

이슈보고서 20-06

ISSUE  
REPORT

# 해외 주요국 정보교류차단장치 규제 현황 및 시사점

이석훈

# 해외 주요국 정보교류차단장치 규제 현황 및 시사점

저자 이석훈\*

2019년 5월 금융위원회는 원칙중심(principle-based)의 규제로 전면 개편하는 「차이니즈 월 규제 개선방안」을 발표하였다. 개선방안이 시행되면 개별 증권회사들은 자체적으로 적절한 정보교류차단장치 즉 차이니즈 월을 설치해야 하고 금융당국도 이를 평가 및 감독해야 하므로 업계나 금융당국 모두 차이니즈 월 제도의 취지와 운영방식에 대한 이해가 필요하다. 이에 본 연구는 원칙중심의 규제를 채택하고 있는 해외 주요국 차이니즈 월 제도의 도입배경과 규제방식, 운영실태 등을 살펴보았다.

미국과 영국 모두 원칙중심의 규제방식을 채택하고 있는데, 이는 개별 증권회사에 적합한 차이니즈 월 설치의 중요성을 고려하였기 때문이다. 그러나 두 국가는 차이니즈 월의 도입배경이나 규제방식에서 차이점을 보인다. 미국은 1980년대 중반 내부자거래 증가에 대응하기 위해 법률로 명문화하면서 기업고객의 미공개중요정보 차단에 초점을 둔 강도 높은 규제로 발전시켰다. 반면 영국은 Big Bang 당시 금융기관 검업화를 추진하는 과정에서 이해상충의 소지를 줄이는 방안으로 차이니즈 월을 도입하였으나, 2000년대 이후 FSMA 2000과 EU의 MAD/MAR 등을 통해 이해상충의 방지와는 별도로 시장남용의 방지를 위한 차이니즈 월을 강화하였다.

금번 개선방안은 원칙중심의 규제, 미공개중요정보의 오용을 방지하는 별도의 정보교류차단장치 규제 마련, 사외 차이니즈 월 제도의 합리화를 골자로 하는데, 이는 해외 주요국의 차이니즈 월 취지와 규제방식을 상당부분 반영한 것으로 생각된다. 원칙중심의 규제는 증권회사 영업활동을 증진시키는 제도로 기대되는 한편 법적인 불확실성에 따른 증권회사의 부담을 높일 수 있다. 이에 금융당국과 업계는 미국 등의 해외사례를 참고하여 국내 여건에 적합한 정보교류차단장치에 대한 공감대를 형성하고 모범규준을 논의할 필요가 있다. 또한 증권회사들이 원칙중심 규제의 취지에 맞게 합리적인 정보교류차단장치를 찾는데 꾸준히 노력함으로써 시장신뢰를 한층 높이는 계기가 되기를 기대해본다.

---

\* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.  
금융산업실 선임연구위원 이석훈 (shlee@kcmi.re.kr)

## I. 서론

---

정보교류차단장치는 부서 간 미공개중요정보 등의 교류를 방지하기 위한 사내 규정이나 절차로 은유적 용어인 ‘차이니스 월(Chinese Wall)’로도 일컫고 있다.<sup>01</sup> 정보교류차단장치는 좁게는 물리적 차단벽 등의 정보접근 제한으로 한정될 수 있지만 내부자거래 관련 직원 및 자기매매 감시체계를 비롯하여 정보교류에 대한 감독, 정보교류 절차와 조치에 대한 문서화, 직원 교육과 훈련 등을 내포한다.

우리나라는 자본시장법을 제정할 당시 정보교류로 인한 이해상충의 가능성을 줄이려는 목적을 두고 정보교류차단장치 규제를 마련하였다. 제도 시행 이후 정보교류차단장치 규제는 업계 건의로 현재까지 10여 차례의 개정이 이루어졌으나, 그럼에도 불구하고 여전히 불합리한 규정에 대한 제기는 지속되고 있다. 그 이유로는 법령이 구체적이고 획일적이어서 회사 규모, 업무의 성격과 범위 등 다양한 상황에 부합하기 어렵고 개별 증권회사의 영업 확대나 변화 등에 기존 규정들이 부적합해지는 일이 나타나기 때문이다.

이에 지난 2019년 5월에 금융위원회는 원칙 중심(principle-based)의 규제로 전면 개편하는 「금융투자업 차이니스 월 규제 개선방안」을 발표하였다. 원칙중심의 규제가 시행되면 개별 증권회사들은 자체적으로 판단하여 적절한 차이니스 월을 설치해야 하고 금융당국도 이를 평가 및 감독해야 한다. 또한 현재와 같은 단순한 규정방식의 규제일 때와는 달리 적절한 차이니스 월에 대한 공감대가 없이는 법적 불확실성이 클 수 있어 업계나 금융당국 모두 합리적인 차이니스 월의 운영 방식과 제도의 취지에 대한 이해가 필요하다. 본 연구는 해외 주요국 차이니스 월 제도의 도입배경과 규제방식, 운영실태 등을 조사하고 금번 개선방안에 대한 평가 및 향후 업계와 감독당국, 협회 등이 준비해야 할 과제를 논의한다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 먼저 II 장에서는 해외 주요국 정보교류차단장치에 대한 규제 현황을, III 장에서는 미국의 정보교류차단장치 운영실태를 살펴보고 IV 장에서는 국내 차이니스 월 규제의 개선방안에 대한 논의를 한다. 마지막으로 V 장에서는 해외사례로부터 주요한 함의를 정리하고 시사점을 제시한다.

---

01 국내 자본시장법에서는 정보교류차단장치로 정의하고 있지만 지난 2019년 5월 금융위원회는 ‘차이니스 월 개선방안’으로 발표한 바 있다. 영국에서는 여전히 FCA Handbook 내 공식적인 용어로 차이니스 월을 사용하고 있다.

## II. 해외 주요국 정보교류차단장치에 대한 규제 현황

### 1. 해외 주요국 정보교류차단장치에 대한 규제 개관

해외 주요국에서는 고객거래 및 미공개중요정보를 차단하는 절차와 규정에 대해 원칙중심의 규제를 채택하고 있다. 규정중심의 규제는 위법한 행위를 명확히 정하고 있어 법적인 불확실성이 작지만, 규정의 획일성으로 인해 증권회사의 영업 특성과 구조에 적합하지 않은 정보교류차단장치를 요구할 수 있는 문제점을 가진다. 이는 개별 증권회사가 자체적으로 적합한 정보교류차단장치를 마련할 수 있는 원칙중심의 규제가 해외 주요국에서 채택된 배경이기도 하다.

미국과 영국은 모두 원칙중심의 규제를 채택하고 있지만 규제의 도입배경과 규제방식에서는 다소 차이를 보인다. 미국의 차이니즈 월<sup>02</sup>은 1960년대 후반 미공개중요정보의 유출 사건에 메릴린치가 화해(settlement) 조건으로 처음 도입한 것이 시발점이 되었고 이후 이를 예방하는 목적으로 꾸준히 발전되었다. 그럼에도 불구하고 1980년대 중반 내부자거래의 증가와 대형 스캔들이 불거지면서, 미국 연방의회는 증권회사로 하여금 미공개중요정보의 오용을 방지할 수 있는 적절한 차이니즈 월의 설치를 법률로 명문화하고 금융당국의 감독과 자율규제, 제재 등을 강화하였다.

영국에서는 1986년 Big Bang 당시 금융기관 겸업화를 확대하고 동시에 이해상충의 문제를 해소할 목적으로 미국에서 발전한 차이니즈 월의 개념을 적용하게 되었다.<sup>03</sup> 당시 영국의 경우 증권회사 내 미공개중요정보의 오용을 방지하기 위한 집행방안보다도 겸업 금융기관 내 정보교류로 인한 이해상충의 이슈를 해결하는 방안이 논의의 중심에 있었다. 최근 FSMA 2000과 EU의 MAD/MAR 등에 따라 내부자거래에 대한 감시체계 등의 강화를 통해 미공개중요정보의 오용을 방지하는 차이니즈 월을 별도로 요구하고 있다.

미국과 일본에서는 은행과 증권회사 등의 겸업을 허용할 당시 지주회사 또는 자회사 방식의 금융그룹 하에서 은행의 건전성과 안정성을 도모하기 위해 은행 및 비은행 금융기관 간 금융거래 등을 제한하는 방화벽 규제를 두기 시작하였는데, 현재는 미국과 일본 모두 도입 당시에 비해 상당히 완화되어 운영하고 있다.

02 원칙적으로는 정보교류차단장치로 표현하는 것이 적절하겠지만, 해외에서 제도가 발전할 당시 차이니즈 월이라는 용어로 통용되었기 때문에 각 국가의 역사적 배경 등을 논의하거나 독자의 이해에 적절한 경우 이를 사용하고자 한다.

03 영국은 겸업 금융기관이 차이니즈 월을 통해 타 부서의 고객정보를 차단할 경우 고객에게 이를 제공하지 않더라도 신의성실의 의무 위반으로부터 면책될 수 있도록 하였다. 이에 겸업 금융기관은 차이니즈 월을 통해 이해상충의 소지가 있는 중요한 고객정보의 교류를 차단하되 그 외의 정보에 대해서는 교류함으로써 겸업화의 이점을 누릴 수 있게 되었다.

## 2. 미국의 증권회사<sup>04</sup> 정보교류차단장치에 대한 규제

### 가. 차이니즈 월 규제의 발전과정

메릴린치 인수업무 부서에서 취득한 미공개중요정보가 타 부서로 유출되어 내부자거래가 발생한 사건에 대해 메릴린치가 SEC 권고에 화해(settlement)의 조건으로 1966년 차이니즈 월을 처음 도입하였다. 미공개중요정보의 오용을 예방하는 목적으로 미국 증권회사들은 인수부서와 여타 부서 간 정보를 차단하는 차이니즈 월의 설치를 요구받고 있었으나, 차이니즈 월이 1980년대 초까지는 법적으로 명문화되지 않은 관계로 내부자거래 등과 관련한 소송에서 법적인 방어 수단으로 활용되지는 못하였다.

1980년대에 들어오면서 차이니즈 월 설치가 법률로 명문화되기 시작하였고 이로 인해 증권회사들은 이전과는 달리 법적인 방어수단으로 차이니즈 월 설치를 활용될 수 있게 되었다. 첫 번째 명문화가 된 사례로, 1980년 SEC가 공개매수에 관한 미공개중요정보를 취득하여 증권을 매매하는 행위를 금지하는 1934년 증권거래법 제14조e-3항을 채택한 것을 들 수 있다. 이는 반대로 증권회사가 적절한 차이니즈 월을 설치하여 타 부서에서 공개매수에 관한 미공개중요정보를 알지 못하도록 한 경우(제14조e-3항(b)), 증권매매를 하더라도 제14조e-3항을 위반하지 않은 것으로 인정한 것이다.

1984년 내부자거래방지법(Insider Trading Sanctions Act of 1984: ITSA)에서는 적절한 차이니즈 월의 설치를 통해 미공개중요정보가 차단될 경우 이에 해당되는 주식에 대한 매매 추천 등으로 법적인 제재를 부과하지 않는다는 조항을 명시하였다. 1988년 연방의회는 차이니즈 월의 실효성을 강화하고자 내부자거래 및 증권사기방지법(Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988: ITSFEA)<sup>05</sup>에 포함된 1934년 증권거래법 제15조(g)항<sup>06</sup>을 통해 증권회사의 직원에 의한 미공개중요정보의 부적절한 오용을 방지할 수 있는 차이니즈 월의 구축을 명시적

04 본 연구는 미국의 registered broker-dealer와 영국의 investment firm을 모두 증권회사로 통일하여 사용한다.

05 SEC는 1982~1985년 사이 내부자거래 위반으로 77건의 제재조치를 취하였는데, 이는 이전 48년간 제재조치에 해당되는 건수였고 1986년 한 해 30건에 반환액이 29.7백만달러에 달하는 등의 1980년대 중반 내부자거래 관련 스캔들이 ITSFEA 제정의 배경이 되었다.

06 Section 15(g) of the Act, "Every registered broker-dealers shall establish, maintain, and enforce written policies and procedures reasonably designed, taking into consideration the nature of such broker's or dealer's business, to prevent the misuse in violation this title, or the rules or regulation thereunder, of material, nonpublic information by such broker or dealer or any person associated with such broker or dealer."

으로 요구하였다.<sup>07</sup> 또 ITSFEA에서는 직원의 미공개중요정보 오용에 대한 감독자로서 증권회사가 이를 방지하기 위한 적절한 조치를 취하지 않은 경우에 대해서 민사적 과징금 등을 추가하는 등 위반에 따른 제재를 강화하였다.

한편 1988년 채택된 제15조(g)항에 의거하여 정보교류차단장치에 관한 광범위한 규칙 제정의 권한을 부여받게 된 SEC는 증권회사의 정보교류차단장치 정책과 절차에 관한 실태조사를 하여 규정방식의 규제가 타당한지를 검토하였다. 실태조사를 수행한 결과, SEC는 정보교류차단장치에 관한 세부적인 규칙의 제정보다는 SEC 감시 하에 자율규제 프로그램(Self-Regulatory Organization: SRO)을 운영하는 것이 더 효과적일 것으로 평가하였다.<sup>08</sup> 이에 따라 1990년 3월 SRO 기관인 NASD와 NYSE로 하여금 증권사의 정보교류차단장치의 설치와 관련해서 최소한의 필수요소들을 담은 Joint Memo를 작성하도록 하였다.

## 나. NASD/NYSE Joint Memo의 목적과 주요 내용

NASD/NYSE의 Joint Memo는 증권회사 차이나이즈 월 절차와 조치에 대한 문서화, 직원매매 및 자기매매의 감시체계, 내부통제실에 의한 부서 간 정보교류의 감독, 직원의 교육과 훈련 등을 적절한 내부정보교류차단장치에 필요한 최소한의 요소로서 이에 관한 구체적인 표준지침 및 가이드를 제시하고 있다.

Joint Memo에서 요구하는 사항은 다음과 같이 요약해 볼 수 있다. 먼저 증권회사는 차이나이즈 월에 대한 정책과 절차를 공식화한 매뉴얼을 마련해야 하며, 이러한 절차에 따라 취해진 조치는 복기하기에 충분한 문서로 작성되어야 한다. 투자은행 업무, 리서치 또는 재정거래 활동을 수행하는 증권회사들은 일반감시 및 매매제한 목록을 관리하여 해당 목록에 있는 증권에 대한 직원 및 자기매매를 점검해야 한다. 특히 차이나이즈 월 절차에서는 해당 종목이 모니터링 목록에서 왜, 언제, 어떻게 등재되고 삭제되는지, 어떠한 활동이 금지되거나 제한되어야 하는지가 명시되어야 한다. 증권회사는 직원매매 및 자기매매 등에 대한 일상적인 검토를 수행하였음을 입증할 수 있도록 이를 문서로 기록해야 하고, 이 외에도 개시된 모든 조사의 내용은 반드시 문서화해야 한다. 증권회사

---

07 이와 함께 1940년 투자자문업자법(Investment Advisers Act 1940) 204A에 의거하여 투자자문업자에게도 차이나이즈 월의 설치를 명시적으로 요구하였다.

08 SEC는 증권회사의 차이나이즈 월을 지속적으로 모니터링하고 이러한 운영체계가 효과적이지 못할 경우 규정중심의 규제방식을 검토할 수 있다고 하였다. SEC는 2012년 8월 두 번째 차이나이즈 월 관련 실태조사보고서를 발표하였는데, 자율규제를 통해 운영되고 있는 현재의 시스템이 바람직하다는 의견을 유지하였다.

는 ‘알 필요가 있는(need to know)’ 직원에게 필요한 수준에서 미공개중요정보가 교류될 수 있기에 합리적으로 설계된 차이니즈 월의 정책과 절차를 마련해야 하며, 모든 직원이 연방 및 주 법률, SRO 요구사항, 미공개중요정보의 이용 관련 증권회사 자체의 정책과 절차를 인지할 수 있도록 적절한 교육 프로그램을 마련해야 한다.

## 다. 차이니즈 월과 이해상충 규제

증권회사의 정보교류차단장치 즉 차이니즈 월은 내부자거래뿐 아니라 정보교류로 인한 이해상충의 소지를 줄이기 위한 절차로 평가받고 있다. 실제로 후술하는 바와 같이 영국에서 차이니즈 월은 내부자거래 뿐 아니라 겸업화에 따른 이해상충의 소지를 완화하려는 목적에서도 이용되고 있다. 그러나 미국의 차이니즈 월은 증권회사 직원들의 기업고객의 미공개중요정보 오용<sup>09</sup>과 이를 기반으로 한 내부자거래를 차단할 목적으로 발전하였다. 특히 증권회사 내 정보교류에 따른 이해상충의 가능성에 대해서는 차이니즈 월과 관련하여 법적인 규정을 따로 두고 있지 않는데, 미국의 경우 차이니즈 월을 법률로 규정한 1980년대 중반 증권회사 내 이해상충과 관련한 영업행위 규제<sup>10</sup>가 이미 있었던 것과 무관해 보이지 않는다. 또한 영국과는 달리 법적인 규정을 두고 있지 않은 미국에서는 신의성실의 의무나 이해상충과 관련된 위반에 대해 증권회사들이 법적 면책의 사유로서 차이니즈 월의 설치를 활용할 근거를 제공하고 있지 않는 것이다.

## 라. 방화벽(firewall) 규제

방화벽 규제는 대표적으로 비은행 금융기관의 위험이 은행으로 전이되는 것을 차단하고 그룹 내 금융기관 간 이해상충의 소지를 축소하며 금융그룹의 이점을 활용한 불공정경쟁을 방지하는데 있다. 따라서 방화벽 규제는 증권회사 내 기업고객관련 미공개중요정보를 통제하는 차이니즈 월과는 규제의 목적이나 내용 면에서 다소 구분된다.

미국은 1980년대 중반 은행의 증권 자회사를 통한 증권업무 취급을 허용하면서 28개에 달하는 방화벽 규제를 요구하게 되었으나, 1990년대 후반 이를 7개 항목으로 대폭 축소하였다. 이러한

09 증권회사 직원들에 의한 기업고객의 미공개중요정보 오용은 크게 보면 신의성실의 의무 위반이나 이해상충 행위에 포함될 수 있다.

10 영국과 달리 브로커와 딜러의 기능을 동시에 수행할 수 있었던 미국 증권회사에 대해 자사와 고객 또는 고객 간 잠재적인 이해상충에 대한 규제의 필요성이 존재하였고 이에 이해상충과 관련한 규제가 연방증권법 등을 통해 별도로 발전하였던 것으로 보인다.

7가지 조항은 자기자본 규제, 영업의 독립성을 위한 내부통제, 인적교류의 부분적 규제, 정보의 공시, 일중 신용공여 조건, 인수기간 중 증권매입자금 공여 제한, 보고의무 등이다. 임원 겸직과 관련해서는 증권회사와 은행 중 어느 한 금융기관의 이사진이 다른 금융기관을 지배할 수 없도록 하는 규정을 두고 있으나, 이해상충 소지의 완화를 목적으로 고객 정보에 대한 교류를 금지하는 등의 규정을 별도로 두고 있지 않다(금융감독원 은행국, 2000).

### 마. 제재 관련 규정 및 사례

연방의회는 1988년 ITSFEA 제정을 통해서 내부자거래 관리책임자(금융기관 또는 관리자)에게 해당 위반에 대해 과징금의 3배 또는 100만달러 중 큰 금액을 별도로 부과하는 등 제재 수단을 강화하였다. 또한 34년 증권거래법 21A조(e)항에 의거하여 SEC는 내부자거래 관련 과징금을 부과하는데 결정적인 정보를 제공한 자에게 과징금의 10% 이내에서 포상금을 수여할 수 있는 권한을 가지게 되었다.<sup>11</sup> 2002년 회계개혁법(Sarbanes-Oxley Act) 개정에서 내부자거래 관리책임자에 대한 형사상의 벌금과 징역형이 100만달러 한도와 10년 이내 한도에서 개인은 500만달러 이하, 법인은 2,500만달러 이하와 20년 이하의 징역으로 각각 강화되었다.

SEC는 민사상 제재 외에도 행정적 제재를 취하고 있다. 구체적으로, 내부자거래와 관련한 행정적 제재로는 중지명령(cease and desist order)(15 USC § 77h-1, 15 USC § 78u-3), 부당이득반환(disgorgement)(15 USC § 77h-1(e), 15 USC § 78u-2(e)), 증권업 등록의 취소 또는 정지(15 USC § 78o(b), 15 USC § 78s(h)), 증권신고서 효력발생정지(stop order)(15 USC § 77h(d)), 임원 또는 이사의 직무금지(bar)(15 USC § 77h-1(f), 15 USC § 78u-3(f)) 등이 있다. SEC의 행정적 제재 조치는 단독 또는 복합적으로 부과할 수 있으며 민사적 제재와도 병행이 가능하다.

SEC는 증권회사에 대해 미공개중요정보의 오용과 무관하게 차이니즈 월 설치의 적절성 여부를 조사하고 제15조(g)항의 위반을 확인한 경우에 대해 행정적 제재를 부과하고 있다. 일례로 SEC는 2006년 미공개중요정보의 오용이 확인되지 않았으나 시스템적인 차원에서 컴플라이언스 기능의 부재를 확인한 모건스탠리에 대해서 1,000만달러의 벌금 등을 부과하였다.<sup>12</sup>

---

11 2010년 금융개혁법을 통해 정보제공자로 인정하는 요건이 완화되고 포상금도 10~30%로 확대 지급되도록 하여(Rule 21(F)) 해당 규정의 실효성을 높이는 방향으로 수정되었다.

12 <https://www.sec.gov/litigation/admin/2006/34-54047.pdf>

### 3. 영국의 증권회사 정보교류차단장치에 대한 규제

#### 가. 차이나이즈 월 규제의 도입배경과 목적

1986년 영국은 고정수수료율 제도의 폐지, 거래소 회원제도의 완화, 단역제(single capacity system) 폐지<sup>13</sup> 등 런던거래소에 대한 규제완화(Big Bang)를 단행하였다. Big Bang은 특히 영국 증권업의 겸업화와 복합금융그룹의 형성을 촉진한 것으로 평가받고 있으나, 규제완화 당시 영국은 이해상충의 이슈를 해결하면서도 금융기관의 겸업화를 촉진할 수 있는 방안을 중요하게 보았으며, 금융서비스법(Financial Services Act 1986: FSA 1986)<sup>14</sup>과 FSA(Financial Services Authority)의 전신인 증권투자위원회(Securities and Investments Board: SIB)<sup>15</sup>에 의해 채택된 영업규칙(Conduct of Business Rules) 즉 신의성실의 의무, 이해상충 및 차이나이즈 월에 관한 규정 등이 이에 해당된다.<sup>16</sup>

영국은 겸업 금융기관 내 정보교류가 이해상충의 방지와 신의성실의 의무 등에 관한 SIB 규정에 위배<sup>17</sup>될 수 있어 겸업화의 시너지가 축소되는 이슈를 해결할 필요가 있었다. 영국의 금융당국은 이를 해결하는 방안으로 차이나이즈 월을 도입하였던 것이다. 즉 겸업 금융기관은 차이나이즈 월을 통해 부서 간 정보교류를 차단할 경우 이해상충이나 신의성실의 의무 등에 대한 법적인 책임을 면제받을 수 있도록 한 것이다. 따라서 겸업 금융기관은 차이나이즈 월을 통해 이해상충의 소지가 있는 중요한 고객정보의 교류를 차단하되 그 외의 정보는 활발히 교류할 수 있어 겸업화의 이점을 누릴 수 있게 되었다. 영국의 차이나이즈 월 제도는 내부자거래를 방지하는 목적을 두고 있지만 위와 같이 겸업화를 추진하는 과정에서 도입되었다는 점에서 내부자거래를 방지하는데 전적으로 초점을 두었던 미국과는 다소 차이를 보인다.

13 단역제는 고객을 대리한 증권매매 서비스를 제공하는 브로커(broker)는 자신의 계정으로 매매하는 딜러(dealer or jobber)의 업무를 수행할 수 없고 또한 딜러는 브로커의 업무를 수행할 수 없도록 한 제도이다. 이는 두 업무를 수행할 수 있었던 미국의 증권회사(브로커딜러)와 대비된다. 이러한 단역제는 증권업의 자본화나 다양한 업무 수행의 가능성을 제한하는 단점을 가지지만 이해상충의 가능성을 사전에 방지하는 장점을 가진다.

14 FSA 1986은 금융사기를 예방(to prevent fraud by the City and fraud on the City)하고 금융시장의 효율성을 증대하는 것을 목적으로 두고 있다.

15 SIB는 FSA 1986에 의거하여 무역산업부(Department of Trade and Industry: DTI)로부터 의회(Parliament)의 승인 하에 투자업무를 규제할 권한 대부분을 위임받았다.

16 사실 영국에서는 Big Bang 이전에도 이해상충에 대해 공지해야 하는 증권딜러의 책임을 경감시키는 조항으로 규정집 일부에 차이나이즈 월이 포함되어 있었다.

17 겸업 금융기관은 고객의 대리인으로서 신의성실의 의무를 다하기 위해서는 자사가 보유한 모든 정보를 제공해야 하지만 이는 자칫 해당 정보의 원천인 타 부서 고객에 대해 신의성실의 의무를 위반하는 것이 될 수 있다.

## 나. 현 규제체계

현재 영국의 이해상충 관련 규제체계<sup>18</sup>와 이와 관련한 차이니즈 월의 적용을 살펴보면 다음과 같다. 금융서비스시장법(Financial Services and Markets Act 2000: FSMA 2000) 제137조에서 정보교류차단장치에 대한 근거 규정을 두어 특정한 목적상 정보의 흐름을 차단하기 위한 장치로서 차이니즈 월을 인정하고 있다. 영국은 금융감독청(Financial Conduct Authority: FCA) Handbook의 영업행위 기본원칙(Principle for Business: PRIN)을 통해 원칙중심의 규제체계를 채택하고 있는 가운데, 이 중 PRIN 2.1의 8번째 원칙을 통해 모든 금융회사는 금융회사 자신과 고객 간의 이해상충과 금융회사 고객 간의 이해상충을 공정하게 다루어야 한다고 선언하고 있다. 또한 FCA Handbook 내 SYSC(Senior Management Arrangement, System and Controls) 10.1에서 이해상충에 관한 규정을, SYSC 10.2에서 정보교류차단장치에 관한 규정을 담고 있다. SYSC 10.1의 이해상충 규정에서는 금융회사가 회사와 고객 및 고객 간에 발생할 수 있는 이해상충과 그 유형을 인식하고 이를 방지하기 위한 이해상충 관련 공시와 기록, 종합적인 운영체계를 마련하도록 요구하고 있다. SYSC 10.2.2 조항에서는 금융회사가 적절한 차이니즈 월의 설치를 통해 정보를 차단할 수 있다고 규정하고 있다. SYSC 10.2.3 조항에서는 금융회사가 제재 대상이 되거나 손해배상청구의 원인이 되는 경우 차이니즈 월을 법률적으로 유효한 방어 수단으로 사용할 수 있다고 명시하고 있다.

영국의 내부자거래 관련 법규는 처음에는 1993년 형사재판법(Criminal Justice Act 1993)에서만 다루어졌으나 FSMA 2000으로 확대되어 광범위한 조치들이 추가되었다.<sup>19</sup> EU는 이러한 문제와 관련하여 2003년 EU 회원의 법률로 시장남용지침(Market Abuse Directive 2003: MAD)<sup>20</sup>을 정립하였고 2016년 7월부터는 이를 대체한 시장남용규제(Market Abuse Regulation: MAR)를 두고 있다. 영국은 FSMA 2000을 원칙적으로 따르되 EU의 MAR 법률을 수용한 FCA 규정을 두고 있다. 특히 MAR Article 16에서는 증권회사가 내부자 거래를 예방하고 감지하는데 필요한 조치와 시스템, 절차와 함께 의심 주문 및 거래를 감지하고 이를 감독당국에게 보고하는 절차(Suspicious Transaction and Order Reports: STORs) 등을 요구하고 있다. 따라서 미국과 같이 영국에서도 내부자거래를 방지하기 위한 내부정보교류차단장치로 단순한 물리적 차단벽 외에도 미공개중요정보의 흐름을 파악하고 감시하는 총괄적인 체계를 갖추도록 하고 있다.

18 영국은 MiFID II를 반영한 이해상충 관리체계의 원칙과 여러 의무사항을 규정하고 있는데, MiFID II는 미공개중요정보의 오용을 방지하는 것 외에도 투자자보호 차원에서 이해상충의 방지에 초점을 두고 정보교류차단장치를 요구하고 있으며 원칙중심의 규제체계로 개별 금융회사들은 자율적으로 내부통제장치를 마련해야 한다.

19 FSMA 2000은 시장남용행위를 규정(118조)하고 감독당국의 정보수집 및 조사권한, 금전적, 비금전적 행정제재 (122, 123조) 등을 두고 있는데, 동법 제정 이전에는 1993년 형사재판법에 따라 형사적 제재만을 부과할 수 있었다.

20 MAD는 1989년 Insider Dealing Directive(Directive 89/592/EEC)를 대체한 지침이다.

## 다. 제재 관련 규정

영국은 증권회사가 적절한 차이니즈 월을 설치한 경우 금융서비스법(Financial Services Act 2012)에서 오해소지가 있는 진술 등과 관련한 89(2), 90(1), 91(1)조항에 따른 소송으로부터 법적 보호를 받을 수 있으며, FSMA 138D조 하에서 정보의 공시 또는 사용해야 하는 요구조건에 대한 규정 위반으로 인하여 발생한 사적 개인(private person)의 손실에 대한 제재 또는 FCA 제재에서도 법적인 보호를 받을 수 있다.

FSMA 2000의 제122조와 제123조에서는 감독당국의 정보수집 및 조사권한과 함께 시장남용에 대한 조치로 금전적 제재 및 비금전적 행정 조치 등을 담고 있다. 이러한 감독당국의 금전적, 비금전적 행정제재는 FCA의 Decision Procedure and Penalties Manual(DEPP)에 근거하여 결정된다.

## 4. 일본의 증권회사 정보교류차단장치에 대한 규제

### 가. 규제의 발전과정 및 주요 내용

일본의 증권회사들은 1973년부터 기업고객 업무에 종사하는 직원에 관한 사내규칙<sup>21</sup>을 통해 정보교류차단장치를 운영해왔다. 이를 통해 기업고객 부서의 직원들로 하여금 자신들이 취득한 미공개중요정보를 통제·관리하도록 요구하고 위탁매매 부서 직원들의 기업고객 관련 미공개중요정보의 오용을 사전에 방지하였다. 증권거래위원회(Securities and Exchange Council)는 1988년 증권거래법(Securities and Exchange Law)의 수정안 제출에 앞서 내부자거래 방지를 위한 방안으로일본증권업협회(Japanese Securities Dealers Association: JSDA)에게 협회원의 투자권유 및 고객관리 등에 관한 규칙을 수정할 것을 권고하였다. 이에 JSDA는 내부자거래관리규정을 마련하였는데, 이 규정은 현재 내부자거래관리규정과 법인관계정보관리규정으로 분리·운영되고 있고 두 규정 모두 증권회사 차이니즈 월 관련 중요한 가이드로 보인다.

내부자거래관리규정은 증권회사가 상장회사 등의 내부중요정보를 취급할 가능성이 높은 지위의 임원들을 대상으로 하는 내부자등록카드를 비치하도록 하여 이들의 유가증권 등에 관한 매매를 관리하고 미공표 중요사실에 근거한 주문의 수탁을 제한하도록 하고 있다. 또한 동 규정

21 당시 자본규모 30억엔 이상의 증권회사에 대해 시행되었던 증권업규정은 「기업고객 업무에 종사하는 종업원에 관한 행위 규정」을 두고 있었다.

은 증권회사 내에서 발생할 수 있는 내부자거래의 미연 방지 등을 위해 임직원의 복무 등에 대해 필요한 기본적 사항을 정하고 있다. 법인관계정보관리규정은 불공정거래를 방지함을 목적으로 업무상 법인관계정보(法人關係情報)<sup>22</sup> 취득 시의 절차를 비롯하여 정보전달 및 정보관리 절차 등을 정하고 있으며, 법인관계정보 등을 이용한 자기매매 금지나 매매제한 목록의 구축도 요구하고 있다.

한편, 일본은 차이니즈 월과 관련하여 원칙적인 차원에서 법률적 규정을 두고 있다. 구체적으로는 「금융상품거래법」 제44조와 「금융상품거래업 등에 관한 내각부령」 147조에서 기업고객의 비공개정보에 근거한 투자자문 업무 또는 투자운용을 증권회사의 금지행위로 명시하고 있을 뿐이다. 즉 일본의 차이니즈 월은 JSDA 규정 또는 가이드를 통해 상당부분 제시되고 있는 것이다. 차이니즈 월 감독과 관련하여 일본 금융감독청(Financial Services Agency: FSA)은 「금융상품거래업자 등을 위한 종합감독지침」 내 III-2-4 ‘고객 등에 관한 정보관리태세’에서 법인관계정보의 통제시스템과 함께 내부자거래 등의 불공정거래 방지를 위한 요구사항 등을 제시하고 있는 한편, 동 감독지침 내 IV-1-3 ‘이해상충관리체제의 정비’를 통해 증권회사의 이해상충 관리방안 등에 대한 요구사항 등을 구체화하고 있다.

## 나. 방화벽 규제

일본은 1993년 금융제도 및 증권거래제도 개혁을 통해 은행과 증권회사, 보험회사 간 자회사 방식의 상호진출을 허용하였고, 이와 함께 금융기관과 고객 간 이해상충, 그룹 내 금융기관 간 위험의 전이, 불공정경쟁 등을 방지하고자 방화벽 규제를 도입하였다. 방화벽 규제는 금융그룹 내 고객의 비공개 중요정보의 공유를 금지하는 것 외에도 임직원의 겸직을 제한하고 은행의 우월적 지위 남용을 방지하는 방안 등을 주요 내용으로 하고 있다.

일본의 방화벽 규제는 도입 당시 정보 교류와 관련하여 해당 금융상품거래업자가 고객에게 사전에 서면동의를 받은 경우에 한하여 모회사 또는 자회사 등에게 정보를 제공하거나 수령하는 정보 교류를 허용하였고 금융상품거래업자의 임원 등에 대해 모은행 또는 자은행 임직원의 겸직을 금지하였다. 그러나 2008년 6월 일본은 미국 등에 비해 규제가 지나치게 과도하다는 지적을 받아들여 방화벽 규제를 완화함으로써 금융그룹의 통합 내부관리 효율성을 제공하고 고객의 편의 향상을 도모하고자 하였다. 이러한 규제완화는 특히 법인고객에 대한 정보이용거부제도(opt-out)의

22 법인관계정보는 투자자의 투자판단에 영향을 미치는 정보라고 정의하고 있어, 앞서 미국과 영국에서의 상장기업 미공개중요 정보에 해당하는 것으로 보인다.

도입과 은행 임원의 겸직 금지에서 신고제로의 전환 등을 주요 내용으로 하고 있다. 이에 따라 기업고객이 비공개정보제공에 대해 별도의 거부의를 표시하지 않는 한, 증권회사는 정보이용거부제도에 따라 서면동의 없이 기업의 비공개정보를 자신의 금융그룹 내 자회사 또는 모회사에게 제공할 수 있게 되었다.<sup>23</sup> 또 금융상품거래업자의 임직원 겸직 시에 내각총리대신에게 신고하는 것으로 전환함으로써 임직원 겸직에 대한 엄격한 규제를 크게 완화하였다.

#### 다. 제재 관련 규정

기업의 내부정보를 이용한 정보전달 및 매매추천행위 규제의 위반 등을 관리하는 증권회사에 대한 책임과 관련해서는 행정적 제재만을 두고 있다. 구체적으로 금융상품거래업자 등을 위한 종합감독지침에 따르면 일본 FSA는 내부자거래 등의 불공정거래 방지를 위한 요구사항 위반 시에 행정적 제재수단으로 등록취소와 영업정지, 업무개선명령 등을 적용할 수 있고 등록업자가 위법·부당행위를 한 경우 인·허가취소, 임원해임, 영업정지, 업무개선(금융상품거래법 51조 및 52조) 등을 명령할 수 있다.

### III. 미국의 정보교류차단장치 운영실태

본 장은 1990년과 2012년 SEC 조사보고서에 기초하여 증권회사가 통제해야 하는 정보와 출처, 정보 접근의 제한 방식, 내부통제실에 의한 관리 및 감시체계 등을 중심으로 미국 증권회사의 정보교류차단장치 운영실태를 간략히 제시한다.

#### 1. 미공개중요정보의 원천

미국 증권회사들은 내부자거래 방지를 위해 공개기업(public company)의 미공개중요정보(Material Non-Public Information: MNPI)<sup>24</sup> 흐름에 초점을 두고 정보교류차단장치를 운영하고 있

23 2014년 4월에는 비공개정보 공유가 허용되는 업무 범위를 확대하고 정보이용거부제도의 운용과 관련해서도 방화벽 규제를 완화하는 등 금융그룹 효율성을 증대하고 규제 완화를 확대하였다(이승진, 2014).

24 증권회사는 보다 엄밀하게는 미공개중요정보뿐 아니라 보안의무에 합의하고 수취한 기밀정보(confidential information)에 대해서도 정보의 흐름을 관리한다.

다. 증권회사가 오용이나 유출의 방지를 위해 통제해야 하는 주요한 정보로 공개기업들로부터 제공받은 미공개중요정보 외에 기관투자자의 주문정보나 리서치 부서에서 생산된 정보도 공개기업의 중요한 정보를 내포하는 경우 이에 해당된다고 보고 있다. 미공개중요정보의 출처는 부서별로 다음과 같다. 투자은행 부서 또는 자본시장 부서 직원은 M&A 등의 기업자문이나 주식발행을 위한 기업실사 등의 업무를 수행하는 과정에서 공개기업의 미공개중요정보를 취득하게 된다. 증권회사 내 투자그룹도 투자과정에서 기업내부자로부터 미공개중요정보를 취득할 수 있으며 프라이머리프로커로서 기관투자자들로부터 받은 주문정보<sup>25</sup>가 때때로 중요한 정보가 될 수 있다. SEC 보고서에서는 이상과 같이 증권회사 직원들이 다양한 업무를 수행하는 과정에서 미공개중요정보를 수취할 수 있기 때문에, 정보교류차단 프로그램이 효과적이기 위해서는 증권회사들은 자체적으로 미공개중요정보의 원천을 정확하게 파악할 수 있어야 한다고 지적하고 있다.

## 2. 미공개중요정보 접근에 대한 차단

미국의 증권회사들은 업무상 미공개중요정보의 취득 가능성에 따라 사적부문과 공적부문으로 구분하고 있다. 사적부문은 일상적인 업무 과정에서 미공개중요정보에 지속적으로 접근할 가능성이 높은 부문으로 M&A 등 기업자문을 주로 하는 투자은행 외에도 자본시장부문(ECM/DCM), 신디케이트부문과 투자그룹 등이 대체로 포함된다. 반면 공적부문은 업무상 미공개중요정보를 접근할 가능성이 낮은 Sales and Trading 부서가 이에 해당된다. 증권회사들은 업무상 미공개중요정보를 지속적으로 취급하는 사적부문의 부서를 물리적으로 구분함으로써 미공개중요정보 차단의 효율성을 추구하고 있다. 그러나 때때로 공적부문의 직원이 사적부문 업무를 협조하기 위해 미공개중요정보에 접근해야 하는 경우가 있는데, 이 때 공적부문의 직원은 내부통제실을 통해 월크로싱(wall-crossing)을 하는 승인절차를 밟고 사적부문의 직원과 동일하게 정보에 접근할 수 있게 된다.<sup>26</sup>

부서 간 물리적 장벽 외에도 다양한 장치를 통해서 미공개중요정보에 대해 접근을 제한한다. 이를테면 M&A나 자본시장 업무 과정에서 취득한 미공개중요정보에 대한 접근을 해당 딜(deal)을 수행하는 팀원으로 한정하거나 이 정보를 인지할 필요가 있는 직원들로 제한하고 있다. 증권회사들은 사적부문의 직원들이 여타부문의 직원들과 미공개중요정보와 관련한 논의를 하지 못하도록 교육

25 프라이머리프로커 부서는 공개매수에 응한 기관투자자들의 입찰을 처리하는 과정에서 주주활동과 관련된 비공개정보를 수취할 수 있다.

26 일부 고위 경영진은 over-the-wall로 분류될 수 있는데, 이 경우 월크로싱의 절차가 없이도 그들이 알 필요가 있는 제한적인 범위에서 미공개중요정보를 제공받을 수 있다.

하고 있다. 키카드로만 통과할 수 있는 출입구, 원격로그인의 제한이나 이동식 저장장치에 정보를 다운로드할 수 없게 하는 기술적인 장벽, 서류파기에 대한 정책, 복사·전자출판을 위한 별도의 공간을 두는 등 사적부문에서 생성되는 정보를 다각도로 차단하고 있다.

### 3. 내부통제실의 감시체계 및 정보관리

증권회사들은 미공개중요정보에 대한 접근을 제한하는 것 외에도 내부통제실을 통해 그러한 정보에 대한 흐름을 감시하고 관리한다. 각 부서로부터 정보 수취에 관한 통보에서부터 이를 관리하기 위한 감시에 이르기까지 내부통제실의 정보관리 절차는 다음과 같다. 모든 부서의 직원들은 업무 과정에서 미공개중요정보를 취득하였거나 취득하게 될 상황에 놓이면 해당 정보나 관련 거래(transaction)에 대한 정보를 내부통제실에 통보해야 한다. 내부통제실은 통보받는 즉시 해당 거래에서 수취하게 될 정보의 중요도에 따라 모니터링 목록에 편입시킬지를 결정하는데, 이는 미공개중요정보를 취급할 가능성이 높은 거래에 감시를 집중하기 위한 것이다.

모니터링 목록에는 크게 과거 watch list로 알려져 있는 일반감시 목록과 매매제한 목록으로 구분된다. 내부통제실은 대체로 증권회사와 (기업)고객 간에 업무가 확정되는 시점에 일반감시 목록을 올리고 투자은행·리서치·트레이딩 부서의 총괄 임원, 일부 고위임직원에 한정하여 이를 인지할 수 있도록 제한한다. 비밀리에 해당 증권의 매매 등에 대해 감시체계에 들어간다. 일반감시 종목의 경우 미공개중요정보로부터 이익을 취할 수 있는 모든 금융상품들에 대해 자사내 직원 또는 자기매매를 점검한다. 내부통제실은 효과적인 감시를 위해 매매패턴으로부터 이상매매를 식별하는 등 고도화된 점검 방식도 이용하고 있다.

매매제한 목록의 경우, 증권회사가 미공개중요정보를 수취하였거나 수취할 개연성이 있을 때 해당 기업을 등재시키고 증권회사 내 모든 직원에 이메일 또는 인트라넷 방식으로 이를 공지한다.<sup>27</sup> 특히 매매제한 목록은 증권회사가 기업고객의 부정적인 미공개중요정보를 보유하였으나 차이니즈 월의 설치로 이를 알지 못하는 위탁매매 부서의 직원이 고객에게 해당 종목의 매매를 추천함으로써 위탁매매 고객에 대한 신의성실 의무를 위반한 Slade 사건을 계기로 도입되었다. 즉 매매제한 목록은 증권회사가 기업고객의 미공개중요정보를 수취하였거나 수취할 개연성이 높을

---

27 트레이더들이 각 매매에 앞서 수백개 종목으로 구성된 목록을 확인할 시간이 없어 실질적 효과에 대한 의문이 큰 상황에서, 최근 증권회사들은 이를 해결하는 방안으로 주문입력시스템의 암호화, 매매시스템에서의 팝업 공지, 거래를 완성하기 위해서는 컴플라이언스로부터 받은 코드를 필요로 하는 매매시스템 상의 엄격한 봉쇄장치를 구축하고 있다.

때 증권회사가 해당 종목에 대해 매매 추천이나 자기매매 등의 업무를 중단하도록 하여 이해상충의 소지를 낮추고 해당 기업고객에 대해 신의성실의 의무를 다할 수 있도록 한 장치이기도 하다.

내부통제실은 마지막으로 이러한 감시와 함께 정보의 오용에 관해 감시대상이 되는 기업과 직원 등에 대한 DB를 구축하고 이를 업데이트함으로써 미공개중요정보 흐름의 중요한 컨트롤타워 기능을 하고 있다.

## IV. 우리나라 정보교류차단장치 규제 논의

---

### 1. 우리나라 정보교류차단장치에 대한 규제 개관

자본시장법에서는 투자매매업, 투자중개업, 집합투자업, 투자자문·일임업, 신탁업 등의 업무를 겸영할 수 있는 ‘금융투자업자’의 설립을 허용하게 되었다. 정부는 이를 통해 금융투자회사의 겸영 확대를 기대하는 한편 정보교류로 인한 이해상충의 소지를 최소화할 수 있는 방안이 필요하였으며 이에 영국과 같이 정보교류차단장치 즉 차이니즈 월 규제를 도입하였다. 이와 같은 도입 배경에서 보면, 우리나라 차이니즈 월 제도는 미공개중요정보의 오용을 방지하는 것보다는 겸영 시 부서 간 정보교류로 인한 이해상충을 방지할 목적이 더 컸음을 알 수 있다.

우리나라 차이니즈 월 규제는 자본시장법 45조에서 금융투자업 간 이해상충뿐 아니라 계열회사와 이해상충이 발생할 가능성이 큰 경우에 대비하여 정보교류의 금지, 임직원 겸직 금지, 물리적 공간의 분리 등을 요구하고 있다. 정보교류 금지 대상인 정보로는 기업금융업무 과정에서 취득하게 되는 미공개중요정보와 고객재산 관리 및 운영과 관련하여 취득하는 고객자산 운용정보<sup>28</sup>가 해당된다. 증권회사 내 차이니즈 월 설치대상 부서 간에는 대표이사, 감사 및 사외이사가 아닌 감사위원을 제외한 임원 및 직원의 겸직을 금지하고 있으며, 사외 차이니즈 월 관련해서는 비상근감사를 제외한 임원 및 직원을 겸직하거나 파견하는 것을 금지하고 있다. 사무공간은 벽·칸막이를 통해 공간적으로 분리하고 전산자료의 공동열람을 금지하는 한편, 차이니즈 월 설치대상 부서 간 독립된 부서구분 및 업무처리 의무, 회의 또는 통신 시 기록 유지 의무 등을 규정하고 있다.

---

<sup>28</sup> 고객자산 운용정보는 금융투자업자의 금융투자상품 매매 및 소유현황 정보, 투자자의 금융투자상품 매매 및 소유현황 정보 등을 말한다.

국내 정보교류차단장치는 이해상충 방지 차원에 부합하는 물리적 차단벽을 중심으로 이루어지고 있어 내부통제실에 의한 거래 감시 및 직원의 거래금지 등 미공개중요정보의 오용 방지를 위해 필요한 절차 등에서는 미흡하였다. 이는 제도 도입의 배경이 상장기업의 미공개중요정보 오용을 방지하는 목적보다는 겸업 시 이해상충의 소지를 낮추려는 목적에서 비롯되었기 때문으로 보인다.

증권회사 내 정보교류 차단을 위한 차이니즈 월 설치 대상은 금융투자업 업무를 기준으로 구분된다. 즉 ① 고유재산운용업무·투자매매업·투자중개업과 집합투자업·신탁업 간, ② 기업금융업무와 고유재산운용업무·금융투자업 간, ③ 전담중개업무와 고유재산운용업무·금융투자업 간, ④ 기업금융업무와 전담중개업무 간에 차이니즈 월을 설치할 것을 구체화하고 있다. 그리고 증권회사 외부와의 정보교류 차단을 위해 금융투자업자와 계열회사 간, 집합투자업자와 집합투자증권 판매회사 간, 외국 금융투자업자의 국내지점과 외국 금융투자업자 간 차이니즈 월을 설치할 것을 규정하고 있다.

정보교류차단에 대한 의무를 위반하거나 그 업무를 소홀히 하여 투자자에게 손해를 발생시킨 경우 금융투자회사는 손해배상책임을 부담할 수 있다. 형사상 책임으로는 정보교류차단 규제 위반 시 임직원은 3년 이하의 징역 또는 1억원 이하의 벌금(법 § 445), 금융투자회사는 1억원 이하의 벌금이 부과될 수 있다.

## 2. 금융위원회 ‘차이니즈 월 개선방안’의 주요 내용과 평가

금융위원회는 2019년 5월 17일 자본시장 혁신과제 중 하나로 「차이니즈 월 규제 개선방안」을 발표하였다. 금번 발표에서는 정보교류차단장치에 대한 세부규정을 수정하는 수준을 넘어 원칙중심의 규제로 전면 개편하는 방안을 담고 있다.

개선방안은 4개의 과제로 제시되었다. 첫 번째 과제로 새로운 유형의 업 출현이나 기존 업무의 변화에 경직적인 ‘업 단위’의 규제를 ‘정보 단위’ 규제로 전환한 것이다. 특히 사내 교류차단의 대상인 정보를 ‘기업고객의 미공개중요정보’와 ‘고객자산 운용정보’로 구분하고 각각에 적합한 차이니즈 월의 설치나 운영을 요구하는 방안을 담고 있다. 두 번째 과제로 규정중심의 규제방식을 원칙중심의 규제방식으로 전환하여 증권회사들이 자신의 규모나 사업구조에 적합한 정보교류차단장치를 구현할 수 있도록 하였다. 세 번째 과제로 사외 차이니즈 월 규제에 대해서도 경직적인 규정을 폐지하고 계열회사 임원 겸직 제한을 금융회사 지배구조법상 규제 수준으로 완화하고 있다.

네 번째 과제로 이해상충 방지를 위한 행위규제를 정비하였는데, 이에 따라 미공개중요정보 판단 절차의 마련, 차이니즈 월 관련 주기적 점검, 차이니즈 월 관련 교육 등이 신설되었다. 이해상충의 방지와 관련된 협회 자율규제를 법령상 불건전 영업행위로 규정함으로써 이해상충 방지 관련 행위규제 등 불법행위 발생 시 사후제재를 강화하였다.

금번 개선방안은 기업고객의 미공개중요정보와 고객자산 관련 정보에 대한 차이니즈 월을 구분하고 있다. 특히 기업고객의 미공개중요정보 차이니즈 월과 관련해서는 시장 감시, 직원 매매의 금지, 미공개중요정보 관리를 위한 다양한 절차들이 추가되는 등 미공개중요정보를 활용한 내부자거래를 방지하는데 실질적인 정보교류차단장치로 발전할 것으로 기대된다. 원칙중심의 규제 로 전환하는 개선방안은 증권회사의 규모나 영업형태에 따라 적합한 정보교류차단장치를 구현할 수 있도록 하여 불합리한 규정에 따른 비효율적 조직 운영의 해소와 증권회사들의 사업전략 다각화에 기여하는 바가 클 것으로 본다. 임원 겸직 등에서 해외 방화벽 규제에 비해 엄격한 사외 차이니즈 월 규제도 완화함으로써 금융기관 간 시너지를 높이는 데 긍정적으로 작용할 것으로 보인다. 네 번째 과제로 제시된 행위규제들은 차이니즈 월 운영에서 일부 필수적인 요건들을 구체화하여 법률로 규정하고 있고 사후제재도 강화하여 법 집행의 실효성을 높일 것으로 보인다.

## V. 결론 및 시사점

본 연구는 해외 주요국 차이니즈 월 도입배경과 발전과정, 규제체계 등을 조사하였으며, 이는 다음과 같이 요약해 볼 수 있다. 해외 주요국들은 공통적으로 증권회사 자신의 규모나 사업구조에 적합한 차이니즈 월 운영을 중요하게 고려한 원칙중심의 규제 방식을 채택하고 있었다. 그러나 제도의 도입배경이나 운영 방식에서는 차이점을 보인다. 미국은 1980년대 중반 내부자거래 증가와 대형 스캔들로 인해 기업고객의 미공개중요정보 차단에 초점을 두고 차이니즈 월 설치를 법률로 명문화하였다. 또한 자율규제기관을 통해 모범기준과 관련 규정을 두었을 뿐 아니라 차이니즈 월의 적절치 못한 운영에 대한 제재와 SEC에 의한 검사 및 감독 등을 강화하는 등 차이니즈 월 관련 법 집행의 실효성을 높이는데 적극적이었다. 반면 영국의 차이니즈 월 제도는 Big Bang 당시 금융기관 겸업화를 유도하고 이해상충의 문제를 해결하는 방안으로 도입되었다. 이러한 배경으로 당시 영국은 미국과는 달리 미공개중요정보의 오용을 방지하는 정보교류차단장치에 관한 방안

을 별도로 제시하지는 않았다. 2000년대 이후 FSMA 2000과 EU의 MAD/MAR 등에 따라 내부자 거래 감시체계 등 미공개중요정보의 오용을 방지하는 정보교류차단장치를 강화함으로써 영국도 이해상충의 방지와는 별도로 시장남용의 방지를 위한 합리적인 차이나이즈 월을 요구하고 있는 모습이다. 마지막으로 방화벽 규제의 경우 미국과 일본 모두 금융 겸업화 제도의 도입 당시에 비해 크게 완화하여 운영하고 있다.

금번 개선방안은 원칙중심의 규제방식, 미공개중요정보의 오용 방지에 적합한 정보교류차단장치 규제의 마련, 사외 차이나이즈 월 제도의 합리화를 골자로 하는데, 이는 해외 주요국의 차이나이즈 월 취지와 규제방식을 상당부분 반영한 것으로 생각된다. 원칙중심의 규제는 장기적으로 증권회사가 자신의 규모나 사업에 적합한 정보교류차단장치를 마련할 수 있고 이를 통해 영업활동을 증진할 수 있는 데 중요할 것으로 기대된다. 그러나 다른 한편 증권회사들이 법령 내 세부적인 규정만을 따랐던 관계로 새로운 원칙중심의 규제로 인한 법적인 불확실성 부담이 클 수 있고 정보교류차단장치를 적절치 못하게 마련할 개연성도 존재한다. 이에 금융당국과 업계는 미국 등의 해외사례를 참고하여 국내 여건에 적합한 정보교류차단장치에 대한 공감대를 형성하고 이를 기반으로 최소한의 요구사항과 문서화, 기록 등에 대한 모범규준을 논의할 필요가 있다. 또한 증권회사들이 원칙중심 규제의 취지에 맞게 합리적인 정보교류차단장치를 찾는데 꾸준히 노력함으로써 시장 신뢰를 한층 높이는 계기가 되기를 기대해본다.

## 참고문헌

금융감독원, 2000, 주요국의 금융업무간 방화벽(firewall) 설치 현황과 시사점, 은행국 은행감독팀.

금융위원회, 2019. 5. 27, 금융투자업 차이나이즈 월 규제 개선방안, 보도자료.

김용재, 2016, 영국법상 Chinese Wall 규제 분석과 향후 자본시장법 개정에 대한 시사점 도출, 『금융법연구』 13(2), 3-34.

김유니스 · 남유선, 2009, 내부자거래와 이해상충 통제 및 관리수단으로서의 Chinese Wall의 법적 기능에 관한 연구, 『증권법연구』 10(2), 145-182.

김필규 · 박연우 · 김동철, 2008, 『금융투자업 경영 확대에 따른 이해상충문제의 최소화 방안』, 자본시장연구원 이슈&정책 08-01.

이승진, 2013, 일본의 방화벽(firewall) 규제 완화 방안, 자본시장연구원 『자본시장 Weekly』 2013-46호.

FCA, 2019, *The Handbook*.

FINRA, 1991, *NASD & NYSE Joint Memo on Chinese Wall Policies and Procedures*.

Gorman, C.M., 2004, Are chinese walls the best solution to the problems of insider trading and conflicts of interest in broker-dealers? *Fordham Journal of Corporate & Financial Law* 9(2).

Japan FSA, 2017, *Comprehensive Guidelines for Supervision of Financial Instruments Business Operators, etc.*

Klein, S.D., 1988, Insider trading, SEC decision-making, and the calculus of investor confidence, *Hofstra Law Review* 16(3).

McVea, H., 1989, *Insider Dealing and the Chinese Wall: A Legal, Economic, and Policy Analysis*, Ph.D. Thesis, Heriot-watt University.

Nakajima, C., 1999, *Conflicts of Interest and Duty*, Kluwer Law International.

Poser, N.S., 1988, Chinese wall or emperor's new clothes? regulating conflicts of interest of securities firms in the U.S. and the U.K., *Michigan Journal of International Law* 9(1).

Poser, N.S., 1990, Conflicts of interest within securities firms, *Brooklyn Journal of International Law* 111.

SEC, 1990, *Broker-Dealer Policies and Procedures Designed to Segment the Flow and Prevent the Misuse of Material Nonpublic Information*, Division of Market Regulation U.S. SEC.

SEC, 2012, *Staff Summary Report on Examinations of Information Barriers: Broker-Dealer Practices under Section 15(g) of the Securities Exchange Act of 1934*, Office of Compliance Inspections and Examinations U.S. SEC.