

