

시장질서교란행위 규제 도입 내용과 향후 과제

이승범*

- I. 도입 배경
- II. 시장질서 교란행위의 구체적 내용
- III. 시장질서 교란행위에 대한 과징금(법 제429조의2)
- IV. 향후 과제



I. 도입 배경

기존의 자본시장법상 불공정거래는 크게 미공개중요정보 이용행위, 시세조종행위, 부정거래행위의 3가지 유형을 말하며, 이를 위반하는 경우 형사처벌만을 예정하고 있었다. 이는 일반적인 법 원칙에 입각하여 매우 엄격한 입증책임을 요구하는 것은 물론이고, 행위양태를 통하여 주문 유가증권 매매주문 제출자의 시세를 조종하는 과정에서 타인의 매매거래를 유인하거나 거래서 외관상 성황을 이루고 있는 듯이 보이게 하는 등의 소위 ‘목적성’을 입증하여야 하고, 또한 미공개정보이용 주체나 그 대상 정보의 범위가 협소하게 되어 있었다.

이러한 규제방식의 가장 큰 한계는 규제 탄력성이 떨어진다는 점이다. 형벌에는 죄형법정주의가 엄격히 적용되므로 시장에 부당한 영향을 주고 사회적으로 비난받을 수 있는 행동임에도 입증이 불충분하거나 구성요건을 충족하지 못하는 경우에는 처벌이 불가능하다. 또한, 나날이 진화하는 신종 불공정거래 행위들에 대해 법 개정을 통해 적시에 대응한다는 것은 쉽지 않다. 그리고 금융당국의 조사, 검찰의 수사 및 법원의 재판을 거치는 기나긴 여정에는 필연적으로 많은 비용과 긴 시간이 소요된다.

* 한국거래소 시장감시제도부 시장감시제도팀장

결국 기존의 불공정거래규제가 가진 이러한 한계를 극복하고자 2013년 범정부 차원에서 주가조작 등 불공정거래 근절을 위해 종합대책을 마련하였고, 시장질서 교란행위 과징금 규제의 신설은 이러한 노력의 결과이다.

이하 2015. 7. 1부터 시행된 시장질서교란행위 규제의 구체적 내용과 과징금 부과에 관한 사항 및 향후과제를 차례로 살펴본다.

II. 시장질서 교란행위의 구체적 내용

「시장질서 교란행위」는 구성요건을 완전히 충족하지 못하여 기존의 불공정거래로 보기는 어렵지만, 자본시장의 건전성과 질서를 저해하는 다양한 부당행위들로, 개정법 제178조의2의 규정에 의해 금지되며 크게 두 가지 유형으로 구분된다.

1. 정보이용형 교란행위(법 제178조의2 제1항)

기존의 자본시장법 제174조에서 규제하고 있는 미공개정보이용행위는 상장법인의 내부자나 준내부자 또는 이들로부터 당해 법인의 공개하지 않고, 당해 법인의 주가 등에 중대한 영향을 미칠수 있는 정보를 이용하거나 타인으로 하여금 유가증권 거래에 이용하게 하는 경우를 말한다.

그러나 이러한 엄격한 법적 구성요건은 빠른 속도로 변하고 있는 시대의 흐름을 따라가지 못한 점이 있어서 사실상 규제의 공백이 많다는 비판을 받아왔다. 우선, 처벌 대상자가 너무 좁다는 것이다. 특히 정보수령자(tippee)가 문제인 바, 정보를 전달하는 차수에 따라 그 범위가 무제한적으로 확대될 수 있기 때문에 최초 정보수령자(1st tippee)만 처벌하고 2차 이상의 정보수령자는 처벌할 수가 없었다. 그러나, 오늘날은 정보전달 매체가 SNS와 같은 온라인매체를 통하여 전파속도와 그 범위가 차수를 구분할 수 없는 상황 하에 있고, 많은 경우에 회사 내부자나 제1차 정보수령자 보다는 다른 사람을 이용하여 미공개중요정보를 이용하는 상황에 있다. 그러다 보니 현실적으로 다수의 미공개정보이용행위자가 처벌 대상에서 제외되는 약점이 있었던 것이다.

또한, 상장법인의 주가에 영향을 미칠 수 있는 정보가 당해 법인의 내부에서 생성된 정보로만 한정하고 있다 보니 실질적으로 주가에 영향력이 강한 외부의 정보를 투자자에게 알리기 전에 이를 이용하여 유가증권의 거래를 하는 경우도 역시 적절히 규제받지 않았다.

그리고, 상장법인의 내부정보를 본인의 업무수행 과정에서 알았어야 한다는 소위 ‘업무 관련성’ 요건 때문에 시스템을 해킹하여 정보를 지득했거나 절도를 통하여 획득한 미공개 중요정보를 이용하는 행위는 자본시장법으로는 단죄할 방법이 없었던 것이다.

이에 따라 미공개중요정보 이용행위로는 규제가 곤란했던 2차 이상 정보수령자의 정보이용행위, 회사의 업무와 관련되지 않은 소위 시장정보나 정책정보의 이용행위 등과 해킹 등 부정한 방법으로 취득한 정보의 이용까지 규제범위를 확대하였다.

이를 통해 정보의 비대칭성을 제거하고 정보평등을 이루어 공정한 경쟁이 보장되는 건전한 시장을 만들고자 하는 것이며 그 주요한 내용은 다음과 같다.

1) 규제대상자의 범위 확대 : 제1호 가목 ~ 라목

- 가. 법 제174조 각 항 각 호의 어느 하나에 해당하는 자(회사내부자, 준내부자, 1차 정보수령자)로부터 나온 미공개중요정보 또는 미공개정보인 사정을 알면서 이를 받거나 전득한 자
- 나. 자신의 직무와 관련하여 규제대상 정보를 생산하거나 알게 된 자
- 다. 해킹, 절취, 기망, 협박, 그 밖의 부정한 방법으로 정보를 알게 된 자
- 라. 나목 또는 다목의 어느 하나에 해당하는 자로부터 나온 정보인 사정을 알면서 이를 받거나 전득한 자

기존 미공개정보이용 행위 금지 규정의 내부자등으로부터 나온 정보인 사정을 알면서 이를 전달받은 2차 이상의 정보수령자의 정보이용행위와 기관투자자의 주문정보나 애널리스트의 조사·분석보고서, 언론기사, 정부의 각종 정책관련 정보, 환율이나 금리결정에 관한 정보 등 시장 전체적으로 영향을 미치는 정보 등을 생산하거나 알게 된 자 및 해킹, 절취, 기망, 협박, 그 밖의 부정한 방법으로 정보를 알게 된 자, 그리고 이들로부터 그 사정을 알면서 정보를 전달받은 2차 이상의 정보수령자의 정보이용행위까지를 모두 금지한다.

또한, 미공개 중요정보의 지득행위가 자신의 직무와 관련하여 정보를 생산하거나 알게 된 자는 기본적으로 처벌 대상이 된다. 정부의 정책을 입안, 결정하는 지위에 있는 자가 특정 정책을 발표하기 전에 이를 이용하여 특정 유가증권을 대량으로 선매수 하거나 미리 팔아치우는 행위는 시장질서교란행위에 해당하여 규제대상이 된다. 또한, 자본시장에 종사하는 자, 예를 들어 고객의 대량 매수주문을 요청받은 금융

투자회사 직원이 이를 이용하여 본인의 계좌로 미리 선매수 하는 행위(Front running)나, 특정 기업(군)의 추천내용 등을 포함한 증권분석보고서를 작성, 배포하기 전에 미리 당해 기업의 증권을 매수하고 가격이 상승한 후 매도하는 행위 등은 과징금이 부과될 수도 있다.

해킹, 절취, 기망, 협박, 그 밖의 부정확한 방법으로 정보를 알게 된 자도 시장질서교란행위의 주체가 될 수 있다. 단순히 물리적인 특정 공간에 대한 침입과 같은 행위를 반드시 요구하는 것은 아니며, 회사의 내부자를 기망에 빠트려 이에 대한 인식이 없는 그들로부터 정보를 전달받은 경우도 포함된다. 또한, 특정한 정보를 포함하고 있는 시스템 등에 정당한 접근권한이 없는 자가 부정확한 방법을 동원하여 이에 접근하고 중요 정보를 접하게 되는 행위 또한 부정확한 방법으로 정보를 획득한 행위에 포함된다.

미공개중요정보를 전달 받아 이를 당해 기업의 유가증권의 매매에 이용하는 행위는 당연히 기존처럼 형사처벌 받는 경우처럼, 회사 외부정보라고 하더라도 자신의 직무와 관련하여 정보를 알게 된 자는 물론 해킹이나 절취와 같은 부정확한 방법을 통하여 지득한 정보인 사실을 알면서 이를 전달받아 이용한 경우도 시장질서교란행위로서 규제대상이 된다.

2) 규제대상 정보의 확대 : 제2호 가목·나목

가. 그 정보가 지정 금융투자상품의 매매 등 여부 또는 매매 등의 조건에 중대한 영향을 줄 가능성이 있을 것 나. 그 정보가 투자자들이 알지 못하는 사실에 관한 정보로서 불특정 다수인이 알 수 있도록 공개되기 전일 것

개정 자본시장법 제178조의2는 회사 내부정보뿐만 아니라 외부정보도 금융투자상품의 매매 등에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보는, 아직 공개되지 않은 경우는 이를 이용한 자는 시장질서교란행위로 처벌 받는다.

외부정보는 그 범주가 제한되지 않았으나 크게 두 가지 정도로 구분할 수 있을 것이다. 첫째는 시장정보가 있을 것이다. 예를 들어 기관투자자의 대량매수주문은 당해 상장증권의 매수·매도 주문상황에 따라서는 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있으므로 이런 경우 정보이용형 시장질서교란행위에 해당할 수 있다. 또한, 정책정보도 해당 가능성이 높다. 금리정책, 외환정책, 특정 분야에 집중된 대규모 SOC 투자정보, 특정산업 집중 육성정책 등 특정 금융투자상품의 매매 등에 영향력이 큰 정보는 개정법에 의하면 행정벌 부과 대상이 된다는 것이다.

지정 금융투자상품이란 증권시장에 상장된 증권(6개월 이내 상장예정법인 등이 발행한 증권 포함)이나 장내파생상품 또는 이를 기초자산으로 하는 파생상품을 의미하므로 비상장증권 또는 장외파생상품은 규제 대상에서 제외된다.

정보는 원칙적으로 '중요하고, '공개되지 않을 것'을 요구하나, 미공개중요정보 이용행위와 같이 시행령을 통해 공개방법이나 기간 등을 법정하고 있지는 않다.

3) 예외규정

원칙적으로 기존 불공정거래행위는 시장질서 교란행위에서 제외되며, 그 외에 "투자자 보호 및 건전한 시장질서를 해할 우려가 없는 행위로서 대통령령으로 정하는 경우"에도 시장질서 교란행위 적용대상이 아니라고 규정하고 있다.

개정 시행령에서 정보이용형 교란행위와 관련하여 적용 예외로 규정한 경우는 ① 정보를 알기 전에 계약을 체결하거나 투자매매업자 등에게 청약 또는 주문을 제출한 경우 등과 ② 법령 또는 정부의 시정·중지명령 등에 따라 불가피하게 매매한 경우, ③ 그 밖에 투자자보호 및 건전한 시장질서를 해할 우려가 없는 경우로서 금융위원회 고시에 의한 경우이다.

그리고 금융위원회는 ① 증권예약증권의 예약계약 해지에 따른 증권의 취득, ② 주식배당 또는 준비금의 자본전입에 의한 주식 취득과 ③ 증권시장과 파생상품시장 간 가격 차이를 이용한 차익거래, 그 밖에 이에 준하여 정보를 의도적으로 이용하지 아니하였다는 사실이 객관적으로 명백한 거래와 ④ 투자자보호 및 건전한 시장질서를 해할 우려가 없는 경우라고 증권위원회가 의결로써 인정한 경우를 고시하고 있다.

2. 시세관여형 교란행위(법 제178조의2 제2항)

자본시장법 제176조의 시세조종의 유형은 크게 다섯 가지로 구성되어 있다. 복수의 계좌가 동원하여 주가를 조작하는 가장(통정·가장매매), 허수주문 과다제출, 직전가 또는 상대최우선호가 대비 고가매수주문 반복적 제출, 시가·종가집중관행 등 포함하는 현실거래에 의한 시세조종, 시세고정·안정에 의한 시세조종, 허위사실등 풍문유포행위 및 현·선 또는 현·현 연계거래가 그것이다.

그런데 이러한 행위는 그들의 매매가 타인의 매매를 유인하거나 타인이 거래상황을 오인토록 하는 목적, 즉 내심의 의사를 입증하여야 하는 단점이 있었다. 따라서, 대규모 주가조작 사건으로 기소된 경우가

간혹 그 내심의 의사인 목적성을 입증하는 데 실패하여 처벌받지 않는 경우가 발생하여 법률에서 정하는 취지를 살리지 못하는 사례가 존재한다는 비판을 받아왔다.

이에 따라, 시세조종행위에서 요구하는 목적성이 없거나 또는 과실로 허수호가를 과다하게 제출하거나, 통정 또는 가장으로 매매하는 등 시장질서를 훼손하는 행위들을 대상으로 규제범위를 확대하였다.

이는 기존 시세조종행위가 “매매가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나, 그 밖에 타인에게 그릇된 판단을 하게 할 목적”, “매매를 유인할 목적” 또는 “시세를 고정시키거나 안정시킬 목적” 등을 필요로 하고, 이를 감독당국이 입증하도록 하고 있어 형벌을 부과하기에는 위법성의 정도가 상대적으로 경미하거나, 입증부담으로 인해 시장질서를 훼손함에도 규제할 수 없었던 행위들을 규제하여 건전한 시장질서를 유지하고자 함이다.

1. 거래 성립 가능성이 희박한 호가를 대량으로 제출하거나 호가를 제출한 후 해당 호가를 반복적으로 정정·취소하여 시세에 부당한 영향을 주거나 줄 우려가 있는 행위
2. 권리의 이전을 목적으로 하지 아니함에도 불구하고 거짓으로 꾸민 매매를 하여 시세에 부당한 영향을 주거나 줄 우려가 있는 행위
3. 손익이전 또는 조세회피 목적으로 자기가 매매하는 것과 같은 시기에 그와 같은 가격 또는 약정수치로 타인이 그 상장증권 또는 장내파생상품을 매수할 것을 사전에 그 자와 서로 짝 후 매매를 하여 시세에 부당한 영향을 주거나 영향을 줄 우려가 있는 행위
4. 풍문을 유포하거나 거짓으로 계책을 꾸미는 등으로 상장증권 또는 장내파생상품의 수요·공급 상황이나 그 가격에 대하여 타인에게 잘못된 판단이나 오해를 유발하거나 상장증권 또는 장내파생상품의 가격을 왜곡할 우려가 있는 행위

첫째, 기존의 자본시장법 제176조의 시세조종 유형중 가장 보편적인 형태인 ‘현실거래에 의한 시세조종’ 구성요소중 가장 중요한 소위 ‘허수주문’ 또는 반복적인 ‘정정·취소주문’을 제출하여 시세 등에 부당한 영향을 미치거나 미칠 가능성이 있는 경우에는 시장질서교란행위에 해당할 수도 있다. 심지어 데이터레이딩 과정에서 시스템을 이용한 주문제출방식 때문에 정정·취소가 과도한 경우나, 심지어 주문실수나 시스템 에러로 인하여 허수호가 과다하게 제출된 결과시세 등에 영향을 미친 경우 행정벌 부과 대상이 될 수도 있다.

실무상으로 형사처벌 대상인 시세조종과 과징금 부과대상인 시장질서교란행위를 구분하는 기준이 문제가 될 것이다. 결국은 위반행위의 반복성의 정도, 부당이득금액 또는 회피손실액의 규모 등이 기준이

될 것인바, 기본적으로 한국거래소 시장감시위원의 시장감시기준에 동 기준을 제정하여 운용하고 있고, 증선위도 금융감독원 규정으로 그 기준을 세워 엄정하게 적용하고 있다고 본다. 다만, 그 세부기준은 시세조종 처벌 기준과 마찬가지로 악용될 우려가 있어 세부사항은 공개할 수가 없다고 판단된다.

기존의 시세조종행위는 타인으로 하여금 그 거래가 성황을 이루고 있는 듯이 오인하게 하거나 타인으로 하여금 잘못된 판단을 하게 할 목적으로 시세 등을 조종해야 하였다. 그러나 시장질서교란행위는 이러한 엄격한 목적성이 없는 일정한 행위도 규제대상에 포섭하였다. 예를 들어 타인을 오인케 할 목적은 없으나 고빈도 거래와 같은 컴퓨터프로그램을 활용하여 대규모 주문을 제출하는 과정에서 특정 종목의 매수와 매도의 수량, 가격, 시기가 유사하게 제출되는 경우가 반복될 경우 규제대상이 될 수도 있다.

타인을 오인하게 하거나 거래가 성황을 이루고 있는 듯이 보이게 할 목적이 아니라 손익이전·조세회피 목적으로 2인 이상의 투자자가 통정하여 거래한 경우도 시장질서교란행위로서 과징금 부과대상이 될 수 있다. 금융투자회사 소속 직원이 본인이 관리하던 복수의 고객계좌 중 손실이 발생한 계좌를 보전해 주기 위해 고가매도 주문을 내고 타 계좌가 이를 비싸게 사주는 방식이 주로 이용되는데, 이 경우도 개정법에 의하면 규제대상이 된다.

이 목적성을 요구하지 않고(3호 제외) 고의 또는 중과실이 아닌 단순 과실로 인한 행위까지 규제대상으로 포함하나, 시세에 부당한 영향을 주거나 줄 우려가 있는 행위라고 규정하여 시장질서를 훼손하지 않는 행위까지 무제한적으로 규제대상에 포함하는 것은 아니며, 기존의 불공정거래행위는 역시 제외된다.

Ⅲ. 시장질서 교란행위에 대한 과징금 (법 제429조의2)

시장질서 교란행위에 대한 과징금은 원칙적으로 5억원 이하이며, 만약 그 위반행위와 관련된 거래로 얻은 이익(미실현이익을 포함) 또는 이로 인하여 회피한 손실액의 1.5배에 해당하는 금액이 5억원을 초과하는 경우 이익 또는 회피한 손실액의 1.5배에 상당하는 금액 이하까지 과징금을 부과할 수 있다.

과징금을 부과하는 경우에는 위반행위의 내용 및 정도, 기간 및 회수와 위반행위로 인하여 취득한 이익의 규모 등을 고려하여 시행령에서 정하는 기준에 따라 부과하도록 규정하고 있다. 입법예고 된 시행령 안에서는 위반행위를 유형에 따라 구분하고, 위반의 정도는 위반행위와 관련된 거래로 얻은 이익 또는 회피한 손실액을 기준으로 시세에 미치는 영향 등을 종합적으로 고려하도록 하고 있다.

IV. 향후 과제

새롭게 도입되는 시장질서교란행위 과징금은 감독당국이 직접 부과하므로 형사제재와 비교하면 신속한 제재가 가능하고, 형벌 일변도의 제재에 비해 탄력적인 운용과 감독당국의 전문성 활용이 가능하며, 부당이득의 환수 및 부당행위의 신속한 시정을 통해 불공정거래행위 및 시장질서교란행위의 유인을 억제하고 건전한 시장질서 유지에 도움이 될 수 있을 것으로 기대된다.

다만, 새롭게 신설되는 규제임을 고려하여 투자자 등을 대상으로 금지되는 행위들에 대한 적극적인 홍보와 교육이 필요하고, 과징금 규제의 절차적·실체적 타당성 확보를 위해 실제 조사 및 과징금 부과절차에서 투명성과 공정성을 확보하려는 관련 기관의 노력이 요구된다.

또한, 한국거래소의 시장감시, 금융감독원 및 금융위원회의 조사와 검찰의 수사로 이어지는 불공정거래 조사체계의 기관 간 협력과 공조를 강화하여 빠르면서도 중복됨이 없이 효율적으로 규제가 이루어질 수 있도록 함께 노력해야 할 필요성이 더욱 커졌다.

덧붙여 그동안 점진적으로 발전해 온 회원사의 자체적인 내부통제 및 준법감시와 한국거래소 시장감시 위원회를 통한 회원사 자율규제 등 시장의 자정노력이 공적규제 영역의 확대에 위축되어 유명무실해지는 일이 없도록 배려한다면 저비용으로 자본시장의 건전성을 유지해 갈 수 있는 든든한 힘이 될 수 있을 것이다.