

자본시장법상 불공정거래 행위로 처벌되지 않은 사안에 대한 분석

김 민 정*

目 次

I. 서 론	IV. 부정거래행위로 처벌되지 않은
II. 미공개중요정보 이용행위로	사안
처벌되지 않은 사안	V. 결론
III. 시세조종행위로 처벌되지 않은	
사안	

I. 서 론

자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 '자본시장법'이라 한다) 제174조(미공개중요 정보 이용행위 금지), 제176조(시세조종행위 등의 금지), 제178조(부정거래행위 등의 금지)의 불공정거래 규제는 형벌 규정으로 구성요건을 명확히 규정하여야 할 뿐 아니라 구성요건을 충족하는지에 대한 판단이 아주 엄격하였다. 미공개중요정보 이용행위의 경우 내부자 외에 1차 정보수령자까지를 규제대상으로 제한하고 내부정보에 대한 정보 취득의 직무관련성을 요구하는 바 그 규제의 범위가 지나치게 협소하여 다차 정보수령

■ 투고일자 : 2017년 11월 15일, 심사일자 : 2017년 12월 20일, 게재확정일자 : 2017년 12월 22일.

* 부산대학교 일반대학원 법학과 석사과정, 변호사

자, 정보생산자 또는 직무관련성 없는 정보취득자의 정보 이용행위, 외부정보 이용행위는 처벌할 수 없었고, 시세조종행위의 경우 그 매매가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나, 그 밖의 타인에게 그릇된 판단을 하게 할 목적, 매매를 유인할 목적, 시세를 고정시키거나 안정시킬 목적이 입증되어야 하는데, 주관적 구성요건인 목적의 경우 자백하지 않는 이상 그 입증이 쉽지 않았으며, 부정거래행위의 경우 특히 자본시장법 제178조 제1항 제1호의 해석상 동조 제1항 제2호, 제3호 및 제2항에 준하는 정도의 불법성을 요구하여 적용에 신중을 기하다 보니 무죄가 선고되는 경우가 많았다.

이에 효과적인 규제를 위해 법령의 정비가 필요하고 외국의 입법례와 같이 시장질서 교란행위 규제(자본시장법 제178조의 2)를 도입하여야 한다는 견해에 무게가 실리게 되었고 2014년 시장질서교란행위가 도입되기에 이르렀다. 기존 불공정거래 규제 미공개중요정보 이용행위, 시세조종행위, 부정거래행위로 기소되었으나 무죄를 선고받은 사건 내용을 분석하여 자본시장법 제178조의2 시장질서교란행위로는 규제 가능한지를 살펴 보아 기존 불공정거래 규제의 허점과 시장질서교란행위 규제 도입의 의의 및 효과를 확인한다.

II. 미공개중요정보 이용행위로 처벌되지 않은 사안

서울중앙지검 증권범죄 합동수사단은 친형인 甲회장의 자살 소식이 알려지면서 회사의 주가가 떨어질 것을 우려해 사망 발표 시점을 늦추고 그 사이 자신이 갖고 있던 회사 주식을 팔아치운 혐의 등으로 乙을 구속 기소하였다¹⁾(자본시장법 제443조 제1항 제1호, 제2항, 제174조 제1항 적용).

이 사건에서는 A회사 대표인 乙(피고인)이 회사의 직무와 관련하여 알게 된 중요한 정보인 B회사, C회사의 甲회장의 사망 사실에 대한 공시 및 보도를 미루고 甲, 乙 등이 차명으로 보유하고 있던 B, C 회사 주식을 처분하는데 이용하거나 또는 타인에게 이용하게

1) 법률신문, 「'형 사망발표 늦추고 주식처분' 예당 회장 동생 기소」, 2013. 8. 16.자 인터넷 기사 (<https://www.lawti> !s."\$/%&! 'al- (!ws/&! 'al- (!ws-)i!w*s!%ial + 774,4-\$i./ + A001).

하여 합계 1,414,63,317원의 손실을 회피하였다는 혐의로 기소된 것이다. 乙의 미공개 중요정보 이용 행위 혐의에 대하여 법원은 1심에서 대법원까지 모두 내부자의 신분 요건이 결여되었다며 다음과 같이 무죄를 선고하였다.

1. 사실관계

피고인은 B회사, C회사 회장이었던 망 甲의 동생으로서 A회사의 대표이사이다. 피고인은 2013. 6. 3.경 甲이 자살한 변사체로 발견되었다는 보고를 받았고 B회사, C회사 회장인 甲의 사망 사실에 대한 공시 및 보도를 미루고 2013. 6. 4. 甲이 丙, 丁, 戊 명의로 보유하고 있던 B회사 차명주식을 매도하도록 지시하여 B회사 주식 611,800주를 총 722,338,705원에 매도하여 32,150,813원의 손실을 회피하였고, 피고인이 己명의로 보유하고 있던 B회사 주식 140,000주를 172,85,345원에 직접 매도하여 82,7,3,011원의 손실을 회피하였고, 사채업자 庚에게 주식처분을 권유하여 庚은 C회사 주식 1,731,572주를 총 1,722,558,2,3원에 매도하여 1,414,63,317원의 손실을 회피하였다.

2. 판결의 요지

(1) 제1심(서울중앙지방법원 2014. 1. 24. 선고 2013고합839 판결)

① 쟁점 - 피고인이 내부자인지 여부

자본시장법 제174조 제1항 제1호에서 상장법인의 임원을 내부자로 규정하고 있는데, 자본시장법 제172조 제1항에서 임원에 상법 제401조의2 제1항 각 호의 자를 포함하는 바 제1호의 업무집행지시자도 임원에 포함된다고 할 것이다²⁾. 또한, 자본시장법 제174조 제1항 제1호에서 상장법인 뿐 아니라 그 계열회사의 임원도 내부자로 규정하고 있다. 이 사건에서는 피고인이 내부자에 해당하는지가 문제 되었는데, 피고인이 B회사, C회사의 상법 제401조의 2 제1항 제1호의 업무집행지시자 지위에 있거나 피고인이 대표이사로 있는 A회사가 B회사, C회사의 계열회사인 경우 피고인이 내부자의 지위를 갖게 된다.

2) 자본시장법 제174조 제1항 제1호는 '상장법인의 임원'을 '내부자'로 규정하고 있는데, 자본시장법 제172조 제1항에 의하여 위 '임원'에는 상법 제401조의2 제1항 제1호의 '업무집행지시자'가 포함된다.

② 피고인이 상법 제401조의2 제1항 제1호의 업무집행지시자인지 여부

피고인이 상법 제401조의2 제1항 제1호의 업무집행지시자 지위에 있는지에 대하여, 상법 제401조의2 제1항 제1호는 회사의 지배주주 등이 전체그룹을 경영하고 이사를 임면하면서도 이사가 아니라는 이유로 회사 및 제3자에 대하여 책임을 부담하지 않는 것은 부당하므로 회사에 대하여 영향력을 갖는 지배주주 등을 '업무집행지시자'로 규정한 것인데, 피고인은 물론 피고인이 대표이사로서 있는 A회사도 B회사, C회사의 주식을 전혀 보유하고 있지 아니하였으므로 피고인이 B회사, C회사의 지배주주 지위에서 영향력을 행사하였다고 보이지 아니하고, 피고인은 B회사, C회사에서 아무런 직책을 맡지 않았음은 물론 B회사, C회사의 업무에 관하여 아무런 지시 내지 관여를 하지 아니하였고, B회사, C회사의 대표이사였던 망 甲의 동생이라는 사정, 피고인과 망 甲이 자주 왕래하는 사이였다는 사정 및 B회사, C회사의 임직원이 피고인을 '사장님' 또는 '대표님'이라고 불렀다는 사정만으로는 피고인이 B회사, C회사에 영향력을 행사할 수 있는 지위에서 이 사에게 업무집행을 지시하였음을 인정할 수 없다고 판단하였다.

③ 피고인이 대표이사로서 있는 회사가 계열회사인지 여부

피고인이 대표이사로서 있는 A회사가 B회사, C회사의 계열회사인지에 대하여, 독점규제 및 공정거래에 관한 법률(이하 '공정거래법'이라 한다) 제2조 제3호는 '2개 이상의 회사가 동일한 기업집단에 속하는 경우 이들 회사를 서로 상대방의 계열회사라고 한다'고 규정하고 있는데, 공정거래법 제2조 제2호, 동시행령 제3조 제1호의 '지분율 기준' 또는 동시행령 제3조 제2호의 '지배력 기준'을 충족하여야 하는바³⁾, 망 甲, B회사, C회사와 아무런 관련이 없는 자들이 A회사 주식을 1001 소유하고 있는 것으로 보일 뿐 망 甲이나 B회사, C회사가 동일관련자들과 합하여 A회사 주식 301 이상을 소유하고 있는 것으로 보이지 아니하고 현재의 주주들이 망 甲 또는 B회사, C회사와 공정거래법 시행령 제3조 제1호 각목에 해당하는 관계(동일관련자 지위)에 있음을 인정할 아무런 증거가 없는바 공정거래법 제3조 제1호 '지분율 기준'을 충족하고 있는 것으로 볼 수 없고, 공정거래법 제3조 제2호 '지배력 기준'을 충족하는지를 살펴보면 망 甲 또는 B회사, C회사가 A회사의 대표이사 내지 이사를 선임하거나 선임할 수 있었다는 사정, 망 甲 또는 B회사, C회

3) 자본시장법 제174조 제1항 제1호는 '상장법인의 계열회사의 임원'이 '내부자'에 해당하는 것으로 규정하고 있다.

사의 조직변경·의사결정·업무집행에 지배적인 영향력을 행사하였다는 사정 및 A회사가 통상적인 범위를 초과하여 망 甲 또는 B회사, C회사와 거래를 하였다거나 채무보증을 제공하거나 받았다는 사정을 인정할 수 없고, A회사 홈페이지에 B회사가 '관계사' 중 하나인 것으로 표시되어 있고 동일한 로고를 사용한 사실은 인정되지만 A회사 홈페이지에 B회사와 특별한 관련 없어 보이는 0대학교, 2고등학교 등도 A회사 관계사인 것으로 표시되어 있고 회사명 중 공통된 부분이 있다거나 로고가 동일하다는 사실만으로 사회통념상 계열회사로 인정할 수는 없으므로 A회사가 B회사의 계열회사로 인정될 수 있는 영업상 표시행위를 하였다거나 A회사와 B회사가 사회통념상 경제적으로 동일체로 인정된다고 할 수 없고, 망 甲과 피고인이 자주 왕래하는 사이였다는 사실 및 B회사가 A회사에게 15억원을 대여하였다는 사실만으로는 망 甲 또는 B회사가 A회사의 경영에 지배적인 영향력을 행사하였다고 인정할 수 없어 공정거래법 제3조 제2호 '지배력 기준'을 충족하는 것으로 볼 수도 없다고 판단하였다.

④ 결론

1심은 피고인이 자본시장법 제174조 제1항 제1호의 '내부자'에 해당함을 인정할 수 없다고 하여 피고인에게 무죄를 선고하였다.

(2) 원심(서울고등법원 2014. 6. 26. 선고 2014노458)

① 쟁점

원심에서도 피고인이 자본시장법 제174조 제1항 제1호의 상장법인의 임원 또는 그 계열회사의 임원으로 내부자에 해당하는지가 문제되었고, 제1심에서 다루어지지 않았던 쟁점으로 피고인이 망 甲의 자살소식을 업무직무와 관련하여 알게 되었는지, 즉 내부정보 취득의 직무관련성이 문제 되었다.

② 피고인이 상법 제401조의2 제1항 제1호의 업무집행지시자인지 여부

피고인이 상법 제401조의2 제1항 제1호 또는 제3호의 업무집행지시자에 해당하는지가 문제가 되었는데, 피고인이 제1호에 해당하려면 B회사, C회사에 대한 영향력을 이용하여 '이사'에게 업무집행을 지시하여야 하고, 제3호에 해당하려면 이사가 아니면서 회사의 업무를 집행할 권한이 있는 것으로 인정될만한 명칭을 사용하여 회사 업무를 집행

하여야 하는데, 피고인이 B회사, C회사에 영향력을 행사할 수 있었다고 보기 어렵고 피고인이 주식 매도를 지시한 상대방은 '이사'가 아니므로 '이사'에게 업무집행을 지시하였다고 할 수도 없고, 피고인이 처분을 지시한 것은 망 甲의 개인 소유 차명 주식이며, 주식매도 동기도 경영권 행사를 위한 것이 아니라 단지 주가하락에 따른 손실을 피하기 위한 것인바, 망 甲의 B회사, C회사의 주식 처분을 지시한 것이 B회사, C회사의 업무집행을 지시하였다고 보기도 어려워 상법 제401조의2 제1항 제1호에 해당하지 않으며, 피고인이 '사장'으로 호칭된 것은 맞으나 B회사, C회사의 사장이 아니라 A회사의 사장이라는 것이었고 앞서 살펴본바와 같이 업무집행을 지시한 적도 없으므로 상법 제401조의2 제1항 제3호에 해당하지 않는다고 판단하였다.

③ 피고인이 대표이사로 있는 회사가 계열회사인지 여부

A회사가 B회사, C회사의 계열회사라고 볼 수 있는지에 대하여, 1심과 마찬가지로 홈페이지에 '관계사' 중 하나인 것으로 표시되어있고 동일한 로고를 사용한 사실만으로는 A회사가 B회사의 계열회사로 인정될 수 있는 영업상 표시행위를 하였다거나 A회사가 B회사와 사회통념상 경제적 동일체로 인정된다고 단정할 수 없다고 보았고, A회사 주주들이 B회사와 체결한 주식매매계약서의 부속합의서에 환매권 조항이 있다거나 B회사는 2010. 8. 23.부터 A회사에 지속적으로 금전을 대여하고 변제받아 오다가 위 주식매매 이후인 2011. 12. 31.에야 그 때까지의 대여금 잔액 15억원을 대손충당금을 설정하는 사정만으로는 위 주식매매가 가장매매라고 보기는 어렵고 B회사가 A회사의 경영에 대하여 지배적인 영향력을 행사하였다고 볼 수 없어 A회사가 B회사의 계열회사라고 볼 수 없다고 판단하였다.

④ 피고인이 직무와 관련하여 내부정보를 취득하였는지 여부

피고인이 내부자에 해당한다고 하더라도 甲의 자살 소식을 알리지 않고 주식을 처분하거나 처분한 것이 미공개중요정보 이용행위에 해당하려면 그 정보를 직무와 관련하여 취득하여야 하는데, 피고인이 망 甲의 동생이었던 점을 감안하면 피고인이 망 甲의 유족으로서 甲의 자살 소식을 통보받았을 가능성을 배제할 수 없어 피고인이 B회사의 직무와 관련하여 甲의 자살을 알게 되었다고 단정할 수도 없다고 판단하였다.

⑤ 결론

따라서 원심은 피고인이 내부자에 해당하지 않을 뿐 아니라 설령 내부자에 해당한다고 하더라도 미공개중요정보 취득과 관련하여 직무관련성이 없어 미공개중요정보 이용행위 위반에 관하여 무죄를 선고한 1심 판결은 정당하다고 하여 검사의 항소를 기각하였다.

(3) 대법원(대법원 2014. 11. 13. 선고 2014도8721)

대법원은 피고인이 자본시장법 제174조 제1항 제1호의 내부자에 해당하지 않는다고 하여 피고인에게 무죄를 선고한 1심 판결을 유지한 원심의 조치는 정당하고 사실 오인 및 미공개중요정보 이용행위로 인한 자본시장법 위반죄에 관한 법리를 오해한 위법이 없다고 하여 상고를 기각하고 원심을 확정하였다.

3. 시장질서교란행위로 규제할 수 있는지 여부

(1) 문제점

이 사건에서 법원은 피고인은 망 甲 회장의 사망사실을 공시하기 전에 망 甲과 피고인이 차명으로 보유하였거나 피고인의 가족들이 보유한 주식을 처분하여 손실을 회피하였지만 피고인은 자본시장법 제174조 제1항 제1호에 따른 법인 또는 계열회사의 임원, 즉 내부자로 볼 수 없고 설령 내부자에 해당한다고 할지라도 직무와 관련하여 망 甲의 사망이라는 미공개중요정보를 취득한 것이 아니므로 처벌할 수 없다고 보았다.

미공개중요정보 이용행위를 금지하는 목적은 우월한 지위를 이용한 정보 취득 및 이용을 금지하여 시장의 공정성과 투명성을 제고하고자 함인데, 회사 주식의 매매, 기업 구조조정 등이 오너 집단의 사익을 추구하는 수단으로 오남용 되는 현실 하에서 대상 판결은 규제의 허점을 여실히 보여주고 있다고 할 것이다.

(2) 미공개중요정보 이용 시장질서교란행위로 규제할 수 있는지 여부

그렇다면 이 사건이 자본시장법 제178조의2 제1항의 미공개중요정보 시장질서교란행위로 규제가 가능한지를 살펴보면, 피고인은 모 식당에서 친형이자 B회사, C회사의 회

장 甲이 회사 빌딩 지하 1층 기계실에서 목을 매어 자살한 변사체로 발견이 되었다는 보고를 받은 바 보고를 한 당사자가 누구인지 정확히 알 수는 없지만 회사 빌딩 지하 기계실에서 회장의 변사체를 발견하고 외부에 알리지 않고 가족이자 관계사 대표인 피고인에게 먼저 보고를 할 지위에 있는 자라면 B회사, C회사의 임직원일 가능성이 높다. 그렇다면 상장회사의 대표의 사망 사실이 미공개중요정보인 점은 다툼이 없으므로 피고인은 위 상장회사 임직원로부터 나온 미공개중요정보임을 알면서 이를 받은 자에 해당하고, 이를 증권시장에 상장된 증권의 매매에 이용하거나 타인에게 이용하게 하였으므로 피고인의 행위는 시장질서교란행위에 해당하게 된다(자본시장법 제178조의2 제1항 제1호 가목). 피고인이 B회사, C회사에 직접적으로 영향력을 행사한 적이 없고, 망 甲이 친형인 점을 감안할 때 자신의 직무와 관련하여 미공개중요정보를 알게 된 자(자본시장법 제178조의2 제1항 제2호 나목)라고는 보기는 어려울 것으로 보인다. 따라서 금융위원회는 피고인에게 자본시장법 제4,2조의2에 따라 과징금을 부과할 수 있게 된다. 이 사건을 통해 회피한 손실액 합계 1,414,63,317원으로 5억원을 초과하므로 그 회피한 손실액의 1.5배에 상당하는 금액(약 21억) 이하로 과징금을 부과할 수 있게 된다.

Ⅲ. 시세조종행위로 처벌되지 않은 사안

1. 사실관계

A(피고인)는 甲증권의 투자상담사로서 甲증권과 사이에 영업수익의 551를 받기로 약정하여, 매월 4,500만 원 이상의 영업수익을 올려야 하는 상황이었다. 한편, 乙토건 주식은 2003. 12. 31. 현재 총 발행주식 수는 7,236,4,8주이고, 이중 최대주주가 가지고 있는 주식은 1,8,4,578주이며, 총 유통주식수는 5,341,,20원주이며, 乙토건 주식의 주가는 1,,5. 10.경 최고 56,300원에 이르렀고, 외환위기 당시 2,775원까지 하락하였으며, 다시 등락을 반복하다 피고인이 이 사건 통정매매 등을 시작할 무렵에는 5,200원대를 유지하고 있었다. 그 후 이 사건 시세조종기간을 거치면서 2004. 5. 4. 장중 최고 8,600원까지 상승하였다가 다시 하락하여 이 사건 시세조종기간 종료시점인 2004. 7. 20. 종가는 7,260원이었다가, 시세조종기간 종료 후인 2004. . 16. 10,000원을 넘은 후 계속하여 상

승하여 현재 50,000원을 초과하고 있다.

피고인은 乙토건 주식을 시세조종기간 초기인 2004. 1. 12.에 처인 C 명의의 계좌로 25,820주, 장모인 2 명의의 계좌로 25,605주, 동서인 0 명의의 계좌로 50,7,7주 등 약 10만주를 보유하고 있었으며, 시세조종기간 종료시점인 2004. 7. 20.에는 C 계좌로 87,200주, 2 계좌로 21,723주, 0 계좌로 53,157주 등 약 16만주를 보유함으로써 시세조종기간 동안 乙토건 주식의 순보유량을 약 6만주 가량 늘렸다. 뿐만 아니라 피고인은 위 3인의 계좌 이외에 3 등 11인의 14개 계좌를 관리하면서 시세조종기간 동안 위 14인의 계좌를 통하여 乙토건의 주식 1,234,118주를 매수하고, 54,,440주를 매도하여 약 68만주 가량 주식수를 늘렸는데, 그 과정에서 3로부터 위탁을 받아 2004. 4. 8.부터 2004. 5. 3.까지 3 계좌로 1개월여 만에 약 37만주를 순매수하였다. 시세조종기간 동안의 이 사건 주식거래량은 2004. 1. 2.부터 2004. 4. 7.까지의 기간 동안은 일일 평균 2,,313주, 집중매수한 시기인 4. 8.부터 5. 4.까지는 일일 평균 56,113주, 5. 6.부터 7. 23.까지는 일일평균 13,,78주였고, 전체 시세조종기간 동안의 일일 평균 거래량은 26,104주였다.

피고인은 이 사건 시세조종기간 종료 후에도 위 3인 명의로 보유하고 있던 乙토건 주식을 매도하지 않은 채 그대로 보유하고 있다가 2005년 여름에 이르러서야 일부 매도하였고, 피고인이 관리하던 고객들도 이 사건 시세조종기간 종료 후 乙토건 주식을 그대로 보유하고 있다가 일부 고객만이 2004년 겨울에 매도를 시작하였다.

2. 판결의 요지

(1) 제1심(서울중앙지방법원 2007. 4. 20. 선고 2006고합1293 판결)

1심 법원은 증권거래법 제188조의4 제1항의 '거래가 성황을 이루고 있는 것으로 오인하게 하거나, 기타 타인으로 하여금 그릇된 판단을 하게 할 목적'은 다른 목적과의 공존 여부나 어느 목적이 주된 것인지는 문제되지 아니하고, 그 목적에 대한 인식의 정도는 적극적 의욕이나 확정적 인식임을 요하지 아니하고 미필적 인식이 있으면 족하며, 투자자의 오해를 실제로 유발하였는지 여부나 타인에게 손해가 발생하였는지 여부 등도 문제가 되지 아니하고, 같은 조 제2항에서 요구되는 '매매거래를 유인할 목적'이나 제3항이 요구하는 '시세를 고정시키거나 안정시킬 목적', 그 밖에 '시세조종을 통하여 부당이

득을 취득할 목적' 등이 요구되는 것도 아니고 이러한 목적은 당사자가 이를 자백하지 않더라도 그 유가증권의 성격과 발행된 유가증권의 총수, 매매거래의 동기와 태양(순차적 가격상승주문 또는 가장매매, 시장관여율의 정도, 지속적인 종가관여 등), 그 유가증권의 가격 및 거래량의 동향, 전후의 거래상황, 거래의 경제적 합리성 및 공정성 등의 간접사실을 종합적으로 고려하여 판단할 수 있는 것이며⁴⁾ 나아가 이러한 법리는 같은 법 제188조의4 제2항에서 요구하는 '매매 거래를 유인할 목적'이 있는지 여부에 관한 판단을 하는 경우에도 마찬가지로 적용되어야 할 것이라 하고 하며, 피고인이 '매매 거래를 유인할 목적'을 자백하지 않는 이 사건에서 '매매 거래를 유인할 목적'을 인정하기 위해 필요한 요건을 먼저 실시하였다.

통정매매나 가장매매는 다른 형태의 시세조종성 거래 주문과 달리 적은 비용으로 매매거래를 반복적으로 체결시킬 수 있고 주가도 임의로 정할 수 있어 이를 이용하여 주가에 영향을 미칠 가능성이 크므로 이러한 외관을 갖춘 매도·매수주문에 의한 거래행위가 인정될 경우에는 특별한 사정이 없는 한 타인으로 하여금 거래가 성황을 이루고 있는 것으로 오인하게 하거나 기타 타인으로 하여금 그릇된 판단을 하게 할 목적이 있는 것으로 보아야 하는 것으로서, 피고인이 신용대출금과 미수금 상환 목적으로 부득이 매도할 수밖에 없었던 주식을 피고인이 관리하고 있던 다른 고객 등의 장기투자를 위하여 매수하거나 약정고 제고를 위해서 이 사건 통정매매를 하였다는 사정만으로는 그 통정매매가 거래성황 오인 등의 목적 없이 이루어진 것으로 보기는 어렵고 피고인이 행한 통정매매, 고가매수주문, 허수매수주문, 종가관여주문은 시간적으로 밀접한 관계에 있고, 주문마감시간에 집중되는 경우가 대부분이었으며, 순차적 고가주문이 이루어진 것으로서 전체적인 거래주문 내용과 거래주문 횟수 등을 종합적으로 볼 때 이는 주가를 점진적으로 상승시키거나 하락을 저지한 전형적인 시세조종성 주문형태에 해당한다고 볼 수 있고 이 사건 시세조종기간 동안 乙토건 주식의 주가는 5,200원대에서 3 계좌로 집중매수하기 이전에 이미 6,100원대로 상승하였고 이후 8,600원대까지 상승하였다가 시세조종기간이 끝날 무렵에는 7,200원대를 유지하여 특별한 호재가 없는 가운데 최고 6.1 상승하였고, 피고인이 다년간 증권거래업무에 종사한 투자상담사인 점 등을 종합하여 보면, 설사 피고인이 이 사건 시세조종행위에 착수할 당시 乙토건 주식의 주가 전

4) 대법원 2001. 11. 27. 선고 2001도3567 판결.

망이 매우 좋은 것으로 판단하여 그 주식을 장기 보유할 의도가 있었다고 하더라도, 피고인에게는 이 사건 주식매수주문 등을 할 당시 미필적이거나 투자자들로 하여금 乙토건 주식의 매매거래가 성황을 이루는 듯이 알게 하는 등으로 매매거래를 유인한다는 인식이 있었다고 판단하여, 이 사건 공소사실 중 시세조종 부분에 대하여 유죄로 인정하였다.

(2) 원심(서울고등법원 2007. 7. 13. 선고 2007노1052 판결)

① 매매성황에 대한 오인 또는 오판 유발 목적이 있었는지 여부

원심은 통정매매에 따른 시세조종행위로 처벌하려면 '거래가 성황을 이루고 있는 것으로 오인하게 하거나, 기타 타인으로 하여금 그릇된 판단을 하게 할 목적'이 입증되어야 하는데, 피고인은 乙토건 주식을 많이 확보하고 싶었으나 돈이 부족하여 신용만기에 팔았다가 다시 신용으로 매수하여 이를 채워 넣는 작업을 한 것인데, 다만 제3자에게 이를 매도하고, 다시 제3자로부터 매수하는 방식을 취하게 되면 매도가격으로 다시 매수물량을 확보하기 어려울 뿐만 아니라 급격한 시세변동을 유발할 우려가 있어 이를 방지하고자 통정매매 방식으로 처리하였다고 하고 통정매매 중 고객들의 요청에 의한 거래 또는 미수금정리를 위한 부분이 상당 수 있고 투자상담사로서의 약정고 달성을 위하여 실시한 측면이 있다고 하며 이 사건 통정매매로 인하여 체결된 약 46만주 중 그 체결가가 현재가(직전가)와 같거나 낮은 경우가 25만주 가량이나 되어 피고인이 乙토건 주식의 시세를 높일 의도로 이 사건 통정매매를 하였다고 보기는 어려운 점 등을 종합하여 보면, 비록 피고인이 행한 이 사건 통정매매 횟수가 상당히 많다고 하더라도, 이 사건 통정매매가 자유로운 공개경쟁시장에서의 자율적인 수요공급에 따른 정상적인 것인 양 타인을 오도하여 거래가 성황을 이루고 있는 듯이 오인하게 하거나 기타 타인으로 하여금 그릇된 판단을 하게 할 목적 하에 행하여진 것으로 단정하기 어렵다고 보았다.

② 매매유인 목적이 있었는지 여부

피고인의 고가매수주문·종가관여주문, 허수매수주문 행위가 '매매거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게'하는 행위에 해당하여 처벌이 되기 위해서는 매매를 유인할 목적이 인정되어야 하는데, 원심은 고가매수주문·종가관여주문 관련하여 피고인이 상대

호가에 비하여 높은 가격에 매수주문을 하고, 동시호가시간대에 예정체결가보다 높은 가격에 매수주문을 한 사정만으로는 매매거래를 유인할 목적으로 乙토건 주식의 매매거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 그 시세를 변동시키는 행위를 하였다고 보기 어렵다고 보았고, 허수매수주문에 관하여는 그 매수주문량에 비추어 2004. 1. 20.자 4,000주 및 2004. 3. 25.자 2,000주의 규모를 두고 매매거래가 성황을 이루고 있는 것으로 보일 만큼의 규모라고는 보기 어렵고, 피고인이 매수체결가능성이 전혀 없는 낮은 가격으로 허수매수주문을 하였다고 보기 어렵고, 피고인이 직전가보다 0원 낮은 가격으로 매수주문을 하였다고 하여 이를 두고 매수의사 없이 허수매수주문을 낸 것이라고 단정하기 어려워 피고인이 허수매수주문을 통하여 매매거래를 유인할 목적으로 乙토건 주식의 매매거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 그 시세를 변동시키는 행위를 하였다고 보기 어렵다고 보았다.

③ 시세조종 기간 후 사정

원심은 또한, 통상의 주가조작행위는 시세조종을 도모하는 세력이 그 시세조종을 통하여 당해 주가를 해당기업의 실체가치 이상으로 과다하게 상승시킨 후 주식을 팔고 떠나는 것이 전형적인 모습이라 할 것인데, 이 사건 乙토건 주식의 시가는 시세조종기간 종료 후 오히려 더욱 상승하였고, 피고인이 시세조종기간 종료 후에도 그 주식을 매도하지 아니한 채 장기간 보유하고 있으며, 시세조종기간의 거래량이 그 이후보다 소규모였던 것에 비추어 볼 때 일반투자자로 하여금 乙토건 주식의 거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하였다고 보기도 어렵다고 하여 피고인이 乙토건 주식의 주가를 조종하여 이득을 취할 의도 하에 이 사건 통정매매, 고가매수주문, 종가관여주문, 허수매수주문을 하였다고 볼 수 없다고 판단하였다.

④ 결론

따라서, 원심은 피고인이 이 사건 통정매매, 고가매수주문, 종가관여주문, 허수매수주문 행위를 할 때 '그 거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 기타 타인으로 하여금 그릇된 판단을 하게 할 목적' 및 제2항 소정의 '매매를 유인할 목적'이 있었다고 보기 어렵다고 하여 유죄를 선고한 1심을 파기하고 무죄를 선고하였다.

(3) 대법원(대법원 2008. 11. 27. 선고 2007도6558 판결)

대법원은 피고인에게서는 이 사건 乙토건 주식의 매매거래와 관련하여 '그 거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 기타 타인으로 하여금 그릇된 판단을 하게 할 목적' 및 '매매를 유인할 목적'이 있었다고 보기 어렵다는 이유로 이 사건 공소사실 중 시세조종행위에 대하여 유죄를 인정한 제1심 판결을 파기하여 무죄를 선고한 원심의 사실인정 및 판단은 정당하다고 하여 원심을 확정하였다.

3. 시장질서교란행위로 규제할 수 있는지 여부

(1) 문제점

이 사건에서 법원은 피고인이 장기 보유할 목적 또는 미수금 상환 목적으로 통정매매, 허수 호가 주문을 하였다는 것이고 시세조종 기간 후의 사정까지 살펴볼 때 피고인의 변소가 설득력이 있고 시세조종행위 주관적 요건인 '거래가 성황을 이루고 있는 듯이 오인하게 하거나 기타 타인으로 하여금 그릇된 판단을 하게 할 목적' 및 '매매를 유인할 목적' 이 있다고 볼 수 없다고 하여 무죄를 선고하였다.

증권 시장에서 정상적인 매매를 할 의사없이 통정매매, 허수호가주문을 하는 것은 실제 시세에 부당한 영향을 주었거나 최소한 부당한 영향을 줄 우려가 있는 행위로 시장의 완전성을 훼손한 행위로 평가할 수 있어 용인하여서는 아니됨에도 주관적 요건 입증의 어려움으로 인해 처벌의 공백을 여실히 드러낸 판결이라 할 것이다.

(2) 시세조종 시장질서교란행위로 규제할 수 있는지 여부

그렇다면 이 사건이 자본시장법 제178조의2 제2항의 시세조종 시장질서교란행위로 규제가 가능한지 살펴보면, 자본시장법 제178조의2 제2항은 객관적으로 시세에 부당한 영향을 주거나 줄 우려가 있는 각 호의 행위를 규제하고 있으므로 '거래가 성황을 이루고 있는 듯이 오인하게 하거나 기타 타인으로 하여금 그릇된 판단을 하게 할 목적' 및 '매매를 유인할 목적' 요건이 필요 없다. 피고인이 정상적인 매매를 할 의사 없이 통정매매, 고가매수주문·종가관여주문, 허수호가주문을 하였으며, 피고인이 행한 통정매매, 고가매수주문, 허수매수주문, 종가관여주문은 시간적으로 밀접한 관계에 있고, 주문마

감시간에 집중되는 경우가 대부분이었으며, 순차적 고가주문이 이루어진 것으로서 전체적인 거래주문 내용과 거래주문 횟수 등을 종합적으로 고려하여 보면 피고인의 각 행위는 하여 시세에 부당한 영향을 주거나 줄 우려가 있는 허수호가 제출, 통정매매 행위에 해당한다고 할 것이다(자본시장법 제178조의2 제2항 제1호, 제2호). 피고인은 이 사건 시세조종을 통해 473,334,155원(실현이득 107,313,843원, 미실현이득 366,020,312원) 상당의 부당이득을 취한 바 금융위원회는 피고인에게 5억원 이하의 과징금을 부과할 수 있다.

IV. 부정거래행위로 처벌되지 않은 사안

1. 사실관계

A회사의 대주주인 피고인 甲은 2006.경 150억원의 대출을 받으면서 피고인 甲 소유 A회사 주식 632만주를 담보로 제공하였는데, 200,. 4.경까지 이자 정도만 변제하였을 뿐 원금 상당부분을 변제하지 못하여 담보로 제공된 위 주식의 반대매매될 상황이었고, 채권자들이 강제집행 절차를 진행하여 강제 매각될 예정이었다. 또한, A회사가 2007. 경 발행한 신주인수권부사채 중 2008. 12. 31.경까지 663,400,000엔 및 120억원 상당의 신주인수권부사채를 상환하지 못하고 있었고, 매출이 급감하는 상황에서 A회사는 이를 타개하고자 몽골 보하트 금광 사업에 투자하였고, 외국계 투자회사인 B회사와 주식매수대금 일부를 보증금으로 지급하는 것을 조건으로 A회사의 장내주식을 매수하는 약정을 하여 B회사가 200,. 10. 1.경 A회사 주식 160만주, 200,. 10. 20.경 335만주를 매수하게 하였다. 위 금광 사업에 필수적인 관련 행정절차가 전혀 진행되지 않았음에도 피고인 甲은 A회사가 투자한 몽골 보하트 금광에서 시험생산을 개시하였다는 취지의 200,. 6. 5.자 기사가 보도되도록 하였고⁵⁾, 200,. 4. 1.경 550원으로 등락을 거듭하던 A회사의 주식은 위 200,. 6. 5.자 기사가 보도되면서 그 때부터 급등하기 시작하였고 200,. 10. 1.경 2650원에 이르렀다. 또한, B회사의 A회사 장내주식 대량 매입 기사가 보도되면서 200,. 10. 16.경 1,280원이었던 A회사 주가가 200,. 10. 16.경 1,875원에 이르게 되었다.

5) 법원은 피고인의 몽골보하트 금광개발 사업과 관련한 허위사실을 유포하고 외국계 투자회사인 B회사와 원리금 보장약정을 체결하여 장내 주식을 매수하게 한 행위에 대해서는 자본시장법상 시세조종행위, 부정거래행위로 판단하여 유죄를 선고하였고 확정되었다.

한편, 위와 같이 A회사 주가가 급등하기 시작하자 A회사가 2007. 4. 20.경 발행한 신주인수권부사채 7억 1,600만엔 상당을 인수한 C회사는 사채원리금을 회수하기 위해 신주인수권부사채를 행사하여 취득한 주식을 장내매도하려고 하였다. 이에 피고인 甲은 C회사로부터 신주인수권부사채 전체를 인수하기로 마음을 먹었는데 인수 자금이 없자, 피고인 乙에게 원금과 이자를 보장하여 줄테니 신주인수권부사채를 인수하여 달라는 제안을 하여, 200,. 6. 16.경 피고인 乙이 B회사로부터 5,00,,316,700원 상당의 신주인수권부사채를 인수하여 대용납입 방식으로 행사하되, 피고인 甲, A회사가 200,. 12. 16. 기준으로 원금 및 이자 상당액을 보장해주고, 피고인 乙이 A회사 주식을 매도하여 이익이 발생하는 경우 그 절반을 피고인 甲에게 지급하기로 하는 계약을 체결하고, 피고인 甲은 피고인 乙에게 50억원 상당의 A회사 발행 당좌수표와 0회사 주식 2만 3,000주를 위 약정에 대한 담보로 제공하였다(이하 '이 사건 원리금보장약정 등'이라 한다).

피고인 乙은 200,. 6. 22.경 C회사로부터 5,00,,316,700원 상당의 신주인수권부사채를 인수하였는데, 이는 A회사 총 발행주식 수의 6.121에 해당하는 것으로 200,. 6. 24.경 한국거래소에 대량보유상황보고를 하였고, 피고인 甲은 인터넷 언론매체 등에 C회사로부터 신주인수권부사채를 인수한 피고인 乙이 2회사 대표이며 유력한 인물로 A회사 2대주주로 올라섰다는 내용을 보도하도록 하였고, A회사 주가는 계속 상승하여 200,. 6. 30.경에는 12,0원에 이르렀고, 피고인 乙이 신주인수권부사채를 인수한 직후인 200,. 6. 30.경 신주인수권 전부를 대용납입 방식으로 행사하여 A회사 신주 7,141,881주를 취득한 다음, 주가가 2,570원이던 200,. 8. 12.경부터 같은달 26.경까지 위 주식 전부를 장내에 합계 17,411,,7,382원에 매도하고, 위 약정에 따라 피고인 甲에게 이득액의 절반인 62억원 상당을 지급하였다.

2. 판결의 요지

(1) 제1심(서울중앙지방법원 2012. 5. 4. 선고 2011고합440 판결)

① 쟁점

1심에서는 피고인 乙은 일반투자자처럼 원본 손실 가능성이라는 투자 위험을 감수하지 않았고 피고인 甲과 乙이 주식의 공동보유관계가 있어 이를 공시할 의무가 있음에도

공시하지 않는 방법으로 일반투자자들의 오해를 유발하였으므로, 이 사건 원리금보장약정 등을 체결한 피고인 甲과 乙의 행위가, 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 부정거래행위 내지 위계를 사용한 부정거래행위에 해당하는지가 문제가 되었다.

② 투자성을 상실하는지 여부

1심 법원은 원리금보장약정 자체는 금지되지 않고, 투자위험을 줄이기 위해 이 사건 원리금 보장 약정 등을 체결한 사실만으로 피고인 乙이 신주인수권부사채 인수 등이 투자로서의 성격을 상실하지 않는다고 보았다.

③ 주식의 공동보유자인지 여부

주식의 공동보유자⁶⁾에 해당하려면 피고인 甲과 乙이 주식 등에 관한 의결권과 처분권을 공동으로 행사하기로 약정한 사실이 인정되어야 하는데, 1심 법원은 인수자금은 모두 피고인 乙이 부담하였고, 신주인수권을 주식대용 방식으로 행사하는 것일 뿐 취득한 주식에 대하여는 스스로의 판단에 따라 자유롭게 처분할 수 있고 결정권을 제한할 만한 약정은 발견할 수 없었으므로 피고인 乙이 자신의 자금을 이용하여 자신 명의로 주식 등을 취득하였다가 처분한 것으로 봄이 상당하고 공동보유관계에 있다고 보기 어렵다고 판시하였다.

④ 공시의무가 있는지 여부

1심 법원은 신주인수권부사채를 취득하는 것 자체만으로는 장내 일반투자자들에게 아무런 정보를 제공하는 것이 없고, 다만 취득한 신주인수권이 회사의 총 발행주식 수의 51 이상인 경우 대량보유상황보고를 함으로써 일반투자자들에게 신주인수권부사채를 취득하였다는 정보를 제공하게 되는데 이때에도 자본시장법 제147조 제1항, 동법 시행령 제154조 제3항, 제153조 제2항 제1, 2, 4호에 따라 보유 목적이 회사의 경영권에 영향을 주기 위한 것이 아닌 경우에는 보유 상황, 보유 주식등의 발행인에 관한 사항, 취득 또는 처분 일자, 가격 및 방법 등에 대하여만 보고할 의무가 있을 뿐, 보유 주식등

6) 자본시장법 제147조 제1항에서는 본인과 그 특별관계자가 보유하게 되는 주식등의 수의 합계가 그 주식등의 총수의 100분의 5 이상으로 주식을 대량보유하게 된 자는 5일 이내에 금융위원회와 거래소에 보고할 의무를 부과하고 있는데, 실질적 대량보유 여부를 판단하기 위하여 '특별관계자', '특수관계인' '보유', '공동보유자'의 개념을 도입하게 되었다. 동시행령 제141조 제2항이 공동보유자를 정의하고 있다.

에 관한 주요 계약 내용에 대하여는 보고할 의무는 없다고 할 것인데, 피고인 乙은, 위 신주인수권부사채의 시장가격이 인수가격 및 행사가격을 이미 훨씬 넘고 있어 향후 이익실현가능성이 높은 상황이라는 판단을 하고 투자한 것으로, 취득 목적이 회사의 경영권에 영향을 주기 위한 것이 아님이 분명해 보이므로, 위 규정에 따른 공시의무도 없다고 판단되며, 신주인수권을 대용납입 방식으로 행사한 것을 한국거래소를 통해 공시하는 과정에서 행사가가 원금 보장 약정이 있음을 공시할 의무가 있다고 보이지 않는다고 판시하였다.

⑤ 결론

1심 법원은 자본시장법 제178조에서 정한 각 부정거래행위죄는 다른 부정거래행위와 달리 목적조항이 없는 경우도 있고, 구성요건의 내용이 추상적이고 포괄적이어서 그 문언에 형식적으로 포섭되는 행위의 범위가 지나치게 확장될 가능성이 있는 반면 법정형은 다른 부정거래행위죄와 동일한바 이런 점을 고려하면, 자본시장법 제178조의 위반죄를 인정하기 위해서는 적어도 다른 부정거래행위금지 등에서 요구되는 것과 동일한 정도의 불법성이 확인되어야 할 것이라고 하면서, 이 사건 원리금보장약정 등은 투자자가 거액을 투자하면서 그 투자위험을 줄이기 위한 수단을 마련한 것이기는 하나 투자 상대방의 신용위험 등이 완전히 제거되었다고는 볼 수 없고, 한편 투자자가 자신의 투자 동기나 계획 등을 스스로 주식시장에 공개하여야 할 의무는 없음을 고려할 때 피고인 乙이 자신의 판단으로 신주인수권부사채를 인수한 행위 등은 객관적 측면에서 사실에 부합하므로 그 자체만으로는 기망행위에 해당한다고 볼 수 없고, 신주인수권 행사로 취득할 주식에 대하여 원금 보장이 되어 있다는 사실이 일반투자자들이 주식의 매매를 함에 있어서 중요한 사항이라고 단정하기 어려울 뿐 아니라 피고인 乙의 투자 행위 전후 A회사의 주식거래량, 주가의 추이를 보면, 위 신주인수권의 행사가 시장 내에서 특별한 거래 유발 효과를 가져온 것으로도 보이지 않으므로 이 사건 원리금보장약정 등의 체결 및 그 비공개를 함께 고려하더라도, 피고인들이 신주인수권부사채의 취득 및 신주인수권의 행사와 관련하여 위 각 법률규정이 금지하고 있는 바의 '부정한 거래'를 하였다고는 평가하기 어렵다고 하여 피고인 甲, 乙에게 무죄를 선고하였다.

(2) 원심(서울고등법원 2012. 11. 2. 선고 2012노1467 판결)

① 쟁점

원심에서는 1심과 마찬가지로 피고인들이 공동보유자 관계인지와 이를 누락한 주식 등대량보유상황보고서가 허위기재인지 여부가 문제되었고 추가로 신주인수권 행사가를 633원으로 기재한 것이 허위공시인지 여부가 문제가 되었다.

② 주식의 공동보유자인지 여부

원심은 이 사건 원리금보장 약정 등에 따라 피고인 乙이 부담하는 의무는 신주인수권을 주식대용 방식으로 행사하는 것일 뿐, 취득한 주식에 대하여는 스스로의 판단에 따라 자유롭게 처분할 수 있는 것으로 보이고, 달리 피고인 乙의 처분 결정권을 제한할 만한 약정을 발견할 수 없고 피고인 乙은 자신의 자금을 이용하여 자신 명의로 주식 등을 취득하였다가 처분한 것으로 봄이 상당한바 피고인들이 주식의 공동보유자로 볼 수 없다고 판단하였다.

③ 공시의무가 인정되는지 여부

원심은 피고인 乙은 신주인수권부사채 시장가격이 인수가격 및 행사가격을 이미 훨씬 넘고 있어 향후 이익실현가능성이 높은 상황이라는 판단을 하고 투자한 것으로, 취득 목적이 회사의 경영권에 영향을 주기 위한 것이 아님이 분명해 보이므로, 그에 따른 공시의무도 없다고 판단되며, 또한 신주인수권을 대용납입 방식으로 행사한 것을 한국거래소를 통해 공시하는 과정에서도 행사자가 원금 보장 약정이 있음을 공시할 의무가 있다고 보이지 않는다고 판단하였다.

④ 신주인수권행사가의 거짓표시로 인한 허위공시가 있는지 여부

원심은 자본시장법상 공시서류 기재의 기준과 서식 등은 금융감독원장에게 위탁되어 있고, 금융감독원이 제정한 '기업공시서식 작성기준' 별지 제44호 서식 '주식 등의 대량보유상황보고서(일반)'에 의하면 신주인수권표시증서의 '취득/처분단가'란에는 신주인수권의 행사가액을 기재하여야 하는바, 위 서식에 표시된 '신주인수권의 행사가'를 이 사건 원리금 보장 약정 등을 반영한 '유동적 행사가'로 해석하여야 할 아무런 근거가 없고, 이와 같이 해석하는 경우 이는 모든 원리금 보장 약정 등 이면약정을 공시하라는

말과 동일한 실질을 갖게 되는바, 자본시장에서 투자자의 투자위험을 줄이기 위한 다양한 수단이 계약자유의 원칙에 따라 채택되고 있고, 대법원이 모든 투자 정보에 대한 공시의무를 부과하고 있는 것이 아니라 허위정보의 유포 등이 있는 경우에만 공시의무를 부과하고 있는 점(대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도810, 판결 참조) 등을 종합하면, 피고인 乙의 신주인수권 행사가를 633원으로 공시한 것은 허위공시에 해당하지 않는다고 보는 것이 상당하다고 판단하였다.

⑤ 결론

원심은 자본시장법 제178조에서 정한 각 부정거래행위죄는 다른 부정거래행위와 달리 목적조항이 없는 경우도 있고, 구성요건의 내용이 추상적이고 포괄적이어서 그 문언에 형식적으로 포섭되는 행위의 범위가 지나치게 확장될 가능성이 있는 반면 법정형은 다른 부정거래행위죄와 동일하다는 점을 고려하면, 자본시장법 제178조의 위반죄를 인정하기 위해서는 적어도 다른 부정거래행위금지 등에서 요구되는 것과 동일한 정도의 불법성이 확인되어야 할 것이라고 하면서, 피고인들에게는 이 사건 원리금 보장 약정 등을 시장참여자에게 알려야 할 의무가 없고, 공동보유 관계도 인정되지 않으며 신주인수권 행사가의 허위공시도 아니라고 판단되고, 이 사건 원리금 보장 약정 등의 비공개 자체만을 근거로 부정한 수단, 계획 또는 기교 및 위계를 사용하였다고 볼 수 없으므로 피고인들이 신주인수권부사채의 취득 및 신주인수권의 행사와 관련하여 위 각 법률규정이 금지하고 있는 바의 '부정한 거래'를 하였다고는 평가하기 어렵다고 하여 피고인들에게 무죄를 선고하였다.

(3) 대법원(대법원 2013. 4. 11. 선고 2012도14446 판결)

대법원은 피고인들이 이 사건 원리금보장 약정 등을 체결한 후 신주수권부사채를 인수하고 나서 이를 제대로 공시하지 아니하고 그 신주인수권을 행사하여 신주를 발행받아 이를 매각하고 이익을 얻은 행위가 자본시장법 위반죄에 해당하지 않는다고 한 원심의 판단은 자본시장법 위반죄 성립에서의 공동보유자 및 공시의무, 주식평등의 원칙, 자본시장법 제178조 제1항 제1호, 제178조 제2항 등에 관한 법리를 오해하고 판단을 누락하는 등의 사유로 판결에 영향을 미친 위법이 있다고 할 수 없다고 하며 원심을 확정하였다.

3. 시장질서교란행위로 규제할 수 있는지 여부

(1) 문제점

이 사건에서 법원은 자본시장법 제178조에서 정한 각 부정거래행위죄는 다른 부정거래행위와 달리 목적조항이 없는 경우도 있고, 구성요건의 내용이 추상적이고 포괄적이어서 그 문언에 형식적으로 포섭되는 행위의 범위가 지나치게 확장될 가능성이 있는 반면 법정형은 다른 부정거래행위죄와 동일하다는 점을 고려하면, 자본시장법 제178조의 위반죄를 인정하기 위해서는 적어도 다른 부정거래행위금지 등에서 요구되는 것과 동일한 정도의 불법성이 확인되어야 할 것이라고 하면서, 피고인들 사이에 체결된 이 사건 원리금보장약정 등은 합법적인 투자 방법에 지나지 않을 뿐 아니라 이를 공시할 의무가 없다고 하며 피고인들이 이 사건 원리금보장약정 등을 체결하고 이를 공시하지 않은 것이 부정한 수단, 계획, 기교 내지 기망에 해당하지 않는다고 판단하였다.

당시 피고인 甲이 대주주로 있던 A회사의 자금 사정이 극히 어려웠고, 이를 타개하기 위해 무리하게 금광 사업을 벌이면서 거짓 보도 자료를 배포하고 외국계 투자회사인 B회사와 원리금보장약정을 한 후 장내 주식을 매입하게 하였으며, 그 과정에서 주식이 급등하자 피고인 甲은 피고인 乙과 사이에 신주인수권부사채와 관련한 이 사건 원리금보장약정 등을 체결하고 신주인수권을 행사하게 하여 이익을 취득한 것으로 최소한 건전한 시장질서를 교란하는 행위라고 볼 수는 있음에도 불구하고, 자본시장법 제178조 위반죄로 인정하기 위해서 필요한 불법성에 이르지 못하여 처벌받지 않은 사례라 할 것이다.

(2) 시장질서교란행위로 규제할 수 있는지 여부

법원은 자본시장법 제178조 부정거래행위가 형사처벌 규정인 점을 고려하여 엄격한 기준을 적용하여⁷⁾, 이 사건 원리금보장 약정 등이 주식의 매매를 함에 있어서 중요한

7) 법원은 이 사건에서 기망의 대상이 되는 '중요한 사실'에 대해 다음과 같이 판단하였다. 자본시장법은 기존의 증권거래법, 선물거래법 등을 통합한 법률로, 구 증권거래법과 마찬가지로 시세조종행위와 부정거래행위를 금지하고 있는바, 자본시장법이 시세조종행위와 부정거래행위를 금지하는 목적, 그 금지규정에 사용된 용어 등을 고려하면, 구 증권거래법상의 '중요한 사항'에 관한 해석과 판단 기준은 자본시장법 제176조 제2항 제3호의 '중요한 사실' 및 자본시장법 제178조 제1항 제2호의 '중요사항', 자본시장법 제178조 제2항의 '품문의 유포' 등의 해석과 판단 기준에도 동일하게 적용된다고 본다.

사항이라고 단정하기 어렵다고 한 것이라 보인다. 그러나 피고인들의 행위가 자본시장법 제178조의2 제2항 제4호의 품문 유포하거나 거짓으로 계책을 꾸미는 행위 인지를 보면, 이 사건 원리금보장 약정 등이 없었다면 피고인 乙이 A회사의 신주인수권부사채를 섣뚱 인수할 마음을 먹었을지 의문이고, 시장에서는 원리금 보장 약정 없이 수요·공급 법칙에 따른 거래라고 여기고 A회사 주식이 상승한 것이 분명하므로 중요한 사항이라고 할 수 있는데 이를 알리지 않는 방식으로 거짓의 계책을 꾸몄고, 대량의 신주인수권부사채를 인수함에 있어 이후 신주인수권 행사로 취득할 주식에 대하여 원금 보장이 되어 있다는 사실을 공시할 의무가 없다고 할지라도, 그것이 곧 시장에 아무런 영향을 끼치지 않는 행위라고 반대 해석되지는 않을 뿐 아니라, 오히려 대량의 신주인수권부사채의 인수가 시장에서의 수요·공급에 따른 거래처럼 보이게 하여 장내의 수요·공급 상황이나 그 가격의 추이에 대하여 잘못된 판단이나 오해를 유발하거나 가격을 왜곡할 우려가 충분하다고 할 것이므로 시장질서교란행위(자본시장법 제178조의2 제2항 제4호)로 볼 수 있다. 이 사건에서 피고인들은 각 62억의 부당이익을 얻었으므로 금융위원회는 위 각 부당 이익의 1.5배에 상당하는 금액(약 3억) 이하로 피고인들에게 과징금을 부과할 수 있게 된다.

V. 결 론

기존의 불공정거래 규제로 처벌받지 않는 사례가 많았는데, 미공개중요정보 이용행위 위반 혐의로 기소되었으나 내부자 신분 요건이 결여되었고 직무관련성이 인정되지 않은 사안, 시세조종행위의 목적성 요건이 인정되지 않은 사안, 부정한 수단, 계획 또는 기교 및 위계를 사용하였다고 인정되지 않은 사안을 분석하여 본 결과 기존 불공정거래 규제로는 무죄를 선고받았지만 시장질서교란행위로는 규제가 가능하다는 것을 확인할 수 있었다.

따라서, 기존 불공정거래 규제로 포섭되지 않았던 거래행위에 대하여 시장질서교란행위로 규제할 수 있게 되었다는 점에서 자본시장법 제178조의2의 도입은 그 의미가 있고 시장질서교란행위에 대해서는 과징금을 부과할 수 있어 규제의 효과 역시 크다고 할 것이다.

참 고 문 헌

- 김대근, 「자본시장법상 형사제재의 한계와 개선방안에 관한 연구」, 한국형사정책연구원 연구총서 11-10, 2011.
- 김병연·권재열·양기진, 「자본시장법 사례와 이론」 제3판, 박영사, 2017.
- 김정수, 「내부자거래와 시장질서 교란행위」, 63&그룹, 2016.
- 임재연, 「자본시장법」 박영사, 2017.
- 법률신문, 「'형 사망발표 늦추고 주식처분' 예당 회장 동생 기소」, 2013. 8. 16.자 인터넷 기사(<https://www.lawti> !s."#.\$%/&! 'al- (!ws/&! 'al- (!ws-)i!w*s!%ial+774,4-\$i./+A001).

7 국문초록 8

자본시장법상 기존의 불공정거래 규제는 형벌 규정으로 구성요건을 명확히 규정하여야 할 뿐 아니라 구성요건을 충족하는지에 대한 판단이 아주 엄격하였다. 미공개중요정보 이용행위는 그 규제의 범위가 협소하였고, 시세조종행위를 처벌하려면 주관적 구성요건인 목적이 인정되어야 하는데 입증에 실패하는 경우가 많았으며, 부정거래행위 금지 규정은 그 구성요건이 추상적이라고 하여 검찰에서도 법 적용에 소극적이었다.

미공개중요정보 이용행위로 처벌되지 않았던 사안, 시세조종행위로 처벌되지 않았던 사안, 부정거래행위로 처벌되지 않았던 사안을 각각 분석하여 본 결과 당시에는 기존 불공정거래 규제의 한계로 인해 무죄를 선고받았지만 2014년 도입된 시장질서교란행위로는 규제할 수 있고시장에 전가한 손해나 취득한 이익에 상응하는 과징금 부과가 가능하게 된다는 것을 알 수 있어 시장질서교란행위 규제 도입의 의의와 효과를 확인할 수 있다.

주제어 : 시장질서교란행위, 불공정 거래, 미공개중요정보 이용행위, 시세조종행위, 부정거래행위, 자본시장법

7A9st%a"t8

An analysis of the cases that have not been punished for unfair transactions

: / , ; / . <= . '

>h! Capital ; a%\$!t A"t %!'=lat! =.?ai% t%a.sa"ti#.s, whi"h a%! i.si/!% t%a/i. ', a%\$!t a.ip=lati#., ill!'al t%a/i. ' a./ s# #.. B!"a=s! th!s! %!'=lati#.s a%! 9as!/ #. "%i i.al p=.ish !.ts, th! ?!@i9! appli"ati#. #? s="h %!'=lati#.s is .#t all#w!/. A./ Aa%i#=s ill!'al a.//#% ha% ?=l a"ts i. th! "apital a%\$!t haA! .#t 9!!. p%#p!%B %!'=lat!/.

>h! Capital ; a%\$!t A"t ha/ .!w!B i.t%#/"!/ ; a%\$!t A9=s! C!'=lati#. i. 2014. DII!'al a./ ha% ?=l a"ts i. th! "apital a%\$!t whi"h haA! .#t 9!!. p=.ish!/ a%! %!'=lat!/ 9B th! .!w Capital ; a%\$!t A"t. >his st=/B a.alBE!s th! "as!s #? =.?ai% t%a.sa"ti#.s 9!i. ' p%#s!"=t!/ 9=t a"F=itt!/ a./ "h!"\$s th! p#sitiA! !?!"ts #? th! %!Aisi#..

: !Bw#%/s : ; a%\$!t A9=s!, G.?ai% >a.sa"ti#.s, D.si/!% >a/i. ', ; a%\$!t ; a.ip=lati#., Cat"h-all p%#Aisi#., Capital ; a%\$!t A"t