

최근 자본시장 불공정거래 규제 동향 및 기업의 대응 방안

강 지 호 법무법인 세종 고문
jhokang@shinkim.com

Summary

- 국내 자본시장 불공정거래는 2015년을 전후하여 미공개정보이용 행위 및 내부자가 연루된 부정거래 사건의 비중이 높아지고 있음
- 또한, 합수단 부활, 규제기관의 불공정거래 조사 조직 확대 및 불공정거래 전력자의 상장기업 임원 선임 제한 법제화 추진 등의 강화 분위기에 있는 불공정거래 규제의 칼날이 상장법인 및 그 내부자에게 집중될 가능성이 높음
- 따라서, 불공정거래 방지를 위하여 ①기업 정보관리 체계화 ②내부자의 주식 매매 관리 체계 확립 ③지분신고 정교화 ④해명공시, 불공정거래 신고 센터 등 규제기관 제도 활용 ⑤임직원 대상 불공정거래 예방 교육 등 기업의 적극적인 내부통제 활동이 요구되는 시점임

1. 개요

신정부의 정치적 아젠다는 ‘공정과 상식의 회복’이라고 할 수 있으며, 이를 자본시장 정책과 연결해보면 초점이 ‘소액주주 권리 강화’로 귀결된다. 또한, 윤 정부의 110대 국정 과제 중 자본시장 부문 과제인 ‘자본시장 혁신과 투자자 신뢰 제고로 모험자본 활성화’의 주요 내용으로 ‘내부자거래 규제 강화’와 ‘불공정거래 행위 관련 제재 실효성 제고’가 강조되고 있다.

이처럼 정부의 정책 방향 및 검찰과 금융감독당국의 적극적인 의지 표명에서 알 수 있듯이 최근 자본시장의 불공정거래 규제 강화 분위기가 고조되고 있으며, 특히 그 초점이 상장법인과 기업 내부자에게 맞춰져 있다고 하겠다. 또한, 검찰은 시세조종, 미공개정보이용행위 등 전통적인 불공정거래 행위뿐만 아니라 내부

자의 지분 매도나 스톡옵션 먹튀 행위 등 공정과 상식을 벗어나는 행위들까지 넓은 의미의 불공정거래로 간주하고 일벌백제할 태세이다.

이러한 분위기 속에서 상장기업은 “내가 불공정거래를 하지 않으면 문제가 없는 것 아니냐?”하는 소극적 입장에서 탈피해서 기업 경영의 일환으로써 ‘내부자가 연루된 불공정거래’를 차단하려는 적극적 노력이 요구되는 상황이므로, 본 기고가 최근 자본시장의 불공정거래 규제 동향을 이해하고 기업의 대응 방안을 함께 모색하는 계기가 되었으면 한다.

2. 불공정거래 규제의 의의

거래소를 중심으로 한 자본시장은 불특정 다수 시장 참가자간의 비대면 거래를 통하여 거래 집중 및 유동성

제고 등 선순환 구조를 형성하면서 기업과 투자자가 함께 성장하는 자본주의의 상징과도 같은 존재이다. 하지만 이러한 자본시장 고유의 특성 이면에는 정보의 비대칭이라는 중대한 문제점을 갖고 있는 것도 사실이다.

이러한 문제점에 효율적으로 대응하기 위하여 자본시장의 규제는 의무공시제도와 불공정거래 규제를 양축으로 하여 구성되어 있다. 즉, 정보비대칭 문제를 해소하기 위하여 상장법인에게 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 내부정보를 즉시 공시하도록 하고 있으며, 불공정거래를 방지하기 위하여 내부자거래와 시세조종 등을 엄격히 금지하고 있다.

따라서, 불공정거래 규제는 자본시장이 투명하고 효율적으로 운영되도록 하여 신뢰 속에서 거래가 활성화 되도록 하고, 기업과 투자자 모두 성장할 수 있는 환경을 조성하기 위한 필수적인 수단이라고 하겠다.

3. 최근 불공정거래 행위의 특징

부정거래, 시세조종 및 미공개정보 이용 행위를 소위 3대 불공정거래 행위라고 할 때, 최근 들어 미공개정보 이용 행위의 비중이 급격하게 증가하고 있다.

한국거래소가 불공정거래를 심리하여 혐의 사건을 금융감독당국에 통보한 실적을 기준으로 살펴볼 때, 2013년과 2014년의 경우 미공개정보 이용 행위의 비

중이 20% 내외에 불과하였던 반면 2018년 이후 50%를 상회하고 있으며 특히, 2021년에는 그 비중이 77%에 달하고 있다.

이러한 결과와 관련하여 다양한 이유가 제시되고 있는데, 우선 전통적인 시세조종의 적발 가능성이 과거와 비교할 수 없을 정도로 높아졌기 때문이다. 불공정거래 감시 시스템이 고도화되면서 현실 거래를 통한 시세조종 행위의 경우 거의 실시간으로 모니터링이 되는 시스템 환경에 있고 또한 1기 합수단 체제에서 관련 행위자들이 신속하게 적발된 경험이 있기 때문에 불공정거래 세력의 입장에서 시세조종을 활용할 유인은 떨어진다고 할 수 있겠다.

두 번째, 최근 몇 년간 가상자산거래가 활황을 겪으면서 기존 자본시장에서 활동하던 불공정거래 세력들이 가상자산시장을 타겟으로 한다는 이야기도 일정 부분 설득력있는 이유가 될 수 있겠다.

세 번째, 부정거래 및 시세조종 행위의 절대 수치의 감소에 따른 미공개정보 이용 행위의 상대적 비중 증가도 한 원인이라고 하겠다.

한편, 최근의 불공정거래 행위가 증자나 CB 발행 등 발행시장과 연계된 부정거래가 많고 그 과정에서 사전 정보를 취득하여 매매에 이용하는 경우도 많을 뿐만 아니라 이러한 유형의 부정거래의 경우 내부자가 연루되어 있을 가능성이 높다는 점도 기업이 유념하여야 할 사항이다.

〈한국거래소 혐의통보 실적〉

(단위 : 13, 14년 종목, 18년이후 건)

유형	'13년	(비중)	'14년	(비중)	'18년	(비중)	'19년	(비중)	'20년	(비중)	'21년	(비중)
부정거래	47	19.3%	165	60.4%	19	17.6%	28	26.7%	23	21.5%	10	10.0%
시세조종	143	58.6%	58	21.3%	22	20.4%	20	19.0%	33	30.8%	13	13.0%
미공개	54	22.1%	50	18.3%	67	62.0%	57	54.3%	51	47.7%	77	77.0%
총 계	244		273		108		105		107		100	

※ 출처 : 한국거래소 보도자료

4. 불공정거래 규제 강화 내용 및 그 배경

최근 자본시장 불공정거래 규제 강화 분위기는 새로운 규제 정책 도입과 관련 조직 확대 등에서 확인할 수 있다.

먼저 한동훈 법무부 장관의 취임 일성으로 2년 4개월만에 서울남부지검 합동수사단이 부활하였다. 박근혜 정부 첫해인 2013년 9월에 출범하였던 증권범죄합동수사단은 자본시장 불공정거래 척결에 상당한 기여를 하였음에도 불구하고 여러 가지 이유로 2020년 1월 폐지된 바 있었다. 부활한 합수단의 정식 명칭은 금융증권범죄합동수사단으로 1기 합수단과 비교하였을 때 업무 영역이 더욱 넓어졌다고 하겠다.

합수단의 재출범과 함께 규제 기관의 불공정거래 사건 처리 건수가 급증할 것으로 예상된다. 표에서 보는 것처럼 1기 합수단이 활발하게 활동했던 2013년~2016년 기간 동안 금융위(금감원)의 불공정거래 평균 처리 건수는 192건이었으나 그 이후 지속적인 감소 추세를 보이다가 합수단이 폐지된 2020년과 2021년에는 100건 미만으로 감소한 바 있다.

또한, 혐의율도 1기 합수단 시절에는 80%대 후반을 유지하다가 2017년 이후에는 70%대 중반 수준으로 하락한 바 있다.

〈금융감독당국 연도별 불공정거래 조사 사건 처리 현황〉

연도	혐의	무혐의	합계	혐의율
2013	199	30	229	86.9%
2014	171	24	195	87.7%
2015	125	47	172	72.7%
2016	149	23	172	86.6%
2017	108	31	139	77.7%
2018	112	39	151	74.2%
2019	96	33	129	74.4%
2020	71	23	94	75.5%
2021	64	16	80	80.0%

※ 출처 : 금융감독원 연차보고서

두 번째, 검찰 출신 금융감독원장이 취임하였다. 금융감독원 입장에서 금감원 업무 중 가장 익숙하고 자신 있는 분야는 당연히 불공정거래 조사 부문일 것이므로 이 부문에 조직의 역량을 집중할 뿐만 아니라 사법 당국과의 공조 체계 등이 더욱 강화될 것으로 예상된다.

세 번째, 각 규제기관의 불공정거래 조사 조직이 확대되었다. 금융위는 기존 자본시장조사단 외에 자본시장 특별사법경찰 조직을 설치하였는 바, 두 개의 조직은 법적으로 파이어월을 세우도록 되어 있어 건전한 경쟁 관계에서 조사 기능이 활성화될 것으로 예상된다. 또한, 금감원의 경우 파생조사팀에서 수행하고 있던 공매도 조사 업무에 대하여 전담팀을 신설하였다. 한편, 한국거래소 역시 작년에 1부 2팀 체제의 공매도 전담부서를 설치한 이후 최근 공매도기획조사팀을 추가 설치한 바 있다.

마지막으로 불공정거래 행위 전력자에 대하여 자본시장 퇴출 법제화를 추진하고 있다. 최근 금융위원회가 발표한 자료에 따르면 자본시장 불공정거래 행위자에 대해 일정 기간(최대 10년) 동안 금융투자상품 거래 및 계좌개설을 금지하고, 또한 상장회사에의 임원 선임 제한 조치를 도입할 예정이며, 금년 중으로 자본시장법 개정안을 마련하고 신속한 입법을 추진할 계획으로 있다.

5. 불공정거래 규제 강화에 따른 기업 대응 방안

1) 기업의 정보 관리 체계 정교화

대표적인 내부자거래인 미공개정보 이용 행위는 기업 공시 제도와 연관성이 높다. 기업은 경영 활동의 과정에서 수많은 정보를 생성하게 되고 또한 그러한 정보는 투자판단에 큰 영향을 미칠 수도 있다.

따라서, 기업 내부 정보가 최대한 빨리 시장과 투자자들에게 공개되도록 하여야 할 뿐만 아니라, 정보의 생성 과정에 관여하는 임직원이 해당 정보를 본인의 주식 투자에 활용하지 않도록 관련 통제 장치를 마련할 필요가 있다.

예를 들어 타기업과의 M&A를 추진하는 경우 관련 검토 자료 작성, M&A 상대방과의 회의, 법무법인 등 외부 조력자와의 미팅 등 각 이벤트별로 관련 행위 시

점과 관여자 등의 정보 및 정보 내용 등을 상세하게 기록/보관하도록 할 필요가 있으며, 각 프로세스별로 공시 의무 유무를 판단하는 절차가 필요하다.

또한, 언론 인터뷰나 IR 활동 과정에서 공개되지 않은 정보가 특정 외부인에게 선별적 또는 선행적으로 제공되는 경우가 있을 수 있음을 주지하고, 이러한 일이 발생하였을 때의 대응 방안을 미리 갖추어두는 것이 필요하다.

한편, 회사 외부 정보도 규제 대상 정보가 될 수 있음을 인식할 필요가 있겠다. 왜냐하면 전통적인 미공개정보 이용 행위 규제가 기업 내부 정보를 그 대상으로 하고 있는 반면, 2015년 7월 자본시장법 개정으로 정책정보(금융투자상품의 가격에 영향을 미칠 수 있는 금리정책, 외환정책, 무역수지 상황 등 경제정책 방향과 관련된 정보) 및 시장정보(기관투자자의 주문 정보, 언론정보 등 유가증권의 수요와 공급 및 시장사정에 관한 정보) 등이 공개되기 전에 주식투자에 이용하는 경우 정보이용형 시장질서 교란행위로 규제를 받을 수 있다.

예를 들어 기업 실적이 유가와 상관성이 높은 기업의 임직원이 정부 유가 정책에 대한 접근성이 큰 회의 등에 참석하였다면 해당 회의 결과와 내용 등을 상세하게 기록/관리하도록 할 필요가 있겠다.

2) 내부자의 주식 매매 관리 체계 확립

최근 금융위는 내부자거래 사전공시제도 도입 방안을 발표한 바 있다. 상장법인 내부자(임원/주요주주)가 당해 법인이 발행한 주식 등을 거래(매도 또는 매수)하려는 경우 매매예정일 최소 30일 전에 매매목적·가격·수량 및 매매예정기간 등을 사전에 공시하도록 한다는 것이며, 만약 미공시·허위공시·거래계획 미이행 등이 발생한 경우 과징금 및 행정조치 뿐만 아니라 형벌 조치까지 가능하도록 엄격하게 제재할 계획이다. 관련 자본시장법 개정안을 금년 내 국회 제출하는 일정으로 추진중에 있다.

따라서, 상장법인은 내부적으로 내부자의 주식 매매 관리 체계를 확립해 놓을 필요가 있으며, 내부통제규정 등에 관련 사항을 체계적으로 정비하여야 할 것이다.

내부자거래 관리와 관련하여 한국거래소가 운영하고 있는 ‘내부자거래 알림 서비스(K-ITAS, KRX Insider

Trading Alarm Service)’ 참여를 고려해 봄직 하다. 동 제도는 상장법인의 자율적 참여를 통한 내부자거래 방지를 목적으로 2018년 처음 도입되었으며, 2022년 7월말 기준 전체 상장법인의 10.4%인 252사가 참여하고 있다.

3) 지분 신고 제도에 대한 충실한 이해 필요

주식 대량 보유자를 포함한 기업 주요 내부자의 지분 변동 사항은 투자자들의 주요 관심 사항이므로 상장법인과 신고 대상자는 신고의 방법을 통하여 지분 변동 사항 등에 대한 정보를 신속하게 공개할 의무가 있다.

그런데, 자본시장법에는 언뜻 유사해 보이는 복수의 지분 신고 제도(①주식등의 대량보유상황보고 ②임원·주요주주 특정증권등 소유상황보고)가 있고, 특히 유가증권시장 상장법인의 경우 거래소 업무규정에 따른 별도의 지분 신고 의무(③최대주주등의 소유주식변동신고)가 있어 이를 명확하게 구분 이해하여 법과 규정 위반이 발생하지 않도록 하여야 하겠다.

4) 규제기관의 불공정거래 예방 제도 적극적 활용 필요

상장법인이 불공정거래에 노출되지 않겠다는 의지를 표명하는 방편으로 규제기관에서 운영하고 있는 불공정거래 예방 제도를 적극적으로 활용할 필요가 있다.

먼저, 자율적 해명공시제도이다. 동 제도는 수시·자율·공정공시 등과 관련된 품문이나 보도에 대해 거래소의 조회공시 요구 등이 없더라도 상장법인이 스스로 해명할 수 있는 제도이다. 예를 들어 상장법인이 특정 테마주로 인식되어 주가가 급변하고 있는 경우 해당 테마와 전혀 무관하다고 판단되는 경우 이를 공시의 방법을 통해서 회사의 불공정거래 차단 의지와 만약 불공정거래 세력이 개입되었을지라도 기업 내부자가 연루되지 않았음을 표명하는 수단으로 활용할 만하다.

또한, 기업에 불공정거래 세력이 유입되었다는 정보를 기업이 먼저 인지할 가능성도 높는데, 이런 경우 금융감독원 또는 거래소 불공정거래 신고 센터를 통해서 신고를 한다면 동 불공정거래를 조사하는 과정에서 해당 기업과 내부자의 불공정거래 연루 가능성에 대한

〈유가증권시장 상장법인 지분신고제도 비교〉

구 분	주식등의 대량 보유 상황 보고	임원·주요주주 특정 증권등 소유 상황 보고	최대주주등의 소유 주식 변동 보고
근거법규	자본시장법 §147	자본시장법 §173	유가증권상장규정 §60
보고의무자	5% 이상 보유자	임원/주요주주	발행회사
보고방법	본인-특별관계자 연명	개별	상장법인이 보고
보고사유	- 신규 : 5% 이상 보유시 - 변동 : 1% 이상 변동시	- 신규 : 임원/주요주주된 경우 - 변동 : 1주라도 변동시	- 신규 : 최대주주된 경우 - 변동 : 1주라도 변동시
보고기한	5일 이내	5일 이내	지체없이

부정적 시각이 희석될 수도 있다. 특히, 신고 과정을 통해서 내부 임직원들이 기업 경영진의 불공정거래 차단 의지를 확인하는 계기가 될 수도 있을 것이다.

5) 기업 임직원 불공정거래 예방 교육 체계 마련

상장법인과 그 내부자는 항상 불공정거래에 노출될 가능성이 존재함으로 내부 구성원에 대한 예방 교육

을 철저하게 하는 것이 무엇보다 중요하다. 교육과 관련하여 상장법인 자체의 교육도 가능하지만, 콘텐츠의 한계와 전문성의 부족으로 인하여 교육이 쉽지 않을 수도 있기 때문에 협회와 규제기관의 교육 프로그램을 활용하는 것도 고민해 볼 필요가 있겠다. 

