자본시장법상 부정거래행위 금지의 일반론과 최근 쟁점사항 검토

최 원 우 (금융감독원 수석검사역)

< 목 차 >

Ⅰ. 서론

Ⅱ. 자본시장법상 부정거래 행위 규제의 개관

1. 제178조 부정거래행위 규제의 특성
2. 부정한 수단·계획 또는 기교
3. 부실표시 사용행위
4. 거짓시세 이용행위
5. 풍문유포·위계사용·폭행 및 협박행위

Ⅲ. 제178조 제1항 적용범위에 관한 논의

1. 문제제기
2. 행위자 매매가 없는 경우의 매매관련성 검토
3. 소결

Ⅳ. 2차 정보수령자의 부정거래 해당성

1. 문제제기
2. 미국의 2차 정보수령자 규제
3. 2차 정보수령자와 자본시장법 제174조
4. 2차 정보수령자의 규율 여부
5. 소결

Ⅴ. 시장(정책)정보 이용행위의 부정거래 해당성

1. 문제제기
2. 시장정보 이용행위의 부정거래 해당여부 분석
3. 소결

Ⅵ. 시세조종행위와 부정거래행위의 경합

1. 문제제기
2. 시세조종행위와 부정거래행위간의 관계
3. 관련사례
4. 소결

Ⅰ. 서 론

2009년에 시행된「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 '자본시장법'이라 함)은 종래의 미공개중요정보 이용행위와 시세조종행위에 대한 규제 외에 추가로 포괄적 부정거래행위 금지규정을 신설하였다. 이는 새로운 유형의 증권 불공정거래 행위에 대응하여 규제의 공백을 해소함으로써 자본시장의 건전성을 확보하고 투자자를 보호하기 위한 것이다.

자본시장법 제178조의 부정거래 금지조항은 미국의 1934년 증권거래법 제10조 (b)항과 SEC Rule 10b-5와 일본의 금융상품거래법 제157조와 158조를 입법모델로 하였다. 미국의 1934년 증권거래법 제10조 (b)항과 SEC Rule 10b-5는 내부자거래, 시세조종, 사기적 부정거래 등 불공정거래행위 전반에 걸쳐 폭넓게 적용됨으로써, 증권범죄를 규제하는 데 효율적인 기능을 하는 것으로 평가되고 있다. 그러므로 자본시장법 역시 제178조의 활용 여하에 따라서는 증권불공정거래에 관한 규제공백을 상당부분 제거하고 투자자보호에 크게 기여할 것이라고 기대하였다. 실제로 자본시장법이 시행된 후 제178조 부정거래 금지 조항은 가장납입형 부정행위, 방송과 SNS를 통한 부정행위, 알고리즘 및 DMA를 이용한 부정행위 등 다양한 증권범죄에 대한 법적 조치를 취할 수 있게 되었다. 그러나 금융감독당국과 수사기관은 동 조항에 관한 법리 연구 및 판례의 부족으로 인하여 그 적용에 소극적일 수밖에 없었으며, 적용과정에서도 많이 쟁점사항이 부각되고 있다.

구체적으로는 제178조 제1항의 적용범위를 행위자의 매매관련성이 있는 경우로 한정하여야 할 것인지에 대한 논의가 필요하다. 다음으로는 자본시장법 제174조 미공개중요정보 이용행위 규제대상에서 배제된 2차 정보수령자를 부정거래금지 규정을 통해 규율할 수 있는지 검토해 보고자 한다. 그 외에도 시세조종행위와 부정거래행위의 경합 여부, 시장정보 이용행위에 대한 부정거래금지 규정의 적용 등에 대한 논의가 필요하다.

이 글은 자본시장법 제178조 부정거래규제의 의의와 체계 및 유형 등을 살펴본 다음에 위에서 언급한 실무상의 쟁점사항 관한 논의와 검토를 통하여 포괄적 부정거래규제의 합리적인 적용방안을 제시하고자 한다.

Ⅱ 자본시장법상 부정거래행위 규제의 개관

1. 제178조 부정거래행위 규제의 특성

자본시장법 제178조의 부정거래금지에 관한 규정은 부정거래 개념정의를 하지 않고 추상적 행위유형을 나열하는 방법을 취하고 있다.[1] 이에 따르면 누구든지 금융투자상품의 매매(증권의 경우 모집·사모·매출을 포함), 그 밖의 거래와 관련한 다음 각 호의 행위를 금지하고 있다. (ⅰ)부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위, (ⅱ)중요사항에 관하여 거짓의 기재 또는 표시를 하거나 타인에게 오해를 유발시키지 아니하기 위하여 필요한 중요사항의 기재 또는 표시가 누락된 문서, 그 밖의 기재 또는 표시를 사용하여 금전, 그 밖의 재산상의 이익을 얻고자 하는 행위, (ⅲ)금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 유인할 목적으로 거짓의 시세를 이용하는 행위를 하여서는 아니 된다고 규정하고 있다(제178조 제1항). 또한, 누구든지 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 할 목적이나 그 시세의 변동을 도모할 목적으로 (ⅳ) 풍문의 유포, (ⅴ) 위계(僞計)의 사용, (ⅵ) 폭행 또는 협박행위를 금지하고 있다(제178조 제2항).

자본시장법 제178조 제1항 제1호에서는 “부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위”를 금지함으로써, 규제대상에 관한 구체적인 행위태양이 없는 규제형식을 취하고 있을 뿐만 아니라 ‘재산상의 이익 취득’이나 ‘매매유인’ 등의 목적도 요구하고 있지 않다.[2]

동조 제1항 제1호의 규정은 부정한 수단을 사용하는 행위를 규제하기 위한 독립적인 규정으로 볼 수도 있고, 전체적으로 제1항 제1호를 통해서 포괄적인 규제가 가능하도록 하면서 다소 구체성을 띄는 다른 5가지 유형(제1항 2호 내지 3호 및 제2항)의 일반적 규정으로 해석할 수도 있다.[3] 실무상으로는 동조 제1항 제1호를 보

---

1) 이 규정은 미국 1934년 증권거래법 10조 (b)항과 SEC 10b-5와 마찬가지로 상당히 일반적인 내용을 담고 있으며, 구체적인 조문은 일본 금융상품거래법 제157조와 제158조를 도입한 것이다(정순섭, “각국의 부정거래 적용실태와 우리나라에 적합한 적용기준 정립방안 연구”,「BFL」(서울대 금융법센터), 제37호, 2009. 9, 26면).

2) 변제호 · 홍성기 · 김종훈 · 엄세용 · 김유석, 「자본시장법」, 지원출판사, 2009, 542-543면.

3) 미국 증권법상 피고의 행위가 Rule 10b-5뿐만 아니라 구체적인 다른 규정위반으로 책임을 야기할 수 있음에도 원고는 Rule 10b-5에 의한 소송을 할 수 있다. 예를 들어 증권신고서상 부실표시에

충적으로 해석하여 좀 더 구체성을 갖고 있는 제1항 제2호, 제3호 및 제2항을 사안에 우선 적용한 후 제1항 제1호를 적용하고 있다.

한편 동조 제1항 제1호를 제외한 나머지 5개 유형은 사건에 따라 각각 분리된 개념이어서 우선적으로 적용될 수 있겠지만, 제1항 제1호를 근간으로 이들은 전체적으로 상호 유기적인 관계에 있다고 볼 수 있으므로 조합하는 방법으로 '부정거래 금지 조항'을 구성할 수 있다는 해석도 가능하다.[4)]

(1) 행위주체

부정거래 행위주체에 대하여 자본시장법 제178조에서는 "누구든지"라고 정하고 있을 뿐 아무런 제한이 없다.[5)] 따라서 부정거래의 인적 규제대상은 신분적 요소와 관계없이 행위범에 해당하는 것으로, 거래 당사자, 금융투자상품 발행인 등 한정하지 않고 누구나 행위주체가 될 수 있다.

(2) 적용대상

자본시장법 제176조(시세조종행위 금지)는 적용대상증권을 "상장증권 또는 장내파생상품"으로, 제174조(미공개중요정보 이용행위)는 "특정증권 등"으로 규정하고 있는 반면 부정거래행위에 관해서는 '금융투자상품'으로 대상을 대폭 확대하였다(제178조).[6)]

금융투자상품은 자본시장법 제3조에서 명시하고 있는데 '이익을 얻거나 손실을 회피할 목적으로 현재 또는 장래의 특정 시점에 금전, 그 밖의 재산적 가치가 있는 것을 지급하기로 약정함으로써 취득하는 권리로서, 투자성이 있는 것'을 의미한다. 따라서 부정거래 규제의 적용대상은 상장여부를 불문하고 모든 금융투자상품에 해당하며[7)] 동조 본문에서 '금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래'에 모집, 사모 및 매출을 포함한다고 명시하고 있으므로 발행시장과 유통시장 전부를 포괄한다.[8)9)]

관한 명시적 구제를 규정한 SA 제11조가 있음에도 사기적 허위표시와 누락을 이유로 Rule 10b-5에 의한 소를 제기할 수 있다(Herman & Maclean v. Huddleston, 459 U.S. 375, 1983).

4) 김정수,「자본시장법[주석서Ⅰ]」, 박영사, 2009, 955면.

5) 김구환, 「자본시장법 실무」, 법률서원, 2011, 889면.

6) 김구환, 전게서(자본시장법 실무), 889면.

7) 김건식·정순섭,「자본시장법」, 두성사, 2012, 335면; 임재연, 「자본시장법」, 박영사, 823면.

8) 김구환, 전게서(자본시장법 실무), 889면.

(3) 매매와 인과관계

부정거래 규제에 관한 제178조 제1항 본문에 따르면 '누구든지 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래와 관련하여 다음 각 호의 어느 하나의 해당하는 행위를 하여서는 아니 된다'고 하여 동조 제1호 내지 제3호에서 정한 부정거래행위가 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래와 관련되어 있을 것을 요구하고 있다. 따라서 제178조는 모든 부정거래 행위를 금지하는 것이 아니라 금융투자상품의 매매 등과 관련하여 부정한 행위를 하는 것을 금지하고 있는 것이다. 그렇다면 여기서 말하는 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래와의 관련성이란 무엇인가가 주요 쟁점이 된다.(후에 상술)

또한 동조 본문에 명시된 '그 밖의 거래'는 담보계약[10], 합병계약, 교환계약 등 다양한 유형의 거래가 포함될 수 있고, 거래장소도 장내, 장외, 대면거래가 모두 포함된다.[11] 법문상 "매매, 그 밖의 거래와 관련하여" 매매행위를 직접 규정한 제176조와 달리 제178조는 특정성을 요구하고 있지 않다.[12]

따라서 금융투자상품의 직접 매매를 통해서 뿐만 아니라 부정거래 행위자가 기망 등을 통해 얻을 수 있는 '간접적인 이득' 즉, 주가상승에 따른 담보가치 상승, 유상증자 성공 등 자금조달 용이성, 합병계약 등도 매매관련성이 있다고 할 것이다.

2. 부정한 수단·계획 또는 기교

(1) 제178조 제1항 제1호에 의한 규제의 특징

자본시장법 제178조 제1항 제1호에서는 부정한 수단, 계획, 또는 기교를 사용하는 행위를 금지하고 있다. 이는 그 행위가 부정한 것으로 보아 상당히 포괄적으로 규정하고 있음을 알 수 있다.[13] 구체적으로 제1호와 제2호 및 제3호를 비교해보면

---

9) 윤광균, "자본시장법상 시장조작의 규율에 관한 고찰 ', 「금융과 법」 제1권, 2007, 20면.

10) 주식담보의 종류에는 관습법상 인정된 양도담보의 방법과 상법상 규정된 질권이 있다(정찬형, 「상법강의(상)」, 박영사, 2009, 715면).

11) 김건식·정순섭, 전게서(자본시장법, 2012), 336면; 임재연, 전게서(자본시장법), 823면.

12) 김형배 · 김규완 · 김명숙, 「민법학 강의」, 신조사, 2010, 1294면.

13) 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위에 대한 별도의 정의는 없다. 다만 舊증권거래법

제2호 및 제3호의 규정은 제1호보다 행위양태를 구체적으로 정하고 있다. 우선 제2호와 제3호의 요건은 허위정보 또는 거짓의 시세를 이용하였어야 하고 재산상의 이익 취득이나 매매를 유인할 목적이 있어야만 한다.

그에 반해 제1호는 행위의 양태도 부정한 수단이라 하여 포괄적일 뿐만 아니라 재산상 이익 취득이나 매매유인 등의 목적도 요구하고 있지 않다.[14] 따라서 행위자 자신이 재산상 이익을 취득하거나 제3자로 하여금 재산상 이익을 취득하게 하려는 목적이 없더라도 그 행위가 부정한 수단, 계획 또는 기교에 해당하는 한 제178조 제1항 제1호에 의해 금지된다고 할 수 있다. 부정한 수단·계획·기교를 사용하는 행위는 위계의 개념과 유사하다.[15] 부정한' 이란 개념은 매우 추상적이어서, 이 규정을 면탈하는 부정거래를 확정하는 것은 매우 어려운 일이다. 범위의 넓고 좁음 따져 본다면 기망이 가장 좁고 위계가 중간에 해당하며 부정이 가장 넓다.[16]

(2) 수단·계획·기교의 정의

1) 수단

자본시장법 제178조 제1항 제1호의 '수단'은 미국 SEC Rule 10b-5(a)의 'divice'와 일본 금융상품거래법 제157조의 '手段'과 같은 의미이다. 이 조문에서 수단의 의미는 통상적으로 자본시장에서의 불공정거래를 행할 목적의 수단이 아니라 불공정거래행위를 목적으로 행하여진 수단을 포함하는 것이다.

시절에 사기적 부정거래행위를 금지하는 것은 다수인에게 영향을 미치고 증권시장 전체를 불건전하게 할 수 있기 때문에 투자자 이익을 보호함과 함께 증권시장에 대한 신뢰를 보호하여 증권시장이 국민경제 발전에 기여할 수 있도록 하는데 목적이 있다고 판시한 바 있다(대법원 2011.3.10. 선고 2008도6335 판결).

14) 舊증권거래법 제188조의4 제4항에 명시되어 있던 "부당한 이익을 취득하기 위하여"라는 문구가 삭제되면서 부당한 이익목적과 관계없이 부정거래에 관한 포괄적 적용이 가능해졌다[최승재, "자본시장법 제178조 제1항 제1호에 대한 연구", 「금융법연구」(한국금융법학회) 제6권 제2호, 2009. 12, 32-33면].

15) 곽수현, "자본시장법상 부정거래금지에 관한 소고", 「경영법률」제21집 제4호, 2011.7, 462면.

16) 한병영, "투자권유규제 규범과 사기금지 규범의 연결 규제", 「증권법연구」 제11권 제2호, 2010.8, 95면.

2) 계획

자본시장법 제178조 제1항 제1호의 '계획'이란 형법상 예비행위를 포함한 일련의 방조행위를 지칭하는 데, 미국 SEC Rule 10b-5(a)의 'scheme'[17]에 해당하는 것으로, 일본 금융상품거래법 제157조 제1호의 '計畵'와 같은 의미이다Scheme은 우리말로 계획이란 의미이외에도 기획, 정책 또는 구조 등의 의미로 해석할 수도 있는데, 이 중에서 법문상 '계획'으로 한 것은 SEC Rule 10b-5를 자본시장법에 도입하면서 일본 금융상품거래법 제157조 제1호에서 사용하는 용어를 그대로 인용한 것에 기인한다.[18]

3) 기교

사전적 의미로는 재간 있게 부리는 기술이나 솜씨의 의미가 있지만 그 자체로서는 포섭범위를 명확하게 나타내지는 않는다. 그렇지만 이 용어는 수단이나 계획에 비해 좀 더 정형화할 수 있는 개념이라고 할 수 있다. 이에 해당하는 행위로는 선행매매(front running) 등이 있을 수 있다.

애널리스트 등 증권시장에 영향을 줄 수 있는 전문가가 특정 종목의 매수 또는 매도의견을 발표하기에 앞서 미리 해당증권을 매매함으로써 이익을 얻는 행위를 선행매매라고 한다. 자본시장법은 투자매매업자 또는 투자중개업자에 대하여 조사분석자료의 내용이 확정된 때부터 공표된 후 24시간이 경과하기 전까지 조사대상 종목을 자기계산으로 매매하지 못하도록 규정(제71조 제2호)하고 있는데 이러한 행위는 '부정한 기교'를 방지하기 위한 한 실제 사례가 될 수 있을 것이다.

(3) '부정한 수단'과 사기(fraud)와의 관계

자본시장법 제178조 제1항 제1호의 "부정한 수단(device), 계획(scheme), 기교(artifice)"는 미국의 SEC Rule 10b-5(a)[19]을 모델로 삼았기 때문에 부정한 수단이

17) SEC Rule 10b-5에 기한 사적 소권에 관해 교사자, 방조자의 책임이 원칙적으로 인정되지 않지만, 형사사건에서는 교사자, 방조자의 책임도 인정된다. 투자은행, 변호사, 회계사 등 부실표시에 관여한 사기관련자의 책임을 묻기 위한 소송에서 자주 등장하게 된 법리가 "scheme liability"이며, 대부분 SEC Rule 10b-5(b)에 관한 소송이 주류를 이루었으나 근래에는 SEC 규칙 10b-5(a),(c)에 관한 소송도 등장하였는데 이에 대해서는 SEC Rule 10b-5(a)의 "scheme"이라는 용어에 착안하여 "scheme liability"라고도 한다[임재연, 전게서(자본시장법), 311면, 373면].

18) 임재연, 전게서(자본시장법), 825면; 최승재, "자본시장법 제178조 제1항 제1호에 대한 연구", 「금융법연구」 제6권 제2호, 2009.12, 35면.

라는 것이 사기(fraud)를 의미하는 것인가 하는 의문이 생길 수 있다. 이에 대해 대법원은 '부정한 수단, 계획 또는 기교'란 사회통념상 부정하다고 인정되는 일체의 수단, 계획 또는 기교를 의미하는 것으로서 신뢰관계에 있는 자가 상대방을 착오에 빠뜨리는 사기행위에 한정되지 않는다고 하여 거의 같은 내용을 담고 있다.[20] 자본시장법 제178조 제1항 제1호와 같은 내용을 갖고 있는 일본에서도[21] 유가증권의 거래에 관하여 사회통념상 부정하다고 인정되는 모든 수단을 말한다고 판시한 바 있다.[22] 하급심 판례에 의하면 '부정한 수단, 계획 또는 기교'라 함은 '거래상대방 또는 불특정투자자를 기망하여 부지 또는 착오상태에 빠뜨릴 수 있는 모든 수단, 계획, 기교 또는 행위자의 지위·업무 등에 따른 의무나 관련법규에 위반한 수단, 계획, 기교를 말하는 것'이라고 판시한 바 있다.[23]

이와 같이 판례는 부정한 수단에 대해 반드시 기망을 필수요건으로 하는 사기에 한정시키지 않고 있다. 또한 자본시장법 제178조 제2항에서 기망적 요소를 요건으로 하는 '위계'의 개념을 존속시키면서 '부정한 수단'을 별도의 유형으로 신설하였다는 점[24], 더욱이 제178조 제2항은 위계외에 폭행, 협박까지 포함하고 있는 점에서 반드시 기망행위를 통한 부정거래만을 규제하고자 하는 것이 아님을 고려할 때 '부정한 수단'을 기망행위 내지는 사기행위로 한정하여 해석할 필요는 없다고 본다.

생각건대 제178조 제1항 제1호에서 '부정한 수단, 계획, 또는 기교'를 금지한 취지는 제178조 제1항 제2호 내지 제3호 및 제178조 제2항에서 열거한 행위들외에 일일이 열거할 수 없는 모든 부정한 행위를 포괄적으로 금지하기 위한 것으로 해석해

---

19) SEC Rule 10b-5
It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,
(a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,
in connection with the purchase or sale of any security.

20) 대법원 2011.10.27 선고 2011도8109 판결.

21) 일본의 금융상품거래법 제157조 제1호의 내용과 동일하다, 일본「金融商品取引法」第百五十七条（不正行為の禁止）何人も，次に掲げる行為をしてはならない．一 有価証券の売買その他の取引又はデリバティブ取引等について，不正の手段，計画又は技巧をすること．

22) 일본 최고재판소 1965.5.25.

23) 서울중앙지법 2010. 10.29. 선고 2010 고합305.

24) 위계는 주관적 요건으로서의 목적요건과 기망이라는 행위요소를 포함하는데 반해 '부정한 수단·계획·기교는 주관적 요건으로서의 목적요건과 기망이라는 행위요소를 요건으로 하지 않는다는 점에서 구분된다는 의견도 있다[정순섭, 전게발표자료(자본시장 불공정거래행위에 대한 규제시스템과 개선과제), 16면].

야 한다. 다만, 제178조 제1항 제1호를 제외한 여타의 부정거래 규제(제178조 제1항 제2호 내지 제3호 및 제178조 제2항)와의 균형을 고려할 때, '부정한 수단, 계획 또는 기교'는 중요사항의 부실기재(허위기재 또는 기재누락)를 이용하여 재산상 이익을 취득하고자 하는 행위 혹은 금융투자상품의 매매 등을 유인할 목적으로 거짓의 시세를 이용하는 행위 등과 동일시할 수 있을 정도로 자본시장의 신뢰성, 공정성 및 효율성을 침해하는 반사회적 행위에 한정하여 적용하여야 할 것이다.

부정한 '수단', '계획', '기교'라는 용어는 그 내용이 상당히 추상적이므로 그 정의를 구체화할 것인가에 대해서는 견해가 대립되고 있다. 이와 관련하여 '수단', '계획', '기교'라는 용어가 법에서 일반적으로 사용하는 용어가 아니므로 각 행위의 의미를 예견할 수 있는 정도의 수준으로 법문에 구체화하여야 한다는 견해도 있다.[25]

그러나 이와는 반대로, 법문상의 '수단', '계획', '기교'는 SEC Rule 10b-5(a)의 "divice, scheme, or artifice"를 그대로 번역한 것인데, 미국에서도 각 문구를 명확히 구분하지 않고 적용하는 경향이 있으므로 자본시장법상 적용에서도 명확하게 구분하여 적용할 필요는 없으며,[26] 개괄적으로 제1호의 부정거래 행위 전체에 적용 여부만을 검토해도 무방하다는 것이 다수설이다.[27]

자본시장법 제178조 제1항 제1호는 모든 부정거래 유형을 사전에 일일이 열거하여 규제하는 것은 입법기술상 한계가 있는 점을 고려하여 신설된 조항이라는, 입법취지를 감안하더라도 그 문언 자체가 지나치게 포괄적·추상적이어서 자칫 명확성의 원칙과 충돌할 우려가 있다. 이와 관련하여 헌법재판소는 법규범이 불확정개념을 사용하는 경우라도 법률해석을 통해 합리적이고 객관적인 기준을 얻는 것이 가능한 경우에는 명확성의 원칙에 반하지 않는다고 판시하였으므로 제178조 제1항 제1호 '부정한 수단, 계획, 기교' 등도 죄형법정주의와 관련하여 명확성의 원칙에 위배되지 않도록 법해석과 판례를 통하여 보완해 나가는 것이 바람직하다고 본다.[28]

---

25) 최승재, 전게논문(자본시장법 제178조 제1항 제1호에 대한 연구), 43면.

26) 임재연, 전게서(자본시장법), 825면; 안수현, "자본시장법 시행 이후 불공정거래행위 규제 변화와 과제", 「BFL」 제40호, 2010.3, 83면.

27) 한병영, 전게논문(투자권유규제 규범과 사기금지 규범의 연결 규제), 96면.

28) "다소 광범위하게 법관의 보충적인 해석을 필요로 하는 개념을 사용하였다고 하더라도 통상의 해석방법에 의하여 건전한 상식과 통상적인 법감정을 가진 사람이라면 해당 처벌법규의 보호법익과 금지된 행위 및 처벌의 종류와 정도를 알 수 있도록 규정하였다면 헌법이 요구하는 처벌법규의 명확성 원칙에 배치되는 것은 아니다." 헌법재판소 2006.11.30. 2006헌바53).

3. 부실표시 사용행위

(1) 부실표시의 의의

제178조 제1항 제2호는 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래와 관련하여 “중요사항에 관해 거짓의 기재 또는 표시를 하거나 타인에게 오해를 유발시키지 아니하기 위해서 필요한 중요사항의 기재 또는 표시가 누락된 문서, 그 밖의 기재 또는 표시를 사용하여 금전, 그 밖의 재산상의 이익을 얻고자 하는 행위”를 금지한다.[29] 본래 기망이란 허위표시로 이루어진다는 점에서 동조 동항 제2호는 전형적인 증권사기의 한 유형이며[30], 미국의 SEC Rule 10b-5[31]에서도 사기적(Deceptive) 행위란 부실표시 또는 중요사항의 누락을 의미한다고 하여 대표적인 증권사기 행위로 취급하고 있다.[32]

시세조종행위에 관한 제176조 제2항 제3호[33]와 제178조 제1항 제2호는 “중요한 사실에 관하여 거짓의 표시 또는 오해를 유발시키는 표시를 하는 행위”를 규제하는 등 기본적으로 유사한 규제이념을 가지고 있다. 그러나 제178조는 규제대상을 금융투자상품에까지 확대하고 거래 장소와 방법에 제한이 없으며 매매유인 목적을 요구하지 않는 점에서 제176조와 차이가 있다.[34] 따라서 구성요건이 좀 더 완화된 제178조 제1항 제2호가 허위표시와 관련된 시세조종행위 조항의 규제공백을 보완하는 기능을 한다는 견해도 있다.[35]

---

29) 거짓의 기재 또는 표시(허위기재)와 오해를 유발시키지 아니하기 위하여 필요한 중요사항의 기재 또는 표시의 누락(기재누락)을 일반적으로 ‘부실표시’로 통칭한다.

30) 한병영, 전게논문 (투자권유규제 규범과 사기금지 규범의 연결 규제), 97면.

31) SEC Rule 10b-5
It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,
(b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or in connection with the purchase or sale of any security.

32) 성희활, “자본시장법 시행에 따른 불공정거래 규제 체계의 변화와 전망 -사기적 부정거래를 중심으로-”, 한국증권법학회 발표자료, 2009.3, 22면.

33)「자본시장법」제176조(시세조종행위 등의 금지) ② 누구든지 상장증권 또는 장내파생상품의 매매를 유인할 목적으로 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하여서는 아니 된다.
3. 그 증권 또는 장내파생상품의 매매를 하면서 중요한 사실에 관하여 거짓의 표시 또는 오해를 유발시키는 표시를 하는 행위

34) 김구환, 전게서(자본시장법 실무), 891면.

35) 김정수, 「자본시장법원론」, SFL그룹, 1151면; 임재연, 전게서(자본시장법), 825-826면.

생각건대 제178조 제1항 제2호와 제176조 제2항 제3호는 유사한 규제이념을 가지고 있으며 양자의 법정형이 동일(법 제443조)하는 등 구별이 불분명하므로[36] 향후 법 개정시 동 규정을 통합하여 일원화할 필요가 있다고 생각한다.

(2) 부실표시의 요건

1) '중요사항'

제178조 제1항 제2호의 부정거래는 중요사항을 허위기재한 것과 기재누락행위가 규제대상이 된다. 어떠한 사항이 '중요사항'에 해당되는지 여부에 관해서는 판단이 필요한 데, 그 기준은 제174조 제1항 본문에서 미공개중요정보의 중요성에 관해 규정하는 "투자자의 투자판단에 중요한 영향을 미칠 수 있는 정보"와 동일하게 해석하는 것이 통설이다.[37]

따라서 중요한 사항이라 함은 당해 법인의 재산·경영에 중대한 영향을 미치거나 투자자의 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 사항이므로, 해당 기업 고유의 정보만이 아니라 동종업종의 전망 또는 경쟁업체의 동향 등 기업외적인 정보도 포함된다.[38] 그러나 정보가 반드시 객관적으로 명확하고 확실할 것까지는 요구되지 않으며, 합리적인 투자자(reasonable investor)라면 정보의 중대성과 그 사실이 발생할 개연성을 비교 평가하여 투자여부를 결정할 때 중요한 가치를 지닌다고 생각되면 충분하다.[39] 또한, 부실표시의 대상은 중요사항이어야 하므로 중요성이 없는 경우에는 제2호의 적용요건을 충족할 수 없으므로 제178조 제1항 제1호 또는 제2항의 위계 등의 부정거래금지 조항에 해당하는지 여부를 검토해 볼 필요가 있다.[40]

한편 허위표시와 위계는 의미도 유사하고 해석여부에 따라서는 양자의 범위가 중첩될 수 있으나 위에서 언급한 것처럼 허위표시의 대상이 중요표시에 한정되고 재산상 이익취득의 목적을 요건으로 하는 데 반해 위계는 그렇지 않다는 차이점이 있다.[41]

---

36) 김병연·권재열·양기진, 전게서(자본시장법), 407면.

37) 한국증권법학회, 「자본시장법 주석서 Ⅰ」, 박영사, 2009, 929면.

38) 대법원 2011. 7. 28. 선고 2008도5399판결.

39) 대법원 1994.4.26. 선고 93도695 판결.

40) 한병영, 전게논문(투자권유규제 규범과 사기금지 규범의 연결규제), 98면.

41) 한병영, 전게논문(투자권유규제 규범과 사기금지 규범의 연결 규제), 108면.

2) 거짓 또는 부실표시

금지되는 행위는 중요사항에 관한 “거짓의 기재 또는 표시” 또는 “오해유발을 피하기 위해 필요한 중요사항의 기재 또는 표시가 누락된 경우”이다. ‘거짓’은 객관적으로 판단하여야 하고 행위자가 허위라고 생각하더라도 실제로 사실이면 금지대상이 되지 않는다.[42] 반대로 행위자가 사실로 알고 표시하였으나 결과적으로 허위인 경우에도 주관적 구성요건인 고의가 없으므로 이에 해당되지 않는다.[43]

또한 적극적인 허위표시외에 필요한 사실의 표시를 누락하는 소극적 행위도 금지된다. 누락이란 중요사항에 대해 기재하지 않아 일반투자자의 오해를 하지 않도록 하여 판단을 그르치게 하는 행위를 말한다.[44] 어떠한 행위가 부실표시에 해당하는지는 부실표시 내용의 중요성과 거래에 미친 영향 등을 종합적으로 고려하여 판단해야 할 것이다. 구체적인 공시서류 허위기재와 부실표시 사례로는 시세차익 도모를 위해 공시서류에 대주주의 지분을 허위로 기재한 경우, 허위로 작성된 재무제표가 진실한 것처럼 증권신고서에 기재한 경우, 증권신고서에 자금의 사용목적을 허위로 기재하고 당해 주식을 취득한 경우 등이 있다.[45]

실현의사와 능력에 대해 회사가 공시를 통하여 거짓의 표시를 하였는지 여부가 문제된 사안에서 대법원은, 부실표시나 표시누락 여부는 공시내용 자체가 허위인지 여부에 의하여 판단하여야 할 것이지, 실제로 공시내용을 실현할 의사와 능력이 있었는지 여부에 의하여 판단할 것은 아니라고 하였다.[46] 대법원은 거짓·부실 표시 문서 이용행위로 인하여 타인의 오해를 유발할 필요까지는 없으며[47] 타인의 오해 사이의 인과관계 여부도 죄의 성립에 영향을 미치지 않는다고 판시하고 있다.[48]

그러나 외환카드사에 관한 대법원의 판례[49]에서는, “객관적으로 공시내용을 행

---

42) 대법원 2009. 7. 9. 선고 2009도1371 판결

43) 김성준·정준혁·장철웅,「증권형사법」, 산경, 2007, 41-42면.

44) 김건섭 · 정순섭, 전게서(자본시장법), 339면.

45) 김정수, 전게서(자본시장법원론), 1151면.

46) 대법원 2003. 11. 14. 선고 2003도686 판결.

47) 김병연·권재열·양기진, 전게서(자본시장법), 411면.

48) 대법원 2006. 4. 14 선고 2003도6759 판결.

49) 대법원 2011. 3. 10 선고 2008도6335 판결.

할 법적 또는 경제적 여건을 갖추고 있지 아니하거나, 추진하려는 의사를 갖고 있지 아니함에도 계획을 공표하면 위계에 해당할 수 있다"고 판시한 바 있다.

증권신고서 등 공시서류 허위기재와 부정거래행위간의 관계에 대하여 사견으로는 공시서류의 허위기재는 위반시 처벌하는 별도의 규정이 있으나, 허위기재가 금전 기타 재산상 이익을 얻고자하는 행위로 판단될 경우 부실표시로 인한 부정거래 규제로 조치를 할 수 있으며, 공시서류의 허위기재죄가 인정되면, 이는 부정거래행위의 요건인 '중요한 사항에 관한 부실 또는 허위표시'로 인정할 수도 있다고 생각한다.

3) 금전, 그 밖의 재산상의 이익

'금전 그 밖의 재산상의 이익'을 얻고자 하는 행위는 실제로 재산상의 이익을 얻을 것을 요구하는 것은 아니며[50], 이와 같은 적극적인 이익은 물론 손실 회피 목적의 소극적인 이익도 포함한다.[51] 자본시장법 제443조[52]에서 규정하는 '위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액'은 "유가증권의 처분으로 인한 행위자가 개인적이고 유형적인 경제적 이익에 한정되지 않고, 기업의 경영권 획득, 지배권 확보, 회사내에서의 지위 상승 등 무형적인 이익, 손실 회피 목적의 소극적 이득, 장래의 이득도 모두 포함하는 포괄적인 개념으로 해석"하는 것이 타당하다.[53] 자본시장법은 舊증권거래법과 달리 '재산상'이라는 용어를 추가하여 적용범위를 제한적으로 해석해야 하는지 논란이 있으나, 기업의 경영권 획득, 회사내 지위 상승도 간접적으로는 재산상의 이익에 해당한다고 볼 수 있다.

재산상 이익을 얻으려는 목적은 그것이 행위의 유일한 동기일 필요는 없으므로 다른 목적과 함께 존재하여도 무방하고 그 경우 어떤 목적이 행위의 주된 원인인지는 문제되지 않는다.[54] 또한, 자본시장법의 보호법익이 증권거래의 공정성이란 사회

---

50) 김병연·권재열·양기진, 전게서(자본시장법), 411면.

51) 임재연, 전게서(자본시장법), 827면.

52) 자본시장법 제443조(벌칙) ① 다음 각호의 어느 하나에 해당하는 자는 10년 이하의 징역 또는 5억원 이하의 벌금에 처한다. 다만, 그 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 3배에 해당하는 금액이 5억원을 초과하는 경우에는 그 이익 또는 회피한 손실액의 3배에 상당하는 금액의 벌금에 처한다.

53) 대법원 2009. 7. 9. 선고 2009도1374 판결; 대법원 2002. 7. 22. 선고 2002도1696 판결.

54) 한편, 舊「증권거래법」제188조의4 제4항 제2호 '중요한 사항에 관하여 허위의 표시를 하거나 필요한 사실의 표시가 누락된 문서를 이용하여 타인에게 오해를 유발하게 함으로써 금전 기타 재산상의 이익을 얻고자 하는 행위' 라는 목적범 형식으로 바꾼 것" 으로 판시하였다(대법원 2006.

적 법익인 점을 고려할 때에 누구의 이익을 목적으로 하든 부정거래를 통해 공정한 거래질서를 훼손한다면 해당 행위에 대해서는 처벌대상이 된다.[55]

4. 거짓시세 이용행위

자본시장법 제178조 제1항 제3호는 “금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 유인할 목적으로 거짓의 시세를 이용하는 행위”를 금지한다. 거짓의 시세임에도 진실한 시세인 것처럼 오인시켜 투자자들을 거래에 끌어들이는 행위를 금지하는 부정거래의 한 유형으로 규정한 것이다. 거짓 시세 이용도 제1호의 부정한 수단·계획·기교를 사용하는 행위에 해당한다는 견해[56]도 있으나 자본시장법은 제3호에서 별도로 규정하였다. 동 규정은 미국의 SEC Rule 10b-5(c)[57] “타인에 대한 사기(fraud) 또는 기망(deceit)이 되거나 될 수 있는 행위, 관행 또는 영업절차에 종사하는 것”에 해당한다. 또한 일본 금융상품거래법 제157조 제3호[58]의 내용과 동일하다.

(1) 유인목적

행위자가 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래와 관련하여 거짓의 시세를 이용하는 행위를 금하는 것이며 동조 동호 제3호에 대한 위반행위에 해당하려면 거짓의 시세를 이용하는 행위라 하더라도 주관적 요소로서 ‘고의’ 외에 “금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 유인할 목적”이 있어야 한다. 대법원은 시세조종상 ‘유인목적’을 “거짓의 시세임에도 불구하고 그 시세가 자연적인 수요, 공급의 원칙에 의하여 형성된 것으로 오인시켜 매매, 기타 거래에 끌어들이려는 목적”이라는 의미로 판시하였다.[59] 그러나 금융상품의 매매, 기타 거래가 성립함으로써 부당한 이득을 취득

---

4. 14. 선고 2003도6759 판결).

55) 김정수, 전게서(자본시장법원론), 1154면.

56) 변제호·홍성기·김종훈·엄세용·김유석, 전게서(자본시장법), 544면.

57) SEC Rule 10b-5
It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,
(c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person,
in connection with the purchase or sale of any security.

58) 일본「金融商品取引法」第百五十七条(不正行為の禁止) 何人も, 次に掲げる行為をしてはならない.
三 有価証券の売買その他の取引又はデリバティブ取引等を誘引する目的をもつて, 虚偽の相場を利用すること.

할 목적까지 존재해야 유인목적이 인정되는 것은 아니다.[60]

거짓시세이용은 매매유인 목적을 요구한다는 점에서 시세조종에 관한 제176조 제2항[61]의 규정과 유사하나[62] 제176조가 증권 또는 장내파생상품을 적용대상으로 하는 데 반해 제178조는 모든 금융투자상품을 대상으로 하고 '성황을 이루는 듯이' 오인케 하는 요건을 요구하지 않기 때문에 제176조 제2항보다 적용범위가 넓다.[63] 그러나 제178조 제1항 제2호와 제176조 제2항 제3호처럼 제178조 제1항 제3호와 제176조 제2항 제1호는 유사한 규제이념을 가지고 있으므로 향후 법 개정시 일원화할 필요가 있다. 즉 시세조종 관련 조문인 제176조 제2항 제1호와 제3호를 삭제하고 부정거래금지 조항인 제178조로 일원화하여야 한다.

(2) 입증

유인목적 관련 쟁점 중 핵심은 실제 사례에서 입증의 문제이다. 시세조종행위에서도 목적성을 입증하는데 직접 증거의 확보는 거의 불가능하기 때문에 정황증거가 중요한 의미를 가진다. 매매를 유인할 목적의 유무는 당사자 내심의 의사이므로 자백하지 않는 한 알기 어려우며, 따라서 실무상 혐의자 매매분석을 통해 입증하고 있다. 즉 특정한 매매거래 패턴이 정상적인 거래라고 볼 수 없는 행위자의 거래행위로서 주가가 변동하였다는 사실을 증명[64]하면, 이러한 간접사실로부터 행위자가 매매를 유인할 목적을 가졌다는 사실을 추정받게 된다.[65]

이와 관련하여 대법원은 "당사자가 이를 자백하지 않더라도 그 유가증권의 성격

---

59) 대법원 2004. 7. 9. 선고 2003도5831 판결.

60) 서울지방법원 2001. 1. 17. 선고 99노11300 판결.

61) 「자본시장법」 제176조(시세조종행위 등의 금지) ② 누구든지 상장증권 또는 장내파생상품의 매매를 유인할 목적으로 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하여서는 아니 된다.
1. 그 증권 또는 장내파생상품의 매매가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 그 시세(증권시장 또는 파생상품시장에서 형성된 시세, 전자증권중개회사가 상장주권의 매매를 중개하면서 형성된 시세, 그 밖에 대통령령으로 정하는 시세를 말한다. 이하 같다)를 변동시키는 매매 또는 그 위탁이나 수탁을 하는 행위

62) 김건식·정순섭, 전게서(자본시장법, 2010), 336면; 김구환, 전게서(자본시장법 실무), 892면.

63) 한국증권법학회, 전게서(자본시장법 주석서 Ⅰ), 959면.

64) 행위자의 매매가 정상적인 매매라고 볼 수 없는 거래행위로서, 이러한 행위들이 발생한 경우에는 유인목적의 의도가 있었다고 추정이 허용되는 것을 간접 증거 또는 정황증거라고 한다[한국증권법학회, 전게서(자본시장법 주석서 Ⅰ), 918면].

65) 한국증권법학회, 전게서(자본시장법 주석서 Ⅰ), 917-918면.

과 발행된 유가증권의 총수, 가격 및 거래량의 동향, 전후의 거래상황, 거래의 경제적 합리성과 고정성, 가장 혹은 허위 매매 여부, 시장관여율의 정도, 지속적인 종가관리 등 거래의 동기와 태양 등의 간접사실을 종합적으로 고려하여 판단할 수 있다"고 판시하고 있다.[66]

5. 풍문 유포·위계 사용·폭행 및 협박행위

(1) 제178조 제2항의 의의와 특징

자본시장법 제178조 제2항은 "누구든지 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 할 목적이나 그 시세의 변동을 도모할 목적으로 풍문의 유포, 위계의 사용, 폭행 또는 협박을 하지 못한다."고 규정하고 있다. 이 조항은 기존의 시세조종 또는 미공개 중요정보 이용행위가 정신적 활동에 의한 불공정거래 행위를 규제하는데서 더 나아가 협박 또는 폭행과 같은 육체적·물리적 활동에 의한 부정거래 행위도 규제할 수 있도록 했다는데 그 의의가 있다.[67] 동조문의 내용은 일본 금융상품거래법 제158조[68]과도 동일하다.

이 규정은 舊증권거래법 제188조의4 제4항 제1호에서 금지하던 유가증권의 매매 기타 거래와 관련한 "부당한 이득을 얻기 위하여 고의로[69] 허위의 시세 또는 허위의 사실 기타 풍설을 유포하거나 위계를 쓰는 행위"와 유사하다. 그러나 자본시장법에서는 '부당한 이득을 얻기 위하여 고의로'라는 문구를 삭제, '누구든지 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 할 목적이나 그 시세의 변동을 도모할 목적으로'라는 문언으로 대치하였고, '풍설 등'은 '풍문'으로 문구를 변경하고 '조정', '폭행 또는 협

---

66) 대법원 2003. 12. 12. 선고 2001도606 판결.

67) 변제호·홍성기·김종훈·엄세용·김유석, 전게서(자본시장법), 544면.

68) 일본「金融商品取引法」第百五十八条(風説の流布, 偽計, 暴行又は脅迫の禁止)
何人も, 有価証券の募集, 売出し若しくは売買その他の取引若しくはデリバティブ取引等のため, 又は有価証券等（有価証券若しくはオプション又はデリバティブ取引に係る金融商品（有価証券を除く.）若しくは金融指標をいう. 第百六十八条第一項, 第百七十三条第一項及び第百九十七条第二項において同じ.）の相場の変動を図る目的をもつて, 風説を流布し, 偽計を用い, 又は暴行若しくは脅迫をしてはならない.

69) 고의란 허위의 사실, 기타 풍설이라는 점에 대한 인식을 의미하고, 이는 형사책임에서 구성요건 요소에 해당하며, 민사책임에 있어서는 과실을 배제한다는 의미를 갖는다[채동헌, "증권거래법 제188조의4 규정상 사기적 부정거래행위의 판단기준이 되는 부당한 이득과 각 규정의 주관적 요건인 목적의 존재여부, 「상장」(상장회사협의회), 2006. 3월호, 2006. 3, 87면].

박’이라는 문구를 추가하였다.[70]

제178조 제2항은 추상적인 행위유형인 위계사용과 구체적 행위유형인 풍문의 유포 등이 혼재된 것이 특징이며, 이에 해당하더라도 목적범의 형식을 갖추고 있으므로 ‘고의’, ‘금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 할 목적’ 또는 ‘금융투자상품의 시세의 변동을 도모할 목적’이라는 주관적 요소가 충족된 경우에만 성립하는 행위이다.[71]

(2) 풍문 유포의 요건

법 제178조는 단순히 ‘풍문의 유포’만 금지대상으로 규정하고 있는데. 여기서 ‘풍문’이란 진위여부가 불확실한 소문이 떠돌아다니는 것을 뜻하는 것으로, 소문은 여러 사람의 입에 오르내리며 세상에 떠도는 소식으로 그 자체에 대한 진위 여부는 포함하지 않는다. 즉 허위성이 명백하지 않아도 진위 여부가 불명확한 소문을 의미하는 것이다.[72] 舊증권거래법은 “허위사실 기타 풍설을 유포하는 행위”라고 해서 유포 대상에 ‘허위사실’이 포함되었으나, 현행 자본시장법은 풍문의 유포만을 규정하고 있어, 허위사실 유포의 경우 어떻게 처리할 것인지가 실무상 쟁점사항이 될 수 있다. 입법취지를 고려하여 ‘풍문’에 ‘허위사실’도 포함되는 것으로 해석할 수 있으나 조문만으로 볼 때에는 풍문에 스스로 허위사실을 작출한 경우까지 당연히 포함된다고 보긴 어려운 측면이 있다.[73]

실제로 문제가 되는 풍문은 대부분 허위내용의 풍문에 해당될 것이나,[74]금융투자상품의 매매, 기타 거래 목적이나 시세변동 목적으로 유포하였다면 그 진위여부는 문제가 되지 않는다.[75] 또한, 단순한 의견이나 예측을 표시하는 행위는 풍문의 유포에 해당되지 않지만 그것이 허위 사실과 결합하여 단정적인 의견이나 예측을

---

70) 예컨대 보유주식을 고가에 매수해 주지 않으면 M&A를 하겠다고 협박하는 기업사냥꾼에 대하여 처벌근거로 사용할 수도 있다[변제호 · 홍성기 · 김종훈 · 엄세용 · 김유석, 전게서(자본시장법), 545면].

71) 동 항의 기본적인 틀은 제178조 제1항 제1호와 유사하나 풍문유포나 폭행, 협박까지 포함하고 있어 제1호를 보완하는 기능을 하고 있다는 의견도 있다[김정수, 전게서(자본시장법주석서 Ⅰ), 959면].

72) 임재연, 전게서(자본시장법), 903-904면; 김구환, 전게서(자본시장법 실무), 892면.

73) 舊「증권거래법」제188조의4 제4항 제1호에서의 ‘허위’는 객관적 기준에 의하여 판단하여야 하므로 행위자가 허위사실이라고 믿었더라도 실제로는 금지대상이 아니고, 실제로는 허위사실이었다 하더라도 행위자가 허위라는 사실을 몰랐다면 이것도 금지대상이 아니다. 왜냐하면 ‘고의로’ 라는 요건이 요구되기 때문이다[임재연, 전게서(자본시장법), 832면].

74) 성희활, 「자본시장법 해설」, 상장회사협의회, 2009, 832면.

75) 김구환, 전게서(자본시장법 실무), 892면.

피력하였다면 이에 해당될 수 있을 것이다.[76]

한편 '유포'는 일반적으로 불특정 다수인에게 전파하는 행위를 말하며, 풍문을 유포하는 행위란 유포라는 용어에서 짐작할 수 있듯이 주로 증권시장에서 거래되는 주식과 관련이 깊다.[77] 허위로 행위자가 직접 불특정 다수인에게 허위사실을 전파하는 경우뿐만 아니라 불특정 다수인에게 풍문이 전파될 것을 인식하면서 기자들과 같은 특정인에게 전파한 것도 포함된다.[78] 따라서 행위자가 특정인에게 전파하는 경우에는 전파가능성이 있으면 되고, 유포의 방법은 문서, 구두, 이메일, 메신저 등 대부분의 방법이 이에 해당될 것이다.[79]

'전파가능성'과 관련하여, 명예훼손죄의 경우 구성요건인 공연성을 판단하는 데 전파가능성을 그 기준으로 삼고 있다. 대법원은 "비록 개별적으로 한 사람에게 사실을 유포하였다고 하더라도 그로부터 불특정 또는 다수인에게 전파될 가능성이 있다면 공연성의 요건을 충족한다 할 것이지만, 이와 달리 전파될 가능성이 없다면 특정한 한 사람에게 한 사실의 유포는 공연성이 없다고 할 것이다"라고 판시한 바 있다.[80]

(3) 위계 사용

위계란 거래상대방 또는 불특정투자자를 기망하여 오인, 착각 또는 교착상태에 빠뜨림으로써 일정한 행위를 유인할 목적의 수단·계획·기교 등을 쓰는 행위를 말한다.[81] 대법원은 '위계'(僞計)의 정의와 관련하여 "거래상대방이나 불특정투자자를 기망하여 매매 기타 거래에 관한 일정한 행위를 유인할 목적의 수단이나 계획, 기교 등을 말한다."고 판시한 바 있다.[82]

舊증권거래법에서는 위계를 가급적 폭넓게 해석하려 했으나 자본시장법에서는 제178조 제1항 제1호에 '금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 할 목적과 기망 등을

---

76) 대법원 2011. 3. 10. 선고 2008도6355 판결.

77) 김건식·정순섭, 전게서(자본시장법), 338면.

78) 대법원 2011. 10. 27 선고 2009도1370 판결.

79) 김정만, 전게논문, 238면; 김정수, 전게서(자본시장법 주석서Ⅰ), 960면; 임재연, 전게서(자본시장법), 832면.

80) 대법원 2000. 2. 11 선고 99도4579 판결.

81) 성희활, 전게논문(사기적 부정거래에서 위계의 적용문제), 73면.

82) 2008. 5. 15. 선고 2007도11145 판결.

요건으로 하지 않는 부정한 수단, 계획, 기교를 채용함으로써 '위계'의 중요성과 적용범위가 축소되었다[83] 즉 위계와 부정한 수단·계획·기교는 실질적 내용에서 유사할 수 있으나 개념적 범위에서는 제1호의 부정한 수단·계획·기교가 더 크다고 할 수 있다.[84][85]

위계의 상대방은 위계로 인해 직접 손해를 입은 특정 당사자일 필요는 없으며, 불특정 다수인도 무방하다.[86] 위계의 사용은 풍문의 유포와 분리되어 개별적으로 사용될 수도 있고 풍문의 유포가 위계의 수단으로 동시에 복합적으로 사용될 수도 있다.[87] 판례에서 위계로 인정한 사례로는 '최대주주 등과의 거래를 타법인 출자로 공시한 경우', '허위의 주식공모 안내 광고', '해외 신주인수권부사채(BW) 발행의 허위공시', '각종 연구계획과 사업실적 허위사실의 유포' 등이 있다.

(4) 폭행과 협박

자본시장법 제178조 제2항에서는 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 할 목적이나 그 시세의 변동을 목적으로 하는 폭행 또는 협박을 금지하고 있다. 이는 입법모델이 되었던 미국 SEC Rule 10b-5에도 없는 요건으로 이례적이나, 부정거래행위가 이루어질 수 있는 다양한 상황을 반영하는 등, 자본시장법 제178조의 적용에 있어 규제의 공백을 없애기 위한 것으로 볼 수 있다.[88]

자본시장법상 제178조 제2항에서의 폭행, 협박이라는 용어는 형법상 개념을 차용한 것이다. 형법상 폭행은 상당히 폭넓은 의미를 가지고 있는데, 물건 또는 주먹이나 발등의 신체부위를 사용하여 상대방을 공격하는 것은 물론 침을 뱉거나 단순히 폭언을 하는 것만으로도 폭행의 범주에 해당한다.

---

83) 피고인은 C사의 전환사채가 정상적으로 발행될 가능성이 낮자 홍콩의 투자회사가 전환사채를 정상적으로 인수한 것처럼 가장한 후 이를 이용하여 국내투자자들을 기망하여 자금을 조달하기로 마음먹고 코스닥 공시를 통해 1,200만불 상당의 해외전환사채가 성공하였다고 공시한 후 국내투자자 6인에게 전환사채 매입계약을 체결후 대금 목적으로 49억원을 교부받은 행위를 "유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 부당한 이득을 얻기 위하여 고의로 허위의 사실을 유포하거나 위계를 사용한 행위"로 인정한 사례이다(서울지방법원 2000.2.11. 선고 99고단13171 판결).

84) 김정수, 전게서(자본시장법원론), 1150-1151면.

85) 곽수현, "자본시장법상 부정거래금지에 관한 소고", 「경영법률」 제21집 제4호, 2011.7, 462면.

86) 사법연수원, 경제범죄론, 2005, 189면.

87) 김정수, 전게서(자본시장법원론), 1155면.

88) 임재연, 전게서(자본시장법), 833면; 김정수, 전게서(자본시장법 주석서 I), 961면.

자본시장법상 협박의 의미는 자유롭고 평안한 거래가 보장되어야 그 기능이 원활하게 작동할 것이므로 광의의 개념으로 해석하여야 할 것이다. 폭행과 협박은 일반 형법으로 다룰 사안이나 시세변동 또는 금융투자상품의 매매목적으로 사용한 경우 이를 더욱 엄히 처벌하기 위해 채용한 규정이란 주장[89]도 있으나, 생각건대 실제로 협박이나 폭행이 가능한 사례가 있는지 상정하기 어려우며 동 조항이 불필요한 것은 아닌지 하는 의구심이 든다.

Ⅲ. 제178조 제1항의 적용범위에 관한 논의

1. 문제제기

자본시장법 제178조 제1항 본문은 “누구든지 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래”가 동 조 제1호 내지 제3호에서 정한 부정거래 행위와 관련될 것을 요구하고 있다. 여기서 ‘매매’는 구체적으로 누구의 매매이어야 하는가에 관하여 법리적인 해석과 실무상 적용에서 괴리가 발생하고 있다.

현재 실무상으로는 동조의 매매를 부정거래 행위자의 매매로 한정하여 해석하려는 경향이 있다. 그 결과, 부정거래행위와 관련된 행위자의 매매가 있었으며 이로 인해 행위자가 부당이득을 얻었을 경우에는 제178조 제1항 적용 시 현실적으로 큰 어려움은 없다. 그러나 부정거래 행위가 있었다 하더라도 행위자가 금융투자상품의 직접매매(대면매매 포함)를 하지 않았다면 ‘매매관련성’이라는 구성요건 충족 여부가 다투어질 수 있다. 이러한 실무상의 입장은 제178조 제1항의 문언이 포괄적이므로 적용상 어려움이 존재하는 상황에서, 행위자가 매매를 한 경우에는 부정거래 행위의 ‘고의성’을 입증하는 데 용이하다는 점에서[90] 일면 수긍이 간다고 하겠다.

그러나 부정거래 행위자는 직접 매매행위를 하지 않더라도 중요사항에 대하여 허위사실을 유포하고 그로 인하여 주가가 상승하는 경우 다양한 형태의 이익을 향유할 수 있다. 예를 들어 회사 대주주(부정거래 행위자)가 보유주식을 매매하지는

89) 김구환, 전게서(자본시장법 실무), 893면.

90) 김병연·권재열·양기진, 전게서(자본시장법), 406면.

않았으나 실적 악화 사실을 분식회계 등을 통해 숨기고 허위로 실적 개선이 이루어진 것처럼 공시하는 경우 해당 회사의 주가는 상승할 것이다. 그리고 이러한 주가 상승으로 인해 부정거래 행위자인 대주주는 자사주 매입 등 주가관리에 따른 비용을 절약할 수 있으며 보유자산 가치 상승, 차입비용 감소 등 다양한 재산상 상승효과를 기대할 수 있다. 위와 같은 상황을 고려한다면 제178조 제1항이 행위자가 직접 금융투자상품을 매매한 경우에 한정하여 적용된다고 해석하는 것이 타당한지 의문이 제기될 수 있다.

2 행위자의 매매가 없는 경우의 매매관련성 검토

(1) Rule 10b-5의 매매관련성

합리적인 해석론을 도출하기 위하여 부정거래금지 규정의 입법모델이 된 미국의 Rule 10b-5를 살펴보면 역시 'in connection with'라는 표현을 사용함으로써 우리와 마찬가지로 '매매관련성'을 요구하고 있다.[91] 그리고 이러한 '매매관련성'의 의미를 부정거래행위와 금융투자상품의 매매 간의 인과관계가 존재할 수 있는 가능성, 즉 부정거래행위로 인하여 주식 등 금융투자상품을 매수하거나 매도하게 될 가능성이 있는 경우를 말하는 것으로 해석할 수 있다. Texas Gulf Sulphur 사건의 경우에도 광맥 발견에 대하여 사실과 다르게 부정적인 전망을 발표한 회사 자신이 주식을 매매한 것은 아니었다. 그러나 법원은 일반투자자가 회사의 공시내용을 신뢰하여 회

---

91) Rule 10b-5 (Employment of Manipulative and Deceptive Devices)

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,

(a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,

(b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or

(c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person,

in connection with the purchase or sale of any security.

증권의 매수 또는 매도와 관련하여 다음과 같은 행위를 하는 것은 위법이다.

(a) 사기를 목적으로 수단, 계획, 또는 기교를 사용하는 것,

(b) 중요한 사실에 대하여 허위진술을 하거나, 진술이 행해진 상황에 비추어 오해가 유발되지 않도록 하기 위하여 필요한 중요한 사실을 누락하는 것, 또는

(c) 타인에게 사기 또는 기망이 되거나 될 수 있는 행위, 관행 또는 사업활동에 종사하는 것.

사주식을 매매한 경우 매매와의 관련성을 인정할 수 있다고 판시하였다.[92] 즉 '매매관련성'이란 요건은 사기의 구체적인 내용이 매매와 관련이 있어야 한다는 의미이지 행위자의 직접적인 매매가 요구되는 것은 아니라는 것이다. 그러므로 그것이 시세조종행위이든, 미공개중요정보 이용행위이든, 공시위반 행위이든지 간에 금융투자상품의 매매와 인과관계가 성립할 가능성만 있으면 적어도 매매관련성은 인정된다는 의미로 해석된다.

(2) 매매관련성의 문언적 의미와 분석

매매관련성이란 어떤 행위가 제178조 제1항의 부정거래에 해당하기 위해 요구되는 첫 번째 조건으로서, 특정 행위가 금융투자상품의 매매에 아무런 영향을 줄 수 없다면 제178조 제1항의 부정거래가 될 가능성은 없다고 보아야 한다. 우선 금융투자상품의 매매와 어떠한 관련이 존재한다고 판단된 이후 그 행위가 제178조 제1항 제1호 내지 제3호에서 정한 행위태양, 행위자의 목적 등의 요건에 부합하는지를 논의 하여야 한다.

실무에서와 같이 매매관련성을 '행위자 자신의 매매와의 관련성'으로 해석하는 것이 타당한가? 이 문제를 해결하기 위해서는 거꾸로 제178조 제1항이 정하고 있는 행위의 태양과 목적을 살펴볼 필요가 있다. 우선 자본시장법 제178조 제1항 제2호는 그 행위태양으로서 '중요사항에 관하여 거짓의 기재 또는 표시를 하거나 타인에게 오해를 유발시키지 아니하기 위하여 필요한 중요사항의 기재 또는 표시가 누락된 문서, 그 밖의 기재 또는 표시를 사용'하였을 것을 요구하고 있고,[93] 제3호는 '거짓의 시세를 이용하는 행위'를 요구하고 있다. 이러한 행위태양은 그 내용이 매우 구체적일 뿐만 아니라 그 성격이 자본시장에서 발생 가능한 행위임을 알 수 있다.

이에 반해 제178조 제2항은 그 행위태양으로 '풍문의 유포, 위계(僞計)의 사용, 폭행 또는 협박'을 들고 있다. 이를 제2항이 언급하고 있는 '금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 할 목적이나 그 시세의 변동을 도모할 목적'과 연관지어 생각해 보

92) Hazen, Principles of Securities Regulation, 2nd ed, Thomson/West, 2006, at 260; SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.,401 F.2d 833(2d Cir. 1968).

93) 예컨대 회사 내부자가 당해 법인의 주식을 선매수한 후 신사업 진출 등 호재성 재료를 허위로 발표하여 주가를 상승시킨 후 매도하여 부당이득을 취하는 경우가 이에 해당한다[김건식·정순섭, 전게서(자본시장법), 336면].

면, 행위태양을 폭행 또는 협박 등 일반적인 형법상의 범죄행위까지 확장하는 대신 그 행위의 전제조건으로서 금융투자상품의 매매 또는 시세변동의 목적을 요구함으로써 그 적용범위가 금융투자상품과 무관한 행위에까지 지나치게 확장되는 것을 막고자 했던 것으로 추정할 수 있다.

결국 제178조 제1항 제2호와 제3호는 제178조 제2항과 매우 상이한 구조[94]로서, 제2항은 행위태양을 일반 형법상의 범죄행위까지 확장하였으나 그 전제로서 행위자가 금융투자상품의 매매를 하고자 하는 목적을 갖추었을 것을 요구함으로써 그 적용범위를 어느 정도 제한하는 반면, 제1항 제2호와 제3호는 그 행위태양이 자본시장에서 발생할 수 있는 것이기 때문에 굳이 행위자가 직접 매매를 하고자 하는 목적을 요구하지 않는다고 볼 수 있다. 즉 행위자가 매매를 하고자 하는 목적이 없다고 하더라도 그 행위가 자본시장에 큰 영향을 줄 가능성이 높으므로 부정거래행위로 포섭하여 규제한다는 의미로 해석할 수 있다.

이러한 해석을 뒷받침할 수 있는 또 다른 근거로서, 제178조 제1항 제2호를 보면 금전 등 재산상의 이익을 얻을 목적을 요구하고 있지 행위자가 자신의 매매를 통해 재산상의 이익을 얻을 목적을 요구하고 있지 않다는 점을 들 수 있다. 제178조 제1항 제3호 역시 (타인의) 거래를 유인할 목적을 요구하고 있을 뿐 자신의 매매 목적과는 전혀 관계가 없다.

이와 같은 점을 고려할 때 제178조 제1항의 '매매관련성'이란 요건을 행위자 자신에 의한 매매와의 관련성만을 의미한다고 제한적으로 해석하는 것은 타당하지 않다. 제178조 제1항은 '자본시장에서의 일반투자자의 매매를 보호'하고자 하는 취지로 보아야 하고, 이에 따라 동 조항의 '매매관련성'이란 요건은 타인(일반투자자)에 의한 금융투자상품 매매와의 관련성까지 확대하여 포섭하는 것으로 해석하여야 할 것이다.

3. 소결

자본시장법 제178조 제1항의 '매매관련성'은 행위자 자신뿐만 아니라 타인인 일반투자자의 금융투자상품 매매와의 관련성을 요구하는 것으로 해석하는 것이 합리적이다. 매매관련성을 협소하게 해석하여 부정거래의 성립범위를 제한할 이유가 없

94) 부정거래 규제를 금융투자상품의 매매 그 밖의 거래와 관련하여 일정한 부정거래를 금지하는 것(제178조 제1항)과 금융투자상품의 매매 또는 시세변동을 목적으로 위계의 사용등을 금지하는 행위로 크게 구분한다[김건식·정순섭, 전게서(자본시장법), 335면].

고, 이러한 전제 하에서 구체적인 행위의 태양 및 목적 등을 통해 제178조 제1항의 부정거래행위 성립 여부를 판단하는 것이 그 입법취지에 부합할 것이다.[95] 행위자가 스스로 매매를 하였다는 사정이 부정거래행위의 고의를 입증하는 데에 도움을 주는 증거가 될 수는 있겠으나 이를 제178조 제1항의 구성요건의 하나로 요구하는 것은 입법자의 의도에 정면으로 반하는 것이며, 이러한 맥락에서 행위자가 실제로 증권을 매매하지 않았더라도 부실표시나 사기에 대하여 동 조항에 따라 책임을 져야 할 것이다.[96]

Ⅳ. 2차 정보수령자의 부정거래 행위자 해당성 여부

1. 문제제기

자본시장법 시행 이후에도 시세조종과 미공개중요정보 이용금지 조항으로 포섭할 수 없는 규제공백의 문제가 제기되었다. 실무적으로는 부정한 수단으로 미공개중요정보를 이용하였음에도 법적 미비 등으로 인해 조치를 취하지 못하는 사례가 종종 발생하였는데, 특히 처벌대상에서 배제되어 있는 2차 정보수령자, 시장(정책)정보 이용행위, 발행자와 투자자간의 수평적 정보비대칭 등이 규제공백의 대표적인 사례이다.

여기서는 우선 2차 정보수령자에 대한 부정거래금지 조문의 적용여부를 살펴보고자 한다. 일부에서는 자본시장법 제174조가 미공개중요정보 이용행위의 주체를 1차 정보수령자까지로 한정함에 따라 규제의 공백이 발생하였으며, 이에 따라 2차·3차 정보수령자의 미공개중요정보 이용행위를 제178조 부정거래행위로 포섭하거나[97] 제174조의 규제대상을 확대하여 규율할 필요가 있다는 주장이 있다.[98] 2차 이

---

95) 부정행위를 한 자는 반드시 증권매매의 당사자일 필요는 없다, [한병영, 전게논문 (투자권유규제 규범과 사기금지 규범의 연결 규제), 95-96면].

96) 임재연, 전게서(미국증권법), 328면.

97) 최승재, 전게논문(자본시장법 제178조 제1항 제1호에 대한 연구), 42면; 임재연, 전게서(자본시장법), 825면; 김건식·정순섭, 전게서(자본시장법, 2010), 377면.

98) 김광록, “미국법상 내부자거래에 관한 법리와 자본시장법”, 상사법판례연구 제22권 제2호, 2009. 6, 310면.

하 정보수령자를 제174조의 규제대상에서 제외하는 이유는 정보가 전전유통되면서 그 정확성이나 중요성이 희석되기 때문이라고는 하나, 그럼에도 부차수령자를 규제대상에 포함시키는 것이 시장의 공정성을 확보하고 투자자보호를 목적으로 하는 법의 이념에도 부합한다는 것이다.

이하에서는 왜 현행 자본시장법에서 미공개중요정보 이용행위의 주체를 내부자·준내부자 및 1차 정보수령자에 한정하고 2차 이하 정보수령자는 포함시키지 않았는지 논의하고자 한다. 이를 위해 우선 입법 모델로 삼은 미국의 예를 중심으로 살펴보면서 자본시장법과의 차이점을 비교해 보고, 부정거래행위와 미공개중요정보 이용행위에 과한 규정들이 어떠한 관계를 맺고 있는지 행위양태를 중심으로 검토해 보고자 한다.

2. 미국의 2차 정보수령자 규제

1934년 SEA를 살펴보면 미공개중요정보 이용행위를 금지하고 있는 명문규정은 없다. 미국에서 미공개중요정보 이용행위는 Rule 10b-5를 통해 규율되고 있는데, 정보소유이론을[99] 거쳐 현재는 신인의무이론과[100] 부정유용이론을[101] 통해 회사의 임원 등 전통적 내부자뿐 아니라 외부인도 규제대상이 된다. 이하에서는 특히 2차 정보수령자와 관련하여 정보유용이론에 대해서 검토해 보기로 한다.

미국의 Rule 10b-5 조문을 분석해 보면 기본적으로 사기(fraud)를 기반으로 해서 구성되어 있음을 알 수 있다. 따라서 미공개중요정보 이용행위를 10b-5로 규율하기 위해서는, 먼저 사기에 해당하는 행위가 있어야 한다.[102] 그리고 사기가 존재하려면 필연적으로 사기의 성립요건인 기망행위가 존재하여야 한다. 그렇다면 미공개중요정보를 이용하는 행위, 즉 매매상대방에게 미공개중요정보를 밝히지 않고 증권을 매매하는 행위가 기망이 될 수 있는가? 매매상대방에게 어떤 정보를 알리지 않는 부작위가 기망행위가 되기 위해서는 그 전제로서 그러한 정보를 알려야 한다

---

99) 규제의 범위가 가장 넓은 이론으로, 미공개중요정보를 소유한 모든 자를 대상으로 동 정보를 이용한 거래시 이를 규제대상으로 삼는 이론이었으나 현재는 폐기되어 적용되지 않는 이론이다[김정수, 전게서(자본시장법 원론), 957면].

100) 내부자의 범위를 회사 및 주주에 대하여 신인의무 가진 자로 제한, 김정수, 전게서(자본시장법 원론), 957면.

101) Nelson S. Ebaugh, op, cit, p293.

102) 김병연, “미국 판례법상 시장사기이론과 증권거래법상 손해배상책임에 있어서 인과관계의 문제”, 「비교사법」 제11권 제1호, 2004.4, 278면.

는 법률상의 작위의무가 있어야 한다. 즉, 미공개중요정보를 이용하는 자가 매매의 상대방에게 어떠한 관계로 인하여 그 정보를 알리고 매매를 해야 한다는 의무를 부담할 때 그 부작위가 기망행위에 해당할 수 있다.

그리고 정보를 미리 알려야 할 법률상 의무는 신인관계(fiduciary relations)에서 발생한다. 즉 매매상대방에 대해 신인의무(fiduciary duty)를 부담하는 자가 거래 전 정보를 알려야 하며, 이러한 신인의무를 부담하는 자를 규제대상인 내부자(미공개중요정보 이용자)로 보는 것이다. 예컨대 회사 및 주주의 이익을 보호해야 할 의무를 부담하는 이사(director)와 같은 내부자가 미공개중요정보를 지득한 후 이를 주주에게 알리지 않고 거래를 한다면 그 이사는 주주에 대해서 신인의무를 위배했다고 할 수 있다.[103]

정보수령자의 규제와 관련하여, 만약 정보수령자가 거래상대방인 주주에 대해 신인의무를 부담하는 당사자로부터 정보를 지득하여 이용하였다면 이는 정보제공자에 의한 간접적 내부자거래로 규제될 수 있다는 것이 판례의 입장이다.[104] 그런데 정보수령자가 회사 및 주주에 대해 신인의무를 부담하는 당사자가 아닌 자로부터 정보를 지득한 경우에는 어떻게 규제될 수 있는가? 이러한 정보수령자는 그 정보의 지득경로가 1차이든, 2차이든 간에 회사의 외부자로서 주주에 대한 보호의무를 부담하지 않는 것인지, 그 결과 미공개중요정보 이용행위의 주체가 될 수 있는 것인지 여부에 대한 논란이 생기게 된다.

이 문제를 미국은 부정유용이론(misappropriation theory)을 통해 해결하고 있는데, 동 이론 하에서는 거래의 대상과 신인의무의 대상을 서로 다른 방향으로 찾고 있다. 즉 정보수령자가 자신이 지득한 미공개중요정보를 이용하여 거래를 할 때 거래의 상대방은 주주(또는 주주가 될 자)이지만, 신인의무는 그 거래상대방이 아닌 정보원(source of information)이 되는 자와의 관계에서 찾는 것이다.[105] 달리 말해

---

103) 회사에 대하여 신인의무를 지고 있는 자는 당해 회사의 유가증권의 가격에 영향을 줄 수 있는 정보를 이용하여 사적인 이익을 얻거나 손실을 회피해서는 안 된다는 이론으로 1980년 미국 연방대법원이 내부자거래혐의로 형사사건화한 Chiarella v. United States 445 U.S. 222(1980) 판결로 채택되었다.

104) Dirks 사건은 정보를 전달한 회사내부자가 회사에 대한 신임의무를 위반하지 아니한 경우에는 정보수령자도 그러한 의무를 부담하지 않는다고 하여 위 신임의무이론을 재확인한 판례이다. 내용은 보험회사의 종업원이 투자분석가(피고인)에게 그 회사의 사기적 거래 관행을 폭로하기 위하여 중요한 미공개정보를 제공하였고, 피고인은 이 사실을 공개하기 위해 자신이 직접 거래를 하지 않고, 몇몇 그의 고객에게 당해 정보를 전달하여 고객들이 당해 회사 주식을 매도한 사건이다. 이 사건은 정보제공자의 책임이 아니라 정보수령자의 책임이 문제가 된 사안으로 연방대법원은 정보수령자의 거래를 본질적으로 정보제공자의 간접적인 내부자거래로 파악하였다(Dirks v. SEC, 463 U.S. 646, 1983).

2차 정보수령자에게 거래의 상대방은 주주(또는 주주가 될 자)이지만, 기망의 상대방은 정보의 원천인 당사자가 되는 것이다.[106] 부정유용이론은 O'Hagan 판례[107]를 통해 채택되었는데, O'Hagan이 주식을 발행한 회사의 주주 또는 그 발행회사에 대한 신인의무를 위반한 것은 아니지만, 발행회사의 내부정보를 지득할 수 있게 해준 정보원(이 경우 법률회사인 Dorsey & Whitney)에 대한 신인의무를 위반하였고, 이것 역시 10b-5 위반이라고 판시하면서 유죄를 선고하였다. 즉 부정유용이론은 당해 정보의 정보원(情報源)에 대한 신인의무를 부담하는 자가 그 의무에 위반하여 주식을 거래하고 비밀정보를 유용하였다면 Rule 10b-5 위반에 해당된다는 요지로, 이 판례에 따라 외부자까지도 규제하는 근거를 마련하게 된 것이다.[108]

3. 2차 정보수령자와 자본시장법 제174조

(1) 자본시장법 제174조와 2차 정보수령자의 규제

자본시장법상 미공개중요정보 이용행위 위반 관련은 제174조[109]에서 규율하고

---

105) 김정수, 「자본시장법원론」, 서울파이낸스앤록클럽, 2011, 967-968면;

106) 김건식, "내부자거래규제의 이론적 기초", 「증권학회지」 제28집, 2001.

107) 사건의 개요는 런던에 있는 Grand Metropolitan PLC가 미국회사인 Pillsbury Company를 공개매수 하고자 1988년 7월 미네소타에 있는 법률회사(Dorsey & Whitney)를 선임하였다. O'Hagan의 신분은 동 로펌의 파트너였으나 해당 공개매수 업무에는 직접 관여하지 않았다. 그러나 동 공개매수 정보를 알게 된 동인은 1988년 8월 18일 Pillsbury의 주식과 옵션을 매수하였고, 1989년 10월 4일 관련 공개매수 정보 공개후 주가가 급등하자 보유 주식 등을 매도하여 약 430만불 이상의 이익을 취득하였다. 연방지방법원의 유죄판결(41개월 징역)에 대해 제8연방항소법원은 무죄를 선고하였다. 그럼에도 연방 대법원은 정보유용이론을 기반으로 하여 1997년 6월 25일 항소법원의 판결을 뒤집고 O'Hagan의 유죄를 확정함으로써, 오늘날의 정보유용이론이 대법원에서 최초로 확립하게 된다(United States v. O'Hagen, 521 U.S. 642, 1997).

108) 김건식, 전게논문(내부자거래규제의 이론적 기초) 163면.

109) 제174조(미공개중요정보 이용행위 금지) ① 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 자(제1호부터 제5호까지의 어느 하나의 자에 해당하지 아니하게 된 날부터 1년이 경과하지 아니한 자를 포함한다)는 상장법인(6개월 이내에 상장하는 법인을 포함한다)의 업무 등과 관련된 미공개중요정보(투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보로서 대통령령으로 정하는 방법에 따라 불특정 다수인이 알 수 있도록 공개되기 전의 것을 말한다. 이하 이 항에서 같다)를 특정증권등의 매매, 그 밖의 거래에 이용하거나 타인에게 이용하게 하여서는 아니 된다.

1. 그 법인(그 계열회사를 포함한다. 이하 이 호와 제2호에서 같다) 및 그 법인의 임직원·대리인으로서 그 직무와 관련하여 미공개중요정보를 알게 된 자
2. 그 법인의 주요주주로서 그 권리를 행사하는 과정에서 미공개중요정보를 알게 된 자
3. 그 법인에 대하여 법령에 따른 허가·인가·지도·감독, 그 밖의 권한을 가지는 자로서 그 권한을 행사하는 과정에서 미공개중요정보를 알게 된 자

있는데, 구성요건은 크게 세 가지이다. (ⅰ) 그 주체가 내부자, 준내부자 또는 1차 정보수령자일 것, (ⅱ) 상장법인의 업무 등과 관련된 미공개중요정보를 지득하였을 것, (ⅲ) 지득한 미공개중요정보를 특정증권등의 매매, 그 밖의 거래에 이용하거나 타인에게 이용하게 하였을 것이다.

이처럼 자본시장법은 미공개중요정보 이용행위의 주체를 내부자, 준내부자, 1차 정보수령자에 한정하고 있다. 특히 제174조 제1항에서 "...타인에게 이용하게 하여서는 아니 된다"고 명시하고 있는데, 여기서 '타인'은 회사 내부자로부터 직접 정보를 제공받은 1차 정보수령자로 한정된다고 보는 것이 통설이다.[110] 1차 정보수령자로부터 다시 정보를 얻은 2차 이하 정보수령자는 법문상 정보수령자 범위에 포함되지 않는다.[111] 2차 이하 정보수령자를 준내부자 범주에서 제외한 것은 내부자로부터 정보를 취득한 정보수령자가 정보를 전전유통하는 과정에서 필연적으로 정보내용이 변질되기 마련이며, 모든 단계의 정보이용자를 처벌하는 것이 곤란하기 때문이란 현실적인 문제도 고려대상이 되었을 것이다.

대법원은 무세제 세탁장치 개발정보를 제공받은 외부인이 동생과 공모하여 동생으로 하여금 주식을 매수케 한 사안과 관련하여, 제1차 정보수령자는 통상적으로 내부자와 특별한 관계가 있음을 고려하여 증권시장의 공정성 및 건전성에 대한 투자자의 신뢰를 확보한다는 관점에서 제1차 정보수령자가 내부자로부터 전달받은 미공개 내부정보를 이용하여 직접 유가증권의 매매 기타의 거래를 하거나 다른 사람으로 하여금 유가증권의 매매 기타의 거래와 관련하여 이를 이용하게 하는 행위를 처벌하기로 하는 한편 그 처벌범위가 불명확하게 되거나 법적안정성을 해치게 되는 것을 막기 위하여 제2차 정보수령자 이후의 정보수령자의 미공개 내부정보 이용행위를 그의 처벌범위에 넣지 않기로 한 것으로 봄이 죄형법정주의 원칙에 부응되기

---

4. 그 법인과 계약을 체결하고 있거나 체결을 교섭하고 있는 자로서 그 계약을 체결·교섭 또는 이행하는 과정에서 미공개중요정보를 알게 된 자

5. 제2호부터 제4호까지의 어느 하나에 해당하는 자의 대리인(이에 해당하는 자가 법인인 경우에는 그 임직원 및 대리인을 포함한다)·사용인, 그 밖의 종업원(제2호부터 제4호까지의 어느 하나에 해당하는 자가 법인인 경우에는 그 임직원 및 대리인)으로서 그 직무와 관련하여 미공개중요정보를 알게 된 자

6. 제1호부터 제5호까지의 어느 하나에 해당하는 자(제1호부터 제5호까지의 어느 하나의 자에 해당하지 아니하게 된 날부터 1년이 경과하지 아니한 자를 포함한다)로부터 미공개중요정보를 받은 자

110) 임재연, 전게서(자본시장법), 804면.

111) 김건식·정순섭, 전게서(자본시장법), 286면.

때문에, 1차 이득을 취한 동생은 2차 정보 수령자이므로 처벌할 수 없고, 1차 수령자와의 공범으로도 처벌할 수도 없다고 판시한 바 있다.[112] 동 판례는 처벌하는 규정이 없는 이상 그 입법취지에 비추어 제2차 정보수령자가 제1차 정보수령자로부터 미공개 내부정보를 전달받은 후에 이용한 행위가 일반적인 형법 총칙상의 공모, 교사, 방조에 해당된다고 하더라도 제2차 정보수령자를 제1차 정보수령자의 공범으로서 처벌할 수는 없다고 판단한 것이다.

(2) 자본시장법 제174조와 Rule 10b-5 비교

자본시장법 제174조는 사기 혹은 기망의 요소를 요구하지 않는다. 다시 말해 일정한 지위에 있는 주체가 상장회사의 업무와 관련된 미공개중요정보를 지득하고 이를 증권매매에 이용하였으면 미공개중요정보 이용행위에 해당되지만, 상대방에 대하여 기망행위를 한 것이 요구되진 않는다. 이와 더불어 직무관련성 요건을 통해 규제 대상자 범위를 제한하고 있다. 제174조에 열거된 규제대상자들은 기업정보에 용이하게 접근할 수 있는 우월적 지위를 보유한 자들로서 이들이 우월적 지위를 통하여 정보를 지득한 경우만 규제의 대상이 된다.[113]

자본시장법은 행위자가 어떤 행위를 하였는가보다 그가 어떠한 지위를 갖고 있는가하는 문제에 초점을 맞추고 있는 것으로 해석된다.[114] 즉, 미공개중요정보 이용행위의 가벌성을 행위의 요소가 아닌 행위자의 지위에서 찾고 있는 것이다. 물론 미국의 경우에도 신인의무(fiduciary duty)를 요구하고 있지만 이는 사기가 성립하기 위해서, 즉 '미공개'라는 부작위가 적극적 기망행위와 동일하게 평가되기 위한 전제조건으로서 요구하고 있는 것이지, 행위자의 신분 내지 지위를 가벌성의 표지로 보는 것이 아니다.

그에 반해 자본시장법은 행위의 측면에서 '이용'이라고 밝히고 있을 뿐, 그 이용행위가 기망이어야 한다든지, 혹은 그 밖에 가벌성의 기준으로 삼을만한 징표를 갖고 있을 것을 요구하지 않는다. 오히려 똑같은 미공개중요정보 이용행위를 했다 하

112) 대법원 2001. 1. 25. 선고 2009도90 판결.

113) 장근영, "자본시장법상 외부자거래의 규제와 개선방안", 「법제연구」 통권 제41호, 2011.12, 371-372면.

114) 곽수현, "자본시장법상 부정거래금지에 관한 소고", 「경영법률」 제21권 제4호, 2011.7, 464면.

더라도 그 행위자가 내부자, 준내부자 및 1차 정보수령자이면 위법하나, 그에 해당하는 사람이 아니라면 위법하지 않다는 점에서 행위자가 누구인가를 중시하고 있다. 이렇게 볼 때 자본시장법은 미국과는 달리 행위의 측면보다 신분의 측면에 무게를 둔 입법인 것이다. 자본시장법 제178조가 미국의 SEC Rule 10b-5를 모델로 하여 입법이 된 것은 사실이다. 그러나 생각건대 SEC Rule 10b-5는 SEA 제10조 (b)항에서 사기행위를 정하고 있고, 사기행위의 SEA 제10조 (b)항보다 상세한 의미를 SEC Rule 10b-5에서 정하고 있는 것이기 때문에 SEC Rule 10b-5를 해석하면서도 사기의 개념을 전제로 하게 된다. 그러나 우리는 이러한 구조의 규정을 갖고 있지 않다. 자본시장법 제178조 제1항 제1호를 보더라도 '부정한 수단'이라고 하고 있을 뿐, '사기 등 부정한 수단'이라 하고 있지 않다. 이러한 상황에서 미국의 해석을 그대로 입법화하기는 어렵지 않을까 생각한다.

따라서 자본시장법이 정하고 있는 미공개중요정보 이용행위는 신분범의 일종으로 보아야 하고, 똑같은 행위를 하더라도 그 행위의 주체가 회사의 내부자 혹은 준내부자에 해당하며 자신의 지위를 이용하여 미공개중요정보를 이용했다면 위법성이 인정되는 것이다.

(3) 2차 정보수령자의 제174조 적용 배제의 견해

자본시장법 제174조의 미공개중요정보 이용행위의 주체에 1차 정보수령자를 포함하고 있는 이유는 무엇인가? 회사의 내부자 혹은 준내부자라면 당연히 자신의 업무상 취득한 정보를 이용하지 말아야 할 의무를 부과하는 것이 자연스러울 수 있다. 그런데 상장회사와 아무 관련이 없고 단지 그 정보를 수령했을 뿐인 1차 정보수령자에게도 이러한 의무를 부과하는 것이 과연 타당한 것인가? 또 1차 정보수령자를 벌하면서 2차, 3차 정보수령자를 벌하지 않는 것은 무슨 이유인가?[115] 이처럼 회사의 내부자나 준내부자로부터 정보를 수령한 자에게 부작위의무(미공개중요정보를 이용하지 말아야 할 의무)를 부과하는 것은 자연스럽고, 그 정보수령자로부터 재차 정보를 전달받은 자에게는 그 부작위 의무를 부과할 수는 없는 것인지 논란이 있을 수 있다.

이것은 일종의 '거리이론' 혹은 '영역이론'으로 생각해 볼 수 있다. 즉, 내부자나

115) 미국의 경우에는 정보수령자의 범위를 단순히 정보의 전달 단계에 의하여 정하는 것이 아니라 Dirks 판례와 같이 신인의무이론에 입각하여 정한다[임재연, 전게서(자본시장법), 804면].

준내부자로부터 직접 정보를 전달받은 자는 그와 매우 밀접한 관계를 가진 친인척이나 지인 등 상당히 가까운 관계에 있는 자일 것이고, 그렇다면 자신의 친분을 이용하여 미공개중요정보를 이용해서는 아니 된다고 판단한 것이다. 반면 그 전달경로가 2차, 3차, 이렇게 여러 단계를 거칠수록 내부자와 준내부자와의 거리는 점점 멀어진다고 할 수 있다. 과연 내부자 등으로부터 얼마나 멀어져야 그러한 부작위의 무를 부과할 수 없을 만큼 관계가 멀다고 할 수 있을까? 이에 대한 명확한 기준은 있을 수 없다.

다만 자본시장법은 정책적으로 그 거리를 다소 보수적으로 내부자 등의 최측근인 1차 정보수령자까지로 한정하고 있는 것이다. 이렇게 본다면 미공개중요정보 이용행위의 주체를 내부자, 준내부자 및 1차 정보수령자까지로 한정한 것을 입법의 실수로 보기는 어려울 것이다.[116]

4. 2차 정보수령자의 규율 여부

(1) 서언

앞에서 1차 정보수령자는 규제대상으로서 처벌하나 2차 이하 정보수령자는 처벌에서 제외하는 것이 자본시장법 제174조의 기본 입장임을 살펴보았다. 그럼에도 불구하고 이러한 구조는 정보의 비대칭성을 해소하려는 입법취지에 맞지 않는다는 주장이 지속적으로 제기되고 있다.[117] 특히 인터넷이나 SNS 이용으로 빠른 속도의 정보 전달이 가능해져 1차와 2차 정보수령자를 구분하는 것이 무의미해졌으며, 오히려 1차와 2차 정보수령자로 구분되어 처벌여부가 달라진다면 형평성의 문제가 발생할 수도 있다는 주장이 제기되고 있다.[118]

---

116) 정보의 비대칭(非對稱)을 이용하여 부당이득을 취득한 2차 이후 정보수령자에 대해 부당이득 환수의 관점에서 1차 정보수령자와 2차 이후 정보수령자를 구별할 합리적 이유가 없으며, 여러 단계의 정보 전달 과정을 거치더라도 미공개중요정보 이용행위의 가벌성은 동일하므로 2차 이후 정보수령자의 중요정보 이용행위를 규제하는 것이 바람직하다는 주장도 있다[김건식·정순섭, 전게서(자본시장법), 318-319면].

117) 2차 이하 정보수령자의 사실관계를 파악하고 입증하는 것이 쉬운 일은 아니지만 그렇다고 이를 법에서 면책하는 것은 타당하지 않다는 견해가 있다[박임출, “내부자거래 규제에 관한 비교법적 연구”, 성균관대학원 법학박사 학위논문, 2003, 192면].

118) 김건식 · 정순섭, 전게서(자본시장법), 318-319면.

이하에서는 현행 규제공백에 대한 대안으로 2차 정보수령자를 제178조에 따른 부정거래행위로 포섭하거나 기타 법률에 의해 규율하는 것은 가능한지, 영국의 입법례처럼 시장남용행위로 판단하여 규제하는 것에 문제는 없는지 검토해 보고자 한다.

(2) 2차 정보수령자에 대한 제178조 적용 여부

자본시장법 제174조가 미공개중요정보 이용행위의 주체를 1차 정보수령자까지로 한정하여 규제의 공백이 존재하므로, 2차·3차 정보수령자의 미공개중요정보 이용행위를 제178조의 부정거래행위로 포섭하여 규범의 흠결을 보충할 수 있다는 주장이 있다.[119] 이 같은 주장의 주요 견해는 2차 이하 정보수령자가 미공개중요정보를 이용하여 주식을 매매한 경우 이 행위는 규제의 한계선상에서 이루어진 행위로 거래 관행상 부정한 수단으로 인정될 수 있으므로 제178조 제1항 제1호(부정한 수단, 계획, 기교를 사용한 행위)가 적용될 수 있다는 견해이다.

이에 반해 자본시장법 제178조에 해당하는 SEC Rule 10b-5는 미공개중요정보 이용행위를 비롯한 사기적 행위에 일반적으로 적용되는 규정이지만, 자본시장법은 제174조에서 미공개중요정보 이용에 대해 별도로 규정하므로, 제174조 규제대상이 아니면 제178조의 적용에 의한 규제대상도 될 수 없다고 해석하는 것이 죄형법정주의의 명확성원칙, 유추해석금지원칙에 부합한다는 상반된 주장도 있다.[120]

사견으로는 자본시장법 제174조가 내부자 및 준내부자와의 관계를 고려하여 1차 정보수령자까지만 부작위 의무를 부과하고 이에 따라 그 주체를 1차 정보수령자까지로 한정하였다는 점을 고려하여 볼 때, 그 이상의 정보수령자를 제178조로 포섭하여 처벌한다는 것은 제174조의 입법취지에 정면으로 반하는 것이라 생각된다. 만약 2차, 3차 정보수령자를 제178조 적용을 통하여 처벌하고자 한다면 단순히 미공개중요정보를 지득하여 이용하였다는 것 이외에 또 다른 가벌성이 존재하여야 한다. 이러한 가벌성은 행위자의 인적 요소가 아닌 행위적 측면에서 찾을 수도 있을 것이다. 그러나 아무런 근거 없이 단지 제174조가 행위주체를 1차 정보수령자까지만 정하고 있으므로 그 나머지는 제178조를 적용하자는 주장은 제174조가 정하고

119) 최승재, 전개논문(자본시장법 제178조 제1항 제1호에 대한 연구), 42-43면; 김건식·정순섭, 전게서(자본시장법, 2010), 377면.

120) 임재연, 전게서, 806면.

있는 미공개중요정보 이용금지 규제대상의 신분범적 성격을 전혀 고려하지 못한 것이라고 생각한다.

그 외에도 자본시장법은 부정거래행위에 해당하는 경우, 시세조종이나 미공개중요정보 이용행위와 동일한 법정형의 형사처벌을 하도록 규정하고 있다. 따라서 행위자에게 시세조종이나 미공개중요정보 이용행위에 준하는 정도의 위법성이 존재하는 경우에 한하여 부정거래행위 규정을 적용하는 것이 바람직하다. 현행법상 미공개중요정보 이용행위의 적용대상을 내부자 및 1차 정보수령자로 한정하고 있는 이유는 처벌대상을 무한히 확대하는 경우 법적 안정성이 침해될 수 있고, 정보가 순차적으로 전달되는 과정에서 정보의 중요성과 진실성에 대한 투자자의 확신이 줄어들기 때문인 것으로 보인다. 이처럼 2차 정보수령자의 위법성을 내부자 및 1차 정보수령자와 동일하게 평가하기 곤란하다는 점을 고려하면 2차 이후 정보수령자에 대해서 부정거래행위 규정을 적용하여 형사 처벌하는 것은 적절하지 않은 것으로 판단된다.

(3) 형법 등 기타 법률의 적용 가능성

2차 정보수령자가 제174조가 정하고 있는 신분범에 해당하지 않는다고 해서 처벌될 가능성이 전혀 없는 것은 아니다. 즉, 2차 정보수령자가 제174조의 신분범에는 해당하지 않는다 하더라도 그와 별개로 그의 행위에 비난 가능성이 있다면 다른 규제를 적용하여 처벌할 가능성이 있다. 예를 들어, 1차 정보수령자가 자신이 지득한 정보를 자신의 친구(2차 정보수령자)에게 전달하고, 그와 함께 미공개중요정보를 이용하여 부당이득을 얻기로 공모한 경우를 생각해 보자. 1차 정보수령자는 정보를 제공하고, 2차 정보수령자는 주식을 매수하기 위한 자금을 조달한 후, 중요정보가 공개되어 주가가 상승한 후에 매수한 주식을 매도하여 차익을 남겼다면, 이 경우 2차 정보수령자는 어떻게 벌할 수 있을까?

만약 2차 정보수령자가 1차 정보수령자의 미공개중요정보 이용행위에 가담하지 않고 본인이 독자적으로 미공개중요정보를 이용하여 부당한 이익을 얻은 경우에는 이미 검토한 바와 같이 벌할 수 없다. 그러나 상기의 사례는 2차 정보수령자가 1차 정보수령자의 미공개중요정보 이용행위에 가담하여 자금을 제공하는 등 중요한 역할을 하고 있다. 그렇다면 형법 제33조를 적용할 가능성은 없는지 의문이 있을 수 있다.

형법 제33조는 신분관계로 인하여 성립될 범죄에 가공한 행위는 신분관계가 없

는 자에게도 적용한다고 하여 신분이 없는 자라 하더라도 신분 있는 자의 범행에 가담한 때에는 공범이 될 수 있음을 정하고 있다. 따라서 신분이 없는 2차 정보수령자가 1차 정보수령자의 미공개중요정보 이용행위에 가담한 경우에는 그 1차 정보수령자를 정범으로, 그에 가담한 2차 정보수령자는 공범(위와 같은 경우라면 공동정범)으로 처벌할 수 있다.[121]

이에 대하여 1차 정보수령자는 제174조의 미공개중요정보 이용행위로, 2차 정보수령자는 제178조의 부정거래행위 금지 위반 혐의로 처벌하자고 주장할 수도 있을 것이다. 물론 위와 같이 2차 정보수령자가 1차 정보수령자의 범행에 가담한 경우에는 행위의 측면에서 비난가능성이 존재하고 이를 바탕으로 하여 제178조의 적용을 고려하는 것도 가능할 것이다. 그러나 정범은 제174조로 벌하고, 공범은 다시 제178조의 정범으로 벌한다는 것은 대단히 부자연스럽다. 형법의 공범을 처벌하는 조항이 있음에도 굳이 제178조를 동원하여 부정거래행위로 포섭할 필요는 없을 것이다. 형법 제33조가 공동정범이나 교사범을 정범과 동일한 형으로 처벌하고 있다는 점에서도 더욱 그러하다. 결론적으로 2차 정보수령자는 1차 정보수령자의 미공개중요정보 이용행위의 공범이 될 수 있을지언정 정범이 될 수는 없다고 보아야 할 것이다.

(4) 2차 정보수령자의 '시장질서 교란행위'(market abuse) 해당 여부

2013년 4월 발표된 "주가조작 등 불공정거래 근절 종합대책"[122]에서는 2차 정보수령자의 정보이용행위도 위법성의 정도는 낮으나 시장의 신뢰, 안정성을 저해하는 시장질서교란행위(market abuse)에 해당한다고 판단하여 과징금 부과 등 행정제재의 대상으로 규제할 예정이라고 발표한 바 있다.

그러나 자본시장법 제174조는 정보비대칭을 문헌상 구성요건의 하나로 요구하고 있지 않고, 회사내부자(혹은 그와 동일시할 수 있는 자)라는 신분의 요소를 중심으로 미공개중요정보 이용행위를 금지하고 있다. 즉 미공개중요정보 이용행위가 성립하기 위하여 정보비대칭이 요구되는지 여부에 관하여는 논란이 있다. 판례는 삼애인더스 사건에서 미공개중요정보 이용행위가 성립하기 위해서는 정보비대칭이 요구

121) 대법원 2002. 1. 25 선고 2000도90 판결; 2009. 12. 10 선고 2008도6953 판결.

122) 금융위원회·법무부·국세청·금융감독원, 보도자료, "주가조작 등 불공정거래 근절 종합 대책", 2013. 4, 10-11, 19면.

된다는 취지로 판단한 바 있다. 그러나 적어도 제174조의 문언은 정보비대칭을 전혀 요구하고 있지 않고, 앞에서 살핀 바와 같이 미공개중요정보 이용행위가 신분요소를 중심으로 한 규제체계로 이해한다면 판례의 입장은 재검토되어야 할 것이다.

이와 같은 상황에서 정보비대칭을 핵심요소로 하는 '시장질서 교란행위'(market abuse)의 개념을 채용한다는 것은 현재 우리의 법제와 전혀 다른 철학을 채용하는 것이라는 점에서도 심사숙고해야 할 일이다. 실제로 2차 이하 정보수령자에 대하여 채용할 경우, 1차 정보수령자까지는 정보비대칭의 유무를 묻지 않고 그 신분요소가 충족되는 한 미공개중요정보를 이용하기만 하면 바로 범죄가 성립하여 형사 처벌하고, 2차 정보수령자 이하에 대해서는 정보비대칭이 있는 경우에만 상대적으로 가벼운 과징금 부과대상으로 벌하는 것이 과연 타당한지 의문이 든다.

1차 정보수령자와 2차 정보수령자가 미공개중요정보를 이용한 경우 양자 사이에 법적으로 달리 평가할 만한 본질적 차이가 있다고 보기 어렵다. 다만 차이가 있다면 회사내부자, 준내부자로부터 직접 미공개중요정보를 지득했는가, 아니면 몇 번의 전달과정을 거쳐 간접적으로 정보를 지득했는가의 차이가 있을 뿐인데, 그런 측면에서 그 규제철학과 처벌방법에서 타당한 입법이라 보기 어렵다.

또한 이와 관련하여 정보비대칭의 의미를 무엇으로 볼 것인가도 문제이다. 일반적으로 미공개중요정보 이용행위로 처벌하기 위해서는 거래 당사자간에 정보의 비대칭성이 존재할 것을 요구하는 것으로 보고 있다.[123] 법원도 공개증권시장을 통하지 아니한 '상대거래'의 경우에 증권시장의 공정성이나 일반투자자의 신뢰성의 문제는 발생되지 않으며, 따라서 정보의 불공정한 격차의 문제는 거래당사자 사이에서 판단하여야 한다고 판시한 바 있다.

'미공개중요정보'인지 여부는 거래당사자가 이를 알고 있었는지 여부에 따라 판단하여야 하는 데, 상대거래의 거래당사자가 모두 해당정보를 알고 있는 경우라면 해당 정보가 비록 공시되지는 않았다고 하더라도 내부자거래의 요건인 '미공개정보'에 해당된다고 할 수는 없다고 판시한 바 있다. 요컨대, "거래당사자 사이에 불공정한 정보의 격차가 없게 되었을 경우 내부자거래는 성립될 수 없다"는 것이다.[124] 그러나 위 판례처럼 거래당사자간의 수직적(위 판결사안의 경우 발행인과 투자자) 비

123) 김건식・정순섭, 「자본시장법」, 두성사, 2009, 296면.

124) 대법원 2006.5.11. 선고 2003도4320 판결.

대칭성뿐만 아니라 행위자와 시장(일반투자자)간 수평적 비대칭성이 존재하는 경우도 확장한다면 정보비대칭은 거의 모든 경우에 인정할 수 있다. 만약 시장질서교란행위를 도입한다고 할 때, 정보비대칭을 어느 범위에서 요구할 것인가 하는 문제도 고려할 필요가 있다.

입법체계면에서도 시장질서 교란행위(market abuse) 규제는 판례법 체계 국가인 영국에서 발달한 개념으로 제재법규의 명확성이 엄격하게 요구되는 성문법 국가인 우리나라 법체계에 혼란을 줄 수 있으므로 도입에 신중할 필요가 있다고 생각한다.

5. 소결

자본시장법 제178조가 미국 SEA 제10조 (b)항을 모델로 입법화되었음에도 미국의 경우와 가장 큰 차이를 보이는 것이 바로 미공개중요정보 이용행위에 대한 규율방식이다. 미국의 경우 내부자거래, 즉 미공개중요정보 이용행위[125]를 부정거래행위의 일종으로 파악하고 있다. 미국은 우리와 달리 미공개중요정보 이용행위를 금지하는 별도의 규정이 없고, 증권사기(security fraud)를 금지하는 포괄조항을 두고 미공개중요정보 이용행위를 증권사기의 일종으로 포섭하여 규율한다. 이와 달리 우리나라는 제174조에서 미공개중요정보 이용행위를 금지하는 한편 별도로 부정거래행위를 금지하는 제178조를 두고 있다.

미공개중요정보 이용행위에 대한 미국의 규율체계를 우리나라에 그대로 비추어 본다면, 부정거래행위에 관한 제178조는 미공개중요정보 이용행위에 관한 제174조의 일반조항으로 파악하게 된다. 이에 따르면 제174조와 제178조는 사실상 그 실질이 유사하고 제174조에서 규율하지 않는 2차·3차 정보수령자의 미공개중요정보 이용행위를 제178조로 규율하자는 주장이 가능하다. 이러한 주장은 정책적 필요에서 강한 근거를 갖는다. 즉 우리 자본시장법 제174조는 내부자·준내부자 그리고 1차 정보수령자의 미공개중요정보 이용행위를 금지하고 있을 뿐인데, 그 외 2차·3차 정보수령자의 미공개중요정보 이용행위 역시 금지해야 할 필요가 있으므로 이러한 법의 공백을 제178조를 통해 해결하자는 것이다.

---

125) 내부자거래란 용어는 그리 정확한 용어가 아니다. 왜냐하면 미국과 우리나라 모두 내부자거래의 행위주체를 내부자로 한정하고 있지 않기 때문이다. 오히려 중요내부정보 이용행위 또는 미공개중요정보 이용행위로 표현하는 것이 적당할 것이다. 여기서는 혼란을 피하기 위해 내부자거래라는 용어를 쓰는 대신 미공개중요정보 이용행위라는 용어로 통일하기로 한다.

그러나 개인적으로 우리 자본시장법 제178조가 미국의 SEA 제10조 (b)항을 참조하여 법제화되었다고 해서 미국의 논의를 우리나라에 그대로 적용하는 것은 타당치 않다고 생각한다.

Ⅴ. 시장(정책)정보 이용행위의 부정거래 해당성

1. 문제제기

주가에 영향을 미칠 수 있는 정보는 크게 두 가지 범주로 분류할 수 있다. 기업의 자산이나 수익력에 영향을 줄 수 있는 사건이나 상황에 관한 정보인 '기업정보(corporate information)'와 기업의 자산이나 수익력에 영향을 미치는 것은 아니지만 해당 기업이 발행한 증권의 수급에 영향을 미칠 수 있는 사건이나 상황에 관한 정보인 '시장정보(market information)'가 그것이다.[126] 시장정보의 예로는 공개매수 대상 사실, 기관투자자의 대규모 매수주문 등을 들 수 있으며 환율, 금리결정 등 정책정보도 이러한 범주에 해당한다.[127]

일례로 소송제기, 감사인의 의견거절, 부도발생 등 업무관련 외부정보는 규제대상이 되는 정보에 해당하며, 업무 무관정보 중 일부 시장정보(대량 취득·처분, 공개매수)는 미공개중요정보 이용금지 규정에서 포섭하여 규제하고 있다. 그러나 선행매매(front running)나 스캘핑(scalping, 초단타매매)과 같은 시장정보와 정책정보(이하 통칭하여 '시장정보'라 함)의 이용행위는 미공개중요정보 이용행위 위반 적용대상에서 제외되어 있다. 그러나 최근 이러한 행위 역시 2차 정보수령자의 정보이용행위처럼 형사범죄로 취급하기에는 적절하지 않으나 시장의 완전성을 해치는 행위유형으로 보아 영국과 같은 시장남용행위 규제를 도입하여 적용하거나 부정거래 위반행위로 포섭하여 처리하자는 논의가 있다.

---

126) 2011년 11월 추진되었던 자본시장법 개정안에서는 시장정보를 "금융투자상품의 매매 등 여부 또는 매매 등의 조건에 중대한 영향을 줄 가능성이 있는 정보"로 정의한 바 있다.

127) 장근영, 전게논문(자본시장법상 외부자거래의 규제와 개선방안), 377-378면.

2. 시장정보 이용행위의 부정거래 해당여부 분석

(1) 시장정보 이용행위의 유형

시장정보 이용행위의 대상이 될 수 있는 정보유형에는 기관투자자 또는 외국인의 특정종목에 대한 대량주문 정보, 기준 금리 결정 정보, 특정기업 또는 산업에 영향을 미치는 정책정보, 특정회사에 대한 조사분석 자료 등 다양한 유형의 정보가 포함될 수 있다.[128] 이러한 정보들의 사전 이용행위는 특정 종목 또는 산업의 주가를 변동시킬 가능성이 크다. 예컨대 특정 산업에 대한 지원·규제 정책의 영향으로 주가가 상승할 것으로 예상되는 상장법인의 주식을 사전 매매하는 경우 주가는 급등할 수 있다.[129]

또한, 시장에서 영향력이 있는 증권분석가가 특정회사에 대한 분석의견 공표 전에 증권을 매수하고, 의견을 공표한 후 차익을 취득하는 행위, 투자중개업자가 투자자로부터 금융투자상품에 중대한 영향을 미칠 수 있는 매도·매수 주문을 받고 이를 체결하기 전에 자기 계산으로 그 금융투자상품을 매도·매수하거나 제삼자에게 매도·매수를 권유하는 행위시에도 주가는 영향을 받을 수 있다. 현재 이러한 선행매매[130] 행위도 시장정보가 미공개중요정보 이용 대상에 포함돼 있지 않다 보니 처벌 대상이 아니다. 선행매매가 일부 제174조 제3항의 대량취득·처분 정보 이용에 해당할 수는 있으나 동 조항의 적용범위가 협소하여 적용 사례가 많지 않다.

미국은 내부자거래를 규제하는 입법에 포괄적 사기금지 조항을 두고 동 조문이 가지고 있는 광역성과 탄력성을 이용하여 외부정보까지도 내부자거래의 규제영역으로 판단하고 있다.[131] 그러나 모든 시장정보를 규제대상으로 하는 것은 아니며 일부 시장정보 중 거래주문정보의 사전이용행위는 선행매매로 구분하여 금지하고 있다.[132] 사례를 들어보면 1993년부터 1998년 사이에 미 의회 상원의원에 의한 주식투

128) 김정수, 전게서(자본시장법원론), 1,004면.

129) 일례로 무상 육아교육 정책추진 정보를 이용한 육아관련주, DTI 완화 정책 관련 정보를 이용하여 건설 관련주를 매매하는 행위 등이 있을 수 있다.

130) 자본시장법 제71조 제2호에서 투자매매업자 또는 투자중개업자는 조사분석자료의 내용이 확정된 때부터 공표된 후 24시간이 경과하기 전까지 조사대상 종목을 자기계산으로 매매하지 못하도록 영업행위규칙의 하나로 규제하고 있으나 정보 수령자의 이용은 처벌되지 않고 있다.

131) 시장정보로 볼 수 있는 30만기 국채의 발행중단과 관련한 정보이용행위를 내부자거래로 처벌한 사례가 있다. 김정수, 전게서(자본시장법원론), 1,004-1,005면.

자 수익률을 조사해 보았더니 시장수익률 보다 12%가 높았다는 조사결과가 나온 바 있다. 이 조사자료 분석내용에 따르면 상원의원들은 정부가 생산한 각종 정책들을 심의·승인하는 과정에서 정보우월성을 가지게 되었다고 판단했으며, 그 이후 미국에서는 상원의원들의 주식투자를 규제하자는 논의가 활발하게 이루어졌다.[133]

(2) 시장정보 이용행위와 부정거래와의 관계

자본시장의 건전성을 훼손하는 행위로서 현행 법규로 규율할 수 없는 시장정보 이용행위에 대한 부정거래금지의 적용여부가 쟁점이 되고 있다.[134] 일부에서는 투자자문업자 등이 고객에 대한 매수권고에 앞서 자기 계산으로 매수주문을 내는 선행매매 행위를 위계에 해당한다고 주장하고 있다.[135] 제178조의 부정거래행위의 핵심적인 요소를 시장참여자의 의사형성과정에의 부당한 개입으로 볼 때, 한 가지 더 생각해 볼 점은 인과관계의 문제이다. 즉 부정거래행위가 기수에 이르기 위해서는 행위자가 시장참여자의 의사형성과정에 개입하는 행위를 하고, 그 시장참여자, 즉 부정거래행위의 상대방이 그로 인하여 거래를 하였어야 한다. 만약 시장참여자의 거래행위가 부정거래행위와 아무런 인과관계를 갖지 못한다면 그 부정거래금지 규정적용은 미수에 그칠 뿐이다.

이러한 인과관계를 미국에서는 '신뢰(reliance)'의 요건으로 논의하고 있는데,[136] 이는 주로 허위 정보를 신뢰하고 거래를 하여 손해를 본 자가 그 부정거래자에게 손해배상을 청구할 때 문제가 된다. 그 손해배상청구의 요건으로서 ① 증권거래와 관련한 중요한(material) 허위표시 또는 기재의 누락, ② 피고의 고의 또는 중과실(scienter), ③ 원고의 신뢰(reliance), ④ 원고의 손해와 피고의 부정거래행위 간의 인과관계 그리고 ⑤ 원고의 손실을 요구하며, 여기서의 신뢰란 바로 원고가 피고의 부정거래행위를 신뢰하고 거래하였음을 의미하는 것으로 피고의 부정거래행위와 원

132) 김정수, 전게서(자본시장법원론), 1,005면.

133) Alan J. Ziobrowski et al., Abnormal Returns from the Common Stock Investments of the U.S. Senate, 39 J. FIN. & QUANT. ANAL. 661 (2004)

134) 시장정보 이용행위는 전통적인 불공정거래이외에 시장질서를 교란하거나 저해하는 행위인 '시장남용행위'에 포함된다.

135) 김건식·정순섭, 전게서(자본시장법), 338면.

136) 신뢰추정이 거래인과관계의 추정과 같은 뜻으로 통용한다[한병영, 전게논문(투자권유규제 규범과 사기금지 규범의 연결 규제), 105면].

고의 증권거래간의 인과관계를 말한다.

가령, 甲이 인터넷을 통해 자신의 친구가 교통사고를 당해 생명이 위독하다는 허위 정보를 유포했다고 가정해 보자. 甲의 친구가 교통사고를 당했다는 허위정보가 타인의 증권거래에 영향을 미칠 가능성은 매우 희박하다. 이러한 허위정보의 유포는 매매관련성이 없으므로 갑의 행위가 부정거래가 될 가능성은 거의 없다. 그러나 만약 그 친구가 국내 굴지의 대기업 회장이었다고 한다면 상황은 전혀 다르게 진행된다. 그 정보가 인터넷을 통해 퍼지기 시작하면서 그 관련 회사의 주가는 큰 폭으로 하락할 가능성이 있다. 그렇다면 甲의 허위정보 유포는 부정거래행위가 될 수 있다.

그런데 이러한 허위정보를 신뢰한 사람도 있겠으나, 반대로 전혀 신뢰하지 않은 사람도 있을 수 있다. 가령, 甲이 신문기자로서 조간신문에 그와 같은 허위정보를 게재했다고 가정해 보자. 아마도 이 신문을 본 사람이라면 신문의 공신력으로 인해 그 허위정보를 대부분 사실로 받아들일 것이다. 반면에 갑이 자기 메모지에 그와 같은 허위 정보를 손으로 써서 길거리에서 뿌렸다고 가정해 보자. 그렇다면 다른 사람들이 그 정보를 믿을 확률은 거의 없을 것이다. 이런 경우에는 매매관련성이 있는 허위정보를 유포하였으나 실제로 그 행위와 증권거래간의 인과관계는 거의 없다고 할 수 있다.

부정거래행위와 증권거래 사이의 인과관계와 관련하여 정책정보를 이용한 부정거래행위를 검토해 보자. 2012년 대선후보들과 관련된 '테마주' 주가가 크게 급등락한 바 있는데, 가령 어느 주식투자자가 신뢰할 수 있는 매체를 이용하여 "대선에서 후보자 甲이 당선될 것이다"라는 소문을 퍼뜨리고, 甲과 연관된 A사 주식의 가격이 오르자 그 주식을 매도하여 매매차익을 얻는 등의 행위를 하였다고 생각해보자. 이 경우 甲이 당선될 것이라는 허위정보와 어느 주식투자자의 A사 주식매수 행위 사이에 인과관계를 인정할 수 있는가가 쟁점이 된다. 이 허위정보의 특징은 그 정보와 관련된 주식을 특정하지 않는다는 점에 있다. 즉, A사가 올해 1분기에 괄목할 만한 영업이익이 발생하였다는 구체적인 정보와 달리 '이번에는 기준금리가 오를 것이다', '정부에서 환경 관련 산업을 육성할 것이다' 등의 '정책정보'는 그와 관련된 주식 종목을 특정하지 못한다. 또한, 그 정책정보를 지득한 투자자는 스스로의 판단에 따라, 정부에서 환경관련 산업에 대해 투자를 늘린다면 A사의 주식가격이 오를 것이라는 점에 착안하여 A사 주식을 거래하게 되는데, 이와 같이 허위정보의 유포

행위, 즉 부정거래행위가 직접적으로 특정 증권과 연결되지 않고, 피해자의 개인적인 판단이 중간에 개입하는 경우 인과관계를 인정할 가능성은 낮다.[137] 이와 관련하여 개인적인 가치판단도 기망의 내용에 포함시킬 것인지가 논란이 될 수 있으나 가치판단이란 것은 주관적 판단이므로 이것을 기망의 내용에 포함시킬 경우 그 범위가 지나치게 넓어질 우려가 있다.[138]

또 다른 사례로 향후 금리가 오를 것이라는 정보만으로는 특정 종목이 지정된 것도 아니고 투자자에 따라 다양하게 해석이 가능하기 때문에 상당인과관계를 인정하기에는 부족하다.

결론적으로 인과관계의 문제는 각각의 구체적인 사정을 살펴 판단하여야 한다. 행위자가 유포한 허위정보의 내용 또는 부정한 수단의 구체적인 내용이 피해자의 증권거래와 어떠한 연관성을 갖고, 또 그 부정거래행위로 인하여 피해자의 증권거래가 이루어졌다고 보는 것이 상당하다고 인정될 때 비로소 부정거래행위와 피해자의 증권거래 간의 인과관계가 존재한다고 판단할 수 있다.

3. 소결

시장정보이용행위는 규제의 실익이 적은 반면 개념 모호, 낮은 예측 가능성, 광범위한 적용범위 때문에 규제 대상으로 하기에 부적절하다.[139] 또한, 정책정보이용행위를 부정거래금지 위반행위로 포섭하는 경우 인과관계를 입증하기 어렵고 형사처벌에도 문제가 있을 수 있다.

2013년 4월 정부의 “주가조작 등 불공정거래 근절 종합대책”[140]에서는 시장정보 등의 외부정보를 이용한 행위를 시장질서 교란행위(market abuse)에 해당한다고 판단하여 과징금 부과 등 행정제재의 대상으로 규제를 검토하고 있다고 발표한 바 있다. 동 발표에 의하면 서류상 정보를 절취하거나 전자화된 정보를 해킹하여 그 정

137) 재량권이 영으로 수축되는 특수한 경우처럼 정책정보에 해당하는 기업이 특정된다면 인과관계가 인정될 수도 있다고 생각한다.

138) 오영근, 「형법각론」, 박영사, 2009, 405면.

139) 사견으로는 규제에 찬성하는 경우라도 구체적인 기준을 정하여 시장참여자의 예측가능성을 높이고 자유로운 거래질서를 위축시키지 않도록 적용기준을 엄격하게 정할 필요가 있다.

140) 금융위원회·법무부·국세청·금융감독원, 보도자료(주가조작 등 불공정거래 근절 종합 대책), 2013. 4, 10-11, 19면.

보를 주식거래에 이용행위는 현재까지는 '전달'받은 것이 아니어서 규제 대상에서 제외되었으나 향후에는 시장질서 교란행위로 규제하겠다고 예시한 바 있다.[141] 자본시장의 공정성 확보측면에서 일반인보다 우월한 지위에서 시장정보를 이용하는 행위에 대한 규제의 필요성을 전면적으로 부인하기는 어렵다.

그러나 앞에서 언급한 바와 같이 시장정보의 개념이 모호하여 예측 가능성이 낮고 규제범위가 지나치게 확대되는 측면이 있으며 기업정보와 달리 정보의 공개시점이 명확하지 않아 실제로 규제하기도 곤란한 측면이 있다. 또한, 시장정보는 기업정보와 달리 정보의 공개시점이 명확하지 않아 적용하기에 곤란한 점이 많다. 위법성이 형사벌에 이를 정도는 아니나, 시장의 완전성을 저해할 우려가 있는 정보 이용행위 등을 시장교란행위 도입을 통해 처벌하는 것은 인과관계 입증의 어려움 등을 고려할 때 현실적으로 실익이 없다고 생각한다.

Ⅵ. 시세조종행위와 부정거래행위와의 경합

1. 문제제기

위에서 살펴보았듯이 제178조 제1항 제1호는 행위범의 성격을 갖는다. 더구나 그 문언이 매우 포괄적이어서 마치 자본시장법이 정하고 있는 불공정거래행위 중 행위범의 성격을 갖는 범죄의 일반규정으로 볼 여지가 있다.[142] 만약 이와 같이 본다면 제176조에서 정한 시세조종행위는 제178조 제1항 제1호의 특별규정으로 해석하여야 할 것이다. 자본시장법상 부정거래행위와 시세조종행위는 어떤 관계를 가지고 있는지, 시세조종행위를 규율하는 제176조와 부정거래행위 조문인 제178조의 행위객체와 보호법익[143]은 각각 무엇인지, 어떤 차이가 있는지 사례를 통해 살펴보고자 한다.

---

141) 상기 보도자료 별첨(주가조작 등 불공정거래 근절 종합 대책), 2013. 4, 19면.

142) 안수현, 전게논문(자본시장법 시행 이후 불공정거래 규제 변화와 과제), 84면.

143) 자본시장법상 부정거래와 형법상 사기죄의 보호법익은 우선 형법상 사기죄가 개인의 재산적 법익 보호가 목적이라면 부정거래행위는 개인적 법익뿐만 아니라 증권시장의 거래질서라는 사회적 법익이 포함된다는 점에서 상이하다[한병영, 전게논문 (투자권유규제 규범과 사기금지 규범의 연결 규제), 88면].

2. 시세조종행위와 부정거래금지간의 관계

자본시장법 제176조와 제178조와의 관계를 살펴보고자 한다. 제178조 제1항 제1호의 '부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위'의 구체적인 의미는 동조항 제2호와 제3호에 언급되어 있는 행위의 양태를 준거로 삼아야 한다. 제178조 제1항 제2호와 제3호를 보면 허위정보 또는 허위의 시세를 이용하는 행위를 금지하고 있는데, 이는 모두 '기망행위'와 관련되어 있다.

제178조는 본래 미국의 Rule 10b-5를 입법 모델로 해서 만든 조문이고, Rule 10b-5는 기본적으로 증권과 관련된 사기행위에 기반을 두고 있다. 즉, 미국의 경우 증권과 관련된 사기행위를 일반적인 형법상의 사기행위와 별도로 규율하면서 이를 매우 중하게 처벌하고 있으며, 그 증권사기를 보다 부연 설명한 것이 바로 SEC Rule 10b-5인 것이다. 이렇게 본다면 자본시장법 제178조 역시 이러한 기망행위를 근본적인 개념요소로 하고 있다고 추정해 볼 수 있다.

기망행위란 타인의 의사표시에 영향을 미치는 것이 아니라 그 의사의 형성과정에 개입하는 행위이다.[144] 이러한 의사표시의 형성과정과 의사표시 자체를 구별해서 본다면, 제178조 제1항은 전자인 의사표시의 형성과정에 부당하게 개입하는 행위를 금지하고 있는 것으로 볼 수 있다.

자본시장법 제176조에 규정된 시세조종행위는 행위자가 증권의 시세에 직접 개입하는 것이라 할 수 있다.[145] 즉, 시세조종이 보호하고자 하는 것은 시장가격의 공정성이지, 시장가격 형성에 참여하는 자의 의사형성과정을 보호하고자 함이 아니다. 물론 많은 투자자들은 주가가 꾸준히 상승하면 이를 앞으로도 그 주식가격이 계속 상승할 것이라고 판단하고 그 주식의 매수를 결정한다. 이런 사정을 고려해 보면 시세조종행위도 시장참여자들의 의사형성과정에 개입하는 측면이 아주 없다고 하긴 어렵다.

---

144) 민법 제107조 내지 제110조는 흠 있는 의사표시에 대해서 규정하고 있는데, 흠 있는 의사표시는 다시 크게 '의사와 표시가 불일치' 하는 경우와 '하자 있는 의사표시'로 나누어 볼 수 있다. 의사와 표시의 불일치란 표의자의 내심의 의사와 표시행위의 의미가 일치하지 않는 것을 말하고, 하자 있는 의사표시란 의사와 표시의 불일치는 존재하지 않으나 의사의 형성과정에 하자가 존재하는 경우를 말한다. 민법 제110조에서 정하고 있는 사기·강박에 의한 의사표시는 하자 있는 의사표시에 해당한다, 송덕수, 민법강의(상), 2004, p.148-9; 이와 관련하여 대법원은 비록 재산을 강제로 빼긴다는 것이 표의자의 본심으로 잠재되어 있었다 하여도 표의자가 강박에 의하여서나마 증여를 하기로 하고 그에 따른 증여의 의사표시를 한 이상 증여의 내심의 효과의사가 결여된 것이라고 할 수는 없다고 판시한 바 있다[대법원 1993. 7. 16. 선고 92다41528 판결].

145) 제176조의 시세조종행위는 적극적으로 허위의 시세를 만들어내는 행위라면, 178조의 부정거래는 그러한 허위시세를 이용하는 행위로 구분할 수 있다는 의견도 있다[김건식·정순섭, 전게서(자본시장법), 337면].

그러나 제176조의 보호대상은 본질적으로 시장가격 자체이지, 시장참여자를 목표로 하고 있지 않다. 즉, 제176조에서 정하고 있는 시세조종행위의 객체는 시장가격이며 보호법익은 가격의 공정성인 반면, 제178조가 정하고 있는 불공정행위의 객체는 가격을 형성하는 시장참여자들이고 보호법익은 거래당사자의 의사형성의 자유와 재산상의 이익이라 하겠다.

3. 관련사례

시세조종행위와 부정거래행위간의 관계를 사례를 통해 분석해 보고자 한다. 갑이 자신이 보유하고 있는 A사 주식의 가격을 상승시키기 위하여 인터넷을 통해 A사가 외국회사와 대규모의 수출입계약을 맺었다는 허위의 정보를 유포한 경우를 가정해 보자. 그런데 갑이 예상했던 것만큼 A사 주식의 가격이 상승하지 않자, 자신이 직접 A사의 주식을 고가로 대량 매수하여 인위적으로 주가를 상승시켰다(허위표시 및 현실거래에 의한 시세조종행위, 제176조 제2항 제1호 및 제3호). 이 때 갑의 행위는 부정거래행위인가, 시세조종행위인가 아니면 양자 모두에 해당하는지 여부를 생각해 보자.

갑이 처음에 A사에 대한 허위의 정보를 유포한 행위는 시장참여자들의 의사형성에 부당하게 개입한 것으로 볼 수 있다. 따라서 이는 제178조가 정하고 있는 부정거래행위에 해당한다. 한편 갑이 A사의 주식을 고가매수하여 인위적으로 가격을 상승시킨 것은 갑이 직접 A사 주식의 가격에 부당히 영향을 가한 것이다. 그러므로 이 행위는 부정거래행위가 아닌 시세조종행위로 보아야 한다. 따라서 갑의 행위에는 시세조종행위와 부정거래행위가 모두 포함되어 있다. 이러한 일련의 행위를 하나의 행위로 본다면 양자의 상상적 경합으로 보아야 하고, 2개의 행위가 존재하는 것으로 본다면 양자의 실체적 경합이 되어야 할 것이다.

또 다른 사례로서 시세조종을 이용한 부정거래행위가 존재할 수 있다. 가령 A법인이 재무제표상 자산의 가치를 높이기 위하여 법인이 보유하고 있는 상장 주식의 가격을 인위적으로 상승시킨 후, 이를 사업보고서 등에 반영하여 회사의 자산가치를 높인 경우를 가정해 보자. A법인이 보유한 상장주식의 가격을 인위적으로 상승시킨 행위는 당연히 시세조종에 해당한다. 그렇다면 시세조종을 통해 상승시킨 가격에 따라 보유주식의 가치를 평가하여 이를 사업보고서 등을 통해 공시한 행위는

어떠한가? 이와 같은 공시행위는 시세조종과 별개의 행위임은 명백하다. 제176조는 특정 목적[146]을 갖고 통정매매, 가장매매 등을 행하는 것을 벌하는 것이지, 그 결과를 공시하고 자신의 자산가치에 대하여 허위의 정보를 공시하는 것을 벌하기 위함이 아니다.

결국, 위와 같은 행위를 부정거래로 포섭하지 않는다면 이는 공시위반도 아니고, 시세조종행위도 아니어서 벌하지 못한다는 규제공백이 발생하는 결과를 초래한다. 따라서 상기 사례와 같이 시세조종행위에서 파생된 행위는 부정거래로 포섭함이 타당한 것으로 생각된다.

4. 소결

시세조종행위와 부정거래행위는 그 행위의 객체가 다를 뿐만 아니라 그 보호법익에서도 차이가 있다. 전자는 시장가격 자체를 보호하는 것임에 반해, 후자는 시장참여자들의 의사형성과정을 보호하고자 하는 것이다. 이렇게 본다면 제178조의 부정거래행위와 제176조의 시세조종행위는 행위의 성질이나 보호법익이 상이하고, 따라서 전자를 후자의 일반규정으로 보기 어렵다. 그러므로 시세조종행위에서 파생된 부정거래행위는 별도로 규제하는 것이 타당하다.

146) 시세조종행위는 상장증권 또는 장내파생상품의 매매에 관하여 그 매매가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 그 밖에 타인에게 그릇된 판단을 하게 할 목적을 요구한다(자본시장법 제176조 제1항).