

금융투자업 경영 확대에 따른 이해상충문제의 최소화 방안

2008. 6

연구위원 김필규

연구위원 박연우

초빙위원 김동철

한국증권연구원

Korea Securities Research Institute

《 著 者 註 》

최근 도입되는 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」에는 투자매매업, 투자중개업, 집합투자업, 투자자문·일임업, 신탁업 등 모든 금융투자업을 종합 영위하는 “금융투자업자”의 설립을 허용하고 있습니다. 이에 따라 증권업과 자산운용업 등 금융투자업간 겸영에 따른 규모 및 범위의 경제에 의한 시너지효과가 기대되는 반면 금융투자업 간 사내(in-house) 겸영 업무가 확대됨에 따라 투자자와 금융투자업자 간 또는 투자자와 투자자 간 이해상충(conflicts of interest) 문제가 심화될 가능성이 증대하고 있습니다.

본 보고서는 자본시장통합법 도입에 따른 금융투자회사의 집합투자업과 다른 업무의 겸영과 관련한 이해상충의 유형 및 문제점을 살펴보고 이해상충을 최소화할 수 있는 방안을 검토하였습니다. 이를 위해 본 보고서에서는 금융투자회사의 이해상충의 개념과 발생원인 및 제 유형을 검토하고, 이해상충과 관련한 기존 연구에 대한 검토를 통해 이해상충의 주요 영향을 살펴보았습니다. 또한 자본시장통합법상 이해상충의 해소를 위한 방안과 외국의 증권업과 자산운용업 겸영에 따른 제반 이해상충 문제와 통제 방안 및 규제에 대한 사례를 살펴보았습니다. 이를 바탕으로 본 연구에서는 국내 상황에 적합한 합리적인 이해상충 통제방안을 제시하고 있습니다.

이러한 연구가 향후 도입될 자본시장통합법의 효율적인 정착과 금융투자자보호 및 금융투자회사의 합리적인 경영방식에 유용한 자료로 활용될 수 있기를 기대합니다.

독자 여러분의 많은 관심과 의견 제시를 기대합니다. 관련 문의는 아래의 저자에게 연락하시기 바랍니다.

연락처 수신인 : 김 필 규, pkkim@ksri.org 3771-0631

박 연 우, yunpark@ksri.org 3771-0688

김 동 철, kdong@ksri.org 3786-7690

《 목 차 》

要約	vi
Abstract	xi
I. 서론	1
1. 연구의 배경과 목적	1
2. 연구의 구성	2
II. 금융투자업 이해상충의 개념과 유형	4
1. 이해상충의 기본 개념	4
가. 이해상충의 개념	4
나. 이해상충의 발생 원인	6
2. 금융기관 이해상충에 대한 기존의 연구	8
3. 집합투자업 경영에 따른 이해상충의 유형	13
가. 투자매매업(인수업 제외)과 집합투자업 간의 이해상충 ..	14
나. 기업금융업(인수업 포함)과 집합투자업 간의 이해상충	15
다. 증권중개업과 집합투자업(투자 일임·자문포함) 간의 이해상충	16
라. 고객 간·펀드 간의 이해상충	17

Ⅲ. 자본시장통합법상 이해상충 방지체계	19
1. 이해상충 방지를 위한 규제 방식	19
2. 자본시장통합법상 이해상충 방지체계	21
가. 행위규제(이해상충 행위의 금지 또는 제한)	24
나. 이해상충 관리를 위한 내부통제기준 마련 의무화	27
다. 공시 또는 포기 의무	28
라. 정보차단벽(Chinese wall) 설치 의무화	30
3. 자본시장통합법 시행령상 이해상충 방지체계	35
Ⅳ. 외국의 자산운용 관련 이해상충 해소 방안	37
1. 미국의 이해상충 해소 방안	37
가. 법제의 정비	37
나. 증권업과 자산운용업의 본체 겸영의 현실적 제약	38
다. 증권업과 자산운용업의 본체 겸영 시 정보차단벽(Chinese wall)의 사용	40
라. 증권회사의 이해상충 해소 방안	42
2. 영국의 이해상충 해소 방안	47
가. 법제의 정비	47
나. 증권업과 자산운용업 본체 겸영의 현실적 제약	48
다. FSA 이해상충 최소화 방안의 기준	49
라. 이해상충 최소화를 위한 정보차단벽 설정사례	55

3. EU의 이해상충 해소 방안	61
가. 금융기관 이해상충 규제의 변화	61
나. EU의 겸영체계	63
다. 증권회사의 이해상충 최소화 사례	64
4. 일본의 이해상충 해소 방안	67
V. 금융투자업의 이해상충 최소화 방안	69
1. 기본 방향	69
가. 금융투자업의 겸영 형태	69
나. 금융투자업 겸영에 따른 문제점	70
다. 이해상충 최소화를 위한 기본 방향	71
2. 세부추진 방안	72
가. 이해상충의 개념 설정	72
나. 이해상충 최소화를 위한 모범기준(best-practice)의 설정 ..	73
다. 개별금융회사의 이해상충 방지 방안의 설정	75
3. 이해상충 최소화를 위한 관련규정의 보완 및 감독방향	80
<참 고 문 헌>	82

《 표 목 차 》

<표 I-1> 금융투자업자의 영위업무	1
<표 II-1> 이해상충의 유형	6
<표 II-2> 금융회사의 이해상충 발생 원인	8
<표 III-1> 주요 공통 영업행위 규제의 정비 내용	23
<표 III-2> 자본시장통합법의 영업행위규제	27
<표 IV-1> 정보차단벽의 부서별 책임	59

《 要 約 》

- 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 “자본시장통합법”이라 함)은 투자매매업, 투자중개업, 집합투자업, 투자자문·일임업, 신탁업 등 모든 금융투자업을 종합 영위하는 “금융투자업자”의 설립을 허용
 - 증권업·자산운용업 등 금융투자업 간 겸업허용은 “규모 및 범위의 경제” 실현에 따른 시너지효과(synergy effect)를 기대할 수 있으나 다른 한편으로는 금융투자업 간 사내(in-house) 겸영에 따라 투자자와 금융투자업자 간 또는 투자자와 투자자 간 이해상충(conflicts of interest) 문제의 발생 가능성이 증가
 - 이러한 이해상충 문제를 효과적으로 규제·제어하는 장치를 마련하지 못할 경우 자본시장통합법의 기본방향인 투자자보호의 선진화는 소홀히 될 우려가 큼

- 이에 따라 본 보고서는 금융투자회사의 집합투자업과 다른 금융투자업무의 겸영에 따른 이해상충의 문제를 검토하고 외국 사례를 살펴본 후 향후 국내 금융투자회사 겸영에 따른 문제점을 최소화할 수 있는 방안을 검토

<금융투자업 이해상충의 개념>

- 금융기관은 고객의 자금을 수입하여 관리·운용하는 자로서 투자자에 대한 자금수탁자의 의무를 갖게 되는 데 수입업무 수행 시 다양한 이해관계자에 대한 신임의무(fiduciary duty)가 충돌하는 경우 이해상충 문제의 발생 가능성이 증가
 - 금융투자업 겸영에 따른 부서 간 다양한 형태의 이해상충 및 부서 간 정보교류에 의한 미공개정보 이용 행위 등 업무 간, 고객 간 이해상충 문제가 발생할 수 있음

- 금융투자업의 업무단위별 이해상충의 유형
 - 투자매매업무와 집합투자업 간의 이해상충
 - 기업금융업무(인수업 포함)와 집합투자업 간의 이해상충
 - 투자중개업과 집합투자업 간의 이해상충

<자본시장통합법상 이해상충 방지체계>

- 자본시장통합법에서는 현행 증권거래법(하위규정 포함) 및 간접투자자산운용법(하위규정 포함) 등의 이해상충 방지 관련 규제를 확장하거나 신설하여 사내 겸영업무 확대에 따른 이해상충 심화 가능성에 대한 방지에 많은 노력이 기울여지고 있음
- 자본시장통합법상 이해상충 방지체계는 크게 다음 네 가지로 규정되고 있으며, 이해상충 문제의 최소화를 위해 중첩적으로 규제하고 있음
 - ① 행위규제
 - ② 적절한 내부통제기준·절차(internal controls)의 마련
 - ③ 공시 또는 포기의무(disclose or abstain)
 - ④ 정보차단벽(Chinese wall) 설치 의무화 등
- 자본시장통합법에서는 이해상충이 발생할 가능성이 있다고 인정되는 경우 그 내용을 해당 투자자에게 사전에 알리고(disclosure) 이해상충 발생 가능성을 내부통제기준이 정하는 바에 따라 투자자보호에 문제가 없는 수준까지 낮춘 후 금융서비스를 제공하여야 하며, 이해상충 가능성을 낮추는 것이 곤란하다고 판단되는 경우 금융거래 서비스의 제공을 포기(abstain)하도록 의무화하고 있음

- 이해상충 가능성이 큰 것으로 인정되는 금융투자업 간 또는 금융투자업자와 금융투자업 간에는 정보교류 차단 장치(Chinese wall)설치를 의무화

<외국의 이해상충 해소 방안>

- 경영의 대폭적인 허용은 세계적인 추세이나 경영업무 간의 적정한 정보차단벽이 마련되지 않으면 다양한 이해상충의 문제가 발생할 수 있음
 - 이에 따라 각국에서는 이해상충 방지를 위한 규제체계를 마련하고 있으며, 개별 금융회사들도 이해상충 방지를 위한 다양한 장치를 마련
- 미국과 영국의 경우 법적으로는 증권사가 자산운용업을 경영할 수 있으나 증권사의 자산운용 경영은 실제로 아주 제한적임
 - 대형 투자은행들이 다수의 증권계열사와 자산운용계열사를 두고 있고 각 계열사는 특정 분야에만 전업하고 있으며, 증권계열사들은 사내에서 집합 투자기구(펀드)를 운용하지 않음
 - 유럽의 universal banking의 경우에는 매우 엄격한 정보차단벽(Chinese wall)으로 이해상충 문제를 해소하고 있음

<자본시장통합법 도입에 따른 이해상충 최소화 방안>

- 이해상충 최소화를 위한 기본 방향
 - 법상 규정된 이해상충 방지 방안의 철저한 이행
 - 금융투자업자가 이해상충을 해소하기 위해 필요하다고 합리적으로 기대되는 업자 공통의 모범기준·절차(best-practice)의 수립 및 시행
 - 모범기준을 기초로 한 금융투자업자의 자발적인 차단벽 설정

- 법률, 모범기준 및 회사별 차단벽의 충실한 이행을 위한 엄격한 사후 관리 방안 수립

<이해상충 최소화를 위한 세부 추진 방안>

○ 금융투자업자의 경영에 따른 이해상충 개념의 설정

- 개별 금융투자업자의 업무 유형별로 다양한 이해상충의 유형이 존재할 가능성이 있으므로 금융투자업자의 업무특성을 감안한 자체적인 이해상충의 개념화와 통제방안 수립이 중요

○ 이해상충을 최소화하기 위한 모범기준(best-practice)의 설정

- 모범기준은 금융투자업자의 이해상충을 최소화하기 위해 필요하다고 합리적으로 기대되는 유형별 자체기준을 금융투자업자와 감독기관 및 협회 등과 공동으로 설정하는 것이 적절할 것으로 판단됨
- 모범기준에 포함되어야 할 사항은 다음과 같음
 - 이해상충의 개념 및 구체적인 부문별 이해상충 사례
 - 업자별 차단벽 설치 시 포함되어야 하는 주요 내용
 - 이해상충 방지를 위해 금융투자회사 및 부서별로 취해야 하는 조치의 내용
 - 이해상충 문제가 발생할 가능성이 있는 경우 이를 해소하기 위한 구체적인 절차 및 방법
- 이해상충의 효과적인 방지를 위한 제어장치의 제정
 - 부서 간 이해상충 방지를 위한 엄격한 분리
 - 인적·물적 장치의 제한, 임직원의 겸직 금지 및 업무 범위 등
 - 미공개중요정보의 인지 및 이해상충 문제의 공시
 - 이해상충 관련 기록 유지
 - 임직원에게 대한 지속적인 교육 프로그램의 진행

○ 금융투자업자별 정보차단벽 설정

- 정보차단벽은 이해관계의 문제가 발생할 소지가 있는 부서 간에 정보의 교류를 차단하여 투자자를 보호하는 방안의 일환으로 마련되어야 함
- 정보차단벽의 설정에 있어 이해상충의 확인·관리를 위한 원칙 및 절차의 수립, 이해상충 방지를 위해 사업부서가 취해야 할 구체적 조치, 사업부서 간 이해상충 방지체계 구축 등을 포함하여 제정

○ 정보차단벽이 제대로 작동하는지와 관련한 사후관리 방안의 설정

- 제정된 기준의 일관성 있는 시행을 위해 경영자의 인식 전환 필요
- 사전·사후적으로 정보차단벽에 제정된 관련 절차 및 기준 등에 대한 지속적 검증 및 개선
- 법규에 따라 업무가 진행되고 관련 법규가 준수되고 있는지에 대한 철저한 점검 및 위반 시 벌칙의 엄격 적용

○ 이해상충 최소화를 위한 감독규정의 정비

- 경영 전환에 따른 초기 혼선에 대비하여 비조치의견(No Action Letter) 발급, 자율규제기관에 이해상충 판단위원회 설치 운영 등을 검토
- 다양한 이해상충의 문제가 발생할 소지가 있으므로 원칙에 근거한 자율적인 기준의 설정이 바람직함
- 문제가 발생할 경우 사후적인 규제조치 강화

《 Abstract 》

The Capital Markets Consolidation Act, which is to go in effect in 2009, allows for the establishment of a full-service investment bank by permitting a security firm to operate in a full spectrum of investment banking activities including principal trading, brokerage, fund management, investment advisory service and investment trust service. While the in-house delivery of various investment banking services allows the security industry to benefit from the synergy effect through the economy of scale and scope, it is likely to compound the difficulties associated with the conflicts of interest between the investment bank and its clients and the clients of one investment banking unit and those of the others.

In this report we examine various types of conflicts of interest anticipated under the Capital Markets Consolidation Act and suggest approaches to minimize these problems. First, we discuss the concept of conflicts of interest faced by a full-service investment bank. We then review the research on the subject and elaborate on the causes and types of conflicts of interest faced by a full-service investment bank. In addition, we examine the laws, regulations and practices designed to control conflicts of interest faced by a full-service investment bank in other jurisdictions, which include the United States, the United Kingdom, the European Union and Japan. Finally, we arrive at a set of prescriptions suited to address conflicts of interest faced by a full-service investment bank that we are likely to observe in Korea once the Capital Markets Consolidation Act comes in to effect.

There are two fundamental approaches to deal with conflicts of interest in the financial services industry. One is not to allow a financial services firm to engage in multiple financial services while the regulators set up a system

to deal with conflicts of interest in individual financial sectors. The other approach, which is espoused by the new law, is to allow a financial services firm to engage in multiple financial services while regulators spell out the basic standards of conduct broadly and the firms set up their own systems designed to deal with conflicts of interest in their own firms.

The Capital Markets Consolidation Act deals with the conflicts of interest in financial services industry by expanding the current laws dealing with conflicts of interest in the asset management industry as well as introducing new standards to deal with the greater scope of conflicts of interest expected in a full service investment banking firm. The system designed to deal with the conflicts of interest consists of four broad categories of regulatory tools, namely, limitations on specific actions, the establishment of internal controls, duties to disclose or abstain and the establishment of the Chinese wall.

In conclusion, we propose that regulators set up standards of conducts broadly and require individual multi-service investment banking firms to identify area of conflicts of interest and devise steps to deal with them by means of compiling, executing and updating compliance procedures and policies that deal with areas of operations where conflicts of interest may arise.

In order to assist the industry to adapt successfully to the new regulatory environment, we propose that the regulatory body, in consultation with the self-regulatory organizations and the industry, to publish the industry best practice guidelines for conflict of interest management system, which requires, among others, all possible areas of conflicts of interest be identified and defined in each financial service sector and business function; concrete steps be spelled out to deal with specific conflicts of interest; each multi-service investment banking firm define, update and audit an appropriate information firewall.

I. 서론

1. 연구의 배경과 목적

- 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 “자본시장통합법”이라 함)은 투자매매업, 투자중개업, 집합투자업, 투자자문·일임업, 신탁업 등 모든 금융투자업을 종합 영위하는 “금융투자업자”의 설립을 허용
 - 증권업·자산운용업 등 금융투자업간 겸업허용은 “규모 및 범위의 경제” 실현에 따른 시너지 효과(synergy effect)를 매우 크게 할 것이며, 그에 따라 발생하는 비용감소 등의 이익은 투자자에게 귀속될 것임

<표 1-1> 금융투자업자의 영위업무

구 분	내 용
금융투자업무	투자매매업(인수업 포함), 투자중개업, 집합투자업, 투자자문·일임업, 신탁업
경영업무	금융관련법령상 인허가·등록을 요하는 업무 중 대통령령이 정하는 업무, 금융관련법령에서 금융투자업자가 영위할 수 있도록 한 업무, 국가·공공단체 업무 대리 등
부수업무	금융투자업에 부수하는 업무(M&A 중개, 경영상담·조력, 자기계산투자(principal investments), 조사분석, 외국환업무, 유가증권 평가업무, 보호예수업무 등) * 네거티브 규제방식(원칙적 허용, 예외적 제한)

- 그러나 금융투자업 간 사내(in-house) 경영 업무가 확대됨에 따라 투자자와 금융투자업자 간 또는 투자자와 투자자 간 이해상충(conflict of interest) 문제가 심화될 가능성이 크게 증가
 - 이러한 이해상충 문제를 효과적으로 규제·제어하는 장치를 마련하지 못할 경우 자본시장통합법의 기본방향인 투자자보호의 선진화는 소홀히 될 우려가 큼

- 자본시장통합법 도입으로 금융투자회사의 겸영확대에 따른 이해상충의 문제가 발생할 가능성이 있으며, 이에 따라 이해상충을 최소화할 수 있는 방안의 검토가 필요한 상황임
 - 이에 본 연구에서는 금융투자회사의 집합투자업과 다른 업무의 겸영에 따른 이해상충 문제를 중심으로 이해상충을 최소화하는 방안을 검토함
 - 이해상충에 대한 기존의 연구를 분석하고 외국의 사례를 살펴본 후 향후 국내 금융투자회사의 자산운용과 다른 투자금융업의 겸영에 따른 이해상충 문제점을 최소화할 수 있는 방안을 검토함

2. 연구의 구성

- 본 장에 이어 제Ⅱ장에서는 이해상충의 개념과 이론들을 살펴봄
 - 금융투자업의 이해상충에 대한 기본적인 개념과 발생원인 및 제 유형을 검토

- 금융기관 이해상충과 관련한 기존의 다양한 연구들의 주된 결과를 살펴봄
- 제Ⅲ장에서는 자본시장통합법상 이해상충의 해소를 위한 방안을 검토하여 봄
 - 우선 자본시장통합법의 이해상충 규제방식에 대한 검토를 함
 - 자본시장통합법에 도입된 제반 이해상충 방지를 위한 내용들을 구체적으로 살펴봄
- 제Ⅳ장에서는 외국의 이해상충 최소화를 위한 주요 규정 및 금융기관의 자체적인 전략을 검토함
 - 미국, 영국, EU 및 일본의 자산운용부문과 투자은행부문의 이해상충 문제를 해소하기 위한 규제와 개별 금융기관의 전략을 살펴봄
- 제Ⅴ장에서는 자본시장통합법 제정에 따른 금융투자회사의 이해상충을 최소화하기 위한 방안을 검토함

II. 금융투자업 이해상충의 개념과 유형

1. 이해상충의 기본 개념

가. 이해상충의 개념

- 이해상충이란 일반적으로 타인을 대리하여 또는 타인을 위하여 업무를 수행하는 자가 그 업무를 수행하면서 어느 일방의 이익을 해하면서 자신이나 다른 투자자의 이익을 추구하는 행위를 말함
 - 이를 금융시장의 관점에서 보면 투자자와 금융회사(또는 그 대리인) 간 정보의 비대칭¹⁾(informational asymmetry)이 발생하게 되는데, 금융회사의 이해상충 문제는 금융회사가 자기 또는 특정 투자자의 이익을 위하여 정보를 남용하거나 숨기려고 행동할 유인에서 발생
 - 이러한 이해상충은 수임인이 둘 이상의 이해관계자에게 서비스를 제공하면서 어느 한 사람의 이익을 희생하고 자기 또는 다른 사람의 이익을 추구하는 경우 언제든지 발생 가능

 - 금융기관은 고객의 자금을 수임하여 관리·운용하는 자로서 투자자에 대한 자금수탁자의 의무²⁾를 갖게 되는 데 수임업무 수행 시 다양한 이해관계자에 대한 신임의무(fiduciary duty)가 충돌하는 경우 이해상충 문제 발생 가능성이 증가
-
- 1) 금융시장에는 투자자와 금융기관 간에는 시장정보의 수집·분석에 따른 비용 및 분석 능력의 질적 차이에 따라 정보의 비대칭이 발생함
- 2) 고객재산을 성실하게 운용하고, 고객수요에 적합하게 운용하며, 고객의 이익에 전념해야 하는 의무를 말함

- 즉, 금융투자회사가 자기매매(dealing), 중개업(brokerage), 인수업(underwriting) 및 자산관리업(wealth management)을 겸영하는 경우 금융투자업자의 각 영업부서는 그 고객에 대하여 각각 신임의무를 지게 됨
 - 이 경우 특정 고객의 이익을 추구하는 행위가 결과적으로 다른 고객의 이익을 침해하는 경우 발생
 - 예를 들어, 기업금융부서가 관련 기업의 정보에 대한 비밀유지의무를 이행했다라도 위탁매매부서 또는 자산운용부서가 특정고객의 이익을 위하여 동 정보를 이용하는 경우 기업금융부서 고객에 대한 신임의무(비밀유지의무)를 위반하는 결과 초래
- 이러한 이해상충 문제와 내부자거래 문제를 해결하기 위하여 다양하고 엄격한 규제가 이루어지고 있으며, 금융회사 자체적으로 차단벽 설치 등 조치를 강구하고 있음
- 이해상충 문제는 다양한 업무를 영위하는 금융투자업 뿐만 아니라 단종영업을 영위하는 금융투자업에서도 발생하고 있음
- 단종영업을 영위하는 금융회사의 이해상충은 주로 다수의 고객을 대상으로 서비스를 제공하는 경우 고객 간 이해관계의 충돌에 의해 발생할 수 있음
 - 그 주요 유형은 자기의 이익을 위하여 고객의 이익을 희생하거나, 특정 고객의 이익을 위하여 다른 고객의 이익을 훼손하는 경우임

<표 II-1> 이해상충의 유형

단일의 금융투자업 영위 시 이해상충 발생 양태	복수의 금융투자업 경영 시 이해상충 발생 양태
<ul style="list-style-type: none"> • 어느 한 투자자의 이익을 희생 ① 고유계정의 이익을 추구 ② 다른 투자자의 이익을 추구 	<ul style="list-style-type: none"> • 특정 금융투자업의 투자자 이익을 희생 ① 타 금융투자업으로부터 자신의 이익을 추구 ② 타 금융투자업의 투자자 이익을 추구

나. 이해상충의 발생 원인

- 금융투자회사에서는 업무 경영에 따른 각 부서 간 다양한 형태의 이해상충 및 부서 간 정보 교류에 의한 미공개정보 이용 행위 등 내부자거래가 발생되며, 이 경우 업무 간, 고객 간 이해상충 문제가 모두 발생할 수 있음
 - 즉, 기업금융부서를 비롯한 각 부서는 기업관계 등으로부터 미공개 중요 정보를 얻고, 다른 부서와 그 정보를 공유할 가능성이 있으며, 회사가 자산운용과 관련된 투자업무를 수행함에 있어 자기의 이익과 자산운용고객 등 타부서 고객과의 이익 간에 이해상충 문제가 발생할 수 있고, 회사는 자신의 이익을 위하여 행동할 가능성이 높음
 - 또한 위탁매매업무부서가 고객으로부터 미공개 중요정보를 획득한 경우에도 회사 자신 및 자산운용 고객과 동일한 이해상충 문제가 발생될 수 있음
 - 특히 집합투자업은 투자자의 재산을 모아서(pooling) 공동운영하기 때문에 일반적으로 업무 간 이해상충의 문제 발생 시 자기 또는 증권업 관련 고객의 이익을 위해 이용될 유인이 증가

○ 이와 같이 금융투자업 경영에 따른 부서 간 다양한 형태의 이해상충 및 부서 간 정보교류에 의한 미공개정보 이용 행위 등 업무 간, 고객 간 이해상충 문제가 발생할 수 있는데 그 원인을 살펴보면 다음과 같이 크게 세 가지로 나눌 수 있음³⁾

— 의무 충돌형 : 여러 영업부서에서 서로 이해가 다른 여러 고객을 위해 행위를 하는 경우 각 고객에 대한 신임의무 사이의 충돌로서 현재 고객 간의 관계에서 주로 발생

- 금융투자업자가 이해관계가 충돌하는 두 명의 고객으로부터 동시에 서비스제공을 요청받는 경우 두 고객에 대한 신임의무는 충돌됨

- 이 경우 두 서비스를 모두 수락하면 신임의무 위반이며, 각 고객에게 이해상충 사실을 알리고 고객의 사전 동의를 얻을 경우 업무 수행 가능

— 정보 보유형 : 특정부서에서 업무상 미공개 내부정보를 보유하게 되는 경우 동 고객을 위한 비밀유지의무와 다른 부서의 고객을 위한 정보사용 의무 사이의 충돌로서 고객과의 관계가 종료된 후에도 지속되며, 현재 고객 간 뿐 만 아니라 잠재 고객과 현재 고객 간 또는 현재 고객과 과거 고객 간에도 발생

— 자기이익-의무 충돌형 : 금융투자업자가 고객에 대한 의무를 이행하는 과정에서 금융투자업자의 이익을 갖게 되는 경우가 발생하는데 이 경우 본인의 이익과 고객의 이익이 충돌하는 경우로서 현재 고객과의 관계에서 발생

3) 권중호 · 이중기 · 장근영(2006) 151쪽

<표 II-2> 금융회사의 이해상충 발생 원인

유 형	발생원인	주요사례
의무 충돌형	<ul style="list-style-type: none"> 여러 영업부서에서 서로 이해가 다른 여러 고객을 위해 행위하는 경우 각 고객에 대한 충실의무 간의 충돌 현재 고객 간의 관계에서 발생 	<ul style="list-style-type: none"> 특정 기업에 대한 인수업무를 담당하고 있으면서 자산관리부서에서 동사의 주식을 대량매도하는 경우 인수대상회사의 주가를 안정화 또는 부양할 의무와 자산관리부서 고객의 이익보호의무(신임의무) 간 충돌
정보 보유형	<ul style="list-style-type: none"> 특정부서에서 내부정보 보유 시 동 고객을 위한 비밀유지의무와 다른 부서의 고객을 위한 정보 사용의무 간의 충돌 현재고객 간, 잠재고객과 현재고객 간 또는 현재고객과 과거고객 간 발생 	<ul style="list-style-type: none"> 기업금융부서에서 특정 기업의 주가에 부정적인 내부정보를 보유하고 있는 경우 기업금융고객에 대한 비밀유지의무와 자산관리부서 고객에 대한 충실의무(매도 또는 매도의 권유) 간 충돌
자기이익- 의무 충돌형	<ul style="list-style-type: none"> 금융투자업자가 고객에 대한 의무를 이행하는 과정에서 본인의 이익과 고객의 이익이 충돌 현재고객과의 관계에서 발생 	<ul style="list-style-type: none"> 특정기업 긍정적 내부정보 보유하고 있는 상황에서 펀드 고객의 환매 의무에 응하기 위해 고유계정에서 동 주식을 매수하는 경우 펀드 손실 초래, 회사는 이익(미공개 정보의 공개 시 매매 차익)

2. 금융기관 이해상충에 대한 기존의 연구

- 금융기관의 이해상충과 관련한 기존의 연구들은 이해상충의 법률적, 경제적인 효과에 초점을 두고 이루어짐

- 경제적 효과와 관련한 연구에서는 계약과 관련한 비용이 발생하고 정보비대칭이 발생하는 경우, 금융기관의 이해상충은 다양한 업무에 편재하고 있으며, 그 효과도 양면성을 지니고 있다는 결과를 제시하고 있음
 - 이해상충의 경제적 효과에 대한 연구들은 시장에서의 이해상충이 증권가격에 미치는 영향, 시장 효율성의 문제, 금융소비자의 효율 및 보호와 관련한 이슈, 규제가 이해상충에 미치는 영향, 이해상충이 시장의 효율성과 경쟁에 미치는 영향 등에 대한 분석이 주류를 이루고 있음
- 이론적으로 소비자가 합리적이라면 이해상충이 발생할 경우 서비스 가격을 인하하려는 압력이 존재할 것이며, 이에 따라 금융기관들은 이해상충 발생가능성을 제거하려는 노력을 기울일 가능성이 있음
- 예를 들면 투자은행업무와 증권분석업무 간에 이해상충이 발생할 경우 증권분석업무를 투자은행업무와 독립시키는 방식으로 이해상충의 문제를 해결할 수 있음
 - 그러나 실제로 일부 투자은행들은 증권분석업무를 독립시키는 방식을 취하고 있지만 일부 투자은행들은 사내(in-house) 겸영 형태로 증권분석업무를 운영하고 있음
- 금융투자회사의 투자은행업무와 관련한 이해상충의 문제에 대하여 많은 실증적인 연구들은 애널리스트의 투자의견의 정확성 및 장단기 성과분석에 초점을 두고 있음

- 애널리스트의 편중된 투자의견이 투자은행의 평판(reputation)이나 투자성과에 미치는 영향을 분석하여 이해상충의 경제적인 효과를 실증적으로 분석⁴⁾
 - 이해상충에 대한 실증분석 결과들은 서로 상반된 결과를 나타내고 있음⁵⁾
- 상업은행과 투자은행의 이해상충과 관련한 연구들은 상업은행의 회사채 인수업무 취급에 따른 이해상충의 문제에 초점을 둔 분석을 하고 있음
- 이러한 연구들에서는 상업은행이 인수한 채권과 투자은행이 인수한 채권 간의 동일등급 부도율을 비교하는 방식으로 이해상충의 문제를 검토하고 있음⁶⁾
 - 이러한 상업은행의 투자은행업무에 대한 연구결과들은 부정적 영향이 없다는 의견이 대부분을 차지하고 있음
- 겸영과 이해상충 간의 trade-off 효과에 대해서는 서로 다른 주장을 하는 연구들이 존재함
- 일반적으로는 다양한 서비스를 제공하는 금융기관의 경우 금융기관에 높은 수익을 제공하는 상품을 추천할 가능성이 높기 때문에 이해상충의 문제가 발생한다고 주장

4) 투자의견의 정확성 및 성과에 대한 연구들로는 Dugar and Nathan(1995), Lin and McNichols(1998), Agrawal and Chen(2004), Ljungqvist, Marston, Starks, Wei and Yan(2007) 등이 있음

5) Mehran and Stulz(2007) 참조

6) 이러한 연구들로는 Drucker and Puri(2006), Puri(1996), Kroszner and Rajan(1994) 등이 있음

- Santos(1997)의 연구에 따르면 다양한 상품과 서비스의 제공이 미래 계약의 가능성을 증대시킨다면, 다양한 금융상품을 제공하는 금융기관의 경우 고객의 이해에 반하는 행동을 할 가능성이 줄어든다는 주장을 하고 있음
 - Ritter and Zhang(2007)에 따르면 인수 금융기관에 의해 운영되는 펀드는 금융기관이 인수한 IPO에 더 많이 투자할 가능성이 있다고 주장하고 있음
- 금융기관의 이해상충과 관련한 또 하나의 연구부문은 규제가 이해상충의 문제를 해소하는 역할을 하는가에 관련된 부문임
- 이러한 연구들은 기업의 선택적 공시를 금지하고 있는 Regulation Fair Disclosure(FD)와 같은 금융기관의 이해상충을 완화시키는 규제의 변화가 금융시장에 미치는 영향을 주로 분석하고 있음
 - Mohanram and Sunder(2006)의 연구에 따르면 Regulation FD의 도입에 따라 사적정보의 유용성이 감소하고 이에 따라 애널리스트들의 시장에 대한 예측의 정교성이 감소하고 있다고 주장하고 있음
- 자산운용의 이해상충 문제는 주로 자산운용자와 투자자 간의 이해상충에 초점을 둔 분석이 이루어지고 있음
- 자산운용과 투자자에 대한 이해상충은 운용자 자신의 이익이 투자자에 대해 부담하고 있는 신임의무(fiduciary duty)와 충돌하는 상황, 또는 펀드 운용자가 복수의 투자자에 대해 잠재적으로 상충하는 신임의무를 부담하고 있는 상황에서 이해상충이 발생(Poser, 1990)

— 자산운용에 참여하는 다양한 경제주체 각자가 자신의 목표를 추구하는 과정에서 상호 이해관계가 상충되는 경우가 발생할 수 있음

- 어느 한쪽 투자자(개인투자자)의 이익을 희생하여 다른 투자자(기관투자자)의 이익을 추구함에 따라 투자자들 사이의 이해가 서로 상충될 수 있음
- 투자자의 이익을 희생하여 고유계정의 이익을 추구함으로써 주인인 투자자의 이해와 대리인인 운용회사의 이해가 상충될 수 있음
- 운용회사 전체의 이해와 구성원인 운용자의 사적 이해가 상충될 수 있음

○ 투자자와 운용자 사이의 이해상충 원인은 비대칭적 정보로 인하여 발생하는 본인-대리인 문제(principal-agent problem)임

— 운용자는 업무를 수행하는 과정에서 투자자에 비하여 투자대상에 관한 중요한 정보를 보다 풍부하고 신속하게 확보할 수 있는바, 이러한 정보 우위를 이용하여 사적 이익을 추구할 수 있음

— 이행상충의 발생 원인은 복수 의무의 충돌, 사적 정보의 보유, 자기 이익과 의무의 충돌 등으로 구분될 수 있음(권종호·이중기·장근영, 2006)

3. 집합투자업 겸영에 따른 이해상충의 유형

- 금융투자업자의 업무 간, 고객 간 이해상충은 주로 증권회사가 자산운용업을 사내 겸영하는 경우 기존 증권업(자기매매, 중개업, 기업금융업무)과 집합투자업(자문업, 일임업 등)과의 충돌이 문제가 될 것임
 - 자산운용업 겸업의 경우 자산운용과 관련된 투자의사 결정을 통제하거나 영향을 미칠 수 있으므로 특정 투자자를 위해 일반 투자자의 이익을 희생할 우려 증가
 - 실제로 자산운용업의 경우 특정 투자자를 위해 일반 투자자의 이익을 희생한 사례가 다수 나타나고 있어 겸업의 경우 그 가능성은 더욱 증대됨

 - 금융투자회사가 집합투자업과 다른 업무를 겸영하는 경우 발생할 수 있는 영위업무 간 이해상충은 다음과 같은 유형이 있을 수 있음
 - 투자매매업(인수업 제외)과 집합투자업 간의 이해상충
 - 기업금융업(인수업 포함)과 집합투자업 간의 이해상충
 - 증권중개업과 집합투자업 간의 이해상충
 - 고객 간 이해상충문제는 투자중개업 고객 간, 집합투자업 고객 간의 충돌이 주요 이슈가 될 것임
-
- 7) 증권매매·중개업 간에는 다른 업무에 비해 이해상충의 정도가 상대적으로 낮으며, 자산운용업·자문업·일임업의 경우에도 그 본질이 자산관리업이라는 점에서 동질성이 큼. 다만 인수업무와 중개업무 간에는 미공개 중요정보의 이용 등의 이해상충문제가 발생할 소지가 있으므로 이에 대한 규제방안이 마련되어야 함

- 고객의 정보를 이용하여 특정 고객의 이익을 도모하거나, 일반 고객과 특정 고객의 이해상충 시 특정 고객의 이익만을 추구하는 행위

가. 투자매매업(인수업 제외)과 집합투자업 간의 이해상충⁸⁾

- 금융투자업자는 고객과 자기이익이 상충하는 경우 자기의 이익을 추구할 유인이 충분히 존재
 - 특히 자산운용업을 겸업하는 경우 자기이익을 위해 자산운용계정을 이용할 가능성 상존
- 투자매매업과 집합투자업간에 발생할 수 있는 주요 이해상충 행위의 유형은 ①자기거래(dumping) ②선행매매(front-running 및 scalping) ③불공정 배분행위(cherry-picking) 등이 있음
 - 자기거래(dumping)
 - 펀드재산으로 금융투자업자 보유 증권을 고가 매수하거나, 펀드 보유 증권을 금융투자업자에게 저가 매도 또는 상호 교환하게 하는 행위
 - 선행매매(front-running 및 scalping)

8) 투자매매업은 증권회사가 금융투자상품을 자기명의·자기계산으로 매매하는 것을 말하며, 금융투자상품에 투자·운용하는 것을 주로 하는 법인 자산관리업(집합투자업, 투자자문·일임업, 신탁업)과 이해상충 소지가 존재함. 최근 증권회사는 고유계정의 자산운용 수익 증대를 위하여 PI(principal investment)업무를 활발하게 운영하고 있어 이해상충 가능성이 증대함

- front running : 펀드의 운용정보(매매 또는 보유 증권정보)를 이용하여 펀드에서 매매하기 전에 자기계정에서 먼저 매매 거래하는 행위
- scalping : 특정증권에 대한 매매·보유 의견서를 제출하기 전에 고유계정 또는 개인계정으로 우선 매매 거래하는 행위
- 불공정배분 행위(cherry picking) : 우량자산을 고유계정에, 불량자산을 고객계정에서 매매 거래하게 하는 행위
- 기타 i) 자기계정에 특정 주식이 과다 편입된 경우 동 주식에 대한 부정적 정보 및 주식시장 침체 등의 경우 포지션(position) 감소를 위해 펀드에서 동 주식을 매수하는 경우, ii) 자기계정에서 보유한 주식의 가격안정을 위하여 펀드에서 동 주식을 집중 매수하는 경우 등

나. 기업금융업⁹⁾(인수업 포함)과 집합투자업 간의 이해상충

- 투자매매업과 집합투자업과의 이해상충은 기업금융업무를 수행하는 과정에서 취득한 기업의 미공개 중요정보를 자산관리부서에서 이용하거나, 펀드채산을 기업금융부서의 이익을 위하여 이용하는 경우 발생
- 투자매매업과 집합투자업과의 주요 이해상충 유형은 다음과 같음
 - 인수부서에서 인지한 기업의 호재성·악재성 미공개정보를 이용하여 펀드의 고객을 위하여 동 기업주식을 매수·매도하는 행위

9) 기업금융업은 유가증권의 인수업무, 투자은행업무, IPO업무, project finance 업무, 직접투자(principal investment)업무, 기업의 M&A에 대한 자문업무를 주요업무로 함

- 금융투자업자가 인수하고 남은 증권을 펀드재산으로 인수하는 행위, 또는 금융투자업자의 고유계정과 고객계정에서 공동으로 특정증권을 인수하는 행위(joint-transaction)
- 인수 전 시장가 조성을 위해 펀드에서 인수 대상 주식을 매수하는 행위
- 인수 대상 증권이 부적격 증권이거나 인수부서의 과잉 인수물량에 따른 위험 감소를 위해 발행증권을 펀드에 배정하는 행위
- 인수부서가 인수한 주식의 고가 매도를 위해 펀드에서 동 주식을 집중 매수하는 경우
- 기업금융부서가 자문·증권인수기업의 이사회를 위하여 자산관리부서에서 동 기업에 유리한 의결권행사(proxy voting)를 하거나, 위임장 권유하는 행위(proxy solicitation)

다. 증권중개업과 집합투자업(투자 일임·자문포함) 간의 이해상충¹⁰⁾

- 회사의 이익을 위하여 자산운용계정에서 빈번하게 매매하거나, 타사에 비해 높은 수수료를 지급하는 경우 및 증권중개매매를 하는 고객의 이익을 위하여 자산운용계정을 이용하거나 펀드의 이익을 위하여 증권중개고객의 계정을 이용하는 경우 이해상충 발생

10) 증권중개업은 고객의 자산을 증권회사의 명의로 투자상품 및 유가증권을 매매 또는 중개하는 업을 의미함

- 증권중개업과 집합투자업(투자 일임·자문포함)의 주요 이해상충 유형은 ①churning ②soft commission ③directed brokerage 등이 있음
 - churning : 고객계산(펀드 등)으로 주식을 매매 중개하는 과정에서 지나치게 빈번하게 매매 거래하는 행위
 - soft commission : 고객계산(펀드 등)으로 리서치 또는 위탁매매서비스를 제공하는 중개업자에게 지나치게 과도한 수수료를 지급하는 행위
 - directed brokerage : 펀드상품을 판매하기 위하여 특정중개업자에 위탁매매주문을 몰아주는 행위
 - insider trading : 미공개 펀드운용정보를 이용하여 위탁매매의 권유를 하는 경우
 - 불완전판매 : 자기가 자산관리하는 상품을 다른 상품보다 우선·과장하여 판매하는 행위
 - 기타 i) 펀드에서 매수 전 주식을 투자자문 또는 권유하는 경우 펀드의 과잉 포지션을 해결하기 위하여 동 주식을 매수하도록 투자자문·권유하는 경우 ii) 펀드에 편입된 주식의 상승 유도를 위해 펀드 편입 주식을 우선적으로 매수하도록 투자권유하거나 영향력을 행사하는 행위 등이 있음

라. 고객 간·펀드 간의 이해상충

- 특정 고객의 이익 확보 및 손실 축소를 위해 미공개정보를 특정 고객에게만 이용하게 하거나, 불공정거래에 이용하는 경우 고객 간 이해상충 문제 발생

- 인수부서의 미공개 중요정보를 특정 고객에게만 이용하는 경우
- 특정 고객의 미공개 기밀정보를 다른 고객을 위해 이용하는 경우
- 펀드 간 대량거래 후 손익을 특정 고객에게 차등 배분
- 한 고객의 이익 확대 또는 손실 축소를 위해 자선거래, 이체거래 등을 통해 우량주식을 특정 펀드에 이전하는 등 행위

III. 자본시장통합법상 이해상충 방지체계

1. 이해상충 방지를 위한 규제 방식

- 이해상충 방지를 위한 규제방식으로는 다음과 같은 방식이 있음
 - 금융투자업간 사내(in-house) 겸영을 원천 금지하고 각 금융 개별법에서 이해상충 방지체계를 두는 방안
 - 금융업의 겸영을 허용하되 겸영에 따라 증가되는 이해상충 문제는 법률상 업자가 이행해야 하는 기본적인 의무만을 규정하고 구체적인 것은 업자별로 이해상충 방지를 위한 적절한 체계를 구축·시행하도록 하는 방안이 있음
 - 주요 선진국(미국, 영국, 일본)의 경우 금융투자업간 겸영 방식을 채택하고 있으며 이해상충 방지를 위한 규제 체계는 후자의 방식을 채택하고 있음

- 지금까지 우리나라는 금융투자업자가 사내 겸영 형태로 금융투자업을 모두 영위하는 것을 금지하고 있으며, 각 개별법에서 이해상충 방지를 위한 규제체제를 정하고 있음

- 사내 겸영 방식은 여러 금융투자업무를 본체에서 함께 영위함에 따라 사업위험의 증가 및 이해상충 문제의 심화 가능성에 따른 투자자 피해 우려 등의 문제점이 있으나, 규모 및 범위의 경제 효과에 의한 비용 절감 등 시너지효과를 기대할 수 있음

- 이해상충 문제는 다양한 이해관계를 가진 다수의 고객을 대상으로 하는 금융투자업의 특성상 그 정도의 차이만 있을 뿐 불가피한 현상
 - 증권업과 집합투자업을 현재와 같이 별개의 법인으로 분리하고, 자회사 또는 지주회사 방식의 겸영만 허용한다 하더라도 두 업간 이해상충 문제는 여전히 발생할 수 있음

- 따라서 금융투자업 겸영을 원천 금지하든 겸영을 허용하든 각각 장·단점이 있음
 - 선진국의 금융업 영위 방식 등을 감안할 경우 금융투자업간 본체 겸영을 법적으로 일률적으로 금지하기 보다는 과거 개별법에서 미흡했던 이해상충 방지 장치를 보완하여 이해상충의 문제를 최소화하여 이를 허용하는 것이 바람직함
 - 이는 미국 등 선진국에서 수차례의 금융개혁을 통하여 겸영을 통한 효율성 제고 및 규제를 완화하는 국제적 추세¹¹⁾에 부합

11) 미국, 영국 등 선진국의 경우 겸업화·증권화 추세에 부응하여 증권업과 집합투자업의 본체 겸영을 직접 금지하기 보다는 i) 이해상충 문제에 대한 사전 공시, ii) 정보차단벽의 설치 등을 통하여 금융투자업자가 이해상충 방지를 위한 적절한 조치를 취하도록 의무화하고, 이를 위반할 경우 금융투자업자의 신임의무 및 포괄적 사기금지규정(anti-fraud provision) 위반으로 조치함으로써 간접적으로 규제하는 방식을 취하고 있음

2. 자본시장통합법상 이해상충 방지체계

- 금융투자업 사내 겸영으로 인한 효익(규모의 경제·범위의 경제로 인한 시너지 효과, 업무효율성 증대, 고객의 편익 증대 또는 손실 회피 등)을 극대화하기 위해서는 금융투자업 간 정보공유 등이 불가피함
 - 그러나 금융투자업 간 정보공유를 무제한 허용할 경우 내부정보를 이용하여 자기 또는 제3자의 이익을 도모하는 이른바 “도덕적 해이” 현상이 일어날 가능성이 큼
 - 따라서 겸영을 허용하더라도 정보차단벽(Chinese wall) 등 엄격한 이해상충 방지체계를 갖추도록 요구할 필요가 있음
 - 정보차단벽 설치 수준은 대형 투자은행의 육성이라는 법의 목적과 투자자의 이익 보호라는 공익 목적을 비교 교량(較量)하여 설정할 필요가 있음

- 자본시장통합법에서는 현행 증권거래법(하위규정 포함) 및 간접투자자 산운용업법(하위규정 포함) 등의 이해상충 방지 관련 규제를 확장하거나 신설하여 사내 겸영업무 확대에 따른 이해상충 심화 가능성에 대한 방지에 많은 노력이 기울여지고 있음
 - 금융투자업자의 업무 확대 등에 맞추어 선진국의 입법례¹²⁾를 감안하여 이해상충 방지체계를 마련

12) 영국(COB 2.4)(COB 5.3.5), 호주(FSRA 945A), 싱가포르(SFA 123.(k)), 홍콩(SFO 168.(2).(h)), 일본(금융상품거래법 32조2항), 독일(증권법 31조(1).2, 32조(1).2.)

○ 자본시장통합법상 이해상충 방지체계는 크게 다음 네 가지로 규정되고 있으며, 이해상충문제의 최소화를 위해 중첩적으로 규제됨

- ① 행위규제
- ② 적절한 내부통제기준·절차(internal controls)의 마련
- ③ 공시 또는 포기의무(disclose or abstain)
- ④ 정보차단벽(Chinese walls) 설치 의무화 등

○ 자본시장통합법상 영업행위규제의 특징은 모든 금융투자업에 공통적으로 적용되는 '공통규제'와 금융투자업자별로 고유특성을 반영한 '업별규제'를 마련하고 있다는 것임

— 공통규제는 금융투자회사가 투자자를 상대로 영업을 함에 있어 공통적으로 지켜야 할 규율임

- 신의성실의무, 고객이익 우선 및 고객 간 공평대우원칙, 금융상품 설명의무, 손실보전 금지 등 규제는 모든 금융투자회사에 확대 적용됨
- 투자자의 특성을 파악할 의무(know-your-customers-rule), 고객숙지의무, 원하지 않는 투자권유 금지(unsolicited call)등 선진 규제를 도입

— 업별규제는 6개 금융투자업의 고유한 특성을 반영하여 각기 특성에 맞는 규제 체계를 마련함

- 예 : 자기계약의 금지(투자매매업자), 임의매매의 금지(투자중개업자), 집합투자재산의 자산운용제한(집합투자업자), 금전대여 금지(투자자문업자·투자일임업자), 고유재산과 신탁재산의 구분(신탁업자)

— 일반 투자자와 전문 투자자에 대하여 차등화된 행위규제 적용

- 전문투자자는 위험 감수 능력이 있으므로 투자자보호 규제는 일반 투자자에게 집중함
- 예컨대, 투자자의 특성을 파악할 의무, 적합성 원칙, 설명의무는 일반 투자자에게만 적용

<표 III-1> 주요 공통 영업행위 규제의 정비 내용

규제 명칭	주요 내용	비고
신의성실의무	• 신의성실 원칙에 따라 공정하게 금융업을 수행할 것	확대
고객숙지의무	• 투자자 특성(투자목적, 재산상태 등)을 면담, 질문 등을 통하여 파악한 후 서면 확인을 받을 것	신설
적합성 원칙	• 투자권유는 투자자의 투자목적, 재산상태, 투자경험 등에 적합하도록 함	확대
상품설명 의무	• 투자권유 시 금융상품의 내용, 위험에 대하여 설명하고 이해했음을 서면 확인받도록 함 • 설명의무 미이행으로 손해발생시 금융투자회사에게 배상 책임을 부과하고 원본손실액을 배상액으로 추정	확대 신설
부당권유 규제	• 손실부담의 약속 금지 • 이익 보장 약속 금지 • 투자자가 원하는 경우를 제외하고 방문·전화 등에 의한 투자권유 금지(unsolicited call 규제)	확대 확대 신설
약관 규제	• 약관의 제정·변경 시 금감위 보고 및 공시 의무화	확대
광고 규제	• 금융투자회사가 아닌 자의 투자광고 금지 • 금융상품의 위험 등 투자광고 필수 포함내용 규정	신설 확대

자료: 재정경제부, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 설명자료

가. 행위규제(이해상충 행위의 금지 또는 제한)

○ 금융투자업자의 행위규제는 단일의 금융투자업 영위 시 또는 복수의 금융투자업 영위 시 발생 가능성이 있는 이해상충 행위에 대해 구체적으로 금지 또는 제한하는 규제 외에 이해상충 문제의 사전적 예방 장치로서 금융투자업자가 공통적으로 준수하여야 할 사항을 신설 또는 확대하여 영업행위 규제 제도를 마련

— 신의성실의무, 고객이익 우선 및 고객 간 공평대우원칙, 고객숙지의무 및 적합성 원칙, 설명의무, 불초청 권유 금지 등 금융투자업자가 공통적으로 준수하여야 할 사항을 신설 또는 확대함

○ 금융투자업별 영업행위 규제

— 투자매매·중개업

- 투자매매업자 또는 투자중개업자는 금융투자상품에 관한 같은 매매에 있어 자신이 본인이 됨과 동시에 상대방의 투자중개업자가 되는 것을 금지(자기계약 금지)
- 매수·매도주문을 체결하기 전에 자기 계산으로 매수·매도하는 행위(front running) 금지
- 조사분석자료(특정 금융투자상품의 가치에 대한 주장이나 예측을 포함한 자료) 내용의 확정·공표 후 24시간 이내에 조사분석 대상 증권의 자기매매 금지
- 인수대상 증권의 상장 후 일정기간 내 동 증권에 대한 조사분석 자료를 공표하거나 제공하는 행위 (pumping & dumping) 금지
- 일임·임의매매 제한

— 집합투자업

- 신임의무(선관주의의무 및 충실의무)
- 사전배분계획에 의한 공정배분의무
- 자기집합투자증권 취득 제한
- 이해관계인과의 거래 제한
- 가격에 중대한 영향을 미칠 수 있는 투자자 재산의 매도·매수 의사를 결정한 후 이의 실행 전에 자기계산으로 매도·매수하거나 또는 이를 제3자에 권유하는 행위 제한
- 자기 또는 관계인수인이 인수한 증권을 집합투자재산으로 취득하는 행위 제한
- 특정 집합투자기구의 이익을 해하면서 자기 또는 제3자의 이익을 도모하는 행위 금지(자기거래 금지)
- 특정 집합투자재산을 집합투자업자의 고유재산 또는 그 집합투자업자가 운용하는 다른 집합투자재산, 투자일임재산 또는 신탁재산과 거래 행위 금지(쌍방대리행위 금지)
- 제3자와의 계약 또는 담합 등에 의하여 집합투자재산으로 특정 자산에 교차하여 투자하는 행위 금지(교차투자행위제한)

— 투자자문·일임업

- 신임의무(선관주의의무 및 충실의무)
- 가격에 중대한 영향을 미칠 수 있는 투자자 재산의 매도·매수 의사를 결정한 후 이의 실행 전에 자기계산으로 매도·매수하는 행위 금지
- 자기·관계인수인이 인수한 증권을 투자일임재산으로 매수하는 행위 금지

- 자기·관계인수인이 인수업무를 담당한 회사의 특정증권의 시세 조종목적으로 투자일임재산으로 그 증권을 매매하는 행위 금지
- 특정 투자자의 이익을 해하면서 자기 또는 제3자의 이익을 도모하는 행위 금지(자기계약거래 금지)
- 투자일임재산으로 자기가 운용하는 다른 투자일임재산, 집합투자재산 또는 신탁재산과 거래하는 행위 금지(쌍방대리행위 금지)
- 투자자의 동의없이 투자일임재산으로 투자일임업자 또는 그 이해관계인이 발행한 증권에 투자하는 행위 금지(이해관계인과의 거래 제한)
- 투자일임재산으로 자기·이해관계인 발행 증권에 투자하는 행위

— 신탁업

- 신임의무(선관주의의무 및 충실의무)
- 가격에 중대한 영향을 미칠 수 있는 투자자 재산의 매도·매수 의사를 결정한 후 이의 실행 전에 자기계산으로 매도·매수하는 행위 제한
- 자기·관계인수인이 인수한 증권을 신탁재산으로 매수하는 행위
- 자기·관계인수인이 인수업무를 담당한 회사의 특정증권의 시세 조종목적으로 투자일임재산으로 그 증권을 매매하는 행위
- 자기계약·쌍방대리, 이해관계인과의 거래 제한
- 투자일임재산으로 자기·이해관계인 발행 증권에 투자하는 행위

<표 III-2> 자본시장통합법의 영업행위규제

구 분	공 통	금융투자업별 영업행위규제
투자매매·중개업	<ul style="list-style-type: none"> • 신의성실의무 • 고객이익 우선 및 고객 간 공평대우원칙 • 적합성·설명의무·불초청 권유 금지 • 직무관련 정보의 이용 금지 	<ul style="list-style-type: none"> • 자기계약 금지 • 선행매매 금지(front running) • 조사분석자료 공표 전 증권매매 금지 (scalping) • 일임·임의매매 제한
집합투자업		<ul style="list-style-type: none"> • 신임의무(선관주의·충실의무) • 사전배분계획에 의한 공정배분원칙 (cherry picking 금지) • 자기집합투자증권 취득 제한
투자자문(일임)업		<ul style="list-style-type: none"> • 이해관계인과의 거래 제한 • 선행매매 금지
신 탁 업		<ul style="list-style-type: none"> • 관계인수인 인수증권 취득 제한 • 자기거래·쌍방대리·교차투자행위 제한 • 자기·관계인수인 인수증권의 인위적 시세형성 목적으로 투자일임재산으로 그 증권을 매매하는 행위(투자일임 한) • 자기·이해관계인 발행 증권에 투자하는 행위(투자일임·신탁 한)

나. 이해상충 관리를 위한 내부통제기준 마련 의무화

- 금융투자업의 이해상충 관리를 위한 내부관리(internal controls)시스템을 마련하도록 의무화(법 제44조 제1항)
 - 금융투자업자와 투자자 간 또는 투자자와 투자자 간의 이해상충을 방지하기 위하여 이해상충 발생가능성을 파악·평가하고, 내부통제기준이 정하는 구체적인 방법 및 절차에 따라 이를 적절히 관리하도록 의무화

다. 공시 또는 포기 의무

- 내부통제기준을 통해 이해상충을 파악·평가하여 이해상충이 발생할 가능성이 있다고 인정되는 경우
 - 그 내용을 해당 투자자에게 사전에 알림(disclose)
 - 이해상충 발생 가능성을 내부통제기준이 정하는 바에 따라 투자자 보호에 문제가 없는 수준까지 낮춘 후 금융서비스를 제공
 - 이해상충 해소를 위한 구체적인 절차와 방법은 내부통제기준으로 정함
 - 이해상충 가능성을 낮추는 것이 곤란하다고 판단되는 경우 금융거래 서비스의 제공을 포기하도록 의무화(abstain)

<Disclose or Abstain Rule의 적용 예>

- (인수를 거절하여야 하는 경우) 기업금융부서에서 A기업의 현 경영진으로부터 경영권 방어를 위해 M&A 관련 업무를 담당하면서 동시에 동 기업을 적대적으로 인수하려는 B기업으로부터 M&A 관련 자문업무를 맡도록 의뢰받는 경우
 - 금융투자업자의 A기업에 대한 비밀유지의무와 B기업에 대한 충실의무(A기업의 비밀정보를 이용할 의무)는 법적·물리적으로 양립 불가능하므로 두 기업 중 어느 하나에 대한 M&A 자문업무의 인수를 거절하는 것이 타당

- (사전공시 등 내부통제만으로 충분한 경우) 기업금융부서에서 A기업의 IPO 업무를 수행하면서 지득한 내부정보에 대한 비밀유지의무와 자산관리부서의 동 내부정보를 이용하여 동 기업의 증권을 매매하여야 할 신임의무가 충돌하는 경우
 - 정보차단벽을 설치하여 두 부서간 정보흐름을 적절히 차단하는 경우 사전공시만으로 충분. 즉, 이 경우 기업금융부서에서 A기업의 주가에 부정적인 영향을 미칠 수 있는 내부정보를 보유하고 있더라도 자산관리부서에서 이를 모르는 상태에서 A기업의 주식을 계속 보유하거나 이를 추가로 매수하더라도 자산관리고객에 대한 신임의무 위반이 아닌 것으로 볼 수 있음

라. 정보차단벽(Chinese wall) 설치 의무화

○ 이해상충 가능성이 큰 것으로 인정되는 금융투자업 간 또는 금융투자업자와 금융투자업 간에는 정보교류 차단 장치(Chinese wall)¹³⁾ 설치를 의무화

— 집합투자업 간, 고유재산운용과 금융투자업 간 이해상충 가능성이 큰 경우

- 금융투자상품의 매매정보 등 이해상충의 소지가 큰 정보의 제공을 금지(no information sharing)
- 임원(대표이사·감사·상근감사위원 제외)과 직원의 부서 간 업무의 겸직을 금지(no offices in common)
- 이해상충의 발생을 예방할 수 있는 수준으로 사무공간과 전산설비의 공동 이용을 제한(physical separation)
- 그 밖의 이해상충이 발생할 가능성이 있는 행위

13) 금융투자업자의 부서 간 이해상충 및 내부자거래 문제에 대응하여 특정부서의 미공개 중요정보가 타부서로 유포되지 않도록 사전에 구조적으로 차단하는 내부적인 절차나 기준으로 자본시장통합법에서 주요 방지수단을 규정하고 있으며 구체적인 사항은 회사 자율적으로 제정함

<Chinese Wall의 유래>¹⁴⁾

- Chinese wall의 개념은 1968년 SEC가 Merrill Lynch를 상대로 미 공개내부정보의 이용행위를 이유로 제재절차에 착수한 후 동사와 SEC간 합의(settlement) 과정에서 유래
- Merrill Lynch는 더글라스항공사 증권의 모집과정에서 주관회사 (principal underwriter)로 활동하면서 동 항공사의 예상영업수익이 하락할 것이라는 미공개중요정보를 지득한 후, 이를 동사의 기관 투자자 전담부서에 제공하고 동 부서는 그 고객(기관투자자)에 동 정보를 제공하여 그 고객으로 하여금 보유하고 있던 동 항공사의 주식을 미리 매도하여 이익을 얻게 함
- SEC는 Merrill Lynch를 처벌하지 않는 조건으로 동사가 제시한 미 공개중요정보가 회사 내 타부서로 유포되는 것을 방지하기 위한 정보교류차단장치를 최소한의 이해상충 방지를 위한 조치로 인정

14) 권중호 · 이중기 · 장근영(2006) 113쪽

<참고자료 : 현행법상 이해상충 방지체계>

1. 간접투자자산운용업법

- 자산운용업은 수익자의 재산을 모아서 투자·운용하여 그 결과를 분배하는 것으로 자기와 고객 및 고객 간 이해상충문제가 발생할 가능성이 큰 업무임

- 주요 이해상충 방지 장치
 - 자산운용사의 선관주의 의무(법 제86조)
 - 자산운용회사는 선량한 관리자의 주의로써 간접투자재산을 관리하여야 하며, 간접투자자의 이익을 보호하여야 함
 - 자산운용상금지행위(법 제91조)
 - 간접투자재산으로 자기 또는 제3자의 이익을 도모하는 행위
 - 특정한 간접투자기구의 이익을 해하면서 다른 간접투자기구의 이익을 도모하는 거래행위
 - 자산운용회사가 제3자와의 계약 또는 담합 등에 의하여 특정자산에 교차하여 투자하는 행위
 - 간접투자자산에 관한 정보를 자기의 고유재산 운용에 이용하는 행위
 - 관계증권회사의 매매수수료를 증가시킬 목적으로 투자증권을 단기 매매하는 행위
 - 관계증권회사가 인수하고 남은 투자증권을 취득하게 하는 행위
 - 관계증권회사가 간사회사를 담당한 기업의 주식에 대하여 인위적인 시세를 형성하기 위하여 당해 주식을 매매하게 하는 행위

- 이해관계인과의 거래제한(법 제92조)
 - 자산운용회사는 간접투자자산을 운용함에 있어 이해관계인과 거래행위를 하여서는 안됨
 - 자산운용회사의 임직원 및 그 배우자, 계열회사 및 계열회사의 임직원 및 그 배우자, 자산운용회사의 최대주주, 주요주주 및 그 배우자 등(영 제77조)
- 겸업의 제한(법 제14조), 임직원의 유가증권 매매 등의 제한(법 제15조), 임직원의 다른 상무 종사 제한(법 제15조 제2항), 인사, 정보 등의 교류 제한(법 제20조), 미공개정보의 이용금지(법 제21조) 등

2. 증권거래법

- 자기매매와 위탁매매의 사내겸영으로 인한 이해상충을 방지하기 위한 것과 위탁매매 시 고객의 이익을 무시하고 자기 이익을 위한 매매금지 등 주로 자기매매와 위탁매매의 이해상충 방지 규제를 하고 있음
- 주요 이해상충 방지 장치
 - 거래형태의 명시(법 제43조)
 - 증권회사는 고객으로부터 유가증권의 거래에 관한 주문을 받은 때에는 사전에 그 고객에 대하여 당해 매매에 있어서 자기가 상대방이 되는가, 중개나 대리 또는 위탁매매의 방법에 의하는가의 구별을 명확히 하여야 함
 - 자기계약의 금지(법 제44조)
 - 증권회사는 유가증권에 관한 동일한 매매에 있어서 그 본인 이 되거나 동시에 상대방의 위탁매매 중개인 또는 대리인이 되지 못함

- 자기계약의 금지(법 제44조)
 - 증권회사는 유가증권에 관한 동일한 매매에 있어서 그 본인이 되거나 동시에 상대방의 위탁매매 중개인 또는 대리인이 되지 못함
 - 유가증권 시장을 통한 매매의 경우 및 고객의 사전동의가 있는 경우 예외
- 과당매매의 금지(법 제107조 제2항 제2호)
 - 증권회사가 고객으로부터 일임받아 매매하는 경우 위탁받은 취지와 위탁받은 금전 및 유가증권의 규모에 비추어 지나치게 자주 매매거래를 하는 행위
- 고객예탁금의 별도 예치(법 제44조의3), 겸직제한(영업행위규정 제1-14), 정보교류의 제한(영업행위규정 제2-26), 이해관계인과의 거래제한(영업행위규정 제2-26), 업무의 독립성 확보(영업행위규정 제1-14)

3. 신탁업법

○ 주요 이해상충 방지 장치

- 이해상충 방지체계 구축의무(법 제12조의4)
 - 신탁회사는 신탁부문과 고유부문간 또는 신탁상품간의 이해상충을 방지하기 위하여 이해상충 체계를 구축·시행하여야 함
 - 신탁부문과 고유부문간 조직의 분리 및 임직원의 겸직 제한
 - 신탁부문과 고유부문간 또는 신탁상품 간 정보교류의 제한
- 신탁재산과 고유재산간 거래제한(규정 제13조의2), 신탁재산간 거래제한(규정 제14조), 불건전영업행위의 금지(규정 제34조) 등

3. 자본시장통합법 시행령상 이해상충 방치체계

- 시행령(제50조 제1항)에서 이해상충이 큰 경우는 다음과 같이 정의됨
 - 고유재산 운용업무와 금융투자업 간의 경우
 - 기업금융업무와 금융투자업(기업금융업무 제외) 간의 경우
 - 투자매매업·투자중개업과 집합투자업·신탁업 간의 경우

- 시행령(제50조 제2항)에서 이해상충의 소지가 큰 정보는 다음과 같이 정의
 - 금융투자상품의 소유현황에 관한 정보(투자자가 예탁한 증권의 총액 및 증권의 종류별 총액에 관한 정보, 그 밖의 금융위원회가 정하여 고시하는 정보를 제공하는 경우 제외)
 - 집합투자재산, 투자일임재산 및 신탁재산의 구성내역 및 운용에 관한 정보(금융위원회가 정하여 고시하는 방법 및 절차에 따라 집합투자재산, 투자일임재산 및 신탁재산의 구성내역 및 운용에 관한 정보중 2개월이 지난 정보 제공의 경우 제외)
 - 기업금융업무를 영위하면서 알게 된 미공개중요정보

- 시행령(제50조 제3항)에서 사무공간 또는 전산설비의 공동 이용방법에 대한 구체적 내용을 다음과 같이 정의
 - 사무공간이 벽이나 칸막이 등을 통하여 공간적으로 분리되지 아니하거나 출입문을 공동으로 이용하는 방법

— 중요정보(법 제45조 제1항 제1호)에 관한 전산자료가 고유되지 못하도록 독립되어 저장·관리·열람되지 아니하는 방법

○ 그밖에 이해상충이 발생할 가능성이 있는 행위

— 이해상충 발생가능성이 있는 업무 간에 담당부서를 독립된 부서로 구분하지 아니하거나 담당부서가 그 업무를 독립적으로 처리하지 아니하는 행위

— 이해상충 발생가능성이 있는 업무를 수행하는 임직원간에 해당 업무에 관한 회의를 하거나 통신을 한 경우 그 회의 또는 통신에 관한 기록을 유지하지 아니하거나 매월 1회 이상 그 사항에 대하여 준법감시인(감사)의 확인을 받지 아니하는 경우

IV. 외국의 자산운용 관련 이해상충 해소 방안

1. 미국의 이해상충 해소 방안

가. 법제의 정비

- 미국의 증권회사(브로커-딜러)를 규율하는 증권거래법(1934년법)과 투자자문업자(자산운용사)를 규율하는 투자자문업자법(1940년법)은 특별히 증권회사의 자산운용업 겸업을 제한하는 조항을 두고 있지 않음
 - 증권업자가 관련법규에 의해 투자자문업자로 SEC에 등록하는 한, 증권업과 자산운용업의 본체 겸영은 원칙적으로 허용

- 증권업과 자산운용업의 본체 겸영에 따른 이해상충의 법적 규제는 증권거래법, 투자자문업법, 투자회사법이 중요한 법제를 구성
 - 과당매매(churning), 자기거래(self-dealing), 쌍방대리(dual agency) 및 스캘핑(scalping)을 포함한 다양한 이해상충 행위를 규제하기 위해 이중 삼중의 법적규제가 마련
 - 증권회사의 자산운용업 겸업은 1920년경 시작되었고 다양한 유형의 이해상충행위를 경험해본 후 1940년에 투자자문업법과 투자회사법을 제정하여 이러한 이해상충행위를 적절하고 체계적으로 규제할 수 있는 수단을 마련

- 미국의 초기 간접투자기구는 투자신탁(investment trust)이었고 자산운용업은 주로 증권회사가 담당하였음
 - 이 때 성행하였던 투자신탁에서는 투자자의 이익을 침해하는 이해상충행위가 만연하였음
 - 이해상충의 실례는 다음과 같음
 - 과당매매 : 증권회사가 간접투자기구에 하여금 자신을 중개인으로 선임토록 함으로써 과도한 유가증권거래를 하도록 하여 중개수수료의 수입증대를 도모하는 행위
 - 자기거래, 쌍방매매 : 증권회사가 불공정가격으로 간접투자기구에 유가증권을 매매하여 자기이익을 도모하는 행위
 - 인수관련 자기거래 : 증권회사가 자기 발행 유가증권을 간접투자기구에 인수시킴

나. 증권업과 자산운용업의 본체 겸영의 현실적 제약

- 증권회사의 자산운용업 겸영 시 크게 두 가지 유형의 이해상충 문제가 발생함
 - 증권회사의 자기이익과 펀드투자자들의 이익이 상충하는 경우
 - 증권회사의 고객의 이익과 펀드투자자들의 이익이 상충하는 경우

○ 세부적으로 증권회사의 자기이익과 펀드투자자들의 이익이 상충하는 경우는 ①고유자산운용부서와 자산운용부서 간의 이해상충, ②인수업무부서/기업금융부서와 자산운용부서 간의 이해상충, ③위탁매매부서와 자산운용부서 간의 이해상충, ④시장조성부서와 자산운용부서 간의 이해상충, ⑤조사분석부서와 자산운용부서 간의 이해상충, ⑥증권회사 펀드 판매부서와 자산운용부서 간의 이해상충 등이 있음

○ 미국에서 증권업자의 자산운용업의 사내겸영은 지극히 제한적임

— 중요한 이유는 ①투자은행업무와 자산운용업무 간의 이해상충 문제는 그 정도가 심각해서 해소에 많은 비용과 노력이 들며 완전한 제거가 매우 어렵다는 점과 ② 자산운용업이 경쟁적인 산업이어서 전업 자산운용사에게 유리하다는 점임

— 대형 증권회사들은 집합투자기구(mutual fund)에 진입을 자제하고 있으며 자산운용업 중 투자자문업, 투자일임업에 제한적으로 참여함

- 일부 증권회사(Morgan Stanley, Merrill Lynch)는 비교적 대규모의 자회사 형태로 특정 분야(예: international equity)에서 펀드산업에 진입해 있음
- 증권회사가 운영하는 헤지 펀드와 사모펀드도 대개 자회사의 형태를 취하고 있는데, 이는 정보차단벽(Chinese wall)의 실효성이 제한적임을 시사함

다. 증권업과 자산운용업의 본체 겸영 시 정보차단벽 (Chinese wall)의 사용

1) 역사, 배경, 설치 및 운영

- 미국에서 정보차단벽(Chinese wall)은 처음에는 증권회사의 자발적 정책과 절차였으나 차후 SEC는 모든 증권회사가 차단벽을 설치 운영할 것을 법규요건으로 정하였음
 - 정보차단벽은 증권회사내의 내부자거래를 방지하고 이해상충 문제를 해결하기위해 사용하는 내부규칙과 절차를 의미하며 증권회사의 한 부서가 얻은 정보를 차단하고 당해 정보가 회사내 타부서로 유포되는 것을 방지하는 것을 목적으로 함(Steinberg and Fletcher, 1994)
 - 정보차단벽은 투자은행부서를 위탁매매, 조사분석, 자산운용, 기타 다른 부서와 실질적으로 분리하는 효과를 가짐

2) 정보차단벽(Chinese wall) 설치의 법적 승인

- 1934년 증권거래법 Rule 14e-3
 - SEC는 1980년에 1934년 증권거래법 Rule 14e-3을 채택하면서 정보차단벽(Chinese wall)의 사용을 법적으로 승인함
 - Rule 14e-3은 기본적으로 누구도 공개매수에 대한 미공개 중요정보를 가지고 증권을 거래할 수 없도록 금지하는 규칙임

- 예외적으로 Rule 14e-3의 (b)항에서는 특정 증권사의 자산운용자가 공개매수에 관한 중요정보에 대해 알지 못하고 있다는 점, 그리고 자산운용자가 Rule 14e-3을 위반하지 않도록 당해 회사가 합리적인 정책과 절차를 시행했다는 점을 입증하는 경우에는 Rule 14e-3의 위반이 없이 증권을 매매할 수 있다고 규정하고 있음
- Rule 14e-3의 (b)항은 정보차단벽을 채택한 회사에게 공개매수 관련 거래 시 책임을 부담하지 않는 안전항(safe harbor)을 제공
- SEC는 Rule 14e-3 제정을 통해 자산운용업을 겸업하는 증권회사가 정보오용으로 인한 책임을 회피하는 한 방법으로 정보차단벽을 설치하는 것이 적절함을 공식적으로 승인했다고 볼 수 있음

○ 1934년 증권거래법 제15조(f)

- Merrill Lynch, Pierce, Fenner and Smith, Inc. 사건에서 Merrill Lynch의 화해 이후 다른 증권회사들도 SEC의 내부자 거래 조사 대상이 되지 않기 위해서 자발적으로 정보차단벽을 설치하였으나 이러한 정보차단벽 중에는 실효성이 없는 것이 많아서 내부자 거래 위반이 계속해서 발생
- 이러한 상황에 대응하기 위하여 미의회는 1934년 증권거래법 15조 (f)항에 적절한 정보차단벽의 설치를 위한 법정요건을 만들
 - 1988년 내부자거래 및 증권사기 규제법(Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988)의 일부로 채택된 15조(f)항은 증권회사로 하여금 피고용인에 의한 미공개정보의 부적절한 오용을 방지할 정보차단벽을 수립할 것을 명시적으로 요구하고 있음

- 15조(f)항에서 요구하는 정보차단벽을 갖추지 못한 증권회사를 대상으로 다수의 SEC 집행절차가 이루어짐
- 이에 따라 증권회사들은 15조(f)항에서 요구하는 정보차단벽을 갖추기 위해 모든 차단벽 절차를 주의 깊게 고안, 시행, 감독하고 있음

라. 증권회사의 이해상충 해소 방안

1) 투자은행 그룹의 경영 현황

○ Goldman Sachs 그룹

- Goldman Sachs 그룹의 경우에는 다수의 자회사가 독립된 법인으로 별도의 증권업 및 자산운용업을 영위하고 있음
- 동일한 자회사가 증권업과 자산운용업을 동시에 행하지 않고 있음

○ JP Morgan 그룹

- JP Morgan 그룹의 경우 JP Morgan Securities Inc.와 JP Morgan Institutional Investment Inc.만이 브로커-딜러 및 투자자문업자로 동시에 등록되어 있음
- 그러나 실제로 펀드 자산운용은 행하고 있지 않음
- 따라서 JP Morgan 그룹의 경우 동일 회사내의 증권업과 간접투자 회사운용업의 사내 겸영은 존재하지 않는 것으로 파악됨

○ Lehman Brothers 그룹

- Lehman Brothers 그룹의 경우 다수의 자회사가 투자자문 전업자로 등록되어 있고 Lehman Brothers Inc.만이 브로커-딜러 및 투자자문업자로 동시에 등록되어 있음
- Lehman Brothers Inc.가 투자자문업자로 영위하는 자문업 유형은 Form ADV에 공시되어 있는데 투자회사(펀드)의 자산운용은 행하지 않고 있다는 것을 볼 수 있음
- 따라서 Lehman Brothers 그룹의 경우 증권자회사의 자산운용업 참여는 제한적이고 간접투자기구운용은 포함하지 않는다고 파악됨

○ Morgan Stanley 그룹

- Morgan Stanley 그룹의 경우 Morgan Stanley DW Inc.와 Morgan Stanley & Co., Incorporated 두 개의 회사가 브로커-딜러 및 투자자문업자로 동시에 등록되어 있음
- 하지만 이 두 회사들은 투자회사(펀드)의 자산운용을 담당하지 않음에 따라 Morgan Stanley 그룹의 경우 동일 회사내의 증권업과 투자회사 운용업의 사내 겸영은 존재하지 않는 것으로 파악됨

2) Citigroup의 자산운용사업부 매각 사례

- Citigroup은 2005년 이전에는 투자은행업무와 자산운용업무를 겸영하는 체계로 운영되었으나 이해상충 가능성을 탈피하기 위해 Legg Mason과 주식스왑거래를 통해 자산운용사업 부문을 분리하였음

- Citigroup은 자산운용사업부를 매각하는 대신 Legg Mason의 증권
업사업부를 인수함과 동시에 Legg Mason의 보통주 및 전환우선주
15억 달러를 수취하였고 5억 5,000만 달러에 대해서는 5년 만기 대
출의 형태로 보유함
 - Citigroup은 동 거래를 통해 비교우위가 있는 증권업 분야를 강화
하고 이에 자원을 집중하게 됨
 - 최근 몇 년간 Citigroup은 손해보험 및 생명보험 등 수익성이 낮
은 사업부문을 매각하고 자원의 효율적 배분을 도모하였음
 - 또한 동 거래를 통해 자산운용업에 특화된 종합증권회사였던 Legg
Mason은 세계 8위 자산운용회사로 변신하게 됨
- Citigroup 입장에서 동 거래를 수행한 결정적인 원인은 금융서비스산
업에 규제가 강화됨에 따라 증권업과 자산운용업의 사내 겸영으로부터
발생하는 이해상충 발생 가능성을 탈피하기 위함임
- 2005년 3월 Citigroup은 이해상충 문제와 관련해 사기(fraud)혐의로
SEC에 2억 800만 달러의 벌금을 납부하였음
 - Citigroup의 자회사인 Citigroup Global Markets Inc.와 Smith
Barney Fund Management LLC는 뮤추얼펀드 추천 시 사무수탁
회사와 관련한 중요한 정보를 누락함으로써 이해상충과 관련된
모든 정보를 공개하지 않은 혐의로 고소당한 바 있음
- 동 거래는 이해상충 사건 발생 결과 금융서비스산업에서 원스톱쇼핑
(one-stop shopping) 모델 즉 금융슈퍼마켓이 사라지는 계기가 됨

- 최근 몇 년간 고객에게 이해상충 발생 가능성에 대한 고지 없이 사내 뮤추얼펀드를 판매하는 증권회사의 소송건을 해결하는 과정에서 감독당국은 자산운용업무와 증권업무를 겸영하는 데 대한 규제를 강화하고 있고, Citigroup은 이러한 규제체계에 다른 금융그룹보다 신속하게 대처하였음
- Citigroup은 자산운용사업부에 대한 소유권을 포기함으로써 이해상충 발생 가능성에 대한 논란의 소지를 불식시킴

3) Merrill Lynch의 자산운용사업부 매각

- 2006년에는 Merrill Lynch가 자산운용사업부인 MLIM(Merrill Lynch Investment Management)을 BlackRock에 매각하고 BlackRock의 지분 49.8%와 의결권 45%를 수취하였음
 - Merrill Lynch는 이 거래를 통해 고속성장중인 자산운용사 BlackRock을 계열사로 편입하게 됨
 - Merrill Lynch의 자산운용사업부는 2000년 이후에는 꾸준히 운용 자산이 감소하였음
 - 동 거래를 통해 BlackRock은 운용자산이 약 1조 달러에 달하는 세계 최대 자산운용사 중 하나가 됨
 - 채권형 펀드에 강점을 지닌 BlackRock은 MLIM의 인수로 주식형 펀드 부문도 강화하게 됨
 - BlackRock은 자사의 운용자산 4,530억 달러에 Merrill Lynch의 운용자산 5,440억 달러를 더해 1조 달러에 이르는 운용자산을 보유한 대규모 자산운용사로 성장함

- 동 거래의 자문은 BlackRock측은 Citigroup이, Merrill Lynch측은 자사의 M&A 자문부서가 담당하였음
- Merrill Lynch는 자산운용사업부 매각에 대해 감독당국의 압력에 의한 것은 아니지만, 실제로 이해상충 발생 가능성을 어느 정도 해소하기 위 함임을 밝힘
 - Merrill Lynch는 제3자인 브로커를 통해 자사의 뮤추얼펀드를 원활히 판매하는 것에 어려움이 있기 때문에 자사 브로커 네트워크를 통해 판매하는 전략을 추진하고 있다고 밝힘
 - 2002년에 Merrill Lynch는 애널리스트가 투자전망이 좋지 않은 주식을 추천한 혐의로 1억 달러의 벌금을 납부한 바 있음¹⁵⁾
- 그러나 Merrill Lynch의 자산운용사업부 매각은 논란의 소지가 되어오던 이해상충 문제의 일부분 해결하기 위한 전략이었으나 이해상충 문제를 완전히 해결하지는 못하였음
 - Merrill Lynch가 BlackRock의 지분을 48.9% 보유하고 있고, Merrill Lynch의 CEO가 자산운용사의 이사를 겸직하고 있기 때문에 감독당국은 Merrill Lynch의 자산운용사업부 매각이 이해상충 문제를 완전히 해결했다고 간주하지는 않음
 - Merrill Lynch의 브로커가 BlackRock의 펀드를 추천할 경우 과거와 동일한 이해상충 문제가 발생할 수 있을 것임

15) Morgan Stanley의 경우 고객에게 더 적합하고 우수한 펀드를 판매하는 대신 자사의 펀드를 판매한 브로커가 적발된 바 있음. Morgan Stanley 역시 자산운용부문을 BlackRock에 매각하려 시도한 바 있으나 딜을 성사시키지는 못하였음

2. 영국의 이해상충 해소 방안¹⁶⁾

가. 법제의 정비

- 영국에서 이론적으로 모든 금융기관은 모든 금융업무를 수행할 수 있으며 증권업의 자산운용업 겸영은 물론 허용되어 있음
 - 영국에서 업무범위에 관한 규제가 있었던 적은 한 번도 없음
 - 2000년에 제정된 통합금융법(Financial Services and Markets Act 2000: FSMA) 체제하에서도 금융기관이 영위할 수 있는 업무범위에 대한 규제는 존재하지 않음

- 영국에서 이해상충의 문제는 금융감독에 관한 제반 법령의 규제와는 별도로 방대한 판례로 구성된 보통법(common law)의 규제를 받음
 - 영국의 보통법은 다양한 유형의 이해상충 문제에 대한 원칙들을 발전시켜 왔으며 금융기관의 이해상충 문제도 그 일부를 구성하고 있음
 - 영국에서 금융기관들의 이해상충 문제는 모두 7개의 블록(Block)으로 구성되어 있는 핸드북(The Handbook)에 의해 규율됨
 - 제1블록(High Level Standards) 내에 있는 원칙 규정들 중에 이해상충 문제에 대한 상위 규정들이 있고, 제3블록(Business Standards)의 영업행위에 대한 규칙(Conduct of Business: COB)내에 이해상충 문제에 관한 제반 세부 규정들이 있음
 - COB 내에 금융투자업을 영위하는 모든 금융기관에 적용되는 규칙인 COB 2와 영업행위를 규제하는 규칙인 COB 5가 있음

16) FSA(2000, 2005a), Hollander and Salzedo(2004) 참조

- FSA 영업기준에 따르면 금융기관들은 금융기관 내부, 고객과의 이해상충을 관리해야 한다는 기준을 설정하고 있음
- FSMA 2000은 section 147에서 정보차단벽에 관한 근거규정을 두고 있으며, 특정한 목적상의 정보흐름을 차단하는 유효한 수단으로서 정보차단벽을 승인하고 있음

나. 증권업과 자산운용업 본체 겸영의 현실적 제약

- 영국에서 업무범위에 관한 규제가 존재하지 않지만 증권회사의 자산운용업 사내 겸영은 매우 제한적임
 - 이는 자산운용업이 지극히 경쟁적이라는 경제적 현실 이외에도 이해상충을 금지하는 보통법 내에 신인법(fiduciary law)이 확고하게 인정되고 있기 때문에 이해상충을 야기하는 금융업무의 겸영을 하지 않는 관행이 자리잡고 있기 때문임
 - 이와 관련해서 영국에서 활동하는 거대 금융그룹은 은행업과 자산운용업은 하나로 집중시키는 경향을 보이거나, 증권업은 여러 자회사를 설립하여 영위하는 경향을 보임
 - 이는 증권업이 종류가 많고 이들 업무 사이에 이해상충의 가능성이 높기 때문이라고 해석할 수 있음

다. FSA 이해상충 최소화 방안의 기준

- FSA는 다양한 금융투자업무를 겸영하는 경우 발생할 수 있는 이해상충 문제와 이해상충 관리 방법을 사례연구의 형식을 통해 설명
 - 정보차단벽의 법률적 방어능력에 대해 요약하고 정보차단벽을 중심으로 한 이해상충을 최소화하는 사례를 소개

1) 정보차단벽의 법률적 방어능력

- FSA 핸드북 제1블록에는 총 11개의 원칙(principles of business)을 표명하고 있음
 - FSA 핸드북 제1블록의 제8원칙이 이해상충 문제에 관한 최상위 규칙으로 모든 금융기관은 금융기관 자신과 고객들 간의 이해상충과 금융기관 고객들 간의 이해상충을 공정하게 다루어야 함을 선언하고 있음
 - FSA 핸드북 제2블록은 임원에 대한 규정(Senior Management Arrangements, Systems and Controls: SYSC)을 담고 있음
 - SYSC 10은 이해상충문제를 다루고 SYSC 10.2는 'Chinese Walls'라는 제목을 달고 있는데 여기서는 Chinese Walls에 관한 내용뿐 아니라 이해상충 문제와 정보의 유통 문제 전반이 다루어지고 있음
 - SYSC 10.2의 목적은, 금융기관이 다른 경우라면 고객에게 공개되거나 고객을 위해 유용하게 사용되었을 정보를 공개하지 않거나 사용하지 않는 것이 적절한 경우를 규정하는데 있음

- FSA는 FSMA 제147조의 규정에 의거하여 정보의 유통을 통제하는 규칙을 제정할 권한을 가지고 있음
- SYSC 10.2.2에 의하면 금융기관은 정보차단벽을 구축하고 유지함에 있어서, 그가 보유하고 있는 정보를 공개하지 않거나 사용하지 않을 수 있으며 그러한 목적을 달성하기 위해 회사의 한 부서에 있는 임직원들로 하여금 다른 부서의 임직원들이 보유하고 있는 정보를 공개하지 않도록 할 수 있음
 - 이러한 조치는 조치의 대상인 회사 부서들 중 한 부서가 투자금융업무(designated investment business) 및 그 부수업무를 수행하는 경우에 한하여 허용됨
 - 한편, 이러한 규제는 상이한 종류의 영업을 수행하는 금융기관들로 구성된 그룹 내에서도 적용됨
- SYSC 10.2.3에 의하면 SYSC 10.2.2를 준수하는 행위는 FSMA 제397(2) 및 제397(3)이 규제하는 부실공시(misleading statements and practices)에도 해당되지 않게 되며 FSMA 제118A(5)(a)가 규제하는 불공정거래행위(market abuse)에 해당되지 않게 됨
 - SYSC 10.2.3.3조는 해당 행위가 규제 대상이 되거나 손해배상청구의 원인이 되는 경우 금융기관은 SYSC 10.2.2를 법률적으로 유효한 방어 수단으로 사용할 수 있음

2) B사의 사례연구

- B사는 투자자문업무와 투자매매업무(유가증권의 매매, 중개, 인수업무)를 영위하는 회사이며 개인, 법인, 기관투자자를 위한 리서치업무도 수행하고 있음

- B사의 투자자문 고객은 10,000명이며 고객재산의 총액은 약 100억 파운드에 이르며 이중 약 25%는 B사가 투자일임의 형태로 운영하고 있음
- 대체투자시장(Alternative Investment Market: AIM)의 상장회사인 X사는 최근에 1,000만 파운드의 신규 자금을 조달하기 위해 증자를 결정하고 B사를 유상증자 인수인으로 지정하였음
 - B사가 투자자를 물색하는 과정에서 동사의 자산운용 관련 부서가 유상증자에 참여할 의사를 표명하였음
- 이러한 상황에서 B사의 경영진은 기업재무업무(corporate finance business)와 자산운용업무(asset management business) 간에 이해상충이 발생할 가능성이 있음을 인식하고 필요한 조사와 검토를 지시함
 - B사의 기업재무업무와 자산운용업무는 회사 내에서 분리된 부서로 운용되고 있으나 양 부서는 같은 빌딩 내에 위치해 있기 때문에 임직원의 업무 수행과 관련 계좌의 관리 등이 이해상충을 방지할 수 있는 효과적인 Chinese Walls과 함께 진행되고 있는지를 면밀히 검토하고 있음
 - 두 부서는 같은 빌딩 내에 있으나 다른 층에 각각 위치하고 있으며 각 부서에 출입하기 위해서는 보안 ID카드를 사용해야 함
 - 회사의 정보차단벽은 두 부서간의 문서와 정보 교류를 통제하고 필요한 경우 차단하고 있음
 - 기밀문서의 파기는 엄격히 관리되고 있고 회사 컴퓨터 시설의 사용도 엄격하게 통제됨
 - B사의 경영진은 이러한 조치들이 효과적으로 유지되기 위해 다음과 같은 사항을 점검

- 정보의 흐름을 관리하기 위한 한 부서 대표의 다른 부서의 위원회 참여나 다른 부서에서의 회의 참석을 통제
 - 각 부서간의 보고서 및 회의록 전달 및 공유 파일과 데이터베이스에 대한 접근 통제
 - 한 건물 내 각 부서의 위치, 부서 간의 물리적인 분리를 담보하는 출입제한 장치, 기밀정보에 대한 접근제한 장치
 - 정보차단벽의 제한을 받지 않는 임원들의 회사 내 역할을 고려한 해당 임원들의 통제
 - 기밀유지를 위한 회사의 관리 조직과 관리자들의 역할
 - 두 부서간의 정당한 접촉 내용의 기록이 관한 필요한 통제환경의 조성
 - 모든 임직원들의 정보차단벽에 대한 인식의 확보
- B사는 회사의 일부 고위 임원들이 정보차단벽의 적용을 받지 않는다는 점을 고려하고 회사내 각종 위원회의 구성을 최소한의 규모로 재편함
- 두 부서간의 업무영역과 책임 소재가 명확히 정리되었으며 보고라인도 이사회에서 처음 교차하도록 조정
 - 정보차단벽에 대한 자료가 임직원들에게 배포하고 임직원 온라인 교육 자료를 도입하며 교육 참가와 수료를 확인하는 절차도 마련
 - 이해상충에 관한 사내 규칙의 준수를 모니터하기 위해 전화통화와 이메일을 무작위로 감시하는 장치도 가동
- B사 임직원들은 X사 주식의 거래에 관해서 사전 승인을 요구하는 사내 규칙을 따라야 하며 B사는 X사 주식의 거래에 관한 임직원들의 계좌와 거래 내역을 감시하도록 함

○ 리서치 관련 이해상충의 통제 방안

- B사의 리서치 부서는 런던 증권 거래소(LSE)의 주요 상장회사와 대체투자시장(AIM)에서 거래되는 회사들에 대한 리서치를 담당
 - X사는 B사의 리서치 부서가 분석하는 회사에 포함됨
 - B사는 X사에 관한 영업목적의 보고서(corporate broking research report)를 작성하여 자산운용업무 부서에 제공하고 자산운용업무 부서는 경우에 따라 그러한 보고서를 고객들에게 제공
 - B사는 X사에 대한 리서치 보고서가 투자자 고객을 위해 작성되어 있지 않다는 점, 객관성이 부족할 수 있다는 점, B사가 독립적으로 공평한 조사를 하지 않았다는 점을 인식함
- B사는 리서치와 자산운용부문의 이해상충을 유발시킬 가능성이 있음을 인식하고 다음과 같은 사항들을 검토함
 - X사에 대한 리서치 보고서를 작성하는 애널리스트(corporate broking analysts)의 보수와 인센티브 수당내역
 - 자산운용업무 관련 고객들에 대한 B사의 X사 주식 인수업무 수주사실의 공개
 - 리서치 보고서를 작성하는 애널리스트가 당면할 수 있는 외부로부터의 영향력
- B사는 기업재무영업 애널리스트들에 대해 업계에서 통용되는 수준의 보수를 지급하고 있으며 실적 평가 시스템에 의하여 성과급을 지급하고 있음
 - 기업재무영업 애널리스트들이 특정 거래의 성사여부에 영향받지 않도록 보수체계는 특정거래가 아니라 부서의 전반적인 실적에 연동되도록 설계되어 있음
 - 따라서 B사는 기존의 시스템을 X사와의 관계로 인해 변경시킬 필요는 없는 것으로 결정함

- 대신, 추가적인 안전장치로 리서치 보고서에는 B사와 X사의 관계를 명시하여 기재하도록 하고 회사의 이해상충에 관한 정책을 담은 자료를 작성하여 사내외에 배포하기로 결정
- 이상과 같은 제반 점검과 조치에 근거하여 B사는 X사가 발행하는 신주의 고객 분매시 다음과 같은 사항들을 고려함
- 주식을 자산운용업무 부서의 고객들에게 분매할 것인지, 한다면 이해상충 문제를 해결하기 위한 기존 통제장치들의 적절성 여부
 - 주식에 대한 청약이 저조한 경우 자산운용업무 부서의 고객들에게 해당 부서의 임원들이 청약을 권유하거나 투자일임 고객의 재산을 사용하여 청약을 진행할 위험을 어떻게 평가하고 다룰 것인지 여부
 - 고객들 간에 신주 물량의 배정 비율
 - 주식에 대한 청약이 초과되는 경우 투자일임 고객과 투자자문 고객 간에 배정 비율
 - 거래가 종결된 후의 상황에 대한 컴플라이언스 필요성과 감독장치의 적절성
- 주식거래 종결후 조치사항
- 리서치 보고서와 관련하여 발생하는 이해상충에 대한 보고서를 작성하여 고객들에게 전달
 - 고객을 위한 업무에 있어서 개인적인 이해관계나 회사의 이익, 다른 고객의 이익은 고려할 수 없다는 독립성의 원칙(independence policy)을 재차 주지함

- 주식거래가 종결된 후 일부 샘플 고객들을 대상으로 하여 다음과 같은 사항들을 점검함
 - 기록 관리의 수준, 특히 고객의 리스크 수용 정도에 관한 기록의 유지와 관리
 - 고객의 리스크 허용 수준, 투자목적, 포트폴리오 내역 등의 요인을 감안한 고객의 포트폴리오 내 X사 주식 편입의 적절성(suitability)
 - 독립성 원칙(independence policy)에 대한 인식과 그 준수의 정도
 - 공정한 물량 배정을 위한 경영진의 통제와 그 효율성

라. 이해상충 최소화를 위한 정보차단벽 설정사례

- 영국의 한 투자은행은 업무상 내부에서 자체 생산하거나 고객과의 관계에서 외부 정보원으로부터 입수한 중요 정보를 별도의 승인없이 임의로 공개하거나 이를 부당하게 사용하는 것을 방지하기 위해 다음과 같은 정보차단벽 설정 기준을 마련하였음

1) 정보차단벽의 일반 지침

- 정보차단벽은 원칙적으로 중요정보가 생산 또는 지득되는 해당사업부 내에 설치·유지되며 준법감시인의 사전 서면동의 없이는 정보차단벽을 신설·변경할 수 없음

- 특정 정보차단벽 내(behind the wall)에 있는 임직원이나, 직무상 특정 정보차단벽 내에 소속되어 있지는 않지만 해당업무 수행을 위하여 비밀정보에 상시적으로 접근할 필요성이 있는 직원이 정보에 지속적으로 접근할 정당한 업무상 필요성이 인정되는 경우 다음 요건을 준수하는 조건으로 정보를 이용한 업무가 가능하도록 함
 - 준법감시인과 사전 합의한 바에 따라 물리적·사무적으로 분리된 장소에서 업무를 수행하거나, 정보차단벽 내에서 발생한 정보를 가지고 업무를 수행하기 위하여 비밀정보에 접근할 것
 - 정보차단벽 내에 속해 있는 자의 관리감독을 받아야 함
 - 단, 준법감시인이 인정하는 경우에는 예외를 인정
 - 발행인과의 관계는 재무전략이나 금융투자상품 발행계획이나 그와 관련한 위험회피에 대한 전반적인 조언을 하는데 국한될 것
 - 고객으로부터 특정 금융투자상품과 관련하여 발행인의 이자율, 환율 기타 전반적인 시장위험을 회피하기 위하여 다른 상품의 이용에 관해 조언하는 경우와 같은 내용의 조언을 요구받거나 부득이 필요하다고 판단되는 경우로서 준법감시인의 사전 확인을 받은 경우에는 예외를 인정

- 회사내 직위 또는 직무상 관리책임으로 인해 정보차단벽 위(above the wall)에서 비밀정보의 흐름을 주시할 필요가 있다고 준법감시인이 지정하는 자는 모든 정보차단벽에 의해 공개적으로 입수불가능한 비밀정보(confidential information)에 접근 가능
 - 준법감시인이 정하는 바에 따라 동 지위로부터 발생하는 의무와 제한사항을 준수하여야 함

- 관리책임자라는 지위의 특성상 실제 비밀정보를 보유하지 않은 경우에도 이를 알고 있는 것으로 간주되며, 따라서 정보차단벽 위에 있는 직원 간에는 별도의 비밀정보 통과 절차가 면제됨

○ 임시정보차단벽

- 동일 사업부서 내의 서로 다른 고객 간에 잠재적인 이해상충이 있다고 인정되는 경우 임시 정보차단벽을 설정함
- 준법감시인 및 해당부서(또는 전략적 투자의사결정위원회)의 사전 서면 승인 의무화
- 해당 부서의 관리책임자에 의한 감시(필요시 준법감시인과 협의)

2) 정보차단벽 통과(Crossing the wall)

○ 특별통과

- 특별통과대상자는 특정 정보차단벽 내 또는 위에 속하지 않는 자로서 정보차단벽에 의해 보호되는 비밀정보에 접근해야 하는 업무상 정당한 사유가 있는 자, 또는 정보차단벽 내에 속한 사업부서가 수행하는 특정 업무와 관련하여 통제책임을 지는 자
- 통과절차는 정보차단벽 통과를 승인하는 권한을 가진 자로부터 사전 서면 승인을 받을 것을 요구함
 - 이 경우 준법감시인과 사전협의를 증명하는 서면을 첨부해야 하며 준법감시인과 사전 협의가 필요함
 - 또한 통과 후 통과사실을 준법감시인에 지체없이 통보해야 됨

- 각 사업부서 또는 기능별로(예컨대, 일선사업부서, 위험관리, 재무관리, 운용부서 등) 해당업무책임자를 통과승인자로 임명하며, 통과승인자는 해당 사업부서 외의 자 뿐 아니라 해당 사업부서 직원의 정보벽 통과 신청도 승인하는 역할을 담당

○ 일괄통과승인(Pre-cleared Crossing)

- 일괄승인 대상은 신규사업 또는 투자의사결정위원회 등에 참석과 같이 업무상 일상적으로 빈번하게 정보차단벽을 통과할 필요성이 있다고 인정되는 직원
- 일괄승인절차는 준법감시인이 해당부서와 사전 협의후 지정
- 일괄통과승인자는 해당사업부의 별도 승인이나 준법감시인과의 사전 협의를 필요하지 않음
- 통과후에는 통과사실을 준법감시인에게 통보하여야 하며 제한사항을 준수해야 함

○ 정보차단벽 복귀(Crossing back)

- 특별 또는 일괄 통과승인을 받은 자가 더 이상 정보차단벽에 의해 보호되는 비밀정보를 더 이상 보유하고 있지 않다고 판단되는 경우
- 해당 사업부에서 준법감시인에 통보하고, 준법감시인이 복귀 여부를 결정하여 해당 부서·직원에게 통지

○ 간주 통과(Deemed Crossing)

- 정보차단벽 내에 있지 않은 자가 우연하게 비밀정보에 접근하게 되는 경우
- 간주통과자에 대해서는 해당 고객과 관련하여 비밀정보를 가지고 있는 것으로 간주하고 준법감시인에 즉시 통지를 의무화하고 준법감시인이 정하여 통지한 의무나 제한사항의 준수 의무화

<표 IV-1> 정보차단벽의 부서별 책임

부서	부서별 책임
사업부서	<ul style="list-style-type: none"> - 각 정보차단벽과 관련하여 해당 사업부서 소속 임직원의 지위 숙지 - 해당부서의 정보차단벽과 관련하여 특별통과자 또는 의제통과자 현황 확인 - 영구정보차단벽 및 지위부여절차와 관련하여 준법감시인과의 연락
준법감시 부서	<ul style="list-style-type: none"> - 정보차단벽 관련 준법감시자료의 작성·유지 - 정보차단벽 관련 통지 <ul style="list-style-type: none"> • 영구정보차단벽 내 또는 위에 있는 임직원, 정보차단벽 통과 승인자, 또는 사전 일괄 통과승인받은 자에 대한 통지 • 특별 정보차단벽 통과자, 승인자 또는 사전 일괄승인받은 자의 의무 사항에 대한 통지 • 중요정보를 우연히 지득한 자의 의무사항에 대한 통지 - 정보차단벽 관련 기준·절차의 준수여부에 대한 점검
임 직 원	<ul style="list-style-type: none"> - 정보차단벽 관련 의무·제한사항의 준수 의무 - 사적 거래(personal trading) 제한 <ul style="list-style-type: none"> • 영구정보차단벽 내 또는 위에 있는 임직원(간주자 포함) • 일시적으로 정보차단벽 위에 있는 임직원(간주자 포함) • 우연히 중요정보를 지득한 임직원 - 판매, 거래 및 조사활동의 제한 <ul style="list-style-type: none"> • 거래제한목록, 거래감시목록 또는 요주의목록에 포함된 발행인 관련 금융투자상품의 매매, 거래 또는 조사분석자료의 제공 등

3) 거래제한목록 작성

- 거래제한목록은 회사 내에서 발생할 수 있는 이해상충상황을 효과적으로 관리하기 위한 수단 중 하나로 이용
 - 정보차단벽이 미공개중요정보의 흐름을 차단하는데 주된 목적이 있다면, 거래제한목록 등은 정보차단벽 대상이 아닌 정보 또는 우연한 미공개중요정보의 입수 등의 경우에도 정보차단벽절차에 준하여 규제하기 위한 것임
 - 거래제한목록 등에 기재된 회사(필요시 동종회사 포함)와 관련하여 판매, 거래, 조사분석자료의 제공, 사적 거래를 제한

- 거래제한목록의 효과
 - 회사 임직원은 거래제한목록에 있는 발행인에 대하여 숙지할 의무가 있으며, 거래제한목록에 접근할 수는 있지만, 이를 외부에 배포하는 것은 금지
 - 거래제한목록 등에 의해 제한되는 거래는 준법감시인(필요시 해당 사업부서의 책임자 포함)의 사전승인을 받아야 함

- 거래제한목록에서 제외사유
 - 더 이상 법령상, 계약상 또는 내부기준상 거래제한 필요성이 없다고 인정되는 경우

- 거래감시목록의 효과
 - 거래감시목록에의 접근할 수 있는 임직원의 제한하며 준법감시부서 이외에는 원칙적으로 동 정보에의 접근 금지

- 미공개중요정보에 직접 노출되어 있는 임직원 이외의 자는 준법감시인이 정하는 바에 따라 동 발행인과 관련한 판매, 거래, 조사분석 자료의 제공, 사적 거래 등을 할 수 있음

3. EU의 이해상충 해소 방안

가. 금융기관 이해상충 규제의 변화

- 유럽의 경우 범유럽 단일시장이라는 목표하에 EU 차원의 시장규제 관련 입법이 진행되고 있음
 - MiFID(The Markets in Financial Instruments Directive)는 유럽 자본시장 규제변화의 커다란 골격임
- MiFID가 추구하는 목적은 크게 다섯 가지임¹⁷⁾
 - 높은 수준의 투자자보호를 위해 EU 회원국 간 제도의 조화
 - Best Execution 의무를 부과함으로써 투자자에게 수준 높은 체결 서비스를 보장
 - 유럽 자본시장 간 정합성 있고 위험수준에 따라 유연하게 작동하는 주문 관련 규정의 정비

17) MiFID의 기본내용과 주식시장에 대한 규제는 엄경식·장병훈(2007)의 제 V 장을 참조

- 시장유동성에 대한 투명성 제고
 - 금융시스템의 건전성과 효율성 제고
- MiFID의 주요 규정 중에 하나가 금융기관의 이해상충의 문제를 효율적으로 해결하여 시장의 투명성을 제고하려는 것임
- 동 규정에서는 상업은행과 투자은행의 이해상충과 관련한 조직적인 노력과 기본적인 룰의 수립을 요구하고 있음(article 13 and 18)
 - 특히 유럽 전역의 은행 및 투자기관을 포괄하는 이해상충 문제의 해결을 위한 방안 마련을 주된 목표로 하고 있음
- MiFID 이해상충의 해결방안은 Level-1에서 기본적인 방향을 제시하고 있고, Level-2에서는 구체적인 측정 및 통제의 문제를 제시하고 있음
- MiFID Level-1에서는 네 가지 요소를 요구하고 있음
- 이해상충을 방지하기 위한 조직적 의무
 - 이해상충에 대한 명확한 인식
 - 투자자의 이해를 해칠 가능성이 있는 경우에는 이해상충의 문제를 공시할 것
 - 정직과 공평의 의무
- MiFID Level-2에서는 이러한 문제를 해결하기 위한 구체적인 방안을 제시하고 있음

- 금융기관은 소비자의 이해에 영향을 미칠 가능성이 있는 이해상충의 문제에 대해서는 이를 해결하기 위한 조직적이고 체계적인 절차를 제시할 것
- 이해상충의 인식 : 이해상충은 경영자, 종업원, 계열회사 및 금융기관과 직접 혹은 간접적으로 통제하는 기관, 고객 간, 서비스 제공의 과정 혹은 이러한 요소들의 결합을 포괄하는 부문에서 발생할 수 있음
 - 특히 고객과의 이해상충이 발생할 가능성이 있는 부문에 대해 주안점을 둘 것을 요구하고 있음
- 고객과의 영업행위 중에 고객에게 손실을 입힐 위험이 있는 이해상충의 발생 가능성이 있는 경우 사전에 그 요소와 예상가능한 결과를 명확하게 공시하도록 요구
- 고객에게 최상의 서비스를 제공하기 위해 금융기관들은 정직과 공평한 업무처리를 요구하고 있음

나. EU의 겸영체계

- MiFID의 경우 모든 가능한 이해상충으로 그 대상 범위를 확대하고 있으나 주된 대상은 고객과의 영업에 있어 고객에게 손실을 입힐 수 있는 이해상충에 초점을 둔 규제라고 볼 수 있음
- 일반적으로 유럽의 금융기관들은 겸영체계를 갖추고 있기 때문에 투자은행업무와 상업은행업무 혹은 투자은행업무와 자산운용업무의 이해상충 문제가 발생할 수 있음

- 이로 인해 각 금융기관들은 투자은행업무와 상업은행업무 간에 엄격한 Chinese wall을 두고 있음
- 다만 복합적인 금융서비스의 제공이라는 측면에서 고객에게 제공하는 서비스의 경우에는 다양한 서비스를 제공하고 이로 인해 발생할 수 있는 고객의 손실에 대해서는 Chinese wall을 설치하는 방식으로의 제약을 가하는 경우가 대부분임
- 특히 자산운용부문의 경우에도 사내 겸영 방식을 지니되 사업부문별로 Chinese wall을 엄격하게 설치하고 있으며, 그럼에도 불구하고 이해상충의 문제가 고객에게 피해를 입힐 가능성이 존재하면 회사 방식 등을 통해 분리함

다. 증권회사의 이해상충 최소화 사례

1) ING Investment Management EU

- ING Investment Management EU는 이해상충 정책이라는 보고서를 통해 자사의 영업 및 투자관리 상에 발생할 수 있는 이해상충의 사례를 예시하고, 이에 대한 회사의 대책과 전략을 제시하고 있음
- ING Investment Management EU는 투자자문업, 자산운용업, 증권브로커, 증권리서치 등을 담당하고 있으며, 이러한 업무에 따른 이해상충의 문제가 발생할 수 있음을 명시하고 있음

- 이를 해결하기 위한 정책으로 고객의 포트폴리오 규모에 따른 주문의 배분, 최적의 가격제시(best execution), 포트폴리오 간의 거래에 있어 고객 이익 우선 정책, 이해상충이 발생할 가능성이 있는 부서 간의 Chinese wall 구축, 종업원의 개인 투자 금지 등의 조치를 취하고 있음

2) Deutsche Bank

- Deutsche Bank는 은행부문과 증권부문을 겸영하는 universal banking 이며 이에 따라 다양한 이해상충의 문제가 발생할 가능성이 있음
 - 이러한 문제를 해결하기 위해 Deutsche Bank는 상업은행부문과 투자은행부문에 대해서는 매우 엄격한 Chinese wall을 구축하고 있음
 - 또한 투자은행부문의 경우에도 Corporate and Investment Bank (CIB)부문, Private Clients and Asset Management(PCAM)부문, Corporate Investment(CI)부문으로 구분하여 각 부문 간에 Chinese wall을 구축하고 있음
- 또한 부문 간 혹은 대고객의 이해상충 문제를 해소하기 위해 이해상충 관리 정책을 수립하고 있음
 - 동 정책에 따르면 이해상충에 대해 다음과 같은 정의를 도입하고 있음
 - 고객의 비용으로 회사가 이익을 거둘 가능성이 있거나 손실을 회피할 가능성이 있는 경우

- 고객에게 제공하는 서비스의 성과에 대한 이득을 회사가 거두는 경우
 - 다른 고객에게 제공되어야 하는 이득을 회사나 또 다른 고객이 거둘 수 있는 경우
 - 고객과 동일한 업무를 수행하는 경우
 - 정상적인 수수료 등의 수익 이외에 고객으로부터 수익을 거두는 경우
- 동 정책에서는 이러한 이해상충의 사례를 제시하고 있음
- 은행이 투자자문과 일임 자산관리서비스를 제공하고 관련회사의 상품을 추천하거나 파는 행위를 하는 경우
 - 배분의 이슈에 대해 명확한 사전의 계약을 하지 않고 하나 이상의 고객이나 펀드로부터 일임 자산관리를 하는 경우

○ Deutsche Bank의 이해상충을 최소화하기 위한 전략 방향은 다음과 같음

- 이해상충의 문제가 발생할 가능성이 있는 부문에 대해서는 독립적인 운용이 가능하도록 법인격을 달리하거나 엄격한 Chinese wall을 설정함
- 정보의 흐름에 대한 통제수단을 마련
- 이해상충의 문제가 발생할 가능성이 있는 부문은 독립된 경영진을 구성함
- 국경을 넘어서는 거래에 대해서는 적절한 통제수단을 마련
- 이해상충이 발생할 가능성이 있는 거래에 대해서는 정보의 관리를 강화

- 이해상충의 문제가 발생할 가능성이 있는 경우에는 그에 대한 공시 체계를 구축
- 거래관계에 대한 기록체계 수립
- 잠재적인 이해관계의 문제를 초래할 가능성이 있는 직원에 대해서는 해당 거래에서 배제하는 기준을 설정
- 이해상충의 문제와 관련하여 정기적인 은행 시스템의 검사를 실시
- 부서 간 정보이동에 있어 엄격한 Chinese wall을 설정

○ 각종 위원회의 구성

- 독립된 의사결정을 내리고 이해상충의 문제를 최소화하기 위해 부문별로 독립된 위원회 조직을 설정하고 있음
- 유럽의 경우 asset & liability committee, legal entity committee, loan screening committee, regional risk committee, smartsourcing committee 등이 있음
- 컴플라이언스 기능을 강화하고 동 기능을 회사와 독립적으로 운영하는 방식으로 이해상충의 스크린 기능을 강화

4. 일본의 이해상충 해소 방안

- 증권업과 자산운용업의 겸영에 관하여 1992년 금융제도 및 증권제도개혁법을 통하여 업종별 자회사 방식을 인정하였고, 1998년 금융시스템 개혁법에서는 본체 겸영을 각각 허용하였음

- 1998년 금융시스템개혁법에 의거해 증권회사는 개별적인 승인 없이 (내각총리대신에게) 신고를 통해 자산운용업을 겸영할 수 있음
 - 겸영이 가능한 자산운용업무는 투자자문업, 투자일임업, 투자신탁위탁업, 투자법인 자산운용업 등이 있음(구 증권거래법 제34조 제2항)

- 이해상충 방지를 위한 규제는 크게 행위규제와 정보차단벽 설치 방법이 있는데 일본의 경우는 주로 행위규제에 초점을 맞추고 있음
 - 현재 증권회사에 의한 자산운용업의 본체 겸영 시 정보차단벽(Chinese wall or fire wall)의 사용에 대한 법적 승인은 부재하다고 볼 수 있음
 - 증권회사의 다양한 겸업 및 겸영을 인정하면서 이에 따른 이해상충에 대해서는 정보차단벽과 같은 시스템 규제는 하지 않고 단지 행위규제만을 사용한다는 점에서 영미 접근법과 차이를 보이고 있음

V. 금융투자업의 이해상충 최소화 방안

1. 기본 방향

가. 금융투자업의 경영 형태

- 자본시장통합법 하에서 형성될 금융투자회사의 형태는 투자매매업, 투자중개업, 집합투자업, 신탁업, 투자자문업, 투자일임업 등의 기능별 인가단위의 조합이 될 수 있음
 - 자본시장통합법 시행령에서는 법률에서 규정한 구성요소를 실제 금융투자업 영위현황을 감안하여 총 42개 인가·등록 단위를 설정하였음
 - 미국이나 영국에서처럼 한국에 형성될 거대 금융그룹은 지주회사를 기본 축으로 여러 금융자회사를 설립하여 영위하는 경향을 보일 것으로 전망됨
 - 한편 금융투자회사는 자본시장통합법 시행에 따라 다양한 투자업무를 하나의 금융투자회사로 집중하여 규모 및 범위의 경제 효과를 극대화하려는 경향이 증가할 것으로 예상됨
 - 특히 업무 간 시너지효과는 큰 반면 이해상충도가 비교적 낮은 부문의 업무 간 집중현상이 크게 증가할 것으로 예상됨
- 경영의 허용은 전업주의가 갖는 자유로운 시장진입과 경쟁 제한이라는 문제의 해결에는 긍정적인 측면이 있으며 세계적인 추세와도 부합

- 하지만 전업주의제도가 갖고 있는 복수의 업무를 겸영함에 따른 이해상충 문제의 발생 가능성은 증대하고 있음

나. 금융투자업 겸영에 따른 문제점

- 자본시장통합법은 금융투자회사의 겸영을 허용함에 따라 업무 간 또는 고객 간 이해상충문제가 발생할 것에 대비하여 다양한 이해상충에 대한 규제 및 투자자 보호장치를 두고 있음
 - 기존 개별 법령에서 업별로 분리·차별적으로 규제하고 있는 이해상충에 대한 규제를 선진국 수준으로 일원화하여 대폭 보완하였음
 - 겸영에 따른 이해상충 문제를 최소화하기 위하여 기존 행위 위주의 규제에서 관련 제도를 대폭 신설·확장하였음
 - 예컨대, 행위규제내용의 대폭 확장, 내부통제기준·절차 마련 의무화, 사전 공시 및 거절의무의 명시 및 정보차단벽(Chinese wall) 설치 의무화 등
- 그러나 금융투자업 겸영에 따른 이해상충 문제를 방지하기 위해 법상 각종 행위규제 및 정보차단벽 설치의무 등이 엄격하게 규정되어 있다 하더라도 별도의 회사로 완전 분리·독립되어 있는 경우보다는 이해상충 방지체계가 완벽하게 작동하지 않을 가능성 상존
 - 예컨대, 시장이나 회사의 경영상황이 악화될 경우 평상시에는 잘 작동하던 이해상충 방지체계가 경영진이나 임직원에 의해 무력화될 개연성이 있음

- 임직원들이 회사의 안팎에서 개별적으로 정보를 교류하는 경우, 또는 소규모회사와 같이 인력구조상 불가피하게 임·직원이 여러 업무를 겸직해야 하는 경우 정보교류의 차단이 효과적으로 이루어지지 않을 수 있음
- 또한 대표이사와 같은 최고위직 임원의 경우 어느 부서에 전속하지 않으면서 전체적인 정보를 받아 이를 바탕으로 회사 이익을 위해 업무를 집행하여야 하는데 이들에 대한 정보차단벽 설치의 법상 또 현실적으로도 불가능하므로 정보차단벽의 완전 작동에 어려움 초래

다. 이해상충 최소화를 위한 기본 방향

○ 다음과 같은 방향에서 이해상충 최소화 방안이 마련되어야 함

- 법상 규정된 이해상충 방지방안의 세부 이행계획의 수립 및 이의 철저한 이행
- 금융투자회사의 이해상충문제를 해소하기 위해 필요하다고 합리적으로 기대되는 업자 공통의 모범기준(best-practice)의 마련 및 시행
- 모범기준을 기초로 경영업무의 범위 등을 감안하여 금융투자회사별로 자기 회사에 적합한 정보차단벽 설정
- 법률, 모범기준 및 회사별 정보차단벽 설치의 적정성 및 이의 충실한 이행 여부 점검을 위한 지속적인 사후 관리·감독방안 수립
 - 정보차단벽 설치 및 그 이행의 적정성 여부는 금융투자업 인가 유지요건의 하나로 이의 불이행시 인가취소 등 조치대상임

2. 세부추진 방안

가. 이해상충의 개념 설정

- 경영에 따른 이해상충은 개별 금융투자업무별로 발생할 수 있는 이해상충의 문제를 사전에 검토하여 고객에게 손실을 입힐 가능성이 있는 내용을 구체화하는 방식으로 정의되어야 함

- 이해상충 개념에 대한 접근 방법으로는 원인별 이해상충을 개념화하는 방식과 이해상충의 결과에 근거한 접근 방식이 존재함
 - 원인에 따른 이해상충 접근법은 정보비대칭 및 상반된 이해에 따른 대리인문제(agency problem)에 근거하여 이해상충을 정의하는 방식임
 - 이러한 방식은 발생 가능성이 있는 업무영역의 범위를 사전적으로 정의하고 발생 가능한 이해상충업무를 방지하는 통제장치를 마련하는 방식임
 - 고유재산운용부서와 고객재산운용부서 간
 - 금융투자 단위업무부서 간
 - 금융투자업자와 외부 제3자 간
 - 이해상충의 결과에 근거한 접근방식은 사후적으로 고객에게 손실을 입힐 수 있는 행위를 확인하고 통제하는 것임
 - 금융투자업자 또는 그 임직원이 특정 고객의 이익을 희생하여 적극적으로 자기이익을 도모하거나, 자신의 재산상 손실을 회피하는 행위

- 금융투자업자 또는 그 임직원이 특정 고객에게 제공한 서비스 결과가 그 고객과 다른 이해관계를 가지는 행위
- 금융투자업자 또는 그 임직원이 특정 고객의 이익에 반해 다른 고객의 이익을 위해 행동할 유인(incentive)이 있는지 여부
- 금융투자업자 또는 그 임직원이 고객과 같은 업을 영위하는 행위
- 금융투자업자 또는 그 임직원이 고객 이외의 자로부터 통상적 수수료 또는 보수 외에 다른 인센티브를 받는 행위

○ 자본시장통합법 시행에 따른 금융투자회사의 이해상충 해소 방안의 설정을 위해서는 이해상충의 개념을 정립하고 이해상충의 발생 가능성이 있는 업무영역의 범위를 확인해야 함

- 사전적으로는 금융투자회사의 겸업에 따라 발생할 수 있는 가능한 이해상충의 문제를 정의하고 이해상충이 초래하는 결과를 정의
- 이러한 구체적인 이해상충에 대한 개념화에 근거하여 금융투자회사의 기본적인 정책과 절차를 포함한 통제방안을 구체적으로 설정
- 이해상충의 개념화를 위해서는 자산운용업무와 회사 고유의 업무 간에 어떠한 이해상충 문제가 발생할 가능성이 있는지를 사전에 파악하고 구체적인 사례들을 정리할 필요가 있음

나. 이해상충 최소화를 위한 모범기준(best-practice)의 설정

○ 모범기준은 금융투자업자의 이해상충을 최소화하기 위해 필요하다고 합리적으로 기대되는 기준·절차 등을 금융투자회사와 감독기관 및 협회 등이 공동으로 협의·설정하는 것이 바람직할 것으로 판단됨

- 모범기준에 포함되어야 할 사항을 다음과 같음
 - 이해상충의 개념 및 기본원칙
 - 이해상충 발생 가능성이 큰 경우에 대한 주요 내용
 - 업자별 정보차단벽 설치 시 포함되어야 하는 주요 내용
 - 업자별 정보차단벽의 적용 범위
 - 이해상충 방지를 위해 금융투자회사 및 부서별로 취해야 하는 조치의 내용
 - 이해상충 문제가 발생할 가능성이 있는 경우 이를 해소하기 위한 구체적인 절차 및 방법
 - 이해상충의 효과적인 방지를 위한 제어장치의 제정
 - 부서 간 이해상충 방지를 위한 엄격한 분리
 - 인적·물적 장치의 제한, 임직원의 겸직 금지 및 업무 범위 등
 - 미공개중요정보의 인지 및 이해상충 문제의 공시
 - 이해상충 관련 기록 유지
 - 임직원에게 대한 지속적인 교육 프로그램의 진행
 - 구체적인 부문별 이해상충 사례

- 모범기준에 근거하여 개별 금융투자회사들은 이해상충 관련 내부 지침을 설정할 필요가 있음
 - 금융투자업 영위에 따라 발생하는 이해상충을 스스로 확인하고 평가·관리할 수 있도록 이해상충 방지에 필요한 기본방침과 절차가 서면으로 작성·집행·유지되어야 하며, 이를 준법감시인이 상시 점검·시행하여 이해상충 소지를 사전에 예방 또는 최소화할 필요

- 이해상충 문제와 관련한 내부 위원회 등을 구성하여 발생가능한 이해상충의 문제를 구체화하고 이를 통제하는 방안을 정기적으로 점검하는 방안도 마련될 필요가 있음
- 이해상충에 대한 기본 지침을 외부에 공시하는 방안도 적합한 통제수단이 될 수 있음

다. 개별금융회사의 이해상충 방지 방안의 설정

1) 기본적 고려사항

- 개별 금융투자회사의 이해상충 방지체계 설치와 관련하여 다음과 같은 측면을 감안하여야 함
 - 개별 금융권역별·업무별, 권역 간·업무 간 이해상충문제에 대해 사전에 충분히 이해·인식하고 이해상충을 해소하기 위한 내부 통제장치 수립
 - 경영에 따른 구체적인 이해상충 해소방안 설정
 - 자본시장통합법 시행령에 따르면 이해상충의 문제로 정보교류 차단장치를 설치하는 부문은 고유재산운용, 기업금융, 투자 매매·중개, 집합투자·신탁업 등 4개 부문이며, 동 부문의 경영 시에는 원칙적으로 정보교류, 임직원 겸직, 사무공간 및 전산설비의 공동이용을 금지하고 있음
 - 정보차단벽 설치 방안의 수립과 사후관리 방안의 마련

- 이해상충과 관련한 준법감시인의 내부통제기준에 따른 준법감시업무 강화
 - 이해상충문제의 효과적인 관리·감독을 위해서는 내부통제기준의 객관성·투명성 강화 및 준법감시인의 신분상·업무상 독립성 강화 노력이 병행될 필요
- 금융투자회사별 이해상충 해소를 위한 일반적·구체적 기준 설정
 - 예컨대, 사전 공시 및 거절의무가 적용되는 구체적인 이해상충행위의 유형 및 그에 따른 조치내용 등이 Chinese wall의 내용에 포함되어야 함
- 법령상 이해상충 방지체계 관련 구체적인 규제방향 및 그에 따른 금융투자회사별 구체적 실행 방안 마련

2) 정보차단벽(Chinese wall)의 설치

가) 기본방침 및 절차의 제정

- 정보차단벽은 이해상충 문제가 발생할 소지가 있는 부서 간에 정보의 교류를 차단하여 투자자를 보호하는 방안의 절차적·예방적 규제의 일환으로 마련되어야 함
 - 이를 위해서는 구체적인 정보차단 관련 기준 및 규제체계의 마련이 필요하며, 이와 더불어 개별적인 금융기관의 특성에 맞는 내부적인 기준도 설정되어야 함

- 이해상충 문제를 효과적으로 관리하고 사전 예방하기 위한 기본 방침 및 절차에는 다음과 같은 사항이 내부통제기준에 포함되어 제정되어야 함
 - 이해상충의 확인·관리를 위한 기본원칙 및 절차의 수립
 - 이해상충 방지를 위해 회사 및 사업부서가 취해야 할 구체적인 조치내용
 - 사업부서 간 정보차단벽 구축 방안

○ 정보차단벽의 수준

- 이해상충 문제는 투자자의 공평대우라는 목적 아래 본질적으로 윤리적인 문제이므로 엄격한 기준과 절차에 따라 준수되어야 함
- 정보차단벽은 정보벽 설치 내용·수준은 겸영하는 업무의 범위, 겸영 업무 간 이해상충 정도, 회사의 조직규모 등을 감안하여 결정되어야 하며, 궁극적으로는 회사가 자율적으로 자기책임 하에 결정하도록 할 필요가 있음
- 그러나 단기적으로는 동 제도가 법상 최초로 도입되는 점, 업계의 정보차단벽 설치관련 이해 및 준비가 충분하지 못한 점, 업무의 성격과 이해상충의 정도 등을 감안하여 감독기관에서 최소한의 가이드라인을 마련해줄 필요도 있음

나) 정보차단벽의 설치 방안

- 정보차단벽의 기능 제고를 위한 구체적 사항
 - 부서 간 이해상충 방지를 위한 엄격한 분리

- 별도건물 사용, 동일건물 내 별도층 사용, 동일층 내 출입문 분리 등 사무공간의 분리(physical separation)
 - 중요정보파일(information box) 또는 컴퓨터에의 접근 제한
 - 미공개 중요정보의 물리적 분리·보관 또는 암호 설정
 - 별도의 회계시스템 및 기록작성·유지
 - 기타 민감한 주제관련 회의 참석 범위 제한 등
- 임원·직원의 이해상충 소지가 있는 업무의 겸직·파견 금지
- 업무 간 이해상충 소지가 큰 고유재산운용업무와 금융투자업, 매매·중개업과 집합투자업 간 등 법령상 임직원 겸직·파견이 금지되는 업무 간에는 임직원의 겸직·파견을 원칙적으로 금지하되
 - 나머지 업무에 대해서는 겸직을 허용하는 것이 바람직
- 이해상충관련 기록·유지(record keeping)
- 이해상충 소지가 있는 정보의 흐름을 효과적으로 차단하기 위해 중요성 정도에 따라 거래금지목록(restricted list)¹⁸⁾, 거래감시목록(watch list)¹⁹⁾, 요주의목록(rumor list)²⁰⁾ 등으로 구분하여 기록·유지·관리·점검하도록 함
- 임직원에 대한 교육
- 금융투자업자는 그 임직원이 이해상충과 관련된 회사 정책에 대해 충분히 이해하고 숙지할 수 있도록 정기·부정기적으로 교육할 필요
- 이해상충 사실의 공시 및 사전 승인
- 회사의 이해상충정책과 관련하여 사전에 일반에게 공시

18) 정보차단벽의 보조적인 수단으로 미국 SEC가 정보미공개의무(비밀유지의무)와 신임의무 충돌의 딜레마를 해소하기 위해 제안한 방법으로 이해상충이 있는 증권은 회사내의 누구도 거래의 추천이나 권유를 할 수 없음

19) 회사의 내부통제부서에서 그 거래에 대한 감시가 이루어지는 증권의 목록

20) 금지나 제한된 종목은 아니나 잠재적인 가능성이 있는 종목을 말함

- 특정 이해상충상황이 발생하거나 발생할 소지가 있는 경우 해당 고객에 이해상충 사실 및 이를 해소하기 위한 회사의 노력을 고지하고, 필요한 경우 고객으로부터 사전 승인을 받도록 함
- 미공개 중요정보의 우연한 지득 또는 공유 시 처리절차·방법도 포함

○ 정보차단벽 작동의 확인

- 이해상충 방지 부서(컴플라이언스 등)는 정보차단벽이 기본정책 및 절차에 따라 운영되는지 여부를 사전·사후 점검
- 취약사항 및 미 작동분야에 대한 개선 및 시정
- 고객의 이해상충발생에 대한 민원 등에 대한 대응방법

3) 정보차단벽(Chinese wall)의 사후관리 방안

- 제정된 기준의 일관성 있는 시행을 위해서는 경영자의 충분한 이해와 인식의 전환 필요
 - 대표이사 등 경영진의 이해상충문제에 대한 인식 전환
- 사전·사후적으로 정보차단벽에 포함된 관련절차 및 기준 등에 대한 지속적 검증 및 개선
 - 환경변화에 대응하여 차단벽 등이 적정하게 제정되어 있는지 여부

○ 사후 감독의 엄정 집행

— 법규에 따라 업무가 진행되고 관련법규가 준수되고 있는지에 대한 철저한 점검

- 부서 간 정보차단벽의 작동 여부, 이해상충 발생 시 기록 및 공시 여부, 이해상충의 보고 및 해소 체계, 임직원에 대한 교육 실시 여부 등

○ 위반 시 벌칙의 엄격 적용

— 임직원의 관련법규 및 내부통제기준의 준수 의지 함양

3. 이해상충 최소화를 위한 관련규정의 보완 및 감독방향

○ 자본시장통합법 제44조(이해상충의 관리) 제2항에서 금융투자업자가 투자자에게 이해상충 발생 가능성이 있는 경우 이를 사전 고지하게 하고 있음

— 이해상충 발생 가능성을 업자가 임의로 판단하게 할 경우 그 기준이 유명무실하게 될 우려가 있음

○ 금융투자회사의 경영에 따른 문제를 해결하기 위해 관련 규정을 정비해야 함

— 경영 전환에 따른 초기 혼선에 대비하여 비조치의견(No Action Letter)제도의 활성화, 자율규제기관인 협회내 이해상충 판단위원회 설치 운영 등을 검토할 필요

○ 이해상충의 최소화를 위한 규제 방향

- 이해상충 유형 및 범위의 다종다양성을 감안할 때 감독기관이 일률적으로 이해상충 관련 구체적인 체크리스트 형태의 규칙을 제정하고 감시하는 방식보다는 원칙에 근거한 자율적인 기준의 설정이 바람직함
- 즉 높은 단계의 원칙·기준을 감독기관이 설정하고 개별 기관은 이러한 원칙·기준을 자율성을 갖고 달성하도록 하되 잘못된 결과가 나타나면 감독당국이 해당 기관의 달성 과정을 관리·감독하도록 하는 방식을 검토해 볼 수 있음

<참 고 문 헌>

<국내문헌>

구본성 외, 2006, 『금융투자업의 이해상충 문제와 시사점』, 한국금융연구원.

권종호, 2006, 일본 금융상품거래법의 개요, 『증권선물』 제19호.

권종호·이중기·장근영, 2006, 「금융투자업 및 자본시장에 관한 법률」
(가칭) 제정관련 이해상충문제 및 자율규제기관의 재정립에 관한 연
구, 자산운용협회 연구용역보고서.

금융위원회, 2008, 자본시장 및 금융투자업에 관한 법률 시행령(안).

김화진, 2006, 투자은행의 M&A 업무와 이해상충 문제, 『자본시장포럼』 제10호.

김화진·김병연·김용재, 2006, 금융투자회사의 투자자보호, 금융법학회 발표
자료(11월).

안수현, 2006, 투자서비스법으로서 발표된 일본의 금융상품거래법의 내용
과 문제점, 『증권』 제127호.

엄경식·장병훈, 2007, 『미국주식시장의 재개편: Regulation NMS 도입 및
시사점』, 한국증권연구원 연구보고서07-01.

이중기, 2006, 금융기관의 충실의무와 이익충돌, 그 해소 방안, 『증권법연
구』 제7권 제2호.

장근영, 2006, 미국에서의 증권업과 자산운용업의 경영, 『증권법연구』 제7권 제2호.

재정경제부, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 설명자료.

최도성, 2001, 지주회사제도의 운영과 효율화 방안, 『상장협』 제43호.

한국증권연구원, 2008, 자본시장 및 금융투자업에 관한 법률 시행령 공청회 자료.

<해외문헌>

Agrawal, A., Chen, M.A., 2004, Analyst conflicts and research quality, Working Paper, University of Alabama.

Association for Investment Management and Research, 1999, *Standards of Practice Handbook* 8th Ed.

Australian Securities and Investments Commission, 2004, Licensing: Managing conflicts of interest, Policy Statement 181.

Australian Securities and Investments Commission, 2006, Managing conflicts of interest in the financial services industry, discussion paper(April).

Ber, H., Yafeh, Y., Yosha, O., 2001, Conflict of interest in universal banking: bank lending, stock underwriting, and fund management, *Journal of Monetary Economics* 47, 189-218.

- Bines, H.E., Thel, S., 2004, *Investment Management Law and Regulation*.
- Cain, D.M., 2005, The dirt on coming clean: perverse effects of disclosing conflicts of interest, *Journal of Legal Studies* 34.
- Calomiris, C.W., Singer, H.J., 2004, How often do conflicts of interests in the investment banking industry arise during hostile takeovers? Working Paper.
- Crockett, A., Harris, T., Mishkin, F., White, E., 2004, Conflicts of interest in the financial services industry: what should we do about them? International Center for Monetary and Banking Studies and the Centre for Economic Policy Research.
- Drucker, S., Puri, M., 2006, Banks in capital markets: A survey In : Eckbo, B. E.(Ed.), *Handbook in Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Elsevier/North-Holland.
- Dugar, A., Nathan, S., 1995, The effects of investment banking relationships on financial analysts' earnings forecasts and investment recommendations, *Contemporary Accounting Research* 12.
- Enriques, L., 2006, Competition in Investment Services: The Price and Uncertain Impact of MiFID's Regulatory Framework, *Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, The MiFID and Beyond*, Guido Ferrarini & Eddy Wymeersch eds.

Enriques, L., 2007, Conflict of interest in investment services: the price and uncertain impact of MiFID's regulation framework, Working Paper.

Financial Services Authority, 2000, *The Handbook*.

Financial Services Authority, 2004, Senior management responsibilities: conflicts of interest and risks arising from financing transactions.

Financial Services Authority, 2005a, *Reader's Guide: An Introduction to the Handbook*.

Financial Services Authority, 2005b, Senior management responsibilities: conflicts of interest and non-standard transactions.

Hollander, C., Salzedo, S., 2004, *Conflict of Interest and Chinese Walls* 2nd Ed.

Hubb, G.M., Fraser, D.R., 2002, Conflict of interest in commercial bank security underwritings: Canadian evidence, *Journal of Banking and Finance* 26.

ING Investment Management, 2006, *Conflict of Interest Policy*.

Kadan, O., Madureira, L., Wang, R., Zach, T., 2005, Conflicts of interest and stock recommendations: the effects of the global settlement and related regulations, Working Paper, Washington University in St. Louis.

- Kang, J.K., Liu, W.L., 2007, Is universal banking justified?: evidence from bank underwriting of corporate bonds in Japan, *Journal of Financial Economics* 84.
- Klein, P.G., Kathrin, Z., 2003, Universal banking and conflicts of interests: evidence from German initial public offerings, Working Paper.
- Kolasinski, A.C., 2006, Is the Chinese wall too high? investigating the costs of new restrictions on cooperation between analysts and investment bankers, Working Paper.
- Kroszner, R., Rajan, R., 1994, Is the Glass-Steagall act justified? A study of the US experience with universal banking before 1933, *American Economic Review* 84, 810-832
- Lehar, A., Randl, O., 2003, Chinese walls in German banks, *EFA Annual Conference Paper* 488.
- Leong, S., 1999, Protection of confidential information acquired from a former Client: are Chinese walls adequate?, *Singapore Academy of Law Journal* 11.
- Liaw, K.T., 2006, *The Business of Investment Banking: A Comprehensive Overview* 2nd Ed.
- Lin, H.W., McNichols, M., 1998, Underwriting relationships, analysts' earnings forecasts and investment recommendations, *Journal of Accounting and Economics* 25.

- Ljungqvist, A., Marston, F., Starks, L.T., Wei, K.D., Yan, H., 2007, Conflicts of interest in sell-side research and the moderating role of institutional investors, *Journal of Financial Economics* 85.
- Mehran, H., Stulz, R.M., 2007, The economics of conflicts of interest in financial institutions, *Journal of Financial Economics* 85.
- Merrill Lynch, 2007, *Policies for Managing Conflicts of Interest in Connection with the Production of Research*.
- Mohanram, P., Sunder, S.V., 2006, How has regulation FD affected the operations of financial analysts? *Contemporary Accounting Research* 23.
- Poser, N.S., 1990, Conflicts of interest within securities firms, *Brooklyn Journal of International Law* 16.
- Puri, M., 1996, Commercial banks in investment banking conflict of interest or certification role?, *Journal of Financial Economics* 40.
- Ritter, J.R., Zhang, D., 2007, Affiliated mutual funds and the allocation of initial public offerings, *Journal of Financial Economics* 86.
- Santos, J.C., 1997, Securities activities in banking conglomerates: should their location be regulated? Federal Reserve Banks of Cleveland, Working Paper 9704.
- Steinberg, M.I., Fletcher, J., 1994, Compliance programs for insider trading, *Southern Methodist University Law Review* 47.

Tuch, A., 2005, Investment banks as fiduciaries: implications for conflicts of interest, *Melbourne University Law Review* 29.

Tuch, A., 2006, Investment banks as fiduciaries: implications for conflicts of interest, The University of Sydney, *Legal Studies Research Paper*, No.06/04.