



KCMI
Korea Capital
Market Institute

자본시장 3대 불공정거래 혐의 행위의 특징과 시사점

남길남·천창민

자본시장 3대 불공정거래 혐의 행위의 특징과 시사점

남길남·천창민*

〈요 약〉

2015~2017년 증권선물위원회가 심의·의결한 불공정거래 혐의 사건들을 분석해 보면 3대 불공정거래 행위인 미공개정보이용, 시세조종, 부정거래가 주종을 차지하고 있으며, 내부자·전직자·관계자 등 내부정보를 아는 사람들이 주로 부채비율이 높은 기업을 대상으로 불공정거래 행위를 벌이는 특징이 나타나고 있다. 특히 단기간 동안 동일기업의 주식을 대상으로 한 반복적 불공정거래 행위가 3대 불공정거래 혐의 사건의 절반에 가까운 비중을 차지하는 현상은 현 불공정거래 행위에 대한 규제체계 및 제재 관련 제도의 개선이 필요함을 시사하고 있다.

검찰의 3대 불공정거래 사건의 처리 현황을 보면 처리율이 절반 수준에 머물고 있으며 다른 사건과의 간접적 비교에서도 자본시장법 위반 사건의 처리율이 낮은 것을 알 수 있다. 또한 증권선물위원회로부터 사건을 이첩받고 검찰이 사건을 처리한 시점까지 걸린 기간도 평균 1년을 넘고 있어 유사 사건의 재발을 막기 위한 적시 대응이 어려운 상황이다. 법원의 자본시장법 위반 판결은 집행유예 비율이 높게 나타나고 있는데 사안이 복잡한 불공정거래 사건 특성으로 재판 진행이 지체된 결과라는 해석이 있으나, 한편으로는 불공정거래 사건에 대한 강력한 처벌이 이루어지지 않고 있다는 사회적 인식의 한 근거가 되고 있다.

미국, 영국, 일본 등 주요국에서는 불공정거래 사건을 효과적으로 제재하고 재발을 방지하고자 형사제재를 보완하여 금전적 제재와 비금전적 행정제재 등 다양한 제재 수단을 두고 있다. 불공정거래 사건의 복잡성과 자본시장에 미치는 부정적 파급 효과를 감안했을 때 우리나라에서도 기존 형사벌 중심의 제재와는 별도로 다양한 제재 수단을 확보할 필요성이 있다.

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

동향분석실 선임연구위원 남길남 (namgn@kcmi.re.kr)

펀드연금실 연구위원 천창민 (cc@kcmi.re.kr)

I. 들어가는 말

국내 자본시장의 불공정거래 행위에 대해 금융당국은 강력한 단속 의지를 천명해 왔다. 특히 2013년 4월 ‘주가조작 등 불공정거래 근절 종합대책’을 통해 3대 불공정거래 행위인 미공개정보이용, 시세조종, 부정거래¹⁾ 행위의 인지, 조사, 조치, 사후조치의 각 단계별로 개선안을 마련하였으며, 2017년 신정부 100대 국정과제 중 23대 과제로 ‘공정한 시장질서 확립’을 제시하고 자본시장 불공정거래 행위에 대한 처벌 의지를 명확히 하는 등 시장의 신뢰를 높이고자 하였다.

그러나 이러한 노력에도 불구하고 자본시장의 불공정거래 행위에 대한 투자자들의 불만은 쉽게 줄어들지 않고 있다. 투자자들의 자본시장에 대한 신뢰도가 높아지지 않고 있는 근본적 이유 중에는 불공정거래가 제대로 적발되지 않고 있으며 사건화 된 경우라고 하더라도 사안의 심각성에 비해 적절한 처벌이 이루어지지 않고 있다는 불신²⁾이 있는 것으로 판단된다. 즉, 금융당국의 적극적인 노력에도 불구하고 시장의 신뢰가 낮은 것은 현재 불공정거래 행위 발생, 적발, 처벌 과정에 문제점이 존재하기 때문이다. 따라서 불공정거래 행위 전반에 걸쳐 특징을 분석하고 대안을 고민할 필요성이 크다고 할 수 있다.

-
- 1) 부정거래란 미공개정보이용이나 시세조종 행위를 제외한 불공정거래 행위를 제재하기 위한 포괄적 불공정거래 행위 유형으로서, 자본시장법 제178조는 제1항에서 금융투자상품의 매매 등의 거래와 관련하여 1. 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위, 2. 중요사항이 부실기재 또는 누락된 문서 등을 사용하여 재산적 이익을 얻고자 하는 행위, 3. 금융투자상품의 매매 등을 유인할 목적으로 거짓시세를 이용하는 행위를 부정행위로 열거하고, 제2항에서는 금융투자상품의 매매 등을 할 목적이거나 시세변동을 도모할 목적으로 풍문의 유포, 위계의 사용, 폭행 또는 협박을 사용하는 경우를 부정행위로 규정한다.
 - 2) 2013년 10월 15일 CJ E&M 소속의 기업홍보(IR)팀은 3분기 실적이 저조할 것으로 예상되자 주가 연착륙 등을 목적으로 영업이익이 100억원 미만이라는 악재성 정보를 애널리스트들에게 제공하였고 4개 증권회사 애널리스트들은 다시 이 정보를 11개 자산운용사 펀드매니저에게 전달함으로써 총 365.5억원의 관련 주식을 매도할 수 있도록 하였다. 사건 당일 기관투자자들은 해당 주식을 106만 주 순매도 하였으나 개인투자자들은 104만주를 순매수하였고, 실적 발표 당일 주가는 9.45% 급락하였다. 사건을 접수 받은 증권선물위원회는 2014년 3월 12일 해당 증권회사들에게 기관경고 또는 기관주의 조치를 취하였고 관련 애널리스트 4명과 CJ E&M 직원 3명을 포함한 12명을 검찰에 수사통보 또는 고발하였으나 2016년 1월 7일 1심 판결에서는 CJ E&M 직원들에게 무죄가 선고되었으며 애널리스트 한명에게만 1,000만원의 벌금형이 선고되었다. 재판부는 “주가 하락폭을 줄여 얻을 수 있는 이익이 불분명하고 정보를 불법적으로 공유했다고 볼 만한 자료도 없다.”고 판시한 바 있다. CJ E&M 불공정거래 사건은 비록 당시 법률적 제약으로 애널리스트들로부터 정보를 얻은 펀드매니저들과 같은 2차 정보 수령자들을 처벌할 수 없었다는 문제를 제기하였으나, 이와 함께 불공정거래가 분명함에도 형사적 처벌 수준에 이르지 못하는 사건에 대해 적절히 대처할 수 없는 한계를 드러냈다(중앙일보, 2016.1.7).

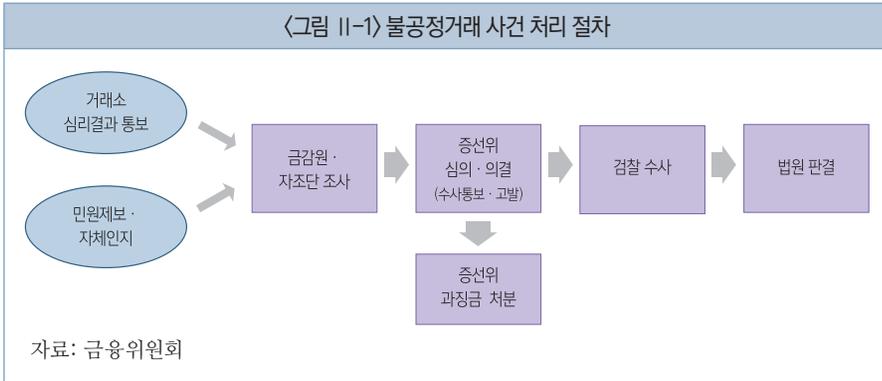
본고에서는 증권선물위원회가 2015~2017년 심의·의결한 불공정거래 혐의 자료와 검찰과 법원의 자본시장법 위반 사건의 처리 자료 그리고 해외 주요국의 불공정거래 제재 관련 현황을 바탕으로 불공정거래 혐의 행위와 사후 처리의 특징 및 문제점을 분석하고자 한다. 우선 II장에서는 증권선물위원회의 불공정거래 혐의 사건 통계를 기초로 불공정거래 피혐의자와 대상 기업의 주요 특징을 알아본다. III장에서는 검찰과 법원의 연감 통계를 기초로 자본시장법 위반 사건의 검찰 처리와 법원 판결의 특징을 분석한다. IV장에서는 미국, 영국, 일본의 불공정거래 규제 사례를 소개함으로써 불공정거래 규제체계의 개선 방향을 논의하며, 마지막으로 V장에서 시사점을 도출한다.

II. 3대 불공정거래 혐의 행위 분석결과의 주요 특징

1. 개요

자본시장법상의 불공정거래 행위는 크게 3대 불공정거래 행위인 미공개정보 이용 행위, 시세조종 행위, 부정거래 행위와 2015년 7월에 신설된 시장질서교란 행위가 있으며, 그 외 보고의무나 거래제한 위반 행위³⁾들로 구성되어 있다. 현재 불공정거래에 대한 일반적인 조사 및 제재는 자본시장법에 따라 한국거래소, 금융감독원·자본시장조사단, 자본시장조사심의위원회, 증권선물위원회, 검찰, 법원 순으로 이루어진다. 불공정거래 행위가 의심되는 사건이 발생하게 되면 한국거래소의 시장감시위원회에서 이를 적발하여 심리 또는 민원인의 제보를 거치거나, 사건의 자체인지를 통해 금융감독원 또는 자본시장조사단에서 조사를 하게 된다. 다음 단계에서 자본시장심의위원회의 심의를 거쳐 증권선물위원회가 자본시장심의위원회의 심의 내용과 금융감독원 또는 자본시장조사단의 조사 내용을 바탕으로 검찰 수사가 필요하다고 판단되는 사건을 검찰에 수사통보 또는 고발하게 되고 검찰에서 해당 사건을 기소하게 되면 법원의 재판을 받게 된다.

3) 주권상장법인의 임원 또는 주요주주의 특정증권 등의 소유상황 및 소유상황 변경에 대한 보고의무, 미공개정보를 이용할 가능성이 있는 지위에 있는 임직원과 주요주주가 해당 법인의 유가증권을 단기매매함으로써 얻은 이익을 회사에 반환해야 할 의무, 공시 규제 위반, 공매도 규제 위반 등이 존재한다(임재연, 2014).



본고에서는 증권선물위원회가 2015~2017년 심의·의결한 총 1,064건(불공정거래 혐의 사건 누적 기준), 957명(불공정거래 피해의자 누적 기준)⁴⁾ 중 주로 유가증권시장과 코스닥시장에서 벌어진 3대 불공정거래 혐의 사건을 대상으로 그 특징을 분석한다.⁵⁾ 전체 사건 중 3대 불공정거래 혐의 사건은 72.3%를 차지하고 있으며, 유가증권시장과 코스닥시장 종목을 대상으로 한 3대 불공정거래 혐의 사건 비중은 전체 3대 불공정거래 혐의 사건 중 61.5%를 차지하고 있다.

〈표 II-1〉 불공정거래 사건 및 발생 현황

	미공개 정보 이용	시세 조종	부정 거래	시장 질서교란	보고 의무	단기매매 차익반환 의무	공시 위반	공매도 위반	사건 합 (건)	피해의자 합 (명)
유가증권	59	39	7	1	18	-	12	1	137	124
코스닥	228	46	94	1	107	-	43		519	468
기타	106	144	46	17	48	1	29	17	408	365
합계	393	229	147	19	173	1	84	18	1,064	957

주 : 기타에는 코넥스시장, 비상장 주식 대상 혐의, 미분류 혐의가 모두 포함됨
 자료: 금융위원회, 자본시장연구원

4) 피해의자의 실명이 없는 익명 자료를 대상으로 분석하는 한계로 인해 동일 인물의 중복 계산 가능성이 존재하며, 한 피해의자가 2건 이상의 불공정거래 혐의가 있는 사건들로 인해 전체 혐의 사건의 수가 피해의자 수보다 많다. 연도별 피해의자 수는 2015년 229명, 2016년 448명, 2017년 280명이다.

5) 시장질서교란행위 혐의 사건은 총 19건이 있으나 유가증권시장과 코스닥시장으로 식별된 사건은 2건에 불과하여 분석에서 제외하였다. 또한 기타로 분류된 혐의 사건은 복수의 종목을 대상으로 하였거나 식별이 불가능한 경우와 소수의 코넥스시장 및 장외 주식을 포함하고 있다.

2. 3대 불공정거래 피혐의자의 주요 특징

3대 불공정거래 피혐의자를 7개 유형⁶⁾으로 구분하여 보면 전체 피혐의자 753명 중 205명의 기타를 제외한 가장 많은 유형은 내부자 125명, 일반투자자 107명 순이다. 그런데 전직자와 관계자를 넓은 의미의 내부자로 분류하면 광의의 내부자는 총 291명으로 38.6%에 이르고 있으며, 특히 코스닥시장에서는 46.2%를 차지하고 있다. 결국 기업의 내부정보를 아는 사람들에 의한 불공정거래가 제일 많이 발생하고 있음을 알 수 있다(〈표 II-2〉 참조).

〈표 II-2〉 3대 불공정거래 피혐의자 유형

(단위: 명)						
	3대 불공정거래			미공개정보 이용	시세조종	부정거래
	전체	유가증권	코스닥			
내부자	125	23	71	86	20	22
전직자	70	8	35	55	6	12
관계자	96	9	62	76	10	13
전문가	79	24	24	46	30	3
일반투자자	107	13	54	65	31	11
전업투자자	71	3	4	1	69	1
기타	205	25	114	64	63	85
합계	753	105	364	393	229	147

자료: 금융위원회, 자본시장연구원

미공개정보이용 피혐의자들은 총 393명으로 3대 불공정거래 피혐의자 중 가장 많은 수를 차지하고 있으며 광의의 내부자인 내부자·전직자·관계자 비중도 55.2%로 다른 불공정거래보다 많다. 한편 미공개정보이용 피혐의자 중 일반투자자가 65명이나 되는 점은 특기할 부분으로, 상대적으로 내부자의 비중이 적고 일반투자자와 전업투자자의 비중이 높은 시세조종의 경우에도 일반투자자는 31명으로 전업투자자 69명의 절반 이하인 것과 대비를 이루고 있다. 미공개정보이용 피혐의자 중 일반투자자가 많은 것은 코스닥시장과 관련되어 있는 경우가 많은데 코스닥시장 피혐의자 중 일반투자자는 54명으로 유가증권시장의 13명에 비해 4배 이상 많으며 미공개정보이용의 대상이 된 코스닥 기업 수도 54개로

6) 내부자, 전직자, 전문가(금융권, 회계법인, 법무법인, 신용평가사 등), 관계자(관계사 임직원 등), 일반투자자, 전업투자자, 기타

유가증권 기업 수 20개보다 34개 더 많다. 코스닥 기업이 미공개정보이용의 주요 대상이 되고 있으며 광의의 내부자는 물론 일반투자자까지 미공개정보이용에 합류하는 경우가 많음을 알 수 있다.

미공개정보이용 다음으로 피혐의자가 많은 3대 불공정거래는 시세조종이며 광의의 내부자보다 전문가와 전업투자자의 비중이 높은 특징이 있다. 전문가에는 금융권 종사자나 법률가, 회계사 등이 포함되어 있어 높은 직업윤리가 필요한 직종 종사자 중 일부의 일탈이 관측되고 있다. 한편 부정거래 혐의 피혐의자 유형에는 별다른 특징이 나타나지 않고 있다.⁷⁾

또한 익명 자료를 대상으로 한 본고의 분석에서는 나타나지 않았으나 금융감독원(2018.5.10)의 분석에 따르면 2011~2017년 동안 불공정거래 혐의로 반복 적발된 비율은 16%에 달하고 있는 상황이다. 따라서 본고의 3대 불공정거래 행위 피혐의자 중에도 반복 적발된 동일인이 포함되어 있을 가능성이 크다. 불공정거래 전력이 재범에 나설 수 있었던 데는 불공정거래에 상응하는 제재가 이루어지지 못하여 불공정거래 전력이 시장에서 신속하게 퇴출되지 못하였기 때문이라고 할 수 있다.

3. 3대 불공정거래 대상 기업의 특징

3대 불공정거래 혐의 행위의 대상이 된 기업 중 행위시점⁸⁾이 확인된 기업은 유가증권 기업 28개 코스닥 기업 75개로 총 103개 기업이다.⁹⁾ 103개 기업을 업종별로 분류하면 유가증권 기업은 자본재 업종에 6개가 몰려있는 것을 제외하고 특정 업종에 편중되어 있지 않지만 코스닥 기업은 하드웨어 18개, 소프트웨어 8개, 미디어 8개 등 IT 분야 비중이 높는데, 이는 코스닥 기업의 산업 특성을 반영한 것이라고 할 수 있다(〈표 II-3〉 참조).

7) 2개의 코스닥 기업을 대상으로 한 부정거래 피혐의자 수가 각각 34명과 24명을 차지하고 있다.

8) 행위시점은 증권선물위원회에서 심의·의결한 불공정거래 혐의 행위가 실제 발생한 시점을 의미한다.

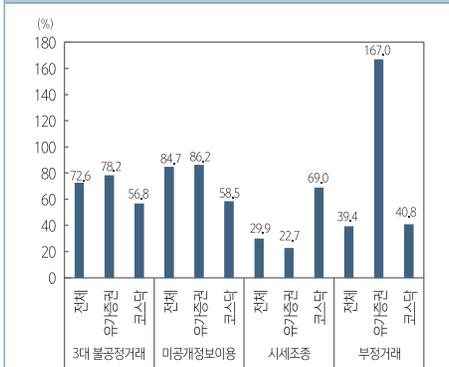
9) 전체 기업 수는 115개였으나 분석 시점의 재무자료를 확보할 수 있었던 기업은 103개이다.

〈표 II-3〉 3대 불공정거래 대상 기업의 업종별 분포

업종	유가증권시장	코스닥시장	합계
기타 금융	1	-	1
내구소비재 및 의류	2	5	7
디스플레이	1	6	7
미디어	-	8	8
반도체	-	3	3
상업서비스	-	2	2
생활용품	1	2	3
소비자 서비스	2	2	4
소재	3	5	8
소프트웨어	3	8	11
에너지	-	2	2
운송	3	-	3
유틸리티	1	-	1
은행	1	-	1
음식료 및 담배	2	2	4
의료 장비 및 서비스	-	3	3
자동차 및 부품	-	2	2
자본재	6	4	10
제약 및 바이오	2	3	5
하드웨어	-	18	18
합계	28	75	103

자료: 금융위원회, 자본시장연구원, FnGuide

〈그림 II-2〉 3대 불공정거래 대상 기업의 업종 대비 총자산 비율



자료: 금융위원회, 자본시장연구원

3대 불공정거래 대상 기업의 특징을 분석하기 위해 3대 불공정거래 혐의 행위가 처음 벌어진 시점 직전 년도의 주요 재무변수를 해당 기업이 속한 업종 평균과 비교하였다. 먼저 총자산을 비교하면 3대 불공정거래 대상 기업의 총자산은 업종 대비 72.6%에 머무르고 있으며, 유가증권 기업보다 코스닥 기업이 업종 대비 더 작은 것을 알 수 있다(〈그림 II-2〉 참조). 부채비율에서도 3대 불공정거래 대상 기업은 동일 업종에 비해 47.4% 더 높게 나타남으로써 3대 불공정거래

행위가 발생하기 직전 해당 기업이 업종 평균에 비해서 부채에 더 많이 의존하였음을 알 수 있다 (<그림 II-3> 참조). ROE 비교에 있어서도 3대 불공정거래 대상 기업은 업종 대비 더 낮은 수익률을 보이고 있다(<그림 II-4> 참조).

3대 불공정거래 혐의 행위의 대상이 된 기업들이 동일 업종 대비 규모가 작고, 부채비율이 높으며, 수익성이 낮게 나오는 현상은 한국거래소(2018.10.22)에서도 일부 확인되고 있다.¹⁰⁾ 시세조종 유형에서는 다소 다른 경향이 나타나고 있으나 3대 불공정거래 전체를 놓고 볼 때 동일 업종 대비 소규모의 부채비율이 높고 수익성이 낮은 기업이 내부자 등에 의한 불공정거래의 대상이 되는 경우가 상대적으로 많다고 할 수 있다.¹¹⁾

4. 반복적 불공정거래 시도 이슈

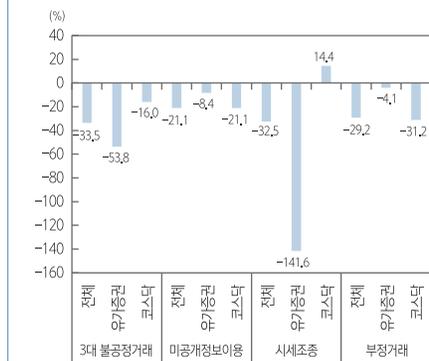
3대 불공정거래 혐의 행위의 대상이 된 기업들의 또 다른 특징은 반복적으로 불공정거래 행위의 대상이 되고 있다는 점이다. 특히 반복적인 불공정거래 대상 기업들과 관련된 3대 불공정거래 혐의 건수¹²⁾는 전체의 절반 가까이를 차지하고 있다.

<그림 II-3> 3대 불공정거래 대상 기업의 업종 대비 부채비율



자료: 금융위원회, 자본시장연구원

<그림 II-4> 3대 불공정거래 대상 기업의 업종 대비 평균 ROE 차이



주 : ROE 차이=대상 기업 ROE-업종 평균 ROE

자료: 금융위원회, 자본시장연구원

10) 2017년 12월 결산 한계기업 71개를 대상으로 한 분석 중 18개 기업에서 미공개정보이용 등 불공정거래 혐의가 적발되었으며, 불공정거래 대상 기업의 경우 규모가 작고, 영업실적이 부진하며, 부채비율이 시장 평균보다 높게 나타났다.

11) 시세조종 대상 기업의 경우 내부자보다 외부 전문가와 투자자들이 시장 상황을 활용하여 불공정거래를 벌이는 경향이 크다 보니 대상 기업의 재무변수(부채비율, ROE)가 상대적으로 덜 중요할 가능성이 있다. 반면 미공개정보이용의 경우 재무적으로 취약한 소규모 기업에서 내부자들이 정상적인 기업 성장이 어렵게 되자 사적 이익을 추구하려는 행태가 관측된다고 해석할 수 있다.

12) 혐의 건수는 피혐의자별로 적용된 미공개정보이용, 시세조종, 부정거래 혐의 각각(피혐의자 한 명당 2개 이상 혐의 가능)을 계산한 것을 의미한다.

3대 불공정거래 혐의 사건의 행위시점이 확인된 143건을 분석한 결과 대상 기업은 115개¹³⁾로 유가증권 기업 30개, 코스닥 기업 82개이다. 이 중에서 반복적으로 불공정거래 혐의 사건의 대상이 된 기업이 유가증권 7개사, 코스닥 16개사로 전체 기업 중 20%를 차지하고 있다(〈표 II-4〉 참조). 그런데 반복 기업의 비중과 달리 혐의 건수와 행위시점 건수로 보면 반복 비중은 각각 45.4%와 37.8%로 대폭 증가한다. 특히 시세조종 행위의 반복 비중은 61.1%에 이를 정도로 그 비중이 높다. 3대 불공정거래 혐의 행위 중 가장 비중이 크며 내부자 및 전직자의 가담율이 높은 미공개정보이용 반복 행위 비중도 28.9%에 이르고 있어 동일 기업 주식에 대한 반복적 불공정거래의 심각성이 크다고 할 수 있다.

〈표 II-4〉 반복적 3대 불공정거래 대상 기업의 비중

(단위: 개사, 건)				
		유가증권	코스닥	전체
대상 기업 수	3대 불공정거래 혐의	30	82	115
	반복 혐의	7	16	23
	반복 혐의 비중(%)	23.3	19.5	20.0
혐의 건수	3대 불공정거래 혐의	105	368	478
	반복 혐의	60	157	217
	반복 혐의 비중(%)	57.1	42.7	45.4
행위시점 건수	3대 불공정거래 혐의	38	102	143
	반복 혐의	15	39	54
	반복 혐의 비중(%)	39.5	38.2	37.8
	미공개정보이용 비중(%)	31.7	22.7	28.9
	시세조종 비중(%)	69.2	61.9	61.1
	부정거래 비중(%)	33.3	33.3	33.3

자료: 금융위원회, 자본시장연구원

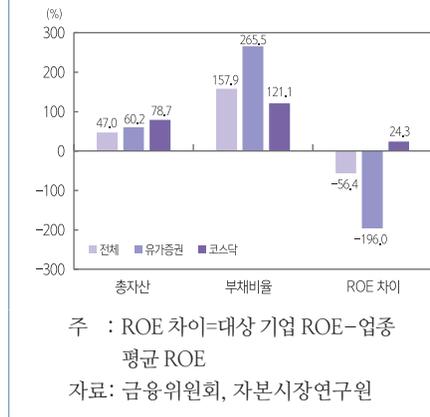
3대 불공정거래 행위의 반복적 대상이 되는 기업들은 전체 3대 불공정거래 대상 기업에 비해 업종 평균 대비 기업의 규모가 더 작으며 부채비율은 다소 높고 ROE도 더 낮게 나타나고 있다(〈그림 II-5〉 참조). 한편 상대적으로 소규모 기업에 대한 반복적 불공정거래가 나타나고 있는 것은 미공개정보이용의 경우 대상 기업의 내부통제가 미비하거나, 시세조종과 부정거래의 경우 신속한 적발과 처벌을 통한 학습효과가 시장 참가자에게 각인되지 않고 있다는 해석이 가능하다.

13) 행위시점 직전 연도의 재무정보가 누락되었거나 비상장 상태였던 기업을 포함하고 있다.

5. 소결

2015~2017년 증권선물위원회에서 심의·의결한 불공정거래 혐의 사건들을 분석해보면 3대 불공정거래 혐의가 대부분을 차지하고 있으며 특히 코스닥시장의 비중과 내부자·전직자·관계자가 많은 미공개정보이용 피혐의자 비중이 높게 나타나고 있다. 3대 불공정거래 혐의 행위의 대상이 된 기업들은 비교 기업에 비해 부채비율이 높게 나타나고 있어 재무구조가 취약한 기업을 대상으로 불공정거래가 집중되는 경향이 있다고 할 수 있다. 무엇보다도 2회 이상 반복적으로 3대 불공정거래의 대상이 된 20%의 기업들이 전체 3대 불공정거래 혐의 건수의 절반 가까이를 차지하고 있는 특징은 유의할 부분이다. 짧은 기간¹⁴⁾ 동안 동일한 기업을 대상으로 한 불공정거래 혐의 행위가 반복되고 있으며 그 비중이 상대적으로 높다는 것은 현재의 불공정거래에 대한 규제가 효과적이지 않음을 반증한다고 할 수 있다.

〈그림 II-5〉 반복적 3대 불공정거래 대상 기업의 업종 평균 대비 비교



Ⅲ. 3대 불공정거래 사건에 대한 사법 처리의 특징

1. 검찰의 사건 처리 특징

증권선물위원회가 3대 불공정거래 행위를 위반한 것으로 심의·의결한 사건은 사법 처리를 위하여 검찰에 수사통보 또는 고발 형태로 이첩되어 검찰의 수사 대상이 된다.¹⁵⁾ 검찰에 접수된 3대 불공정거래 사건은 수사를 거쳐 기소되거나 불기소 처리되는데, 2015~2017년 증권선물위원회가 심의·의결하여 검찰에 수사통보 또는 고발한 748건 중 2018년 2월까지의 처리율(기소 또는 불기소 처

14) 불공정거래 혐의 행위 시점 기준 143건 중 128건은 2013년 이후 발생하였는데 증권선물위원회의 심의·의결 시점(2015~2017년)을 감안하면 3대 불공정거래 혐의 행위가 반복적으로 일어난 사건들의 89.5%가 증권선물위원회의 심의·의결 전 최대 5년 이내에 발생하였음을 알 수 있다.

15) 현행 자본시장법 체제에서 3대 불공정거래 행위의 처벌은 검찰의 기소를 통한 형사처벌만 가능하다.

리 비율)은 51.1%에 머물고 있다. 특히 부정거래 사건의 처리율은 33.3%로 가장 낮으며, 사건 비중이 가장 높은 미공개정보이용 사건의 처리율도 46.9%로 절반에 미치지 못하고 있다(〈표 Ⅲ-1〉 참조). 2015년 증권선물위원회가 심의·의결한 사건의 검찰 처리율이 62.8%로 가장 높게 나오는 것은 시간의 경과에 따른 자연스러운 현상으로 볼 수 있지만 시세조종과 부정거래의 경우 오래될수록 처리율이 높아지지 않고 있는 점을 고려하면 사건의 복잡성에 따라 처리율이 다르다고 할 수 있다.

	2015년	2016년	2017년	전체
미공개정보이용	79.2	47.6	10.3	46.9
시세조종	50.0	82.1	80.9	67.4
부정거래	34.5	37.0	19.2	33.3
3대 불공정거래	62.8	53.1	31.2	51.1

자료: 금융위원회, 자본시장연구원

검찰의 3대 불공정거래 사건 처리율이 다른 사건의 처리율에 비해 차이가 나는지 알아보기 위해 검찰연감의 자료를 서로 비교하였다. 다만 검찰연감에서는 3대 불공정거래 사건을 별도로 구분하지 않고 자본시장법 위반으로만 연별 접수와 기소-불기소 등의 통계를 제시하고 있어 엄밀한 비교를 할 수는 없다. 그럼에도 불구하고 자본시장법 위반 사건의 상당부분이 3대 불공정거래 사건으로 추정되고¹⁶⁾, 6년간의 연별 접수와 처리 통계가 일정한 특징을 보이고 있어 간접적 비교는 가능하다. 2011~2016년 6년간 자본시장법 위반 사건의 검찰 처리율 평균은 75.6%로 전체 사건 평균 96.6%, 형법범계 평균 95.6%, 특별법범계 평균 97.6%에 비해 낮은 수치를 보이고 있다(〈그림 Ⅲ-1〉 참조).

16) 대량보고의무 위반 사건도 위반비율이 5% 이상인 경우 등은 증권선물위원회가 동 사건을 검찰에 고발하거나 수사통보를 하는 것이 원칙이나, 3대 불공정거래 사건에 비해서는 상대적으로 그 건수가 많지 않아 상당부분 3대 불공정거래 사건으로 추정하였다.

〈그림 Ⅲ-1〉 자본시장법 위반 사건의 검찰 처리율



자료: 검찰연감

또한 검찰에 이첩된 3대 불공정거래 사건의 처리 기간을 분석하면 평균적으로 상당한 기간이 소요되고 있음을 알 수 있다. 증권선물위원회에서 검찰에 수사통보 또는 고발된 3대 불공정거래 사건이 기소 또는 불기소 처분을 받기까지 걸린 기간은 평균 393일이며, 미공개정보이용 사건은 430일로 시세조종 사건의 371일이나 부정거래의 312일보다 59일에서 118일이 더 소요되는 것으로 조사되었다(〈표 Ⅲ-2〉 참조). 또한 3대 불공정거래 사건의 경우 기소까지 걸린 시간보다 약식기소와 불기소까지 걸린 시간이 각각 141일, 219일 많은 것으로 나타나고 있어 혐의의 중대성과 소요시간이 반비례하는 특징이 있다.¹⁷⁾ 이 같이 3대 불공정거래 사건의 검찰 처리가 지연되는 주된 이유로는 다른 사건에 비해 불공

〈표 Ⅲ-2〉 3대 불공정거래에 대한 검찰의 평균 처리 기간

	(단위: 일)			
	기소	약식기소	불기소	전체
미공개정보이용	195	398	497	430
시세조종	296	426	479	371
부정거래	190	212	395	312
3대 불공정거래	260	401	479	393

주 : 기소는 약식기소를 제외한 값임

자료: 금융위원회, 자본시장연구원

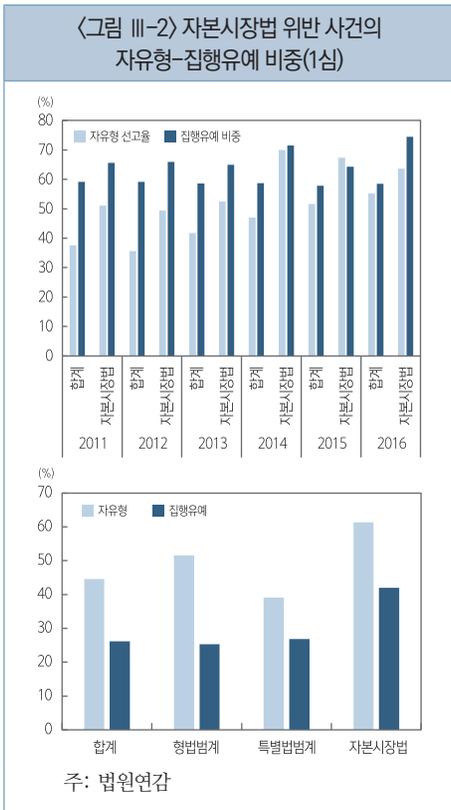
17) 이러한 특징은 3대 불공정거래 사건의 검찰 수사와 처리의 어려움을 보여주고 있는데, 검찰 수사 인력의 한계로 인해 중요사건을 우선 처리하고 약식기소나 불기소 사건과 같이 상대적으로 용이한 사건은 천천히 처리하는 실무적 관행이 반영된 결과일 수 있다.

정거래 사건이 복잡하고, 증거확보가 어렵기 때문이라고 할 수 있다.

결과적으로 현행 3대 불공정거래 사건의 검찰 수사와 처리는 다른 사건에 비해 오랜 기간이 소요되고 있는데, 특히 검찰 처리에서만 평균 1년이 넘다 보니 최종 사법 처리까지는 상당한 기간이 소요될 것으로 추정할 수 있다. 따라서 사건의 발생과 제재까지에 긴 시간이 소요되는 형사제재만으로는 3대 불공정거래 사건에서 나타나는 특징인 재무구조가 취약한 기업의 주식을 대상으로 내부자 등이 반복적으로 불공정거래를 벌이는 문제점을 보다 효과적으로 대응하는 데는 한계가 있다고 할 수 있다.

2. 법원 판결의 특징 및 형사별 중심의 처벌 이슈

검찰이 수사를 통해 기소한 3대 불공정거래 사건은 법원의 재판을 통해 제재



의 수준이 최종 결정 된다. 법원이 내린 3대 불공정거래 사건 관련 판결을 다른 통계는 없지만, 법원연감을 통해 자본시장법 관련 형사 사건 판결¹⁸⁾의 특징을 살펴 볼 수는 있다. 2011~2016년 6년 동안 자본시장법 위반 판결의 자유형(실형) 비율은 1심에서 61.3%로 전체 평균 44.6%보다 높게 나타나고 있으나 집행유예 비중은 42%로 전체 평균 26.1%에 비해 약 14%p 높다(〈그림 III-2〉 참조). 자본시장법 위반 사건에 대해 자유형 선고 비율과 집행유예 선고 비율이 모두 높은 특징은 2심인 항소심 통계에서도 확인되고 있다. 최종심인 대법원 통계에서는 자본시장법 위반 사건의 상고기각률이 전체 평균에 비해 높게 나오는 특징을 보이고 있다(〈그림 III-3〉 참조).

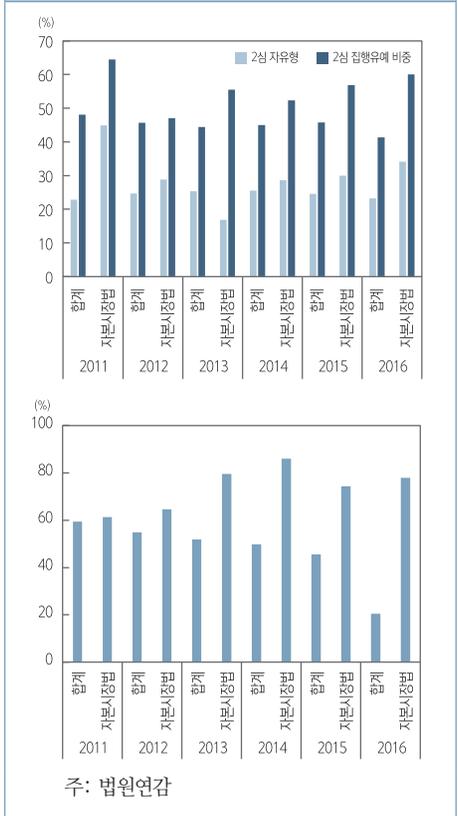
자본시장법 위반 재판의 집행유예 비율과 상고기각률이 높게 나오는 특징은 3대 불공정거래

18) 검찰연감의 자본시장법 통계와 마찬가지로 법원연감의 자본시장법 관련 형사 사건 통계도 상당부분 불공정거래 위반 사건으로 추정된다.

사건에 대한 처벌 수준이 높지 않다는 비판을 일부 뒷받침해주고 있으며 동시에 복잡한 사건의 속성을 반영하는 결과라는 해석¹⁹⁾도 가능하다. 현행 형사제재 중심의 불공정거래 사건의 처리는 형사절차에 있어서 요구되는 매우 높은 증명 수준과 절차의 엄격성 및 복잡성으로 인해 비효율성이 존재한다고 할 수 있다.²⁰⁾

이에 따라 형사벌 이외의 다양한 제재 수단을 마련해야 할 필요성도 지속적으로 제기되었다. 이에 2014년 12월 30일 시장교란행위라는 개념의 도입을 통해 형사벌 중심의 한계를 극복하려고 하였으나, 시장교란행위의 개념을 3대 불공정거래 행위가 아닌 경우 보충적으로만 적용되는 것으로 좁게 설정하여 그 실효성이 크지 않다. 따라서 형사벌 중심의 불공정거래 행위 제재에서 과징금을 비롯한 다양하고 실효성 있는 제재 수단으로의 전환에 대한 필요성은 크게 달린 바가 없으며, 여전히 불공정거래에 대한 규제 수단이 형사벌 중심이라는 한계를 벗어나지 못하고 있다고 평가할 수 있다.

〈그림 Ⅲ-3〉 자본시장법 위반 사건 항소심의 자유형-집행유예 비중(상)과 상고기각률(하)



IV. 제재 수단의 다양화 필요성과 해외 현황

3대 불공정거래 행위는 금전적 이익을 수취하기 위해 다수의 불특정 투자자를 대상으로 한 범죄이며, 신뢰를 기본으로 하는 자본시장 자체에 대한 범죄라는 점에서 그 죄질이 높다. 이 같은 점에서, 3대 불공정거래 행위는 범죄의 대상이 특정되어 있는 은행 등 타 금융업권에서 발생하는 대부분의 금융범죄와는 다

19) 불공정거래 사건의 집행유예 선고 비율이 높은 것은 사건의 복잡성으로 재판이 지체되면서 구속기간이 만료되는 경우가 많아서 나타나는 현상이라는 해석이 있다.

20) 형사절차에 있어서 범위반을 증명하기 위해서는 합리적으로 의심할 수 없을 정도(beyond reasonable doubt)라는 높은 수준의 증거가 요구되지만, 민사절차에서는 증거의 우월(preponderance of the evidence)이라는 보다 약한 수준의 증명만 요구된다. 또한, 형사절차에서 제재의 수위가 높으면 법원실무상 그만큼 더 높은 수준의 증거가 요구되어 시장에서 요구되는 수준의 처벌이 쉽지 않다.

른 차원의 성질을 가진다고 할 수 있으며, 타 금융범죄와는 다른 다양한 제재 수단의 확보가 필요하다. Ⅲ장에서 살펴본 바와 같이, 3대 불공정거래 행위에 대해 형사제재만이 가능한 현재의 제재 하에서는 범죄의 발생시점과 이에 대한 형사 처벌의 결정까지 상당한 시간이 소요되고 처벌의 수준도 높지 않다. 이렇다 보니 동일한 회사를 대상으로 한 3대 불공정거래 행위가 재발하는 현상도 목격되고, 금융감독원(2018.5.10)의 분석에서 밝혀진 바와 같이 동일 피혐의자의 비중도 적지 않는 등 규제의 목적과는 달리 형사제재가 갖는 예방적 효과가 낮다. 따라서 자본시장 신뢰의 빠른 회복과 범죄의 재발 방지를 위해서는 형사제재와 더불어 3대 불공정거래 행위로 취득한 금전적 이익을 적시에 환수하고 징벌적 성격을 가진 과징금을 부과하는 등의 다양한 행정제재 수단의 확보가 필수적이다. 자본시장 범죄를 대처하기 위한 대부분의 금융선진국에서 널리 사용되고 있는 행정제재 중 하나인 과징금 제도는 범법자에 대한 형사적 처벌보다는 범위반 행위로 취득한 이익을 환수하여 공평성을 확보하거나 범위반 행위를 억제하고, 그러한 범위반 행위에 대한 신속한 구제를 주된 목적으로 한다.²¹⁾ 또한, 비형사적 규제인 과징금 제도는 형사제재에 비해 절차적 측면에서 비교적 간편하다는 특징이 있고, 범위반자를 전과자로 만들지 않으며, 특히 징역을 살 능력이 없는 법인에 대해 유용한 수단이다.²²⁾ 무엇보다 위법행위의 예방이라는 규제 목적의 관점에서 복잡하고 엄격한 형사절차보다 상대적으로 수월한 비형사적 규제가 효율적이기 때문에 과징금이 신속성과 기동성 확보의 차원에서 형사제재의 단점을 보완할 수 있다고 본다.²³⁾

주요 선진국에서도 불공정거래 사건에 대한 처벌 수단으로 형사제재를 보완할 수 있는 다양한 제재 수단을 활용하고 있는 추세이다. 이는, 앞서 설명한 바와 같이 형사별 위주의 제재 수단에 의할 경우 자본시장 범죄의 특성에 맞는 신속하고 효율적인 제재가 어렵다는 것을 반영하여 이를 시정하기 위함이다.

미국의 경우 1980년대 내부자거래 사건이 급증하였으나 연방대법이 사실상 그 규제범위를 축소시킴으로써 내부자거래 규제에 어려움이 발생하였고, 이를 극복하기 위해 1984년 내부자거래제재법(Insider Trading Sanctions Act)을 제

21) 권재열(2016)

22) 권재열(2016)

23) 권재열(2016). 과징금 제도의 필요성 내지 과징금 제도의 확대나 제재 수단의 다양화를 주장하는 국내문헌으로는 김정수(2010), 안수현(2010), 정운모·현석·김병연(2013), 김병연(2014), 하영태(2015), 신경희(2015), 성희활·최승재·황현일(2017) 등이 있다.

정하면서 내부자거래에 대해 SEC가 민사제재금을 부과할 수 있게 되었다.²⁴⁾ 또한, 증권시장의 불공정거래를 효과적으로 억제하기 위한 조치로 1990년 증권법 강제법(Securities Law Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act)이 제정되면서 내부자거래 외의 사건에 대해서도 과징금 부과가 가능해졌다. 나아가, 도드-프랭크법에 의해 SEC가 일반인에 대해서도 직접 과징금을 부과할 수 있게 되어 SEC의 행정제재 수단이 더욱 강화 되었다. 미국의 불공정거래 규제체계의 변화는 점점 복잡해지고 새로워지는 불공정거래 행위를 형사제재로만 규제하기 어렵다는 현실을 반영한 결과였다.²⁵⁾ 현재 미국의 불공정거래 규제는 형사제재와 비형사적 제재로 이원화되어 있으며 비형사적 제재도 단순히 금전적 제재에 머물지 않고 상장회사의 임원과 이사에 대한 선임도 제한²⁶⁾할 수 있는 등 다양한 방식이 상황에 따라 탄력적으로 적용되고 있다. 그리고 이러한 제재 이원화 및 탄력적 규제 적용에 따라 미국에서는 형사제재보다 비형사적 제재가 과반 이상을 차지하고 있다(〈표 IV-1〉 참조).

영국은 2000년 통합금융법인 금융서비스시장법(Financial Services and Markets Act 2000: FSMA)을 제정하면서 시장질서남용규제체계(Market Abuse Regime)를 구축하여 기존의 형법에 의하던 금융범죄를 민사적 범죄로 전환하여 형사제재가 아닌 행정제재를 통해 규제할 수 있도록 하였다. 영국의 이 같은 자본시장 범죄에 대한 제재 체계의 대전환도 기존의 형사벌에 의한 금융범죄 집행의 실패를 시정하기 위함이다. 특히, 형사규제 체계가 요구하는 엄격한 증거수준, 거래내용의 복잡성 및 불투명성, 장기간의 소송기간 등으로 인해 당초의 입법목적 달성에 실패했다고 평가하여 규제흡결을 치유하기 위한 목적으로 시장질서남용규제체계를 전격 도입하게 된 것이다. 영국의 규제 방식은 2003년 EU의 시장남용지침(Market Abuse Directive 2004/6)의 제정으로 이어지면서 과징금에 의한 제재가 EU 차원으로 확대되었다.

24) 이하, 미국, 영국 및 일본의 상황은 정윤모·현석·김병연(2013), 김정수(2016)를 기초로 하였음을 밝힌다.

25) 2010년 5월 6일 'Flash Crash' 사태의 원인 중 하나로 지목된 허수성 호가(spoofing)에 대해 도드-프랭크법에서 위법 행위를 명시하고 있는데 이는 불공정거래 기법이 계속 진화하는 현실을 반영한 것이라고 할 수 있다.

26) 2018년 3월 15일 SEC는 혁신적인 혈액 검사 기법을 내세웠으나 거짓으로 밝혀진 Theranos의 창업자 Elizabeth Holmes에 대해 증권사기 혐의로 10년간 상장회사의 임원과 이사를 맡지 못하도록 제재한 바가 있다.

일본은 2004년 증권거래에 관한 집행수단을 다양화하기 위해 당시 증권거래법(현 금융상품거래법)의 개정을 통해 행정제재의 일환으로 과징금 제도를 도입하였다. 일본의 과징금 제도 또한 불공정거래 행위 규제의 실효성을 확보하기 위한 목적으로 도입하였다. 즉, 기존의 형사제재가 가진 한계를 시정하여 규제 위반으로 경제적인 이득을 얻지 못하도록 함으로써 규제의 실효성을 확보하기 위함이다. 일본은 과징금 제도의 실효성이 있다고 평가하면서 2005년과 2008년 두 차례에 걸쳐 2004년 도입 당시 내부자거래, 시세조종, 위계거래 등에 한정되어 있던 과징금 부과대상 행위를 대폭 확대하였다. 또한 일본은 부수적인 행정조치로 위반자에 대해 회사의 인사조치가 가능하도록 함으로써 제재 수단의 다양화를 모색하였다.²⁷⁾ 그리고 과징금 제도의 도입 이후 불공정거래 사건의 대부분을 형사 절차가 아닌 행정제재인 과징금 부과를 통해 처리하고 있다(〈표 IV-1〉 참조).

홍콩도 형사제재, 금전적·비금전적 행정제재를 모두 사용하고 있다. 다만 금전적 제재는 금융당국이 피감기관에 대해 1천만 홍콩달러 이하로 상한이 정해져 있다. 비금전적 행정제재 조치 중에는 임원선임의 제한이나 증권취득 제한²⁸⁾이 포함되어 있다. 홍콩도 미국이나 일본과 같이 불공정거래 행위에 대해 민사제재 및 행정제재가 활발하게 활용되고 있다.

요컨대, 미국, 영국, 일본, 홍콩의 사례를 보면 불공정거래의 적시적인 대응과 유사 사건의 재발을 막기 위해 매우 높은 수준의 증거 입증이 요구되고 장기간이 소요되는 형사제재에 병행하여 금전적 제재와 비금전적 행정제재가 모두 사용되고 있는 것이 공통의 특징이다. 미국, 일본, 홍콩의 미공개정보이용을 중심으로 한 불공정거래 사건의 처리 현황을 보면 전체 제재 사건 중 형사제재는 소수에 그치고 있는 실정이며, 미국과 홍콩은 행정 및 민사제재가 형사제재의 각각 2~5배와 3~7배에 이르고 있으며 일본은 2011년 이후 형사고발 사건이 5건 미만에 머물고 있다(〈표 IV-1〉 참조).

27) 김민석(2018)

28) 홍콩 이외에 불공정거래 행위자의 증권 취득을 제한하는 사례로는 캐나다 온타리오주가 있다(김민석, 2018).

〈표 IV-1〉 미국, 일본, 홍콩의 불공정거래 사건 처리 현황

		(단위: 건)						
		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
미국	행정/민사제재	34	38	70	63	46	56	-
	형사절차	6	9	27	25	22	27	-
일본	조사대상	649	613	819	875	943	978	992
	금전제재	21	19	17	10	19	16	14
	형사고발	7	4	5	2	1	1	2
홍콩	민사제재	59	56	69	70	75	108	105
	행정제재	128	91	82	90	117	118	114
	형사절차	51	80	58	49	42	27	28

주 : 미국과 일본은 미공개정보이용에 한정, 홍콩은 미공개정보이용과 시세조종 등을 포함
자료: 김민석(2018)

V. 맺는말

쉽게 근절되지 않고 있는 3대 불공정거래 행위의 효과적 제재와 시장의 신뢰도 제고를 위해서는 기존 형사제재 방식의 한계를 인정하고 다양한 방식의 적시적이고 효과적인 제재 방안을 모색할 필요가 있다. 2015~2017년 증권선물위원회가 심의·의결한 3대 불공정거래 혐의 사건의 분석 결과에서 볼 수 있듯이 내부자와 전직자 등 내부정보를 잘 아는 사람들에 의해 재무구조가 취약하고 규모가 작은 기업들을 대상으로 반복적인 불공정거래가 나타나는 경향이 있다.

그러나 1년이 넘는 검찰의 처리기간에서 볼 수 있듯이 사건의 복잡성과 높은 입증책임으로 인해 3대 불공정거래에 대한 효과적인 제재가 이루어지지 못하고 있는 현실이다. 비슷한 문제를 앞서 경험한 미국, 영국, 일본, 홍콩은 형사제재 이외에 금전적 제재와 비금전적 행정제재를 다양하게 도입함으로써 점점 복잡해지고 정교해지는 불공정거래에 대응하고 있음을 적극 참조할 필요가 있다. 다만, 제재 수단의 다양화 시도 검토 시, 행정제재의 남용으로 인한 불의의 피해자가 발생하지 않도록 행정제재의 절차적 정당성과 투명성 확보 등의 노력도 병행되어야 함은 두말할 나위가 없을 것이다.

참고문헌

- 권재열, 2016, 미국의 민사금전별 제도에 관한 비교법적 소고, 『법과 기업연구』 제 6권 제3호, 99-115.
- 금융감독원, 2018. 5. 10, 불공정거래 조사업무 혁신방안, 보도자료.
- 금융위원회, 2013. 4. 18, 주가조작 등 불공정거래 근절 종합대책, 보도자료.
- 김민석, 2018, 불공정거래 제재 수단의 다양화 필요성, 방안 및 기대효과, 한국증권법학회·서울남부지방검찰청 공동 특별세미나.
- 김병연, 2014, 자본시장법상 불공정거래행위에 대한 과징금제도의 도입, 『상사법 연구』 제32권 제4호.
- 김정수, 2010, 『자본시장법상 불공정거래에 대한 과징금 도입방안』, 금융위원회 연구용역보고서.
- 김정수, 2016, 『내부자거래와 시장질서교란행위』, SFL그룹.
- 성희활·최승재·황현일, 2017, 『불공정거래 규제 실효성 제공방안』, 인하대학교 산학협력단 연구용역보고서.
- 신경희, 2015, 『자본시장법상 불공정거래행위에 대한 과징금 부과방안 연구』, 건국대학교 박사학위 논문.
- 안수현, 2010, 자본시장법 시행 이후 불공정거래 규제 변화와 과제, 『BFL』 제40호.
- 임재연, 2014, 『자본시장법과 불공정거래』, 박영사.
- 정운모·현석·김병연, 2013, 『자본시장 불공정거래 관련 과징금 제도 도입시 구체적 운영방안』, 자본시장연구원 연구용역보고서.
- 중앙일보, 2016. 1. 7, 法, '실적정보 유출' CJ E&M 직원 '무죄' 선고.
- 하영태, 2015, 자본시장법상 과징금제도 확대도입과 효율적 운영방안, 『경제법 연구』 제14권 제1호.
- 한국거래소, 2017. 8. 16, 최근 기획형 복합불공정거래 발생사례 및 특징, 보도자료.
- 한국거래소, 2018. 10. 22, 12월 결산 한계기업 심리 결과 및 주요 특징, 보도자료.

이슈보고서 18-16

자본시장 3대 불공정거래 혐의 행위의 특징과 시사점

발 행 2018년 12월 12일

저 자 남길남 · 천창민

발 행 인 박영석

발 행 처 자본시장연구원

주 소 서울시 영등포구 의사당대로 143

전 화 3771-0600 (Fax. 786-7570)

홈페이지 www.kcmi.re.kr

ISBN 978-89-6089-203-3-93320