

시세조종의 구성요건인 ‘변동거래’와 ‘유인목적’*

— 서울중앙지방법원 2011.1.28. 선고 2010고합11판결을 중심으로 —

박 임 출

(경원대학교 겸임교수, 법학박사)

【초 록】

현실거래에 의한 시세조종 금지규정은 증권시장에서 발생하는 시세조작 행위에 대한 강력한 규제장치이다. 이 규정의 중요한 구성요건은 변동거래와 유인목적이다. 대법원은 적법한 거래와 위법한 시세조종의 구별기준을 변동거래 요건보다 유인목적 요건에 중점을 두고 있다. 변동거래에 관하여 ‘시세가 변동될 가능성이 있는 거래’로 넓게 해석하는 한편, 유인목적에 관하여 ‘변동거래에 의한 인위적인 시세가 자연적인 수급에 의해 형성된 것으로 오인시켜 타인을 거래에 끌어들이려는 목적’으로 해석하고 있다.

시세조종을 금지하는 취지가 증권시장의 공정성 확보라는 추상적 이익을 보호법익으로 하고 있기 때문에 현실거래에 의한 시세조종 요건은 추상적 위험범의 법리를 바탕으로 해석하여야 한다. 특히 유인목적은 시세조종자의 의도적인 변동거래를 추상적으로 표현한 것이므로 유인이라는 문언에 지나치게 집착할 필요가 없고, 시세조종자의 시세조작 목적과 시세변동에 따른 금전적 이해관계가 결합된 경우 유인목적이 존재하는 것으로 보아야 한다.

최근 특정 수준의 주가형성을 둘러싸고 금전적 이해관계를 달리하는 옵션계약 당사자들이 종가를 조작한 사건에 대해 법원이 현실거래에 의한 시세조종을 인정하

* 이 논문은 법원의 판결문에 기초한 필자의 개인적 견해를 밝히려 한다.

여 유죄판결을 내렸다. 이 판결은 짧은 시간 동안 1~2회의 주문에 대하여 변동거래는 물론 유인목적이 있는 시세조종으로 간주한 것은 현실거래에 의한 시세조종 금지규정의 해석과 적용에 시사하는 바가 크다. 다만, 유인이라는 문언에 치중하고, 변동거래에 따른 금전적 이해관계에 대하여 적극적으로 평가하지 않았으며, 시세를 변동시킬 가능성이 있는 일부의 거래를 변동거래에 포함시키지 않았다는 지적이 있다.

주제어: 현실거래에 의한 시세조종 / 변동거래 / 유인목적 / 자본시장법 제176조 제2항 / 금전적 이해관계

논문투고일: 2011. 6. 20 / 논문심사일: 2011. 7. 20 / 게재확정일: 2011. 8. 5

【차 례】

I. 머리말	1. 문제의 소재
II. 대상 판례	2. 미국과 일본에서의 논의
1. 사실관계	3. 현실거래에 의한 시세조종 요건
2. 법원의 판단	4. 판결에 대한 평가
III. 판례의 검토	IV. 맺음말

I. 머리말

시세조종은 증권시장의 역사만큼 오래 전부터 존재하였고¹⁾ 오늘날에도 여전히 해결되지 않은 고질적인 문제이다. 일찍이 증권거래소를 개설한 영국에서는 19세기 초반 나폴레옹 사망에 관한 풍설로 인하여 투자자들이 피해를 입은 시세조종 사건이 있었고, 현재 가장 발전된 증권규제를 가진 미국에서도 20세기 초반에는 시세조종(pool operation)이 만연하였다.²⁾ 이후 영국과 미국에서는 수많은 판례가 쌓여 사기이론(fraud theory)과 자유공개시장의 개념(free and open market concept)으로 시세조종 규제의 법리가 발전되었다.³⁾

우리나라에서는 1962년 제정된 증권거래법에 시세조종을 금지하는 규정을 두었고, 이 규정은 여러 차례의 제·개정을 거쳐 현행 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 '자본시장법'이라 한다)에 계수되었다. 자본시장법 제176조는 한국거래소에 상장된 증권 또는 파생상품(이하 '상장증권'이라 한다)에 대한 시세조종을 금지하고, 제177조는 시세조종에 대한 손해배상책임을 규정하는 한편, 제443조는 시세조종에 대한 형사책임에 대하여 규정하고 있다. 특히 자본시장법 제176조 제2항 1호의 소위 현실거래(actual trading)에 의한 시세조종 금지규정은 그 동안 우리나라 증권시장에서 성행하던 주가조작, 이른바 특정 세력에 의한 작전을 적발하여 처벌하는 장치로써 가장 핵심적인 역할을 담당하였다.⁴⁾ 그럼에도 불구하고 이러한 유형의 시세조

1) Louis Loss & Joel Seligman, *Securities Regulation*, Vol. VIII(3rd ed., 2004), p.3986.7.

2) *Id.* at 3986.7-3986.10.

3) *Id.* at 3986.22; 加賀讓治, “英美法における相場操縦規制の展開 -英法上の相場操縦規制と自由市場概念,” 『國際商事法務』, Vol. 22, No.11(1994), 1206-1207頁.

중 구성요건인 변동거래와 유인목적에 관하여 미국이나 일본의 예와 달리 이론적·실무적 또는 재판상 크게 다투어진 사례가 많지 않았던 것으로 보인다.

그런데 최근 특정 수준의 주가형성을 둘러싸고 금전적 이해관계를 달리하는 옵션계약 당사자들이 매우 짧은 시간에 대량의 주문을 통하여 종가를 조작한 사건에 대해 법원이 현실거래에 의한 시세조종을 인정하여 유죄판결을 내렸다.⁵⁾ 이 사건은 거래대양이나 시세조종의 동기의 면에서 특이한 사례로서 수사의뢰 이전 단계에서부터 실무적으로 시세조종 해당여부를 두고 다툼이 있었던 것으로 알려졌다. 서울중앙지방법원이 실무적·이론적 쟁점에 관하여 직접 실시하지는 않았지만, 전례가 없는 매우 간단한 사실관계에 대해 변동거래와 유인목적의 요건을 구체적으로 적용한 것은 그 자체로서 의의가 크다고 하겠다.

이 글은 자본시장법 제176조 제2항 1호의 현실거래에 의한 시세조종 금지규정이 미국, 일본의 그것과 거의 동일하다는 점에서 미국과 일본에서 논의된 법원 등의 견해를 살펴보고 그와 같은 맥락에서 이 사건 판결을 검토하고자 한다.

II. 대상 판례

1. 사실관계

2003년 4월 23일 D은행은 A사로부터 한미은행 주식 2,859,370주를 주당 7,930원에 매수하는 동시에 “2003년 6월 27일부터 2004년 6월 28일까지 한미은행 주가(종가기준)가 행사가격의 200%(15,784원) 이상인 경우에는 모든 옵션계약이 소멸된다”는 내용의 소위 knock-out option계약⁶⁾을 A사와 체결하였다.

4) 금융감독위원회, 『증권시장 불공정거래 판례집』(2002); 금융감독원, 『자본시장 불공정거래 판례분석』(2009)을 참조.

5) 후술하는 피고인 甲과 乙에 대해 각각 징역 2년 6월(집행유예 3년), 징역 2년(집행유예 3년)을 선고하였다.

6) A사가 행사가격 100%(7,892원) 1년만기 콜옵션 2,859,370 계약을 매수하고 D은행은 이 콜옵션을 매도(A사가 D은행에 8억원 지급)하는 한편, D은행은 행사가격 100%(7,892원)와 70%(5,524원)를 배리어로 하는 풋옵션 2,859,370 계약을 매수하고 A사는 이 풋옵션을 매도(행사가격이 70% 이하인 경우 손실규모는 68억원으로 제한)하였다. 다만, 만기전 행사가격이 200% 이상인 경우 모든 옵션계약이 소멸되고 D은행이 A사에게 7억원의 리베이트를 제공한다(낙아웃 조건).

D은행 소속 甲은 위 낙아웃 옵션계약에 대한 헤지거래 업무를 담당하면서 2004년 2월 19일 당시⁷⁾ 장중 한미은행 주가가 15,800원 전·후로 등락하자 낙아웃 옵션계약과 관련하여 위 주식 종가를 낙아웃 가격(15,784원) 이상으로 형성시켜 D은행의 금전적 손실을 회피하게 할 목적으로, 위 주식의 매매거래를 유인하기 위하여 같은 날 14:45경 10만주(실제 주문 실행은 14:49:50경 4만주, 14:49:59경 6만주)의 매수주문을 제출함에 있어서 동시호가 시간대에 들어가기 직전 가격이 15,800원으로 끝날 수 있도록 의도적으로 4만주의 고가매수주문을 제출하여 실제로 동시호가 직전가격을 15,800원으로 형성시켰고, 같은 날 종가 동시호가 마감 직전인 14:59:43경 낙아웃 옵션계약을 낙아웃시키기 위하여 15,800원(지정가)에 93만주의 대량 매수주문을 제출하여 당일 종가를 낙아웃 가격(15,784원) 이상인 15,800원으로 마감시키는 종가 관여 매수주문을 제출하는 등 2회에 걸쳐 한미은행 주식의 시세를 변동시키는 매매거래를 하였다.⁸⁾

한편, A사⁹⁾ 소속 乙은 낙아웃 옵션계약과 관련하여 2004년 2월 19일 한미은행 주식의 종가가 낙아웃 가격(15,784원)으로 형성되는 것을 방지함으로써 A사에 금전적 이득을 취득케 할 목적으로, 동 주식의 매매거래를 유인하기 위하여 종가결정을 위한 동시호가 시간대 마감 직전인 14:59:37경 한미은행 주식의 예상체결가격이 15,800원인 상황에서 시장가로 35만주의 대량 매도주문을 제출함으로써 예상체결가격을 급락(15,800원 → 15,300원)시키는 등 한미은행 주식의 시세를 인위적으로 변동시켰다.

2. 법원의 판단

(1) 변동거래

(가) 甲은 ① 14:46:13경 한미은행 주식 30,000주를 직전가보다 50원 높은 15,800원에 매수주문하였고, 거의 동시에(3초 후에) 20,000주를 15,750원에 매수주문

7) 당시 D은행은 한미은행 주식 929,549주의 공매도 포지션을 가지고 있었다.

8) 2004. 2. 23일 씨티은행에 의한 한미은행 주식 공개매수가격(15,000원)이 공시된 이후 한미은행 주식의 종가는 옵션계약 만기일까지 15,000원대 수준을 유지하였고, 이 사건 옵션계약기간 동안 2004. 2. 19일 및 2. 20일을 제외하고 한미은행 주식의 종가는 낙아웃 옵션가격 15,784원을 초과하지 않았다.

9) 당시 A사는 한미은행 주식 598,340주(평균단가 14,315원), 자회사를 통하여 151,000주(평균단가 13,888원)를 보유하고 있었다.

한 점, ② 위 30,000주는 주문되자마자 14:46:16경 15,800원에 30,000주가 모두 체결되어 주가를 15,800원으로 상승시켰고, 위 20,000주 주문은 약 3분 후인 14:49:20경까지 15,750원의 매도주문(대부분 대한전선이 내놓은 매도물량이다) 물량의 대부분을 소진한 점, ③ 14:46:54경 한미은행 주식 10,000주를 직전가보다 50원 높은 15,800원에 매수주문하였고, 14:47:15경까지 모두 체결시켜 주가를 15,800원으로 상승시킨 점, ④ 14:49:49경 한미은행 주식 40,000주를 직전가보다 50원 높은 15,800원에 매수주문하였고, 위 주문은 즉시 15,750원 호가의 남은 물량인 230주를 소진한 후, 한미은행 주가를 15,800원으로 상승시켰고, 14:49:59경까지 15,800원 호가의 매도잔량 1,810주 전부를 체결시킨 후, 나머지 37,960주는 매매가 체결되지 않아 동시호가 시간대로 넘어간 점, ⑤ 위 40,000주 대부분의 매매가 체결되지 않았음에도, 14:49:59경 다시 15,800원으로 60,000주의 매수주문을 제출하여, 전부 동시호가 시간대로 넘어가게 한 점, ⑥ 위 매수주문들은 전·후 시간대의 매수주문량과 비교하여 볼 때 비교적 대량의 매수주문으로 보이는 점 등을 종합하여 보면, 위 한미은행 주식 4만주 매수주문은 일련의 매수주문 행위 전체에 비추어 볼 때 한미은행의 동시호가 직전가를 낙아웃 가격인 15,800원으로 변동시킬 의도로 제출한 주문으로서 시세를 변동시키는 고가매수주문으로 봄이 상당하다.

또한 ① 주문시점의 예상체결가격에 기초한 것이 아닌 자신이 형성한 동시호가 직전가(최초 예상체결가격)인 15,800원에 기초하여 대량의 매수주문을 낸 점, ② 동시호가 시간대에 A사의 대량 매도물량이 있으면 이로 인해 한미은행의 주가가 낙아웃 가격 아래로 하락할 것이라는 점을 충분히 예상하고 있었고, 이에 따라 A사의 물량을 초과하는 대량의 매수주문을 제출함으로써 한미은행의 종가를 낙아웃 가격 이상으로 되도록 관여할 필요성이 있었던 점, ③ 장 마감 직전에 A사의 매도물량(당시 약 70만주 정도로 예상하였다)을 훨씬 초과하는 93만주의 대량 매수주문을 제출함으로써 한미은행 주식의 종가를 A사의 매도물량에도 불구하고 낙아웃 가격 이상인 15,800원으로 형성시키려고 하였던 점, ④ 낙아웃 옵션계약상으로도 낙아웃이 달성될 경우 D은행으로서 A사에게 상당한 금액[(2004. 6. 28. 이전 20영업일 동안의 각각의 한미은행의 주식 종가들의 산술평균가격-7,892원) × 2,850,370주]을 지급할 의무를 면하게 되기 때문에 한미은행 주가를 낙아웃시킬 동기가 있다고 보이는 점, ⑤ 장중에 분할매수를 하는 등 시장충격을 완화하려는 조치를 취하지 않고, 동시호가 시작 직전 및 장종료 직전에 대량의 매수주문을 제출한 점, ⑥ 직전 3일간의 종가 평균거래

량이 약 6만 6천주에 불과하였고, 2004년 2월 19일 14:54경의 예상체결수량은 약 11만 8,000주에 불과한 상황에서 당일 다른 주문수량에 비추어 매우 이례적인 93만 주의 대량 매수주문을 의뢰함으로써 결과적으로 예상체결가격을 15,400원에서 15,800원으로, 예상체결수량을 약 42만주에서 62만주로 크게 증가시켰고, 356,150주의 매매거래를 체결시켜 증가관여율이 57.27%에 이르는 점 등을 종합하면, 93만주 대량 매수주문한 것은 앞의 고가매수주문과 연계하여 전체적으로 보면 한미은행의 주가를 낙아웃 가격 이상으로 변동시킬 의도로 주문한 것으로서, 그 주문으로 인하여 예상체결가격이 상승하지 않을 뿐 예상체결수량을 크게 증가시켜 일반투자자들로 하여금 매수세가 유입되는 것으로 오인하게 하는 증가관여 주문에 해당한다고 봄이 상당하다.

(나) 乙이 ① 14:59:37경 한미은행 주식 350,000주를 시장가에 대량 매도주문하였고, 위 매도주문은 이례적인 규모인 점, ② 위 매도주문으로 인해 예상체결가격이 15,800원에서 15,300원으로 급락하였으며, 예상체결수량은 251,960주에서 420,680주로 크게 증가한 점, ③ 당일 종가 동시호가 시간대의 총 예상체결수량은 621,880주로서 A사가 매도한 한미은행의 주식 35만주의 증가관여율이 56.28%에 이르는 점 등을 종합하면 35만주 매도주문은 일련의 거래가 아닌 동시호가 시간대의 1회의 대량 매도주문이기는 하나, 이로 인하여 예상체결가격이 인위적으로 변동되었고, 이러한 乙의 행위는 한미은행 종가를 낙아웃 가격 이하로 변동시키려는 의도하에 이루어진 시세조종 주문이라고 봄이 상당하다.

(2) 유인목적

(가) ① 甲은 동시호가 시간대에 A사의 대량 매도물량으로 인해 한미은행의 주가가 낙아웃 가격 아래로 하락할 것이라는 점을 충분히 예상하고 있었고, 이에 따라 A사의 물량을 초과하는 대량의 매수주문을 제출함으로써 한미은행의 종가를 낙아웃 가격 이상으로 되도록 관여할 필요성이 있었던 점, ② 앞의 고가매수주문과 연계하여 전체적으로 볼 경우 동시호가 시간대에 들어가기 직전에 시세를 15,800원으로 형성한 후 A사의 매도물량을 훨씬 초과하는 93만주의 대량 매수주문을 제출함으로써 한미은행 주식의 종가를 A사의 매도물량에도 불구하고 낙아웃 가격 이상인 15,800원으로 형성시키려고 하였던 점, ③ 甲은 이 사건 낙아웃 옵션계약상으로도

낙아웃이 달성될 경우 D은행이 A사에게 상당한 금액을 지급할 의무를 면하게 되는 바, 이에 비추어 甲이 한미은행 주가를 낙아웃시킬 동기가 있다고 보이는 점, ④ 직전 3일간의 종가 평균거래량이 약 6만 6천주에 불과하였고, 甲이 매수주문을 의뢰한 14:54경의 예상체결수량은 약 11만 8,000주에 불과한 상황에서 장중에 분할매수를 하는 등 시장충격을 완화하려는 조치를 취하지 않고, 종가 시간대 직전 및 종가 시간대에 공신력 있는 외국계 대형 증권회사에서 일시적으로 109만주의 대량 매수주문을 제출할 경우 일반투자자들 입장에서 보면 한미은행 주식의 매매거래가 성황을 이루고 있는 것으로 오인하여 상한가로 주문을 내거나 기존에 주문을 낸 사람이 취소하지 않을 수도 있어 甲의 주문이 다른 사람들의 매매거래를 유인할 가능성이 있고, 甲의 D은행에서의 지위, 경력 등을 고려할 때 이러한 사정을 인식할 수 있었다고 보이는 점, ⑤ D은행의 대량 매수주문으로 인해 다음날 주식시장에서 일반투자자들의 매수세를 유인하거나, 기존 주문자가 취소하지 않을 수도 있으므로, 반드시 위 당일의 남은 17초 사이에 매매거래를 유인할 것으로 한정할 것은 아닌 점 등을 종합하면, 피고인 甲은 위 대량 매수주문으로 인하여 당해 주식의 매매거래에 제3자를 유인할 가능성이 있음을 미필적으로 인식한 상태에서 매수주문을 제출하였다고 보인다. 따라서 甲에게 매매거래를 유인할 목적이 인정된다고 할 것이다.

(나) 乙이 35만주를 시장가로 대량 매도주문을 제출함으로써 시세차익을 얻은 목적도 있었다고 보이나, ① 乙로서는 당일 한미은행 주식의 종가를 낙아웃 가격 이하로 형성시킬 필요성이 있었던 점, ② 지정가주문이 아닌 시장가주문을 제출한 점, ③ 직전 3일간의 종가 평균거래량이 약 6만 6천주에 불과하였고, 乙이 대량 매도주문을 할 당시 예상체결수량은 251,960주에 불과한 상황에서 장 마감 무렵에 낙아웃을 방지하기 위하여 35만주의 대량 매도주문을 제출하여 예상체결수량을 420,680주로 크게 증가시킬 경우 일반투자자들 입장에서 보면 한미은행 주식의 매매거래가 성황을 이루고 있는 것으로 오인하여 다른 사람들의 매매거래를 유인할 가능성이 있고, 乙 또한 이러한 사정을 인식할 수 있었다고 보이는 점, ④ A사의 대량 매도주문으로 인해 다음날에도 주식시장에서 일반투자자들의 매매거래를 유인할 개연성이 있는 점 등을 종합하면, 乙은 위 대량 매도주문으로 인하여 당해 주식의 매매거래에 제3자를 유인할 가능성이 있음을 미필적으로 인식한 상태에서 매도주문을 제출하였다고 보인다. 따라서 乙에게 매매거래를 유인할 목적이 인정된다고 할 것이다.

III. 판례의 검토

1. 문제의 소재

자본시장법 제176조는 일반투자자를 보호하고 공정한 증권시장을 확립하기 위하여 상장증권 또는 장내파생상품(이하 '상장증권'이라 한다)의 매매에 관하여, 제1항에서 타인에게 그릇된 판단을 하게 할 목적으로 하는 통정매매와 가장매매를 금지하고, 제2항에서 타인의 매매거래를 유인할 목적으로 변동거래(1호), 시세변동 정보의 유포(2호), 허위표시(3호)를 금지하고, 제3항에서 시세의 고정이나 안정조작을 금지하는 한편, 제4항에서 현선연계거래에서 부당이득을 얻을 목적으로 장내파생상품의 기초자산의 시세조작(1호), 장내파생상품의 시세조작(2호)을 금지하고 있다. 이 중에서 제2항 1호의 현실거래에 의한 시세조종 금지규정은 우리나라 증권시장에서 성행한 시세조종에 대해 형사책임을 묻기 위한 근거규정으로서의 역할을 충분히 담당하고 있다.

현실거래에 의한 시세조종은 상장증권을 대량·집중적으로 매매하여 그 상장증권의 시장가격을 행위자가 의도하는 수준까지 인위적으로 상승·유지 또는 하락시키는 행위이다. 그런데 어떤 투자자가 상장증권을 대량으로 매매하는 때에 자기의 매매로 인하여 그 상장증권의 시세가 상승 또는 하락할 것이라는 점을 쉽게 예측할 수 있다. 그러나 그 투자자 이외의 다른 투자자는 상장증권의 시세가 변동되는 진정한 이유를 알지 못하기 때문에 그 상장증권의 시세추이에 따라 자신의 투자방향을 조정할 수밖에 없고, 그 결과 그 상장증권의 시세는 동일한 방향으로 탄력을 받을 가능성이 높다.

자본시장법 제176조 제2항 1호 후단은 “누구든지 상장증권의 매매거래를 유인할 목적으로 … 그 시세를 변동시키는 매매 …”를 금지하고 있다. 이와 같은 유형의 시세조종이 성립되기 위해서는 상장증권의 매매가 ① ‘타인의 매매를 유인할 목적’으로 이루어 질 것(유인목적의 존재), ② ‘상장증권의 시세를 변동’시키는 것일 것(변동거래)이 필요하다. 이와 같이 변동거래와 유인목적의 요건을 동시에 두고 있는 것은 변동거래만으로는 현실거래에 의한 시세조종 구성요건을 충족하지 못하고, 반드시 유인목적의 요건이 충족되어야 시세조종이 성립된다는 중요한 의미를 가지고 있

다. 동호의 구성요건의 해석에 관하여 우리나라에서는 다투어진 사례가 많지 않지만 미국이나 일본에서는 다양한 의견이 제시되었다.

그런데 일반적으로 주가는 주식을 대량으로 매수(매도)하면 상승(하락)하므로 시세조종을 금지하는 취지는 주가의 상승(하락)을 초래하는 매수(매도) 자체를 형사 처벌의 대상으로 하고자 한 것이 아니다. 따라서 형벌이 부과되는 위법한 시세조종과 적법한 증권거래를 어떻게 구별하고 어떠한 사실이 인정된다면 위법한 시세조종이 될 수 있는가의 문제가 있다.

2. 미국과 일본에서의 논의

(1) 미 국

1) 의 의

SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934(이하 '1934년법'이라 한다)는 상장증권에 대한 시세조종 금지조항인 Sec. 9, 10(b)를 두고 있다.¹⁰⁾ 1934년법의 목적이 시세조종 행위를 근절(eradication)하는 것이지만 'manipulation' 또는 'manipulative' 용어에 관하여 정의하고 있지 않다.¹¹⁾ 시세조종에 관한 정의는 주로 법원의 해석에 의존하고 있다. 시세조종에 관하여 시세를 지배하거나 인위적으로 영향을 미침으로써 투자자를 기망하려는 고의적인 행위,¹²⁾ 인위적으로 수요를 창출하거나 실제의 거래로 오인하게 하는 행위,¹³⁾ 시세조종을 시세를 조작하기 위하여 사용될 수 있는 교묘한 수단들을 광범위하게 금지하려는 의회의 의도를 반영한 기술적 용어¹⁴⁾ 등으로 정의하였다. 현실거래에 의한 시세조종을 금지하는 1934법 Sec. 9(a)(2)¹⁵⁾는 "타인의 매

10) Sec. 15(c)(1), 15(c)(2)는 장외시장에서 브로커 딜러의 시세조종을 금지하고, Sec. 14(e)는 공개매수와 관련된 시세조종을 금지하며, Sec. 10(b)는 포괄적인 증권사기를 금지하고 있다.

11) Norman S. Poser, "Stock Market Manipulation and Corporate Control Transaction," 40 *U. Miami L. Rev.* 671(1986), p.672.

12) *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185, 199(1976).

13) *SEC v. N. Am. Research & Dev. Corp.*, 424 F.2d 63(2d Cir. 1970) (involving a suit by the SEC against a company for using a manipulative device because company progress reports included false and misleading statements).

14) Loss, *supra* note 1, at 3986,22 [*Santa Fe Indus., Inc. v. Green*, 430 U.S. 462, 477(1977) 인용].

15) Sec. 9(prohibition against manipulation of security price) (a) It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce, or of any facility of any national securities exchange, or for any member of a national securities

수 또는 매도를 유인할 목적으로 단독 또는 타인과 공모하여 ... 증권에 대하여 실제 혹은 외견상 거래가 성황을 이루게 하거나 해당 증권의 가격을 상승 또는 하락시키는 일련의 거래는 위법하다”고 규정하고 있다. 이 규정은 적용범위가 넓고 다양한 형태의 시세조종 행위를 금지한다.¹⁶⁾ 이른바 작전(pool operation)뿐만 아니라 진정한 수급을 반영한 가격으로 오인시키기 위하여 사용되는 모든 수단을 금지한다. 이런 이유로 이 규정을 1934년법의 가장 핵심(the very heart of the act)¹⁷⁾이라 한다.

Sec. 9(a)(2)의 입법 당시 하원에 제출된 법안에는 ‘증권의 가격을 상승 또는 하락시키는 의도’를 주관적 요건으로 정하였고,¹⁸⁾ 상원에 제출된 법안에는 ‘가격을 상승 또는 하락시키는 특별한 의도를 가지는 거래’를 금지의 대상으로 하였다.¹⁹⁾ 그러나 자기의 거래로 인하여 시장가격이 영향을 받지 않는다고 생각하는 투자자 등 모든 투자자가 시세조종 행위자로 처벌될 가능성이 있다고 NYSE가 의견을 제기²⁰⁾함에 따라 상원과 하원의 법안 조정과정에서 유인목적(inducing the purchase or sale of such securities by others)이 추가되었다.²¹⁾ 1934년 증권거래법 제정 당시 의회는 “어떤 투자자가 대량의 주식을 매수하거나 매도하고자 하는 경우 그로 인하여 시장 가격에 영향을 줄 수 있을 것이라고 인식하였다고 하더라도 위법한 것은 아니다”라

exchange-.

(1) (생략)

(2) To effect, alone or with 1 or more other persons, a series of transactions in any security other than a government security, any security not so registered, or in connection with any security, based swap or security-based swap agreement with respect to such security creating actual or apparent active trading in such security, or raising or depressing the price of such security, for the purpose of inducing the purchase or sale of such security by others.

(3)~(6) (생략)

16) Lewis D. Lowenfels, “Sections 9(a)(1) and 9(a)(2) of the Securities Exchange Act of 1934: An Analysis of Two Important Anti-Manipulative Provisions Under the Federal Securities Laws,” 85 *Nw. U. L. Rev.* 706(1991).

17) Loss, *supra* note 1, at 3986,31 [The SEC, Report on Proposal for Amendments to the Securities Act of 1933 and the Securities Exchange Act of 1934, House Comm. on Interstate & Foreign Commerce, 77th Cong., 1st Sess. 50(Comm. print 1941) 인용]; Deepa Nayini, “The Toxic Convertible: Establishing Manipulation in the wake of Short Sale,” 54 *Emory L. J.* 721(2005), p.729.; Poser, *supra* note 11, at 703.

18) Poser, *supra* note 11, at 703 [H. R. REP. NO. 1383, 73d Cong., 2d Sess. 20(1934) 인용].

19) *Id.* [S. REP. NO. 792, 73d Cong., 2d Sess. 17(1934) 인용].

20) *Id.* [Stock Exchange Practices: Hearing on S. 84, 56, 97 Before the Senate Comm. on Banking and Currency, 73d Cong., 2d Sess. 6507-10(1934) 인용].

21) Poser, *supra* note 11, at 703-704; 黒沼悦郎, 『證券市場の機能と不公正取引の規制』(有斐閣, 2002), 151頁.

는 기본적인 인식을 가지고 있었다.²²⁾ 즉, 단순히 가격에 미치는 영향에 대한 투자자의 인식은 위법한 것이 아니기 때문에 투자를 위한 대량의 주식매수나 주식매도가 곧 위법한 시세조종과 동일한 의미를 가지는 것이 아니다.

한편, Fischel과 Ross는 전통적인 시세조종에 관한 정의에 의문을 나타내고 특히 현실거래에 의한 시세조종을 금지할 필요가 없다고 한다.²³⁾ 수요·공급에 대한 개입(interference), 거래의 유인(inducement), 인위적인(artificial) 가격변동 등의 요건이 객관성을 가지지 못하고, 시세조종이 성공하여 고가로 매도할 가능성이 낮고, 시세조종의 식별이 곤란하며 시세조종 금지의 사회적 비용이 높기 때문이라 한다.²⁴⁾ 다만, 현실거래에 의한 시세조종 모두가 적법행위는 아니라고 하며, 예컨대 애널리스트가 매수추천을 하면서 보유주식을 한편으로 매각하는 행위는 시세조종이 아니라 사기를 적용해야 한다고 한다.²⁵⁾

2) 현실거래에 의한 시세조종

대부분의 시세조종 사건이 가격변동을 수반하고 있지만 가격변동을 초래하는 행위는 변동거래의 직접적인 요건이 아니라 부수적 요건(alternative requirement)에 불과하다.²⁶⁾ 문언상 매수를 유인하기 위하여 시세를 상승시키고(raising), 매도를 유인하기 위하여 시세를 하락시키는 행위(depressing)를 금지하며, 이 경우의 가격변동은 소폭이라도 충분하다.²⁷⁾

일반적으로 시세조종의 입증에서 변동거래를 증명하는 것은 그다지 어렵지 않다. 일반적으로 시세의 등락이 있었던 경우에 시세조종 혐의가 있다고 보기 때문이다. 변동거래는 시세조종자에 의해 야기되었다는 점을 입증하여야 하는데, 그 요소로는 시세조종자에 의한 가격선도(price leadership), 해당 증권의 시장의 지배(dominion)와

22) Louis Loss & Joel Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation* (5th ed.), p.1131.

23) Thel은 Fischel과 Ross의 시세조종 규제가 필요하지 않다는 주장을 반박하면서 1934년법 Sec. 10(b)에 의한 시세조종 규제는 기망행위(deception)에 한정할 것이 아니라, 거래소에서 결정되는 시장가격을 증권의 투자가치로부터 괴리시키는 모든 행위로 확대하여야 한다고 주장한다. Steve Thel, "Regulation of Manipulation Under Section 10(b): Securities and Text of the Securities Exchange Act of 1934," 1988 *Colum. L. Rev.* 359(1988).

24) Daniel R. Fischel & David J. Ross, "Should the Law Prohibit "Manipulation" in Financial Market?," 105 *Harv. L. Rev.* 503(1991).

25) *Id.* at 525-526.

26) Loss, *supra* note 1, at 3986,33.

27) *Id.* at 3986,34 [Kidder, Peabody & Co., 18 SEC 559, 571(1945) (1/2 point on a \$50 stock) 인용]; Lowenfels, *supra* note 16, at 709.

통제(control), 해당 증권의 유동공급량 축소(reduction), 시세조종 행위의 종료에 따른 시장의 붕괴(collapse) 등이 있다.²⁸⁾

Sec. 9(a)(2)의 입법취지는 시세를 등락시키는 모든 거래를 금지하는 것이 아니라, 수요와 공급에 의하여 시세가 결정되는 자유공개시장을 유지하는 것이다.²⁹⁾ 거래량이 많다는 이유만으로 위법행위라고 한다면 모든 거래가 규제대상이 될 수 있다.³⁰⁾ 또한 투자목적을 위하여 대량의 주식을 매매할 때에 이로 인하여 시세에 영향을 미친다는 점을 인식하고 있었다고 하여 곧바로 위법이 되는 것은 아니다.³¹⁾

시세에 대한 영향을 인식한 것만으로는 시세조종이라 할 수 없고 나아가 시세를 조작한 것만으로는 시세조종이라고 할 수 없다면 무엇을 근거로 위법성을 가지는 시세조종이라 할 수 있는가의 문제가 있다. 적절한 증권거래와 시세조종을 구분하는 것은 바로 유인목적의 존재 여부이다.³²⁾ 증권의 가격이 상승 또는 하락할 것이라고 인식하는 것은 시세조종이 아니라고 하여 범죄의도(criminal intent)나 악의적 목적(bad purpose)의 존재가 Sec. 9.(a)(2) 위반의 증거가 될 수 없다.³³⁾ 요컨대 시세조종이 성립되기 위해서는 일반범죄와 같이 범죄의도나 악의적 목적이 행위자의 내심에 존재하여야 하는 것은 아니다. 반대로 범죄의도 또는 나쁜 목적이 존재하지 않는 경우에도 시세조종은 성립된다.³⁴⁾ 또한 해당 증권을 보다 높은 가격으로 매도하여야 한다는 선의(bona fide)에 기하여 시세조종을 하였다고 하더라도 공개시장(open market) 개념에 비추어 부적절하며,³⁵⁾ 시세조종의 성립에 중요한 것은 사기(fraud)가 아니라 시세조종의 목적을 이루고자 하는 고의(willfulness)이다.³⁶⁾ 시세조종자를 추종하여 해당 증권을 구입한 자는 그 후 매도할 때에 가격이 하락하면 손실을 입겠지만 그 중에 다행히 고가로 매도한 자는 매매차익을 얻을 수도 있다. 즉, 시세조종

28) Nayini, *supra* note 17, at 732 [SEC v. Resch-Cassin & Co., 362 F. Supp. 964, 976(S.D.N.Y. 1973) 인용]; Lowenfels, *supra* note 16, at 709; 今川嘉文, 『相場操縦規制の法理』(信山社, 2001), 43-44頁.

29) Lowenfels, *supra* note 16, at 711 [Trane Co. v. O'Connor Securities, 561 F. Supp. 301(1983) 인용].
30) *Id.* at 711.

31) *Id.* at 709-711 [H. R. Rep. No. 1383, 73d Cong., 2d Sess. 20(1934) 인용].
32) 유인목적은 Sec. 9(a)(2)에만 고유한 요건이다. 시세조종을 금지하는 1934년법 Sec. 10(b), 14(e), 15(c)(1), 15(c)(2), 그리고 1933년법 Sec. 17(a) 등은 유인목적의 존재를 요하지 않지만 시세조종을 위한 고의(scienter)를 요한다. *Id.* at 711.

33) Loss, *supra* note 1, at 3986,35.

34) 加賀譲治, “英米法における相場操縦規制の展開 -相場操縦規制と誘引目的,” 『國際商事法務』, Vol. 24, No. 6(1996), 638頁.
35) Loss, *supra* note 1, at 3986,35.
36) *Id.* at 3986,35.

자에 의해 증권거래에 유인된 자 중에는 손실을 입은 자와 이익을 얻은 자 양방이 존재한다는 의미에서 유인목적을 타인에게 손해를 끼칠 목적이라고 해석할 수는 없다. 따라서 유인목적은 타인을 증권거래에 끌어들이 목적으로 해석해야 하기 때문에 유인목적 그 자체는 선악의 관념과 무관한 목적으로 해석해야 한다.³⁷⁾

Horold T. White 사건³⁸⁾에서 SEC는 “시세를 조작하는 특정 목적이 Sec. 9(a)(2)의 위법성을 구성한다. … 타인을 증권거래에 유인할 목적으로 거래가 이루어진 경우에는 Sec. 9(a)(2)의 위반이 된다”고 하였고, Ray v. Lehman Bros. Kuhn Loeb, Inc. 사건³⁹⁾에서 법원은 “Sec. 9(a)(2)는 증권가격을 상승시키는 광범위한 증권거래를 비난하는 것이 아니다. 시세를 조종하고자 하는 특정 목적 자체가 동행 위반의 성립요건이 된다”고 하여 유인목적을 가지는 행위가 시세조종에 해당된다고 하였다.

한편, 위와 같이 법원이나 학계는 1934년법 Sec. 9(a)(2)의 구성요건인 변동거래와 유인목적을 명확히 구분하여 논의하고 있지 않다. 이는 시세를 변동시키는 모든 거래가 금지되는 것이 아니라는 전제 아래 논의를 전개하고 있기 때문에 두 가지 요건을 나누어서 고찰하지 않는 것으로 보인다.⁴⁰⁾

3) 유인목적의 입증

미국에서는 정황증거(circumstantial evidence)에 의한 입증방법이 오래 전부터 채용되었다. 유인목적의 존재 여부는 행위자의 자백이 없는 이상 거래에 관한 정황 증거에서 추정할 수밖에 없다. SEC가 시세조종에 대하여 정황증거에 의한 입증방법을 채용한 최초의 사례는 1947년의 Federal Corporation 사건⁴¹⁾이다. SEC는 이 사건에서 “… 자백(admission)이 없는 이상 사람 마음의 내면을 탐색할 수 없기 때문에

37) 加賀讓治, 앞의 주 34)의 논문, 639頁.

38) Loss, *supra* note 1, at 3986, 36 [3 SEC 466, 513(1938) 인용].

39) *Id.* [Ray v. Lehman Bros. Kuhn Loeb, Inc., 624 F. Supp. 16, 22(N.D.Ga. 1984) 인용].

40) 윤영신, “현실거래에 의한 시세조종”, 『증권법연구』, 제2권 제1호(한국증권법학회, 2001), 8면.

41) Lowenfels, *supra* note 16, at 712 [Federal Corp., 25 SEC 227, 230-231(1947) 인용]. (사건개요) 1945년 3월 31일 Red Bank사는 신주발행에 관한 유가증권신고서를 SEC에 제출하였다. 발행가격은 2달러였다. 그 유가증권신고서를 SEC가 심사하던 중 6월 12일 아침 Red Bank사의 주가는 1 3/4달러로 하락하였다. Red Bank사의 사장 Bennet는 Federal Corporation(브로커딜러)사에 대해 1 7/8달러로 300주, 2달러로 3,500주를 매수하도록 지시하여 약 1시간만에 1 3/4달러에서 2달러로 동사주가를 상승시켰다. (심결요지) 이 사건은 단순하지만 3가지 의미를 가지고 있다. 유인목적은 정황증거로 입증할 수 있고, 시세변동에 이해를 가지고 있으면 유인목적이 추정되며, 시세조종자가 매수주식을 즉시 매도하지 않더라도 유인목적의 입증을 방해하지 않는다는 점이다.

시세조종의 목적은 정황증거에서 추정하는 것이 필요하다”고 하였고, 1949년 Halsey, Stuart & Co. 사건⁴²⁾에서 “희망, 믿음, 동기는 법적인 의미에서 목적이 아니다. ... 그러나 희망, 믿음, 동기가 가격상승, 고가매도, 자산보호 등과 같은 객관적인 행위에 의해 실현되었을 때 그 목적이 추정될 수 있다”고 하였다. 이와 같은 SEC의 견해는 법원의 관례에서도 나타난다. 1969년 Crane Co. v. Westinghouse Air Brake Co. 사건⁴³⁾에서 “요건으로서 필요한 목적과 고의는 사건의 정황에서 추정하는 통상적이다”라고 하였다.

그렇다면 어떠한 경우에 유인목적이 존재한다고 할 수 있는가. SEC는 1947년의 Federal Corporation 사건⁴⁴⁾에서 “... 매수에 의해 실질적이고 직접적인 금전상의 이해(substantial, direct pecuniary interest)를 가지는 자가 시세를 상승시키는 수단을 사용한 사실이 입증된 경우에는 일응 유리한 사건(*prima facie case*)⁴⁵⁾이 된다”고 하였고, 1949년의 Halsey · Stuart & Co. 사건⁴⁶⁾에서 “시세조종자가 증권을 매수하여 가격이 올랐는데 그 결과로 발생한 보다 높은 가격으로 매도한 경우에는 타인을 그 증권의 매수에 유인하는 목적이 있었다고 추정되므로 이러한 추정을 반복하기 위해서는 강력한 반대증거가 필요하다”고 하였다. 이와 같은 SEC의 견해는 법원에서도 확인되었다. 1969년 Crane Co. v. Westinghouse Air Brake Co. 사건⁴⁷⁾에서 “공개 매수의 성공에 실질적이고 직접적인 금전상 이해관계(substantial, direct pecuniary interest)를 가지는 자가 시세 상승에 영향을 미치는 적극적인 조치를 하는 때에는 유인목적이 일응(*prima facie*) 입증된 것이다. 시세조종의 동기와 변동거래가 결합(joined)되어 있었다”⁴⁸⁾고 하였다. 또한 1973년 SEC v. Resch-Cassin & Co. 사건⁴⁹⁾에서 법원은 “피고는 정상거래라고 주장하지만 Africa 주식의 거래는 타인의 매수를 유인하고자 한 점이 명백하다. 피고는 그 주식을 매출(distribution)하고 있었고 타인

42) *Id.* at 712 [30 SEC 106, 124(1949) 인용].

43) *Id.* [Crane Co. v. Westinghouse Air Brake Co., 419 F. 2d 787, 794(2d Cir. 1969) 인용].

44) *Id.* [Federal Corp., 25 SEC 227, 230, 231(1947) 인용].

45) 원고가 입증책임을 면할 수 있는 정황증거를 제시한 사건이다. 피고가 반증을 제시하지 않으면 원고가 승소할 수 있다.

46) Lowenfels, *supra* note 16, at 712 [Halsey · Stuart & Co., 30 SEC 106(1949년) 인용].

47) *Id.* [Crane Co. v. Westinghouse Air Brake Co., 419 F. 2d 787, 794(2d Cir. 1969) 인용].

48) Crane의 공개매수를 저지하고 Air Brake와 합병을 하는 것에 이해관계를 가지고 있는 Standard가 Air Brake 주주들이 Crane의 공개매수에 응하지 못하도록 계산된 가격수준으로 거래를 지배하고 있는 동시에 장외에서 비밀리에 그 주식을 매도하는 사실을 은폐하려는 적극적인 조치를 취하였다.

49) Lowenfels, *supra* note 16, at 712-713 [362 F. Supp. 964, 977(S.D.N.Y. 1973) 인용].

의 주식매수를 유인할 목적을 가지고 있었음이 명백하다. 피고는 매출을 용이하게 하거나 이익을 증가시키기 위하여 그 주식의 시장가격에 인위적으로 영향을 미치고자 하는 분명한 동기가 있었다. 피고는 일반투자자에게 Africa 주식을 매도하기 위하여 시세가 조작된 유통시장(aftermarket)을 이용하였다”고 하였다. 나아가 SEC의 한 위원은 “법원은 증가된 비율로 계속해서 대량의 주식을 매수할 수 있는 옵션을 매수하는 행위, 시초가와 종가에 영향을 미치는 빈번한 거래, 장내에서 매수하고 장외에서 매도하는 행위, 오해를 유발하는 보고서를 보내거나 일방적 권유로 주식을 추천하는 행위, 시세조종 기간 동안 발행인이 배당을 발표하도록 하는 행위 등을 시세조종 목적의 증거로 채택하고 있다”고 하였다.⁵⁰⁾ 반면에 *Chris-Craft Industries, Inc. v. Piper Aircraft Corp.* 사건,⁵¹⁾ *Trane Co. v. O'Connor Securities* 사건⁵²⁾ 등에서는 시세조종 목적의 추정을 부정하였다. 위와 같은 SEC의 판단이나 판례는 ‘유인’(inducing)이라는 문언에 대하여 투자자를 시장거래에 끌어들이는 것과 같이 사전적 의미로 제한하여 해석하지 않고 널리 시세에 영향을 미쳐 그 시세를 이용하는 행위로 해석하고 있는 것으로 보인다.⁵³⁾

위와 같은 법원의 판단에 비추어 시세조종의 동기가 변동거래 요건의 거래와 결합되는 경우 유인목적이 존재하는 것으로 볼 수 있으며 그 반증은 시세조종자의 책임으로 이전된다.⁵⁴⁾ 즉, 시세조종의 동기 또는 이유가 정황증거에 의해 증명되고 변동거래 요건과 결합되는 경우에는 시세조종자에게 유인목적이 있었던 것으로 보아 시세조종자가 그와 같은 유인목적이 존재하지 않았음을 증명하여야 한다. 시세조종자의 유인목적의 의도가 있었다면 타인이 실제로 그와 같은 거래에 의해 유인되어 매매를 하였는지 여부는 중요하지 않다. 시세조종자의 입장에서 가격변동이 있다면 금전적 이익을 얻을 수 있는 상황이고, 또한 시세조종자가 그와 같은 가격변동을 초래하는 단계(step)를 밟았다는 것은 시세조종 목적의 의도가 존재한 것이다. 이와 같이 시세조종자에게 증권의 가격변동에 대한 금전적 이해관계가 있었다고 인정된 사례는 많다. 예컨대, ① 상당한 양의 증권을 매수할 수 있는 옵션을 가지고

50) *Id.* at 713.

51) *Id.* [480 F.2d 341(2d Cir.), cert. denied, 414 U.S. 910(1973), reh'g denied, 430 U.S. 976(1976)] 인용.

52) *Id.* [561 F. Supp. 301(S.D.N.Y. 1983)] 인용.

53) 윤영신, 앞의 주 40)의 논문, 15면, 28면.

54) *Loss, supra* note 1, at 3986,37-3986,38.

있는 경우,⁵⁵⁾ ② 시가보다 높은 가격으로 매출하고자 하는 경우,⁵⁶⁾ ③ 담보증권의 가치를 높이하고자 하는 경우,⁵⁷⁾ ④ 공개매수를 성공시키거나⁵⁸⁾ 저지하고자 하는 경우,⁵⁹⁾ ⑤ 워런트 대상주식의 가격을 변동시켜 자금조달을 원활히 하고자 하는 경우⁶⁰⁾ 등이 있다.

4) Sec. 10(b)과의 관계

Sec. 9가 특정 유형의 시세조종을 금지하는 조항인 반면, Sec. 10(b)는 예상할 수 없는 고도의 시세조종을 금지하는 조항⁶¹⁾이다. 1934년법 제정 초기에는 시세조종 행위에 대하여 Sec. 9(a)(2)로 규제할 수 있었지만 최근에는 Sec. 10(b)를 병용하거나 Sec. 10(b) 단독으로 규제하고 있다. 그 이유는 Sec. 9(a)(2)에 비하여 Sec. 10(b)의 구성요건이 보다 포괄적이기 때문이다.⁶²⁾ 구체적으로는 Sec. 9(a)(2)의 구성요건이 '타인에 의한 거래를 유인할 목적으로 거래한 것'인 반면, Sec. 10(b)는 그와 같은 제한이 붙어 있지 않기 때문이다. 다만, Sec. 10(b)를 적용하기 위해서는 고의(scienter)를 입증하는 것이 필요한데 이는 정황증거로 판단하면 충분하다고 한다.⁶³⁾ 둘째, 증권시장이 복잡해짐에 따라 Sec. 9(a)(2)에 규정된 행위 이외의 태양에 의한 시세조종행위가 이루어지는 사례, 예컨대 비상장주식, 장외주식 등을 대상으로 한 시세조종행위가 나타났기 때문에 이에 대응할 필요가 있기 때문이다.⁶⁴⁾ 셋째, 손해배상책임과의 관계에서 Sec. 9(a)(2)에 위반한 경우에는 동조 (e)에서 손해배상책임이 인정되고 있는 반면, Sec. 10(b)에 위반한 경우에는 손해배상책임규정이 인정되지 않아 Sec. 10(b)로 소송을 제기하는 한계가 있었지만, Sec. 10(b)의 위반에 대해

55) *Id.* at 3986,38 [Charles C. Wright, 3 SEC 190, 206(1938) 등 인용].

56) *Id.* at 3986,38 [Federal Corp., 25 SEC 227(1947), Halsey, Stuart & Co., Inc., 30 SEC 106, 109, 112-114, 124(1949) 인용].

57) *Id.* at 3986,39 [Sec. Ex. Act Rel. 3056(1941) 인용].

58) *Id.* at 3986,39 [Davis v. Pennzoil Co., 438 Pa. 194, 207-208, 264 A. 2d 597, 603(1970) 인용].

59) *Id.* at 3986,39 [Crane Co. v. Westinghouse Air Brake Co., 419 F. 2d 787, 792-799(2d Cir. 1969) 인용].

60) *Id.* at 3986,39 [Collins Sec. Corp., 46 SEC 20, 25(1975), remanded on other ground nom. Collins Sec. Corp. v. SEC, 562 F. 2d 820(D.C. Cir. 1977) 인용].

61) 의회는 시세조종을 다양한 개념으로 간주하고 입증하기 곤란한 시세조종을 규제할 수 있는 권한을 SEC에 부여하였다. Poser, *supra* note 11, at 692.

62) 證券取引監視委員會, “米國における相場操縦の行爲の現状,” 『商事法務』, No. 1288(1992. 6. 15), 28頁.

63) 위의 논문, 28頁.

64) 위의 논문, 28頁.

서도 손해배상책임을 인정한 판례가 나타난 1946년 이후 그러한 한계는 사라지고 Sec. 10(b)에 기한 소송이 증가하였다.⁶⁵⁾ 이와 같이 시세조종에 대하여 Sec. 9(a)(2)와 Sec. 10(b)를 병행 적용하게 됨에 따라 Sec. 9(a)(2)의 시세조종에 해당되지 않는 경우에도 Sec. 10(b), SEC Rule 10b-5 위반이 될 수 있다. 이러한 의미에서 Sec. 10(b), SEC Rule 10b-5를 ‘catch all’이라 한다.⁶⁶⁾

(2) 일 본

1) 의 의

금융상품거래법 제159조 제1항의 시세조종 금지규정⁶⁷⁾은 1948년 증권거래법 제정 당시 미국의 1934년법 Sec. 9를 계수한 것이다. 이 규정이 도입된 이후 시세조종으로 적발된 사례가 없었던 초기에는 현실거래에 의한 시세조종은 학설을 중심으로 논의되었다. 특히 유인목적에 관하여 시세조종자의 자백이 없는 경우 시세조종 목적은 정황증거에 의해 추정되어야 한다는 SEC의 견해⁶⁸⁾를 받아들였고, 나아가 시세를 인위적으로 조작할 목적으로 이해하였다. 즉, 인위적으로 시세를 변동시키는 행위 자체가 위법이기 때문에 타인을 거래에 유인하는 목적의 유무는 중요하지 않다고 보았다.⁶⁹⁾

65) 위의 논문, 28頁.

66) Poser, *supra* note 11, at 705-706; Sec. 9와 Sec. 10(b)의 결합에 관하여 약 180건의 시세조종에 관한 민사판례를 개관하면 포괄설을 적용한 사례가 많다. 형사소송 19건에서 Sec. 9에 근거하여 소추된 사례는 3건에 그치고 있다. 또한 SEC가 원고인 사례 41건 가운데 Sec. 9에 근거한 사례는 5건이고 나머지 36건은 Sec. 10(b)를 적용한 사례, Sec. 9와 10(b)를 적용한 사례였다. 今川嘉文, 앞의 주 28)의 책, 60頁.

67) 第百五十九条(相場操縦行為等の禁止) 1. (생략)

2. 何人も、有価証券の売買、市場デリバティブ取引又は店頭デリバティブ取引(以下この条において「有価証券売買等」という。)のうちいずれかの取引を誘引する目的をもつて、次に掲げる行為をしてはならない.

一 有価証券売買等が繁盛であると誤解させ、又は取引所金融商品市場における上場金融商品等(金融商品取引所が上場する金融商品、金融指標又はオプションをいう。以下この条において同じ。)若しくは店頭売買有価証券市場における店頭売買有価証券の相場を変動させるべき一連の有価証券売買等又はその申込み, 委託等若しくは受託等をすること.

二 取引所金融商品市場における上場金融商品等又は店頭売買有価証券市場における店頭売買有価証券の相場が自己又は他人の操作によつて変動するべき旨を流布すること.

三 有価証券売買等を行うにつき、重要な事項について虚偽であり、又は誤解を生じさせるべき表示を故意にすること.

3. (생략)

68) Federal Corp., 25 SEC 237, at 230.

69) 소위 인위적 조작목적설이다. 이 견해는 시세조종에 대해서는 형사벌칙이 부과되기 때문에 명문의

2) 학 설

일본의 시세조종 규제가 미국의 1934법을 계수하였고, 학설이 판례에 선행하였기 때문에 미국의 판례와 실무를 참고하여 시세조종 요건에 관한 통설이 형성되었다.⁷⁰⁾ 통설의 견해에 의하면 우선 현실거래에 의한 시세조종은 유인목적으로 거래하는 경우에만 금지된다. 대량의 매수주문을 제출하면 그 증권의 가격이 상승하는 것은 당연한 시장원리이기 때문에 자기의 거래에 의해 증권의 가격이 상승하고 나아가 매매거래를 유인할 것이라는 인식만으로는 충분하지 않다. 둘째, 유인목적을 입증하는 것은 행위자의 자백이 있는 경우를 제외하고 매우 곤란하기 때문에 객관적인 정황증거로부터 유가증권의 매매거래를 유인하는 '동기'를 추정하는 경우에는 그와 같은 목적이 없었다는 점을 행위자측에서 입증하는 것을 요한다고 한다.⁷¹⁾

후술하는 협동사료 사건 항소심 판결⁷²⁾을 계기로 새로운 견해가 대두되었다. 이 견해에 의하면 적법거래와 위법거래를 구분하는 기준은 유인목적의 유무가 아니라 변동거래의 요건에 해당되는지 여부이다. 시세조종의 위법성은 제3자의 매매거래를 유인하는 것이 아니라 자연적인 수급관계에 의해 형성되어야 할 시세를 인위적으로 변동시키는 행위에서 구할 수 있기 때문이다.⁷³⁾ 변동거래는 시세가 변동될 가능성이 있는 모든 거래가 아니라 시장원리에 의하지 않고 인위적으로 시세를 변동시키려는 정형적인 거래여야 한다. 변동거래 해당 여부는 시세조종자의 매매거래 전체로 보아 ① 시세를 비정상적으로 등락시킬 수 있는 것인지 여부, ② 전체적인 거래수단이 시장원리에 비추어 부자연스런 내용이 포함되어 통상적인 거래관념으로 보아 비정상적이라고 인정할 수 있는지 여부, ③ 만일 전체적인 형태가 명확하다면 일반투자자가 매매거래에 관한 판단을 특별히 달리하였다고 인정할 수 있는지 여부 등을 감안하여 인정할 수 있다고 한다.⁷⁴⁾ 그리고 유인목적에 대해서는 시세조종자가 변동거래를 함으로써 제3자의 투자판단에 영향을 미쳐 그 증권의 매매거래에 제3자를 끌어들이는 가능성이 있다는 점을 인식하면 충분하다고 한다. 변동거래로 인정

유인 목적을 목적해석으로 완화하는 것은 문리해석상 허용될 수 없다는 등의 비판이 있어 통설이 될 수 없었다. 黒沼悦郎, 앞의 주 21)의 책, 135-136頁.

70) 위의 책, 136頁.

71) 위의 책, 136-137頁.

72) 東京高等裁判所 19887.26. 선고 1984년(ㄱ) 제1630호 판결.

73) 黒川弘務, “相場操縦罪(變動操作)における誘引目的および變動取引の意義,” 『商事法務』, No. 1342(1993. 12. 25.), 13頁.

74) 위의 논문, 13頁.

되는 이상 이미 가벌적 위법성이 존재하는 것이므로, 유인목적은 변동거래에 의해 제3자를 매매거래에 끌어들이는 우려가 없고, 시장에서의 매매거래에 영향을 주지 않으며 행위자도 그러한 인식이 있다고 보기 어려운 경우 예외적으로 처벌대상에서 제외하기 위한 요건으로 해석한다. 다만, 목적범으로 규정하고 있는 취지를 고려하여 객관적으로 변동거래에 해당되더라도 행위자의 목적·동기에 비추어 제3자에게 불측의 손해를 입힐 우려가 없기 때문에 가벌성이 부정되는 경우도 있음을 유의할 필요가 있다고 한다.⁷⁵⁾

한편, 1992년 1월 20일 증권거래심의회 불공정거래특별부회는 ‘시세조종적 행위 금지규정 등의 검토에 관하여’ 제하의 중간보고서에서 변동거래를 “시세를 지배할 의도를 가지고 하는 시세가 변동할 가능성 있는 거래이며, 단순히 거래 자체가 시세를 변동시킬 가능성을 가지고 있는 거래를 말하는 것은 아니다”라고 지적하는 한편, 유인 목적을 “자신이 매매거래를 하면 타인이 이에 말려들어 매매거래에 끌려들어올지도 모른다고 인식하면 충분하다”라고 하여 종래의 통설과 달리 협동사료 사건에 대한 동경고등재판소의 판결과 같은 입장을 취하였다.⁷⁶⁾ 위법거래와 적법거래를 구별하는 기준으로 유인목적의 존재를 지나치게 강조하는 것은 적당하지 않고, 우선 해당 거래가 시세를 변동시키는 거래에 해당하는가의 여부라고 하였다.

3) 판례

현실거래에 의한 시세조종에 관한 대표적인 판례는 協同飼料 사건⁷⁷⁾이다. 동경 지방재판소⁷⁸⁾는 변동거래를 ‘시장가격을 변동시킬 가능성이 있는 거래’라고 하여 증권거래심의회가 중간보고서에서 인용한 객관적인 거래양태를 지적하였다. 그리고 유인 목적을 ‘시장의 실세나 매매거래 상황에 관한 제3자의 판단을 오인시켜 이들을 시장의 매매거래에 끌어들이는 목적’, 즉 시장의 수급관계에 의해 형성되어야 할 시세를 인위적으로 변동시키려는 의도를 가지고 선량한 투자자를 시장의 매매거래에 참여시킬 목적으로 해석하였다. 이 판결은 시세를 인위적으로 변동시키려는 의도를 가지고 투자자를 매매거래에 끌어들이게 할 목적으로 거래가 이루어졌는지 여부로

75) 위의 논문, 14頁.

76) 今川嘉文, 앞의 주 28)의 책, 12頁.

77) 차입금 반환을 위해 필요한 시가발행 공모증자를 원활히 실현시키기 위하여 동사주식의 주가를 170 엔대에서 280엔대로 끌어올렸다.

78) 동경지방법판소 1984.7.31. 선고 1973년특(ホ) 제357호 판결.

위법성을 판단하였다.

이에 반하여 동경고등재판소⁷⁹⁾는 변동거래를 '단순히 거래 자체가 시세를 변동시킬 가능성이 있는 거래가 아니라 시세를 지배할 의도를 가지고 시세를 변동시킬 가능성이 있는 거래'라고 하고, 유인목적을 '유가증권시장에서 유가증권을 매매거래 하도록 제3자를 끌어들이 의도'라고 해석하였다. 동경지방법판소의 판결과 달리 객관적 요건인 변동거래의 해석에 지배할 의도라는 주관적 요소를 추가하고, 유인목적을 매매거래에 제3자를 끌어들이 의도라고 해석하여 실행행위의 동기로 평가하였다. 즉, 변동거래에 다의적이고 주관적인 의미를 포함시켜 행위의 위법성을 판단하면서도 유인목적보다 변동거래를 중시하였다.

최고재판소⁸⁰⁾는 "유가증권의 시세를 변동시키는 모든 매매거래를 위법하다고 하는 것이 아니라 유가증권의 매매를 유인할 목적, 즉 인위적인 조작으로 시세를 변동시키는 것임에도 불구하고 투자자에게 그 시세가 자연적인 수급관계에 의해 형성된 것으로 오인하게 하여 유가증권의 매매거래에 끌어들이 목적으로 하는, 시세를 변동시킬 가능성이 있는 매매거래를 금지하는 것이다"라고 해석하였다. 따라서 유인목적은 인위적인 조작으로 시세를 변동시키는 것임에도 불구하고 투자자에게 그 시세가 자연적인 수급관계에 의해 형성된 것으로 오인하게 하여 유가증권의 매매거래에 끌어들이 목적으로, 변동거래는 시세를 변동시킬 가능성이 있는 매매거래로 파악하여 유인목적의 유무를 시세조종의 핵심적인 요소로 보았다.⁸¹⁾

한편, 藤田觀光 사건⁸²⁾에 대한 동경지방법판소의 판결⁸³⁾은 유인목적을 '인위적으로 유가증권의 시세를 조작하고자 하는 목적', 변동거래를 '유가증권의 시세를 변동시킬 가능성이 있는 매매거래'라고 해석하여 기본적으로 협동사료 사건에 대한 최고재판소 판결과 동일한 입장에 서 있다.⁸⁴⁾ 유인목적은 유인이라는 용어 자체에 의미가 있는 것이 아니라 시세를 변동시키는 매매거래가 의도적으로 이루어진 점을 추상적으로 표현한 것이고, 그 목적의 유무는 거래의 동기와 태양, 매매거래에 부수

79) 동경고등재판소 1988.7.26. 선고 1984년(가) 제1630호 판결.

80) 최고재판소 1994.7.20. 선고 1988년 제1102호 판결.

81) 神崎克郎, "協同飼料事件の最高裁決定," 『商事法務』, No. 1366(1994. 9. 15), 4頁.

82) 거래의 차입금 변제를 위하여 보유주식 600만주를 제3자에게 매도하려고 하였는데 제3자의 세무대책상 동사주가가 5,200엔일 필요가 있어 3,780엔대인 주가를 5,200엔까지 끌어올렸다. 神崎克郎, "藤田觀光株事件の法的検討," 『商事法務』, No. 1332(1993. 9. 15).

83) 『資料版 商事法務』, 113호 108頁.

84) 神崎克郎, 앞의 주 81)의 논문, 5頁.

되는 사정으로부터 추정하는 것이 가능하며, 이 경우 매매거래의 경제적 합리성 유무가 인위적으로 시세를 조작하려는 목적을 규명하는 데에 중요한 의미를 가진다고 하였다. 요컨대 유인목적에 관하여 변동거래 요건에 해당하는 객관적 요소를 추가하여 협동사료 사건에 대한 동정고등재판소의 판결과 다르게 해석하였다. 그리고 변동거래 요건에 대해서는 주관적 제한을 추가한 것이 아니라 시세의 변동, 거래 전체에서 차지하는 해당 매매거래의 비율, 매매거래의 양태 등의 사정을 고려하여야 한다고 하였다.

3. 현실거래에 의한 시세조종 요건

(1) 의 의

자본시장법 제176조 제2항의 현실거래에 의한 시세조종 금지규정은 1997년 1월 13일 증권거래법 개정(법률 제5254호)으로 도입되었다. 특히 동항 1호는 미국의 1934년법 Sec. 9(2), 일본의 금융상품거래법 제159조 제1항과 같이 “누구든지 상장증권 또는 장내파생상품의 매매를 유인할 목적으로 그 증권 또는 장내파생상품의 매매가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 그 시세를 변동시키는 매매”를 금지하고 있다. 이러한 현실거래에 의한 시세조종은 증권시장에서 발생하는 대표적인 불공정거래 행위이다.⁸⁵⁾ 위 규정은 현재에도 증권시장에서의 시세조종을 단속하고 처벌하는 핵심적인 장치로 기능하고 있고, 동법 제178조의 포괄적 사기규정의 도입에도 불구하고 앞으로도 그 역할은 지대할 것으로 기대된다. 그럼에도 불구하고 우리나라에서는 변동거래와 유인목적에 관하여 학설이나 판례에서 쟁점사항으로 크게 부각되지는 않은 것 같다. 변동거래에 관해서는 감독당국의 매매분석 내용이 검찰이나 법원에서 대체로 수용되고 있고, 유인목적에 관해서는 대법원의 입장이 통설로 유지되고 있다.

한편, 대량의 주문을 시장에 제출하면 다음 2가지 이유에서 해당 증권의 시세에 변동이 생길 가능성이 있다.⁸⁶⁾ 즉, 거래압력에 의한 시세변동과 정보동기에 의한 시세변동이다. 전자는 대량의 주문을 시장이 흡수할 수 없기 때문에 일시적으로 수

85) 조효제, “증권거래법상 시세조종행위 규제에 관한 연구,” 고려대학교 대학원 석사학위논문(2004), 68면.

86) 黒沼悦郎, 앞의 주 21)의 책, 133頁.

급불균형이 발생하여 시세가 변동되는 경우이고, 후자는 대량의 매수(매도)주문이 시장에 제출되면 해당 증권에 호재(악재)성 재료가 있는 것처럼 보이기 때문에 그 정보를 이용하고자 하는 거래에 의해 시세가 변동되는 경우이다. 이와 같은 대량거래의 효과를 바탕으로 어떤 범위에서 현실거래에 의한 시세조종을 금지할 것인가는 입법정책의 문제이다. 즉, 거래압력에 의한 시세변동 조작과 정보동기에 의한 시세변동 조작 모두를 금지할 것인가 아니면 후자만을 금지할 것인가의 문제이다.⁸⁷⁾ 요컨대 이 문제는 특히 유인목적의 해석과 관련된다.

(2) 변동거래

현실거래에 의한 시세조종의 객관적 구성요건인 변동거래에 관하여 두 가지 견해가 존재한다. 즉, 단순히 시세를 변동시킬 가능성이 있는 거래로 보는 적극적 견해와 정상적인 수요와 공급에 의해 형성되어야 할 시세를 인위적으로 변동시킬 수 있는 정형을 가진 거래로 보는 소극적 견해가 있다.

대법원은 신정제지 시세조종 사건⁸⁸⁾에서 변동거래에 관하여 “유가증권시장에서 수요·공급의 원칙에 의해 형성된 유가증권의 가격을 인위적으로 상승 또는 하락시키는 등의 조작을 가하는 매매거래”라고 판시하여 후자의 견해를 취하였다. 즉, 변동거래 여부의 판단기준으로 이미 형성된 가격에 대한 인위적 조작 여부를 제시하였다. 그러나 대법원은 동특 시세조종 사건⁸⁹⁾에서 변동거래에 관하여 “본래 정상적인 수요와 공급에 따라 자유경쟁시장에서 형성될 시세 및 거래량을 시장요인에 의하지 아니한 다른 요인으로 인위적으로 변동시킬 가능성이 있는 거래”라고 판시하여 전자의 견해를 취하였다. 나아가 “변동거래로 인하여 실제로 시세가 변동될 필요까지는 없고 일련의 행위가 이어진 경우에는 전체적으로 그 행위로 인하여 시세를 변동시킬 가능성이 있으면 충분하다”고 판시하여 보다 적극적인 입장을 유지하고 있다.⁹⁰⁾ 또한 변동거래에 해당하는지의 여부는 상장증권의 성격과 발행증권총수, 매매거래의 동기와 유형, 상장증권 가격의 동향, 종전 및 당시 거래상황 등을 종합적으로 고려하여 판단할 수 있다.⁹¹⁾ 따라서 매매체결에 이르지 아니한 매수주문

87) 위의 책, 134면.

88) 대법원 1994.10.25. 선고 93도2516판결.

89) 대법원 2002.6.14. 선고 2002도1256판결.

90) 대법원 2006.5.11. 선고 2003도4320판결; 대법원 2007.11.29. 선고 2007도7471판결; 대법원 2009.4.9. 선고 2009도675판결; 대법원 2010.7.22. 선고 2009다40547판결 등.

이라 하더라도 해당 상장증권의 가격을 상승 또는 하락시키는 효과를 가지고 있는 이상 변동거래에 해당하고, 단지 매수주문량이 많은 것처럼 보이기 위하여 매수의 사 없이 제출하는 허위 매수주문도 변동거래에 해당한다.⁹²⁾

시세변동의 폭은 변동거래의 성립과는 무관하므로 상장증권의 시세를 소폭으로 상승시키거나 하락시키는 것 나아가 시세를 유지시키는 것으로도 충분하다. 시세조종자의 개별적인 매매거래로 인하여 실제로 시세가 변동되지 않더라도 여러 정황에 비추어 시세가 변동될 개연성이 있으면 충분하다. 나아가 변동거래의 위탁이나 수탁도 금지하고 있으므로 실제로 거래가 이루어지지 않고 위탁에 그친 경우에도 시세조종이 성립할 수 있다.⁹³⁾ 현실적으로는 시세조종자의 매매거래 전체로 보아 시세조종의 의도로 매매거래를 하는 경우 대부분 시세변동을 수반한다.

그리고 적법한 거래와 위법한 변동거래를 구분하는 1차적 판단기준은 주문 당시 호가 상황에 비추어 경제적 합리성을 결여하였는지 여부이다. 즉, 보다 낮은 가격으로 매수하고 보다 높은 가격으로 매도하여야 함에도 상대호가 대비 고가로 매수주문을 하거나 저가로 매도주문을 하는 행위가 이에 해당한다. 그 밖에 매도호가 또는 매수호가를 전량 소진시키거나 매매체결 의사 없이 고가 또는 저가의 허위주문을 반복하는 행위 등이 있다.

(3) 유인목적

전술한 바와 같이 현실거래에 의한 시세조종은 시세를 변동시키는 거래라는 객관적 요건 외에 타인의 매매거래를 유인할 목적이라는 주관적 요건을 충족하여야 한다. 따라서 시세조종의 고의와 함께 타인의 매매거래를 유인하는 특별한 목적이 존재하여야 한다. 동방아그로 시세조종 사건에서 대법원⁹⁴⁾이 유인목적에 관하여 “인위적인 조작을 가하여 시세를 변동시킴에도 불구하고 투자자에게는 그 시세가 증권시장에서의 자연적인 수요·공급의 원칙에 의하여 형성된 것으로 오인시켜 증권의 매매거래에 끌어들이려는 목적”으로 판시⁹⁵⁾한 이후 오늘날까지 이와 같은 입

91) 대법원 2001.6.26. 선고 99도2282판결.

92) 대법원 2002.6.14. 선고 2002도1256판결; 김건식·정순섭, 『자본시장법』, 제2판(두성사, 2010), 363면; 임재연, 『자본시장법』(박영사, 2009), 796면; 한국증권법학회, 『자본시장법 주석서 I』(박영사, 2009), 924-925면.

93) 김건식·정순섭, 앞의 주 92)의 책, 364면.

94) 대법원 2001.6.26. 선고 99도2282판결 등.

장은 유지되고 있다. 이와 같은 대법원의 견해는 지나치게 '유인'이라는 문언에 집착하여 유인목적에 관하여 '제3자를 매매거래에 끌어들이 목적'임을 강조하고 있다.⁹⁶⁾ 그러나 여기에서의 유인목적은 '유인'이라는 문언 자체에 의미가 있는 것이 아니라 상장증권의 시세를 변동시키는 매매거래가 의도적으로 이루어지는 점을 추상적으로 표현한 것이기 때문에 인위적으로 상장증권의 시세를 조작하고자 하는 목적이라고 할 수 있다.⁹⁷⁾ 이와 같이 해석하지 않으면 자본시장법 제176조 제2항 1호가 금지하고자 하는 행위를 제대로 규제할 수 없다. 왜냐하면 동호는 증권시장의 공정한 가격 형성의 확보라는 일반적·추상적 이익을 보호법익으로 하고 있기 때문이다.⁹⁸⁾

증권거래로 인한 시세변동이 있는 경우 타인의 매매거래를 유인하는 목적이 존재하는 때와 그렇지 않는 때를 비교하면 Fischel과 Ross가 지적하는 바와 같이 외관상 차이가 없거니와 행위자의 매매거래에 의해 이루어진 것인지를 구별하기도 곤란하다. 예컨대, 100주를 거래하더라도 그 주식의 가격에 영향을 미친다는 점을 쉽게 예상할 수 있다고 하여 곧바로 위법한 시세조종이라고 평가할 수 없고, 타인의 주식거래를 유인하는 위법한 목적을 가지고 있는지 여부를 직접 입증하기도 거의 불가능하다. 단순히 거래로 인하여 시세가 변동할 수 있다는 가능성의 인식만으로는 유인 목적을 인정할 수 없다는 점에서는 다툼이 없지만 시세를 변동시킬 목적, 즉 시세의 인위적 조작목적과 유인목적이 반드시 일치하는 것은 아니다.⁹⁹⁾ 이는 미국의

95) 주가 하락으로 인한 손해를 보전하고 담보 부족을 해소하기 위해 변동거래를 인정하였고, 주가를 인위적으로 상승시킨 것은 일반투자자로 하여금 소외회사의 주식이 유망한 것처럼 오인시켜 그 주식의 매매거래에 끌어들이려는 목적에서 비롯되었다고 판시하였다.

96) 리젠트증권 시세조종 사건에서 서울고등법원은 "유가증권시장에서 일반투자자를 오인시켜 유가증권 매매거래를 유인하는 것을 직접 목적으로 하는 경우는 아니더라도 지분매각 또는 유상증자를 원활하게 할 목적으로 시세를 조종하는 과정에서 일반투자자로 하여금 해당 주식이 유망한 것처럼 오인시켜 그 주식의 매매거래를 유인하게 된다는 것도 알 수 있었던 이상 일반투자자의 매매거래를 유인할 목적이 있었다"고 판시(2001노1397)하여, 직접적인 목적이 없더라도 다른 목적이 존재하는 경우에는 유인목적이 있다고 적극적인 자세를 보이고 있다. 반면 대법원은 지분매각 또는 유상증자를 원활하게 할 목적을 직접적인 유인목적으로 판단하였다(대법원 2002.7.26. 선고 2001도4947판결).

97) 藤田觀光株 相場操縦 事件에 관한 동경지방법판소 2003.5.19. 판결(判例タイムズ 817号 221頁); 윤영신, 앞의 주 40)의 논문, 15면, 28면.

98) 시세조종 금지규정의 보호법익은 유가증권시장에서의 거래의 공정성 및 유통의 원활성 확보라는 사회적 법익이고 개인의 재산적 법익은 직접적인 보호법익이 아니다(대법원 2011.1.13. 선고 2010도9927판결; 대법원 2009.4.9. 선고 2009도675판결; 대법원 2002.7.26. 선고 2002도1855판결); 증권시장의 공정성과 이에 대한 투자자들의 신뢰라는 포괄적 법익을 보호하는 것이며, 시세조종의 죄는 증권시장의 가격결정 메커니즘을 위태롭게 하는 추상적 위험범이다. 최영익·이재우, "증권거래법 제188조의4 제4항의 위계의 적용," 『BFL』, 제25호(서울대학교 금융법센터, 2007. 9), 41면.

99) 김건식·정순섭, 앞의 주 92)의 책, 359면.

1934년법 Sec. 9(a)(2)의 제정과정에서 제기된 문제이기도 하다. 이와 같이 주관적 요건으로 유인 목적을 두고 있는 이유는 증권시장에서 다양한 목적의 매매거래가 이루어지고 있는 현실을 고려하여, 비록 시세를 변동시키는 매매거래라고 할지라도 타인의 매매거래를 유인하려는 목적이 없는 거래를 제외하기 위함이다. 다시 말하면, 시세를 변동시키는 매매거래로 인정된다 할지라도 타인의 매매거래를 유인할 가능성이 없고, 타인의 매매거래에 영향을 주지 않으며, 시세를 변동시키는 매매거래를 한 자도 그러한 인식이 없는 경우에는 시세조종이 성립되지 않는다.

그럼에도 불구하고 유인목적은 전술한 바와 같이 시세조종자의 내재적 심리요인으로서 시세조종자의 자백이 존재하지 않는 이상 이를 입증하는 것은 불가능에 가깝다. 타인의 매매거래를 유인하는 목적이라는 주관적 요건에 대하여 시세조종자 자신의 자백이 있는 경우를 제외하고는 객관적인 정황증거에서 주관적 의도를 추정하는 방법 이외에 다른 방법을 찾기 어렵다.¹⁰⁰⁾ 직접증거에 비하면 정황증거는 가치가 떨어진다고 보는 것이 일반적이지만, 자유심증주의하에서는 직접증거와 정황증거의 가치는 법원의 개별적 판단에 달려 있어 이를 구별하는 실익이 거의 없다. 따라서 유인 목적을 입증하기 위해서는 여러 정황증거에서 시세조종자의 의도를 추정하여야 한다.¹⁰¹⁾ 이에 관하여 대법원¹⁰²⁾은 “당사자가 이를 자백하지 않더라도 그 유가증권의 성격과 발행된 유가증권의 총수, 가격 및 거래량의 동향, 전후의 거래상황, 거래의 경제적 합리성과 공정성, 시장관여율의 정도, 지속적인 종가관리 등 거래의 동기와 태양 등의 간접사실을 종합적으로 고려하여 판단할 수 있다”라고 일관되게 판시함으로써 거래의 동기와 태양 등을 종합적으로 고려하여 유인 목적을 폭넓게 인정하는 한편, 유인 목적의 존부는 궁극적으로 법원의 판단에 맡기는 입장을 취하고 있다. 따라서 객관적인 정황증거에 의해 시세조종자의 시세조종 동기가 파악되고, 주문내용이 해당 증권의 가격을 상승 또는 하락시키기 위하여 의도적으로 계산된 경우 등은 유인 목적의 존재가 인정될 수 있을 것이다.

유인 목적의 존재를 추정할 수 있는 대표적인 사례로는 상장증권의 시세변동에

100) 김건식·정순섭, 앞의 주 92)의 책, 360면; 임재연, 앞의 주 92)의 책, 791면; 한국증권법학회, 앞의 주 92)의 책, 919면; 김정만, “시세조종행위의 규제, 증권거래에 관한 제문제(하),” 재판자료 제91집 (법원도서관, 2001), 201-202면; 김정수, 『현대 증권법원론』(박영사, 2002), 720-721면; 서완석, “자본시장법상의 시세조종행위 규제,” 『상사판례연구』, 제22집 제3권(한국상사판례학회, 2009), 233-234면.

101) 김정만, 앞의 주 100)의 논문, 202면.

102) 대법원 2003.12.12. 선고, 2001도606판결; 대법원 2006.5.11. 선고 2003도4320판결 등.

금전적 이해관계(pecuniary interest)가 있는 자가 해당 상장증권의 가격을 변동시키는 경우이다.¹⁰³⁾ 이는 미국의 논의에서 살펴본 바와 같이 SEC와 법원이 일관되게 주장하고 있는 내용이다. 우리나라의 시세조종 사건에서 시세조종의 동기로 판시하고 있는 여러 가지 사실도 결국 금전적 이해관계로 볼 수 있다. 예컨대 보유주식의 고가매도,¹⁰⁴⁾ 원활한 유상증자,¹⁰⁵⁾ 전환사채의 조기상환 유도,¹⁰⁶⁾ 전환사채 발행가의 상승,¹⁰⁷⁾ 사채발행의 원활화,¹⁰⁸⁾ 전환사채 가격조정에 의한 지분희석 방지,¹⁰⁹⁾ 담보권자의 반대매매 방지,¹¹⁰⁾ 영업용순자본비율의 증가,¹¹¹⁾ 합병 반대 주주의 주식매수청구권 행사 최소화¹¹²⁾ 등이 있다. 위와 같은 사례에 대해 유인목적의 요건을 갖추고 있지 않더라도 규제의 형평성 차원에서 시세조종으로 처벌해야 한다는 주장¹¹³⁾은 유인목적이라는 구성요건에 해당되지 않음에도 시세조종의 성립을 인정하는 것으로서 불합리하다. 시세변동과 금전적 이해관계가 결합된 경우에는 시세조종자가 단지 시세조작 목적만이 존재한다고 항변할 수 없기 때문에 유인목적 요건을 이미 충족한다고 이론구성을 하는 것이 보다 합리적이다.¹¹⁴⁾ 요컨대 유인목적의 입증을 위해서는 시세조종자가 해당 상장증권의 시세변동에 금전적 이해관계를 가지고 있다는 사실을 시세조종의 동기로서 명백히 밝혀야 한다. 이러한 시세조종 동기가 입증된 이후 시세조종자가 이에 대하여 특별한 반증을 제시하지 못하면 유인목적의 존재가 인정될 수 있다. 다만, 유인목적에 대한 입증책임의 전환의 예로 제시한 위와 같은 사례는 법원이 그러한 경우에 유인목적이 존재함을 인정한 것이지 입증책

103) Loss, *supra* note 1, at 3986,37-3986,38; 김건식·정순섭, 앞의 주 92)의 책, 359면; 임재연, 앞의 주 92)의 책, 791면; 조효제, 앞의 주 85)의 논문, 82면.

104) 대법원 2002.6.14. 선고 2002도1256판결; 대법원 2007.11.29. 선고 2007도7471판결.

105) 대법원 2002.7.22. 선고 2002도1696판결; 대법원 2002.7.26. 선고 2001도4947판결.

106) 대법원 2006.5.11. 선고 2003도4320판결.

107) 서울지방법원 2000.5.12. 선고 2000고단2008판결.

108) 대법원 2004.1.27. 선고 2003도5915판결.

109) 서울중앙지방법원 2004.4.16. 선고 2004고합261판결.

110) 대법원 2001.6.26. 선고 99도2282판결; 서울중앙지방법원 2006.12.19. 선고 20067고합729판결.

111) 대법원 2003.12.12. 선고 2001도606판결.

112) 서울중앙지방법원 2007.6.22. 선고 2007고합11판결.

113) 김정수, 앞의 주 100)의 책, 723-724면.

114) 구 증권거래법 제188조의4 제4항 1호의 부당한 이득을 얻기 위한 목적은 고의로 허위의 시세 또는 허위의 사실, 기타 풍설을 유포하거나 위계를 쓰는 행위가 있으면 당연히 인정되는 것으로 보아야 하고, 2호의 재산상의 이익을 얻고자 하는 목적도 중요한 사실에 관한 허위표시나 필요사실을 누락하여 재산상 이익을 취득하려는 고의가 있으면 인정될 수 있다. 최영익·이재우, 앞의 주 98)의 논문, 42-43면.

임이 시세조종자에게 곧바로 전환됨을 인정한 것은 아니다.

한편, 유인목적이 인정되는 이상 다른 목적과의 공존 여부, 공존하는 목적과의 주종관계 등은 시세조종의 성립 자체와 직접적인 관계가 없고, 유인목적의 내용에 관한 시세조종자의 인식은 일반 목적법과 같이 목적내용을 실현하려는 적극적·확정적 의도까지는 필요하지 않고 미필적 인식만으로 족하다.¹¹⁵⁾ 유인목적이 존재하기 위해서는 행위자가 시세를 변동시키는 거래를 할 때 해당 거래가 제3자의 투자 판단에 영향을 주어 해당 매매거래에 제3자를 유인할 가능성이 있다는 점을 인식하고 있으면 충분하고, 실제로 제3자가 유인되어 매매거래를 하여야 하는 것은 아니다.¹¹⁶⁾ 예컨대, 자기가 시세를 인위적으로 변동시키는 거래를 하면 결과적으로 시세가 등락하여 다른 투자자의 투자판단에 영향을 주고 매매거래를 유인하리라고 인식하는 것에 불과하더라도 유인목적이 있는 것으로 볼 수 있다.

(4) 변동거래와 유인목적의 관계

전술한 바와 같이 현실거래에 의한 시세조종은 거래압력에 의한 조작과 정보동기에 의한 조작으로 구분하여 설명할 수 있다. 거래압력에 의한 조작의 예로는 종가 결정 시간대에 직전가보다 높은 가격으로 대량 매수주문을 제출하는 경우를 들 수 있다. 이 경우 그 매수주문은 가격우선·시간우선 원칙에 따라 가장 낮은 매도주문과 거래가 체결되어 직전가보다 높은 종가가 형성된다. 행위자는 이와 같은 거래 자체에서 이익을 얻는 대신 해당 종목의 종가를 기준으로 하는 별도의 옵션계약, 신주 발행, 담보가격 등 시장 밖에서 이익을 얻을 수 있다.¹¹⁷⁾ 이 때 타인이 그 증권거래에 유인되는 상황이 아니기 때문에, 다시 말하면 유인목적이 없기 때문에 시세조종으로 처벌할 수 없을 것이다. 다만, 위의 사례와 같이 시장거래로 이익을 얻는 대신 시장 외의 거래로 이익을 얻는다면 자본시장법 제178조 제1항 1호의 사기적 부정거래로 처벌하는 것을 검토할 수 있을 것이다.¹¹⁸⁾

다음으로 정보동기에 의한 조작은 대량의 매수주문을 제출하여 일반투자자의

115) 대법원 2010.7.22. 선고 2009다40547판결; 대법원 2009.4.9. 선고 2009도675판결; 대법원 2007.11.29. 선고 2007도7471판결; 대법원 2006.5.11. 선고 2003도4320판결; 대법원 2003.12.12. 선고 2001도606판결 등; 日本鍛工事件에 관한 東京地方裁判所 1981.12.7. 判決(判例時報 1020号 129頁).

116) 東京地方裁判所 2003.5.19. 判決(判例タイムズ 817号 221頁).

117) 黒沼悦郎, 앞의 주 21)의 책, 160頁.

118) 위의 책, 161-162頁.

매수주문을 유발하도록 거래의 배후에 미공개 중요정보가 있다고 오인하게 하여 자기의 거래에 의한 효과 이상으로 시장가격을 변동시키는 행위이다.¹¹⁹⁾ 현실거래에 의한 시세조종에는 유인목적이 요구되고 있는데, 변동거래가 타인을 해당 거래에 끌어들이는 이유는 거래의 배후에 중요정보가 있다고 오인시키기 때문이다. 정보동기에 의한 조작과 거래압력에 의한 조작의 차이는 타인의 증권거래를 이용하는지 여부이다. 따라서 유인목적의 내용도 타인의 증권거래를 이용하여 자기의 거래만으로는 만들 수 없는 시세변동을 생기게 할 목적이라고 할 수 있다. 이와 같은 입장에서 변동거래는 시세를 변동시킬 가능성이 있는 매매거래로 이해할 수 있지만, 유인목적과 변동거래는 정보동기에 의한 조작의 주관적 측면과 객관적 측면에 지나지 않기 때문에 시세를 변동시키는 인위적인 거래방법을 사용한 경우 유인 목적을 추정할 수 있을 것이다.¹²⁰⁾

현실거래에 의한 시세조종의 위법성을 인정하기 위해서는 적법한 투자활동과 위법한 시세조종을 구별하는 기준이 필요하다. 변동거래라는 거래 외관만으로 적법행위와 위법행위를 구별하는 것은 대량거래만으로 시세가 변동되는 시장현실에 비추어 타당하지 않다. 따라서 변동거래가 시세조종에 해당되는지 여부는 행위자의 유인목적 존재 여부에 달려 있다.¹²¹⁾ 즉, 변동거래라는 객관적 요건은 주관적 요건인 유인목적의 존재를 판단하는데 중요한 역할을 한다. 요컨대 상장증권의 가격변동에 대하여 금전적 이해관계를 가지는 자가 해당 상장증권의 매매거래 과정에서 가격을 상승 또는 하락시키기 위하여 비합리적·비경제적 수단을 사용한 사실이 객관적으로 드러난 경우에는 유인목적이 존재한다고 볼 수 있기 때문에 변동거래와 유인목적은 따로 분리될 수 없고, 항상 서로 결합되어야 하는 필요충분요건이다.

4. 판결에 대한 평가

(1) 이 사건은 2004년 2월 19일 낙아웃 옵션계약의 당사자들이 한미은행 주가가 낙아웃 옵션가격(15,784원)에 근접하는 시장상황(당일 15,000원에서 시작하여 최고 16,000원까지 상승하였고, 낙아웃 가격인 15,784원을 중심으로 등락을 거듭하였다)에 대응

119) 위의 책, 162頁.

120) 위의 책, 163頁.

121) 유인목적은 시세조종의 행위반가치를 구성하는 동시에 변동거래와 같은 행위표지와 결합하여 시세조종의 위법성을 징표하는 기능을 수행한다. 최영익·이재우, 앞의 주 98)의 논문, 43면.

하여 종가결정 무렵에 대량의 매수주문과 매도주문을 각각 제출하여 시세를 조작한 사례이다. 장외에서 옵션계약을 체결한 양 당사자가 거래소시장에서 각각 매수/매도 공방을 벌여 기초자산의 시세변동을 의도한 점, 특정 가격(15,800원의 종가) 이상의 형성과 이하의 형성이라는 서로 대립되는 목표를 위하여 같은 시간대에 시세를 조작한 점, 시세조종 기간이 약 10분 정도에 불과한 점, 이와 같은 매우 짧은 시간에 당시 50%가 넘는 대량의 주문을 제출한 점, 2회의 매수주문과 1회의 매도주문에 대해 각각 변동거래와 유인목적을 인정한 점, 그 밖에 양 당사자 모두에게 유죄판결을 내린 점 등에서 전례가 없던 사건이다.

(2) 이 사건 2004년 2월 19일 甲의 거래현황을 살펴본다. ① 14:46:13 직전가격보다 50원 높은 15,800원×30,000주의 고가매수주문(14:46:16 15,800원에 모두 체결되어 주가를 15,800원으로 상승시킴), ② 14:46:16 15,750원×20,000주 매수주문(14:49:20까지 대한전선이 내놓은 15,750원의 매도주문 물량의 대부분을 소진), ③ 14:46:54 직전가보다 50원 높은 15,800원×10,000주의 고가매수주문(14:47:15 전량 체결되어 주가를 15,800원으로 상승시킴), ④ 14:49:49 직전가보다 50원 높은 15,800원×40,000 고가매수주문(매도호가 잔량 전부를 소진시켜 주가를 15,800원으로 상승시키고, 나머지 37,960주는 동시호가 시간대로 넘어감), ⑤ 14:49:59 15,800원×60,000주 매수주문(동시호가 시간대로 넘어감), ⑥ 14:59:43 예상체결가격이 15,800원에서 15,400원으로 하락한 상황에서 15,800원×930,000주의 고가매수주문을 제출하여 예상체결가격을 15,800원으로 상승시켜 당일 종가를 15,800원으로 형성시켰다. 이 중에서 법원은 ①과 ③, 그리고 ⑥과 같은 직전가격보다 높은 고가매수주문에 대해서만 변동거래로 인정하였다. 甲의 ①, ③, ⑥의 행위는 이 사건 낙아웃 옵션계약상의 낙아웃 가격(15,784원) 이상으로 종가를 형성해야 할 필요가 있었던 상황에서 최소 15,800원으로 가격을 상승시키려는 의도를 가진 직전가보다 높은 고가매수주문이므로 변동거래로 지정한 것은 당연하다. 그런데 ①과 ③의 행위는 매수주문의 시간 차이가 41초에 불과하지만 시시각각으로 변하는 시장상황에서 별도의 매수주문 행위가 구체적으로 존재하였고 또한 시세변동에 영향을 미쳤기 때문에 연속범으로 이해하는 것은 별론으로 하더라도 2개의 변동거래로 보아야 한다고 생각된다. 또한 ②의 행위는 당시 직전가와 같은 가격인 15,750원으로 매수주문을 제출하였지만 동일한 가격의 매도호가 잔량을 전액 소진시켰다는 의미에서 변동거래로 볼 수 있고, ④의 행위 또한 직전가보다 50원 높은

15,800원에 매수주문을 제출하여 종가결정을 위한 동시호가 직전의 시장가격을 15,800원으로 형성하였고, ⑤의 주문은 고가매수주문은 아니지만 시세를 15,800원으로 유지시키는 주문이고, 나아가 체결되지 않은 매수호가 잔량을 취소 또는 정정하지 아니하고 동시호가 시간대로 유지시켰기 때문에 변동거래로 볼 수 있다.¹²²⁾ 요컨대 일련의 행위가 이어진 경우 전체적으로 그 행위로 인하여 시세를 변동시킬 가능성이 있으면 충분하기 때문에 ②, ④, ⑤의 행위도 당일 동시호가 시간대 전후의 甲의 전체 행위에 비추어 변동거래로 보아야 한다고 생각된다.

한편, 이 사건 2004년 2월 19일 乙의 거래현황을 살펴본다. ① 14:26:59~14:49:17 직전가보다 50원 낮은 15,750원×70,280주 저가매도주문(15,750원에 전량 체결), ② 14:56:52 예상체결가격이 15,950원인 상황에서 15,700원×80,720주 저가매도주문(예상체결가격을 15,800원으로 하락시킴), ③ 14:59:37 예상체결가격이 15,800원인 상황에서 350,000주를 시장가(하한가인 12,500원을 의미)로 저가매도주문을 제출하여 예상체결가격을 15,300원으로 하락시켰다. 이 중 법원은 ③의 행위만을 변동거래로 인정하였다. ③의 행위는 종가를 인위적으로 낮추기 위하여 예상체결가격보다 3,300원 낮은 가격으로 매도주문을 제출한 것이므로, 설령 의도한 가격대로 종가를 형성시키지 못하였지만 변동거래로 지적한 점은 타당하다. 다시 말하면 당초 의도와 달리 매매계약이 성립되지 않았더라도 그 매도주문만으로도 증권의 가격을 변동시킬 수 있으므로, 시장에서 주문을 제출하는 것만으로도 기수에 이르기 때문이다.¹²³⁾ 또한, 단 1회의 주문만으로도 시세조종의 성립을 인정한 점도 타당하다.¹²⁴⁾ 그러나 ①의 행위는 비록 종가결정을 위한 동시호가 시간대는 아니지만 동시호가의 기준이 될 수 있는 동시호가 시간 직전에 이루어진 저가 매도주문이고, 설령 매도 주문가격보다 50원 높은 가격으로 체결되었지만 인위적으로 가격하락을 의도한 행위는 주문시점에서 기수¹²⁵⁾가 된다는 점에서 변동거래로 볼 수 있고, ②의 행위 또한 당시 예

122) “매매계약의 체결에 이르지 아니한 매수청약 또는 매수주문이라 하더라도 그것이 유가증권의 가격을 상승 또는 하락시키는 효과를 가지고 제3자에 의한 유가증권의 매매거래를 유인하는 성질을 가지는 이상 유가증권의 매매거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 그 시세를 변동시키는 매매거래에 해당한다”고 판시하였다(대법원 2002.6.14. 선고 2002도1256판결).

123) 김정만, 앞의 주 100)의 논문, 219면.

124) 임재연, 앞의 주 92)의 책, 794면; 김정수, 앞의 주 100)의 책, 722면; 김정만, 앞의 주 100)의 논문, 217면. 반면에 사실상 일련의 거래로 이루어지지 않는 경우는 거의 생각하기 어렵다는 견해도 있다(김진식·정순섭, 앞의 책, 362면; 조효제, 앞의 논문, 86면); 일본 금융청의 『증권법령해석사례집』에 의하면 한 번에 대량의 주문을 제출한 경우에도 시장상황, 주문수량, 주문시각에 따라서는 시세를 변동시킬 수 있기 때문에 인위적인 시세조종에 해당된다고 한다.

상체결가격 15,950원보다 200원 낮은 가격으로 제출한 매도주문이고, 그로 인하여 예상체결가격을 원래 의도한 가격만큼은 하락시키지 못하였지만 체결가격을 15,950원에서 15,800원으로 하락시켰다는 점에서 ③의 행위와 다를 바 없고, 이 판결에서 실시하는 바와 같이 “예상체결가격과 같은 가격에 매수주문을 한 경우에도 그 주문으로 인하여 예상체결가격이 상승하지 않을 뿐 예상체결수량을 증가시키거나 매수호가 잔량을 증가시켜 일반투자자로 하여금 매수세가 유입되는 것으로 오인하게 할 수 있다”는 점에서 변동거래에 해당된다고 볼 수 있다. 요컨대 ③뿐만 아니라 ①, ② 모두 낙아웃 가격(15,784원) 이상인 15,800원으로 종가가 형성되는 것을 방지하려는 단일한 의도하에 乙에 의해 이루어진 것이므로 일련의 매도주문 행위 전체에 비추어 볼 때 변동거래에 해당된다고 생각된다.

(3) 甲의 유인목적 존재에 관하여 법원은 “유인목적의 입증은 객관적인 정황증거로부터 추정할 수밖에 없다”는 점을 전제로, 동시호가 시간대에 乙의 대량 매도주문(35만주)으로 기초자산인 한미은행 주가가 낙아웃 가격 이하로 하락할 것이라는 점을 예상하여 乙보다 많은 대량의 매수주문(93만주)을 제출함으로써 낙아웃 가격(15,784원) 이상으로 종가를 형성시킬 필요성이 있는 점, 이로 인하여 종가가 낙아웃 가격 이상으로 형성될 경우 乙에게 지급할 금액[(2004. 6. 26일 이전 20영업일 동안의 종가 평균가격-7,892원) × 2,850,370주: 약 226억원 추정을 면하게 되는 점, 종가결정 시간대에 공신력 있는 외국계 증권회사에서 일시적으로 대량의 매수주문을 제출할 경우 투자자는 한미은행 주식의 매매거래가 성황을 이루고 있는 것으로 오인하여 상한가로 주문을 제출하는 등 다른 사람의 매매거래를 유인할 가능성이 있고, 甲도 이러한 사정을 인식할 수 있었다고 보이는 점 등을 종합적으로 고려하여 유인목적이 존재하였다고 판단하였다. 그러나 甲이 타인의 매매거래를 유인하고자 하였던 의도는 그 어디에도 명시적으로 나타나 있지 않기 때문에 변동거래 요건을 충족하고 있는 이상 甲의 매수동기¹²⁶⁾를 적극적으로 부각시킬 필요가 있다. 즉, 낙아웃 옵션계약상 낙아웃 가격 이상인 15,800원 또는 낙아웃 가격 이하인 15,750원으로 한미은행

125) 매매계약이 성립되지 않더라도 매매주문만으로도 상장증권의 가격을 변동시킬 수 있다. 김정만, 앞의 주 98)의 논문, 219면.

126) 법원은 甲에게 short position을 청산할 의도가 있었지만, 헤지거래는 기초자산의 공정한 가격형성에 영향을 주지 않는 범위 내에서 이루어져야 하기 때문에 시장충격을 완화하려는 조치를 취하지 않은 점을 지적하고 오히려 낙아웃 옵션계약에 의한 이익을 증시하였다.

주식의 종가가 결정됨에 따라 甲과 乙의 금전적 이해관계가 첨예하게 갈리기 때문에 이 점이 가장 유력한 정황증거이고, 이로써 유인목적이 존재하였다는 점을 적극적으로 판단할 필요가 있다고 생각된다. 왜냐하면 甲과 乙이 경제적 합리성을 결여한 비정상적인 주문을 제출한 것은, 甲의 경우 당일 형성될 종가가 15,800원 이상이면 옵션계약의 해지로 인하여 乙에게 지급해야 할 상당한 금액(226억원 추정)의 지급을 면하는 대신 乙에게 7억원의 리베이트를 지급할 뿐이므로 이후 甲은 7,930원으로 매수한 한미은행 주식 2,859,370주를 임의로 매도하여 차익을 실현할 수 있었고, 乙의 경우 당일 낙아웃이 되지 않고 또한 만기까지 한미은행 종가가 7,892원 내지 15,784원을 계속적으로 유지하였다면 만기일에 콜옵션을 행사하여 [(만기일 종가 - 7,892원) × 2,859,370주의 금액: 최대 226억원 추정에 상당하는 차익을 실현할 수 있었기 때문이다.

또한 법원이 “대량 매수(도) 주문으로 인해 다음 날에도 주식시장에서 일반투자자의 매매거래를 유인할 개연성이 있는 점”을 유인목적의 인정근거로 들고 있는 것은 당일 종가 또는 종가결정의 주문상황이 다음 날 시초가 결정에 중대한 영향을 미친다는 점에서 의의가 있지만, 이 역시 ‘유인’이라는 문언에 집착한 때문이 아닌가 생각된다. 전술한 바와 같이 유인목적은 투자자를 거래에 끌어들인다는 의미의 유인이라는 용어 자체에 한정할 것이 아니라, 변동거래를 이용하는 행위를 규제하기 위한 목적요건으로 해석되어야 한다. 이 사건 당시 甲은 대량의 고가매수주문을 통하여 乙이 제출한 또는 제출하려는 대량의 저가매도주문을 극복함으로써 종가를 15,800원 이상으로 형성하려는 시세조작 목적을 가지고 있었던 반면, 乙은 대량의 저가매도주문을 통하여 甲이 제출한 대량의 고가매수주문을 극복함으로써 종가를 15,750원 이하로 형성하려는 시세조작 목적을 가지고 있었다고 볼 수 있기 때문에 다른 투자자의 매매거래를 유인할 의도를 가지고 비정상적인 주문을 제출하였다고 단정하기 어려운 측면이 없지 않다. 물론 유인목적의 존재는 해당 매매거래에 투자자를 유인할 가능성이 있으면 충분하고 결과적으로 투자자가 유인되어 해당 매매거래를 하여야 하는 것은 아니기 때문에 시세조종의 성립을 방해하는 것은 아니지만 굳이 위와 같이 적극적으로 설시할 필요가 있는지는 의문이다. 오히려 시세조작 목적의 변동거래는 인정하면서 유인목적이 없었다는 주장에 대하여 유인목적의 입증이 어렵다고 한다면, 이 사건 낙아웃 옵션계약에서 부당한 이익을 얻을 목적으로 기초자산의 시세를 인위적으로 변동시키는 행위를 하였다고 보아 구 증권거래법 제

188조의4 제4항 1호의 위계에 의한 사기적 부정거래를 적용할 수도 있을 것이다. 위계에는 사기죄에서의 기망과 달리 동조 제1항부터 제3항까지의 특별한 유형의 시세조종도 포함되기 때문이다.¹²⁷⁾

한편, 법원은 “... 공신력 있는 외국계 증권회사가 대량 매수주문을 제출할 경우 일반투자자 입장에서 한미은행 주식의 매매거래가 성황을 이루고 있는 것으로 오인하여 ...”라고 판시하여 한미은행 주식에 호재성 재료가 있는 것처럼 오인하게 하는 정보동기에 의한 시세변동을 암시하고 있다. 그럼에도 불구하고 이 사건 甲과 乙의 비정상적인 주문이 종가결정 주문수량의 50% 이상을 차지하고, 직전 3일간의 종가 평균거래량 약 66,000주보다 5배 내지 14배 많은 93만주(甲), 35만주(乙)의 대량주문을 제출한 점에 비추어 거래압력에 의한 시세변동을 의도한 것으로 볼 수도 있다. 다시 말하면 거래소시장에서의 甲과 乙의 주문은 당일 한미은행 주식의 종가를 조작하기 위한 것에 불과할 뿐, 해당 매매거래로 인하여 직접적인 시세차익을 얻지도 않았고 타인의 매매거래를 유인할 의도도 전혀 없었다는 주장이 가능하다. 그러나 이 사건 판결에서 보는 바와 같이 사건 당일 甲과 乙의 시세변동의 동기는 장외에서의 낙아웃 옵션계약의 조건을 성취 또는 방해하려는 점이 분명하므로 이와 같은 동기가 변동거래와 결부되어 있기 때문에 유인목적의 요건을 충족하고 있는 것으로 보아야 한다. 따라서 甲과 乙의 변동거래가 당일 또는 익일에 타인의 매매거래를 유인하려는 직접적인 목적을 가지고 이루어진 것이라기보다는 금전적 이해관계를 둘러싸고 낙아웃 가격을 상승 또는 하락시키기 위해서 치열한 공방을 벌인 것으로 보아야 하기 때문에 금전적 이해관계의 존재라는 간접적 목적의 입증에 더욱 중점을 두어야 할 것으로 생각된다.

(4) 법원은 “매매거래를 유인할 목적은 다른 목적과의 공존 여부나 어느 목적이 주된 것인지는 문제되지 아니하고 목적에 대한 인식의 정도도 미필적 인식으로 충분한 것”이라는 점을 전제로 “종가를 15,800원으로 형성시키거나 더 낮게 형성시키고자 했던 거래의 동기, 일반투자자의 매매거래를 유인할 가능성과 그런 사정에 대한 인식, 그리고 다음 날 일반투자자의 매매거래를 유인할 개연성”에 비추어 유인목적이 있다고 판단하는 한편, “변동거래는 본래 정상적인 수요·공급에 따라 자유경쟁시장에서 형성될 시세 및 거래량을 시장요인에 의하지 아니한 다른 요인으로

127) 최영익·이재우, 앞의 주 98)의 논문, 50면.

인위적으로 변동시킬 가능성이 있는 거래를 말하는 것일 뿐 그로 인하여 실제로 시세가 변동될 필요가 없다”는 점을 전제로 ‘낙아웃 가격 이상 또는 이하의 가격으로 변동시킬 의도를 가지고 주문을 제출’한 점에 비추어 변동거래에 해당된다고 판시하였다. 이와 같은 법원의 태도에 비추어 유인목적과 변동거래에 대해 판단한 것은 현실거래에 의한 시세조종의 위법성을 변동거래보다는 유인목적에 중점을 두고 있는 것으로 보인다. 이는 변동거래의 요건에 대하여 시세를 변동시킬 가능성이 있는 거래라고 판시한 점과 부합된다고 할 수 있다. 따라서 (2)에서 기술한 바와 같이 시세를 변동시킬 가능성이 있는 주문행위를 변동거래로 볼 수 있다고 생각된다.¹²⁸⁾

(5) 이 사건 위반행위로 얻은 이익(또는 회피한 손실)금액에 관하여 살펴본다. 법원은 무죄부분의 판단에서 “甲이 낙아웃 옵션계약 기간 동안 델타헤지¹²⁹⁾거래를 통하여 얻은 이익금 약 15억원 상당은 낙아웃 옵션계약상 발생하는 이익일 뿐 시세조종으로 인한 이익이라 할 수 없고, 달리 위반행위로 얻은 이익을 산정할 근거가 없다”고 하였다. 이는 甲이 공매도 수량을 청산하기 위한 헤지거래로 인한 매매이익을 시세조종으로 얻은 이익(이하 ‘부당이익’이라 한다)으로 간주한 것에 대한 판단으로 보인다. 시세조종에 대한 가중처벌 구성요건(제443조)은 형사처벌의 법정형에 관한 것으로 위반행위와 직접적인 이해관계가 있는 이익금액을 박탈하거나 손해배상 범위를 정하려는 것이 아니므로 위반행위와 직접적인 인과관계가 있는 이익금액만을 산정할 필요가 없다.¹³⁰⁾ 법원은 甲의 시세조종 동기에 대하여 93만주의 공매도 수량을 청산하기 위한 것이라기보다는 공매도 수량 이상의 고가매수 주문수량으로 옵션계약상의 낙아웃 조건을 성취함으로써 乙의 콜옵션 행사를 저지하기 위한 것으로 보아 시세조종을 인정한 것이다.¹³¹⁾ 가사 델타헤지의 원칙에 따라 공매도 수량을

128) 이론상 명백한 유인목적이 인정되는데도 매수방법이 인위적이지 않는 경우와 유인목적이 전혀 없으나 인위적인 매수방법을 사용한 경우에 시세조종의 위법성을 유인목적에서 찾는 견해에 의하면 전자는 유죄, 후자는 무죄가 될 것이다. 김정만, 앞의 주 100)의 논문, 212면.

129) 델타란 기초자산의 가격변동에 따른 옵션의 가치변화분을 말하고, 델타헤지란 포트폴리오 전체의 델타를 0(zero)으로 만들어 줌으로써 전체 포트폴리오의 가치를 일정하게 유지하는 과정을 말한다.

130) 헌법재판소 2003.9.25. 선고 2002헌바69·2003헌바41(병합)결정.

131) 헤지거래로 보아 시세조종이 아니라는 주장이 있을 수 있겠지만, 헤지거래를 하는 상황이라도 가격 상승이 거의 확실시되는 매수주문을 반복적으로 하거나 오버헤지가 이루어지는 등 시장상황, 주문수량, 주문시각에 비추어 인위적인 가격형성 목적의 거래로 볼 수 있다(일본 금융청, 『증권법령해석사례집』; 증권회사가 기관투자자와 장래 특정일의 종가로 매매하기로 약정한 상황에서 그 특정일 종가무렵에 대량의 주문을 제출한 사건에 대하여 금융청은 위와 같은 유권해석을 내리고, 2003년 3월 18일 ‘引値保證取引等への對應’을 발표하였으며, 동경증권거래소주자규제법인 2008년 6월

청산할 동기가 있었다¹³²⁾고 하더라도 그러한 동기가 유인목적의 근거가 되는 옵션 계약상의 낙아웃 조건을 성취하려는 동기를 배제할 수 없으며, 유인목적은 다른 목적과의 공존 여부나 어느 목적이 주된 것인지는 문제되지 아니하므로 위 두 가지 동기 모두 유인목적의 인정근거가 된다. 즉, 공매도포지션을 청산하기 위한 고가매수나 옵션계약상의 낙아웃 조건을 성취하기 위한 고가매수를 동일한 시세조종으로 인정한 이상 이와 같은 두 가지 동기로 얻은 이익 또는 회피한 손실금액을 부당이익으로 고려할 수 있다. 설령 甲이 헤지거래로 얻은 이익을 부당이익으로 보지 아니하더라도,¹³³⁾ 이 사건 시세조종으로 옵션계약상의 낙아웃 조건을 성취하여 乙의 콜 옵션 행사를 방해함으로써 乙에 대한 지급의무를 면하게 될 금액은 시세조종과 직접적인 인과관계가 있는 부당이익으로 볼 수 있다. 그렇다면 위와 같은 부당이익은 어떻게 산정할 수 있는가의 문제가 있다.¹³⁴⁾ 증권시장에서의 부당이익은 일반적으로 인위적인 시세조작이 없었던 경우를 가정하여 증권시장에서 자유롭게 형성된 정상시세를 기준으로 산정할 수 있다.¹³⁵⁾ 이와 같은 산정방법에 따라 이 사건 부당이익을 산정할 때에는 2004. 2. 19일 甲의 시세조종이 없었다면 이 사건 옵션계약상의 낙아웃 조건이 성취되었는지, 아니면 성취되지 아니하고 완료되었는가를 추적할 필요가 있다. 2004년 2월 19일 사건 당일 시세조종이 없었다면 옵션계약상의 낙아웃 조건이 성취될 수 없었고,¹³⁶⁾ 또한 이후 옵션계약 만기일까지 실제로 시세조종이 있었다고 볼 수 없는 상황에서 한미은행 종가가 낙아웃 조건인 15,750원을 초과하지 않았기 때문에, 옵션계약에 따라 乙은 15,347.5원(2004. 6. 28. 만기일 이전 20영업일 동안의 한미은행 주식 종가산술평균가격)으로 콜옵션을 행사할 수 있었을 것이다.

20일 ‘引値保證取引等に関するガイドライン’을 제정하였다).

132) 공매도 수량을 청산하기 위한 고가매수에 대하여, 기초자산의 공정한 가격형성에 영향을 주지 않는 범위 내에서 이루어져야 한다는 점에서 변동거래를 인정하였다.

133) A사는 D사로부터 매수한 주식을 이미 처분하였고, 오히려 공매도포지션을 가지고 있었다.

134) 처벌법규의 입법목적이나 그 전체적 내용, 구조 등을 살펴보면 사물의 변별능력을 제대로 갖춘 일반인의 이해와 판단으로써 그의 구성요건에 해당하는 행위유형을 정형화하거나 한정할 합리적 해석기준을 찾을 수 있다면 죄형법정주의가 요구하는 형벌법규의 명확성의 원칙에 반하지 않는다(대법원 2002.7.26. 선고 2002도1855판결).

135) 시세조종으로 인한 손해배상액 산정방식으로 현실지출방식(out of pocket)을 많이 사용하고 있는데, 이 산정방식의 특징은 시세조종이 없었다는 전제 하에 진정한 증권의 가치를 가정적으로 계산한다.

136) 2004. 2. 20일 장중에 최고 16,300원까지 상승하다가 15,800원으로 종가가 형성되었고, 그 다음 날인 2. 23일 주가가 하락하여 15,000원으로 종가가 형성되었다. 시세조종으로 인한 부당이익을 산정할 때 해당 시세조종 종료 이후 형성된 최저가를 시세조종이 없었던 경우의 시장가격으로 본다. 따라서 시세조종 다음 날 형성된 종가 15,800원은 시세조종의 영향을 받은 것으로 볼 수 있다.

이에 따라 乙이 콜옵션을 행사하는 경우 甲은 약 213억원[(15,348원-7,892원)×2,859,370주]을 乙에게 지급해야 할 의무를 부담하게 된다. 요컨대 甲은 시세조종으로 인하여 약 213억원의 지급의무를 면하는 부당이익을 얻었다고 볼 수 있다.

IV. 맺음말

현실거래에 의한 시세조종 금지규정은 증권시장에서 일반적으로 발생하는 시세조종에 대한 강력한 규제장치로써 기능하고 있다. 미국의 1934년법 Sec. 9(a)(2)의 입법과정에서 적법한 거래와 위법한 시세조종을 구별하기 위한 기준으로 유인목적 요건을 마련함에 따라 유인목적의 해석과 적용에 관하여 다양한 논의가 있었다. 즉, 증권시장에서 합법적인 투자활동을 위축시키지 않으면서 시장의 완전성(integrity)을 침해하는 거래를 규제하기 위해서는 유인목적의 입증을 어느 정도의 수준에서 인정할 것인지의 여부가 핵심적인 문제였다.

우리나라 대법원은 변동거래 요건보다 유인목적 요건에 중점을 두고, 변동거래에 관하여 시세가 변동될 가능성이 있는 거래로 넓게 해석하는 한편, 유인목적에 관하여 변동거래에 의한 인위적인 시세가 자연적인 수급에 의해 형성된 것으로 오인시켜 타인을 거래에 끌어들이려는 목적으로 해석하고 있다. 시세조종을 금지하는 취지가 시장의 공정성 확보라는 추상적 이익을 보호법익으로 하고 있기 때문에 현실거래에 의한 시세조종 요건은 추상적 위험범의 법리를 바탕으로 해석하여야 한다고 생각된다. 특히 유인목적은 시세조종자의 의도적인 변동거래를 추상적으로 표현한 것이므로 유인이라는 문언에 지나치게 집착할 필요가 없다고 본다. 그렇다고 시장의 완전성을 해치는 모든 행위를 규제하는 것은 자칫 적법한 투자활동을 위축시킬 우려가 있기 때문에 유인목적 요건을 단순한 시세조작 목적으로 해석하지 않고, 시세조종자의 시세조작 목적과 시세변동에 따른 금전적 이해관계가 결합된 경우 유인목적이 존재한다고 본다.

이와 같은 관점에서 이 사건 판례는 유인이라는 문언에 치중하고 있고, 시세조종의 동기로서 변동거래에 따른 금전적 이해관계에 대하여 적극적으로 평가하지 않았고, 또한 시세를 변동시킬 가능성이 있는 일부의 거래에 대해서도 대법원이 실시한 바와 달리 변동거래에 포함시키지 않았다는 비판이 있을 수 있다. 나아가 가중처

별 요건인 부당이익을 산정함에 있어서 계약상의 권리에 기한 이익(contract-based profit)이 아니라, 거래로 인한 직접적인 이익(trade-based profit)만을 고려한 것은 아닌가라는 의문이 있다.

앞으로 전개될 항소심이나 상고심의 판단을 지켜보아야 할 것이지만, 이 사건 판결은 극히 짧은 시간 동안 1~2회의 주문에 대하여 변동거래는 물론 유인목적이 있는 시세조종으로 간주하여 유죄판결을 내린 점은 자본시장법 제176조 제2항의 현실 거래에 의한 시세조종 금지규정의 해석과 적용에 시사하는 바가 크다고 생각된다.

■ 참고문헌

- 금융감독원, 『자본시장 불공정거래 판례분석』(2009).
 금융감독위원회, 『증권시장 불공정거래 판례집』(2002).
 김건식·정순섭, 『자본시장법』, 제2판(두성사, 2010).
 김정만, “시세조종행위의 규제,” 『증권거래에 관한 제문제(하)』, 재판자료 제91집(법원도서관, 2001).
 김정수, 『현대 증권법원론』(박영사, 2002년).
 서완석, “자본시장법상의 시세조종행위 규제,” 『상사판례연구』, 제22집 제3권(한국상사판례학회, 2009).
 윤영신, “현실거래에 의한 시세조종,” 『증권법연구』, 제2권 제1호(한국증권법학회, 2001).
 임재연, 『자본시장법』(박영사, 2009).
 조효제, “증권거래법상 시세조종행위 규제에 관한 연구,” 고려대학교 대학원 석사학위논문(2004).
 최영익·이재우, “증권거래법 제188조의4 제4항의 위계의 적용,” 『BFL』, 제25호(서울대학교 금융법센터, 2007. 9).
 한국증권법학회, 『자본시장법 주석서 I』(박영사, 2009).

Daniel R. Fischel · David J. Ross, “Should the Law Prohibit Manipulation in Financial Market?” 105 *Harv. L. Rev.* 503(1991).

Deepa Nayini, “The Toxic Convertible: Establishing Manipulation in the wake of Short Sale,” 54 *Emory L. J.* 721(2005).

Lewis D. Lowenfels, “Section 9(a)(1) and 9(a)(2) of the Securities Exchange Act of 1934: Analysis of Two Important Anti-Manipulative Provision under the Federal Securities Laws,” 85 *Nw. U. L. Rev.* 698(1991).

Louis Loss & Joel Seligman, *Securities Regulation*, Vol VIII(3rd ed., 2004).

_____, *Fundamentals of Securities Regulation* (5th ed., 2004).

Norman S. Poser, “Stock Market Manipulation and Corporate Control Transaction,” 40 *U. Miami L. Rev.* 671(1986).

- Steve Thel, "Regulation of Manipulation Under Section 10(b): Securities and Text of the Securities Exchange Act of 1934," 1988 *Colum. L. Rev.* 359(1988).
- 加賀讓治, "英米法における相場操縦規制の展開 - 英法上の相場操縦規制と自由市場概念," 『國際商事法務』, Vol. 22, No. 11(1994).
- _____, "英米法における相場操縦規制の展開 - 相場操縦規制と誘引目的," 『國際商事法務』, Vol. 24, No. 6(1996).
- 今川嘉文, 『相場操縦規制の法理』(信山社, 2001).
- 吉川 満, "米國における相場操縦規制(2)," 『商事法務』, No. 1159(1988. 9. 25).
- 神崎克郎, "判例からみた相場操縦の禁止の検討," 『商事法務』, No. 1263(1991. 10. 5).
- _____, "藤田觀光株事件の法的検討," 『商事法務』, No. 1332(1993. 9. 15).
- _____, "協同飼料事件の最高裁決定," 『商事法務』, No. 1366(1994. 9. 15).
- 神田秀樹・神作裕之・大崎貞和・松尾直彦 編著, 『金商法 實務ケースブック(I 判例編)』(商事法務, 2008).
- 證券取引監視委員會, "米國における相場操縦的行為の現状," 『商事法務』, No. 1288(1992. 6. 15).
- 黒沼悦郎, 『證券市場の機能と不公正取引の規制』(有斐閣, 2002).
- 黒川弘務, "相場操縦罪(變動操作)における誘引目的および變動取引の意義," 『商事法務』, No. 1342 (1993. 12. 25).

The Transaction to Change the Market Price and the Purpose of Inducing Others to trade as a Requirement of Manipulation

Park, Im Chool

ABSTRACT

The provision to prohibit the manipulation through actual trading is a strong legal and regulatory devices against market manipulation in the securities market. The important configuration requirements of this provision is the transaction to change the market price and the purpose of inducing others to trade. The Supreme Court focused on the purpose of inducing others to trade, rather than the transaction to change the market price to distinguish the illegal manipulation from the legitimate transaction. The Supreme Court interpreted that the purpose of inducing others to trade means making the artificial price caused by the transaction to change the market price misunderstood as the market price based on the natural forces of supply and demand in order to induce others to trade, while the transaction to change the market price is interpreted broadly as the transaction with possibility of changing market price.

I think that configuration requirements of manipulation through actual trading should be interpreted based on the legal principle of an abstract endangering offence because the intent of the prohibition of market manipulation is maintaining a fair market, which is the abstract interest, as the protection of legal interests. Since the purpose of inducing others is especially the expression of the willful transaction to change the market price of the manipulator, it may not be necessary to focus too much on the word of inducing. Instead, the purpose of inducing others would be found if the purpose of raising or depressing the price of manipulator and the substantial pecuniary interest on the change of market prices are found jointly.

The Court arrived at the conviction that there was the manipulation through actual trading in the case that parties related to the knock-out option agreement who had different pecuniary interests on the price formation at the particular price manipulated the closing price. This judgement suggested the interpretation and application of the manipulation through actual trading by deciding that one or two orders within the short period of time is not only the transaction to change the market price but also the market manipulation with the purpose of inducing others. However, it somehow focused on the word of inducing, and did not evaluate substantially the pecuniary interest on the transaction to change the market price and did not include some transactions with possibility of changing market price as the transaction to change the market price.

Key Words: manipulation through actual trading, the transaction to change the market price, the purpose of inducing others to trade, Financial Investment Services and Capital Markets Act, pecuniary interest