사이버증권거래상의 불공정거래

權 鍾 浩
(건국대 법대 교수)

【초 록】

사이버증권사기에 대한 규제는 새로운 입법을 모색하기보다는 기존의 규범체제로 대처한다는 것이 국제적으로 일반화된 추세이다. 사이버증권사기는 수단이 되는 매체가 다를 뿐 그 본질에 있어서는 전통적인 증권사기와 차이가 없다고 보기 때문이다. 그렇다면 우리나라의 경우에도 현행의 법체제로 사이버증권사기에 효과적으로 대처할 수 있을까? 본고는 바로 이러한 관점에서 현행법상의 문제점과 그 개선방안에 관하여 검토한 것이다.

사이버증권사기는 법률적 측면에서 보면 분명 전통적인 증권사기에 비해 새로울 것이 없지만, 범죄의 신속성이나 유형의 다양화라는 측면에서 보면 비교가 되지 않을 정도이고, 또한 사이버공간에서는 익명성이 보장되며 정보조작이나 인멸이 용이하기 때문에 증권사기에 대한 추적과 법의 집행도 간단하지가 않다.

이러한 점을 고려하면 이른바 포괄조항의 신설, 증권회사의 내부통제시스템의 강화와 함께, 특히 투자정보사이트상의 허위·부실정보를 효과적으로 규제할 수 있는 입법조치가 강구되어야 할 것이며, 입법정책적으로는 시장간의 경쟁을 유도하는 것도 고려해 볼 필요가 있을 것이다. 그리고 시장감시자로서 자율규제기관의 역할과 기능을 강화하는 것 역시 사이버증권사기의 사전예방이라는 측면에서는 상당한 의미가 있을 것이다.

주제어 : 불공정거래 / 사이버증권거래 / 온라인투자정보지 / 투자정보사이트 / 내부자 거래 / 시세조종 / 역외증권사기 / 매매체결시스템 / 자율규제

【차 례】

Ⅰ. 서 론
1. 본고의 목적
2. 미국과 일본의 노력

Ⅱ. 사이버증권사기의 특징과 그 유형
1. 사이버증권사기의 특징
2. 증권사기의 유형

Ⅲ. 사이버증권사기에 대한 대책과 과제
1. 포괄적 사기금지규정의 도입
2. 투자정보사이트상의 허위정보와 풍설
3. 인터넷을 통한 정보공시와 내부자거래
4. 기 타

Ⅳ. 결 론
1. 총 설
2. 자율규제기관의 기능강화

Ⅰ. 서 론

1. 본고의 목적

금년 3월 증권업협회의 발표에 의하면 금년 2월중 사이버주식거래규모는 125조 3,719억원에 달하며 이는 전체 주식거래 중 66.7%를 차지한다. 또 온라인증권계좌수도 폭발적으로 늘어나 지난 2월중 온라인증권계좌수는 전체 활동계좌수의 45.2%에 해당하는 405만 9,000계좌에 이르고 있다.[1)]

이처럼 사이버증권거래가 늘어난 데에는 여러 요인을 생각할 수 있지만 World Wide Web(www)을 비롯하여 Bulletin Board Service, Mailing List Service와 같은 정보교환기술의 발달로 투자자는 투자정보를 쉽게 얻을 수 있을 뿐만 아니라 사이버증권거래의 특성상 수수료가 저렴한데다 증권사를 통하지 않고 직접 매매거래를 할 수 있는 편리함 때문인 것으로 분석되고 있다.

정보통신기술의 발달은 사이버증권거래규모를 비약적으로 증가시킨 것에 그치지 않고 증권시장 자체에도 다양한 영향을 미치고 있는데, 먼저 발행시장에 있어서 주목할 만한 현상으로는 ① 전자공시시스템(electronic filing system)을 통한 각종 공시서류(예컨대 유가증권신고서)의 제출 및 공시, ② 인터넷의 동영상을 통한 투자설명회개최, ③ 증권회사의 개입 없이 인터넷상으로 직접 증권을 모집하는 이른바 직접공모(Direct Public Offerings: DPS) 등이 그것이다.

그리고 유통시장의 경우에는 ① 증권회사가 배포한 소프트웨어를 고객의 PC에 설치하고 증권회사의 컴퓨터와 연결하여 투자자가 직접 매매거래를 행하는 이른바 온라인거래시스템인 “HTS”(Home Trading System)[2)] ② 발행회사나 제3자가 인터넷 홈페이지에 개설한 게시판(issuer-sponsored or third-party-operated bulletin board)를 통해 증권회사의 개입 없이 매매거래가 이루어지는 수동거래시스템인 “게시판거래시스템”(bulletin board

1) 조선일보 2001. 3. 22.
2) 미국에서는 대개 넷스케이프나 익스플로러 같은 웹베이스 프로그램을 쓰는 반면 우리나라 투자자들의 80%정도는 증권사가 제공하는 HTS를 주로 쓰고 있는 것으로 알려지고 있다(중앙일보이코노미스트 제529호(2000. 3. 28) 80면).

trading system), ③ 전통적인 증권거래소와 경쟁·보완적인 관계에서 증권회사나 사설기관(private entities)에 의해 영리적으로 운영되는 자동거래시스템(automated trading system)인 "사설거래시스템"(Proprietary Trading System)과 ④ 이러한 거래시스템을 이용한 이른바 24시간거래(round the clock trading·24 hours trading), 거래시간외 거래(after-hour trading) 혹은 Day Trading 등은 정보통신기술의 발달로 나타난 새로운 거래수단들이다.[3]

이러한 통신수단이나 거래시스템의 등장은 정보의 전달이나 거래의 성립에 있어서 증권회사와 같은 전통적인 시장중개업자의 역할을 축소시키고 있을 뿐만 아니라(탈중개화: disintermediation) 거래비용을 감소시킴으로써 투자자에게는 투자의 효율을 극대화할 수 있는 기회를 제공하고 있지만, 동시에 익명성·비대면성·비서면성·무국적성 등으로 상징되는 사이버거래의 특성과 관련하여 투자자 보호라는 관점에서 종래와는 다른 새로운 문제를 야기시키고 있는 것 또한 사실이다.

본고에서는 이와 관련하여 사이버증권거래상의 불공정거래, 즉 사이버증권사기에 관하여 유통시장을 주로 염두에 두고 살펴보기로 하고,[4] 다만 필요한 범위에서 증권사기일반에 관해서도 언급하기로 한다.

2. 미국과 일본의 노력

증권거래의 사이버화는 증권거래에 대한 법규제에 상당한 영향을 미칠 것으로 보는 데에는 이론이 없다. 그러나 사이버증권거래의 선행주자인 미국의 예를 보면 사이버증권거래에 대한 법규제는 ① 새로운 정보기술의 이용촉진과 ② 투자자의 보호라는 측면에서 기존의 규제체제를 그대로 유지하면서 사이버증권거래의 특성상 기존의 규제체제로는 적절히 대처할 수 없는 경우에 한해 새로운 해석론이나 입법을 통해 대응하는 방법을 취하고 있다.[5] 이는 최근 활발한 입법이 추진되고 있는 일본도 예외가 아니다. 그런 의미에서 사이버증권거래라는 이유만으로 기존의 규범체제가 전면적으로 부정되거나 수정되는 것은 아니다.

특히 사이버증권사기의 경우는 기존의 규범체제가 어떤 변형이나 수정 없이 그대로 적용되는 가장 전형적인 경우로서 흔히 지적되고 있는데,[6] 그 이유는 사이버상에서는 익명성과 비대면성을 악용한 사기적인 투자권유의 가능성이 상존하고, 저비용으로 불특정다수를 상대로 정보를 전달할 수 있는 점을 이용한 풍설의 유포나 시세조종 등의 부정행위가 보다 교묘

---

3) SEC, Special Study: ECNs and After-Hours Trading(2000)<http://www.sec.gov/news/studies.ecnafter.htm>(visited Dec. 17, 2000)

4) 사이버증권사기는 유통시장에 국한되는 문제는 아니다. 예컨대 발행시장에서도 신주발행을 성공적으로 완수하기 위해 위장거래나 통정매매을 통해 안정조작(시세조종)을 할 수도 있으며, 또한 이른바 인터넷직접공모에서도 풍설의 유포나 내부자거래, 시세조종행위 등의 불공정행위는 충분히 예상할 수 있다. 다만 이러한 불공정행위는 그것이 발행시장과 유통시장 중 어디에서 이루어지든 그 본질에 있어서는 차이가 없기 때문에 본고에서는 논술의 편의상 유통시장을 전제로 검토하기로 한다.

5) 특히 이러한 규제방법은 미국의 경우 1993년 증권법의 적용을 받는 발행시장과 정보공시의 분야에서 두드러지고 있다. 이에 관해서는 권종호, "사이버증권거래와 발행시장" 「증권법연구」 제1권 제1호(2000) 110면 이하 참조. 다만 예외적으로 입법적인 방법으로 대처한 가장 전형적인 경우로서는 이른바 PTS의 등장과 함께 이를 거래소로서 규제하기 위하여 입법된 Regulation ATS를 들 수 있다. 이에 관한 상세는 곽관훈, "증권시장의 경쟁력강화와 ECN의 활성화" 「비교사법」 제8권 제1호(2001) 831면 이하 참조.

6) Robert A. Prentice, Vernon J. Richardson, Susan Scholz, Corporate Web Site Disclosure and Rule 10b-5: An Empirical Evaluation, 36 Am. Bus. L. J. 531, 533 (1999).

히 보다 광범위하게 일어날 수 있는 것은 사실이지만, 법적인 측면에서 보면 이러한 행위의 기본적인 특성, 즉 인위적으로 공정한 가격형성을 왜곡하고, 증권시장의 투명성과 자원의 효율적 배분기능을 훼손하며 궁극적으로는 시장에 대한 투자자의 신뢰를 상실하게 한다는 점에 있어서는 새로운 것이 없기 때문이다.

그리하여 미국에서는 사이버증권사기에 대해서는 새로운 입법을 모색하기보다는[7] 규제당국의 내부감시시스템 강화[8]나 증권사기에 대한 적극적인 제소[9]와 함께 투자자에게 그 위험을 사전에 교육시키는 방법을 적극 활용하고 있는데, 예컨대 SEC가 일반투자자를 대상으로 제공하고 있는 교육프로그램인 "인터넷사기: 인터넷투자사기를 피하는 법"(Internet Fraud: How to avoid Internet Investment Scams)[10]이나, NASAA(North American Securities Administrators Association)가 교육프로그램의 일환으로서 발표한 투자자 유의사항(Investor Tips)인 "사이버공간에서의 사기와 남용"(Cyberspace Fraud and Abuse)[11] 등이 이에 해당한다. 물론 인터넷사기에 관해 SEC나 NASD 등이 홈페이지을 통해 그 범법자의 실명과 사기수법을 공개하는 방법도 동원되고 있다.[12]

그리고 일본의 경우에는 미국에 비해 상당히 늦은 감은 있지만, 동경증권거래소는 1999년 10월부터 인터넷투자시의 유의사항을 정리한 "인터넷의 현명한 이용법"이라는 사이트를 홈페이지에 개설해 두고 있는데,[13] 이 역시 일반투자자를 대상으로 한 사전교육프로그램의 일종이다. 또한 일본증권업협회가 1999년 9월에 발표한 "인터넷거래에 있어서의 유의사항에 관하여"(インターネット取引において留意すべき事項について)[14]도 일종의 사전교육프로그램이며, 다만 이것은 일반투자자를 대상으로 한 것이 아니라 증권회사를 대상으로 한 것이라는 점에서 주목할 만하다. 여기서는 온라인증권거래에 있어서도 기존의 법령이나 규정이 그대로 적용된다는 점을 비롯하여 ① 온라인거래의 대상이 되는 증권과 거래내용에 관한 사항, ② 내부관리체제의 정비 및 거래의 안전성 확보에 관한 사항, ③ 고객에 대한 정보제공 및 거래절차에 관한 사항, ④ 법령 등 제규정의 준수에 관한 사항 등에 관하여 상세히 언급하고 있다.

본고에서는 이상의 일련의 자료들 가운데 본고의 목적상 필요한 범위에서 참고하기로 한다.

---

7) 그 이유는 인터넷상의 증권사기는 수단이 되는 매체가 다를 뿐 본질에 있어서는 전통적인 증권사기와 차이가 없고, 따라서 현행 법체제로 규제가 가능하다고 보기 때문이다. Joseph J. Cella Ⅲ and Jhon Reed Stark, SEC Enforcement and the Internet: Meeting the Challenge of the Nect Millennium, 52 Bus. Law. 816, 835 (1997).

8) 1998년부터 SEC가 인터넷 증권사기에 효과적으로 대응하기 위하여 규제당국 간의 대응방법을 통합·조정하고 감시의 효율성을 제고할 목적으로 SEC 내부에 "인터넷집행팀"(Office of Internet Enforcement)을 설치하여 운영하고 있는 것이 그 좋은 예이다. 이를 포함하여 SEC나 NYSE와 같은 자율규제기관의 대응방안에 관한 상세는 이상복, "인터넷증권사기의 현황과 그 대응방안" 「증권학회지」 제28집(2001) 306면 이하 참조.

9) SEC가 연방법원에 제소한 내용에 관해서는 Litigation Release를 통해 공개되고 있으며 이는 인터넷으로도 검색할 수 있다.<http://www.sec.gov/news/studies. ecnafter.htm>(visited Sep. 20, 2001).

10) <http://www.sec.gov/investor/pubs/cyberfraud.htm>(visited Sep. 20, 2001)[hereinafter SEC, Internet Fraud]. 이것 이외에도 인터넷사기와 관련하여 많은 교육프로그램이 있는데, 이에 관해서는 <http://www.sec.gov/investor/alerts.shtml>(visited Sep. 20, 2001) 참조.

11) <http://www.nasaa.org/nasaa/scripts>(visited Sep. 20, 2001)[hereinafter NASAA, Cyberspace Fraud].

12) 〈http://www.fic.gov/bcp/conline/pubs/briefs/invstbrf.htm〉(visited Sep. 20, 2001), 〈http://www.sec.gov/litigation/litreleases.shtml〉(visited Sep. 20, 2001) 참조.

13) 〈http://www.tse.or.jp/beginner/online/index.html〉

14) 동협회는 이것을 다시 보완하여 2001년 4월에 개정된 내용을 발표하였다.

II. 사이버증권사기의 특징과 그 유형

1. 사이버증권사기의 특징

사이버증권사기에 대한 규제가 미국에서 최초로 이루어진 것은 공교롭게도 1994년 6월 30일 ① 미주리주 증권국(Missouri Securities Division)과 ② 뉴저지주 증권국(New Jersey Bureau of Securities)이 각각 증권회사와 범법자를 상대로 동시에 내린 거래정지·금지명령(cease-and-desist order)이다.

①은 이른바 초소형주(microcap stock·penny stock)을 대상으로 미주리주에서 영업허가를 받지 않은 브로커가 무료전화와 e-mail 등으로 투자권유를 하면서 자신은 미국최대의 상업 온라인서비스회사 중의 하나인 "A GOOD TRADER"의 소속이며 권유대상주식의 배후에는 거물이 있다는 등의 허위의 정보를 제공한 것에 대해 그 브로커를 고용하고 있던 증권회사에게 거래정지명령을 내린 것이고, ②는 이른바 피라미드사기(pyramid scam)가 인터넷에서 재현된 것인데, "컴퓨터를 통해 집에서 거금을 버는 방법"이라는 제목하에 "5달러의 투자로 3주에서 6주 내에 6만달러를 벌 수 있다"는 내용의 메시지와 함께 온라인리스트에 올라 있는 5명에게 각각 1달러를 송금하면 그 다음에는 송금한 자도 그 리스트명부에 오르게 되며, 이러한 내용을 10명의 다른 사람의 컴퓨터 게시판에 올리라는 권유를 한 자에 대해 거래정지명령을 내린 것이다.[15]

이상의 두 유형에서 알 수 있듯이 ①의 대상이 된 초소형주는 거래량이 적고 발행회사가 잘 알려져 있지 않을 뿐만 아니라 주가에 대한 정보가 부족한 점 때문에 전통적으로 증권사기의 대상이 되어 왔던 것이고,[16] ②의 유형도 이른바 폰지사기(ponzi scheme)[17]와 함께 연방법과 주법이 일찍부터 금지해 왔던 고전적인 사기수법의 하나이다.

이처럼 사이버증권사기는 전통적인 증권사기가 사이버공간에서 재현된 것에 불과한 경우가 많다는 점을 그 특징으로 들 수 있으나, 다만 사이버공간에서는 누구든지 손쉽게 불특정다수인과 정보를 교환할 수 있고 정보의 조작이나 인멸이 간단할 뿐만 아니라 정보의 진실성을 식별하는 것이 불가능하다는 점에서 증권사기가 신속하고 대량적으로 이루어질 수 있으며, 그 대상 또한 국내에 국한되지 않고 외국에까지 미칠 수 있다는 점이 전화나 우편을 통한 전통적인 증권사기와는 구별된다.

2. 증권사기의 유형

사이버증권사기의 유형에는 전술의 "초소형주를 대상으로 한 증권사기"나 "피라미드증권사기" 등 여러 가지가 있지만, 여기서는 SEC가 지적하고 있는 대표적인 것[18]과 우리나라 특유의 것으로 알려진 허수주문에 의한 증권사기에 관하여 소개하기로 하기로 한다.[19]

---

15) NASAA, Cyberspace Fraud, supra note 11, at 1.

16) Kevin C. Bartels, "Click Here to Buy the Next Microsoft": The Penny Stock Rules, Online Microcap Fraud, and the Unwary Investor, 75 Ind. L. J. 353(2000) 354.

17) 이상복,「인터넷증권사기」(매일경제신문사·2001) 77면 참조.

18) 이 부분의 설명은 SEC, Internet Fraud, supra note 10과 NASAA, Cyberspace Fraud, supra note 11을 참고로 한 것이다.

19) 본고에서 언급하고 있는 증권사기유형 이외의 상세는 김성탁, "인터넷을 이용한 證券情報의 流通과 證券詐欺"「비교사법」제7권 2호(2000) 246면, 김정수, "시세조종 규제의 이론과 실제"「주

(1) 온라인투자정보지를 이용한 증권사기

온라인투자정보지(online investment newsletters)란 통상 투자정보를 제공하는 정보지와 같은 기능을 하는 인터넷상의 각종 사이트나 newsgroups, usenet, web-based bulletin boards 등의 온라인게시판(online bulletin boards)을 의미한다. 이 온라인투자정보지와 스팸메일(spam mail)은 투자정보를 제공·교환하는 매체로서 가장 활발히 이용되고 있는데, 바로 이 점 때문에 증권사기의 온상이 되고 있기도 하다.

먼저 온라인투자정보지의 경우, 증권사기에 이용되는 전형적인 예는 회사나 특정인으로부터 주식이나 현금을 받고 대박주(hot stock) 등의 표현을 사용하여 특정종목에 대해 합리적인 근거 없이 투자권유를 하거나 추천하는 내용의 글을 인터넷 등에 올리는 경우이다. 이는 의도된 정보를 제공하여 인위적으로 주가를 조작하는 데 그 목적이 있으며, 의도한 대로 주가의 변화가 있으면 그 때 주식의 매도나 매수를 통해 부당이득을 취하게 된다.

특히 온라인게시판의 경우에는 주가조작이나 거래가 성황을 이루고 있는 듯이 오인케 하는 데 악용되는 예가 비일비재한데, 예컨대 허위의 정보를 마치 회사의 중요한 내부정보(inside information)인 양 온라인게시판에 올리거나, 어떤 종목에 대해 특정인이 여러 가명을 사용하여 계속적으로 온라인게시판에 글을 올리는 경우가 그 예이다.

그리고 스팸메일 역시 증권사기수단으로서 널리 이용되고 있다. 스팸메일의 동시 다발적인 정보전달능력을 악용한 증권사기는 전화나 우편을 사용하는 전통적인 증권사기와는 그 파급효과면에서 비교가 되지 않는다.

스팸메일의 이러한 파급성을 악용한 사기의 전형으로서는 특정인에게 혹은 증권동호회의 회원을 상대로 보내는 호재성 정보의 전자메일이 우연히 발송자의 실수로 인하여 잘못 전송된 것처럼 위장하고 이를 스팸메일을 통해 일반투자자에게 대량으로 전송하여 주식의 매입이나 매도를 유도한 뒤 자신은 반대매매를 통해 부당이익을 취하는 경우이다.

(2) 강압적인 투자권유에 의한 증권사기(Pump and Dump Scam)

속칭 "치고 빠지기"라고 불리는 이 사기수법은 투자자에게 투자결정에 필요한 시간적 여유를 주지 않고 심리적으로 강압을 가하는 형태로 투자권유를 하여 증권의 매매를 유도한 후 자신은 반대매매를 통하여 이득을 취하는 수법이다.

예컨대 회사내부정보를 소유하고 있는 양, 혹은 주가에 대한 시장데이터나 의도된 분석자료를 근거로 "주가가 오르기(내리기) 전에 빨리 주식을 매수(매도)하라" 혹은 "매입이 집중하고 있기 때문에 남은 주식은 몇 주밖에 없다"는 식으로 투자자에게 심리적 압박감을 주는 방법을 통해 투자권유를 한 뒤 이러한 권유에 넘어가 투자가 이루어지게 되면 그 과정에서 자신은 반대매매를 하여 폭리를 취하는 수법이다. 이 경우에도 주로 소형주가 그 대상이 되는데, 이러한 주식의 경우에는 회사에 관한 정보가 부족하고 거래량이 적으므로 주가조작이 용이하기 때문이다.

이 수법은 과거에는 이른바 보일러룸(boiler room)에서 전화(cold call)를 통해 주로 이루어졌으나 현재는 인터넷상에서, 그것도 가장 많이 이용되는 수법 중의 하나이다.[20] 그런 의

식」(2001. 6) 32면-45면 및 이상복, 전게(주 17)서 참조.

20) Pump & Dump. com : Tips for Avoiding Stock Scams on the Internet <http://www.sec.gov/investor/online/pump. htm>(visited Sep. 20, 2001).

미에서 보일러룸사기의 인터넷판이라고 할 수도 있다.

(3) 역외증권사기(off-shore fraud)와 무리스크 증권사기(risk-free fraud)

사이버증권사기의 새로운 유형 중의 하나가 바로 외국의 투자자를 상대로 한 이른바 "역외증권사기"이다. 과거에는 국제전화나 우편을 사용하는 것에 따른 비용문제나 언어·통화·시차문제 등으로 역외증권사기는 현실적으로 불가능하였으나, 금융시장의 국제화와 함께 인터넷의 보급으로 인하여 이러한 장애가 해소됨으로써 해외에서 인터넷을 통하여 국내투자자를 상대로 한 증권사기도 증가하고 있다.

이 문제는 증권거래법의 이른바 역외적용문제와 관련되는 것이기도 한데, IOSCO산하의 기술위원회(technical committee)가 1998년 9월에 발표한 보고서에 의하면 인터넷을 이용한 이른바 cross-border 증권발행에 대한 대처방법에 있어서는 국가마다 차이를 보이고 있지만 자국민을 대상으로 한 증권사기에 대해서는 대부분의 나라가 자국법이 적용된다는 입장을 취하고 있다.[21] 그러나 법적 대응은 어떻든 역외증권사기에 대처하는 데에는 현실적으로 어려움이 있고 바로 이 점을 노린 역외증권사기의 위험은 상존하고 있다.

그런데 이와 같이 외국에서 국내투자자를 대상으로 이루어지는 해외증권사기와는 반대로 국내의 투자자를 대상으로 외국에서의 투자를 권유하는 증권사기도 있다.

"흥분, 리스크 없는 외국의 대형투자에 참여할 기회" 등의 문구를 인터넷에 올려서 존재하지도 않은 회사의 주식을 권유하거나, 현혹되기 쉬운 초우량은행의 증권이라든지, 아니면 그럴 듯한 무선케이블프로젝트 혹은 생소하면서도 호기심을 자극하는 예컨대 뱀장어 양식장 등을 거명하며 이에 투자하면 리스크 없이 거액의 이익을 얻을 수 있다는 식으로 투자권유하는 경우가 있다.

이를 흔히 "무리스크 사기수법"[22]이라 하는데, 이 수법은 증권사기에 있어서는 古典에 속하지만 최근의 경우에는 국내투자자로서는 확인하고 조사하는 것이 사실상 불가능한 외국에서의 투자를 그 대상으로 하고 있다는 점에 특징이 있으며, 이러한 형태의 사기는 역외증권사기와 마찬가지로 인터넷의 보급에 의해 그 가능성이 한층 더 커진 사기라고 할 수 있다.

(4) 소규모공개매수(mini-tender offer)에 의한 증권사기

소규모공개매수란 발행주식총수의 5% 미만의 주식을 대상으로 이루어지는 공개매수를 말하며,[23] 미국에서는 이것이 종종 증권사기의 수법으로 이용되고 있다.[24]

---

21) 상세는 Report by the Technical Committee, Securities Activity on the Internet 〈f:/myfiles/projects/internet/final.doc〉(visited Sep. 25, 2000)[hereinafter IOSCO Report] Part Ⅲ (4). 참고로 미국의 경우에는 1998년 SEC가 웹사이트 등에 의한 투자정보제공이 미국 국내법의 규제를 받지 않기 위해서는 어떠한 조치가 필요한지에 관하여 그 해석지침을 발표한 적이 있으며(SA Rease No. 7516, EA Rease No. 39779(1998)), 일본의 경우는 일본투자자를 대상으로 한 증권거래에 대해서는 일본증권거래법이 적용된다는 입장을 취하고 있다(小塚莊一郎, "電子證券取引と法制上の課題" 「ジュリスト」 제1195호(2001) 103면.

22) FTC Briefs: Make Huge Profits with Amazing No-Risk Investments 〈http://www.fic.gov/bcp/conline/pubs/briefs/invstbrf.htm〉(visited Sep. 20, 2001).

23) 이 때에는 매수의 조건 등에 관한 정보공시, 이른바 안분비례원칙, 응모철회권 등을 규정한 SEC 규칙은 적용되지 않고, 단지 1934년 증권거래법 §14(e) 및 Regulation 14E에 의해 공개매수자는 ①사기적인 수단사용금지, ②최소한의 공개매수기간준수 그리고 ③매수기간경과 후 신속한 대가지급의무만 부담하게 된다.

이 사기수법은 ① 공개매수의 경우 주식매수의 대가는 프리미엄이 포함되어 시가보다 높게 책정된다는 투자자의 맹신과 ② 소규모공개매수에 대해서는 주주의 응모철회권이 없다는 점을 악용하여 이루어진다. 즉 공개매수라는 사실에 투자자들은 으레 매수가격은 시가보다 높을 것으로 생각하고 이에 응하게 되지만 실제의 매수가격은 시가보다 낮게 책정된 경우가 그것인데, 이 때 주주는 응모를 철회할 수 없으므로 그대로 당하게 된다.

이 수법은 사기행위라기보다는 법을 악용한 것이라고 볼 수 있는데, 이 방법을 통해 공개매수자는 매수한 주식을 시장에서 매각하는 것으로 간단히 거액의 시세차익을 얻게 된다.[25]

(5) 허수주문·호가(fictitious order or quote)에 의한 증권사기

최근 우리나라에서는 주지하다시피 매매체결의 의사 없이 대량으로 내는 주문·호가, 즉 "허수주문·호가"에 의한 증권사기가 사회적으로 핫이슈가 되고 있다.[26] 이 수법은 종래 위탁증거금이 면제되는 기관투자자에 의해 주로 이용되었으나 최근에는 HTS의 보급과 함께 데이트레이딩이 급증하면서 개인투자자까지도 투자전략의 하나로서 활용하고 있다는 점에서 문제의 심각성이 더해지고 있다.[27]

개인투자자에 의한 허수주문·호가가 급증하고 있는 이유에는 여러 가지를 생각할 수 있지만 ① HTS의 보급으로 인하여 개인투자자가 증권회사의 컴퓨터를 통해 증권거래소에 매매주문을 직접 제출할 수 있게 되었다는 점과, ② 이 경우에는 단독으로 이른바 작전이 가능하며 비용 또한 그다지 들지 않기 때문에 성공률이 높으면서도 실패시에는 손실이 거의 없다는 점, 그리고 ③ 우리나라 특유의 호가공개메커니즘으로 알려진, "총호가공시제도"[28]가 결정적인 요인인 것으로 지적되고 있다.

---

24) Mini-Tender Offers: Tips for investors <http://www.sec.gov/investor/pubs/minitend.htm> (visited Sep. 20, 2001)

25) 우리나라의 경우에도 이러한 문제가 발생할 수 있을지에 관해서는 검토의 여지가 있다. 현행 증권거래법에 의하면 6개월 사이에 10인 이상의 주주로부터 주식을 매수하여 보유주식이 발행주식총수의 5%를 넘게 되는 경우에는 반드시 공개매수에 의하여야 하므로(의무공개매수제도)(증권거래법 제21조) 발행주식총수의 5% 이상을 대상으로 하는 장외에서의 주식매수는 증권거래법의 공개매수 규정에 따라야 하는 것에는 의문의 여지가 없다.
그런데 5%미만의 주식을 대상으로 하는 장외에서의 주식매수를 공개매수의 방법으로 할 경우 이에 대해 증권거래법의 적용이 있는가이다. 이에 대해서는 증권거래법 제23조 제3항의 공개매수 정의규정에 의하면 아무런 수량기준도 없기 때문에 5%미만이라도 불특정다수인에게 매도청약을 권유하여 매수하는 것이라면 공개매수에 해당되고 따라서 공개매수에 관한 증권거래법의 규제를 받아야 한다는 견해(林在淵,「證券去來法」(2000) 589면)에 의하면 증권거래법 제24조의 2 제3항에 의해 주주에게는 응모철회권이 보장되므로 본문에서와 같은 사기는 불가능하다. 그러나 5%미만의 주식을 대상으로 하는 경우에는 공개매수에 관한 규정이 적용되지 않는다고 본다면 공개매수자는 공개매수의 조건을 통해 응모주주의 철회권을 인정하지 않을 수 있으므로 그 가능성은 충분히 있다.

26) 이에 관한 상세는 김정수, 전게(주 19)논문, 21-25면 및 "증권시장과 탐욕의 종말: 허수호가의 허구적 신화창조"「시민과 변호사」(서울지방변호사회, 2000. 11) 참조.

27) 이 허수주문·호가에 의한 증권사기는 매매체결의사 없이 오로지 주가조작(시세조종) 목적으로 이루지고 있는데, 이는 종래 동시호가시 증권회사가 단지 많은 물량을 배정받기 위하여 수탁주문량을 부풀러서 호가를 내는 것과는 기본적으로 그 성격을 달리하는 것으로서, 짧은 시간에 이른바 작전을 끝낼 수 있을 뿐만 아니라 개인투자자 단독에 의해서도 가능하며 피해규모 또한 막대할 수도 있다는 점 때문에 주목의 대상이 되고 있다.

28) 우리나라의 경우 증권거래소와 증권업협회는 투자판단에 참고하도록 실시간으로 현 시세에서 아래 위로 5단계 가격대의 매도 및 매수호가를 공개하면서 동시에 전체 매도 및 매수호가 총수량을 공개하고 있는데, 이를 이를 "총호가공개제도"라고 한다.

이 허수주문·호가는 매매체결의 의사 없이 매매가 성황을 이루고 있는 듯한 외형을 작출하여 타인으로 하여금 매매에 참가하도록 유인하기 위하여 이루어지는 만큼 그 자체로 시장의 수급관계를 왜곡시켜 증권시장의 공정한 가격형성기능을 파괴한다.[29]

그럼에도 불구하고 HTS의 보급확대와 이에 따른 단타매매 등 데이트레이딩이 보편화된 상황에서 이익을 목적으로 하는 정상적인 매매주문·호가와 시장교란을 목적으로 하는 허수주문·호가를 구별하기가 쉽지 않을 뿐만 아니라, 허수주문·호가는 시장에 관한 정보제공이라는 측면에서 나름대로 정당한 이유를 갖고 있는 "총호가공시제도"를 악용하여 이루어지고 있기 때문에 이 제도가 유지되는 한 실효성 있는 규제가 어렵다는 점에 문제의 심각성이 있다.[30]

III. 사이버증권사기에 대한 대책과 과제

사이버증권사기 유형은 이상에서 살펴본 바와 같이 다양하며, 이 가운데에는 증권회사의 컴퓨터시스템상의 체크기능을 보완하는 것을 통해 해결할 문제도 있지만, 법률이나 현행제도를 악용하여 이루어지는 경우에는 이에 대한 입법조치가 필요한 것도 있고, 경우에 따라서는 이 두 가지를 병행하여야 할 것도 있다.

여기서는 사이버증권사기에 대한 대책으로서 종종 지적되고 있는 사항 중 입법론적 관점에서 특히 중요한 것으로 생각되는 사항을 중심으로 살펴보기로 하고, 그 첫번째로 이른바 포괄적 사기금지규정의 도입 필요성에 관하여 외국의 입법례와의 비교를 통해 검토한다.

1. 포괄적 사기금지규정의 도입

(1) 미국의 경우

미국의 경우 불공정거래에 대해 연방증권관련법은 다양한 규정을 두고 있다. 예컨대 ① 발행시장에 있어서 유가증권의 매출과 관련된 사기를 규제하고 있는 1933년 증권법 §17(a), ② 국법증권거래소에 상장되어 있는 증권을 대상으로 한 시세조종 등의 사기를 규제하고 있는 1934년 증권거래소법 §9(a)(2), ③ 이른바 pink sheet 시장(미공개증권시장)에서 거래되는 유가증권을 포함한 시세조종 등의 사기에 관하여 규제하고 있는 1934년 증권거래법 §15(c)(1)(A), 그리고 ④ 일반적 포괄사기금지규정인 1934년 증권거래법 §10(b) 등이 그것이다.

이러한 규정들은 적용대상에 있어서는 차이가 있지만 그 내용은 공히 포괄적으로 되어 있는데(이른바 catch-all provision), 여기서는 그 적용범위가 가장 넓고 증권사기관련 소송에

29) 허수주문·호가는 "매매거래를 유인할 목적으로 단독 또는 타인과 공모하여 매매가 성황을 이루고 있는 듯이 오인하게 하는 행위" 혹은 "매매거래가 성황을 이루고 있는 듯이 오인하게 하는 매매거래의 위탁"으로 볼 수 있으므로 증권거래법 제188조의 4 제2항 제1호에 위반하게 된다.

30) 이 문제와 관련하여 총호가잔량을 공개하는 현행제도를 폐지하자는 주장이 유력하지만(김정수, 전게(주 19)논문, 42면), 호가잔량은 중요한 투자정보라는 이유로 이에 반대하는 견해도 있다(김성탁, 전게(주 19)논문, 236면).

서 근거규정으로서 가장 많이 활용되고 있는 것으로 알려진 1934년 증권거래법 §10(b)와, 그것에 근거한 SEC 규칙 §10(b)-5에 관해 간단히 소개한다.[31]

1) 1934년 증권거래법 § 10(b) 및 SEC 규칙 § 10(b)-5

1934년 증권거래법 §10(b)는 "누구든지 증권매매와 관련하여 SEC가 공익 또는 투자자를 보호하기 위하여 필요한 것으로 인정하여 정하는 규칙에 위반하여 시세조종 등 사기적 수단이나 책략을 사용하는 것은 위법이다"는 취지를 규정하고 있는데, 이에 근거하여 SEC가 마련한 규칙이 바로 SEC 규칙 §10(b)-5이다.

이에 의하면 "누구든지 주간(州間)통상 또는 우편의 수단이나 방법, 또는 국법증권거래소의 시설을 이용하여 증권의 매수 또는 매도와 관련하여 직·간접으로 ① 사기를 위한 수단, 계략 또는 술책을 사용하거나, ② 중요한 사실에 관하여 허위기재를 하거나 또는 표시가 이루어진 당시의 상황에 비추어 오해가 유발되지 않도록 하는 데 필요한 중요한 사실을 누락하거나, ③ 타인에게 사기 또는 기만이 되거나 될 수 있는 행위, 관행 또는 거래방법을 사용하는 것은 위법이다.

2) 민·형사책임

이 규정의 위반에 대해서는 SEC는 연방법원에 대해 민사벌금(civil fines)이나 민사제재금(civil money penalties)의 부과, 거래정지·금지명령(cease-and-desist orders), 위반자가 공개회사의 임원으로 근무하는 것을 금지하는 명령을 신청할 수 있으며, 사안이 중대한 경우에는 법무성에 사건을 이첩하여 법무성의 형사기소에 의한 형사책임을 추궁할 수도 있다. 특히 금지명령에 있어서는 부수적으로 위반자의 이익반환 또는 매매의 취소도 함께 부과될 수 있다.[32]

그리고 일반투자자도 이른바 사적소권(private right of action)[33]에 의해 손해배상소송을 제기할 수 있으며, 소송의 형태에는 집단소송(class-action lawsuit)도 포함된다.[34]

(2) 일본의 경우

일본의 경우 불공정거래에 대해 증권거래법은 ① 구체적인 개별규정과 ② 일반적인 포괄규정을 함께 두고 있다는 점에서 미국과 구별된다.

①의 예로서는 ㉠ 증권회사와 그 임직원의 사기적 행위, 즉 부당권유행위와 일임매매를

---

31) 1934년 증권거래법 §10(b) 및 SEC 규칙 §10(b)-5가 다른 증권사기규정에 비해 가장 많이 활용되고 있는 이유에 관해서는 임재연, "전게(주 25)서" 403면 참조. 그리고 1934년 증권거래법 §10(b) 및 SEC 규칙 §10(b)-5에 관한 상세는 김건식·송옥렬, 「미국의 증권규제」(홍문사·2001) 294면 이하, 서종남, 「증권거래의 시세조종의 규제에 관한 연구」(건국대학교 박사학위논문·1999) 참조.

32) 이에 관한 상세는 윤영신·이중기, 「증권거래법상 시세조종행위의 요건 및 제재에 관한 연구」(한국법제연구원·연구보고 2000-04) 62면 이하 참조.

33) 이 사적소권은 원래 판례에 의해 인정되었으나(법률에 의해서가 아니라 판례에 의해 묵시적으로 인정된 것이라는 의미에서 일반적으로 "묵시적 사적소건"(implied private right of action)이라 부른다) 1998년에 제정된 The Inside Trading and Securities Fraud Enforcement Act에서는 내부자거래와 관련하여 명시적으로 사적소권을 인정하고 있다.

34) 이에 관한 상세는 Robert A. Prentice et al, supra note 6, at 544-547.

금지하는 증권거래법 제42조, ㉡ 증권회사의 손실보증·손실보전을 금지하는 증권거래법 제42조의2, ㉢ 시세조종행위를 금지하는 증권거래법 제159조, ㉣ 임원·주요주주의 단기매매차익의 반환에 관한 증권거래법 제164조, ㉤ 회사관계자에 의한 내부자거래 및 공개매수관계자에 의한 내부자거래를 금지하는 증권거래법 제166조 및 제167조가 그것이고, 그리고 ②의 예로서는 ㉥ 불공정거래를 일반적으로 금지하는 증권거래법 제157조, ㉦ 풍설의 유포와 위계의 이용을 금지하는 제158조[35]이다.

이 중 본고의 목적상 중요한 의미를 갖는 ②의 일반규정 중 제157조에 관하여 간단히 소개한다.

1) 증권거래법 제157조

먼저 증권거래법 제157조에서는 다음의 3가지 유형의 행위를 금지하고 있으며, 그리고 동조가 적용되는 대상은 유가증권은 물론이고 유가증권지수선물, 유가증권옵션, 외국시장증권선물, 有價證券店頭파생상품 등이지만, 여기서는 논술의 편의라는 측면에서 유가증권을 제외한 것은 생략하여 기술하기로 한다.[36]

증권거래법 제157조에 의하면, 누구든지 ① 유가증권의 매매 기타 거래에 관하여 부정의 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 것(제1호), ② 유가증권의 매매 기타의 거래에 관하여 중요한 사항에 관하여 허위의 표시가 있거나 오해를 유발하지 않도록 하는 데 필요한 중요한 사실에 대하여 표시가 누락된 문서 기타 표시를 사용하여 금전 기타 재산을 취득하는 것(제2호), 그리고 ③ 유가증권의 매매 기타 거래를 유인할 목적으로 허위의 시세를 이용하는 것은 금지된다.

이 가운데 증권거래에 관하여 부실표시를 이용한 재산취득을 금지하는 제2호와, 증권거래의 유인을 목적으로 허위의 시세를 이용하는 것을 금지하는 제3호는 사기적인 행위의 구체적인 유형들인 데 반해, 제1호는 이러한 것을 모두 포괄하는 내용으로 되어 있다.[37] 이와 관련하여 본조의 특히 제1호에 관해서는 증권거래에 있어서 모든 유형의 사기적 행위를 포괄적으로 금지하는 것으로 보는 것이 일반적 시각이다.

본조의 특히 제1호의 존재의의에 대해서는 한정 열거주의에 입각하여 불공정거래를 규정할 경우의 문제점, 즉 복잡하고 다양한 증권거래의 특성을 고려할 때 입법기술상 모든 유형의 불공정거래를 미리 예상하여 규제대상으로 하는 것은 현실적으로 불가능하며, 또한 한정 열거주의에 입각하여 불공정거래를 규제할 경우 새로운 유형의 불공정거래에 대해서는 규제

---

35) 일본 증권거래법 제158조에 의하면 누구도 유가증권의 모집 매출 혹은 매매 등을 위하여, 또는 시세를 변동시킬 목적으로 풍설의 유포, 위계, 폭행, 협박을 해서는 아니된다.

36) 이는 상게(주 35)의 증권거래법 제158조에도 해당된다.

37) 이와 관련하여 제1호의 "부정의 수단"의 의미에 관해서는 ①제2호 및 제3호가 사기적 행위를 구체적으로 정하고 있는 것과의 정합성을 이유로 유가증권거래에 관하여 남을 착오에 빠뜨려 자신 또는 타인의 이익을 도모하려는 하는 사기적 행위만을 의미하는 것으로 보는 입장(東京高判 1963. 7. 10 下刑集5卷7·8號651면)과 ②유가증권거래에 관하여 사회통념상 부정이라고 인정되는 일절의 수단을 의미하는 것으로 보는 입장(最判1965. 5. 25 .裁判集刑 155號 831면)이 대립하고 있으나 다수설은 ②의 입장이다.

그리고 여기서 말하는 "에 관해서"도 "관련해서"라는 의미로 파악하여 적용범위를 넓게 해석하려는 견해가 유력하며, 동조를 적용함에 있어서는 행위자가 불공정한 거래를 행하는 것을 인식하고 있으면 그것으로 족하고, 매매계약이 체결되었거나 혹은 그 행위의 피해자를 상대로 한 증권거래가 직접 이루어져야 하는 것은 아니다(近藤光男·吉原和志·黑沼悅郎,「證券取引法入門」(1999) 268면).

를 가할 수 없다는 점 등을 들어 본조의 필요성과 그 존재의의를 평가하고 있다. 그리하여 본조에 관해서는 민법의 불법행위에 관한 일본민법 제709조(우리나라의 민법 제750조에 해당)와 유사한 기능을 하는 것으로 보는 시각도 있다.[38]

그러나 본조가 실제적으로 기능하고 있느냐 하면 그것은 아니다. 그 이유는 첫째 본조는 너무 추상적인 문언으로 되어 있기 때문에 일본의 사법체제상 이른바 죄형법정주의와 관련하여 문제의 소지가 있고, 둘째는 본조의 위반에 대해서는 후술하는 바와 같이 증권거래법 중에서는 가장 무거운 벌칙이 가해지고 있는데, 이 때문에 법원은 본조의 적용에 소극적이라는 것이다.

그 결과 본조는 현실적으로는 기능하지 않는 규정 중의 하나로 되어 있지만, 그렇다고 하여 본조의 존재의의 그 자체가 부정되고 있는 것이 아님은 전술한 대로이다.

2) 민·형사책임

위의 증권거래법 제157조와 제158조를 위반하면 5년 이하의 징역 또는 500만엔 이하의 벌금이 가해지며 병과도 가능하다(증권거래법 제197조 제1항 제7호). 그리고 취득한 재산은 몰수되며(증권거래법 제198조의2 제1항 제1호), 이러한 위반행위가 재산상의 이득을 목적으로 이루어진 경우에는 형벌이 가중되어 5년 이하의 징역 또는 3,000만엔 이하의 벌금에 처해진다(증권거래법 제197조 제2항).

이와 같이 제157조나 제158조에 금지하는 행위를 하게 되면 그 자체로서 징역이나 벌금 그리고 몰수형이 가해지고, 그 같은 행위가 재산상의 이득을 목적으로 이루어지게 되면, 즉 목적범일 경우에는 형벌이 가중된다는 점에 특징이 있다.

이에 대해 민사책임과 관련해서는 본조는 민사구제를 위한 직접적인 근거규정으로는 보지 않는 것이 일반적인 견해이지만, 본조에 위반하는 행위라면 위법성이 인정되고, 따라서 이 위반행위에 의해 손해를 입은 투자자는 민법의 불법행위에 기하여 손해배상을 청구하는 것은 가능하다고 보는 것이 대체적인 시각이다.

(3) 소　　괄

이상에서 살펴본 바와 같이 불공정거래에 대한 규제방법은 미일 양국간에는 분명한 차이가 존재한다. 즉 미국의 경우은 불공정거래를 포괄적으로 금지하는 일반규정으로 사실상 모든 문제를 해결하고 있는 입장이라면 일본의 경우에는 오히려 개별규정으로써 대처하는 방법을 취하고 있다.

그러나 일본 역시 일반규정을 두고 있다는 점에서는 미국과 차이가 없는데, 다만 일본의 경우에는 전술한 바와 같이 지금까지는 이 일반조항이 유효한 규제수단으로서 기능하고 있었던 것은 아니다. 그러나 이 조항은 법이 예정하지 못했던 새로운 유형의 불공정거래에 대처한다는 측면에서 보면 그 존재의의는 충분히 인정되고 있고, 따라서 최근의 사이버증권사기의 확산과 이에 따른 새로운 유형의 증권사기에 대처하는 데 있어서는 효과적인 수단임에는 의심의 여지가 없다.

그렇다면 우리나라의 현행 증권거래법은 어떠한가 ?

현행 증권거래법 제188조의4 제4항이 포괄적 사기금지조항 즉 일반조항에 해당하는 것으

38) 神崎克郎 집필「證券取引ハンドブック」[제4판] 549면(2000).

로 보는 것이 우리나라의 정설이다. 동조항은 누구든지 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 부당한 이익을 얻기 위하여 고의로 허위의 시세 또는 허위의 사실 기타 풍설을 유포하거나 위계를 쓰는 행위(제1호)와, 중요한 사실에 관하여 허위의 표시를 하거나 필요한 사실의 표시가 누락된 문서를 이용하여 타인에게 오해를 유발하게 함으로써 금전 기타 재산상의 이익을 얻고자 하는 행위(제2호)를 금지하고 있다.

이 규정에 관해서는 단순히 "유가증권"이라는 표현을 사용하고 있기 때문에 비상장·비등록유가증권도 적용대상이며, "매매 기타 거래"라는 표현을 근거로 담보제공이나 합병계약 등에도 적용되고, 그리고 발행시장에도 적용이 미치는 것으로 보아 본조항을 포괄적 사기금지조항으로 이해하고 있으나, 그렇게 해석하기에는 이 규정은 결정적인 문제가 있다.

본조항에 관해서는 일반적으로 미국의 §10(b)-5와 종종 비견되지만, 그 실제 내용을 보면 전술의 일본증권거래법 제157조 제2항 및 제3항—에다가 동법 제158조의 내용 중 일부를 포함시킨 것—과 유사하다. 그런데 유감스럽게도 일본에서는 전술한 바와 같이 이 제157조 전체를 포괄적 사기금지규정으로 보는 것이 아니라 동조의 제1항을 그것으로 본다.

현행의 증권거래법 제188조의4 제4항에 의하면 ① 허위의 시세 또는 허위의 사실 기타 풍설을 유포하는 행위(제1호),[39] ② 중요한 사실에 관하여 허위의 표시를 하거나 필요한 사실의 표시가 누락된 문서의 이용(제2호)이라는 구체적인 행위유형이 존재하여야 하고, 그리고 이러한 행위가 "부당이득을 얻기 위하여"(제1호의 경우) 혹은 "타인에게 오해를 유발시켜서 그것에 의해 금전 기타 재산상의 이익을 얻고자 하여야"(제2호의 경우)만 비로소 본조에 위반하게 되는데, 이를 가지고 포괄적 사기금지규정이라고 말할 수 있는지 심히 의심스럽다.

일반조항이 의미를 갖는 것은 구체적 개별조항으로는 대처할 수 없을 때 그것을 이른바 back-up할 수 있을 때이다. 그런 측면에서 보면 역설적이지만 현행 증권거래법 제188조의4 제4항은 너무 구체적이어서 예상하지 못한 증권사기에 포괄적으로 대처하는 데에는 한계가 있다. 죄형법정주의와의 관계에서 문제를 제기하는 견해도 있으나 포괄적으로 규정하지 않으면 입법목적을 달성할 수 없는 경우에는 죄형법정주의는 존중되어야 할 가치라고 생각하지 않는다. 그런 의미에서 미국의 10(b)-5나 일본의 제157조 제1항과 같은 포괄적인 사기금지규정을 두는 것이 합리적일 것이다.

그리고 입법론적 관점에서 포괄적 사기금지규정을 생각한다면 그 때는 불공정거래의 한 유형에 대한 규제규정으로서는 나름대로 합리성을 갖고 있는 현행의 제188조의4 제4항은 그대로 두고,[40] 이와는 별도로 증권사기 전반에 적용될 수 있도록 독립된 조항으로 두어야 할 것이다. 왜냐하면 현재와 같이 시세조종에 관한 규정과 함께 규정하게 되면 자칫하면 시세조종에 관한 포괄적 금지규정으로 오해의 소지가 있으며, 이는 시세조종이 증권사기에서 핵심이고 내부자거래와 함께 증권사기 그 자체를 의미하는 면이 없는 것은 아니지만 증권사기는 시세조종만을 의미하는 것은 아니라는 점에서 현명하지 못하기 때문이다.

---

39) "위계에 의한 행위"의 경우에는 위계라는 개념이 갖는 추상성으로 인하여 구체적인 행위유형이라고는 말하기 어려울지 모르나, 그렇다고 하더라도 목적요건이 필요하므로 이 역시 포괄적 사기금지규정으로는 의미가 없다고 본다.

40) 참고로 일본에서는 주식의 추천기사를 쓰는 저술가와 투자고문업자가 특정회사의 주식을 매집한 후 고가로 매도하기 위하여 자신이 감수하는 잡지의 주식란을 통하여 추천기사를 쓴 것에 대해 풍설유포의 혐의를 받고 증권거래감시위원회에 의해 고발되어 50만엔의 벌금형에 처해진 사례가 있는데(東京簡判1995.1. 30), 이 사례라면 우리나라에서는 현행 증권거래법 제188조의 4 제4항이 그대로 적용될 수 있을 것이다.

2. 투자정보사이트상의 허위정보와 풍설

현재 증권사이트에는 이른바 “사실정보”라 하여 주가데이터나 주가차트·시황속보·경제지에 실린 기사 등 공식적으로 작성된 정보 뿐만 아니라, 사이트마다 천차만별이지만 고정적으로 두고 있는 시황란이나 증권동호회 모임란, 게시판 같은 곳에는 추천종목, 종목분석 등의 이름으로 분석정보가 범람하고 있다. 그리고 증권사이트 중에는 자격에 제한 없이 누구나 글을 올릴 수 있는 사이트들도 수없이 많다.[41]

그런데 이러한 정보가 진실성이 담보되지 않거나 신속성(특히 사실정보의 경우)을 결하거나 혹은 합리적인 근거가 없으면 그것은 허위정보이거나 풍설에 지나지 않게 된다. 그 결과는 곧바로 선량한 투자자의 손해로 이어지게 되고, 결국에는 시장기능의 왜곡과 함께 시장에 대한 투자자의 신뢰를 상실하게 된다.

그러나 open network인 인터넷의 특성상 이러한 모든 정보를 통제·감시한다는 것은 기술적으로 불가능하며, 설령 그것이 가능하다고 하더라도 자칫하면 인터넷의 정당한 사용을 제약하게 될 수도 있으며 경우에 따라서는 헌법상 보장된 표현의 자유와도 문제의 소지가 있다는 점에서 바람직한 것도 아니다. 그렇다고 하여 ① 인터넷상의 투자정보가 발행회사나 증권회사와 같이 시장의 공정성을 담보하여야 할 책임 있는 주체에 의해 무책임하게 제공되거나 혹은 ② 청탁이나 대가를 받고 의도적으로 제공된 경우까지 방치할 수는 없을 것이다.

그런데 문제는 현행법에 의하면 명백히 규제되어야 할 이러한 경우에 대해서도 적용할 마땅한 규정이 없다는 점이다. 이 경우에 적용가능한 규정으로서는 “허위표시에 의한 시세조종”을 금지하는 증권거래법 제188조의4 제3항 제3호나 “풍설의 유포행위”를 금지하는 제188조의4 제4항를 생각해 볼 수 있으나, 어느 경우에도 목적요건, 즉 전자의 경우에는 유가증권시장 또는 협회중개시장에서의 매매거래를 유인할 목적, 후자의 경우에는 부당이익을 얻을 목적이 필요하므로 그 적용에는 곤란이 따른다.

그리고 특히 ②의 경우, 유사투자자문업에 관한 증권거래법 제70조의8에 의한 규제도 생각해 볼 수 있지만[42] 이 역시 적용상에 문제가 있다. 왜냐하면 동조에 의하면 인터넷상의 정보제공자가 유사투자자문업으로서 금융감독위원회의 규제를 받기 위해서는 일정한 대가를 받고 투자조언을 하는 것을 영업으로 할 것이 요구되므로 무상으로 투자정보를 제공하거나 유상이더라도 영업성이 부정되는 경우에는 이 규정의 적용 자체가 어렵기 때문이다. 따라서 이러한 문제를 해결하기 위해서는 입법적인 조치가 불가피한데, 이와 관련하여 일본증권거래법 제168조와 제169조는 좋은 참고가 될 것이다.

동법 제168조에 의하면 누구도 다음의 행위를 해서는 아니된다.

① 시세에 관하여 허위의 공시를 하거나, 공시 또는 배포할 목적으로 허위의 시세를 기재한 문서를 작성하거나 배포하는 행위(제1호). ② 공시 또는 배포의 목적으로 발행회사, 매출인, 인수인, 증권회사 등의 청탁을 받고 중요한 사항에 관해 허위의 기재가 있는 문서를 작성하거나 배포하는 행위(제2호). 그리고 ③ 발행자, 매출인, 인수인, 증권회사 등이 이와 같은 청탁을 하는 것. 이에 위반하면 1년 이하의 징역 또는 100만엔 이하의 벌금에 처해지며 병과도 가능하다(일본증권거래법 제200조 제17호).

그리고 동법 제169조에 의하면 발행회사, 매출인, 인수인, 증권회사, 공개매수자 등으로부터 대가를 받고 혹은 대가를 받기로 약속을 하고 투자에 관한 의견을 신문이나 잡지에 게재

41) 중앙일보이코노미스트 제533호(2000. 4. 25) 64면.
42) 성희활, “인터넷 증권사이트에 대한 규제방안 고찰” 「주식」(2000. 7.) 24면.

하거나 방송 등의 방법으로 일반에게 표시할 경우에는 대가를 받고 혹은 대가를 받기로 약속한 사실에 관해서 표시하여야 한다. 이에 위반하면 6월 이하의 징역 또는 50만엔 이하의 벌금에 처해지며 병과도 가능하다(일본증권거래법 제205조 제13호).

특히 동법 제169조는 미국의 연방증권법을 입법모델로 한 것인데, 이에 의하면 투자에 관한 의견을 제시하는 것은 자유이나, 다만 대가를 받고 할 경우에는 그 대가의 종류와 규모, 대가를 지급한 자에 관해서 공시하지 않으면 아니된다.[43]

3. 인터넷을 통한 정보공시와 내부자거래

증권거래법 제188조의2 제1항에 의하면 상장법인이나 협회등록법인의 내부자나 그 자로부터 정보를 수령한 자는 해당법인이 법정의 방법으로 일반에게 공개하지 않은 중요정보를 이용하거나 다른 사람이 이용하게 하는 방법으로 당해법인이 발행한 유가증권의 매매 기타 거래를 할 수 없다.

그런데 인터넷상의 이른바 투자정보지(newsletter)에 제공된 정보가 만일 증권거래법 제188조의2 제1항에서 말하는 일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보이었을 때 이 정보에 근거하여 거래를 하였다면 그것은 내부자거래에 해당하는 것일까?

결론부터 말하면 내부자거래에 해당할 가능성이 매우 높다. 왜냐하면 증권거래법 제188조의2 제1항에서 말하는 "미공개된 중요정보"가 되지 않기 위해서는 당해 법인이 중요정보를 증권거래법시행령 제36조에서 규정하고 있는 방법을 통해 공개하여야 하는데(증권거래법 제188조의2 제2항), 이 법정 방법에는 인터넷이 포함되어 있지 않기 때문이다.[44]

이와 관련하여 인터넷도 법정의 공시매체에 추가하는 것이 검토되어야 할 것이며 이렇게 하는 것이 이른바 정보의 균등화에도 순기능을 할 것이라는 견해가 개진되고 있지만,[45] 여기에는 주의하여야 할 점이 있다. 인터넷을 법정공시수단의 하나로 인정하게 되면 비용이나 편의성의 면에서 상당수의 기업은 이 방법을 활용할 것으로 예상되는데, 그럴 경우에는 인터넷을 이용하지 못하는 투자자의 경우에는 오히려 피해를 볼 수 있다는 점이다. 그런 의미에서 인터넷을 법정의 공시매체로 인정하려면 그것은 기존의 다른 법정매체와 병행하는 경우로 국한하여야 할 것이다.

인터넷도 법정의 정보공개매체에 포함시켜야 하는 근거로 흔히 이야기되고 있는 것이, 인터넷상의 루머에 대한 확인요청을 받고 해당기업의 공시담당자가 개진한 의견이 바로 증권거래법상의 미공개 중요정보이었을 경우, 이 정보에 근거하여 투자를 하여도 현행 증권거래법상으로는 정보수령자의 내부자거래에 해당하게 된다는 것인데,[46] 그러나 이것은 정당한 이유가 되지 못한다고 생각된다. 왜냐하면 이러한 경우라면 이미 미공개의 중요정보가 새어나간 경우이므로 이 때에는 해당기업은 그 루머를 확인하는 자를 상대로 의견을 개진할 것이 아니라[47] 시장참가자 모두를 상대로 그 정보를 알 수 있도록 하여야 할 것이기 때문이다.

---

43) SEC, Internet Fraud, supra note 10.

44) 동법시행령 36조가 규정하고 있는 방법은 ①금감위·증권거래소 또는 협회에 대한 신고 또는 보고, ②전국을 보급지역으로 하는 2개 이상의 일반일간신문 또는 경제분야의 특수일간신문에의 게재, ③전국을 가시청권으로 하는 방송, ④금감위·증권거래소 또는 협회가 설치·운영하는 전자전달매체에 의한 공개로 제한되고 있으며, ③의 방송의 경우는 12시간의 주지기간을 부과하고 그 외는 1일의 주지기간을 부과하고 있다.

45) 김성탁, 전게(주 19), 233면.

46) 성희활, 전게(주 43)논문, 25면, 김성탁, 전게(주 19)논문, 233면.

그런 의미에서 2000년 8월에 미국에서 도입한 Regulation FD(Fair Disclosure)[48]는 참고로 될 것이다. 이것은 "완전하고 공정한 정보공시"(full and fair disclosure)를 목적으로 한 것으로서, 이에 의하면 발행회사는 미공개 중요정보를 일반투자자와 동시가 아니면 기관투자자나 증권분석가와 같은 특정집단에 선별적으로 제공하는 것은 금지되며, 미공개 중요정보가 새어나간 경우에는 동일정보를 곧바로 SEC에 등록하거나 혹은 언론매체나 전자매체(인터넷), 전화설명회(conference call)나 화상회의 등 "광범위하고 비제한적으로 정보를 전달할 수 있는 수단"(board, non-exclusionary distribution of information)을 사용하여 일반에게 공개하여야 한다. 이 원칙에 의해 이용자가 한정되어 있는 인터넷은 다른 수단과 병용하는 것은 무방하나 오로지 인터넷을 통해서만 정보공시를 하는 것은 허용되지 않는다.[49]

4. 기 타

이상에서는 사이버증권사기를 주로 염두에 두고 규제방안에 대해 살펴보았지만, 여기서는 증권사기일반에 대한 규제방안 중 정책적으로 고려해 볼 만한 사항과 금융파생상품시장에서의 불공정거래에 대하여 간단히 언급한다.

(1) 시장간의 경쟁유도

가. 경쟁매매방식

우리나라의 경우 불공정거래가 빈발하는 구조적인 요인의 하나로 우리나라 특유의 매매체결시스템을 지적하는 견해가 적지 않다.[50]

우리나라의 경우 고객의 주문을 증권회사가 위탁받아 경쟁매매방식으로 체결시키는 시스템을 기본으로 하고 있다. 이 경우 증권회사의 지위는 위탁매매인으로서 고객의 주문을 단순히 실행하는 자에 지나지 않으므로 시장가격의 결정은 실질적으로 고객의 주문이 주도하게 된다(이른바 order-driven market).[51]

이에 반해 외국의 경우에는 specialist(뉴욕증권거래소), market maker(미국의 나스닥·일본의 자스닥)라고 불리는 중개인(증권회사)이 존재하며, 이들은 고객의 주문을 체결시키는 브로커로서의 역할과 함께 스스로가 거래의 상대방이 되어 매매를 체결시키는 딜러로서의

---

47) 이렇게 되면 그 정보를 확인한 자만이 이득을 볼 염려가 있기 때문이다.

48) Final Rule: Seclective Disclosure and Inside Trading 〈http://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm〉(visited Sep. 14, 2000).

49) Marc I. Steinberg, Understanding Securities Law(3th Ed. 2001), at 288, 293.

50) 사이버증권거래는 증권거래가 인터넷 등 사이버공간에서 이루어진다는 점에서 물리적공간에서 이루어지는 전통적인 증권거래와 구별되지만, 현행법상 매매체결방식에 있어서는 양자간의 차이는 없다. 따라서 여기서 언급하는 사항은 전통적인 증권사기는 물론이고 사이버증권사기에 대해서도 하나의 대책이 될 수 있을 것이다.

51) 이 경우에는 시장의 가격이 철저히 수요와 공급의 원칙에 의해 결정된다는 장점이 있으나 한편으로는 수급관계에 따라 가격의 급격한 변동이 예상되고 이 때에는 투자자의 피해가 예상되므로 하루에 변동할 수 있는 가격의 폭에 제한을 두지 않을 수 없게 된다. 현재 증권거래소가 시행하고 있는 이른바 "상·하한가제도"가 바로 그것인데, 그러나 이 제도가 한편으로는 허수호가 등의 불공정거래의 원인이 되고 있다는 지적도 있다.

역할도 하면서 시장에 유동성을 공급하는 한편 시장의 공정한 가격형성에 중요한 기능을 수행하고 있다. 그 결과 외국의 경우 이러한 중개인의 존재로 인하여 불공정거래는 상당 정도 걸러지고 있는 데 반해, 고객의 주문이 그대로 시장가격으로 이어지는 우리나라의 경우에는 구조적으로 불공정거래에 취약할 수밖에 없다는 것이다.[52]

나. 일본의 경험

이 문제와 관련하여 우리나라와 유사한 시장시스템을 가지고 있는 일본의 최근의 경험은 우리에게 적지 않은 시사를 준다.

일본의 경우도 얼마 전까지만 해도 우리나라와 마찬가지로 경쟁매매방식을 기본으로 하고 있었다. 그런데 1998년 개정증권거래법에서는 이른바 시장간 경쟁을 통한 "전체로서 공정하고 효율적인 시장"의 실현이라는 기치 아래, 우리나라의 코스닥시장에 해당하는 店頭市場을 店頭賣買有價證券市場으로 개칭하는 한편 market maker제도를 도입하여 경쟁매매방식의 증권거래소와 경쟁을 유도하는 동시에 기존의 증권거래소에 대해서는 별도의 유가증권시장을 개설할 수 있도록 하는 조치를 취하였다.

그 후 동경증권거래소는 Mothers(Market of the high-growth and emerging stocks), 오사카증권거래소는 Nasdaq Japan이라는 유가증권시장을 개설하였는데, 이는 벤처기업이나 신생기업을 대상으로 한 것이었다. 그 결과 거래방식을 둘러싸고 증권거래소와 店頭市場이, 그리고 벤처기업과 신생기업을 둘러싸고 店頭市場과 Mothers, Nasdaq Japan이 서로 경쟁하는 이른바 시장간 경쟁이 본격화되고 있다.

그런데 재미있는 현상은 시장간 경쟁이 오히려 기업유치경쟁으로 이어져 각 시장이 경쟁적으로 규제를 완화하게 될 것이라는 당초의 우려와는 달리, 현재 Mathers나 Nasdaq Japan, 店頭市場이 기업에 대해 요구하고 있는 정보공시기준은 예컨대 분기재무제표의 작성·공시, 이에 대한 공인회계사의 감사, 월차결산의 공표 등 증권거래법의 기준보다 훨씬 엄격하다는 것이다. 즉 시장간 경쟁은 적어도 정보공시나 불공정거래에 있어서는 이른바 "바닥으로의 경쟁"이 아니라 "보다 좋은 룰로의 경쟁"을 유도하고 있다는 것이고, 따라서 법의 역할은 시장간 경쟁이 존재하는 경우에는 최저한의 기준만 정하고 시장이 정하는 기준에 대해서는 그것이 실효성을 갖도록 하는 것에 맞추어져야 한다는 견해도 있다.[53]

이상의 일본의 경험에 의하면, 불공정거래에 효과적으로 대처하기 위해서는 법률적 관점에서 접근하는 것도 중요하지만 거시적으로 시장간 경쟁을 유도하고 시장에 의한 규제, 즉 자율규제를 강화하는 것도 하나의 방법일 수 있다. 그런 의미에서 우리나라의 경우 유가증권시장으로서 거래소시장, 협회등록시장, 그리고 호가중개시장(제3시장)이 존재하지만 이러한 시장은 경쟁관계라기보다는 보완적인 관계에 있는데, 이를 예컨대 협회등록시장에 market maker제도를 도입하고[54] 거래소시장에 대해서는 벤처기업이나 신생기업을 대상으로 하는 유가증권시장의 설립을 허용하는 등의 방법으로 상호 경쟁을 유도하는 것도 정책적으로 고려해 볼 필요가 있을 것이다.

---

52) 김정수, 전게(주 19)논문, 31면.

53) 黒沼悦郎, "店頭市場·ネット市場の今後" 「あたらしい金融システムと法」(江頭憲治郎·岩原神作編·ジュリスト增刊2000-11) 76면.

54) 우리나라의 경우도 협회등록시장에는 등록종목딜러제도라는 market maker제도와 유사한 제도가 도입된 적이 있으나, 이 제도는 작년에 폐지되었다.

(2) 금융파생상품(financial derivatives)

금융파생상품시장에서의 불공정거래의 유형과 그 가능성에 관해서도 이미 많은 지적이 이루어져 왔다.

① 불법상속이나 증여의 목적으로 혹은 ② 증권회사가 자신이 관리하는 계좌 중 특정계좌에 이익을 몰아주기 위하여 또는 ③ 펀드매니저가 자신이 관리하는 펀드간의 수익률을 조정하기 위하여 선물거래가 악용되고 있으며, 이러한 행위는 통정매매나 가장매매의 위장거래 형태로 이루어지고 있지만 현행 증권거래법에서는 목적요건을 "오인의 목적"이나 "그릇된 판단을 하게 할 목적"으로 특정·한정하고 있기 때문에(증권거래법 제188조의4 제1항) 규제가 불가능하다는 등이 그것이다.[55]

이러한 문제의 해결을 위해서는 선물거래와 같은 금융파생상품의 경우 통정매매나 가장매매에 대해서는 목적요건을 부과하지 말아야 한다는 주장은 분명 경청할 만하지만, 적어도 ② 및 ③의 경우를 생각하면 그것에 못지 않게 중요한 것은 정보공시강화(특히 ③의 경우)와 증권회사의 내부통제시스템의 확립이다. 왜냐하면 이러한 불공정행위들은 일반투자자의 개입이 불가능한 상황에서 이루어질 뿐만 아니라 증권회사의 내부통제시스템이 제대로 작동하고 있는 상황이라면 발생의 여지가 없기 때문이다.[56] 그런 의미에서 2000년 개정증권거래법에 의해 도입된 준법감시인제도[57]의 조기정착과 활성화는 절대요건이라고 생각된다.[58]

IV. 결 론

1. 총 설

지금까지 이른바 사이버증권사기를 중심으로 주로 법률적 관점에서 우리나라 현행법의 문제점을 살펴보고 그 개선방안에 관하여 약간의 사견을 제시하였다.

---

55) 김정수, "전게(주 19)논문" 16면, 43-45면.

56) 참고로 大和銀行주주대표소송사건에서는 동은행 뉴욕지점의 증권딜러업무담당직원에 의해 저질러진 불공정거래를 미연에 방지하지 못하였다는 이유로 이사 및 감사의 책임이 문제되었는데, 이에 대해 大阪高裁決定(1999. 12. 8.)은 이른바 내부통제시스템의 구축·운영에 있어서 임무를 해태하였다고 하여 이사 및 감사의 책임을 인정하면서 다음과 같은 논지를 펴고 있다. "불공정거래를 방지하고 또 그 피해의 확대를 최소화하려면 증권딜러업무담당자가 행한 거래를 상시 체크할 수 있는 내부통제시스템의 구축과 운영은 증권업무를 취급하는 은행의 이사로서는 조직운영의 기본에 해당하는 임무이며, 이는 감사나 사외이사라고 하여 예외가 아니다."

57) 권종호, "감사·사외이사 및 외부감사인의 직무범위와 책임" 「증권」(한국상장회사협의회·2000. 12) 15면.

58) Kosdaq 지수선물의 경우에도 현물거래와의 연계를 통한 악용가능성이 지적되고 있지만, 원래 선물거래라는 것은 현물거래에서의 위험을 헷지하는데 그 의의가 있는 것이고(김건식, 「증권거래법」(두성사·2000) 485면), 그런 만큼 현물과 선물의 연계거래에서는 어느 한쪽의 손실을 다른 쪽에서의 이익으로 만회하려는 것은 이 거래의 속성이라고 볼 수 있기 때문에 이를 문제삼기에는 현실적으로 상당한 어려움이 따를 것으로 생각된다.

그러나 증권사기는 이러한 한두 가지의 법률적 보완을 통해 해결될 성질의 것이 아니다. 증권시장이 존재하고 인터넷 등 정보통신기술이 발달할수록 새로운 형태의 증권사기가 등장할 것이라는 것은 경험칙이 주는 교훈이다. 그런 의미에서 증권사기에 대한 대응은 종합적이고 입체적인 것이어야 함은 말할 필요가 없다.

① 증권사기는 본질적으로 불량정보에 기생한다는 점을 고려하면 기업회계나 기업경영의 투명성을 제고하고 정보공시를 강화하는 한편, 부실정보를 공시한 기업에 대해서는 민·형사 벌과 함께 현재 화두로 되고 있는 집단소송제도 등을 통하여 엄격히 책임을 묻는 것이 필요하며, 또 ② 증권사기는 그 속성상 매매회전율이 높은 곳에서 발생한다는 점에 주목하면 장기투자를 유도하는 정책이 필요할 것이고, 그리고 ③ 불량기업을 유가증권시장으로부터 신속히 강제 퇴출시키는 것도 이러한 기업의 주식이 불공정거래의 주된 대상이 되고 있다는 점에서는 필요한 조치일 것이다. ④ 이른바 개미군단을 먹이로 삼는 기관투자자의 횡포를 방지한다는 측면에서는 기관투자자와 개인투자자에 대한 법제상 차별의 시정도 신중히 검토할 필요가 있을 것이다.

이와 같이 시장의 투명성과 공정성을 확보·담보하는 데 필요한 거의 모든 것들이 증권사기에 대한 직·간접적인 대책이 될 수 있을 것이지만, 여기서는 자율규제기관의 기능강화의 필요성에 관하여 사견을 언급하고 그것으로 본고의 결론에 대신하기로 한다.

2. 자율규제기관의 기능강화

사이버증권사기는 이용되는 매체가 다를 뿐 그 본질에 있어서는 종래의 증권사기와 차이가 없는 것으로 일반적으로 이야기하지만, 범죄의 신속성이나 유형의 다양화라는 측면에서 보면 비교가 되지 않을 정도이며, 또한 사이버공간에서는 익명성이 보장되고 정보조작이나 인멸이 용이하기 때문에 증권사기에 대한 추적과 법의 집행도 간단하지가 않다. 따라서 사이버증권사기에 대한 대응은 사후규제보다는 예방적인 측면에서의 사전규제가 무엇보다 중요하다. 전술한 미국이나 일본의 예에서 보듯이 투자자나 증권회사를 상대로 한 사전교육프로그램의 강화는 바로 그 때문인 것으로 생각된다.

그리고 사전예방적 차원에서의 규제에 있어서는 말할 필요도 없이 시장에 대한 경험과 많은 지식을 갖고 있는 거래소나 증권업협회와 같은 자율규제기관(Self-Regulatory Organizations : SROs)이 그 중심적인 역할을 수행하지 않을 수 없으며, 더욱이 사이버증권사기의 영역에 있어서는 자율규제기관이 제기능을 다하여야 한다는 것은 이제는 선택이 아니라 필수가 되어버렸다.

그러나 문제는 유감스럽게도 우리나라에서 자율규제기관이 제기능을 다하고 있다고 보는 견해가 많지 않다는 점이다. 그 이유에는 여러 가지 있을 수 있을 것이다. 자율규제의 단점으로 흔히 지적되고 있는, 규제의 대상이 규제기관의 구성원이라는 이른바 "자기규제"의 특성상 규제에 소극적일 수밖에 없는 점 때문일 수도 있을 것이지만, 한편으로는 자율규제의 영역을 자율규제기관의 규정위반으로 제약하는 동시에 자율규제기관이 회원감리결과 발견한 위법사항에 관해서는 무조건 금융감독원에 통보하도록 함으로써(증권거래법 제206조의3 제5항) 결과적으로 공적규제기관에 감독권이 집중하도록 만든 현행법 때문일 수도 있을 것이다.

만일 그렇다면 이러한 문제를 해결함에 있어서는 증권회사의 총회꾼에 대한 손실보전사건이 계기가 되어 1992년 이른바 공정확보법에 의해 개정된 일본증권거래법이 참고로 될 것

이다.

일본의 경우 자율규제기관의 규제영역은 자율규정위반에 국한되는 것이 아니라 법령, 법령에 기한 행정처분 나아가서는 거래의 신의칙준수사항에 대해서까지 미친다. 조사가 필요할 경우에는 자율규제기관은 회원에 대해 영업·재산에 관한 자료·보고를 징구하고 회원의 영업·재산상황, 장부서류 기타 물건을 검사할 수 있으며,[59] 회원이 이러한 법령, 행정처분, 자율규정, 거래의 신의칙에 반하는 행위를 하거나 자율규제기관의 조사를 방해한 때에는 과태료의 부과, 유가증권시장에서의 유가증권의 매매거래 등의 정지 또는 제한, 제명 등의 조치를 취할 수 있다.[60]

그리고 이러한 회원에 대한 제제는 어디까지나 자율규제기관의 판단에 의해 행해지지만,[61] 만일 자율규제기관이 회원에 대한 제재를 게을리한 때에는 내각총리대신 및 금융청장관은 자율규제기관에 대해 설립면허를 취소하고 1년 이내의 기간을 정해 업무의 정지 또는 일부의 정지를 명하거나 업무방법의 변경, 임원의 해임 등 정관 기타 규칙에 정한 필요한 조치를 강구할 것을 명할 수 있도록 하고 있다(일본증권거래법 제155조 제1항 제1호).

요컨대, 자율규제기관의 무기능화라는 우리나라와 비슷한 문제를 안고 있던 일본이 대형 증권스캔들을 계기로 취한 입법조치가 바로 자율규제기관의 권한을 확대·강화하고 이를 자율규제기관이 적절히 활용하지 못할 경우 공적규제기관이 자율규제기관에 대해 그 감독책임을 묻는 시스템이라는 점은 이른바 이용호게이트로 온나라가 시끄러운 우리에게 무엇을 시사하는지 심사숙고해 볼 필요가 있을 것이다.

그리고 1998년에 발표된 IOSCO의 보고서에 의하면 사이버증권사기에 효과적으로 대처하기 위해서는 첫째, 공적규제당국과 자율규제기관은 인터넷상의 의심스러운 활동에 관한 정보를 수집하고 공유할 수 있는 권한이 있어야 하며, 둘째 위법·사기적 활동에 대한 일상적인 감시를 통해 인터넷에 대한 감리를 강화하여야 하고, 셋째 이를 위해서는 정보통신기술에 익숙한 충분한 스태프를 확보하여야 하며, 그리고 넷째 규제기관 상호간에는 전문가나 정보를 교환함으로써 상대방을 지원하여야 한다는 점을 강조하고 있다.[62] 사이버증권사기의 영역에서는 공적규제기관과 자율규제기관의 유기적인 협조 없이는 불법의 싹을 적발하기가 불가능하다는 점을 고려하면 새겨들어야 할 제언임에는 말할 필요가 없을 것이다.

The Korean Journal of Securities Law, Vol. 2, No. 2, 2001

Securities Fraud in Cyberspace

Kwon, Jong-Ho

59) 동경증권거래소정관 제22조.
60) 동경증권거래소정관 제50조, 일본증권거래법 제98조.
61) 近藤光男외, 전게(주 37)서, 347면.
62) IOSCO Report, supra note 21, at 37-38.

ABSTRACT

This article seeks to advance a number of legal issues regarding the new types of securities fraud occurring over the cyberspace. It also analyzes these securities fraud practices and their implications in light of the very real possibility that they could give rise to antifraud liability.

To specify this article's goals, we first outline the new types of securities fraud in the cyberspace. Then, we briefly detail antifraud provisions in the US and Japan as they currently apply to securities fraud. We examine some controversial issues concerning antifraud provisions in Korea.

Finally, we make some legal proposals for improving the regulation of securities fraud. First of all, it is necessary to introduce a catch-all provision such as Rule 10b-5. Secondly, the competition between securities markets should be increased. Lastly, the function of Self-Regulatory Organizations(SROs) should be strengthened.