

사이버증권거래와 투자자 보호

-위험·사기 및 역외공모-

1999. 8

연구위원 이정범

연구위원 이주영

한국증권연구원

Korea Securities Research Institute

序 言

최근의 온라인상 증권거래는 전자통신의 기술의 발달에 힘입어 가히 폭발적으로 성장하고 있다. 특히 인터넷을 이용한 증권거래는 온라인 증권산업의 기반확대와 시장구조의 변화속도 측면에서 전례 없던 충격으로 받아들여지고 있다. 라디오가 도입되어 5천만명의 청취자를 확보하기까지 38년이 소요되었으며, TV시청자가 5천만명이 넘어서기까지 13년이 소요되었고, PC가 보급되어 사용자가 5천만명이 넘어서기까지는 16년이 소요되었다. 이에 반해, 인터넷 사용자수는 1997년에 1억명을 돌파하였는데, 이에 소요된 기간은 불과 4년에 불과하였다.

증권산업의 온라인화에 따라 증권거래과정은 무인화 되어가면서 수직적 통합과 수평적 통합이 동시에 진행되고 있다. Forrester사에 의하면 미국의 경우 온라인 계좌의 추이를 보면 1998년 말 현재 온라인 거래가 도입된 지 4년만에 약 4백만여 계좌에 달하고 있으며 온라인 증권사 수도 같은 기간동안 100여개로 증가하였다. 또한 4년 후인 2003년에는 온라인 계좌의 수는 2천만 계좌에 달할 것으로 전망되고 있다.

우리나라의 경우도 온라인 증권거래는 최근 2년 동안 급격히 성장하여 26개 국내증권사가 인터넷 거래서비스를 제공하고 있으며, 온라인주식거래의 거래대금규모도 1999년 6월에는 16.8%에 달하게 되었다. 또한 인터넷거래의 특성인 저비용구조와 각 증권사들의 경쟁에 의해 인터넷 거래 수수료도 0.1%이하로 떨어지는 현상을 보이고 있다.

이처럼 인터넷을 이용한 증권거래는 이제 미국뿐만 아니라 전세계적인 현상으로 번져가고 있다. 특히 미국의 경우는 온라인 증권중개업뿐만 아니라, 발행시장에서의 증권 발행 및 매매체결서비스도 인터넷을 통하여 활발히 제공되고 있다.

이처럼 발행시장과 유통시장에 있어 인터넷을 이용한 증권거래가 활발해지면서 증권산업은 그 발달의 속도에 고무되어 있는 반면 이에 대한 우려의 목소리도 커가고 있다.

특히 인터넷상에서 일어나고 있는 투자사기행위에 대한 우려가 크다 하겠다. 투자사기의 형태를 살펴보면 과거 기존의 방식과 크게 다르지는 않지만 인터넷의 개방형 네트워크 특성과 접근자의 익명성에 따라 사기행위의 피해범위가 광범위해지고 적발이 어려워지게 되었다. 이와 함께 이러한 사기행위를 행하는 비용이 저렴함에 따라 그 사례수도 폭증하고 있는 추세이다. 이러한 사기행위 이외에도 인터넷을 통한 증권 중개서비스에서도 시스템장애에 따른 피해자들의 접속실패 및 주문전달지연에 의한 투자자들의 피해도 빈번히 발생하고 있다.

미국 SEC의 경우 연방 그리고 주정부의 범죄담당기관과 협조하여 이러한 인터넷을 이용한 증권투자 사기행위자들을 적발하고 있다. 또한 주정부의 증권감독기구들도 이러한 사기행위의 방지를 위한 노력을 경주하고 있다. 뿐만 아니라, 인터넷 증권중개서비스에 의한 투자자들의 피해를 방지하기 위해서 SEC 의장인 Arthur Levitt는 1999년 5월 4일에 인터넷증권거래 수요증가에 따른 투자자 피해방지를 위해 투자자의 책임, 증권사의 책임 그리고 SEC의 책임을 강조하는 발언을 하였다.

우리나라의 경우도 공식적으로 발표는 되지 않고 있으나, 인터넷 증권거래시스템의 장애에 따른 주문지연 및 접속실패에 대한 투자자들의 불만의 소리가 높아가고 있다. 뿐만 아니라, 발행시장에서의 증권공모도 인터넷을 통하여 행해지기 시작함에 따라 전자매체를 통한 공시 및 청약에 위한 권유와 관련한 법적위반사항에 대해 감독기관의 주의가 요구된다 하겠다. 최근에는 투자상담사 등 증권전문인이 증권사와 계약을 맺고 증권사의 대리인 역할을 개인영업으로 하고 있는 사례도 증가하고 있다. 이러한 투자상담사들도 자신의 홈페이지개설, e-mail의 이용, 토론

방 참가, 전자게시판 등을 통해 투자권유를 저렴한 비용으로 광범위하게 행할 수 있으므로 이들이 이러한 행위를 함에 있어 건전한 투자권유행위규범을 준수할 수 있도록 증권사 내부통제시스템의 확립과 자율규제 및 법적감독기관의 지도 와 감독이 요구된다 하겠다.

본 보고서는 인터넷증권거래와 관련한 투자사기의 유형에 대해 서술하고, 이에 대한 미국 증권감독당국들의 대응방향과 예방 그리고 조사 및 제재조치들에 대해 서술하고 있다. 또한 인터넷 증권중개서비스로부터 유발되는 투자자피해 가능성과 이에 대한 주의점을 서술하고 있다. 마지막으로 지역적으로 격리가 되지 않는 인터넷의 국제적 접근성으로부터 야기되는 증권감독의 법적관할권문제에 대해서도 서술하고 있다.

본 보고서는 미국의 사례를 중심으로 서술되어 있으나, 우리나라의 인터넷 증권서비스 제공자와 감독당국이 인터넷 증권산업의 건전한 발전을 위해 노력하는데 있어 기초자료로 사용되어지길 바란다.

1999. 8

한국증권연구원

원장 최 운 열

목 차

I. 연구의 동기	3
II. 인터넷 사기	9
1. 인터넷 사기의 유형 및 적발사례	10
2. 사기방지를 위한 노력	25
III. 감독기관의 대응 방향	33
1. 인터넷상의 사기에의 대응	33
2. 인터넷 거래: 투자자를 위한 조언	56
IV. 인터넷 역외공모	71
1. Offshore Guideline이 영향을 미치는 등록의무규제	72
2. Offshore Guideline이 시사하는 일반원칙	74
3. 각 증권규제에 특유한 문제	78
4. 역외적용 증권거래규제의 향후 전개	87
참고문헌	93

1. 연구의 동기

I. 연구의 동기

인터넷을 통한 주식거래는 1995년까지는 존재하지 않았다. 그러나 최근에는 그 성장이 폭발적이다. SEC의 위원인 Laura S. Unger의 말에 따르면 Nasdaq과 NYSE 거래량의 30% 이상이 이미 인터넷을 통한 거래에 의해 이루어지고 있다는 것이다.¹⁾ 오늘날 미국의 경우 5백만이 넘는 수의 온라인 증권계좌가 존재하고 3년내로 14백만 계좌로 늘어날 것으로 예측되고 있다. 우리나라의 경우도 온라인 거래가 단기간에 폭발적으로 늘어나, 1999년 6월에는 전체 주식약정고 대비 온라인 주식거래 약정고가 16.8%를 차지하고 온라인 계좌수도 지속적으로 증가하여 6월말 약 79만계좌를 기록하고 있다. 성장추세로 보면 미국의 경우보다 더욱 빠른 속도로 증가하고 있는 형편이다.

이에 발맞추어, 미국의 경우 인터넷상에서의 투자사기도 폭증하는 경향을 보이고 있다. 인터넷사기와 관련하여 그 빈도에 대한 전반적인 통계는 나오지 않았으나, 감독당국들은 동 사기행위들이 급속히 번져가고 있음을 우려하고 있다. 우리나라도 이러한 사기행위로부터 향후에도 계속 자유로울 수는 없다.

이러한 우려에 대한 조치로, SEC는 연방 그리고 주정부의 범죄담당 기관과 협조하여 인터넷 사기행위자들의 적발을 위한 합동작전을 통해 그들의 형사처벌까지 감행하고 있다. SEC는 4년여 전부터 인터넷 사기 적발을 위해 노력해오고 있다. 1998년 10월 28일에는 전국적인 합동작전으로 인터넷 사기 검거활동을 처음으로 실시한 후 1999년 5월까지 총 3차례의 전국적 합동조사를 단행하였다. 1999년 5월 중순까지 과거 4년 동안 80여건의 제재조치를 내린 것에 불과하지만 앞으로의 조사 및 조

1) "Internet increases workload for securities police," Breaking News, SiliconValley.com, June 1, 1999.

4 사이버증권거래와 투자자 보호

치는 더욱 강화될 전망이다. SEC 뿐만 아니라 북미증권관리연합(NASAA²⁾)도 투자자들의 경각심을 일깨우기 위해 미국의 최근 10대 투자사기 유형을 공개했다.

투자사기에 대한 조사만으로는 사기근절에 한계가 있음을 인식하고 각 증권감독기구들은 투자자교육에도 노력을 기울이지 않고 있다. SEC는 인터넷 사기를 감시, 소송, 그리고 투자자교육과 같은 전통적인 사기에 대한 처방과 같은 접근법을 사용하여 대처하고 있다. SEC는 또한 온라인상으로 많은 대처 수단을 마련하고 있다. SEC웹사이트, 기업들에 의한 정기보고서의 전자적 데이터베이스, 제재에 대한 설명을 담은 통첩, 그리고 투자자 주의문 등을 공개하여 투자자들이 사기에의 노출가능성을 미리 인지할 수 있도록 하고 있다. 또한 NASD도 비슷한 노력을 하고 있다. NASD는 웹페이지를 만들고, “등록대리인을 위한 인터넷 가이드”를 제작하여 등록대리인들이 인터넷 사용시 컴플라이언스(내부통제) 요건과 잠재적 책임에 대한 인식을 가지도록 하고 있다.

인터넷 사기뿐만 아니라 인터넷 증권거래의 증가에 따른 시스템의 안정성, 고객정보 보안성, 그리고 투자자들의 오해로 인한 피해들도 속출하고 있다. 감독당국들은 이러한 사고의 방지를 위해서 지속적인 홍보 및 제도적 보완 노력을 기울이지 않고 있다.

SEC 의장인 Arthur Levitt은 1999년 5월 4일 온라인 거래의 위험에 대해 발언하였다. 그 내용은 크게 3가지로 집약되는데, 첫째 투자자에게는 투자에 대한 책임을 촉구하였고, 온라인 증권회사에게는 투자자보호를 위한 장치를 마련할 것을 요구하였으며, 마지막으로 인터넷 수요의 증가에 따른 SEC의 여러 가지 책임을 강조하였다.

2) NASAA는 North American Securities Administrators Association의 약어로 1919년에 창설되었으며, 투자자보호를 위한 국제적 조직이다. 이는 자발적 회원제 조직체로서, 50개주, 콜롬비아 특별구, 캐나다, 멕시코, 그리고 푸에르토리코의 65개 지방증권관리자들로 구성되어 있다.

인터넷 증권거래문제는 이러한 자국내의 문제에 그치지 않고 있다. 감독당국의 입장에서 가장 어려운 과제 중의 하나가 “인터넷은 어디에 있는가?”에 대한 해답을 찾는 것이다. 미국 SEC는 “Statement of the Commission Regarding Use of Internet Web Sites to Offer Securities, Solicite Securities Transactions, or Advertise Investment Services Offshore, March 23, 1998”을 발표하였다. 동 지침은 브로커/딜러 등이 연방증권법상의 등록의무를 이행하지 않고도 인터넷을 이용하여 역외에서의 증권매매 및 투자자에 대한 권유행위를 행함에 있어 따라야 할 지침으로 미국내 투자자들의 보호를 위한 증권규제의 역외적용문제를 다루고 있다.

국내에서도 증권회사를 통한 온라인 증권거래는 급증하고 있으며, 비등록/비상장 주식들을 시발로 하여 인터넷상에서의 거래를 도모하는 웹사이트 등이 가동 중이다. 또한, 법적 개정 또는 보완이 이루어질 경우 상장/등록 주식들을 위한 인터넷상에서의 거래시스템의 도입이 가능하게 될 수도 있을 것이다. 뿐만 아니라, 1998년 골드뱅크커뮤니케이션스사와 하나로통신사의 인터넷을 통한 직접공모사례에서 보듯이 향후에는 발행시장에서의 인터넷 사용도 증가할 전망이다.

이러한 움직임에 발맞추어 국내의 감독당국은 투자자를 증권사기와 인터넷증권거래의 위험으로부터 보호할 수 있는 체제를 정비하고 감독 및 투자자교육을 강화해야 할 것이다. 다만, 확실적인 규제원칙 및 체제에 의해 자금조달자, 증권관련업자, 그리고 투자자들이 전자매체의 혜택을 누리지 못하는 결과를 초래해서는 안될 것이다. 이러한 원칙은 현재 논의가 진행중인 사이버증권사의 설립, 인터넷 직접공모, 비상장/비등록 인터넷증권거래시장운영, 인터넷 투자대화방, 투자전자게시판, 전자우편, 그리고 인터넷 증권판매, 인터넷 광고부문 등 광범위한 증권관련 행위로 부터 투자자를 보호하는 규제정책을 수립하는데 적용되어야 할 것이다.

II. 인터넷 사기

1. 인터넷 사기의 유형 및 적발사례
2. 사기방지를 위한 노력

II. 인터넷 사기

인터넷상의 전자메일이나 대화방을 이용한 증권거래의 사기적 행위는 인터넷의 등장에 의해 새로 발생한 것이 아니고, 과거 전화나 편지를 이용하던 시절에도 이와 동일한 행위가 행해졌었다. 단지 달라진 것이 있다면, 이용의 용이성과 광범위성이다.

인터넷상의 증권관련 대화방이나 정보게시판 등이 범람하게 됨에 따라 수많은 투자자들은 일반 공개기업에 대한 의견을 광범위하게 교환할 수 있게 되었다. 이렇게 온라인상에서 정보를 교환할 수 있는 전례없던 기회로 인해 수많은 기업들이 마우스 클릭하나를 통해 즉각적으로 투자자의 시선의 집중을 쉽사리 받게 되었다.

하지만 이러한 용이성은 다음과 같은 우려를 동시에 자아내게 되었다. 익명성을 이용하여 온라인 대화자는 특정회사의 투자자신뢰를 해치고 따라서 주시가격에 나쁜 영향을 미칠 수도 있게 되었다. 이렇게 회사가 피해를 입게되면, 결국 최종 희생자는 동 회사에 투자했던 구 주주들이 된다. 대화방 사기 중 끔찍 했던 사례중의 하나는, 어떤 회사는 누군가가 온라인 토론장에 동회사의 사장이 사망했다는 허위사실을 유포한 것을 발견하고 깜짝 놀랐다. 이러한 허위 사망광고는 당해회사의 주가를 떨어뜨리려는 의도에서 유포되었을 가능성이 제일 크다.

인터넷 사기적발을 위한 최근의 노력은 전통적인 제재와 소송의 방법에 의존하고 있다. 게다가, 온라인 대화방, 토론장, 정보게시판을 운영하고 있는 많은 서비스 제공자들은 투자자들에게 그들이 읽은 사항에 대해 주의하라는 경고도 함께 게재하고 있다. 하지만, 많은 사람들은 시장감독당국과 서비스제공자들이 끊임없이 증가하는 인터넷 증권사기를 통제하기에 충분한 역량을 가지고 있는지에 대해 의심하고 있는 것이 사실이다. 어떤 사람들은 현재의 규제체계가 이처럼 독특하고 전세제로

번져가는 수단에 의해 발생하는 사기를 지적해내는데 적절한가에 대해서도 문제를 제기하고 있다.

1. 인터넷 사기의 유형 및 적발사례

가. 새로운 수단, 동일한 사기행태³⁾

온라인상의 투자사기유형은 전화나 우편을 통해 이루어졌던 기존의 사기와 동일하다고 볼 수 있다. 사기행위자는 전자게시판, 온라인 뉴스서한, 정크메일 또는 대화방 등을 포함하는 다양한 수단을 이용하여 잘못된 정보를 널리 퍼뜨릴 수 있다. 그들은 매우 정교하게 디자인 된 웹 페이지를 설계 운영하고 있다. 이러한 모든 수단이 매우 저렴하게 제작되고 사기행위자에 의해 쉽게 이용되어짐은 잘 알려진 사실이다.

모든 투자에 대한 권유는 일단 의심을 해야한다. 투자사기는 보통 다음의 종류들 중 하나에 속한다.

저가매입 고가매도 (Pump and Dump Scam)

주식투자 또는 재산증식을 주제로 하는 뉴스서한이나 전자게시판 등의 온라인 포럼을 통해 수 천명의 잠재적 투자자에게 접근하여 유동성이 작은 주식을 대상으로 거짓정보를 유포시켜 당해 주식에 대한 수요를 늘린 다음 상승한 가격에 자신들이 소유하고 있는 주식을 처분하는 형태를 말한다. 사기단들은 인터넷 투자관련 포럼에 내부정보라는 메시지를 띄우거나 과대선전을 통해 해당주식을 선전하거나 주식매입을 유도한다. 이러한 방식을 통한 시장가격조작의 가능성은 인터넷 통신의 익명성 또는 가명성으로 인해 더욱 증가하고 있는 추세에 있다. 이에 따라

3) www.sec.gov/consumer/cyberfr.htm

SEC는 1996년 11월 저가매입 고가매도 방식의 사기행위에 대해 첫 번째 법적조치를 취하였다.⁴⁾

피라미드

“당신의 홈컴퓨터로부터 어떻게 큰돈을 벌 수 있는가!!!”라고 쓰여있는 메시지를 조심하라. 온라인 권유자는 “3주 내지 6주만에 5달러를 60,000달러로 만들 수 있다.”라고 주장한다. 실제로는, 이러한 프로그램은 단지 전자적 방법을 이용한 고전적인 피라미드 전략에 불과하다. 가입자에게 지불되는 수익은 뒤에 가입한 가입자의 돈으로부터 조달되고 가입자가 충분히 늘어나면 사기행위자들은 돈을 챙겨 사라지고 결국 피해자는 후반에 참가한 가입자들이 된다.

“무위험” 사기

“흥미롭고, 저위험의 투자기회”라고 주장하면서 무선 케이블 프로젝트, prime bank 증권, 그리고 장어농장 등과 같은 특이하게 들리는 투자 기회에 참가할 것이 인터넷을 이용하여 권유되었다. 그러나 어떤 투자도 무위험일 수는 없다. 칭찬되어진 투자상품은 존재하지도 않고 단지 사기에 그치는 경우도 있다. 획기적인 수익이나 보장된 수익을 약속하는 투자기회를 조심해야한다. 거래가 사실이기에는 너무나 좋다면, 그것은 바로 사실일 수 없다.

역외사기

과거에는 미국투자자를 대상으로 하는 역외사기행위는 비용이 많이

4) 인터넷 온라인 뉴스서한인 SGA Goldstar는 원격지 화상회의 기구 제조업체인 Systems of Excellence로부터 주식을 받는 대가로 자사사이트에서 그 기업에 대한 투자권유를 하였다. 이에 따라 주가가 오르자 결국 두회사의 사장은 고가에 자신들의 주식을 처분하였다. SEC는 이 사건을 검찰에 송부하였고 Systems of Excellence의 전 사장은 벌금형과 함께 2년간의 집행유예기간과 46개월의 감옥형을 선고 받았다.

들고 이를 이행하기도 어려웠다. 시간대의 차이, 통화언어의 차이, 그리고 고비용의 국제전화 및 속달우편 등은 사기행위자가 미국거주자를 약탈의 대상으로 삼기 어렵게 한 요인들이었다. 그러나 인터넷은 이러한 장애요인들을 제거해버렸다. 외국에서 제공되는 투자기회에는 더욱 많은 주의를 기울여야 한다. 왜냐하면, 미국 당국이 외국의 사기행위자를 조사하고 법을 집행하기가 어렵기 때문이다.

나. 미국 10대 투자사기 유형⁵⁾

증시가 유례없는 호황을 보이면서 미국에서 투자사기행각이 극성이다. 사기수법도 날로 교묘해져 당국의 감시망에 구멍이 뚫린 상태다. 특히 사기꾼들은 인터넷거래의 허점을 악용, 순진한 투자자들의 지갑을 노리고 있다. 최근 미국에서 적발된 피라미드 투자사기가 대표적인 케이스다. 피라미드 증권투자조직인 베네트펀딩은 사무실장비 임대사업을 미끼로 거액의 자금을 끌어모았다. 이런 사업은 애초부터 계획에 있지도 않았던 것이다. 베네트펀딩은 사취한 10억달러를 돈세탁하는 등 불법행위를 일삼았다. 그러나 베네트펀딩 사례는 ‘빙산의 일각’이다. 금융당국은 사기꾼들의 사탕발림에 속아 수만달러를 잃은 선의의 투자자가 속출하고 있는 것으로 파악하고 있다. 이에 따라 투자자들의 경각심을 일깨우기 위해 미국의 북미증권관리연합(NASAA)은 10대 투자사기 유형을 공개했다.

다음의 리스트는 10대 증권투자사기 유형을 열거하고 있으며, 순서는 심각성이나 행위의 보급성에 따라 매겨졌다. 이는 이제까지 적발된 모든 사례에 근거해 정리된 투자사기 유형이다.

5) “Top 10 Investment Scams,” www.nsass.org/howeare/media/topscams.html

① 인터넷 사기(Internet Fraud)

증권사기행위자들은 인터넷을 사용하여 소형주식을 대상으로 저가매입 고가매도의 전략으로 돈을 쉽게 벌고, 위조 "prime bank" 채권을 매각하고, 사기적인 방법의 피라미드 전략으로 투자자들을 약탈하는 행위 등을 자행하고 있다. 과반수가 넘는 미국의 주들이 인터넷을 모니터하면서 인터넷사기적발에 힘을 기울이고 있으며, 전국적인 조사를 위해 여타의 감독당국과 협조하여 팀을 구성하여 일을 진행하는 경우도 있다. 인터넷은 주위에 좋은 사람들도 많고 나쁜 사람들도 많은 하나의 큰 도시와 같아서 투자자들은 모르는 사람으로부터의 충고를 받아들이는데 주의를 해야한다. 자신 스스로 조사나 연구를 하지 않고 인터넷상의 권유만 믿고 투자하면 안된다. 누가 도움을 주고 누가 사기를 치는지를 알기란 힘들다.

② 허위 투자설명회(Investment Seminar)

매우 그럴싸하게 위장하여 하루아침에 부자가 될 수 있다고 선전하는 매우 비싼 참가비를 요구하는 투자설명회를 조심해야한다. 몇 사람은 부자가 되는데, 부자가 되는 사람은 투자설명회를 개최하고, 참가비를 받고, 그들의 책과 오디오 테이프를 파는 사람들이다. 투자설명회는 신문, 라디오, TV와 케이블TV 등을 통해 광고된다. 최근에는, 투자자들을 성공적인 주식 "일중투자자(day-trader)"로 바꾸어주는 것을 보장한다는 그러한 내용으로 투자설명회나 연수코스를 권유하는 사람들도 있다. "일중거래"는 투자보다는 도박에 가까운 대부분의 투자자에게는 맞지 않는 투자형태이다.

③ 동호회 사기(Affinity Group Fraud)

긴밀하게 연결되어있는 종교, 정치, 또는 인종 그룹의 회원들은 동일한 종교, 인종 그리고 정치적 성향을 가진 사기행위자의 목표물이 된다.

14 사이버증권거래와 투자자 보호

이러한 사기꾼들은 사람들이 자신과 비슷한 사람들에 대한 자연적인 호의를 이용한다. 이러한 특정 그룹을 대상으로한 광고는 잠재적인 희생자를 찾아내는데 이용되며, 가끔은 구직이나 재무관련 조언들과 함께 제공된다. 예를 들면, 캘리포니아의 아시안 공동체는 위조 외환투자를 권유하는 사기꾼들의 희생대상이 되었다. 전형적으로 권유자들은 돈을 모으고 투자는 이루어지지 않는다.

④ 과도한 판매 행위(Abusive Sales Practices)

각 증권감독당국은 초소형회사 주식사기의 적발결과를 보고하면서, 저가 주식의 시세조종행위에 전문화된 브로커들을 영업정지, 영업금지, 그리고 법적으로 기소하고 있다고 말하고 있다. 그럼에도, 투자자들은 자신을 방어할 준비를 하고 있어야 하며, 판매를 위한 공격적인 전화공세(cold calling)를 과감하게 물리쳐야 한다.

⑤ 전화판매사기(Telemarketing Fraud)

새로운 형태의 "boiler rooms⁶⁾"는 항상 작용하고 있으며 불법적이고 사기적인 투자를 팔고 있다. 투자권유자들은 Y2K 문제의 두려움으로부터 아시아 외환위기 또는 컴퓨터와 유전공학의 혁신적 기술에 이르는 사안들을 가지고 돈을 벌고 있다. 이러한 약탈에 노출된 투자자들이 자신을 보호할 수 있는 한가지 방법은 전화응답기를 설치하여 걸려오는 전화를 미리 검색하여 강압적 투자권유자의 전화를 아예 받지 않는 방법이다.

⑥ 보장성증권(Promissory Notes)

최근 사용이 증가하는 사기의 한 형태인 보장성증권은 보험이 들어

6) 전화를 통하여 잠재적 투자자들에게 과장된 설명으로 투기적인 주식을 매입하도록 강압적인 방법으로 권유하는 장소를 말하는 것으로, 강압적인 판매방법을 사용하기 때문에 boiler room이라고 한다. 이러한 방법은 불법적인 것은 아니라 할지라도 NASD의 공정관습규칙 위반이 된다.

있거나 실물자산담보부라고 주장되어진다. 그러나, 이러한 것들은 전혀 무가치한 변제약속들에 불과하다. 사기행위자들은 MMF나 CD등의 이자로 겨우 생활해나가는 투자자들에게 높은 이자를 제공할 것을 제안한다. 투자권유자가 일러준 것 외에는 더이상 아는것이 없는 생명보험 판매대리인이 높은 수수료에 현혹되어 사기적 투자상품을 판매하는 경우도 종종 있다. 이러한 판매 대리인들은 이러한 증서를 판매하기 위해서는 주 정부 증권감독부서에 브로커/딜러로 등록해야 한다는 사실조차 모르고 있는 경우가 많다. 대부분의 경우 이러한 증서 역시 감독당국에 등록되어야 한다. 주들의 합동 조사는 이러한 증서판매자의 상당수가 규제당국과 문제를 가지고 있었던 경력을 가진 사람들이라는 사실을 밝혀냈다. 어떤 증권들은 존재하지도 않는 회사들을 대상으로 발행된 경우도 있다. 회사가 합법적이라 하더라도, 이러한 증권들이 소규모 투자자에게 직접 판매권유되는 이유는 은행이나 벤처캐피탈이 투자하기를 거부했기 때문이라는 사실은 투자자들은 알아야 한다.

⑦ 사망관련 투자약탈(Viatical Investment Scams)

가장 성행하는 새로운 투자상품의 하나이면서 가장 위험한 사망관련 계약의 하나는 AIDS나 암희생자와 같은 치명적인 병을 가진 환자에 대한 사망시 혜택에 대한 상품이다. 피보험자는 사망에 대한 혜택의 일정부분을 현금으로 받아 자신들 최후의 시간들을 위해 사용한다. 투자자들은 피보험자가 추후에 사망할 경우 동 투자브로커에게 보수를 지급한 후 사망에 대한 혜택을 받는다. 환자가 언제 사망할 건지는 예측이 불가능하기 때문에 이러한 투자는 극도로 위험한 투자이다.

⑧ 유흥사기(Entertainment Scams)

사기행위자는 극도의 소액배팅으로 거액의 돈을 벌기를 원하는 투자자들을 위해 영점조준을 한다. 영화뿐만 아니라, 투자자들은 케이블TV 쇼, 비디오게임, 그리고 유흥상품에까지 투자사기의 상품으로 택하고 있다.

⑨ 피라미드 계약(Ponzi/Pyramid Schemes)

항상 그렇듯이, 이러한 사취행위는 고율의 수익을 투자자에게 약속한다. 그러나 실제로 고액을 버는 사람은 이러한 게임을 운영하는 사기행위자이며 이러한 게임이 궁극적으로 무너질 경우 돈을 잃는 사람은 마지막에 참가한 투자자들이다.

⑩ 불법 프랜차이즈 모집(Illegal Franchise Offerings)

각 주들은 프랜차이즈투자자와 관련한 부적절한 공시와 사기에 대해 제재를 취하기 시작했다. 이러한 사기는 사업기회와 프랜차이즈 거래를 겨냥하여 자신의 사업을 영위하고자 하는 사람들을 대상으로 행해지고 있다.

다. 초소형주 사기(Micro-cap fraud⁷⁾)

초소형주 사기는 감독당국에 있어 새로운 형태의 문제는 아니다. 과거에도 투기적인 거래시장에서 몇 가지 형태의 방법을 통해 투자자에게 피해를 입혀왔다. 최근에는, 비록 많은 면에서 오늘날의 초소형주 시장의 문제는 투자형태와 시장상황 때문에 더욱 심각해지긴 했지만, 그 근원은 7~80년대에 성행했던 저가주(penny stock) 사기로 거슬러 올라갈 수 있다.

NASAA 회장은 의회 통사위원회에 보내는 서신에서 초소형주관련 사기를 다음과 같이 지적했다.

7) Denise V. Crawford, NASAA President, Feb. 6, 1998, www.nasaa.org/howeare/speeches/dingell2.html

1) 문제점

초소형주 시장이란 무엇인가? “초소형주”는 저가주(penny stock)를 포함하며 일반적으로 3백만달러 이하의 시장가치를 가진 소규모회사의 주당 가격이 낮은 주식을 말한다. 대부분의 초소형주는 수익이 거의 없거나 전무한 상태의 창업초기회사에 의해 발행된 유동성이 적고 위험성이 높은 주식들이다. 대부분의 이러한 주식은 Nasdaq의 Small-Cap 시장, OTC Bulletin Board 또는 pink sheet 시장에서 거래된다.

초소형주 사기는 저가이며 고위험의 특성을 지닌 투기적 증권을 판매하는 회사가 전화를 통해 강압적인 판매활동을 조직적으로 행하는 것으로부터 유래된다. 이러한 증권판매회사는 고객들의 이익에 대한 무관심과 영업행위의 내부통제장치의 미비라는 점에서 월스트리트의 다른 합법적인 브로커/딜러와 차이가 있다. NASAA의 조사는 많은 경우 80년대의 저가주회사 판매 중개인은 오늘날 초소형회사의 수석거래담당자, 소유자 또는 사장직을 맡고 있는 것을 밝혀냈다.

사기를 행하는 문제회사는 초소형주식의 최초공모에 인수업무를 담당하여 고수익을 올리고 있다. 그들이 시도하는 최초공모는 보통 주가조종의 가능성이 동시에 존재하는 경우가 많다. 게다가, 이러한 회사가 시장을 조성하는 유가증권의 거래는 가끔은 30%에까지 달하기도 하는 높은 인수수익이 포함된 경우가 보통이다. 이러한 거래는, 보통 고객은 어떠한 수수료도 요구되지 않는다고 하지만, 실제로는 극도의 높은 거래비용을 지불하게 된다. 종종, 투자자들은 급격한 주식이격하락을 맞게되고, 이때 매도주문을 내면 이러한 주문은 보통 무시되고 이에따른 손해는 투자자가 지게된다.

사기적이고 강압적인 판매행위는 이러한 회사의 영업문화의 한 부분으로 보인다. 장기적인 고객관계는 아예 찾아보기 힘들다. 수십명의 무허가의 판매권유자들은 고객들이 초소형주를 매입할 것을 허락할 때까지

지 잘 포장된 문구를 사용하여 지속적으로 전화를 통해 권유행위를 한다. 가끔은 최초거래를 행하고 나면 계좌관리서비스 조차도 기대할 수 없는 경우가 있다.

2) 사기행위 범람의 요인들

요즈음의 사기행위의 범람에 기여하는 몇가지 요인들이 있다. 오늘날, 세 가구중의 하나는 유가증권에 투자를 하고 있다. 좀더 구체적인 통계수치를 밝히면, 각 가정의 금융자산 중의 31%는, 직접적으로든지 아니면 뮤추얼펀드와 같은 수단을 이용하여 간접적으로든지, 주식에 투자되어있다. 이는 1990년 말의 17%에서 많은 성장이 있었음을 말해준다. 이러한 새로운 시장진입자들의 밀려드는 파도는 최근의 믿기 어려운 정도의 호황의 불길에 기름역할을 하고 있다.

실질적으로, 이러한 저축행태의 변화는 전례없이 많은 비전문 투자자들이 시장으로 진입하는 결과를 초래했다. 동시에, 투자자들은 수익/위험에 대해 주의깊게 분석하지 않고 전례 없던 투자수익을 찾고 있다. 1997년 10월 몽고메리 자산운용사의 투자자 설문조사 결과에 따르면 투자자들은 향후 10년간 자신의 포트폴리오가 연 34%의 수익률을 지속적으로 내기를 바라고 있다고 한다. 이는 개인투자자들이 위험을 비용으로 지불하고라도 수익에 지나친 중점을 두고 있는 것으로 보인다.

결과적으로 비현실적으로 높은 투자수익률에 대한 기대와 평균적으로 시장에 대한 낮은 전문지식수준이라는 두 개의 만날 수 없는 평행선을 그리고 있는 것이다. 고수익에 대한 기대와 비전문 투자자라는 두 개변수의 조합은 사기와 약취를 위한 최상의 환경을 제공해 주고 있다.

3) 네가지 조직적인 약탈행위에 대한 감독당국의 적발

약탈적인 강압적 판매권유 행위

이러한 행위를 하는 모든 회사들은 강압적이고 각본이 짜여진 전화 권유수단에 의존하고 있다. 많은 영업행위가 한 테이블에 7대의 전화가 놓여진 긴 테이블로 차있는 전통적인 "boiler room" 형태를 띠고 있다. 이러한 판매권유자들은 대부분 등록조차하지 않은 중개인으로 권유를 위한 대본은 내용자체에 여러 가지 문제점을 내포하고 있다. 적발된 사례의 한 대본을 예로 들면 "20분만에 100%의 수익을 보장한다면 비현실적으로 들릴지 모르지만, 우리는 당신에게 모든 우리의 기업공개거래가 사실이었던 것을 말해주고 싶다."와 같은 표현을 가지고 있다.

판매행위의 위장

비합법적인 거래행위는 감독당국이 조사한 모든 회사에서 난무하였다. 이러한 회사와 지사들의 기록은 모두 위조되었음을 감독당국은 밝혀냈다. 강압적인 전화에 의한 비등록 판매를 위장하기 위해서, 고객의 계좌서류는 투자자들이 전혀 거래해 본 적도 없는 등록대리인의 번호로 기록되어 있었다. 이러한 회사들은 투자자 매도주문을 계획적으로 실행하지 않았으며, 적절하지 않은 추천을 행했으며, 비윤리적인 강압적 판매권유를 했으며, 그리고 증권업자들이 갖추어야 할 내부통제절차에 대한 인식 및 준수가 결여된 상태에 있었다. 예를 들면, 한 회사에서는 모든 강압적 전화판매요원들은 일층에 위치하고 있었으며 어떠한 내부감독도 받고있지 않았다.

투자자의 불만사례 보고의무 비준수

감독당국은 당국에 보고되지 않은 수백 건의 투자자 불만사례를 적발하였다. 대부분의 회사들은 법에서 요구하고 있는 투자자불만을 감독당국에 보고하고 처리하기 위한 중앙통제장치를 유지하지 않았다. 감독

당국은 투자자의 항변에 대해 이들 회사가 대답하기 위하여 사용했던 응답서신을 발견했는데, 이러한 양식은 주식의 이름, 가격, 그리고 허가 받지 않은 거래의 이유 등에 대해 기재를 하고 있지 않았다. 한 회사는 1996년 7월부터 1997년 2월 사이에 NASD R(NASD Regulation, Inc.)에 단 한건의 투자자 불만사례를 보고했는데, 감독당국은 현장조사결과 90개 이상의 투자자 불만사례를 적발해 냈다.

제 3자 프렌차이즈 협약을 통한 브로커/딜러 등록의무 회피

브로커와 브로커리지회사들은 그들이 영업을 하는 주에 등록해야 한다. 동 의무는 면제조항에 해당되지 않는 한 준수되어야 한다. 회사가 비등록거래를 행하게 되면 투자자를 보호하기 위해 감독당국이 요구하는 기록유지의무의 회피 등을 포함한 문제를 야기시키기 쉽다. 어떤 회사들은 문제가 있는 그들의 지사는 자신들의 고용직원이 아니고 프렌차이즈 계약을 맺은 제3자라고 주장하면서 책임을 회피하는 경우도 있다.

초소형주식 시장의 문제는 심각하고 또한 그 사례가 증가하고 있다. 이것이 시장의 작은 한 부분에서 일어나고 있다고 해서 간과되어서는 절대로 안될 것이다. 동 시장에서의 사기와 약탈은 개인투자자에게 재난과 같은 피해를 초래할 수 있으며, 만약 이 문제가 심각하게 처리되지 않으면 증권산업 전체의 신뢰에 치명적 상처를 입힐 수도 있다. 통제되지 않은 초소형주식 사기는 투자자들에게만 피해를 주는 것이 아니고 사업을 시작하고 키우는데 필요한 자금을 조달하려는 합법적인 기업가정신을 가진 신생기업가들에게도 치명적인 피해를 가져다 줄 것이다.

라. 인터넷 증권사기 사례

SEC는 인터넷 투자관련 사기혐의를 적극적으로 수사하고 있으며, 사기행각을 저지하기 위한 발빠른 노력을 하고 있다. SEC는 또한 연방 그

리고 주정부의 범죄담당기관과 협조하여 인터넷 사기행각자들을 징역에 보내고 있다. SEC는 1998년 10월 28일에 전국적인 합동작전으로 인터넷 사기 검거활동을 처음으로 실시하여 13명의 개인과 회사를 상대로 4건의 제재조치를 단행하였다. 그 이후에도 2차례의 동일한 조사를 단행하였고 1999년 5월 12일의 3차 검거활동에서는 26명의 개인과 회사를 상대로 투자자나 잠재적 투자자를 속인 혐의로 14건의 제재조치를 취할 것을 공포하였다. 인터넷사기에 대하여 SEC가 조치를 취한 최근 사례 가운데 몇 건을 다음에 간략히 소개한다.

1) 초소형주 사기 (micro-cap fraud)

*Francis A. Tribble and Sloane Fitzgerald, Inc.*는 10달 동안에 걸쳐 두 개의 소규모회사의 비유동적인 초소형주를 판매하기 위하여 6백만개 이상의 요청받지 않은 e-mail을 보냈고, 위장 웹사이트를 만들어서 온라인 뉴스서한을 배포하였다. 그들은 그들이 과장 선전하는 회사로부터 돈과 주식을 대가로 받기로 했음에도 이 사실을 투자자에게 알리지 않음으로써 SEC는 이 두사람을 고발하여 동 범법행위를 계속하지 못하도록 하였으며 Tribble에게는 15,000달러의 벌금을 구형했다. 그들의 광범위한 인터넷 정크메일 광고는 SEC 온라인 불만신고센터에 신고된 사안들 중 가장 많은 신고를 야기했던 사건이었다.

2) 저가매입 고가매도 (pump and dump scheme)

*Charles O. Huttoe*와 12명의 다른 피고인들은 티커기호(ticker symbol) "SEXI"로 알려진 Systems of Excellence Inc.사의 주식 4천2백만주를 비밀리에 친구들과 가족들에게 나누어주었다. 이 전형적인 "저가매입 고가매도" 계약에서, Huttoe는 실제로는 존재하지도 않은 수백만달러 어치의

판매, 일어나지도 않은 다른 회사인수, 현실성과 근거가 없는 수익예측 등을 허위로 알리는 광고를 통해 회사(SEXI)의 주가를 상승시켰다. 또한 그는 공범자인 SGA Goldstar에 뇌물을 주고 SGA Goldstar 온라인 뉴스 서한 "Whisper Stocks"의 가입자들에게 SEXI를 칭찬하도록 하였다. SEC는 1천2백5십만달러의 벌금을 부과했다. 그러나 그는 불법으로 모은 돈을 거의 다 써버렸고 투자자들은 투자원금을 되돌려 받지 못했다. Huttoe와 뉴스서한 저자인 Theodore는 연방감옥형을 선고받았다. 게다가, Huttoe의 공범자 중 4명은 유죄를 인정했다.

*IMP(Interactive MultiMedia Publishers, Inc.)*의 증권이 관련된 고전적인 초소형주 사기건에서 기업내부자 Vertucci와 주식브로커 Straughm은 "저가매입 고가매도"의 시장조작 전략을 한 혐의가 있다고 SEC는 주장했다. SEC의 주장은 다음과 같았다. Vertucci와 Straughm은 실질적으로 전혀 무가치한 소프트웨어 개발회사인 IMP주식을 일반 투자자에게 팔았는데, 동 판매행위는 연방증권법이 요구하는 SEC에의 등록의무를 준수하지 않았다는 것이었다. 그들은 또한 인터넷이나 다른 매체에 IMP를 칭찬하는 출간물을 이용하면서 값싸게 또는 무료로 주식을 제공하는 방법의 대가를 지불하면서 동 사실을 투자자에게 알리지 않았다. 이러한 매체를 통한 칭찬광고에 힘입어 IMP사의 주식가격이 상승하자 Vertucci와 Straughm 그리고 칭찬에 관여했던 모든 사람들은 동 주식을 매각하여 이익을 챙겼다. 그 이후에, 동 주식의 가격은 폭락했고 회사는 영업을 중단했다. SEC는 동 위법행위에 관련된 많은 사람들을 고발했는데, 이들은 사기적 판매뿐만 아니라 사기적 칭찬광고에 관련된 자들 모두를 포함했으며, 연방징역형, 민사제재 및 자금회수 등 모든 방법을 통한 벌칙을 가할 예정이다.

3) 인터넷 직접 공모사기 (Internet DPO fraud)

*Matthew Bowin*은 자신의 회사인 Interactive Products and Services의 직접공모를 인터넷을 통하여 실시하였다. 그는 150명의 투자자로부터 190,000달러를 모집하였다. 하지만 모집된 자금을 회사설립에 사용하지 않고 그 돈을 자신의 생활 잡비로 사용하였다. SEC는 Bowin을 민사재판에 회부하였고, 캘리포니아의 Santa Cruz 검찰은 그를 형사범죄자로 기소하였다. 그는 징역 10년형을 선고받았다.

4) 과장된 광고

*IVT Systems*는 도미니카 공화국에 에탄올 공장을 설립하기 위한 자금조달을 위해 투자를 권유하였다. 동 인터넷 투자권유는 50%이상의 수익을 보장한다고 광고하였는데 이러한 예측은 전혀 정당한 근거가 없는 주장이었다. 그들의 판매광고서류는 잘 알려진 회사들과의 계약에 대한 거짓정보를 포함하고 있었으며 투자자를 위한 중요한 정보를 누락시키고 있었다. SEC가 투자자불만을 신고 받은 후, 동사는 위법행위를 중단할 것을 약속하였다.

*David Abramson*는 Brightstar라 불리는 회사의 위조증권을 인터넷을 통해 50,000달러 이상을 팔았다. SEC는 10년 동안 연 2,600%의 수익을 보장한다는 투자자에 대한 Abramson의 약속은 명백한 거짓이라고 주장했다.

5) 허위증권 사기

*Gene Block and Renate Haag*은 실제로 존재하지 않는 “prime bank” 증권을 공모한 죄로 잡혔다. 그들은 4달안에 2배 이상의 수익을 보장한다고 말하고 3백5십만달러 이상을 모집하였다. SEC는 그들의 자산을 억

류하고 이러한 사기행각을 계속하지 못하도록 했다.

*Daniel Odulo*는 장어농장계획을 가지고 투자권유하는 행위를 중단하게 되었다. Odulo는 “저위험투자”임을 강조하면서 20%이상의 수익을 약속하였다. 그가 SEC에 의해 잡혔을 때에는 그가 증권법을 어기는 행위를 중단하라는 법원의 명령에 동의하였다.

6) 불법 칭찬광고

*Scott Flynn*이란 전직 주식브로커는 불법 칭찬광고혐의로 SEC에 의해 적발되었는데, 그는 인터넷 정크메일과 웹사이트를 이용하여 특정기업을 광고하면서 동 기업으로부터의 대가를 받은 사실을 공개하지 않고 그 기업을 칭찬하는 광고행위를 하였다. Flynn은 자신의 회사인 Strategic Network Development, Inc.를 통하여 이러한 광고행위를 하면서, 적어도 10개의 회사들로부터 합산하여 183,200달러와 322,500주의 주식을 대가로 받았다. SEC는 연방증권법의 반사기적광고 조항에 근거하여 Flynn과 그의 회사에 대한 자금의 유입을 중단시켰다. Flynn의 연방증권법 위반에 대한 형사벌이 내려진 것에 근거하여 SEC는 어떤 손해구제수단을 사용해야하는가에 대해 결정을 내리는 절차를 진행중이다.

7) 피라미드 사기

*Future Strategies*라는 이태리에 본사를 두고있는 조직은 인터넷상에서 “Pentagono”라고 알려진 위조 피라미드식의 판매행위를 하였다. Future Strategies사는 지금은 “Card Purchase Orders”로 불리는 “Pentagono Certificate”를 400명 이상의 미국투자자에게 판매를 하면서 120달러의 투자로 116,400달러를 벌 수 있다고 광고하였다. SEC는 동 프로그램은 완전한 속임수이며, 투자자들의 돈을 모아 궁극적으로는 이 돈을 갚지

않고 도망가는 사기적인 피라미드 책략으로 규정하였다.

2. 사기방지를 위한 노력

가. 인터넷의 양면성

인터넷은 기업뿐만 아니라 투자자에게도 양날을 가진 칼과 같다. 인터넷은 정보와 생각을 교환하는데 더욱 빠르고 효과적인 수단을 시장참가자들에게 제공하고 있다. 이렇게 함으로써, 인터넷은 시장을 더욱 효율적이고 투명하게 만들 수 있다. 과거에는 기관투자자나 시장 전문가들에게만 제공되었던 정보에 요즘에는 개인투자자들도 접근할 수 있게 되었다. 온라인 기술은 기업들과 현재 그리고 잠재적 주주와의 대화 그리고 투자자들이 그들 상호간의 대화를 가능하게 해주는 새로운 길을 제공하였다. 또한 인터넷은 대규모기업과 소규모기업이 동일한 시장에서 동일한 게임을 할 수 있도록 게임의 장을 평형화시키고 있으며 기업들의 자금조달을 용이하게 해주고 있다.

하지만, 인터넷은 다른 통신수단과는 차별적인 몇 가지 특성을 가지고 있는데, 이로 인해 인터넷은 사기의 잠재적 온상이 되기도 한다. 다른 수단이 이용되었다면 불법으로 간주될 정보나 행위들이 합법적으로 간주될 수 있는 장소를 인터넷이 제공하고 있다. 수많은 양의 부정확하고 오도하는 정보들이 정보 송부자에 의해 선정된 수많은 잠재투자자들에게 엄청나게 낮은 비용으로 전달되고 있다. 온라인 사용자들은 다양한 수단을 사용하여 자신들의 정체를 숨길 수 있다. 예를 들면, 사용자들은 대화방에 별명으로 가입할 수 있고, 필명을 통하여 송신자의 신분을 숨길 수 있는 간접메일링 사이트에 접근할 수 있다. 뿐만 아니라 한사람이 여러 개의 가명을 사용하여 제공된 정보가 여러 사람들에게 의해 들어온

것처럼 가장할 수도 있다.

나. 규제기관의 대응

SEC는 인터넷 사기를 감시, 소송, 그리고 투자자교육과 같은 전통적인 사기에 대한 처방과 같은 접근법을 사용하여 대처하고 있다. SEC는 온라인상으로 많은 대처 수단을 마련하고 있다. SEC웹사이트, 기업들에 의한 정기보고서의 전자적 데이터베이스, 제재처분에 대한 설명을 담은 통첩, 그리고 투자자 주의문 등이 사용되어 지고 있다. 또한 SEC는 온라인 투자자신고센터를 설치하여 인터넷 사기를 적발하기 위한 적극적인 감시활동을 펴고 있다. 약 100명의 인원으로 구성된 SEC의 "cyberforce"는 잠재적 위반사항을 적발하기 위하여 매주 몇 시간씩 인터넷 탐색을 하고있다.

NASD도 비슷한 노력을 하고 있다. NASD는 웹페이지를 만들었고, "등록대리인을 위한 인터넷 가이드"를 제작하여 대리인들이 인터넷 사용시 컴플라이언스(내부통제) 요건과 잠재적 책임에 대한 인식을 가지도록 하고 있다. SEC 사이트와 같이 NASD 사이트도 제재처분에 대한 정보를 제공하고 있다. 또한 NASD는 Netwatch라는 자동 컴플라이언스 감시 소프트웨어를 가동할 예정인데 이는 정보게시판이나 대화방을 감시하여 위법이 될 수 있는 주요 어구를 감독당국에 알려주는 역할을 할 것이다. 뿐만 아니라, NASAA도 의심가는 인터넷 사기에 대한 투자자의 민원을 접수하기 위하여 1998년 10월에 e-mail 주소를 개설했다.

감독당국자들은 인터넷이 새로운 형태의 사기를 창조하고 있다고 보고 있지는 않지만 당국자들에게 새로운 도전의 장을 열고 있다고 믿고 있다. 온라인 사기는 세상의 모든 사람이 이를 볼 수 있기 때문에 적발 또한 용이하다고 생각될 수 있다. 하지만 엄청난 양의 온라인 상의 잠재

적 사기정보를 감시하는 것은 감독당국의 인적 그리고 물적자원을 고갈시킬 정도가 될 수도 있다. 그리고 온라인 투자에 대한 정보는 끝없이 늘어만 갈 것으로 보인다.

감독당국이 직면하는 또 하나의 도전은 사기적 정보와 비현실적인 정보사이에 명확한 구분이 없다는 것이다. 온라인 사기행위자들은 신분 위장수단을 사용하기 때문에 추적하고 잡아내기는 어렵다. 또한 인터넷 서비스업자들은 그들의 기록을 오래 보관하지 않는 경향이 있어, 과거를 추적하여 인터넷사기를 적발하는 것은 기존의 문서나 전화를 통한 사기를 적발하는 것보다 더 어렵다. 더욱이, 인터넷의 국제성과 익명성은 새로운 감독상의 장애를 유발시키는데, 이는 투자자의 자금을 가해자로부터 되돌려 받기가 어렵다는 점이다.

다. 책임의 공유

인터넷상에서의 사기에 대한 조사 이외에도, SEC는 인터넷 서비스 제공자들도 대화방 등에서의 정보전달에 대한 일정부분의 책임을 공유해야 함을 제시하였다. 적어도, 서비스 제공자가 시장 전문가인 경우는 특히 책임을 공유해야 할 것이라고 제시하고 있다. 비록 SEC가 사기행위에 대해서 광범위한 법적관할권을 행사할 수 있지만, 일반적으로 그 권한을 인터넷 서비스 제공자의 행위까지 확대 적용하지는 않을 것이다. 하지만, 인터넷 서비스 제공자가 등록 브로커/딜러인 경우에는 그들의 온라인상의 행위에 적용되어야할 많은 법적 의무가 존재한다. 이러한 의무는 일반대중과의 모든 대화에 있어 정확성을 유지해야하고, 유가증권의 추천은 투자자에게 적절한 거래의 기회를 제공하고 있다고 믿을 수 있는 적절성을 유지해야 하며 투자자와의 이해상충을 피해야 하며, 대화방을 유지하는데 있어 시간적으로 지나간 정보를 삭제해야하는 것 등을 말한다.

비록 SEC와 NASD는 대화방을 운영하는 브로커/딜러들을 위한 특별 규제를 제정·적용하는 것을 회피해오고 있지만, 감독당국들은 운영자 자율적인 감시를 권장해 오고 있다. 예를 들면, E*Trade가 대화방 개설을 발표했을 때, SEC의 관계자는, 비공식적이기는 하였으나, 투자자들의 잘못된 투자판단으로부터의 책임을 피하기 위한 예방책을 마련할 것을 권고했으며, NASD도 동 대화방의 운영계획을 면밀하게 분석하였다.

당국자들의 이러한 숨겨진 경고는 브로커/딜러가 운영하는 대화방에서 토론되는 사항들에 대해 운영자 스스로 부분적인 책임을 지도록 하고자함을 나타내고 있다. E*Trade는 대화방 예방책으로 대화방과 정보게시판을 감시하는 독립적인 감시자를 고용하고 있으며, 자신들의 증권중개업과 토론장 사이의 이해상충에 따른 문제방지를 위하여 감시역할에 E*Trade 직원의 개입을 금지시키고 있다. E*Trade는 또한 모든 대화정보를 수일 동안 보관하고 있다. 뿐만 아니라, 모든 참가자들에게 미리 그들의 이름과 주소를 제시할 것을 요구하고 있으며, 유가증권의 매수·매도조작을 위하여 대화방을 이용하지 않을 것이라고 약속하는 계약서에 서면동의할 것을 요구하고 있다. 이러한 그리고 여타의 브로커/딜러의 자율적인 규제조치가 투자자 보호를 위하여 충분한가에 대해서는 앞으로의 진행상황을 지켜보아야 할 것이다.

추가적인 문제는 다음과 같은 질문의 제기이다. 감독당국자가 브로커/딜러가 아닌 다른 인터넷 서비스 제공자들도 온라인 대화방의 감독정책을 준수할 것을 강제할 것인가? 좀더 근본적으로는 감독당국이 그러한 요구를 강제할 수 있는 권한을 가지고 있는가?

전통적으로 감독당국은 “의사표현의 자유”를 침해할 가능성에 대해 신중함을 보여왔다. 특히, 자유로운 의사전달이 매우 중요한 가치를 가지고 있는 사이버공간에서의 간섭은 더욱 피해온 것이 사실이다. 인터넷 서비스 제공자들은 그들이 제공하는 대화방이나 정보게시판에 대화자들

의 대화게시에 대한 민사상의 책임을 폭넓게 면제 받아왔다. SEC나 다른 감독당국자들은, 이러한 배경에 반해서, 시장 전문가가 아닌 인터넷 서비스 제공자들의 대화방이나 정보게시판 운영행위에 영향을 줄 수 있는 직접적인 조치를 택할 것 같지는 않다.

반면에, 많은 인터넷 서비스 제공자들은 그들의 자체적인 정책을 수립하여 투자자들에게 대화방의 위험에 대한 경고를 취하고 있다. 이러한 온라인 감시절차의 효과성은 불확실하나, 많은 인터넷 서비스 제공자들은 이러한 조치를 취한 것으로부터 실질적인 혜택을 얻고 있다. 만약 인터넷 서비스 제공자들이 소송의 대상이 되게 되면, 그들은 그들이 적절한 조치를 취했다는 증거로 이러한 자율적 조치를 제시하게 될 것이다.

라. 자율적인 조치의 예 및 감독당국과의 공동 노력

온라인 서비스 제공자인 Motley Fool은 투자정보게시판을 운영하고 있는데, 자율규제를 위한 적극적인 접근법을 취하고 있다. Motley의 감시자는 규정위반을 찾아내기 위해 정보게시판을 계속 감시한다. 동 사이트는 또한 신고버튼기능을 가지고 있는데, 사용자는 이를 통해 부정직한 메시지를 쉽게 신고할 수 있으며, 신고된 메시지는 직원에 의해 검토되어진다. 불투명하고 소형의 주식들에 대한 대화는 금지된다. 가격이 일정수준아래로 떨어진 회사를 위한 정보게시판은 삭제된다. 뿐만 아니라, 동 사이트는 사용자들에게 SEC와 NASD에서 제공하는 정보를 제공하고 있으며 동 기관들의 웹사이트로 하이퍼링크시켜주고 있다.

다른 인터넷 서비스 제공자들은 이용자의 책임을 강화하는 접근법을 사용하고 있다. 예를 들면, Yahoo는 비유동적인 주식들을 포함하여 이용자의 어떠한 대화도 허용하는데, 단지 이용자들이 대화방서비스 이용약관과 관련 증권법규 및 규정을 준수할 것을 동의하여야 한다. Yahoo

는 또한 자신이 해롭거나 공격적인 내용의 대화를 삭제할 권리를 가지고 있다. 하지만 정책적으로 모든 내용을 전부 모니터하는 것은 아니다. 부정확성을 교정하는 가장 최선의 방법은 더욱 다양한 사람들로부터의 대화를 허용하는 것이라는 생각을 유지하고 있다. 하지만, 그들은 투자자들이 그들 자신의 책임과 위험하에 정보를 읽고 이해할 것을 경고하고 있다. America Online(AOL) Inc.도 그들의 이용자들에게 인터넷에서 투자자문을 받음에 있어 신중할 것과 관련 법규 및 규정을 준수할 것을 경고하고 있다. 이러한 경고를 제외하고는, Yahoo와 AOL은 그들의 활발한 투자대화방을 자유방임주의적 철학하에 운영하고 있다.

불확실성과 폭발적인 증가잠재력을 지닌 인터넷 세상에서 사기행위에 대항한 최선의 무기는 지속적인 투자자교육이라 할 수 있다. 기술의 발달은 부적절한 행위, 구체적인 사기적 계약, 또는 온라인 거래에 관련한 일반적인 위험 등에 대해 온라인 투자자들을 교육시킬 수 있는 새로운 수단도 제공한다. 이러한 수단에는 보도자료의 광범위한 배포, 자동적으로 표시되는 돌출화면(pop-up or splash screen) 등이 있다. 인터넷 서비스 제공자들은 책임 있는 대화의 촉진을 위한 가이드라인을 계속적으로 적용해 가야한다. 일관성 있는 증권산업 표준안의 개발은 가이드라인 적용을 활성화하는데 기여할 것으로 보인다. SEC와 여타의 감독당국은 인터넷 사용자가 잠재적인 사기행위를 고발하도록 중용하는 노력을 계속해야한다. 뿐만 아니라, 시장감독자들은 최신의 감시기술을 개발하여 감시노력을 개선해 나가야 할 것이다.

궁극적으로 인터넷투자사기를 -근절하지는 못할지라도- 줄이기 위해서는 대화방 참가자, 당해기업, 감독당국, 그리고 인터넷 서비스 제공자 모두의 협조적인 공동노력이 요구된다.

Ⅲ. 인터넷 사기 및 거래: 감독기관의 대응 방향

1. 인터넷상의 사기에의 대응
2. 인터넷 거래: 투자자를 위한 조언

Ⅲ. 감독기관의 대응 방향

1. 인터넷상의 사기에의 대응

앞서 말했듯이, 인터넷 사용의 폭발적인 증가는 증권감독당국과 자율 규제기관들에게는 새로운 도전으로 다가오고 있다. 전자통신과 인터넷의 쌍방향성 특징은 원래 전화와 문서에 근거한 환경을 위해 만들어진 법, 규정, 그리고 지침에 정확히 맞아 들어가지 않는 면이 많다. 그래서 이제까지 불필요했던 규제차원의 부담과 의도하지 않았던 규제의 허점들이 노출되고 있다. 더욱이, 인터넷은 국내적인 사기문제 뿐만 아니라, 국제적인 역외거래의 문제까지 야기시키고 있다.

가. IOSCO의 움직임

인터넷의 도전에 대응하여 IOSCO의 기술위원회는 인터넷 테스크포스를 구성하여 인터넷의 증권규제에 미치는 영향과 관련된 사안들에 대해 점검하고 이에 대한 대응방안을 제공하고 있다. 이러한 IOSCO의 보고서는 금융산업과 관련한 인터넷 사용에 대한 법적인 해석이나 통일된 방안을 제공해주는 것을 목적으로 하고 있지는 않다. IOSCO의 제시 방안은 각국의 법적관할권내의 법테두리 안에서 구체적으로 결정되어야 할 것이다.

1) 주요 원칙

IOSCO의 기술위원회의 테스크포스는 인터넷 관련 적절한 증권규제

34 사이버증권거래와 투자자 보호

체계를 논의함에 있어 증권규제의 3가지의 기본적인 목적을 설정하였다:

- 투자자보호;
- 증권시장의 공정성, 효율성 그리고 투명성;
- 시스템적인 위험 감소.

감독당국은 인터넷상의 특정 증권관련 행위에 관한 정책을 수립함에 있어 다음과 같은 원칙을 고려해야한다.

- ① 증권규제의 근본적인 원칙은 증권거래수단에 따라 바뀌지 않는다.
- ② 증권규제의 기본적인 원칙과 일관성을 유지하여, 증권규제자는 시장참가자와 시장자체의 합법적인 인터넷 사용을 불필요할 정도로 과도하게 제약하지 않아야 한다.
- ③ 규제자들은 그들의 규제가 인터넷 환경에서 적용되는 방법에 있어 투명성과 일관성을 유지해야한다.
- ④ 규제자들은 인터넷상에서의 증권관련행위를 효과적으로 모니터하고 적발하기 위하여 정보를 공유하고 서로 협조한다.
- ⑤ 규제자들은 전자적 통신수단과 그러한 수단의 사용은 계속적으로 진화 발전할 것임을 인식해야 한다.

이러한 기본원칙은 다음의 권고사항을 이끌어 냈다.

A. 인터넷상의 증권관련행위에 대한 국내 규제요건의 적용

① 청약권유 및 광고

- a. 감독당국이나 자율규제기관은 그들의 현존하는 등록 및 승인정책, 그리고 여타의 규제요건이 청약권유와 광고에 어떻게 적용되는가를 시장참가자와 시장에 알려주는 그리고 자신들 이외의 여타 법적규제가 여타의 요건을 부과할 수 있다는 것을 알려주는 기본지

침을 제공해야 한다.

- b. 인터넷 환경의 적절한 규제범위를 확보하기 위해서 감독당국은 구체적인 요건들을 수정하거나 아니면 관련 당국이나 법제정기구가 이를 수정하도록 해야한다.
- c. 일반적인 반사기 조항은 이용되는 수단에 관계없이 그리고 감독당국이나 자율규제기관이 청약권유나 광고를 승인하는데 관련이 되었든지간에 관계없이 증권 또는 금융 서비스에 관련한 모든 권유와 광고에 적용되어야 한다.
- d. 감독당국 또는 자율규제기관은 승인되지 않은 사기적 행위의 적발을 위하여 인터넷 광고와 청약권유에 대한 감시활동을 강화해야 한다.

② 공시서류 및 여타정보의 전달

- e. 인터넷을 사용하여 주주나 잠재적 투자자와 교신을 하거나 분배정보를 송부하는 발행자들이 그들의 영업, 재무상황 그리고 유가증권에 대하여 문서의 수단을 이용해서 제공되어질 때와 동일한 수준의 공시를 제공할 것을 요구하여, 투자자가 발행자의 유가증권에 투자하는데 동반되는 가치와 위험을 평가할 수 있도록 해야 한다.
- f. 감독당국은 인터넷 사용을 하는 금융서비스산업이 공시서류를 전달하는데 있어 만족시켜야할 의무에 대한 지침을 제공해야한다.
 - 지침을 제공하는데 있어, 감독당국은 송부로 인정되기 위한 조건 및 전자매체를 이용한 송부에 대한 통보의 적시성 및 적절성의 판단기준을 고려해야 한다.
 - 금융서비스산업에서 전자매체를 이용한 송부를 허용함에 있어, 감독당국은 투자자들의 전자송부정보에 대한 접근이 최소한 일반문서에 의한 제공에의 접근과 동일하도록 보장해야 한다.

- 감독당국은 금융서비스산업에서 전자적 공시서류의 송부는 투자자가 이러한 형태의 송부에 동의했을 때 이용되도록 하여야 한다.

③ 주총에서의 투표

- g. 투자자보호와 정보의 보안이 유지되는 한도내에서, 감독당국은 주총투표결과의 통보과정 및 위임에 의한 대리투표과정에서 정기주총이나 여타 주총에의 주주참여를 촉진하는 수단으로 발행자, 명의개서대리인, 예탁기관, 그리고 브로커/딜러가 인터넷을 일반적으로 사용할 수 있도록 각 국의 회사법하에서 그 가능성을 확보하는 방향으로 움직여야 할 것이다.

④ 교신 및 고객주문

- h. 감독당국은 금융서비스제공자가 인터넷을 통한 거래행위를 함에 있어 적합성 및 일반행동요건을 계속적으로 만족하도록 요구해야 한다.
- i. 감독당국은 금융서비스제공자가 그들의 컴퓨터 네트워크가 충분한 영업활동의 완전성(보안, 신뢰, 용량, 백업 및 교신의 대체수단)을 확보하고, 거래지시 등을 포함하여 인터넷 교신을 처리할 수 있는 적절한 인적자원을 보유할 것을 요구해야 한다.
- j. 감독당국은 금융서비스제공자가 그들의 증권영업활동과정에서 종업원과 일반대중 사이에 왕래하는 전자교신의 검토를 위한 문서화된 절차를 개발할 것에 대한 의무화를 고려해야 한다.
- k. 감독당국은 인증기술이 사용될 수 있는가, 된다면 어느 조건 밑에서 되어야 하는가, 그리고 어느 상황에서 자필서명이 요구되어야 하는가 등에 대한 견해를 명확히 해야한다.
- l. 금융서비스제공자에게 적용될 기록보관 요건은 인터넷거래에도 적용되어야 한다. 감독당국자는 기록보관의 주된 기준은 사용되는 기

술에 상관없이 맞추어질 수 있다(어떤 기록은 저장이 되고 유지되며, 이 기록들은 보관성이 있고, 수정될 수 없으며 감독당국자가 접근하고 이용할 수 있을 것)는 것을 확신할 수 있어야 한다.

- m. 기록보관 정책과 요건은 금융서비스제공자의 증권업무에 관련된 e-mail 교신에 관한 사항을 다루고 있어야 한다.

B. 인터넷상의 역외증권관련 행위에 대한 규제

- n. 감독당국은 인터넷공모에서 감독당국이 그들의 권한을 행할 수 있는 상황에 대한 지침을 제공해야한다.
- o. 외국의 발행자 또는 금융서비스제공자가 법적관할권내에서 인터넷상의 공모나 판매활동을 행하거나, 또는 그들의 역외활동이 감독당국의 법적관할권내의 거주자나 시장에 상당한 영향을 미칠 경우에는 감독당국은 영업허가나 등록의무와 같은 규제요건을 그들에게 부과할 수도 있다.
- p. 감독당국은 인터넷상의 유가증권 분매나 금융서비스에 대한 감독권을 행사해야될지에 대해 결정하는 시점에 다음과 같은 사항을 점검해 보아야 한다.

감독권 행사를 유발시키는 요소들

- 정보가 감독당국의 법적관할권내의 거주자를 목표로 삼고 있음이 명백한 경우
- 발행자나 금융서비스제공자가 감독당국의 법적관할권내의 거주자에게 서비스를 제공하거나 동 거주자로부터의 매수를 허용해주는 경우 (면제 대상이 되지 않거나, 또는 공모를 배제하는 상황이 아닌 경우)
- 발행자나 금융서비스제공자가 감독당국의 법적관할권내의 거주

자에게 e-mail이나 정보를 적극적으로 전달시키는 다른 수단을 사용하는 경우

감독권 행사를 억제시킬 수 있는 요소들

- 발행자나 금융서비스제공자가 인터넷 분매가 목표를 삼고 있는 대상을 명확히 기술함으로써, 분매가 모든 불특정 법적관할권에 미치는 것처럼 보이는 것을 방지하는 경우
- 발행자나 금융서비스제공자가 그들의 유가증권 또는 서비스의 분매 또는 매출을 허가 받은(또는 받지 않은) 법적관할지역을 웹사이트가 열거하고 있는 경우
- 발행자나 금융서비스제공자가 감독당국자의 법적관할권 내의 거주자에 대한 판매를 방지하도록 고안된 적절한 사전주의조치를 취한 경우

C. 투자자보호 및 투명성을 제고하기 위한 인터넷의 사용

- q. 감독당국과 자율규제기관은 투자자를 교육하고 증권산업에 대한 지침을 제공하는데 있어 인터넷의 사용을 병행해야 할 것이다.
- r. 감독당국과 자율규제기관은 가능한 사기적 행위에 대한 정보를 제공함으로써 인터넷상에서의 증권사기에 대하여 투자자를 교육하여야 한다. 예를 들면, 감독당국과 자율규제기관은 잘못된 또는 오도하는 분매 또는 광고에 대한 경고를 그들의 웹사이트에 게재할 수 있어야 한다.
- s. 감독당국과 자율규제기관 그리고 조직화된 시장은 그들의 조직, 현재의 법규와 규정, 정관과 지배구조 등을 현재와 잠재적 투자자들에게 제공하는 그들의 웹사이트를 개설하는 것을 고려해야 한다.
- t. 감독당국과 자율규제기관 그리고 조직화된 시장은 보고서와 법적

으로 요구되는 공시서류를 위한 전자데이터베이스를 개발하고 그들의 웹사이트에서 동 정보가 일반 대중에 의해 이용될 수 있도록 공개됨으로써 투자자가 기업정보와 시장정보에 용이하게 접근할 수 있도록 해주어야 한다.

D. 조사 및 제재조치에 있어 협력관계 고취를 위한 인터넷의 사용

- u. 감독당국 및 그들의 법적관할 지역내의 다른 관련당국은 의심이 가는 또는 그들의 관할 지역에서 수행되어 온 행위들에 대한 정보를 수집하고 공유하는 권한을 가져야 한다.
- v. 감독당국 및 자율규제기관은 잘못된 또는 오도하는 정보를 포함하고 있는 인터넷 광고, 유가증권의 분매, 또는 금융서비스를 감시하는 기술에 대한 세부사항을 서로 교환함으로써, 또한 이 분야에 제한적인 경험을 가진 규제자들이 전문성을 서로 공유함으로써, 상호간에 도움을 주어야 한다.

나. SEC의 움직임

SEC는 2년 전에만 해도 불과 수십 건에 불과하던 온라인 투자자로부터의 불평과 신고를 최근에는 하루에 2백에서 3백 건씩 접수하고 있다. 의회 조사담당 소위원회의 의장인 Susan Collins는 “증권사기는 예전의 과장된 선전에 의한 강압적인 판매활동(boiler-rooms)에서 요즘에는 인터넷 대화방의 형태로 바뀌어 가고 있다.”라고 1999년 3월 인터넷 사기 관련 심의회의에서 말했다.

감독당국은 인터넷이 계속적으로 급속히 성장함에 따라 사기행각들도 계속적으로 그 수가 배가될 것으로 믿고 있다. 그러나 이들에 대항하기 위하여 어떤 것들이 행해져야 하는가에 대한 공감대도 아직 형성되

지 않은 상태다.

투자자들을 위해서 인터넷은 축복의 산물이다. 이 새로운 기술의 발전은 많은 사람들이 더욱 빠르고 저렴한 거래의 혜택을 볼 수 있게 해 주고 있다. 이러한 혜택의 영향으로, 1995년까지만 해도 전무했던 온라인 거래가 최근에는 개인투자자거래의 37%를 점유하고 있다. 그리고 온라인 위탁계좌수는 현재의 450만에서 2002년까지는 3배가 증가하여 1,400만에 이를 전망이다라고 SEC는 말하고 있다.

신기술은 고객들에게 도움이 됨과 동시에 온라인 사기의 가능성을 증대시키고 있는데, 이는 자금의 이체속도가 너무 빨라서 가끔은 이를 규제하는 것이 힘들기 때문이다. 지금 일어나고 있는 사기는 전혀 새로운 것이 아니지만 인터넷은 빠른 속도, 저렴한 비용 그리고 상대적 익명성의 특징에 의해 범죄행각을 용이하게 해주고 있다.

SEC는 인터넷 사기를 3가지의 주된 유형으로 분류했다.

· 기만: 회사의 영업전망이나 자산에 대한 잘못된 또는 오도하는 정보를 투자자에게 제공하는 행위;

· 시세조종: 의도된 매입으로 주식가격을 상승시킨 다음 소규모 투자자들이 동 주식을 매입할것을 권유하고, 동 투자자들이 매각하기 전에 자신들이 동 주식을 부풀려진 가격에 매도하여 이익을 챙기는 행위;

· 과장된 칭찬광고: 실제로는 특정 주식의 이해당사자인 사람이 이러한 사실을 숨기고 객관적이고 독립적인 연구에 근거하여 도출된 결과라고 주장하면서 이해가 연관된 주식의 투자정보를 제공하는 행위.

인터넷 사기에 가장 위협하게 노출되어 있는 사람들 중의 상당부분은 새로운 기술을 사용하는데 익숙해 있는 사람들이다. 예를 들면, Main주의 Trenton에 거주하는 전기기술자인 Galen O'Kane은 소위원회 앞에서 다음과 같은 경험을 증언했다. 그는 하이테크 주식을 평가 판단

하는데 자신을 가지고 있었다. 그는 자신에 넘쳐서 기술집약적인 회사의 주식을 판매촉진하는 기사를 실은 뉴스서한을 온라인상에서 접하고 20,000달러 이상을 매입하였다 한다. 그리고 온라인 뉴스서한은 전문적이고 투자자를 위해 객관적이고 믿을만한 것처럼 보였다고 그는 증언했다. 그가 읽은 잡지의 “올해의 주식”이 가공할 사기였다는 사실을 알았을 때에는 그 회사는 완전히 아무것도 남아 있지 않았다. 그리고 그는 투자금액의 거의 모두를 날려버렸다. O’Kane은 “이번이 인터넷에 의해 추천된 주식에 투자하는 첫 번째 경험이었고, 이것이 마지막이 될 것이다.”라고 말을 마쳤다.

Toledo 법학교수인 Howard Friedman은 지식이 풍부한 사람들조차도 온라인 상에서 얻어지는 엄청난 양의 기초자료의 의미를 분석하고 실질적으로 이해하기는 거의 불가능하다고 말하고 있다.

SEC는 1998년 7월 인터넷을 통한 증권사기를 근절하기 위해 전담반(Office of Internet Enforcement)을 구성하여 기본적인 방향을 제시하고 SEC 직원들의 교육을 강화하고 있다. SEC는 1999년 5월 중순까지 수년 동안 80건의 제재조치를 취했다. 향후 1999년 내로 인터넷을 통한 증권거래규칙의 제정을 계획하고 있으며, 증권사기의 위험을 알리는 투자자에 대한 교육프로그램도 강화하고 있다.

SEC의 “SWAT”라고 불리는 사이버포스팀은 법률가, 회계사, 그리고 증권분석가로 구성된 125명 인원의 팀으로 인터넷 사기를 근절하기 위하여 인터넷의 조사를 행하고 있다. 하지만 이들도 급증하는 인터넷 사기에 대응하기에는 역부족이며, 동 인력들조차도 상당부분은 사기업으로 이탈하는 경향조차 보이고 있다. 감독당국자들은 인터넷 주식사기를 적발하기 위하여 노력을 경주하고 있으나, 미국에서조차도 과반수 이상의 주는 이러한 사기를 적발하기 위한 전담조사팀을 운영하지 않고 있다.

아직 인터넷 사기의 규제를 위한 표준안은 확정되지 않았으나 SEC는

다음과 같은 투자자에 대한 경고 및 교육자료를 배포하여 사전적 예방에 힘쓰고 있다. SEC는 이러한 노력의 일환으로 다음과 같은 일련의 교육홍보용 자료의 배포 및 당국자의 견해를 계속적으로 밝히고 있다. 그 몇 가지 예를 살펴보면 다음과 같다.

1) 인터넷 투자사기를 어떻게 피할 수 있는가?

1998년 10월 SEC의 사이버포스팀은 인터넷 사기의 피해를 미연에 방지하기 위해 투자자들에게 홍보하면서 투자자들이 다음과 같은 사항을 알아야 한다고 말했다.

인터넷 서비스는 투자자들이 쉽고 저렴한 가격으로 투자기회에 대한 정보를 제공받을 수 있도록 해주는 훌륭한 수단으로 이용되고 있다. 하지만 인터넷의 양면성에서 언급하였듯이 인터넷은 사기행위자를 위해서도 훌륭한 수단으로 이용될 수 있다.

1998년 10월 28일에 SEC는 인터넷 사기와 관련된 전쟁을 선포하고 전국적인 조사감찰을 실시한 결과 44명의 주식관련 사기행위자를 적발하였다고 발표하였다. 이러한 사기행위자들은 인터넷상에서 235개 이상의 회사 주식들을 극구 칭찬하면서 이에 대한 반대급부로 수백만달러의 현금과 주식을 제공받은 사실을 투자자에게 알리지 않았다.

그들은 그들의 독립적인 관계여부에 대해서만 거짓을 한 것이 아니고 그중 몇몇은 그들이 추천하는 회사 자체에 대해 거짓정보를 제공하였으며 동 회사의 주식가격이 정점에 달했을 때 그들의 보유주식을 매각함으로써 순식간에 아주 손쉬운 이익을 챙긴 사례를 보여주고 있다.

이러한 주의는 다양한 종류의 인터넷 사기를 어떻게 구별해내고, SEC가 인터넷 투자사기행위와 어떻게 싸우고 있으며, 현명한 투자를 위해 인터넷을 어떻게 사용해야하는지에 대해 말해주고 있다.

가) 사기가 존재하는 곳을 찾아.

인터넷은 개인이나 회사들이 수많은 군중과 대화할 수 있는 기회를 제공하는데, 그것도 많은 시간과 노력 그리고 돈을 소비하지 않고도 가능하게 한다. 인터넷 웹사이트를 개설하거나, 온라인 정보게시판에 메시지를 게재하거나, 또는 전자우편을 송부하는 방식들을 통해 어느 누구나 수만명의 사람에게 접근할 수 있다. 사기행위자가 자신들의 메시지가 실제이고 믿을만하게 보이도록 만드는 것은 어려운 일이 아니다. 그러나, 투자자가 실제와 거짓사이에서 그 차이를 구분하는 것은 거의 불가능하다.

(1) 온라인 투자 뉴스서한(Newsletter)

최근에 수백 개의 온라인 투자뉴스서한이 인터넷상에서 발간 배포되고 있다. 많은 서한들은 서한에 기사화된 회사나 “이달의 추천종목”으로 추천된 종목에 대해 무료의 정보를 제공하는데 이러한 정보는 객관적인 정보처럼 보이도록 제공되어진다. 합법적인 온라인 뉴스서한이 투자자들이 가치있는 정보를 수집하는 것을 도와주는 반면, 몇몇의 서한들은 사기행위의 수단으로 이용되어진다.

몇몇의 회사들은 자신들의 주식을 추천해 주거나 칭찬해 주는 대가로 뉴스서한 작성자에게 돈이나 주식을 공여하기도 한다. 비록 이러한 행위 자체가 불법은 아니지만, 연방증권법은 뉴스서한이 대가를 지불한 당사자, 금액, 그리고 지급형태 등을 공개하도록 강요하고 있다. 하지만, 많은 사기행위자는 이를 준수하고 있지 않다. 대신에, 그들은 받은 대가, 그들의 독립성, 소위 말하는 연구결과, 그리고 그들의 과거성과 등에 대해 거짓을 하고 있다. 그들은 뉴스서한이 독립적인 것으로 가장하여, 투자자들이 특정 주식을 사거나 팔도록 유도하고 이를 이용해 손쉬운 돈을 벌기도 한다.

몇몇의 뉴스서한은 그들이 글로 올린 주식들은 독립적으로 연구되어진 결과라고 거짓으로 주장하기도 한다. 다른 서한들은 거짓정보를 유포하기도 하고 무가치한 주식의 구매를 부추기기도 한다. 가끔은 가장 악질적인 방법도 이용되어지는데 이는 "scalp"라 불리우며, 근거 없는 추천을 하여 가격을 끌어올린 다음 높은 가격에서 그들이 가지고 있는 주식을 팔아 고수익을 올리는 것이다. 이러한 사기행위를 구별해 내기 위해서는 SEC의 "뉴스서한을 검증하기 위한 지침⁸⁾"을 참조하는 것이 도움이 될 것이다. 동 지침은 다음 장에서 서술하기로 한다.

(2) 정보게시판(Bulletin Board)

온라인 정보게시판은 급속히 퍼져가는 투자자들의 정보교환 토론장으로 발전하고 있다. 정보게시판은 다양한 투자기회에 대한 줄거리로 구성된 많은 메시지로 장식된다.

많은 메시지가 사실이지만 또 다른 많은 메시지는 가짜로 또는 사기로까지 밝혀진다. 사기행위자는 가끔 회사의 주식가격을 끌어올리고 곧 발표될 사안, 새로운 상품, 또는 아주 수익성 있는 계약체결에 대한 내부정보를 알려주는 것처럼 위장을 한다.

또한, 투자자들은 자신들이 누구와 정보를 교환하고 있는지를 모르며, 그들이 믿을만 한지도 모른다. 왜냐하면, 많은 게시판들은 수 개의 가명 뒤에 자신의 신분을 감추는 것을 허용하기 때문이다. 특정회사를 객관적이고 주의 깊게 연구했다는 정보제공자가 실제로는 동 회사의 내부자이거나 대가를 받고 회사를 선전해주는 사람인 경우가 허다하다. 이러한 익명성을 이용하여 단 한사람이 아주 소규모의 유동성이 적은 주식에 대해 일련의 메시지를 다른 가명을 사용하여 게재함으로써 정보가 널리 퍼져있는 것 같은 환영을 불러일으킬 수 있다.

8) "Tips for Checking Out Newsletters," SEC, Oct. 1998.

(3) 대량 쓰레기 전자메일 (E-mail Spams)

대량 쓰레기(spam 또는 junk) 전자메일은 아주 저렴한 비용으로 용이하게 만들어 낼 수가 있어서, 사기행위자들은 위장된 투자책략에 이용할 투자자를 찾거나 거짓정보를 유포하는데 쓰레기 전자메일을 많이 이용한다. 동 방법은 부도덕적인 행위를 하는 자가 많은 잠재적 투자자를 대상으로 삼을 때 사용하는 방법으로, "cold calling"⁹⁾이나 대량우편보다 훨씬 광범위하게 접근할 수 있는 기회를 제공한다. 대량 전자메일을 이용함으로써, 메일 송부자는 한 번에 수천 또는 수백만의 인터넷 사용자들에게 개인적인 메시지를 보낼 수 있다.

나) 투자목적으로 인터넷을 어떻게 현명하게 사용할 수 있는가?

만약에 누군가가 현명한 투자를 하기 원하고 사기로부터 벗어나고 싶으면, 그는 사실을 알아야 한다. 절대로 온라인 뉴스서한이나 정보게시판에서 읽은 것에만 의존해서는 안된다. 특히, 규모가 작고 유동성이 적은 잘 알려져 있지 않은 회사에 관련되어 있을 때는 더욱 세심한 주의가 요구된다. 증권감독당국에 정기적 보고를 하지 않는 그러한 소규모 회사에는, 투자자 스스로 각 회사를 조사하고 회사에 대한 설명의 진실성을 확인해보지 못할 것이면, 절대로 인터넷상의 정보에만 근거하여 자신 스스로의 판단에 의존해서 투자해서는 안된다.

예를 들면, 상기와 같은 회사에의 투자를 위해서는 다음과 같은 조치를 취해야 한다.

- 회사로부터 재무제표를 구하고, 이를 분석할 수 있어야 하고;
- 새로운 상품개발이나 고수익을 보장하는 계약의 진위여부를 확인

9) "cold calling"이란 집안이나 사무실로 걸려오는 판매목적의 전화를 말함

하고;

- 회사의 고객과 원자재 공급자들에게 연락하여 그 회사가 그들과 정말로 거래를 하고 있는지에 대해서 확인하고;
- 회사를 운영하는 사람을 확인해보고 그들이 투자자들에게 수익을 올려준 적이 있는지에 대해 확인해 보아야 한다.

그리고 여기에서 그쳐서는 안된다. 좀더 자세히 알아야 할 질문의 리스트는 다음장에서 설명하고 있다.

다) SEC의 EDGAR 데이터베이스에 접속하라.

연방증권법은 많은 공개기업이 SEC에 등록하도록 하고 있으며 외부 감사를 받은 재무제표를 포함한 연차보고서의 공시를 의무화하고 있다. 예를 들면 다음과 같은 기업들은 연차보고서를 SEC에 제출 공시하여야 한다.

- 500명 이상의 투자자와 1,000만 달러 이상의 순자산을 가진 기업
- Nasdaq이나 전미증권거래소에 유가증권을 상장한 모든 기업

누구든지 투자를 결정하기 전에 그 기업이 SEC에 등록되어 있는지를 확인하고 공시되어 있는 보고서를 읽을 것이 권고되어 진다.

하지만 모든 기업이 SEC의 EDGAR에 보고서를 등록할 필요는 없다. 예를 들면, 12개월 이내에 5백만 달러 이하의 금액을 조달한 기업은 "Regulation A"라고 알려진 규정에 의해 등록이 면제된다. 대신, 이러한 기업은 재무현황과 다른 정보를 지니고 있는 사업보고서를 문서로 SEC에 제출하기만 하면 된다. 또한 일백만 달러 이하 금액을 조달하는 소규모 기업은 SEC에 등록할 필요가 없다. 단지 그들은 회사명, 사업주의 주소 그리고 주식 판매자 정도의 정보만을 기입하는 약식통지서인 "양식

D"를 SEC에 제출하기만 하면 된다. EDGAR에서 Regulation A하의 사업보고서나 양식 D를 찾을 수 없으면 SEC에 직접 전화하여 복사본을 입수할 수 있다.

SEC에 등록하는 기업들에 투자하는 것과 그렇지 않은 기업들에 투자하는 것의 차이는 아주 맑은 날 태양아래에서 운전하는 것과 헤드라이트 없이 밤에 운전하는 것의 차이와 같다. 주의는 여기에서 멈추지 말고 주정부 감독당국과 NASD의 서류도 확인해 보는 것이 바람직하다.

2) SEC의 "뉴스서한을 검증하기 위한 투자자 행동 준칙"

SEC는 1998년 10월 급증하는 온라인 상의 뉴스서한에 의한 피해를 방지하기 위하여 온라인 뉴스서한을 이용할 때 투자자들이 행해야할 준칙을 다음과 같이 밝혔다.

뉴스서한이 특정주식을 홍보하고 추천하면서 그 대가를 받았는지에 대해 확인하고, 받았다면 누구로부터 얼마를 받았는지에 대해 알아 보라.

미국 헌법은 언론의 자유를 보장하고 있기 때문에 SEC는 특정 주식에 대해 칭찬과 추천하는 행위 자체를 금지할 수는 없다. 그러나, 그러한 칭찬행위에 대한 대가를 받았을 경우에는, 증권관련 법령은 뉴스서한을 운영하는 자가 대가를 지불한 자, 금액, 대가의 방법(현금, 주식, 또는 다른 가치있는 것) 등을 구체적으로 공시할 것을 요구하고 있다.

뉴스서한이 그들이 받은 대가에 대해서 언급하고 있는 것을 주의 깊게 읽어라.

대가에 대해서 구체적으로 언급을 하고 있지 않은 뉴스서한에 대해서는 일단 의심을 하여야 한다. 다음과 같은 문구를 담고 있는 뉴스서한은 대가에 대한 구체적인 언급을 하고있지 않음으로써 주의가 요해지는

사례들이다.

- 가끔, XYZ 뉴스서한은 우리가 게재하는 유가증권과 관련된 회사들로부터 대가를 받을 수도 있다.
- 가끔, XYZ 뉴스서한 또는 운영자, 이사, 또는 직원이 뉴스서한에 게재되는 유가증권을 소지하고 있을 수도 있다.
- XYZ 뉴스서한은 우리가 게재하는 유가증권과 관련된 회사들로부터 수수료를 받는다.

공시사항을 숨기거나, 또는 아주 작고 읽기 힘든 글씨로서 공시를 하는 이러한 뉴스서한은 특별한 주의를 요한다. 주식을 칭찬하는 대가로 합법적으로 대가를 지급 받아 온 뉴스서한들은 대가를 지급한 당사자, 금액, 그리고 지급방법 등에 대해 구체적으로 명시하고 있다. 웹사이트 상의 게재문이나 특정 회사에 대한 연구보고서 상에 있는 공시문구를 주의깊게 읽어야 한다.

투자 고려 회사나 투자기회를 독립적으로 조사하라.

잘 알려져 있지 않고 SEC에 등록하지 않은 비유동적인 소형주식에 투자할 것을 권장하는 사람은 일단 주의해야 한다. 이러한 회사에 대해 온라인 게시판, 뉴스서한, 대화방에서 당신이 읽은 정보는 당신 본인이 독립적인 연구를 수행하여 결과를 얻기 전까지는 일단 사실이 아닌 것으로 간주하라. 투자기회에 대해서 평가하기 전에 SEC의 "Ten Questions To Ask About Any Investment Opportunities"를 읽고, 또한 동 질문을 포함하고 있는 SEC의 "Ask Questions¹⁰⁾"를 다운로드 받아 숙지하라.

10) 동 문건은 투자자들이 현명한 투자를 하기 위해서 알아야 할, SEC가 권유한 사항을 열거하고 있다. 알아야 할 사항은 제품 또는 뮤추얼펀드에 관한 질문, 투자기회를 제공하는 자에 대한 질문, 투자자 자신의 투자과정에 관한 질문, 그리고 문제발생시 이의 처리 방법에 대해 소개하고 있다.

투자전액을 잃을 각오가 되지 않았으면, 비유동적인 소형주식에 투자하지 말라.

비유동적인 소형 주식들은 보통 투자자들이 투자할 수 있는 투자 기회들 중에서 가장 위험한 투자대상이다. SEC와 여타의 주정부 증권감독 당국은 투자자들이 가장 먼저 들러야할 곳이며, 또한 도서관에 들러서 다른 정보원천을 찾는 것이 필요할 지도 모른다. 뿐만 아니라, 상업적인 목적으로 회사의 재무상황에 대한 정보를 계속적으로 제공해주는 서비스도 존재한다.

동 뉴스서한이 문제를 노출시킨 적이 있었는지를 SEC나 여타 감독당국을 통해 확인하라.

SEC가 뉴스서한이나 주식권유자를 고발할 때에는 SEC는 “제재통첩 (litigation release)”을 발부한다. 이를 확인하기 위해서는 SEC 홈페이지에 접속하여 “조사제재국(Enforcement Division)”에 들어와 확인을 하라.

또한 여타의 감독당국기관이나 NASD에 접속하면 브로커/딜러와 관련한 제재관련자료를 취득할 수 있을 것이다.

다. NASD의 움직임

NASD Regulation, Inc. (NASD R)은 “Internet Guide for Registered Representatives”란 웹페이지(www.nasdr.com/4040.htm)를 만들었는데, 그 목적은 등록대리인(registered representative¹¹⁾)이 인터넷을 사용함에 있어 통제(compliance)요건과 의무를 인지하도록 하는데 있다. 이러한 NASD의 견해가 인지되도록 함으로써, NASD는 인터넷이 사용되어지는 방법과 오용을 방지하는 방법에 주의를 기울이도록 하는 역할을 하고자 한다.

11) 고객에게 금융투자에 대한 조언을 할 수 있는 인가를 받은 개인을 지칭한다.

동 웹페이지는 e-mail, 그룹 e-mail, 대화방, 전자게시판, 그리고 홈페이지 등의 사용에 관련된 구체적인 사항뿐만 아니라 모든 형태의 인터넷 커뮤니케이션에 적용될 수 있는 일반통제요건 등에 대해서도 서술하고 있다. 제공된 모든 정보는 기존의 규정, 해석 또는 통보에 근거하고 있다.

인터넷을 통한 커뮤니케이션에 있어서 등록대리인의 통제요건 준수 의무는 그들이 고객과 직접 만나서 대화할 때 또는 일반대중과 서면으로 커뮤니케이션을 할 때의 의무와 동일하다. 뿐만 아니라, 등록대리인은 회사내부의 통제정책도 인지하여야 하는데, 동 정책은 인터넷의 사용을 제한, 금지, 또는 한정시키고 있을 수도 있다. 동 웹페이지상의 정보는 등록대리인의 회사가 허용하는 구체적인 요건 그 이상의 사용을 허락하는 것은 아니다.

1) 일반 통제 요건

e-mail, 그룹 e-mail, 대화방, 전자게시판, 그리고 웹사이트에 의한 전자적 커뮤니케이션을 위한 등록대리인의 인터넷 사용은 대화, 공중포럼, 광고, 또는 판매인쇄물 중 하나로 고려될 수 있다. 이러한 형태의 커뮤니케이션은 NASD의 행위준칙(Conduct Rule)에 규정되어 있다.

- 개별적 e-mail은 대화로 간주된다.
- 그룹 e-mail은 판매인쇄물로 간주된다.
- 전자게시판 게시는 광고로 간주될 수 있다.
- 대화방은 공중포럼으로 간주될 수 있다.
- 웹사이트는 광고로 간주될 수 있다.

일반 대중과의 모든 커뮤니케이션은 NASD의 행위준칙의 통제요건을 준수해야한다. 준칙에 따르면 커뮤니케이션은 정확해야하고 오도할

수 있는 행위를 피해야 한다. 모든 전자적 커뮤니케이션에 적용되는 행위준칙 중 주요사항을 아래에 서술한다.

일반대중과의 커뮤니케이션은 :

- 공정한 딜링원칙을 준수해야하고, 위협에 대한 공시를 포함한 중요한 정보를 누락해서는 안된다.
- 과장이나, 근거 없는 주장, 오도하는 내용 등은 회피해야 한다.
- 투자자가 투자결정을 하는데 도움이 되는 건실한 정보를 제공해야 한다.
- 투자결과의 예측을 말하지 않는다.

적절성: 등록대리인은 추천을 함에 있어 다른 요소들 중에서 특히 고객의 포트폴리오와 재무상태에 근거해서 볼 때 추천이 적절하다고 믿을만한 적절한 근거를 갖추어야 한다.

이해상충: 등록대리인은 이해상충으로 보이는 행위조차도 피해야 한다. 실질적인 이해상충문제에는 개입하지 않아야 한다. 예를 들면, 등록대리인이 비유동적인 주식을 매입한 다음 고객들에게 매수추천을 내는 경우 NASD는 이러한 행동에 대해 그 동기를 추궁하게 된다.

최근정보의 사용: 등록대리인은 인터넷을 통해 커뮤니케이션을 함에 있어 최근정보를 사용해야하는 중요성을 인식하고 과거 지나간 정보가 온라인 상에 계속 남아있지 않도록 해야한다. 지나간 정보는 부정확하고 투자자를 오도할 수 있는 위험을 많이 내포하고 있다.

감독: NASD 행위준칙 3010은 회원사들이 각 등록대리인들을 감시할 것을 요구하고 있다. 이러한 회원사들의 등록대리인에 대한 감독의무는 회사의 영업과 관련이 있을 경우 그들의 e-mail, 그룹 e-mail, 대화방, 전자게시판, 그리고 웹사이트 사용 모두에 적용된다.

주정부 등록요건 적용: 인터넷은 50개의 주와, DC 그리고 푸에르토리코에서 모두 볼 수 있다. 각 주는 각자의 등록요건을 갖추고 있다. e-mail, 그룹 e-mail, 대화방, 전자게시판, 그리고 웹사이트 사용은 영업상의 권유일 수 있다. 일반적으로, 영업의 권유는 각 주의 등록/허가를 요할 수 있다. 법적영업 허용범위는 등록/허가요건의 적용과 일치하지 않는다. 그러므로, 등록대리인은 주의를 기울여야하고, 등록/허가와 관련하여 그가 속해있는 회사의 지도를 받아야 한다.

2) e-mail의 사용

일반대중과의 e-mail의 사용은 사무실에서 행해지든 집에서 행해지든 장소에 상관없이 NASD의 관할범위내의 행위이다. 등록대리인들은 고객과의 대화를 집에서 행할 경우 그들 회사나 감독기관의 관할 범위밖에 있는 것으로 오인하는 경우가 종종 있다. 개인 고객과의 e-mail 이용은 대화로 인정되어 NASD의 행위준칙의 적용범위내에 위치한다.

회원은 등록대리인에 의해 보내지는 e-mail을 사용장소에 상관없이 검토하고 감독할 것이 요구된다.¹²⁾

3) 그룹 e-mail

일반대중과의 그룹 e-mail의 사용은 사무실에서 행해지든 집에서 행해지든 장소에 상관없이 NASD의 관할범위내의 행위이다. 그룹 e-mail은 다수의 개인들에게 보내진 동일한 내용의 전자메세지이다. 그룹 e-mail의 사용은 NASD 행위준칙 2210하에 있는 판매인쇄물로 간주되고

12) NASD Conduct Rule 3010, Notice To Members 98-11, NASD Conduct Rule 3110 참조.

등록브로커/딜러회사의 서면동의를 사전에 득해야 한다. 내용에 따라, 판매인쇄물은 NASD Regulation의 투자자문/투자회사 감독국에 등록을 해야 될 수도 있다. 어떠한 경우든, 등록대리인은 그들의 회사 정책내에서 행동해야 하며, 통제요건에 따른 문제와 책임으로부터 벗어나기 위한 절차를 따라야 한다.

회사의 영업과 관련한 모든 그룹 e-mail의 메시지의 기록은 보관되어야 한다. NASD 행위준칙 2210(B)는 판매인쇄물은 서면이던지 전자적이던지 간에 회사의 기록으로 보관되어야 한다고 규정하고 있다. 그러므로 그룹 e-mail은 동조항의 적용하에 있다. 등록대리인이 동 조항을 준수하기 위하여 그들 회사의 정책과 절차가 무엇인가를 아는 것은 등록대리인 자신들의 의무이다.

4) 전자 대화방(Chat Rooms)

대화방은 라디오나 TV 출연과 동일한 가이드라인의 적용을 받는다. 대화방 토론은 공중포럼으로 간주된다. 등록대리인은 대화방에 참여하기 위해서는 그들이 대중앞에서 직접 발표를 할 때 지켜야할 요건들을 동일하게 지켜야 한다. 대화방 참여를 감독당국에 신고할 필요는 없으나 등록대리인은 증권서비스에 대하여 대화방에서 이야기할 때 NASD의 행위준칙 및 연방증권법을 준수할 의무가 있다. 또한 회원사들은 등록대리인이 대화방 참가를 통한 투자관련행위를 감독할 책임을 지고 있다. 대화방 참여도 그 참여가 집에서 일어나든 회사에서 일어나든 장소에 상관없이 상기규정의 적용 하에 있다.

등록대리인이 본인의 신분을 밝히지 않고 대화방에 참여하는 것은 NASD의 규정을 위반하는 것은 아니다. 하지만, 등록대리인이란 사실은 다른 일반 참가자들보다 그들의 행위가 더 높은 수준의 준칙을 준수해

야함을 의미한다. 매우 빠르게 진행되는 대화방의 커뮤니케이션 특성 때문에, 주의깊게 서술되지 않은 표현은 적절한 의견과 과장 또는 근거 없는 주장의 경계선을 넘어서는 위험을 내포하게 된다. 이러한 경우에 대한 우려는 특정주식에 대해 언급하는 경우 발생하기 쉽다. 감독의 어려움과 대화방 참여로부터의 잠재적 책임 때문에, 많은 회사들은 등록대리인들의 대화방 참여를 제한하든지 또는 아예 금지시키고 있다.

5) 전자게시판(Bulletin Boards)

전자게시판 게시는 NASD 행위준칙 2210 : 일반대중과의 커뮤니케이션, 3110: 감독, 3110: 서적과 기록의 적용을 받게 된다.

회원사들은 등록대리인들이 전자게시판의 이용을 포함한 투자관련 행위에 대해 감독을 해야할 책임이 있다. 등록대리인들은 NASD 규정보다 더욱 엄격하더라도 소속회사의 감독 및 검사 정책을 인지해야 하며 이를 준수해야 한다. 전자게시판에의 참여도 그 참여가 집에서 일어나든 회사에서 일어나든 장소에 상관없이 상기규정의 적용 하에 있다. 회사의 감독과 검사절차와 증권관련 법규를 준수하지 않은 등록대리인은 회사나 감독당국으로부터 제재조치를 받게된다. 감독의 어려움과 전자게시판 참여로부터의 잠재적 책임 때문에, 많은 회사들은 등록대리인들의 전자게시판 참여를 제한하든지 또는 아예 금지시키고 있다.

모든 감독, 기록유지, 그리고 행위준칙이 그들의 신분을 밝히든 안 밝히든 간에 등록대리인의 전자게시판 활동에 적용된다. 동 활동을 감독당국에 신고할 필요는 없다(NASD Conduct Rule 2210(c)). 하지만 규정 2210(d)하의 일반기준은 전자게시판 게시행위에 적용된다. 뿐만 아니라, 등록대리인은 증권과 서비스에 대해 언급함에 있어 NASD의 행위준칙과 연방증권법에 대한 준수의무가 있다.

6) 인터넷 홈페이지(Web Sites)

웹사이트는 광고로 간주되며 NASD 행위준칙 2210의 모든 요건의 적용대상이다. 광고자료를 준비하는데 있어 인터넷을 위한 별도의 규정이나 가이드라인은 없다. 웹사이트는 다른 여타 형식의 광고에 적용되는 기준의 적용을 받는다.

등록대리인에 의한 웹사이트 이용의 예:

- ① 개인 웹사이트(증권/투자와 관련이 없는)는 등록대리인으로서 개인을 설명하는 약력소개나 신상소개를 게재할 수 있다. 하지만 증권이나 투자행위가 동 웹사이트의 주요사항이 되어서는 안된다. 이러한 사이트는 광고로 간주되지 않는다.
- ② 등록대리인 소속회사의 웹사이트상의 개인 신상소개는 광고로 간주된다. 이러한 경우, 회사는 그런 페이지를 갖추는데 등록관리책임자(registered principal)의 승인을 얻어야 한다. 이러한 페이지들은 개인적으로 디자인 될 수도 있으며 회사가 승인한 템플릿을 이용할 수도 있다.
- ③ 영업을 권유하기 위한 웹사이트는 실제로 광고이다. 왜냐하면, 이들은 불특정 다수를 향해 전달되기 때문이다. 이는 대중을 위해 사용되기 전에 사내의 내부승인을 위해 등록관리책임자의 검사를 거쳐야 한다. 이러한 의무는 인터넷상이나 또는 CompuServe나 American Online과 같은 상업용 온라인 시스템상의 모든 페이지에 적용된다.

2. 인터넷 거래: 투자자를 위한 조언

인터넷을 통한 온라인 증권중개업무는 3~4년 전부터 찰스슈왑이나 E*Trade를 필두로 엄청나게 빠르게 발전하여 1995년까지만 해도 전무했던 온라인 거래가 최근에는 개인투자자거래의 37%를 점유하고 있다. 그리고 온라인 위탁계좌수는 1999년 초 현재 450만에서 2002년까지는 3배가 증가하여 1,400만에 이를 전망이다. 하지만 이처럼 하이테크화되어가는 증권거래에는 투자자가 자신들을 보호하기 위해서 알고 지켜야 할 기본 수칙들이 있다. 증권감독당국들은 이와 관련하여 정보의 보안성, 최선의 매매체결, 시스템 용량, 그리고 투자자들의 오해 등에 대해 바른 지침을 제공하기 위하여 노력하고 있으며 동시에 투자자교육에도 힘쓰고 있다.

가. 온라인 투자요령 : 급변하는 시장에서 투자유의사항¹³⁾

기업공개주식과 인터넷 관련주식의 가격은 급격히 상승했다가 하락할 수 있다. 이와 같은 주식을 많은 투자자들이 동시에 매매하고자 주문을 낸 경우 가격이 급속히 변화하게 되며, 또한 매매체결이 지연될 수 있다. 이로 인해 주문실행이 늦어져 실제매매가 이루어지는 시장가격과의 괴리가 발생할 수 있다. 이러한 시장상황하에서 투자자들은 기대하지 못한 손실을 당할 수 있다.

인터넷을 통해 자신의 계좌에 즉시 접근하고 거의 동시에 주문을 하는 투자자들은 이 같은 시장상황 속에서 어떻게 스스로 자신을 보호해야 할 것인지를 알아야 한다.

13) "Tips for Online Investing: What you need to know about trading in fast-moving markets," SEC, www.sec.gov/consumer/onlitips.htm.

손실을 최소화하기 위해서는 자신이 사려고 하는 주식의 성격과 가치 그리고 투자의 위험에 대해 알아야 한다. 또한 급변하는 시장에서 매매 체결이 어떻게 이루어지는지 그리고 이런 시장에서 발생하는 여러 가지 문제를 해결하기 위해서는 어떠한 조치를 취해야 하는지를 알아야 한다.

① 온라인매매주문은 빠르고 쉽지만 투자결정은 신중히 할 것.

한번의 마우스의 클릭으로 거래당 5달러이하의 중개서비스를 제공하는 100사 이상의 온라인브로커를 통해 주식을 사거나 팔 수 있다. 온라인 트레이딩이 투자자에게 시간과 돈을 절감시켜 주었지만 그렇다고 투자자의사결정을 소홀히 할 수는 없다. 순식간에 매매주문을 낼 수도 있다. 하지만 현명한 투자자의사결정은 시간이 필요하다. 거래하기 전에 사려고 하는 주식의 성격과 가치 그리고 투자의 위험에 대해 알고 있어야 한다.

② 급변하는 시장상황에서는 지정가주문을 낼 것.

원하는 가격보다 높거나 낮게 주식을 사거나 파는 것을 피하기 위해 시장가주문보다는 지정가주문을 내야 한다. 지정가주문은 특정한 가격으로 사거나 팔고자할 때 내는 매매주문이다. 매수지정가 주문은 오직 그 가격과 일치하거나 그 가격 이하에서만 실행되고 매도지정가 주문은 그 가격과 일치하거나 더 높은 가격에서만 실행된다. 시장가주문을 냈을 때는 자신이 낸 주문에 대해서 자신이 통제할 수 없다. 예를 들면 최초 9달러였던 인기 있는 공모주식을 사고자할 때 그 주식에 대해 20달러 이상을 지불하고자 하지 않는다면 지정가주문을 20달러로 낼 수 있다. 지정가주문을 냈을 때는 자기가 매수하고자 하는 가격이상으로 주식이 매수되는 위험은 발생하지 않는다.

지정가주문은 때로는 시장가격이 매매하고자 지정한 가격의 범위밖에 있을 수 있기 때문에 지정가주문이 실행될 수 없다는 것을 알아야 한다. 그러나 지정가주문을 사용함으로써 주식을 지나치게 높은 가격으로

로 사는 것을 방지할 수 있다.

③ 온라인 장에서 다른 대체 매매주문수단에 대해 알아둘 것.

대부분의 온라인 트레이딩 회사는 대체 매매주문수단을 제공하고 있다. 이런 대체수단으로서 버튼식 전화나 팩스 주문 또는 전화를 통해 브로커에게 주문을 구두로 전달하는 것 등이 있다. 이런 다른 수단들을 사용하는 것이 비용이 증가될 수 있지만 이러한 것들을 이용하는 방법에 대해 반드시 알아두어야 한다. 그리고 온라인거래에서 매매주문이 지연될 가능성이 있듯이 다른 대체수단을 사용할 때도 유사한 지연을 경험하게 될지도 모른다는 것을 염두에 두어야 한다.

④ 온라인 주문시 그 주문이 전달되지 않았다고 가정하지 말 것.

어떤 투자자들은 그들의 주문이 실행되지 않았다고 가정하여 똑같은 주문을 또 다시 낸다. 그래서 자신이 사고자 했던 주식을 이중으로 사거나 자신이 소유하고 있지 않은 주식을 파는 결과를 초래하기도 한다. 원래의 주문이 체결되었는지에 대하여 불확실한 상황에서 어떻게 대처해야 하는지 증권회사에 문의하여야 한다.

⑤ 주문을 취소했을 경우 취소되었는지 확인할 것.

온라인으로 매매주문을 취소할 때, 반드시 원래거래가 체결되지 않았는지에 대해 확인해 보아야 한다. 취소요청접수통보를 온라인으로 확인받았다 할지라도 그것이 거래가 취소되었다는 것을 의미하는 것은 아니다. 취소주문은 원래주문이 실행되지 않았을 때에만 가능하다. 취소주문이 실제로 이행되었는지를 확인하는 방법을 증권회사에 문의하여 알아두어야 한다.

⑥ 신용거래를 할 때 브로커가 마진콜 없이 주식을 매도할 수 있다는 것을 알아 둘 것.

자신의 계좌에 있는 자산이 회사의 유지증거금 요구수준이하로 떨어

질 때 브로커는 동의없이 주식을 팔 수 있는 법적인 권리를 소유한다. 어떤 투자자들은 마진콜이 의무가 아니라 증권사의 고객에 대한 배려라는 것을 들었을 때 굉장히 당황해 한다. 브로커는 그들의 고객에게 마진콜을 반드시 해야 할 의무는 없다.

⑦ 특정한 시간내에 거래를 체결하도록 하는 법적 규정은 없음.

일정 시간내에 거래를 체결하도록 정한 SEC의 규정은 없다. 그러나 회사가 주문체결의 속도에 대해 광고할 때에 반드시 투자자들에게 지연이 발생할 수 있다는 사실에 대해 알려야 하고 체결속도에 대해 과장해서 안된다.

투자자 애로사항 처리 방법

증권투자자들은 불편사항이나 애로사항이 발생할 경우 즉시 이를 해소할 수 있도록 해야 한다. 문제 발생시 이를 해결하는 방법은 다음과 같다.

① 거래 증권사에 문제점에 대하여 이의를 제기하고 설명을 요구하고 이에 대한 답변을 기록해 둘 것.

② 답변이 충분치 못하고 또 불공정한 대우를 받았다고 판단이 되면 지점장과의 면담을 요청할 것. 온라인 증권회사의 경우에는 다음 3번째 단계를 밟을 것.

③ 지점장과의 면담에서도 만족스럽지 못하면 그 증권회사의 본사에 있는 내부통제부(Compliance Department)로 편지를 써서 애로사항에 대하여 자세히 전달하고 원하는 해결방안을 제시하라.

④ 그래도 만족한 결과를 얻지 못하면 애로사항을 그 동안 받아두었던 거래 증권회사의 답변내용을 첨부하여 NASD나 주 증권감독당국 또는 SEC의 투자자 교육지원국에 편지를 보낼 것.

나. 온라인 거래 위험에 대한 미국 SEC 입장 표명¹⁴⁾

SEC 의장인 Arthur Levitt은 1999년 5월 4일 온라인 거래의 위험과 수익에 대해 발언하였다. 그 내용은 크게 3가지로 집약되는데, 첫째 투자자에게는 투자에 대한 책임을 촉구하였고, 온라인 증권회사에게는 투자자보호에 대한 요구를 하였으며, 마지막으로 인터넷 수요의 증가에 따른 SEC의 여러 가지 책임을 강조하였다.

그는 SEC가 특별히 온라인 투자에 한정된 새롭고 혁신적인 제도를 발표할 필요성에 대해서는 확신하지 않고 있다고 언급하였다. 그러나 인터넷 요청을 충족하기 위한 새로운 접근을 할 시기가 올 가능성을 배제하지는 않았다면서 SEC의 역할을 강조하였다.

투자자 책임

개인들의 투자자책임을 다음과 같이 강조하였다. 온라인 투자자들이 얼마나 신속하게 투자 또는 거래를 하든 시간에 투자 결정시 신중하여야 할 책임 있다고 했다.

Levitt은 투자자가 알아야 하는 4가지의 일반적인 잘못된 인식을 다음과 같이 인용하였다.

첫째, 개인컴퓨터는 시장에 직접적으로 연결되지 않음 : 개인투자자들은 자신의 인터넷이 증권시장에 직접 연결되는 것으로 생각하나 실제로는 그렇지 않음

둘째, 지정가주문의 장점 : 투자자가 컴퓨터로 접속하게 되면 주식의 가격은 실제로 변경되었을 가능성이 있음. 투자자들이 가격의 급변으로부터 자신을 보호하는 방법은 시장가주문보다는 지정가주문을 이용하는 것임.

14) www.sec.gov/news/press/99-43.txt

셋째, 주문의 취소 : 일반투자자가 컴퓨터상에서 자신이 취소라고 입력하였을 시 주문이 취소된다고 생각하나 실제로는 시장이 취소를 접수하였을 시점에 취소됨.

넷째, 신용매수 : 투자자가 주식매수를 위해 자금을 빌리기를 원한다면 브로커로부터 자금대출 조건을 확인하여야 함. 만약 주가가 떨어진다 면 자금을 추가적으로 납부하여야 함.

증권회사의 책임

개인투자자의 책임은 물론 증권회사의 책임도 또한 강조하였다.

인터넷이 투자의 중요한 부분이 됨에 따라 증권회사가 장기적으로 이러한 매개의 신뢰성을 보호할 것을 요청하면서 특히 다음의 4가지의 분야를 강조하였다.

첫째, 미래 대비 : 증권회사는 효과적인 고객 서비스를 제공하는 능력에 있어 자신의 성장과 보조를 맞추어야 할 것임.

둘째, 최우선집행규칙(Best Execution Rule)의 준수 : 모든 증권회사는 고객의 주문에 대해 최우선 집행의무가 있음.

셋째, 솔직한 언급 및 공시의 확대 : 증권회사는 고객과 진실하게 의사소통을 해야 함.

넷째, 현실적 기대하의 책임 있는 광고 : 일부 온라인증권회사의 광고는 복권추첨과 같은 상업성을 닮아 온라인 트레이딩이 부자를 만든다고 투자자들에게 말해 비현실적인 기대를 하게 만듦.

Levitt은 NASD에게 광고의 공정성을 향상시키기 위해 광고에 관한 회의를 개최할 것을 요청하였다. 그는 이러한 노력에 모든 증권회사가 동참할 것을 촉구하였다.

SEC의 책임

기술발전이 시장을 개혁하고 투자자를 시장으로 유인함에 따라 투자자 보호 및 시장 신뢰성을 유지해야 하는 SEC의 임무가 절대적으로 요청되는 시점임을 강조하였다. SEC는 98년중 인터넷 사기 조사목적으로 총 125명의 변호사, 회계사, 그리고 애널리스트로 구성된 Cyber Force를 설립하였다.

1999년중 적발건수가 100% 가량 증가할 것으로 보이며 SEC는 인터넷 사기 등 불법행위를 근절하기 위해 1,100만달러를 투자할 계획이다. 그는 투자자보호를 위해 SEC가 취하고 있는 다음과 같은 조치를 언급하였다.

첫째, 인터넷 사기건수 적발의 증가 : 발행자와 판매촉진을 위한 회사(promoter)는 기업에 대한 거짓 주장 및 허위기업의 주식 매각 등에 대해 벌칙이 부과될 것이다. 또한 SEC는 FBI와 'Operation InvestNet' 라는 프로젝트 (인터넷상에서 일어나는 사기 증권행위에 대한 국가적 대응)를 공동으로 진행하고 있다.

둘째, 온라인 및 일중매매(Day Trading) 증권회사에 대한 조사 : SEC의 내부통제 및 심리부 (Office of Compliance Inspections and Examinations)는 온라인 트레이딩을 제공하는 회사에 대해 조사를 계속하고 있다. SEC는 대형 온라인 증권회사에게 공시수준을 향상시킬 것을 요청하는 공문을 송부하였다. 또한 SEC와 자율규제기관은 일중매매를 전문으로 하는 모든 증권회사를 조사하고 있다.

셋째, 기술자문위원회 (Advisory Committee on Technology)의 구성 : 동 위원회의 임무는 투자자 보호 및 시장 신뢰성을 보호하기 위해 재원을 최대한으로 활용하기 위한 것뿐만 아니라 온라인 트레이딩과 관련된 종목을 조사하는 것이다.

넷째, 새로운 투자자 교육용 웹사이트의 발표 : 온라인 투자, 인터넷

상 또는 그 외에서 사기를 적발방법, 저축과 투자에 관한 상세한 정보를 포함하고 있다.

다섯째, SEC 웹페이지에 연결하는 대화방 : SEC는 대화방을 제공하는 인터넷업자에게 투자자들이 온라인 트레이딩에 대해 잘 알 수 있고 필요시 불만을 제출할 수 있도록 SEC의 웹사이트에 연결할 것을 요청하고 있다.

다. NASAA의 우려¹⁵⁾

NASAA 회장 Peter C. Hildreth는 1999년 3월 23일 의회 조사관련 소위원회에서 온라인 트레이딩과 관련하여 증언을 하면서 다음과 같은 우려를 표명했다.

인터넷의 광범위한 사용에 따라, 인터넷을 통한 투자와 거래는 폭발적으로 증가하고 있다. 그리고 이러한 증가추세는 앞으로도 계속될 전망이다. 정보획득 가능성의 확대는 증권전문가와 일반투자자들 사이에 증권투자 여건의 형평성을 증대시키고 있다.

하지만 온라인 투자가 모든 것을 이롭게 하는 만병통치약은 아니다. 수많은 개인투자자들은 그들이 인터넷에서 접할 수 있는 많은 정보로부터 자신들의 힘이 강화되었다고 생각하고 있는데 이는 오해이다. 더 많은 사람들이 자신들이 투자를 결정하는 방향으로 움직이고 있다. 다우지수가 10,000포인트를 넘으면서, 많은 사람들이 돈을 쉽게 버는 길이 증권투자에 있다고 믿고 있다. 이 모든 사람들이 시장조정시점에서 어떻게 반응을 할 지에 대해 생각해 보라. 많은 사람들은 증권전문가의 조언에

15) "Testimony Before the Permanent Subcommittee on Investigations of the Governmental Affairs Committee U.S. Senate," NASAA President, March 23, 1999.

의존하는 것이 현명할 것이다.

주정부 증권감독당국은 일반적으로 온라인 투자자들로부터의 불만이 만연되어 있는 사실을 보고 받고 있지 않다. 이는 현재 주식시장이 계속적으로 상승하는 좋은 상황하에 있기 때문이기도 하다. 그렇다 하더라도, NASAA는 온라인 중개업자 산업은 몇가지 문제를 제기할 필요성이 있다. 최근에 NASAA 이사회는 온라인 중개업자에 관한 문제를 알아보기 위해 다수의 주에 걸친 프로젝트팀을 만드는 것을 허가했다.

프로젝트팀과 개개의 주정부는 온라인 투자와 관련하여 다음과 같은 사안에 대해 언급할 것으로 기대된다.

용량 : 온라인 중개업자는 지속적인 성장을 수용할 수 있는 기반을 정비하고 있는가? 이러한 새로운 형태의 상거래가 기존의 규제체계에 변화를 위한 압력을 가하고 있는가?

광고 : 낮은 수수료 구조 때문에 인터넷 중개업의 성공열쇠는 시장점유율이 될 것으로 보인다. 시장점유율을 확보하기 위해서는 공격적인 광고를 해야한다. 거래수단의 이용가능성 등에 대한 광고를 함에 있어 잘못된 인식을 심어줄 수 있도록 광고가 행해지고 있지 않은가? 수요의 증가에 발맞추어 서비스용량을 증설하여 고객에 대한 신의성 있는 서비스제공에 힘쓰고 있는가?

시스템 정지 : 인터넷이나 중개업자의 웹사이트가 이용 불가능한 경우의 대책은 무엇인가? 이러한 경우 중개업자는 고객에게 어떠한 의무를 져야 하는가? 시스템 정지가 기술적인 고장일 경우와 시장의 상황에 따른 주문량의 폭증일 경우에 어떠한 차이가 있는가?

적절성 : 온라인 중개업자는 그들 고객에 대해 적절성에 대한 의무가 있는가? 일반적으로, 적절성은 권유되어지지 않은 거래에는 적용되지 않는 문제이다. 하지만, 온라인 중개업자들은 엄청나게 많은 양의 연구결

과를 그들의 웹사이트에 게재하고 있다. 어떤 경우에 이런 종류의 정보가 추천으로 간주되어지는가?

우발사태에 대한 대비 : 시스템 정지나 시장상황에 따른 사태의 경우, 온라인 중개업자들은 여기에 대처할 수 있는 준비가 되어 있는가? 시스템이 완전히 작동하지 않는 경우에 대비한 대책을 가지고 있는가? 중개업자가 전화 등을 통해 연결이 가능한가? 이러한 전화를 통한 접촉이 주문의 제출을 가능하게 해 줄 수 있는가?

각 증권감독 당국은 투자자보호와 증권산업의 완전성을 유지하기 위하여 많은 노력을 하고 있으며 온라인거래뿐만 아니라 인터넷사기 및 일중거래자들 문제에 대한 해결을 위해서도 많은 노력을 경주하고 있다.

라. 온라인 증권거래의 보안문제

온라인 증권거래는 그 편의성에 대응하여 시스템상의 고객정보 보안 문제가 중요하다. 즉 해커들의 침입에 의해 시스템 마비 및 투자자들 피해가 초래될 수 있다. 이러한 우려가 현실적으로 쉽게 나타날 수 있는 점을 아래 기사는 잘 지적하고 있다. 1999년 7월 7일 전자신문은 이러한 우려에 대해 다음과 같은 기사를 실었다.

최근 폭발적인 인기를 누리고 있는 인터넷 증권거래서비스에 심각한 보안상의 문제점이 지적되고 있다. 이에 따라 사이버 증권거래서비스를 제공중인 증권사들이 시급히 정보보호 대책을 마련하지 않을 경우 투자자들에게 막대한 인적·물적 피해를 초래할 수 있다는 우려가 커지고 있다. 현재 대다수 증권사들의 인터넷 증권시스템으로는 전문적인 해커가 아니더라도 인터넷상에 공개된 해킹프로그램이나 시스템 관리상의 허점을 활용, 금전상의 피해나 사회적 혼란을 야기할 수 있다.

□ 사고유형

개인 사용자들이 인터넷 증권거래시스템에 접속하는 지점에서 가장 큰 보안 취약성이 존재한다는 게 전문가들의 진단이다. 대표적인 사례는 최근 인터넷 증권거래가 가능한 PC방 등에서 타인의 PC에 해킹을 시도하는 경우, 악의적인 사용자가 해킹용 프로그램을 특정 PC에 깔아놓은 다음 타인이 그 PC로 인터넷 증권거래를 시도하면 이후에 자신이 타인의 패스워드를 검색해 보는 식이다. 해킹기법 중 일종의 『스누핑』인 셈이다. 이는 하나의 PC를 여러 사람이 번갈아 사용하기 때문에 발생할 수 있는 유형이다. 스누핑이 오프라인 상태에서 해킹하는 사례라면 네트워크상에서 특정인의 PC에 접근을 시도하는 경우도 있다. 대표적인 것이 『백오리피스』 등 PC 해킹용 프로그램을 활용하는 경우다. 백오리피스는 네트워크를 통해 온라인 해킹을 가능케 하는 공개 프로그램이다. 특히 램 상주 프로그램이지만 일반 PC사용자들은 평상시 감지할 수도 없는 『백도어』 프로그램이어서 그 피해정도는 예측 불가능하다는 지적이다.

사용자 접점에 대한 해킹 시도가 주로 금전상의 불법 이익취득에 목적이 있다면 네트워크를 통해 증권사 시스템을 공격하는 유형은 증권거래서비스 자체를 위협하는 요인이 된다. 악의적인 해커가 인터넷을 통해 증권사의 웹서버에 『서비스 거부공격』 등을 시도하면 인터넷 트레이딩시스템은 사실상 마비상태가 돼버릴 수도 있다. 바로 이때 시스템이 다운되는 사태가 발생하면 수많은 투자자들의 손해배상 문제를 둘러싸고 법률소송이 쏟아질 것은 불을 보듯 뻔한 일이다.

문제는 증권거래시스템의 보안취약성을 겨냥한 이같은 해킹 방법이 결코 특정 전문가들만의 전유물이 아니라 마음만 먹으면 누구나 할 수 있다는데 심각성을 더하고 있다.

□ 보안실태

이같은 위험성이 존재함에도 불구하고 현재 대다수 증권사들의 보안대책은 크게 미흡한 실태다. 아직 국내에는 보안사고가 발생한 적도 없으며 폭증하는 이용자들을 수용하기 위해서는 용량증설이 우선이라는 게 증권사들의 지배적인 생각이기 때문이다.

따라서 대부분은 침입차단시스템(일명 방화벽)과 128비트 대칭키암호 제품에
 에만 의존하고 있으며 증권전산에 연계하고 잇는 9개 증권사 시스템만이 인증
 서비스를 추가 제공하는 정도다. 위에서 언급한 사고유형에는 속수무책일 수
 밖에 없는 것도 당연한 귀결이다.

모 대형 증권사 관계자는 『그동안 공개된 적은 없지만 시스템 다운신고가
 두 차례 발생한 적이 있다』면서 『사실 실무자들은 해킹 등 보안사고가 언제
 터질지 몰라 불안에 떨고 있는 실정』이라고 고백했다.

□ 대책

전문가들은 보안제품의 도입에 앞서 증권사 전체 시스템에 대한 체계적인
 보안진단을 통해 적절한 대책을 수립하는 것이 무엇보다 중요하다고 입을 모
 은다. 현재로서는 인터넷 접속망의 보안성에만 관심이 집중되고 있지만 사실 허
 접은 시스템 내부나 전용망 접속부분에 상당수 존재한다.

한 보안 전문가는 『이제 전산시스템의 신축·증축은 보안대책을 동시에 고
 려하는 방향으로 추진돼야 한다』면서 『증권사들도 보안대책 마련에 관심을
 갖고 투자를 아끼지 말아야 한다』고 말했다.

상기 기사는 해커의 침입이 그다지 어려운 일이 아님과 온라인서비
 스 제공증권사들의 이에 대한 대비가 필요함을 강조하고 있다. 이에 대
 한 대안으로는 동 분야의 기술적 전문가들이 연구 및 개발 중에 있다.
 이중에서 이미 금융분야에서 사용되고 있는 보안시스템 중 하나를 증권
 업에 접목시킨 대안을 소개하면 다음과 같다.

사이버 증권거래의 해킹 방지를 위해 여러 가지 보안 시스템을 구축
 할 수 있지만 현재의 기술로 가장 첨단화된 보안기술은 “스마트카드”
 를 이용하는 것이다. “스마트카드”는 은행, 증권, 금융기관에서 널리 사
 용되는 사용자 인식 카드이다. 은행의 입출금을 위해 프론트에서 직접
 고객의 구좌를 조작하려면 행원이 가지고 있는 스마트카드를 넣거나 한
 번 인식시킨 다음 주 컴퓨터에서 인증이 되면 고객의 구좌를 조작할 수

있다.

이 스마트카드는 아주 다양한 형태의 보안 체계를 만들 수 있고, 보안체계를 수시로 바꿀 수가 있다. 스마트카드 안에는 아주 작은 마이크로칩을 내장하여 그 칩속에 사용자의 정보를 암호화해서 담아 놓는다. 또한 스마트카드의 암호 체계를 다양하게 프로그래밍 할 수 있는 것이 특징이다.

스마트카드를 이용한 사이버 증권 거래를 하기 위해서는 자신의 컴퓨터에 스마트카드를 인식하는 장치를 부착해야 한다. 스마트카드를 인식하는 장치는 그리 복잡한 장비가 아니다. 다양한 형태의 스마트카드 인식 장비가 나와 있기 때문에 별 문제가 없다.

물론 증권사에서 스마트카드를 인증하는 시스템을 함께 갖추어야 되며, 외국의 사례를 볼 때 여러 관련사와 공동으로 출자하여 이러한 인증 시스템을 개발해야 할 것이다. 해킹으로 인해 고객이 피해를 볼 경우 상당한 책임의 소재 파악과 보상을 위한 법적장치도 마련되어야 할 것이다.

IV. 인터넷 역외공모

1. Offshore Guideline이 영향을 미치는 등록의무규제
2. Offshore Guideline이 시사하는 일반원칙
3. 각 증권규제에 특유한 문제
4. 증권거래규제의 역외적용의 금후의 전개

IV. 인터넷 역외공모¹⁶⁾

인터넷의 급속한 성장은 증권거래 분야에도 큰 변화를 초래하고 있다. 위탁수수료의 단계적인 자유화 가운데 인터넷을 사용한 증권거래는 증권사로서 중요한 전략분야로 되고 있다. 인터넷을 통한 주식모집은 벤처기업에 매력적인 자금조달방법을 제공하고 인터넷에 전자게시판을 만들어 투자자들이 직접 주식매매를 하는 움직임도 있다. 기업의 정보공시 분야에서도 기업재무정보의 전자공시시스템의 본격적 도입이 진행되고 있다.

이러한 새로운 동향은 동시에 기존의 법체계에서는 대처할 수 없는 새로운 법률문제도 야기하고 있어 다양한 분야에서 연구 진행중이다.¹⁷⁾ 이러한 연구 분야에는 인터넷에 의한 주식모집에 대한 발행공시 규정의 적용문제, 증권규제의 역외적용의 문제, 인터넷에 의한 자사주식 거래시스템에의 규제, 사이버 증권거래소에의 규제, 인터넷을 통한 사기적 행위에 대한 단속규제 등이 포함된다.

이러한 수많은 법률문제 가운데 근래 증권규제의 역외적용 문제도 큰 관심이 집중되고 있는 것 중의 하나이다. 1998년 3월 24일, 미국 SEC는 「인터넷을 이용한 offshore에서의 증권모집·증권거래 권유 및 증권서비스의 광고에 대한 미국연방증권규제의 적용에 관한 해석지침」

16) 본 자료는 武井一浩, 「インターネットに對する證券規制の域外適用 - 米國オフショア・ガイドラインの概要」(商事法務 No.1503, 1998.9.15)을 한국증권거래소가 번역 정리한 내부자료를 기초로 작성되었음

17) 일본법에 관하여 인터넷과 증권규제를 검토한 것으로서 본지외에도 大崎貞和 「인터넷과 증권거래규제」(상사법무 1438호), 中村聰 「인터넷을 이용한 주식모집」(1454호), 「인터넷과 증권규제」(1471호)등이 있음
또 미국에서 인터넷과 증권규제와의 논점을 정리한 것으로서 山口勝之 「미국 사이버 법 연구: 미국증권거래법제와 사이버스페이스」(NBL 645호)가 있음

(Offshore Guideline¹⁸)을 발표하였다.

증권규제의 역외적용의 문제란, 예를 들면 인터넷을 통하여 한국의 발행인이 증권의 모집을 할 때 혹은 한국의 증권회사가 투자권유정보를 웹사이트에 게재할 때에, 그 사이트를 본 한국 이외의 투자가가 그 모집·권유에 응하는 경우 당해 한국의 발행인 또는 증권회사는 그 투자가가 소재하는 나라의 증권규제의 적용을 받게 되는 것인가 하는 문제이다.

각국의 증권규제는 그 주된 목적이 자기나라의 투자가를 적정하게 보호하는 것으로서 자국의 투자가가 접근할 수 있는 증권관계행위에 대하여는 자국의 증권규제를 적용하고자 하는 것은 규제당국으로서는 지극히 당연하다 할 수 있다.

Offshore Guideline은 그 자체 미국법의 문제라고 할 수 있지만 역외 적용의 문제를 취급하고 있는 점에서 한국기업에도 직접영향이 있는 법률이다. 특히 인터넷이라고 하는 지리적·정치적인 경계선이 무의미한 세계의 문제인 점에서 Offshore Guideline의 중요성은 더욱 높다고 하겠다.

1. Offshore Guideline이 영향을 미치는 등록의무규제

Offshore Guideline은 인터넷을 이용한 offshore에서의 증권모집·증권거래 권유 및 증권서비스의 광고에 대한 미국연방증권규제의 적용에 관한 해석지침으로, 증권관련행위에 대한 규제 중, 사전규제로서의 각종 등록의무규제의 역외적용을 취급하고 있다. 각 증권관련법상 등록의무를 살펴보면 다음과 같다.

18) 가이드라인의 전문은 <http://www.sec.gov/rules/concept/33-7516.htm>에 게재

가. 증권발행에서의 등록의무(발행공시규제)

1933년 증권법상 미국내의 우편 기타 州際通商(Inter-State Commerce) 手段¹⁹⁾을 이용하여 미국내에서 증권의 모집²⁰⁾ 또는 판매를 하는 경우에는 사모면제 등 특단의 면제규정에 해당하지 않는 한 SEC에의 등록의 의무로 되어있다.(동법5조등)

나. 투자회사의 등록의무

투자회사법상, 「투자회사」에 해당하는 해외의 회사가 미국내의 우편 기타의 주체통상수단을 사용하여 미국내에서 증권의 모집을 하는 경우에는 사모면제 등 특단의 면제규정에 해당하지 않는 한 동법에 정한 등록허가명령을 SEC로부터 취득할 필요가 있다.(동법 7조d항)

다. 투자자문업의 등록의무

투자자문사업법상 미국내에서 투자자문사업을 하는 자는 특단의 면제 규정에 해당하지 않는 한 SEC에의 등록이 의무화되어있음(동법203조 a항)

19) 또 SEC는 판례법의 입장에 기반하여 인터넷이 주체통상수단에 해당하며 그 이용이 미국연방증권거래법의 적용을 받는 것을 본 가이드라인의 논의의 전체로 하고 있음

20) 본고에서 말하는 「모집」이란 우리나라의 증권거래법에서 정의되고 있는 공모로서의 「모집」과는 달리 공모와 사모의 양자를 포함하는 개념임

라. 브로커/딜러의 등록의무

1934년 증권거래소법상 미국내의 우편 기타 주체통상수단을 사용하여 미국내의 자에 대하여 증권의 거래와 매매의 권유를 하는 경우에는 특단의 면제규정에 해당하지 않는 한 SEC에의 등록이 의무화되어 있다.(동법15조a항)

마. 증권거래소의 등록의무

1934년 증권거래소법상 미국내의 우편 기타 주체통상수단을 사용하여 미국내에서 증권거래소로서 기능을 영위하는 자는 SEC에의 등록이 의무화 되어 있음(동법 6조)

2. Offshore Guideline이 시사하는 일반원칙

가. 일반원칙

Offshore Guideline은 웹사이트를 이용한 증권관련행위가 어떤 경우에 앞에 열거한 각 미국연방증권거래규제상의 등록의무에 부합하여야 하는가에 대하여 일반원칙을 명확하게 밝히고 있다.

그 일반원칙이란 웹사이트에서 「미국내의 자가 모집·권유에 응하는 것을 막을 합리적인 예방조치」가 채택되어 있는 경우에는 당해 증권관련행위는 미국내의 자를 대상으로 하고 있다고는 볼수 없고 따라서 미국연방증권거래법의 등록의무를 지지 않는다는 것이다.

이 일반원칙은 정확히 1996년에 북미증권관리협회(NASAA)가 각주 증권법상의 등록규제의 역외적용 문제에 대하여 결의한 원칙(이른바 펜실베이니아 어프로치)과 입장을 같이하는 것이다.

이와 관련하여 이 결의는 현재 32개주에서 거의 입법화되고 15개주에서 입법화를 목표로 하고 있다.

주의해야할 점 하나는 Offshore Guideline은 웹사이트에의 정보의 게재라고 하는 불특정다수의 사람에게 대한 정보전달수단을 사용한 행위만을 대상으로 하고 있다는 것이다. E-mail등 보다 대상을 압축한 직접적인 정보전달 수단을 이용한 행위는 Offshore Guideline의 대상이 아니다. 이들 직접적인 전달행위는 우편 등 종래의 전달수단에 의한 행위와 같은 규제를 받게 된다.²¹⁾

나. 합리적 예방조치

그러면 구체적으로 무엇이 합리적 예방조치에 해당하는가에 관하여는 SEC는 어디까지나 사례별(case by case) 판단이 기본으로 된다고 전제하면서도 이하의 2개의 요건을 충족하는 조치라면 합리적인 예방조치에 해당한다고 보고있다.

첫번째는 주식에 관한 요건

이것은 웹사이트에서 당해증권의 모집 또는 증권서비스의 제공이 미국내의 자를 대상으로 하고 있지 않다는 요지를 확실하게 주기하는 것이다. 「미국내의 자는 이번의 증권모집의 대상으로 될 수 없다」는 주식

21) 이와 같이 전자메일에 의한 전달과 웹사이트에 의한 전달을 나누는 사고 방식은 지금까지의 SEC의 입장을 답습하는 것임. 1995년 10월 발표한 전자미디어 이용에 관한 가이드라인 참조

이라도 좋고 또는 「이번의 모집은 일본의 투자가만을 대상으로 함」이라고 구체적으로 특정의 미국이외의 나라를 열거해도 좋다.

다만 「이번의 모집은 그것이 위법으로 되지 않는 지역에서만 유효하다」고 하는 추상적인 문언으로는 주석으로서 불충분하게 된다. 또 주석은 모집관련 정보등이 게재되어 있는 화면에 투자가가 도달하기 전에 표시될 필요가 있다.

두번째는 판매방지조치 요건

이것은 미국내 투자가에 대한 증권의 판매와 투자서비스의 제공을 실제로 방지할 수 있는 몇개의 현실적인 조치를 채택하는 것이다. 즉, 상대방의 전화번호와 우편주소 등을 실제 판매서비스를 제공하기 전에 확인할 수 있는 시스템을 구축하여 미국내의 자인 경우에는 당해 판매서비스의 제공을 하지 않도록 하는 경우 등이다.

이와 같이 합리적인 예방조치는 웹사이트 쪽에서 처음부터 미국내의 투자가로부터의 접근을 제한하는 것까지는 요구하지 않는다. 그보다는 접근 후의 예방조치를 중시하고 있다고 할 수 있다.

또 이 2개의 요건을 충족한 조치를 채택한 경우에도 다른 주변사정으로 보다 명확하게 미국내의 자를 대상으로 하고 있다고 인정되는 경우에는 등록의무는 면제되지 않는다. 즉 웹사이트의 증권모집요강에 「투자가는 미국내에서 소득세 납세를 면제받는 자가 가능함」이라는 마케팅 문언이 들어 있는 경우에는 합리적인 예방조치를 채택하고 있는가 아닌가에 상관없이 전과 같이 미국에서의 등록규제를 면제받지 못한다.

다. 합리적 예방조치에 의한 면책

합리적 예방조치를 채택하는 것의 최대 장점은 면책효과이다. 합리적

예방조치를 채택한 경우에는 가령 “결과적으로 미국내의 자가 외국의 주소를 속이는 등의 사기에 의해 증권모집과 투자서비스의 제공을 받았다 해도 사후적으로 당해모집·서비스 제공행위가 미국증권법의 등록의무위반으로 된다고는 할 수 없다”라는 입장을 SEC는 채택하고 있다.

라. 제3자의 사이트를 사용한 경우

인터넷을 이용한 증권거래행위는 제3자의 사이트를 이용하는 형식으로도 이루어지고 있다. 특히 증권을 모집하는 경우 발행인의 홈페이지에 게재만으로는 다른 대량의 웹사이트에 함몰되어 투자자로부터 기대만큼의 접근이 이루어지지 않는 경우가 많다. 그래서 인터넷에 의한 자금조달의 정보를 제3자의 사이트에 일괄하여 모아 그에 의해 투자자에게의 효율적인 정보발신을 도모하는 예가 많다.

대표적인 사례가 뉴욕의 「IPO Data Systems」사로서 인터넷을 통하여 직접 모집에 관한 정보를 유료로 제공하고 있는 외에 모집을 하고 있는 회사 홈페이지의 링크를 설치하고 있는 경우이다. 이러한 제3자의 사이트를 이용한 경우에도 앞에서 기술한 일반원칙이 똑같이 적용된다.

다만 그 제3자의 사이트가 미국내의 자로부터 접근이 예기된 사이트 일때(그와 같은 제3자로부터 사이트에 링크를 설치한 경우도 포함)에는 주석요건·판매방지조치요건을 충족하는 조치에 더하여 한층 추가적인 조치가 요구된다.

구체적으로는 “상대방이 미국내의 자가 아닌 것을 증명할 수 있는 경우가 아니라면 처음부터 모집 등에 관한 정보에의 접근을 허용하지 않는다”라는 엄한 조치가 필요하다.

3. 각 증권규제에 특유한 문제

다음으로 인터넷을 이용한 Offshore에서의 증권관련행위가 앞에 열거한 각 증권규제와의 관계에서 어떠한 문제를 생기게 하는가를 개별적으로 고찰해보면 다음과 같다.

가. 증권발행 공시규제

최근 벤처기업 등이 증권회사의 관여를 받지 않고 독자적으로 인터넷을 통하여 주식의 공모를 하는 예가 주목을 끌고 있다.²²⁾ 인터넷에 의한 주식모집의 선구적인 예로서 반드시 인용되는 것이 1996년의 미국 Spring Street Brewing사에 의한 인터넷을 통한 주식모집이다. 미국의 발행공시규제와의 관계에서 모집규모 자체는 작았지만 불특정 다수의 투자자를 향하여 주식을 발행하는 경우에는 증권회사에 의한 판매노력이 불가결하다는 종래의 상식을 뒤엎었다고 이야기되고 있다.

인터넷에 게재된 증권모집 정보가 1933년 증권법에서 말하는 증권의 「모집」에 해당하는 경우 그것이 미국내의 자를 대상으로 한 것으로 보인다면 SEC에의 등록의무가 생기게 된다. 그래서 Offshore Guideline에서는 위에서 언급한 바와 같이 미국내의 자가 모집에 참가하는 것을 막을 합리적인 예방조치를 채택하고 있다면, 미국내의 투자자를 대상으로 하고 있는 것으로는 보지 않는다는 취지를 명확히 하고 있다.

따라서 여기서는 Offshore Guideline과 증권의 발행공시규제에 관하여 몇가지 추가로 문제가 되는 점을 논하고자 한다.

22) 일본에서도 인터넷에 의한 증권모집에의 대응을 하나의 이유로서 소액모집등에 관련된 공시제도의 정비등의 증권거래법 개정이 이루어졌음

1) 미국의 발행인에 의한 미국외에서의 모집의 경우

미국외의 발행인²³⁾이 미국외에서 증권의 모집을 하는 경우 1933년 증권법의 Regulation S의 제 요건을 충족하고 있다면 미국에서의 등록은 불필요하게 된다. 인터넷에 의한 Offshore에서의 증권모집에 관하여도 기본적으로는 Regulation S의 요건충족이 초점으로 된다. Regulation S의 요건중 하나에 “당해모집에 관하여 미국내의 자를 대상으로 한 판매 활동(directed selling efforts)을 할 수 없다”는 요건이 있다.

웹사이트에 게재되어 있는 정보가 당해증권의 모집에 관한 directed selling efforts에 해당하는 경우에는 그것이 미국내의 자를 대상으로 하지 않음을 명백하게 해야할 필요가 있게 된다. 그래서 「미국내의 자를 대상으로 하여」 directed selling efforts가 있는 것은 아닌가 하는 혐의를 회피하기 위한 조치로서 Offshore Guideline은 합리적인 예방조치를 채택할 것을 요구하고 있다.

다만 합리적인 예방조치를 채택한 것으로 바로 Regulation S의 요건 모두를 충족하게 되는 것이 아니라 주의가 필요하다. 최종적으로 Regulation S에 의해 SEC에의 등록이 불필요하게 되기 위하여는 당해모집이 offshore 거래로 이루어지는 것 같은 Regulation의 다른 요건도 충족하고 있을 필요가 있다.

또한 발행인 또는 인수업자가 증권의 모집시 인터넷을 사용한 경우에도 그것 자체로 당해증권의 offshore에서의 취득자가 Rule 144A등 법정 요건에 따라 당해증권의 미국내에서의 전매를 못하게 되는 것은 아니다.

아래의 3개의 요건을 충족한 경우라면 미국내로의 전매가 가능하다.

- 당해취득자가 발행·판매그룹의 일원이 아닐 것

23) 「미국외의 발행인」의 정의는 Regulation S의 규칙 902조e항에 의함

- 당해취득자가 발행인 또는 그 판매그룹 멤버의 관련자가 아닐 것
- 발행인 또는 인수업자의 인터넷 사용이 당해취득자와의 사전의 약속에 기하여 된 것이 아닐 것

2) 미국의 발행인에 의한 global offering의 경우

미국의 발행인이 미국외에서 증권의 모집을 하는 동시에 미국내에서도 동 증권을 미국내의 기관투자자에 대하여 사모발행하는 global offering의 경우를 살펴보면 다음과 같다.

이 경우 미국외에서의 발행에 대하여는 Regulation S의 요건을 충족하고 또한 미국내의 발행에 대하여는 사모면제의 요건을 충족하면 어떠한 발행에 대하여도 SEC에의 등록은 할 필요가 없다. 이와 같은 global offering에서 미국외에서의 발행부분에 대하여 인터넷이 이용되는 경우에는 미국내 사모와의 저축이 문제로 된다.

인터넷이라고 하는 공개적으로 접근할 수 있는 수단에 의해 투자자를 모집하는 행위는 이후에 서술하는 특단의 조치가 채택되지 않는 한 「일반적인 권유·광고를 사용하지 않은 증권의 모집일 것」이라는 사모면제의 요건에 저축된다고 하는 입장을 SEC는 채택하고 있다. 그 때문에 특단의 조치가 채택되지 않는 결과 사모부분에서 인터넷을 이용하는 것이 허용되지 않는 경우에는 미국의 발행에서의 인터넷 사용이 미국내의 사모를 위하여도 사용되는 것은 아닌가 라는 혐의를 불식할 필요가 있다. 그래서 주식조치, 판매방지조치에 더하여 무엇인가 추가적인 조치를 채택할 필요가 있게 된다. 추가적인 조치의 내용으로서는 2종류가 거론되고 있다.

첫번째는, 미국외에서의 모집에 관계된 정보에의 접근은 무제한으로 인정되지만 그 대신 미국외의 모집에 응하는 자에게는 일체 미국내 사

모에의 모집은 불가능하게 하는 것이다. 그 경우 모집주체측에서 누가 모집에 응하는가에 관한 기록을 보유하고 있을 것이 요청된다.

또 하나는 웹사이트에의 접근시에 거주지에 관계된 정보의 제공을 요구하고 미국외의 자 및 인정된 자에게만 미국외 모집에 관련된 정보에의 접근을 인정하는 조치이다.

또 어떤 조치를 채택해도 미국외 발행의 웹사이트에서는 미국내 사모에 관련된 정보를 게재할 수 없도록 하는 것이다.(다만 외국법상 관련 정보의 게재의무가 있는 한도에서는 게재가능) 이와 관련하여 미국내 사모에서 인터넷을 사용하는 경우에는 당해 인터넷의 사용을 일반적인 권유·광고를 사용한 증권모집에 해당되지 않도록 특단의 조치를 채택할 필요가 있다. 특단의 조치의 내용은 미국외의 발행인의 경우라도 기본적으로는 미국발행인에 대하여 현재 인정되고 있는 방법과 같고 구체적으로는 몇건의 개별 No action letter의 사례에 의거하게 된다.

즉, 1996년에 IPO Net 사에 의한 인터넷을 사용한 적격 기관투자가에의 사모의 예가 거론된다.²⁴⁾ 이 사례에서 인터넷을 사용한 사모를 SEC가 인정함에 있어서 중시한 점은 다음 3가지이다.

- 발행인·인수업자 측에서 접근자가 정말로 적격기관투자가인가 아닌가를 확인하는 시점에서는 특정의 사모에 관한 정보를 일체 제공하지 않는 것
- 적격기관투자가와 인정된 자에게만 웹사이트 접근용의 패스워드를 교부하는 것
- 적격기관투자가가 실제로 사모에 참가할 수 있는 것은 패스워드 교부후 일정기간이 경과한후 부터라는 것

또 이와 같은 특단의 조치를 채택하여 미국내 사모부분 및 미국의

24) 1996.7.26일부 No action letter

공모부분이 인터넷에서 이루어지는 경우에도, 미국의 공모의 웹사이트에서 미국내 사모에 관한 정보를 게재하기도 하고 링크를 설치하는 등 2개의 발행을 연결하는 행위는 애당초 행해져서는 안된다는 것에 유의해야 한다.

3) 미국발행인에 의한 미국의 모집의 경우

미국발행인이 SEC에의 등록 없이 역외에서 증권을 발행하는 경우에는 미국의 발행인보다도 엄격한 조치를 채택할 것이 요구된다. 구체적으로는 합리적 예방조치를 넘어서 패스워드 콘트롤 등에 의해 모집관련 정보 자체에의 접근을 엄격히 제한할 필요가 있다. 이것은 미국발행인은 미국규제에 따를 합리성이 높은 것을 강조하는 것으로, 근래 Regulation S를 사용한 탈법적인 등록의무회피 행위가 횡행²⁵⁾한 것 등에 따른 조치이다.

4) 미국발행인에 의한 global offering의 경우

마지막으로 미국발행인이 역외에서의 모집을 SEC에의 등록 없이 함과 동시에 미국내에서도 공모에 의해, 즉 SEC에의 등록을 한뒤 증권발행을 하는 경우를 검토하면 다음과 같다.

이 경우 인터넷상에서의 미국외에서의 모집행위가 미국내 공모에 관련된 「등록의 효력발생전의 정보공시제한규정」(이른바, gun jumping의 문제)에 저촉되지 않도록 주의할 필요가 있다. 구체적으로는 미국외에서의 모집에 관한 웹사이트의 작성에 있어서 Rule 135등의 gun jumping에 관한 safe harbour 규정을 충분히 검토할 필요가 있다.

25) 또 이와 같은 탈법행위예의 대책으로서 SEC는 Regulation S를 개정하여 금년 4월부터 시행하고 있음. SEC Release No.33-7505

5) 인수업자에의 적용

인수업자에 관하여도 Offshore Guideline에 따른 합리적인 예방조치를 채택하고 있다면 등록의무에 관한 면책을 받은 것으로 된다. 다만 인수업자에 요청된 예방조치의 정도는 당해발행인에 요구되는 수준에 부합되는 것으로 된다. 즉, 인수업자 자신은 미국외의 자이더라도 발행인이 미국법인이라면 미국발행인에 요청된 보다 엄격한 예방조치를 취할 필요가 있다.

나. 투자회사 규제

외국투자회사가 인터넷을 통하여 증권발행을 하는 경우에도 증권발행공시규제에 대하여 기술한 것이 거의 그대로 적용된다. 여기서는 증권공시규제와 다른 점을 2가지 설명하기로 한다.

첫째는, 외국투자회사가 미국내에서 하고 있는 광고·선전활동의 정도도 미국투자회사법의 적용의 유무를 결정함에 있어서 중요한 요소로 되는 점이다. 외국투자회사가 인터넷에 의한 주식모집을 미국외에서 하는 경우에도 당해투자회사가 미국내의 출판물에 있어서 자신들의 것을 선전하고 있는 등 당해 인터넷에서의 모집에 대한 미국내의 자의 관심을 끄는 활동을 하고 있다고 인정되는 경우에는, 당해모집은 미국외의 자만을 대상으로 하고 있다고는 인정되지 않을 가능성이 높다.

둘째는, 외국투자회사가 미국외에서의 인터넷에 의한 모집과 미국내 사모를 동시에 한 경우이다. 이 경우 기본적으로는 증권발행공시규제에 있어서와 마찬가지로 합리적인 예방조치에 더하여 미국외 공모와 미국내 사모를 링크시키지 않는 조치를 취할 것이 요구된다. 다만 한가지 다른 것이 합리적인 예방조치의 내용으로서 주석요건의 충족이 보다 중시

되고 있다는 점이다. 미국의 모집의 웹사이트에 있어서 「이 모집은 미국 내의 투자자를 대상으로는 하고 있지 않으며 미국내에서의 모집·판매는 별도 등록면제조치를 충족할 것이 필요하게 됨」이라는 취지의 명확한 주석이 있다면 판매방지조치요건의 측면에서도 충족된 것으로 보일 수 있다.

다만 한층 더 나아가 어떠한 미국투자자가 등록면제조치를 충족할 수 있는가, 사모부분에 관한 정보는 어떻게 하면 입수할 수 있는가 등의 정보를 적극적으로 제공하고 있는 경우²⁶⁾와 사모부분의 사이트에의 링크를 설치하고 있는 경우에는 역으로 미국내의 자도 대상으로 하고 있다고 보일 수 있는 것으로 된다. 사모부분의 정보의 제공은 재차 패스워드에 의한 통제 등의 추가조치가 필요하게 된다.

다. 투자자문업 규제

미국의 투자자문업자의 경우 다음 2개의 요건을 충족한 경우에는 SEC에의 등록의무가 면제된다.

최근 12개월 사이에 유치하고 있는 미국고객의 수가 15인 미만일 것(사람수 제한)과 자문업자가 자신들을 미국내의 투자자문업자이다 라는 취지의 표시를 하고 있지 않을 것(표시제한)이다.

그러나 인터넷에 의해 투자자문 서비스를 제공한 경우에는 표시제한에 저촉할 가능성이 높다. 그래서 Offshore Guideline은 합리적인 예방 조치를 채택하고 있는 미국의 투자자문업자에 대하여 표시제한에는 저촉되지 않는 것으로 취급된다. 또 투자자문업법과의 관계에서 요구되

26) 다만, 사모부분의 정보의 제공이 당해외국투자회사가 준거로 하는 법률에 의해 필요로 되고 있는 한도에서는 문제가 없다.

는 합리적 예방조치의 내용은 주석요건에 관하여는 다른 경우와 같지만, 판매방지조치요건에 대하여는 인수제한과의 관계상 15인 이상의 미국내의 자에 대한 서비스의 제공을 제한하는 조치가 요구된다.

라. broker/dealer 규제

인터넷은 지금까지 오랜 기간의 전통과 신용을 파는 성숙산업으로서의 증권비즈니스에 하이테크 벤처 사업자가 참여하는 것을 가능케 하고 있다. 디스카운트브로커에 의한 인터넷을 이용한 온라인 거래의 제공은 매매위탁수수료의 인하 경쟁을 야기하고 기존의 풀 서비스 브로커(종합서비스 증권회사)도 그 대응에 부심하고 있다.

브로커/딜러 규제와의 관계에서 Offshore Guideline이 취급하는 문제는 해외의 브로커/딜러가 홈페이지에 증권거래를 권유하는 정보를 게재하고 거기에 미국사람이 접근할 수 있는 경우 미국내에서 브로커/딜러로서의 등록이 필요하게 되는가 하는 점이다.

이에 관하여도 다른 규제와 같이 합리적인 예방조치를 채택하고 있다면 SEC에 등록할 필요는 없게 된다.

등록의무의 예외로서 미등록의 브로커/딜러라도 권유행위 없이 투자가측으로부터 접근하여 온 고객(未권유고객)과의 거래는 가능하다(Rule 15(a)-6). 그래서 인터넷의 정보를 본 자가 이 미권유고객에 해당하는가에 대하여 논란이 야기된다. 이 점에 있어서 증권회사의 웹사이트에서의 정보제공이 어디까지 증권거래의 권유에 해당하는가에 관하여 논의가 있지만, SEC는 증권관련정보를 게재하는 해외 증권회사의 웹사이트는 통상 고객에 증권거래를 권유할 목적을 가지고 있기에 웹사이트의 접근을 통하여 증권거래가 행해진 고객은 원칙적으로 미권유고객에 해당되지 않는다는 입장을 채택하고 있다.

따라서 해외 증권회사가 미권유고객의 면제규정을 적용받기 위하여는 그 고객이 동사의 웹사이트에 접근하지 않았다는 것을 증명하지 않으면 안되게 되어 있다.

마. 증권거래소 규제

해외 증권거래소 가운데는 웹사이트를 개설하고 리얼타임으로 주가 정보와 회원에의 접속방법 등을 게재하고 있는 곳이 증대하고 있다. Offshore Guideline에서는 미국사람이 이 해외의 증권거래소의 웹사이트에 접근하여 매매주문 등을 행한 경우 그와 같은 해외 증권거래소는 미국에서 등록할 필요가 있는가라는 문제가 취급되고 있다.

당초 SEC는 증권거래소의 정의 변경을 포함하여 현행 증권거래소 규제를 인터넷 등의 네트워크 혁신과의 관계에서 원천적으로 수정하는 작업을 추진하고 있다. 역외적용의 문제도 그 원천적인 개정작업 가운데서 동시에 조치가 이루어지고 있다.²⁷⁾

Offshore Guideline은 당분간 임시적으로 해외 증권거래소에도 미국내의 자로부터의 접근을 제한할 합리적인 예방조치를 취할 것을 요구하고 있다. 합리적 예방조치의 내용으로서는 주식요건과 판매방지조치요건의 충족에 더하여 당해증권거래소의 회원을 통하여 간접적으로 미국내의 자가 당해거래소에서 거래를 하는 것을 막을 조치도 요구되고 있다.

27) SEC는 금년 4월에 증권거래소규제 개혁을 위한 규칙안을 발표하고 금년 7월말까지를 기한으로 하여 폭넓게 코멘트를 모으고 있음(Release No.34-38672)

4. 역외적용 증권거래규제의 향후 전개

일본 증권관련자들은 이러한 증권거래규제의 역외규제에 대해 어떠한 시각과 방향을 가지고 있는가를 알아보기 위해서 본고에서는 일본 원문²⁸⁾을 그대로 번역기술하기로 한다.

가. Offshore Guideline의 일본기업에의 영향

Offshore Guideline은 어떠한 경우에 미국의 등록규제를 받는가에 대한 기준을 명확히 한 점에서 금후 인터넷을 이용한 증권관계행위를 하는 일본증권회사·발행인 등의 기업의 의무에 큰 영향을 초래할 것이다. 특히 이번의 가이드라인은 사이버 공간이라고 하는 국경 없는 분야에서 역외적용의 문제를 취급하고 있는 만큼 중요성은 더욱더 높다고 할 수 있다.

지금까지는 법규제의 불투명성을 전제로 실무쪽이 선행하여 진행되어 온 면이 있는 분야인 만큼 금후 더욱 세부적인 대응책이 필요하다. Offshore Guideline 가운데 일본기업에 특히 관계를 가지는 점으로서 언어에 관한 논점을 잠시 짚어보면, 일본기업이 작성하는 웹사이트는 일본어라고 하는 비공용어가 주요언어라는 특수성이 있다. 그래서 실무에서는 즉, 일본의 기업이 인터넷에 의해 고의로 영어로 증권모집을 하고 있는 경우, 그것이 미국을 포함한 영어권의 자에 대한 권유로 보여 미국 등의 해외 증권법의 적용을 받을 가능성이 있게 된다는 것이다.

이에 대한 충고로는 부주의하게 정보를 영어로 기재하는 것은 피하

28) 본 자료는 武井一浩, 「インターネットに對する證券規制の域外適用 - 米國オフショア・ガイドラインの概要」 (商事法務 No.1503, 1998.9.15)을 번역 정리한 것임

는 것이 좋다는 것이다. 이점에 관하여 Offshore Guideline에서는 주요 언어가 영어가 아닌 국가 사람의 웹사이트가 영어로 기재되어 있는 것은 그 웹사이트가 미국내의 자를 대상으로 하고 있는가 아닌가의 판정에 있어서 전혀 관계가 없다고는 보지 않지만, 그 하나를 가지고 곧바로 당해모집행위등이 미국내의 자를 대상으로 하고 있다 또는 없다고는 보지 않는다고 하는 견해를 시사하고 있다. 실무상 하나의 참고로 되는 견해가 있다.²⁹⁾

나. 불공정행위에 대한 역외조사

Offshore Guideline은 사전규제로서의 등록의무규제의 역외적용을 대상으로 하고 있어, 사후규제로서의 이른바 사기적행위·부실공시행위등의 불공정행위에 대한 조사·책임추궁규정의 역외적용의 문제에는 적용이 안된다. Offshore Guideline에서 말하는 합리적인 예방조치를 취하고 있다 해도 그것이 미국내의 자에 영향이 미치는 불공정행위인 경우에는 여전히 미국증권법 위반의 문책을 받을 수 있게 된다.

사이버 스페이스에서 국제적인 감독에 관한 문제는 애당초 공권적 규제의 필요성에서 시작되어 재판관할권 등 기타 논점이 얽혀 있는 분야이다.³⁰⁾

29) 그러나 역으로 일본의 회사가 일본어로 웹사이트를 작성하고 있는 경우에 처음부터 미국투자가에의 권유로서 미국증권법에의 저촉이 문제로 될 것인가. 이점에 대하여는 특히 이번 Offshore Guideline에서는 정면으로 다루고 있지는 않음.

다만 이 SEC 견해의 뉘앙스로 보면, 다른사람에게 미국내의 자를 대상으로 하고 있다고 보일만큼의 특단의 사정이 없는 한 일본어에 의한 웹사이트는 처음부터 미국내의 자를 대상으로 하고 있지 않다고 보일 가능성이 높은 것이 아닐까.

물론 보다 신중을 기한다면 주석요건에 따라 주석만큼은 영어로 기록하는 등의 대책도 생각해 볼 수 있음

현재로서는 증권감독규제의 역외적용에 관한 종래의 범위내에서 변함없다고 할 수 있다. 증권감독규제의 역외적용에 관한 미국판례법의 기본적인 입장은 그 불공정행위가 미국내에서 이루어진 경우 또는 불공정행위가 미국외에서 이루어진 경우에도 그 실질적 효과가 미국내에 미칠 것이 예견되는 경우에는 미국증권법이 적용될 수 있다는 것이다.

SEC는 이 판례법의 입장에 기인하여 적극적인 감독자세로 나오고 있다.³¹⁾ 또 국제적인 감독 협력 필요성도 강하다고 할 수 있다. 특히 작년, 증권감독기관국제기구(IOSCO)가 불공정거래(및 정보공시규제)에 관한 각국 증권규제당국간의 통일 Rule을 책정할 것을 결의하여 금후의 전개가 주목되고 있다.³²⁾

다. 일본 증권법의 역외적용

인터넷 선진국이라 할 수 있는 미국에서 이번과 같은 가이드라인이 발표됨으로써 금후 일본을 포함하여 각국의 증권거래법의 역외적용에 관한 기준발표 움직임이 활발해질 것이다. 영국도 인터넷을 통한 투자권 유행위에 대한 증권규제의 역외적용에 관한 가이드라인을 1998년 5월 28일에 발표하였다.³³⁾

30) 사이버 스페이스에 관련된 법률문제에 관한 미국법의 움직임을 소개하는 것으로서 平野晉「사이버 사페이스 법과 인터넷상의 재판관할권」(국제상사법무 422호~426호), 棚橋元「컴퓨터 네트워크에서의 법률문제와 현상의 대응책」(NBL 615호), 山口勝之「미국사이버 법 연구」등이 있음

31) 미국내의 사기사례와 그에 대한 SEC의 대책에 관하여는 白川佳子「사이버 스페이스법과 인터넷상에서의 증권거래」(국제상사법무 426호)

32) 국제증권감독기구「증권거래에 있어서 전자적 네트워크의 보급에 따른 집행상의 문제점」(1997.9.22)

33) Financial Services Authority(FSA)「영국투자자를 대상으로 한것은 아니지만 영국투자자가 접근할 수 있는 해외 인터넷 웹사이트에 대한 취급에 대

일본의 증권규제에 있어서도 기본적으로는 미국과 같은 논점이 있다. 즉, 브로커/딜러 규제에 해외 증권회사에 대한 역외적용의 문제는 근래 규제의 필요성에 대한 관심이 높아지고 있다. 최근에도 호주의 월슨 HTML증권이 일본어로 홈페이지를 설치하여 일본 투자가에 대하여 인터넷 거래에 의한 투자를 권유하고 있는 행위가 결국 외국증권업자에 관한 법률(외증법) 위반이 되지 않는가에 관하여 물의를 일으킨 사례가 있다.³⁴⁾

어느 정도는 기존의 법구조로 대응할 수 있는 부분도 있으나 역외적용의 분야에서는 법기준의 불명확함이 역으로 무법지대를 조장할 가능성이 높은 만큼 명확한 가이드라인 책정이 기대된다.

네트웍 혁명과 금융빅뱅이 동시에 도래한 일본의 증권시장에서 1200조엔의 개인금융자산을 안고 있는 일본의 투자가를 적정하게 보호하기 위하여는 일본 증권거래법의 글로벌화로 달성해야 할 역할을 명확히 나타내는 것이 아주 중요하다.

하여」(1998.5.28).

주로 해외의 투자권유 서비스의 웹사이트에 대한 역외적용의 사고방식을 기술하고 있음. 상세한 것은 <http://www.fsa.gov.uk/press/fsa29-98.htm> 참조

34) 외증법에서는 「면허없는 외국증권업자는 원칙적으로 국내에 있는 자를 상대방으로 하여 증권거래를 해서는 안된다」고 되어 있음.

한편, 「권유」를 수반하지 않고 외국에서 일본국내에 있는 자의 주문을 받아 유가증권의 매매 또는 중개 등의 증권거래행위를 하는 것은 면허 없는 외국증권업자에도 허용되어 있음(외증정령 2조2호).

다만, 외증법에서 「신문·잡지·TV, 라디오 및 이들과 비슷한 것에 의한 유가증권에 대한 투자의 광고」와 「구두, 문서 또는 전화 기타 통신수단에 의한 유가증권에 대한 투자에 관한 정보의 제공」이 권유로 명시되어 있음(외증성령 4조의 2)

참고문헌

참고 문헌

- FSA, "The FSA issues guidance on investment advertisements on the internet," www.fsa.gov.uk/press, 1998. 5.
- IOSCO, "Securities Activity on the Internet," 1998. 9.
- NASAA, For Immediate Release; State Securities Cops Release New List of "Top 10 Investment Scams," 1999. 5.
- NASAA, "Testmony Before the Permanent Subcommittee on Investigations of the Governmental Affairs Committee U.S. Senate," 1999. 3.
- NASD, Notice To Members 98-11, Conduct Rule 3110.
- NASDR, "Internet for Registered Representatives," 1999.
- SEC, For Immediate Release 99-49, www.sec.gov/news/press, 1999.
- SEC, For Immediate Release 99-24; SEC Continues Internet Fraud Crackdown, www.sec.gov/news/press, 1999.
- SEC "Speed by SEC chairman: Plan Talk About On-Line Investing," www.sec.gov/news, 1999. 5.
- SEC, "Ten Questions To Ask About Any Investment Opportunity," www.sec.gov/consumer, 1999. 2.
- SEC, "Internet Fraud: How to Avoid Internet Investment Scams," www.sec.gov/consumer, 1998. 10.
- SEC, "Cold Calling," www.sec.gov/enforce/alerts, 1997. 9.

SEC, "Tips for Online Investing: What you need to know about trading in fast-moving markets"

SEC, 17 CFR Parts 230 and 249, Release No. 33-7505; 34-39668; File No. 57-8-97; Final Rule: "Offshore Offers and Sales(Regulation S)"

SEC, 17 CFR Parts 231, 241, 271, 276, Release No. 33-7516, 34-39779, IA-1710, IC-23071.

www.Siliconvalley.com "Internet increases workload for securities police," 1999. 6.

大崎貞和, "인터넷과 증권거래규제," 「상사법무」 No. 1438.

武井一浩, "인터넷에對する證券規制の域外適用 - 米國オフショア・ガイドラインの概要," 「商事法務」 No.1503, 1998. 9.

白川佳子, "사이버 스페이스법과 인터넷상에서의 증권거래," 「국제상사법무」 No. 426.

棚橋元, "컴퓨터 네트워크에서의 법률문제와 현상에의 대응책," 「NBL」 No. 615.

山口勝之, "미국사이버 법 연구: 미국증권거래법제와 사이버스페이스," 「NBL」 No. 645.

中村聰, "인터넷을 이용한 주식모집," 「상사법무」 No. 1454.

平野晉, "사이버 사페이스법과 인터넷상의 재판관할권," 「국제상사법무」 No. 422~426.