

# 현실매매에 의한 시세조종행위의 성립요건에 관한 고찰

— 서울중앙지방법원 2011.1.28. 선고 2010고합11판결을 중심으로 —

남궁주현

(국방부 송무TF팀/군법무관)

## 【초 록】

자본시장법 제176조 제2항 제1호의 현실매매에 의한 시세조종행위는 여러 유형의 시세조종행위 중 가장 빈번하게 일어나는 유형 중의 하나이다. 그러므로 투자자를 보호하고 건전한 시장거래 질서를 확립하기 위하여 현실매매에 의한 시세조종행위를 철저히 규제해야만 한다. 그러나 시세조종이 현실거래에 의하여 이루어진다는 점에서 정상적인 거래와 구별하는 것이 어렵기 때문에 이를 적극적으로 규제할 경우 정당한 거래를 위축시키는 문제점이 있다.

또 미국과 일본에서는 현실매매에 의한 시세조종행위가 성립하기 위해서 시세조종행위가 ‘일련의 거래’ 과정에서 발생한 것임을 요건으로 하고 있는데 반하여, 자본시장법에서는 단순히 ‘매매’라고만 규정하여 이에 관한 해석이 문제되었는데, 최근 선고된 하급심 판결에서 1회의 매도행위로 주식의 가격을 하락시킨 행위에 관하여 명시적으로 현실매매에 의한 시세조종행위성을 인정한 바 있다. 이 사건에서 행위자는 단일매매임을 이유로 현실매매에 의한 시세조종행위의 성립요건인 ‘매매거래를 유인할 목적’과 ‘시세를 변동시키는 매매거래’에 해당하지 않는다고 주장하였으나 법원은 이를 인정하지 않았다.

현실매매에 의한 시세조종행위는 ‘매매를 유인할 목적으로 시세를 변동시키는 행위’

만 존재하면 성립할 수 있기 때문에 상장증권의 대량매도를 통한 연계시세조종행위에 의하여 상장증권의 가격이 변동하는 경우에도 주식의 매도행위 자체를 단독 시세조종으로 볼 여지가 있다. 뿐만 아니라 자본시장법상 연계시세조종행위 규제대상이 되지 않는 비상장증권인 ELS(Equity Linked Securities)와 기초자산인 상장증권 사이의 연계시세조종행위에 대해서도 상장증권만을 분리하여 현실매매에 의한 시세조종행위로 구성하여 처벌할 수 있는지 문제된다.

위와 같은 문제들은 결국 자본시장법상 현실매매에 의한 시세조종행위의 요건 중 주관적 요건인 ‘매매를 유인할 목적’의 해석에 관한 논의로 귀결된다. 현실매매에 의한 시세조종행위가 실제로 가장 빈번하게 발생하는 시세조종의 유형임에도 불구하고 입증이 매우 어려운 ‘매매를 유인할 목적’이라는 주관적 요건으로 인하여 우리나라 시세조종규제의 적용 가능성이 제한된다고 비판하는 견해도 있으나, 이를 삭제할 경우 정상적인 거래와 현실매매에 의한 시세조종행위의 경계선이 모호해져 정상적인 거래의 위축을 초래할 수 있다는 점에서 그 존재를 무시할 수 없는 상황이다.

따라서 현실매매에 의한 시세조종행위에 관한 규정을 이용하여 시세조종행위를 적절하게 규제하되, ‘매매를 유인할 목적’의 요건이 이미 규정되어 있는 이상 이를 삭제하는 것보다는 그 의미를 구체적으로 탐색하고 객관적인 해석론을 전개함으로써 정상적으로 주식거래를 행한 선량한 투자자가 예상하지 못한 사정으로 인하여 시세조종행위자로 규제되는 일이 발생하지 않도록 해야 할 것이다.

---

주제어: 현실매매에 의한 시세조종행위 / 정상적인 거래 / 일련의 거래 / 단일매매 / 연계시세조종행위 / 매매를 유인할 목적 / 시세를 변동시키는 매매

논문투고일: 2011. 7. 4 / 논문심사일: 2011. 7. 25 / 게재확정일: 2011. 8. 5

## 【차 례】

I. 서 론	2. 요 건
II. 미국 및 일본에서의 현실매매에 의한 시세조종행위	IV. 자본시장법 제176조 제2항의 '매매를 유인할 목적'의 필요성 여부
1. 미국의 1934년 증권법 § 9(a)(2)	1. 문제점
2. 일본의 금융상품거래법 제159조 제2항 제1호	2. '매매를 유인할 목적'의 삭제론
III. 자본시장법상 현실매매에 의한 시세조종행위	3. '매매를 유인할 목적'의 존치론
1. 제176조 제2항 제1호	4. 검 토
	V. 결 론

## I. 서 론

소위 주가조작이라는 이름으로 시장에서는 다양한 모습의 시세조종이 행해지고 있다. 이러한 시세조종행위를 방지하기 위하여 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 '자본시장법'이라 한다) 제176조는 위장거래에 의한 시세조종행위(제1항), 허위표시에 의한 시세조종행위(제2항), 시세의 고정·안정행위(제3항), 연계시세조종행위(제4항) 등을 별도로 규정하여 시세조종행위를 규제하고 있다. 시세조종행위의 가장 일반적인 동기는 보유하거나 매집중인 증권의 가격을 인위적으로 상승시킨 후 일반투자자에게 매도하여 차익을 얻는 것<sup>1)</sup>인데, 이를 반영하듯 실제로 가장 빈번하게 발생하는 시세조종행위 역시 현실매매에 의한 시세조종행위(제2항 본문 및 제1호)이다.

현실매매에 의한 시세조종행위는 형식적으로는 정상적인 거래에 의하여 증권 등을 매매하는 것처럼 보이지만 실질적으로는 매매가 성황을 이루고 있는 것처럼 잘못 알게 하거나, 그 시세를 변동시키는 매매행위를 통하여 증권 등의 가격을 인위적으로 조작하는 행위를 말한다. 이러한 시세조종행위는 수요·공급의 원칙에 의한 증권 등의 가격결정이라는 기본원리를 무너뜨리고 시장질서를 교란하므로 반드시 근절해야 할 행위임에는 틀림없다. 그러나 현실매매에 의한 시세조종행위의 경우 형식적으로 정상적인 거래와 동일한 외관을 취하기 때문에 양자를 구별하기가 더욱

1) 임계연, 『자본시장법』(박영사, 2011), 844면.

어렵다. 특히 주식보유자가 단 한번 대량의 매매거래를 하여 주식의 가격이 변동하고 행위자가 이를 통해 이익을 얻은 경우 현실매매에 의한 시세조종행위로 봐야 하는 것인지 의문이 들 수 있다. 미국과 일본의 경우 현실매매에 의한 시세조종행위를 규제함에 있어서 ‘일련의 거래’라는 요건을 추가하여 이를 명백히 제외시켰는데 자본시장법의 경우 동일한 취지의 규정에 단순히 ‘매매’라고만 되어 있어 그 해석이 문제가 된다.

최근에 현실매매에 의한 시세조종행위의 요건과 관련하여 선고된 2010고합11 사건에서 법원은 계약당사자들이 “2003. 6. 27.부터 2004. 6. 28.까지 ○○은행 주가(종가기준)가 행사가격의 200%(15,784원) 이상인 경우 모든 옵션계약이 소멸된다”는 내용의 넥아웃옵션계약을 체결한 상황에서 넥아웃옵션계약과 관련하여 넥아웃 가격(15,784원) 이상으로 형성될 사정이 보이자 피고인 중 1인이 종가결정을 위한 동시호가시간대 마감 직전 시장가(매도주문의 경우 하한가를 의미한다)로 1회의 대량 매도주문을 제출함으로써 예상체결가격을 급락시키는 등 주식 시세를 인위적으로 변동시킨 행위에 대하여 유죄를 선고하였다. 즉, 단일매매만으로도 현실매매에 의한 시세조종행위가 성립될 수 있다는 취지의 판결을 한 것이다. 위 판결은 자본시장법이 아닌 구 증권거래법을 적용한 사안으로서 구 증권거래법 및 선물거래법으로는 기초자산과 장외파생상품간 연계시세조종행위를 직접 처벌할 수 없어 기초자산에 관한 매매행위를 현실매매에 의한 시세조종행위로 보아 처벌한 것이다.

자본시장법상 여러 유형의 연계시세조종행위가 규정되긴 했지만 자본시장법상 연계시세조종행위가 적용되는 대상이 제한되어 있기 때문에<sup>2)</sup> 현재도 상장증권 또는 장내파생상품의 매매거래만을 따로 분리하여 현실매매에 의한 시세조종행위로서 적용될 가능성이 남아 있다. 그 결과 위 판례의 현실매매에 의한 시세조종행위 규정에 관한 해석은 자본시장법하에서도 동일하게 적용될 여지가 있으므로 이를 검토할 필요가 있다.

또 위 판례는 단일매매인 1회의 대량 저가매수행위에 대하여 ‘매매를 유인할 목적’과 ‘시세를 변동시키는 매매’의 요건을 충족했다고 보아 현실매매에 의한 시세조종행위성을 인정하였는데, 이러한 해석론이 과연 타당한 것인지도 검토해 봐야 할

2) 연계시세조종행위를 규정하는 자본시장법 제176조 제4항은 “상장증권 또는 장내파생상품의 매매와 관련하여”라고 규정하는 문구상 상장증권 또는 장내파생상품을 규제대상으로 한다(임재연, 위의 책, 881면).

것이다. 즉 단일매매의 경우 1회의 매매행위만 있고 더 이상 매매가 이루어지지 않음에도 ‘매매를 유인할 목적’의 요건이 충족될 수 있는지를 살펴보고, 1회의 저가매수만으로도 ‘시세를 변동시키는 매매’에 해당하는지에 관하여 살펴 봐야 할 것이다.

이와 같은 논의를 함에 있어서 미국의 증권법 및 일본의 금융상품거래법(이하 ‘금융법’이라 한다)에서도 우리 자본시장법상 현실매매에 의한 시세조종행위와 유사한 내용의 규정이 존재하는데, 각국의 규정을 비교하여 유사점 및 차이점에 관하여 검토하기로 한다.

## II. 미국 및 일본에서의 현실매매에 의한 시세조종행위

### 1. 미국의 1934년 증권법 § 9(a)(2)

미국의 1934년 증권법(이하 ‘1934년법’이라 한다) §9의 내용은 우리 자본시장법 제176조와 내용이 매우 유사한데, 이는 우리 법이 미국법을 모델로 하고 있기 때문이다.<sup>3)</sup> 1934년법 §9(a)는 (1)부터 (6)에 이르기까지 각각의 시세조종행위를 유형별로 규정하고 있다.<sup>4)</sup> 그 중에서 §9(a)(2)는 다른 규정에 해당하지 않는 일체의 시세조종행위에 적용할 수 있는 일반적 조항이다(catch-all provision).<sup>5)</sup> 그럼에도 불구하고 실제로 미국에서는 시세조종행위에 관하여 1934년법 §9(a)보다는 §10(b)와 SEC Rule 10b-5를 적용하여 규제하였다. 그 이유는 1934년법 §10(b)와 SEC Rule 10b-5의 규정과 달리 1934년법 §9(a)는 매매성황오인이나 오해유발목적, 매매유인목적 등이라는 추상적이면서도 주관적인 개념이 도입되어 이를 구체적 사건에서 증명하기가 매우 어려웠기 때문이다.

1934년법 §9(a)(2)는 시세조종행위의 한 유형으로 “타인에 의한 증권의 매도 또는 매수를 유인할 목적으로, 단독으로 또는 타인과 공모하여, 전국증권거래소에 등록된 증권 또는 증권을 기초로 하는 스왑계약에 관하여, 실제로 또는 외관상 거래상황을 유발하거나, 당해 증권의 시세를 인위적으로 상승 또는 하락시키는 일련의 거

3) 한국증권법학회, 『자본시장법 I』(박영사, 2009), 898면.

4) 우리나라 자본시장법 제176조(시세조종행위의 금지)도 1934년법의 규정방식에 따라 시세조종행위를 유형별로 규정하고 있다(임재연, 『미국증권법』(박영사, 2009), 298면).

5) 임재연, 앞의 주 1)의 책, 845면.

래행위”라고 규정하면서 현실매매에 의한 시세조종행위를 금지하고 있다.<sup>6)</sup>

이를 구체적으로 살펴보면 ① 타인에 의한 증권의 매도 또는 매수를 유인할 목적은 주관적 요건으로, ② 전국증권거래소에 등록<sup>7)</sup>된 증권 또는 증권을 기초로 하는 스왑계약은 객관적 요건 중 대상에 관한 요건으로, ③ 단독으로 또는 타인과 공모, ④ 실제로 또는 외관상 거래성황을 유발하거나,<sup>8)</sup> 증권의 시세를 인위적으로 상승 또는 하락시키는 일련의 거래행위<sup>9)</sup>는 객관적 요건 중 행위에 관한 요건으로 구분할 수 있다.

## 2. 일본의 금융상품거래법 제159조 제2항 제1호

일본 금상법 제159조 제2항 제1호는 “누구든지 유가증권의 매매, 시장과생금융상품거래 또는 장외과생금융상품거래 중 어떤 거래를 유인할 목적으로 유가증권매매 등이 번성한다고 오해시키거나 거래소금융상품시장에서의 금융상품 등 혹은 장외매매유가증권시장에서의 장외매매유가증권의 시세를 변동시키는 일련의 유가증권매매 등 또는 그에 대한 청약, 위탁 등 혹은 수탁 등의 행위”를 금지하고 있다.<sup>10)</sup>

6) SEA §9 Manipulation of Security Prices

(a) Transactions relating to purchase or sale of security

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the 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 exchange ...

(2) To effect, alone or with one or more other persons, a series of transactions in any security registered on a national securities exchange or in connection with any security-based swap agreement (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act) 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.

7) 1934년법은 전국증권거래소(national securities exchange)에 상장된 증권의 시세조종만 금지하므로, NASDAQ을 비롯한 장외시장에서 이루어진 시세조종에 대하여는 적용되지 않고, 이 경우에는 1934년법 §10(b), Rule 10b-5가 적용된다(임재연, 앞의 주 1)의 책, 845면).

8) 1934년법이 거래성황의 객관적 측면을 강조했다면 자본시장법은 “매매가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나”라고 하여 주관적 인식 측면을 강조한 것으로 보인다.

9) 적어도 3번의 거래에 이르는 것을 말한다(In the Matter of Kidder Peabody & Co., Securities Exchange Act Release No. 3673, April 3, 1945). 이에 관하여 학설은 적어도 2회 이상의 매매거래가 있으면 충분한 것으로 보기도 한다(Loss, *Fundamentals of Securities Regulation* (1983), p.992).

10) 金商法 제159조 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

이를 구체적으로 살펴보면 ① 유가증권의 매매, 시장과생금융상품거래 또는 장외과생금융상품거래<sup>11)</sup> 중, ② 어떤 거래를 유인할 목적으로, ③ 유가증권매매 등이 번성한다고 오해시키거나, 거래소금융상품시장에서의 금융상품 등 혹은 장외매매유가증권시장에서의 장외매매유가증권의 시세를 변동시키는 일련의 유가증권매매로 나눌 수 있다.

여기서 ② 어떤 거래를 유인할 목적은 주관적 요건으로, ① 유가증권의 매매, 시장과생금융상품거래 또는 장외과생금융상품거래는 객관적 요건 중 대상에 관한 요건으로, ③ 유가증권매매 등이 번성한다고 오해시키거나, 거래소금융상품시장에서의 금융상품 등 혹은 장외매매유가증권시장에서의 장외매매유가증권의 시세를 변동시키는 일련의 유가증권매매는 객관적 요건 중 행위에 관한 요건으로 구분할 수 있다.<sup>12)</sup>

### Ⅲ. 자본시장법상 현실매매에 의한 시세조종행위

#### 1. 제176조 제2항 제1호

##### (1) 내 용

현실매매에 의한 시세조종행위를 규정하고 있는 자본시장법 제176조 제2항 본문 및 같은 항 제1호는 “누구든지 상장증권 또는 장내과생상품의 매매를 유인할 목적으로 그 증권 또는 장내과생상품의 매매가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게

---

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行うこと。

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。

11) 객관적 요건 중 대상에 관한 요건과 관련하여 자본시장법은 ‘상장증권 또는 장내과생상품’이라고만 규정하고 있다.

12) 이 규정의 구성요건에 대하여 종래의 학설은 변동거래의 요건에 의해서는 위법한 거래와 적법한 거래를 구별할 수가 없고, 유가증권의 매매거래를 유인하는 목적을 본죄의 성립을 결정하는 요건이라는 견해와 유가증권의 시세를 변동시키는 일련의 매매거래의 내용에 의하여 구성요건을 한정하고자 하는 견해가 대립하고 있으며 전자가 통설이다(이형기, “시세조종규제에 관한 법적 검토,” 『상사판례연구』, 제10권(한국상사판례학회, 1999), 218면).

하거나 그 시세(증권시장 또는 파생상품시장에서 형성된 시세, 전자증권중개회사가 상장주권의 매매를 중개함에 있어서 형성된 시세, 그 밖에 대통령령으로 정하는 시세)를 변동시키는 매매 또는 그 위탁이나 수탁을 하는 행위를 하지 못한다” 라고 하여 이를 규제하고 있다. 그렇다면 현실매매에 의한 시세조종행위가 성립하기 위해서는 ‘① 상장증권 또는 장내파생상품의, ② 매매를 유인할 목적으로, ③ 매매가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하는 행위 또는 시세를 변동시키는 매매라는 요건’<sup>13)</sup>을 갖추어야만 한다.

## (2) 문제점

자본시장법상 현실매매에 의한 시세조종행위에 관한 논의를 하기에 앞서 2010고합11판결<sup>14)</sup>의 내용을 간단히 살펴보면 넥아웃옵션계약<sup>15)</sup>의 기초자산에 해당하는 주식의 주가가 넥아웃 가격(15,784원) 이상으로 형성될 사정이 보이자 피고인 중 1인이 증가결정을 위한 동시호가시간대 마감 직전 시장가(매도주문의 경우 하한가를 의미한다)로 1회의 대량 매도주문을 제출함으로써 예상체결가격을 급락시키는 등 주식시세를 변동시킨 행위와 관련하여, ‘시세를 변동시키는 매매거래’인지 여부와 ‘매매를 유인시킬 목적’이 있는지 여부에 대해서 모두 인정하는 취지의 결정을 하였다.

2010고합11 사건의 경우 먼저, 단 1회의 대량 매도주문을 제출한 행위만으로도 ‘시세를 변동시키는 매매거래’에 해당한다고 판단하였는 바, 단 1회의 매매만으로도 ‘시세를 변동시키는 매매거래’에 해당한다고 볼 수 있는지 아니면 현실매매에 의한 시세조종행위가 갖는 특성에 비추어 ‘일련의 거래’라는 묵시적 요건이 요구되어 1회

13) 이 경우 매매의 위탁이나 수탁도 금지되므로 매매가 성립하지 않았다 하더라도 그에 관한 위탁 또는 수탁이 있으면 시세조종행위가 성립할 수 있다. 그러므로 매매의 성립 자체는 현실매매에 의한 시세조종행위의 성립요건은 아닌 것이다.

14) ○○은행은 ○○지점은 2003. 4. 23. ○○전선으로부터 ○○은행 주식 2,859,370주를 주당 7,930원에 매수하는 동시에 “2003. 6. 27.부터 2004. 6. 28.까지 ○○은행 주가(종가기준)가 행사가격의 200% (15,784원) 이상인 경우 모든 옵션계약이 소멸된다”는 내용의 ‘넥아웃옵션계약’을 체결하였다. 당시 ○○전선의 자금팀장으로 근무하고 있던 피고인은 위 계약과 관련하여 2004. 2. 19. ○○은행 주식의 주가가 넥아웃(15,784원)으로 형성되는 것을 방지함으로써 ○○전선의 금전적 이득을 취득케 할 목적으로, 동 주식의 매매거래를 유인하기 위하여, 증가결정을 위한 동시호가시간대 마감 직전인 14:59:37경 ○○은행의 주식의 예상체결가격이 15,800원인 상황에서 시장가로 35만주의 대량 매도주문을 제출하였다. 그리하여 위 피고인은 예상체결가격을 급락(15,800원 → 15,300원)시키는 등 ○○은행의 주식시세를 인위적으로 변동시켰다는 범죄사실로 기소되어 징역 2년에 3년간 위 형의 집행을 유예하는 내용의 유죄판결이 선고되었다.

15) 넥아웃옵션계약이란 주가가 특정 지수를 넘어서면 ‘넥아웃’(Knock Out)이 걸려 거래가 소멸되지만 그렇지 않은 ‘낙인’(Knock In)이 되면 약정금액을 물어야 하는 파생상품계약을 말한다.



의 매매거래만으로는 ‘시세를 변동시키는 매매거래’에 해당한다고 볼 수 없는지 문제가 된다. 다음으로 종가결정을 위한 동시호가시간대 마감 직전 시장가로 1회의 대량 매도주문을 한 행위와 관련하여 마감 직전이었다는 점에서 더 이상의 매매거래를 유인할 가능성이 없었던 것이 아닌가 하는 문제점이 있고, 그렇다면 대량매도를 지시한 피고인에게도 매매거래를 유인할 목적을 인정할 수 없는 것인지 검토해야 한다.

## 2. 요 건

### (1) 주관적 요건

#### 1) 내 용

##### (가) 의 의

현실매매에 의한 시세조종행위가 인정되기 위해서는 ‘매매를 유인할 목적’이라는 주관적 요건을 충족하여야 한다. ‘매매를 유인할 목적’이란 ‘인위적으로 조작을 가하여 시세를 변동시킴에도 불구하고 투자자에게는 그 시세가 유가증권시장에서의 자연적인 수요·공급의 원칙에 의하여 형성된 것으로 오인시켜 유가증권의 매매에 끌어들이려는 목적’을 말한다.<sup>16)</sup> 즉, 자신의 매매거래로 인해 타인으로 하여금 곧 주가의 상승 또는 하락이 있을 것이라는 판단을 유도하여 매매거래에 참여하도록 유인시킬 목적이 있어야 한다.<sup>17)18)</sup> 그러므로 투자자를 조작된 가격으로 끌어들이려는 목적이 없는 매매는 비록 시세를 변동시키는 행위일지라도 시세조종으로 처벌되지 않는다.<sup>19)</sup> 그리고 행위자에게 ‘매매를 유인할 목적’만 있으면 되는 것인지 투자자가 실제로 유인될 필요는 없다.<sup>20)</sup>

16) 대법원 2006.5.11. 선고 2003도4320판결; 대법원 2005.11.10. 선고 2004도1164판결; 대법원 2002.7.22. 선고 2002도1696판결.

17) 김정수, 『현대증권법원론』(박영사, 2002), 719면.

18) 시세를 변동시킬 목적 그 자체를 유인목적과 동일시하기는 어렵다. 즉, 시세의 인위적 조작목적만으로는 부족하고 그것에 더하여 투자자를 오인시킬 목적이 있는 경우에 비로소 유인목적이 성립하는 것이다[김건식·정순섭, 『자본시장법』, 제2판(두성사, 2010), 362면; 神崎克郎, 『證券取引の法理』(1987), 551면].

19) 한국증권법학회, 앞의 주 3)의 책, 917면.

20) 송호신, “시세조종행위에 대한 자본시장통합법의 규제,” 『한양법학』, 제20권 제3집(한양법학회, 2009), 434면.

### (나) 판단기준

‘매매를 유인할 목적’은 주관적 요건으로서 행위자의 내심의 영역에 존재한다는 점에서 그 존재 여부를 판단하는 것이 용이하지 않다. 그렇기 때문에 보통의 경우 직접적인 목적의 존재를 입증하기보다는 일정한 태양의 행위가 존재하면 그로부터 행위자에게 ‘매매를 유인할 목적’이 있었다고 사실상 추정하는 방식으로 입증하는 경우가 많다.<sup>21)</sup> 예를 들어, 자본시장법 제176조 제2항 제2호 및 제3호에 해당하는 ‘그 증권 또는 장내파생상품의 시세가 자기 또는 타인의 시장조작에 의하여 변동한다는 말을 유포하는 행위’와 ‘그 증권 또는 장내파생상품의 매매를 함에 있어서 중요한 사실에 관하여 거짓의 표시 또는 오해를 유발시키는 표시를 하는 행위’의 경우 경제적인 합리성을 결여한 매매주문(통상의 거래관행을 벗어난 주문)<sup>22)</sup>이라는 점에서 행위자에게 ‘매매를 유인할 목적’이 있었다고 인정하는데 무리가 없을 것이다. 그러나 현실매매에 의한 시세조종행위는 외관상으로 정상적인 매매와 구분하기 곤란하므로 행위자의 자백이 없는 한 직접적인 증거가 사실상 불가능하다.<sup>23)</sup> 따라서 ‘매매를 유인할 목적’이라는 주관적 요건은 당사자가 이를 자백하지 않더라도 그 유가증권의 성격과 발행된 유가증권의 총수, 가격 및 거래량의 동향, 전후의 거래상황, 거래의 경제적 합리성과 공정성, 가장 혹은 허위매매 여부, 시장관여율의 정도, 지속적인 종가관리 등 거래의 동기와 태양 등의 간접사실을 종합적으로 고려하여 이를 판단하여야 한다.<sup>24)</sup>

### (다) 인식의 정도

‘매매를 유인할 목적’은 다른 목적과의 공존 여부나 어느 목적이 주된 것인지는 문제되지 아니하고, 그 목적에 대한 인식만 있으면 되는데 그 인식의 정도는 적극적인 의욕이나 확정적 인식임을 요하지 아니하고 미필적 인식이 있으면 충분하다.<sup>25)</sup> 이에 관하여 대법원의 판례도 동일한 태도이다.<sup>26)</sup>

21) 미국은 객관적 정황증거에 의하여 매매를 유인하는 동기 또는 목적이 인정되는 경우 일단 유인목적 을 추정하고 행위자로 하여금 유인목적 이 없었음을 입증하도록 하고 있다[SEC v. Collins Sec. Corp. 562 F.2d 822-823(D.C. cir. 1977)].

22) 임재연, 앞의 주 1)의 책, 860면.

23) 위의 책, 860면.

24) 대법원 2002.7.26. 선고 2001도4947판결; 대법원 2003.12.12. 선고 2001도606판결; 대법원 2006.5.11. 선고 2003도4320판결.

25) 임재연, 앞의 주 1)의 책, 860면; 한국증권법학회, 앞의 주 3)의 책, 920면.

26) 대법원 2007.11.29. 선고 2007도7471판결.

## (라) 입증의 방법

‘매매를 유인할 목적’은 내심의 영역에 존재하기 때문에 행위자에게 그러한 목적이 존재한다는 사실을 직접적인 증거<sup>27)</sup>를 통하여 증명하는 것은 매우 어렵다. 그러므로 위에서 살펴본 것처럼 경제적인 합리성을 결여한 매매거래, 즉 통상의 거래관행을 벗어난 매매행위가 존재한다는 사정이 입증될 경우, 이러한 사정으로부터 행위자에게 ‘매매를 유인할 목적’의 존재를 사실상 추정할 수밖에 없는 것이다. 요컨대 현실매매에 의한 시세조종행위의 목적성을 입증함에 있어서 직접증거의 확보는 사실상 불가능하기 때문에 특정한 매매거래의 유형이 통상의 거래관행을 벗어나 발생한 경우, 이를 통하여 시세조종행위의 목적이 있었다는 추정을 허용하게 하는 증거인 ‘간접증거’ 또는 ‘정황증거’(circumstantial evidence)가 중요한 의미를 가지는 것이다.<sup>28)</sup>

## 2) 2010고합11판결에서의 ‘매매를 유인할 목적’

### (가) 피고인의 주장<sup>29)</sup>

피고인은 ① 장 마감 20여초를 앞둔 동시호가시간대에 단 한차례 매도주문을 낸 행위에 매매거래를 유인할 목적을 인정할 수 없고, ② 자신이 이 사건의 대상 주식인 ○○은행의 주식을 매도한 이유는 ○○은행 주식 35만주를 시장가로 매도하여 매매차익을 얻기 위해서였지, 2004. 2. 19. ○○은행 주식의 종가가 낙아웃 가격으로 형성되는 것을 방지하기 위한 것이 아니었다는 취지로 무죄를 주장하였다.

### (나) 법원의 판단

2010고합11 사건에서 법원은 현실매매에 의한 시세조종행위의 행위자인 피고인에게 ‘매매를 유인할 목적’이 존재하였는지에 관하여 “피고인이 ○○은행의 주식 35만주를 시장가로 대량 매도주문을 제출함으로써 시세차익을 얻을 목적도 있었다고 보이나, 피고인으로서의 당일 ○○은행 주식의 종가를 낙아웃 가격 이하로 형성시킬 필요성이 있었던 점, 지정가주문이 아닌 시장가주문을 제출한 점, 직전 3일간의 종가 평균거래량이 약 6만 6천주에 불과하였고, 피고인이 대량 매도주문을 할 당시 예상체결수량은 251,960주에 불과한 상황에서 장 마감 무렵에 낙아웃을 방지하기 위하여 35만주의 대량 매도주문을 제출하여 예상체결수량을 420,680주로 크게

27) 사실상 행위자의 ‘자백’이 유일한 직접 증거에 해당할 것이다.

28) 한국증권법학회, 앞의 주 3)의 책, 919면.

29) 서울중앙지방법원 2011.1.28. 선고 2010고합11판결의 내용 참조.

증가시킬 경우 일반투자자들 입장에서 보면 ○○은행 주식의 매매거래가 성황을 이루고 있는 것으로 오인하여 다른 사람들의 매매거래를 유인할 가능성이 있고, 피고인 또한 이러한 사정을 인식할 수 있었다고 보이는 점, ○○전선의 대량 매도주문으로 인해 다음날에도 주식시장에서 일반투자자들의 매매거래를 유인할 개연성이 있는 점을 알 수 있는 바, 이러한 사정을 종합하면, 피고인은 위 대량 매도주문으로 인하여 당해 주식의 매매거래에 제3자를 유인할 가능성이 있음을 미필적으로 인식한 상태에서 매도주문을 제출하였다고 보인다”는 내용의 판단을 하였다.

#### (다) 검 토

우선 피고인에게 ‘매매를 유인할 목적’이 있었는지를 판단하면서 직접증거를 가지고 그 존재를 증명하는 것은 쉽지 않다. 그러므로 피고인의 매매행위가 통상의 거래관행을 벗어난 행위라는 것을 입증함으로써 피고인에 대한 목적성의 존재를 사실상 추정하는 방법을 취하는 것이 편리할 것이다. 2010고합11 사건의 경우 ① 지정가주문이 아닌 시장가주문을 제출한 점, ② 직전 3일간의 종가 평균거래량이 약 6만 6천주에 불과하였고, ③ 피고인이 대량 매도주문을 할 당시 예상체결수량은 251,960주에 불과한 상황에서 장 마감 무렵에 낙아웃을 방지하기 위하여 35만주의 대량 매도주문을 제출하여 예상체결수량을 420,680주로 크게 증가시킨다는 점에서 피고인의 매매행위가 통상의 거래관행을 벗어난 행위라는 점을 인정할 수 있을 것이다. 뿐만 아니라 행위의 동기 측면에서 피고인은 낙아웃옵션계약의 일방 당사자인 ○○전선의 자금털장으로서 당일 ○○은행 주식의 종가를 낙아웃 가격 이하로 형성시킬 필요성이 있었던 점을 고려할 수 있다.

일반적으로 ‘매매를 유인한다’라고 하면 주식을 저가에 매수하여 고가로 되었을 때 매도하여 시세차익을 얻으려는 동기에서 주식의 가격을 고가로 형성시키기 위하여 행위자가 주식의 가격이 상승할 것과 같은 외관을 만듦으로써 다른 투자자를 증권 시장의 매매에 끌어들이려는 행위를 의미한다 할 것이다. 그렇다면 시세조종행위자가 주식의 가격을 인위적으로 하락시키려는 경우 일반적인 시세조종행위의 경우와 다른 모습을 보여 ‘매매를 유인할 목적’이 인정될 수 없는 것이 아닌가 하는 의문이 들 수 있다. 그러나 시세조종행위자가 주식의 가격을 인위적으로 하락시키려는 경우는 비록 주식의 가격이 하락함으로써 당해 주식으로부터는 손해를 볼 수 있지만 이와 연계된 다른 금융투자상품으로부터 이익을 얻을 수 있기 때문에 그리 행하는 것이 보통이다. 이때는 시세조종행위자가 당해 주식과 연계된 다른 금융투자상품으로부터

터 이익을 얻으려는 동기에서 주식의 가격을 하락시키기 위하여 주식의 가격이 급락할 것과 같은 외관을 부여함으로써 다른 투자자들로 하여금 보다 신속하게 현재의 가격보다 낮은 가격에 보유주식을 매도해서라도 주가의 하락으로 인한 손실을 최소화하고자 매매에 유인될 수 있으므로 주식의 가격을 인위적으로 하락시키는 경우에도 '매매를 유인할 목적'이 인정될 수 있다.

또 피고인은 자신이 이 사건의 대상 주식인 ○○은행의 주식을 매도한 이유는 ○○은행 주식 35만주를 시장가로 매도하여 매매차익을 얻기 위해서였지, 2004. 2. 19. ○○은행 주식의 종가가 낙아웃 가격으로 형성되는 것을 방지하기 위한 것이 아니었다는 취지로 주장하나 '매매를 유인할 목적'은 다른 목적과의 공존 여부나 어느 목적이 주된 것인지는 문제되지 아니한다는 점<sup>30)</sup>에서 수긍할 수 없는 주장이라 할 것이다.

### 3) 1회의 매도주문을 한 행위만으로 '매매를 유인할 목적'을 인정할 수 있는지 여부

#### (가) 의 의

매도주문을 1회만 하였다 하더라도 행위자에게 현실매매에 의한 시세조종행위를 위하여 다른 투자자들의 매매를 유인하려 했다는 목적이 있었다는 점이 직접증거에 의하여 증명된다면 당연히 '매매를 유인할 목적'을 인정할 수 있을 것이다. 문제는 행위자가 '매매를 유인할 목적'의 존재를 부정하기 때문에 발생한다. 이 경우 행위자에게 목적성이 있었다는 점을 직접증거로써 입증하는 것이 불가능하기 때문에 행위자를 처벌하기 위해서는 1회의 매도주문행위가 통상의 거래관행을 벗어난 행위라는 점을 주장·입증해야만 한다. 그러나 단 1회의 매도주문만을 가지고 일상의 거래와 통상의 거래관행을 벗어난 거래를 구별하는 것이 매우 어렵기 때문에 이를 가지고 행위자에게 '매매를 유인할 목적'을 인정할 수는 없을 것이다. 그러나 모든 1회의 매도주문에 대해서 일상의 거래와 비정상적 거래를 구별하는 것이 불가능한 것은 아니다. 즉, 1회의 매도주문행위라 하더라도 행위자의 동기, 가격 및 거래량의 동향, 전후의 거래상황, 거래의 경제적 합리성과 공정성 등을 종합하여 통상의 거래관행을 벗어난 것으로 인정이 될 경우에는 행위자에게 '매매를 유인할 목적'을 긍정할 수 있

30) 대법원 2007.11.29. 선고 2007도7471판결.

는 것이다. 이하에서는 논의의 범위를 좁혀 2010고합11 사건과 같이 행위자가 종가 결정을 위한 동시호가시간대 마감 직전 시장가로 1회의 대량 매도주문을 한 행위를 한 경우에 '매매를 유인할 목적'을 인정할 수 있는지 검토하기로 한다.

(나) 종가결정을 위한 동시호가시간대 마감 직전 하한가로 1회의 대량 매도주문을 한 행위에 관하여 '매매를 유인할 목적'을 인정할 수 있는지의 판단

가) 동시호가시간대 마감 직전이라는 사정의 검토

매매를 유인하는 행위는 반드시 당해 거래일에만 국한된다고 축소해석할 수 없으며, 통상의 거래관행에 벗어난 행위가 당해 거래일 이후<sup>31)</sup>라도 다른 투자자의 투자판단에 영향을 주어 매매거래를 유인할 사정이 존재한다면 당연히 행위자에 대하여 '매매를 유인할 목적'을 인정할 수 있을 것이다. 이때 행위자는 다른 투자자의 매매를 유인할 목적만 있으면 되는 것이지 반드시 매매를 유인하는 결과를 발생시켜야 하는 것은 아니다.

나) 하한가로 1회의 대량 매도주문을 한 행위에 관한 검토

일반적으로 대법원 관례의 사실관계를 보면 시세조종행위의 방법으로 직전체결가 대비 고가매수주문, 시세변동을 위한 상대매도호가 대비 고가매수주문, 시세급변을 유도하기 위한 상한가매수주문, 거래성황 또는 타인의 그릇된 판단을 유도하기 위한 운용계좌 상호간 매매주문, 매일 한정된 물량을 계속적·순차적·계좌별·시간대별로 번갈아 가면서 소량·대량·분할·집중매수하는 방법으로 시초가 고가매수·당일최고가 형성을 위한 고가매수·종가상승을 위한 고가매수·체증식 고가매수·시가고정을 위한 분할 또는 집중매수 등을 들 수 있다.<sup>32)</sup> 여기에서 알 수 있듯이 상당수의 시세조종행위는 주식의 가격을 상승시키려는 목적으로 행해지게 된다. 왜냐하면 주식을 저가에 매수한 다음 시세조종행위의 방법으로 주식의 가격을 상승시켜 소유주식을 고가에 매도함으로써 시세차익을 얻고자 하기 때문이다. 따라서 이 경우에는 통상의 거래관행에 벗어난 행위성을 입증하기가 다른 경우에 비하여 용이하므로, '매매를 유인할 목적'을 인정하기가 어렵지 않다. 이에 반해 주식을 저가에 매도하는 경우에는 현실매매를 통하여 얻을 수 있는 이익 자체가 고가매도에 비하여 적기 때문에 행위자의 주관적 의사 측면에서 고가매도보다는 시세조종행위를 인정하기가 어렵다. 그 결과 저가매도의 경우 '매매를 유인할 목적'을 인정하기

31) 일반적으로 다음날의 거래에 국한되는 경우가 대부분일 것이다.

32) 임계연, 앞의 주 1)의 책, 864면

가 쉽지 않다.<sup>33)</sup>

그러나 저가매도를 통한 시세변동이라도 이를 통해 얻을 수 있는 이익이 고가매도보다 높은 경우에는 ‘매매를 유인할 목적으로 그 증권 또는 장내파생상품의 매매가 성향을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 그 시세를 변동시키는 매매’를 할 만한 동기가 충분하다. 따라서 이 경우에는 저가매도의 행위가 통상의 거래관행을 벗어난 것인가를 구체적으로 판단하여 행위자의 ‘매매를 유인할 목적’을 인정하여야 할 것이다. 저가매도의 행위가 통상의 거래관행을 벗어난 것인가 여부는 그 유가증권의 성격과 발행된 유가증권의 총수, 매매거래의 동기와 유형, 그 유가증권의 가격의 동향, 종전 및 당시의 거래상황 등을 종합적으로 고려하여 판단하여야 할 것이다.<sup>34)</sup>

#### 다) 검토

아무런 전제 없이 종가결정을 위한 동시호가시간대 마감 직전 하한가로 1회의 대량 매도주문을 한 행위만으로는 행위자에게 ‘매매를 유인할 목적’을 인정하기는 어렵다. 그러나 위에서 검토한 바와 같이 하한가로 1회의 대량 매도주문을 하였다 라도 이를 통해 얻을 수 있는 이익이 상당한 때에는 통상의 거래관행을 벗어나 행위할 고도의 개연성이 있다 할 것이다.

2010고합11판결의 경우 피고인은 넥아웃옵션계약의 일방 당사자인 ○○전선의 자금팀장으로서 당일 ○○은행 주식의 종가를 넥아웃 가격 이하로 형성시킬 필요성이 있었고, 피고인이 대량 매도주문을 할 당시 예상체결수량은 251,960주에 불과한 상황에서 장 마감 무렵에 넥아웃을 방지하기 위하여 35만주의 대량 매도주문을 제출하여 예상체결수량을 420,680주로 크게 증가시켰다는 점 등을 고려할 때 다른 사람들의 매매거래를 유인할 가능성이 있다는 취지의 판단을 하였다.

## (2) 객관적 요건

### 1) 규제 대상

규제의 대상인 상품은 상장증권 또는 장내파생상품이다.

33) 저가매도의 거래를 하는 통상의 사정은 ① 주식의 가격이 하락할 것으로 예상되는 경우, ② 시간이 촉박하게 사업자금이 필요하여 부득이하게 자금을 조달해야 하는 경우 등을 들 수 있는데, 이러한 경우들은 주식을 낮은 가격에라도 매도할 만한 정당한 사정이 있는 경우이기 때문에 시세조종 자체로 인정하기 어려울 것이다.

34) 대법원 2001.6.26. 선고 99도2282판결.

## 2) 매매가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하는 행위

### (가) 개 념

거래의 당사자들이 매매거래에 활발하게 참여함으로써 거래량 및 가격변동의 폭이 정상적인 상태에서의 그것들보다 초과하는 것처럼 잘못 인식하게 하는 행위를 말한다.<sup>35)</sup> 현실의 시세조종행위에 있어서는 시세를 변동시키는 행위가 가장 문제가 되지만, 일반적으로 시세를 변동시키기 위해서는 매매거래가 성황을 이루고 있는 것처럼 보이게 하는 ‘바람잡이 거래’가 수반하는 것이 보통이다.<sup>36)</sup> 매매성황의 오인을 유발하는 행위는 이러한 ‘바람잡이 거래’를 시세조종행위의 규제대상으로 포함시킴으로써 시세조종행위의 규제범위를 확장하는 역할을 한다.

### (나) 판단방법

‘매매가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하는 행위’인지 여부는 그 증권의 성격과 발행된 증권의 총수, 가격, 및 거래량의 동향, 전후의 거래상황, 거래의 경제적 합리성과 공정성, 가장 혹은 허위매매 여부, 시장관여율의 정도, 지속적인 종가관리 등 거래의 동기와 태양 등의 간접사실을 종합적으로 고려하여 이를 판단하여야 한다.<sup>37)</sup>

### (다) 매매가 성립할 것을 요구하는지 여부

매매성황의 오인을 유발하는 행위로는 일반적으로 통정매매와 가장매매가 빈번하게 이용된다. 실제로 매매가 이루어지면서 투자자를 오인시키는 행위가 대부분이지만, 실제로 매매가 이루어지지 않은 채 호가행위<sup>38)</sup>만으로도 타인을 오인시키는 것은 가능하므로 반드시 매매가 이루어질 것이 요구되는 것은 아니다.<sup>39)</sup>

35) 예컨대, 그 현실매매의 거래가 있기 이전에 당해 종목의 거래상황에 비추어 정상적인 수요와 공급에 따른 거래량·가격변동보다 성황을 이루고 있는 듯이 평균적인 투자자를 오인시킬 수 있는지의 여부를 살펴보아야 한다(송호신, 앞의 주 20)의 논문, 433면).

36) 김정수, 앞의 주 17)의 책, 718면.

37) 대법원 1994.10.25. 선고 93도2516판결; 대법원 2001.6.26. 선고 99도2282판결; 대법원 2002.7.26. 선고 2001도4947판결; 대법원 2002.7.22. 선고 2002도1696판결; 대법원 2009.4.9. 선고 2009도675판결.

38) 이때 ‘호가행위’에는 진정하게 매매거래의 의사를 가지고 하는 경우뿐만 아니라 진정한 매매거래의 의사 없이 주문을 내는 행위도 포함된다. 대법원도 ‘단지 매수주문량이 많은 것처럼 보이게 위하여 매수 의사 없이 하는 허수매수주문’도 현실매매에 의한 시세조종행위의 유형에 속한다고 판시하고 있다(대법원 2002.6.14. 선고 2002도1256판결).

39) 한국증권법학회, 앞의 주 3)의 책, 914면; 임재연, 앞의 주 1)의 책, 863면.



### 3) 시세를 변동시키는 매매

#### (가) 개 념

증권 또는 장내파생상품 시장에서 수요·공급의 원칙에 의하여 형성되는 증권 또는 장내파생상품의 가격을 인위적으로 상승 또는 하락시켜 왜곡된 가격을 형성하는 매매를 말한다.<sup>40)</sup>

#### (나) 시세를 변동시키는 결과가 발생하여야 하는지 여부

시세를 변동시키는 매매로 인하여 실제로 시세가 변동될 필요까지는 없고, 일련의 행위가 이어진 경우에는 그 행위로 인하여 시세를 변동시킬 가능성이 있으면 충분하다.<sup>41)</sup> 실제로 시세변동의 결과가 발생하였다 하더라도 오로지 행위자의 행위에 의하여 시세가 변동되었다는 사실은 요구되지 않고, 시세변동의 다른 사정이 있더라도 행위자의 행위가 시세변동의 주된 요인으로 작용하면 된다.<sup>42)</sup>

#### (다) 시세의 범위

자본시장법은 시세의 범위에 관하여 “증권시장 또는 장내파생상품시장에서 형성된 시세, 전자증권중개회사가 상장주권의 매매를 중개함에 있어서 형성된 시세, 상장(금융위원회가 정하여 고시하는 상장을 포함)되는 증권에 대하여 증권시장에서 최초로 형성되는 시세”<sup>43)</sup>라고 규정하고 있다(제176조 제2항 제1호; 동법 시행령 제202조).

#### (라) 매매의 의미

##### 가) 문제점

일반적으로 시세조종행위는 단일거래보다는 계속적인 거래에 의하여 이루어진다. 미국<sup>44)</sup>이나 일본<sup>45)</sup>의 경우도 이를 반영하여 현실매매에 의한 시세조종행위가 성립하기 위한 요건으로 ‘일련의 거래’(a series of transaction)를 요구하고 있다. 그러나 자본시장법 제176조 제2항 제1호에서는 단순히 ‘매매’라고만 규정하고 있어 그 정확한 의미의 해석이 문제된다. 즉, 현실매매에 의한 시세조종행위의 특성을 고려

40) 대법원 1994.10.25. 선고 93도2516판결.

41) 대법원 2007.11.29. 선고 2007도7471판결; 대법원 2008.12.11. 선고 2006도2718판결.

42) 임재연, 앞의 주 1)의 책, 865면.

43) 신규발행 유가증권이 최초 상장되는 경우에 상장시초가 형성과정에서 보통 비정상적으로 높게 왜곡된 가격을 형성하기 위한 주문행위가 문제되었는데 이를 입법적으로 해결하였다(임재연, 앞의 주 1)의 책, 866면).

44) 1934년 증권법 §9(a)(2).

45) 금융상품거래법 제159조 제2항 제1호.

할 때 단일매매만으로는 시세조종행위가 성립할 수 없고, 일련의 의도으로써 행하여진 계속적인 거래만을 ‘매매’라고 볼 것인지 문제되는 것이다. ‘매매’의 의미에 단일매매까지도 포함된다고 볼 경우 현실매매에 의한 시세조종행위의 적용범위가 확대되어 건전한 거래질서 확립 및 투자자 보호에 기여할 수 있다는 장점도 있지만, 정상적인 거래와 시세조종행위의 구별이 더욱 어려워져 과도한 규제에 의한 투자 위축이 발생할 수 있다는 단점<sup>46)</sup>도 있다.

#### 나) 학설의 대립

##### (a) 단일매매도 포함한다는 견해

현실매매에 의한 시세조종행위에 대하여 자본시장법은 미국 증권법과 일본 금상법과 달리 일련의 거래(a series of transaction)라는 요건을 규정하지 않으므로 단일매매도 포함한다는 견해이다.<sup>47)</sup> 자본시장법에서는 그냥 ‘매매’라고만 규정하고 있어 미국이나 일본의 규정과 차이가 있고 거래량이 극히 적은 경우 단일거래(시가 또는 종가 형성에 영향을 주기 위한 주문을 하는 경우 포함)로 가격을 급변시킬 수 있는데, 이러한 경우 단 한번의 거래라도 시세조종행위에 해당될 수 있다고 한다.<sup>48)</sup>

##### (b) 일련의 거래(a series of transaction)가 요구된다는 견해

자본시장법에는 ‘일련의 거래’라는 요건이 명시되어 있지 않지만 일반적으로 시세조종행위로 성립되기 위해서는 적어도 수회의 거래를 요구하는 것으로 봐야 한다는 견해이다.<sup>49)</sup> 우리 자본시장법이나 구 증권·선물거래법에는 미국과 같은 ‘일련의 거래’라는 요건이 명시되어 있지 않지만 미국과 동일하게 적어도 수회의 거래를 요구하는 것으로 봐야 한다고 한다. 그렇지 않고 단 1회의 거래로도 성립될 수 있다고 보면 정상적인 매매거래와 불법적인 매매거래를 구분하기가 어렵고 또한 시장의 매매거래를 크게 위축시킬 수도 있기 때문이다.<sup>50)</sup>

#### 다) 판례

현실매매에 의한 시세조종행위에 관하여 단일매매만으로 시세조종행위가 성립

46) 성희환, “자본시장법상 연계 불공정거래의 규제현황과 개선방향 -주가연계증권(ELS) 연계거래를 중심으로-”, 『금융법연구』, 제6권 제2호(금융법학회, 2009), 50면.

47) 임재연, 앞의 주 1)의 책, 862면; 김정수, 앞의 주 17)의 책, 722면; 한국증권법학회, 앞의 주 3)의 책, 914면; 서완석, “자본시장법상의 시세조종행위 규제”, 『상사판례연구』, 제22집 제3권(한국상사판례학회, 2009), 202면.

48) 임재연, 앞의 주 1)의 책, 862면; 김정수, 앞의 주 17)의 책, 722면.

49) 성희환, 앞의 주 46)의 논문, 50면.

50) 위의 논문, 50면.

한다고 본 직접적인 대법원의 판례는 없는 것으로 보인다.<sup>51)</sup> 다만, 대법원은 특정한 가격에 대량의 물량을 자전거래하기 위하여 먼저 주가를 인위적으로 상승시켜 고정해 놓은 후, 그 고정시킨 가격으로 대량의 물량을 자전시킨 사건에 관하여 한 번의 매매에 의해서도 시세조종이 이루어질 수 있다고 인정하였다.<sup>52)</sup> 비록 시세의 불법적인 고정·안정 여부를 놓고 다투었지만 단일매매만으로도 시세조종행위가 성립한다고 인정한 매우 중요한 사건이다.<sup>53)</sup> 하급심 판례 중에서는 대상 판결인 2010고합11의 사건에서 일방당사자가 녀아웃옵선계약에서 이익을 얻기 위하여 보유주식을 종가결정을 위한 동시호가시간대 마감 직전 하한가로 1회의 대량 매도주문을 한 행위에 관하여 현실매매에 의한 시세조종행위를 인정하였다.<sup>54)</sup>

#### 라) 검토

일반적으로 단일거래보다는 일련의 거래를 통하여 시세조종이 이루어진다는 점에서 자본시장법하에서도 일련의 거래(a series of transaction)가 요구된다고 해석할 여지도 있다. 그러나 자본시장법 제176조 제2항 제1호에서 ‘매매’라고만 규정하고 있을 뿐 ‘일련의 거래’라고 명시하지 않은 점,<sup>55)</sup> 거래량이 적은 경우 단 한번의 거래로 가격을 급변시킬 수 있다는 점,<sup>56)</sup> 매매로 인하여 실제로 시세가 변동될 필요까지는 없다는 점<sup>57)</sup> 등을 고려할 때 ‘매매’의 의미를 굳이 ‘일련의 매매’로 축소하여 해석할 필요는 없다고 본다.

다만, 시세변동의 가능성이 있는 단일매매는 정상적인 투자와 구별하기가 쉽지 않고 이를 시세조종행위로 검토할 경우 투자 위축을 초래할 수 있는 문제점이 있으므로 주가 변동을 위한 적극적인 행위인지,<sup>58)</sup> 그 유가증권의 성격과 발행된 유가증

51) 간접적으로는 “일련의 행위가 이어진 경우에는 전체적으로 그 행위로 인하여 시세를 변동시킬 가능성이 있으면 충분”하다고 하여 일련의 행위가 필수적인 요소는 아니라는 전제에 서 있다(대법원 2009.4.9. 선고 2009도675판결; 김건식·정순섭, 앞의 주 18)의 책, 362면).

52) 대법원 2004.10.28. 선고 2002도3131판결.

53) 한국증권법학회, 앞의 주 3)의 책, 916면.

54) 구 증권거래법의 규정이 적용되는 사건이긴 하지만 해당 규정이 현재의 자본시장법과 크게 달라지지 않았다는 점에서 자본시장법에 관하여도 동일한 논리를 적용할 수 있다.

55) 이에 관하여 너무나도 당연하기 때문에 이를 생략했다고 반론할 수도 있다. 그러나 자본시장법 제176조 제3항에서 “증권 또는 장내과생상품에 관한 일련의 매매 또는 그 위탁이나 수탁을 하는 행위”를 금지대상으로 규정하고 있는 점을 고려할 때 자본시장법의 규정은 ‘매매’와 ‘일련의 매매’를 구별하는 것이 분명하므로, ‘매매’를 ‘일련의 거래’라고 한정하여 해석할 이유는 없을 것이다.

56) 임재연, 앞의 주 1)의 책, 862면; 김정수, 앞의 주 17)의 책, 722면; 한국증권법학회, 앞의 주 3)의 책, 915면.

57) 대법원 2006.5.11. 선고 2003도4320판결.

권의 총수, 매매거래의 동기와 유형, 그 유가증권의 가격의 동향, 종전 및 당시의 거래상황<sup>59)</sup> 등을 종합적으로 고려하고 목적의 존재 여부를 계속적 거래에 비하여 엄격하게 판단하여 선의의 피해자가 발생하지 않도록 보완해야 할 것이다.

#### 4) 2010고합11판결에서의 '시세를 변동시키는 매매'

##### (가) 피고인의 주장

구 증권거래법 제188조의4 제2항 제1호의 '시세를 변동시키는 매매거래'에는 단 1회의 매매거래는 포함되지 않는다고 하여 1회의 대량 매도주문을 한 자신의 행위는 시세조종행위가 아니라는 취지로 주장하였다.

##### (나) 법원의 판단

구 증권거래법 제188조의4 제2항 제1호의 '유가증권의 매매거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 그 시세를 변동시키는 매매거래'라 함은 본래 정상적인 수요·공급에 따라 자유경쟁시장에서 형성될 시세 및 거래량을 시장요인에 의하지 아니한 다른 요인으로 인위적으로 변동시킬 가능성이 있는 거래를 말하는 것일 뿐 그로 인하여 실제로 시세가 변동될 필요까지는 없고,<sup>60)</sup> 이에 해당하는지의 여부는 그 유가증권의 성격과 발행된 유가증권의 총수, 매매거래의 동기와 유형, 그 유가증권 가격의 동향, 종전 및 당시의 거래상황 등을 종합적으로 고려해야 한다<sup>61)</sup>고 하면서, 위 조항에서 '일련의 거래'라는 요건을 요구하고 있지 않으므로 동시호가 시간대의 1회의 매도주문행위라 하더라도 그 행위로 인하여 시세를 변동시킬 개연성이 있으면 족하다고 판단하였다.

##### (다) 검토

위 판결의 경우 현실매매에 의한 시세조종행위의 규정인 구 증권거래법 제188조의4 제2항 제1호상의 '매매'에 관하여 '일련의 매매'에 국한되지 않는다고 판단하였다. 문언해석에 기초하여 구 증권거래법이 '일련의 매매'가 아닌 '매매'라고 규정한 점에 초점을 맞춘 것으로 보인다. 다만, 단일매매라 하더라도 시세를 변동시키는 매매거래에 해당하기 위해서는 그 유가증권의 성격과 발행된 유가증권의 총수, 매매

58) 임재연, 앞의 주 1)의 책, 862면.

59) 대법원 2001.6.26. 선고 99도2282판결.

60) 대법원 2006.5.11. 선고 2003도4320판결.

61) 대법원 2001.6.26. 선고 99도2282판결.

거래의 동기와 유형, 그 유가증권 가격의 동향, 종전 및 당시의 거래상황 등을 종합적으로 고려해야 한다고 판단하였는 바, 결국 주가변동을 위한 적극적으로 행동한 것인지의 여부에 따라 결과가 달라질 것으로 보인다.

## 5) 증권간 연계시세조종행위에의 적용 확대 여부(ELS 관련 문제)

### (가) 문제점

자본시장법 이전 구 증권·선물거래법이 적용될 당시에는 구 증권거래법에서는 연계시세조종행위에 관한 규정을 두고 있지 않았고, 구 선물거래법에서는 현·선 연계시세조종행위에 관한 규정만을 두고 있어서 현물인 증권간 연계시세조종행위에 관해서는 규제의 공백이 존재하였다. 자본시장법은 구 증권·선물거래법과 다르게 비교적 상세하게 연계시세조종행위에 관하여 규정 및 보완함으로써 현재는 순방향과 역방향 연계시세조종행위 및 증권간 연계시세조종행위에 대한 규제가 가능하게 되었다.<sup>62)</sup> 그런데 자본시장법 제176조 제4항은 “상장증권 또는 장내파생상품의 매매와 관련하여”라는 문구상 비상장증권인 ELS(Equity Linked Securities)의 경우 제176조 제4항의 증권간 연계시세조종행위의 적용대상이 될 수 없는 문제점이 있다.<sup>63)</sup> 또한 구 증권거래법에서는 연계시세조종행위에 관한 규정 자체를 두지 않았기 때문에 비상장증권인 ELS뿐만 아니라 상증증권간 연계시세조종행위에 관해서도 규제할 수 없는 문제점이 있었다. 이하에서는 ELS의 자동조기상환평가일이나 만기상환평가일에 기초자산인 주식의 가격을 인위적으로 하락시켜서 조기상환조건이 충족되지 않거나 만기상환시 투자자가 손실을 입게 되는 경우 비상장증권인 ELS는 자본시장법의 시세조종에 관한 규정의 적용대상이 아닌 만큼 직접적으로 증권간 연계시세조종으로 다룰 수는 없지만,<sup>64)</sup> 기초자산인 상장증권의 가격을 인위적으로 변동

62) 제176조(시세조종행위 등의 금지) ④ 누구든지 상장증권 또는 장내파생상품의 매매와 관련하여 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하여서는 아니 된다. <개정 2009. 2. 3>

1. 장내파생상품 매매에서 부당한 이익을 얻거나 제삼자에게 부당한 이익을 얻게 할 목적으로 그 장내파생상품의 기초자산의 시세를 변동 또는 고정시키는 행위
2. 장내파생상품의 기초자산의 매매에서 부당한 이익을 얻거나 제삼자에게 부당한 이익을 얻게 할 목적으로 그 장내파생상품의 시세를 변동 또는 고정시키는 행위
3. 증권의 매매에서 부당한 이익을 얻거나 제삼자에게 부당한 이익을 얻게 할 목적으로 그 증권과 연계된 증권으로서 대통령령으로 정하는 증권의 시세를 변동 또는 고정시키는 행위

63) 거래소의 상장규정에 의하면 주가연계증권(ELS)도 상장의 대상이지만, 실제로 상장된 ELS는 거의 없는 실정이다(임재연, 앞의 주 1)의 책, 882면).

64) 자본시장법 제176조 제2항 제1호는 “그 증권 또는 장내파생상품의 매매가 성향을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 그 시세”라고 표현하여 시세조종이라는 행위의 목적이 되는 증권과 행위의 대상이

시킨 이상 이에 관하여 현실매매에 의한 시세조종행위는 성립할 여지가 있으므로 이를 검토하기로 한다.

(나) 자본시장법상 증권간 연계시세조종에의 적용 여부

앞서 본바와 같이 자본시장법 제176조 제4항 제3호는 상장증권을 규제대상으로 하므로 비상장증권인 ELS에 관하여는 자본시장법상 증권간 연계시세조종의 규정은 적용될 여지가 없다.

(다) 자본시장법상 현실매매에 의한 시세조종에의 적용 여부

가) 의 의

앞에서 검토한 바와 같이 현실매매에 의한 시세조종행위가 성립하기 위해서는 ① 상장증권 또는 장내파생상품의, ② 매매를 유인할 목적으로, ③ 매매가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하는 행위 또는 시세를 변동시키는 매매라는 요건을 갖추어야 한다. 비상장증권인 ELS의 경우 상장증권이 아닌 이상 그 가격을 인위적으로 변동시키더라도 현실매매에 의한 시세조종행위가 성립할 여지는 없다. 따라서 ELS의 기초자산인 상장증권만이 현실매매에 의한 시세조종행위가 성립할 것인지 문제되는 것이므로 위 '①'의 요건은 별도로 검토하지 않기로 한다.

나) 매매가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하는 행위 또는 시세를 변동시키는 매매일 것

ELS의 자동조기상환평가일이나 만기상환평가일에 기초자산인 주식의 가격을 인위적으로 하락시키는 경우 매매가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하는 행위인지 여부는 별론으로 하고 시세를 변동시키는 매매에는 해당할 것이다.<sup>65)</sup> 행위요건인 '시세를 변동시키는 매매'는 기초자산인 주식의 가격을 인위적으로 하락시키는 행위에 의하여 시세를 변동시킬 가능성만 있으면 충분하기 때문이다.

다) 매매를 유인할 목적이 있을 것

앞서 본 바와 같이 '매매를 유인할 목적'은 시세차익을 얻고자 주식의 가격을 높게 형성시키기 위하여 다른 투자자들의 활발한 매매거래를 유인하는 경우뿐만 아니라, 연계 금융상품으로부터 이익을 얻고자 주식의 가격을 낮게 형성시키기 위하여 다른 투자자들의 투자손실을 최소화하기 위한 적극적 매도거래를 유인하는 경우도

되는 증권이 동일한 것으로 규제범위를 제한하고 있다는 점에서 위 규정에 의하여 증권간 연계시세조종행위를 직접 규제하는 것은 어렵다(성희환, 앞의 주 46)의 논문, 54면).

65) 임계연, 앞의 주 1)의 책, 881면.

포함될 수 있으므로, ELS의 자동조기상환평가일이나 만기상환평가일에 기초자산인 주식의 가격을 인위적으로 하락시키는 경우에도 ‘매매를 유인할 목적’의 존재를 긍정할 수 있다.<sup>66)</sup>

#### 라) 검토

이처럼 ELS의 자동조기상환평가일이나 만기상환평가일에 기초자산인 주식의 가격을 인위적으로 하락시키는 경우 자본시장법 제176조 제2항 제1호의 ① 상장증권 또는 장내파생상품의, ② 매매를 유인할 목적으로, ③ 매매가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하는 행위 또는 시세를 변동시키는 매매라는 요건을 충족했으므로 현실매매에 의한 시세조종행위가 성립한다.

## IV. 자본시장법 제176조 제2항의 ‘매매를 유인할 목적’의 필요성 여부

### 1. 문제점

자본시장법상 현실매매에 의한 시세조종행위가 성립하기 위한 주관적 요건으로써 ‘매매를 유인할 목적’이 필요한데, 이는 행위자의 내심에 존재하기 때문에 이를 직접적으로 입증하는 것은 사실상 불가능하다. 그러므로 간접사실을 종합적으로 고려하여 통상의 거래관행을 벗어난 행위일 경우 그 존재를 추정하는 방법으로 판단할 수밖에 없음은 앞에서 본 바와 같다. 그런데 행위자의 ‘매매를 유인할 목적’의 존재를 입증하기 위한 간접 또는 정황증거는 대부분 사실적인 요소에 해당하는 것이기 때문에 ‘매매가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하는 행위 또는 시세를 변동시키는 매매’의 요건을 판단하기 위한 자료들로도 사용되는 것이 일반적이다. 결국 통상의 거래관행을 벗어난 매매행위에만 해당하여 객관적 요건을 충족하면 동시에 주관적 요건도 충족한다고 볼 여지도 있게 되는 것이다. 그렇다면 입증의 어려움 및

66) 이에 대해 ELS의 자동조기상환평가일이나 만기상환평가일에 기초자산인 주식의 가격을 인위적으로 하락시켜서 조기상환조건이 충족되지 않거나, 만기상환시 투자자가 손실을 입게 되는 경우, 외형상으로는 제176조 제2항 제1호의 “시세를 변동시키는 매매”에는 해당하는 것으로 보이나, 제2항의 적용요건인 “매매를 유인할 목적”을 인정하기 곤란할 것이라고 보는 견해도 유력하다(임재연, 앞의 주 1)의 책, 881면; 성희환, 앞의 주 46)의 논문 77면).

그 방법을 고려할 때 자본시장법상 현실매매에 의한 시세조종행위의 성립요건으로써 주관적 요건인 ‘매매를 유인할 목적’이란 문구를 삭제하더라도 무방한 것이 아닌가 하는 의문이 들 수 있다.<sup>67)</sup> 이하에서는 입법론적으로 ‘매매를 유인할 목적’의 문구를 삭제하는 것이 타당한지에 관하여 검토하고, 만약 타당하지 않다면 그에 관한 근거는 무엇인지 검토하기로 한다.

## 2. ‘매매를 유인할 목적’의 삭제론

### (1) 입증의 어려움

‘매매를 유인할 목적’에 관한 행위자의 주관적 의사를 거래의 동기와 태양 등의 간접사실에 의존하여 사실상 그 존재를 입증해야만 하고, 직접적으로 입증할 수 있는 방법이 없으므로 입증에 있어서 객관적 사정에 의존하는 경향이 강하다고 한다. 따라서 주관적 요건으로서의 존재의의를 상실했다는 것이다.

### (2) 투자자의 보호

매우 빠르고 다양하게 변화하는 시세조종행위를 규제함에 있어서 ‘매매를 유인할 목적’이라는 요건이 걸림돌이 된다고 한다.<sup>68)</sup> 즉, 비정상적인 거래행위에 의하여 시세가 인위적으로 변동되었다 하더라도 ‘매매를 유인할 목적’이 부정되어 시세조종행위가 성립하지 않을 수 있는데, 이러한 경우가 반복되어 발생함으로써 투자자 보호에 역행할 수 있다는 것이다.

## 3. ‘매매를 유인할 목적’의 존치론

### (1) 정상적인 매매와 구별 필요성

현실매매에 의한 시세조종행위의 경우 정상적인 매매와 구별하기가 매우 쉽지

67) 미국의 경우에도 1934년법 §9(a)의 경우 유인목적을 규정해 놓고 있지만 그 입증이 매우 곤란하여 포괄적 사기금지 규정인 동법 §10(b)항과 SEC Rule 10b-5를 활용하게 된 점을 보면 우리 법상 유인 목적 요건이 시세조종행위를 규제함에 있어 도리어 방해요소가 되고 있는 것은 아닌가라는 의견도 있다(서완석, 앞의 주 47)의 논문, 198면).

68) 김정수, 앞의 주 17)의 책, 723면.



않은데 이를 구별하는 요소로서 중요한 기능을 하는 것이 ‘매매를 유인할 목적’이다.<sup>69)</sup> 즉 ‘매매를 유인할 목적’의 요건이 없을 경우 현실매매에 의한 시세조종행위를 규제하고자 하는 취지에 반하지 않는 매매행위<sup>70)</sup>에 대해서도 인위적 시세변동행위로 보아 처벌될 가능성이 있는 것이다.<sup>71)</sup> 그러나 이 경우는 시장질서를 교란한 것으로 보기도 어렵고 투자자의 이익을 해하지도 않았다는 점에서 굳이 처벌할 필요가 없을 것이다.

## (2) 시장의 매매거래 위축 방지

‘매매를 유인할 목적’과 같은 주관적 요건을 필요로 하지 않는 이상 행위자의 의사와 관계 없이 주가가격의 인위적 변동이 있으면 처벌이 가능하게 되는데, 이 경우 부정한 이익을 얻을 의사 없이 단순히 대량으로 주식을 매매거래하는 행위자에 대해서도 시세조종행위를 인정할 수 있는 문제점이 발생하게 된다.

## 4. 검토

현실매매에 의한 시세조종행위를 규제하는 주된 이유는 주식의 가격을 인위적으로 변동시키는 행위를 통하여 부정한 이익을 취득하는 것을 방지하기 위해서이다. 그런데 현실매매에 의한 시세조종행위의 경우 정상적인 매매거래와 구별하는 것이 매우 곤란하기 때문에 주식의 매매라는 행위만을 놓고 그 성립 여부를 검토할 경우 정상적인 매매거래 또한 규제의 범위에 포함되어 시장에서의 투자를 위축시키는 문제점이 있다.<sup>72)</sup> 예를 들어, 경영권을 획득하고자 대량으로 주식을 매수하는 경우,

69) 목적성요건은 위장거래뿐만 아니라 현실매매에 의한 시세조종행위의 경우에도 동일하게 요구하고 있는 중요한 구성요건인데, 이처럼 시세조종행위의 규제에 있어서 목적성을 요건으로 하는 것은 ‘오인목적’ 또는 ‘그릇된 판단을 하게 할 목적’이 없이 순수한 대량매수 등으로 인해 주가상승을 초래하는 경우 등은 시세조종의 범주에서 배제하기 위한 것이라 할 수 있다(김정수, 앞의 주 17)의 책, 715면).

70) 주식매집의 동기가 매매유인이 아니라 해당 기업의 경영권을 획득하기 위한 경우에는 주가 상승후 주식을 매도함으로써 이익을 취하고자 주식을 매수한 것이 아니므로 이 경우까지 유인목적이 있다고 인정하기는 곤란할 것이다(임재연, 앞의 주 1)의 책, 860면).

71) ‘매매를 유인할 목적’의 요구는 ‘타인을 매매거래로 유인’하려는 불순한 목적이 없는 선량한 거래가 시세조종행위로 오인받을 여지를 제거해 주기 위한 것이다(김정수, 앞의 주 17)의 책, 723면).

72) 시세에 영향을 준다는 것만을 이유로 현실적인 금융투자상품 매매를 모두 규제대상으로 삼을 수는 없을 것이다(김건식·정순섭, 앞의 주 47)의 책, 359면).

긴급하게 자금이 필요하여 보유주식을 대량으로 매도하는 경우 등에는 주식의 가격을 인위적으로 상승 또는 하락시키는 문제점이 존재하지만 행위자에게 다른 투자자로 하여금 매매에 참여하게 할 의사는 없음에도 시세조종행위의 규제대상이 될 수 있는 것이다. 따라서 ‘매매를 유인할 목적’의 요건이 필요성이 현재까지 존재한다는 점에서 이를 삭제하여 그 존재의의를 상실시키는 것은 타당하지 않다. 이에 관하여 투자자 보호에 역행한다고 비판할 수 있으나, 이는 정상적인 매매거래와 현실매매에 의한 시세조종행위의 구별이 어렵다는 점에서 발생하는 것이지 ‘매매를 유인할 목적’ 때문에 그런 것이 아니다. 즉, ‘매매를 유인할 목적’의 존재의의는 정상적인 매매거래와 시세조종행위를 구별하기 위한 것이지 시세조종행위를 정상적인 매매거래로 변경시켜 주는 역할을 하는 것이 아니다.

## V. 결 론

자본시장법이 시행되면서 구 증권·선물거래법이 적용되던 때보다 불공정거래행위에 관하여 비교적 다양한 유형의 행위들을 구체적으로 규제할 수 있게 되었다. 뿐만 아니라 자본시장법 제178조에서 포괄적 사기 금지에 관한 내용을 규정함으로써 구체적인 규정들로만 포섭할 수 없는 범위의 부정거래행위에 대해서도 규제할 수 있는 수단을 마련하였다. 따라서 시세조종행위에 관해서도 비교적 촘촘한 규제체계가 마련되었다고 평가할 수 있을 것이다.

그러나 현실매매에 의한 시세조종행위의 경우 위와 같은 자본시장법상의 체계로도 규제하는 것이 쉽지 않다. 즉, 현실매매에 의한 시세조종행위의 경우 ‘현실적인 거래행위’에 의한다는 특수성으로 인하여 정상적인 거래행위와 구별하는 것이 쉽지 않고, 설사 구별된다고 하더라도 ‘매매를 유인할 목적’이라는 주관적 요건을 입증하는 것이 쉽지 않아 자본시장법 제176조 제2항 제1호상의 규정으로 규제하는 것이 어렵고, 비교적 포괄적으로 규정된 자본시장법 제178조에 의하더라도 현실매매에 의한 시세조종행위가 ‘부정한 수단, 계획, 기교, 거짓의 시세 이용 등’과 같은 사기적 수법을 이용하는 것이 아니고 현실적인 매매에 의하는 것이기 때문에 역시나 그 요건에 포섭하는 것이 쉽지 않다.

그럼에도 불구하고 오늘날에는 기술의 발달에 힘입어 시세조종에 관한 매우 다

양한 수법들이 생겨나고 있기 때문에 이를 규제할 필요성은 더욱 커지고 있다. 뿐만 아니라 금융투자상품에 관한 연계거래의 발전으로 인하여 개별 규정에 의한 규제 공백이 계속 생겨나는 문제도 있다. 이러한 규제의 필요성 및 공백을 보완할 수 있는 수단으로 고려될 수 있는 것이 자본시장법상 포괄적 사기 금지 규정인데, 앞에서 본 것과 같이 위 금지 규정상 행위 태양에 관한 기본적인 유형들이 설정되어 있기 때문에 현실적인 매매와 같이 사기적 방법이 행해지지 않는 시세조종행위에 대하여는 이를 처벌하는 것이 어려울 수 있다. 더욱이 위 금지 규정의 포괄적 성격으로 인하여 그 적용을 일반화시키기 어렵고, 개별적 사안마다 구체적으로 그 적용 및 해석을 달리하게 되어 이를 무턱대고 적용하려 할 경우 법원에 의하여 규제의 대상이 아니라는 판단을 받게 될 위험성 또한 있다.

그렇다면 사기적 방법에 의하지 않고 현실적인 거래에 의하여 시세를 조종하는 행위에 대해서는 자본시장법상 현실매매에 의한 시세조종행위가 아직도 유효한 규제수단이 될 것이다. 이에 관해서 그 요건의 엄격성으로 인하여 현실매매에 의한 시세조종행위에 대한 규제의 가능성이 줄어들 수 있다고 비판할 수 있으나, 그것은 현실매매에 의한 시세조종행위의 특성에서 오는 문제이지 규정상의 성립요건이 지나치게 엄격하여 발생하는 문제로 보기는 어렵다. 특히 대법원에서 현실매매에 의한 시세조종행위의 성립요건 중 주관적 요건인 '매매를 유인할 목적'에 관한 입증방법에 관하여 확립된 태도를 유지하고 있는 이상 반드시 주관적인 목적을 직접 입증해야 하는 것은 아니므로 그에 관한 입증의 어려움 또한 어느 정도 해결되었다고 볼 수 있을 것이다.

또 거래행위자를 처벌하기 위한 규정을 적용함에 있어서도 구체적 규정이 있을 경우, 이를 먼저 적용하고 그 다음에 일반적인 규정을 적용하는 것이 규제대상자의 방어권 보장 측면에서도 적절하므로 포괄적 사기 금지의 규정보다는 우선 현실매매에 의한 시세조종행위에 관한 규정을 적용하는 것이 타당하다고 본다.

지금까지 순수하게 현실매매만으로 시세조종행위를 행하여 처벌된 경우는 많지 않았다. 대부분 위장거래, 거짓의 유포와 같은 비정상적 행위와 함께 현실거래를 통하여 시세차익을 얻는 수법을 이용했기 때문에 통상의 거래관행을 벗어난 행위임을 입증하는 것 또한 어렵지 않았다. 그러나 최근 들어 주식의 가격을 상승시켜 시세차익을 얻는데 국한하지 않고 주식의 가격을 인위적으로 하락시켜 이와 연계된 금융투자상품으로부터 이익을 얻는 것처럼 이익을 구체화시키는 방법이 매우 다양

해지고 있다는 점에서 현재의 시세조종행위에 관한 자본시장법상의 규정에 관한 해석을 다시 한번 검토할 필요가 있다. 자본시장법상의 규제대상에 되지 않는 연계시세조종행위에 관하여 증권법의 거래 측면에만 집중하여 현실매매에 의한 시세조종행위의 성립 여부를 검토하자는 의견에 대하여 ‘매매를 유인할 목적’이 인정되기 어렵다는 이유로 성립 가능성을 부정하는 견해도 있지만, ‘매매를 유인할 목적’을 어떠한 의미로 해석하는가에 따라 성립될 여지도 충분히 있기 때문에 그에 관한 해석론을 새롭게 전개할 필요도 있다.

마지막으로 현실매매에 의한 시세조종행위에 대하여 법의 적용이 용이하다는 이유로 직접 적용 가능한 규정보다 포괄적인 일반규정을 먼저 적용하는 것은 정상적인 투자조차도 위축시킬 수 있다는 점에서 적절하지 못하다. 따라서 현실매매에 의한 시세조종행위에 관하여 직접적인 자본시장법 제176조 제2항 제1호 규정의 치밀한 해석론을 전개함으로써 투자 위축에 관한 염려를 해소함과 동시에 선량한 투자자의 보호 및 건전한 거래질서를 확립해야 할 것이다.

## ■ 참고문헌

### 1. 국내문헌

- 김건식·정순섭, 『자본시장법』, 두성사, 2010.
- 김정수, 『현대증권법원론』, 박영사, 2002.
- 임재연, 『자본시장법』, 박영사, 2011.
- \_\_\_\_\_, 『미국증권법』, 박영사, 2009.
- 한국증권법학회, 『자본시장법 I』, 박영사, 2009.
- 김흥기, “자본시장법상 파생상품 연계불공정거래행위에 관한 연구,” 『법조』, 제636호(법조협회, 2009).
- 김정수, “시세조종규제의 이론과 실제,” 『주식』, 제95호(한국거래소, 2001).
- 송호신, “시세조종행위에 대한 자본시장통합법의 규제,” 『한양법학』, 제20권 제3집(한양법학회, 2009).
- 서완석, “자본시장법상의 시세조종행위 규제,” 『상사판례연구』, 제22집 제3권(한국상사판례학회, 2009).
- 성희환, “자본시장법상 연계 불공정거래의 규제현황과 개선방향 -주가연계증권(ELS) 연계거래를 중심으로-,” 『금융법연구』, 제6권 제2호(금융법학회, 2009).
- 안성포, “시세조종행위와 손해배상책임,” 『법학논총』, 제29권(단국대학교 법학연구소, 2005).

윤영신, “현실거래에 의한 시세조종행위,” 『증권법연구』, 제2권 제2호(한국증권법학회, 2001).  
 이형기, “시세조종규제에 관한 법적 검토,” 『상사관례연구』, 제10권(한국상사관례학회, 1999).

## 2. 외국문헌

Loss, *Fundamentals of Securities Regulation*, 1983.

Lowenfels, “Section 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.* 698.

In the Matter of Kidder Peabody & Co., Securities Exchange Act Release No. 3673, April 3, 1945.

神崎克郎, 『證券取引の法理』, 1987.

黒沼悦郎, “取引による相場操縦の悪性について,” 『企業の健全性確保と取締役の責任』, 1997.

鈴木竹雄・河本&一郎, 『證券取引法』, 新版, 1984.

## Study on Requirement of Manipulation caused from the Real Sales

NamGung, Ju Hyun

### ABSTRACT

Manipulation caused from the real sales under the 176(2)(i) of Financial Investment Services and Capital Markets Act (FSCMA) is the most common manipulation which occurs in the market. Therefore in order to protect the investors and to establish healthy market transaction, it is important to closely regulate manipulation caused from the real sales. However, since market is based on the real sales, it will be difficult to distinguish with the formal transaction. Therefore, by closely regulating manipulation caused from the real sales, it could possibly constrict the formal transaction as well.

Also, in US and Japan, in order to be manipulation caused from the real sales, manipulation must have occurred within the series of transaction. However, under the FSCMA, it simply stated 'the purchase or sales of such security', thus it raises some interpretation issues. Recently, the lower court acknowledged that one time sell which caused a drop in price is also a manipulation caused from the real sales. The transactor in this case argued that one time sell does not fall under the 'for the purpose of inducing the purchase or sale of such security by others' and 'raising or depressing the price of such security' requirements. however, the court did not agree with the argument.

Manipulation caused from the real sales only occurs when the act is 'for the purpose of inducing the purchase or sale of such security by others' and 'for raising or depressing the price of such security', therefore, when exchange distribution happens on listed securities which causes manipulation in spot-linked futures trading and brings price changes in listed securities on KRX, it could be considered as a single market-making action.

All problems mentioned above could be concluded as a discussion on the

interpretation on the 'for the purpose of inducing the purchase or sale of such security by others' requirement. Even though it is very hard to prove 'for the purpose of inducing the purchase or sale of such security by others' requirement, cannot remove it from the regulation because once removed, the line between formal transaction and the manipulation caused from the real sales could become blurred, causing constriction on formal transaction.

Therefore, in order to protect the good traders, it is important to specifically explore and objectively interpret the 'for the purpose of inducing the purchase or sales of such by others' requirement.

**Key Words:** manipulation, real sales, series of transaction, formal transaction, good traders, purpose of inducing