

자본시장 불공정거래 및 기업공시 판례 분석

2015. 12



금융감독원

21:00

일 러 두 기

본 판례집은 판결 원문을 요약·정리한 것으로, 판결문의 정확한 내용을 파악하기 위해서는 판결 원문을 확인하시기 바라며, 그 내용에 있어서 우리원이 정확하다고 확인하는 것은 아닙니다.

또한, 본 판례집에 게재된 내용은 법률개정 및 판례의 입장 변화 등으로 달라질 수 있으므로 본 판례집을 참고하는 경우에는 반드시 관련 내용에 대한 법률개정 여부 및 판례 변경 여부 등을 확인하시기 바랍니다.

발 간 사

금융감독원은 자본시장의 공정한 거래질서를 유지하고 투자자를 보호하기 위하여 불공정거래 및 공시위반 사건에 대한 조사업무를 수행하고 있습니다. 지난 27년간 4,600건에 달하는 사건을 조사하여 위반자를 수사기관에 고발·통보하는 등 엄정 조치함으로써 위법행위 예방과 거래 투명성 제고에 크게 기여해왔습니다.

최근에는 신종 금융상품의 출현과 IT 발전을 바탕으로 위반행위의 수법이 더욱 복잡·지능화되어 가고 있고, 이해관계자간 법리적 다툼 또한 치열해지면서 새로운 유형의 판례가 빠르게 축적되고 있습니다. 이에 금융감독원은 판례의 경향을 살펴 보고 향후 조사방향을 새롭게 설정하기 위하여 여러 차례 판례 분석집을 발간하여 왔습니다.

특히 금번에는 종전 ‘불공정거래’ 판례 분석집을 ‘불공정거래 및 기업공시’ 판례 분석집으로 분리·확대 발간하면서 2014년 이후 선고된 판례를 보강하였고, 법리적 시사점이 큰 판례에 대해서는 “의의”란을 별도로 추가하여 판결의 의미를 쉽게 이해할 수 있도록 하였습니다.

또한, ‘불공정거래편’은 미공개중요정보 이용·시세조종·부정거래 등 자본시장법의 규제체계에 맞게 판례를 재배치하였고, ‘기업공시편’은 발행공시·유통공시·지분공시 등 공시위반 유형별로 구성함으로써 독자들이 판례를 더욱 쉽게 찾아 활용할 수 있도록 하였습니다.

본 지면을 빌어 본 판례집 발간 과정에서 판결문 수집·분석·정리를 담당한 자본시장조사1국 진무성 변호사, 이상수 변호사, 자본시장조사2국 김대혁 변호사, 특별조사국 이영혜 변호사, 기업공시국 이화석 변호사, 기업공시제도실 정민희 변호사에게 감사드리며, 특히 금융·특수 범죄 수사경험 등을 토대로 조언을 해주신 금융위원회 김수현 법률자문관, 금융감독원 최우영 법률자문관에게도 깊은 감사의 말씀을 드립니다.

앞으로도 계속 새로운 판결을 반영하고 부족한 점을 보완할 것을 약속드리며 본 판례 분석집이 우리나라 자본시장 발전에 작은 초석이 되기를 기대합니다.

2015. 12.

부원장보 조 두 영

제1장 미공개정보이용 사례

제1절 미공개 중요정보	3
1. 규제외 취지	3
2. 중요정보의 판단	4
(1) 중요정보의 개념	4
(2) 중요정보와 공시의무사항과의 관계	6
(3) 정보의 진실성	10
(4) 시장정보와 결합된 내부정보	12
3. 중요정보의 생성시기	15
(1) 법인 내부에서 생성된 경우	16
(2) 법인 외부에서 생성된 경우	21
4. 정보의 미공개성	24
(1) 신문 등에 보도된 경우	24
(2) 관련 회사의 부도발생이 공시된 경우	26
(3) 거래당사자 상호간 정보를 잘 알고 있는 경우	27
(4) 과거 유사한 유상증자 시도가 있었던 경우	31
(5) 회사의 분기 재무상태만이 공시된 경우	32
5. 약재성 중요정보를 이용한 사례	33
(1) 재무구조 악화 및 대규모 유상증자	33
(2) 무보증 전환사채 발행	34
(3) 계열회사의 수익성 악화	34
(4) 대규모 적자	35
(5) 자금사정 악화에 따른 회의개시신청	35
(6) 감사 실시	36
(7) 경영진의 긴급체포	38
(8) 회사자금 횡령	39
(9) 회계법인의 감사의견 거절	39

(10) 부도 발생	40
(11) 부실금융기관 지정	41
(12) 제3자 배정 유상증자 실패	42
6. 호재성 정보를 이용한 사례	42
(1) 제3자배정 유상증자	42
(2) 무상증자	43
(3) 타법인 인수	44
(4) 법정관리 및 M&A	44
(5) 합병	46
(6) 우회상장	47
(7) 자사주 취득	48
(8) 해외전환사채 발행 계획	48
(9) 기술이전계약 체결	48
(10) 특허 취득	49
(11) 추정 결산실적 호전	49
(12) 물품 공급업체 선정 및 회사사옥 매각	50
(13) 공개매수	51
(14) 해외 유전개발회사 투자	51
제2절 내부자 및 정보수령자의 범위	53
1. 당해법인의 주요주주	53
(1) 주요주주 판단기준	53
(2) 주요주주인 법인	54
(3) 주요주주인 법인의 임원	55
2. 당해법인과 계약을 체결하고 있는 자	56
(1) 계약의 의미 및 성격	57
(2) 계약의 유효성	59

3. 대리인·사용인 기타 종업원의 범위	60
4. 계약체결자 및 그 대리인이 정보를 이용한 사례	62
(1) M&A 및 컨설팅계약 체결자	62
(2) 신주인수계약 체결자	63
(3) 자금유치 자문계약 체결자	63
(4) 투자유치 자문계약 체결자	64
(5) 손실보전약정 체결자	65
(6) 비상장사 자금유치 대리인	65
(7) M&A 업무 용역계약을 체결한 법인의 직원	66
(8) 경영정상화 약정을 체결한 은행의 직원	66
5. 정보수령자	67
(1) 정보수령자의 의미	67
(2) 2차정보수령자와 공범	69
제3절 직무관련성	74
1. 당해법인 임·직원의 직무관련성	74
(1) 구내식당에서 전해들은 경우	74
(2) 사무실에서 우연히 알게 된 경우	74
2. 계약체결자의 직무관련성	76
(1) 당해 계약과 직접적인 관련성이 없는 경우	76
(2) 외부연구소의 직원이 자체전산망으로 취득한 경우	78
제4절 이용행위	80
1. 이용행위의 판단	80
(1) 이용행위의 판단기준	80
(2) 정보의 구체적인 내용을 알려주지 않은 경우	81
(3) 정보제공행위와 이용행위 사이의 인과관계	82
(4) 미공개중요정보를 이용하여 주식을 매수하고 정보공개 전 매도한 사안	83

2. 이용행위로 인정한 사례	84
(1) 정보를 취득·제공한 경우	84
(2) 미공개정보를 인식한 상태의 거래	87
3. 이용행위로 인정하지 않은 사례	90
(1) 정보를 취득하지 않은 경우	90
(2) 고의 유무가 문제되는 경우	93
(3) 주식매도에 다른 합리적인 이유가 있는 경우	94
제5절 공 범	96
1. 내부자간 공모	96
2. 내부자의 이용에 타인이 가담	97
3. 주식교환 당사자간 공모	98

제2장 시세조종 사례

제1절 위장거래에 의한 시세조종	103
1. 성립요건	103
(1) 목적에 대한 판단	103
(2) 같은 시기 및 같은 가격의 의미	104
(3) 가장매매와 통정매매의 구분	105
2. 구체적 사례	106
(1) 증권사의 반대매매를 이용한 통정매매	106
(2) 신고하지 않은 시간외 대량매매	107
(3) 시장조성·안정조작의 요건을 갖추지 않은 대량매매	109
(4) 목적에 대한 확정적 인식이 없는 경우	109
(5) 다른 목적이 병존하는 경우	110
(6) 가장매매 성립을 위해 ‘오인목적’ 필요 여부	115

제2절 현실거래에 의한 시세조종	117
1. 성립 요건	117
(1) 목적에 대한 판단	117
(2) 시세조종주문의 일반적 유형	122
2. 구체적 사례	126
(1) 동시호가시간대의 고가매수 주문	126
(2) 지정가 매수주문	126
(3) 단 한 차례의 대량매도 주문	128
(4) 투자수익보장약정 하에 대량매수 주문	129
(5) 펀드매니저의 증가매수주문	131
(6) 허수매매 주문	132
(7) 대주주가 대량 매집한 경우 매매유인목적을 인정한 사례	135
(8) 상장예정 주식에 대한 매매	138
(9) 시세조종 유포 행위	140
(10) 시세고정행위	142
(11) 매매양태 등을 이유로 무죄가 선고된 사례	144
(12) 이면계약을 이용한 시세조종	148
(13) 우선주 4주를 이용한 시세조종	150
(14) 상한가 굳히기	150
(15) 초단기매매	155
 제3절 시세고정·안정에 의한 시세조종	 157
1. ‘시세를 고정시킬 목적’의 의미 및 판단 기준	157
2. 자전거래	159
3. 구체적 사례	161
(1) 시세고정 행위	161
(2) 시세안정 행위	163

제4절 동기별 시세조종 사례	165
1. 사채발행의 원활화	165
2. 신주발행가격 하락	166
3. 무자본 M&A	167
4. 반대매매 방지	170
5. 유상증자의 성공	171
6. 전환사채 가격조정	173
7. 합병의 성취	174
8. 코스닥시장 상장 유지	175
9. 블록딜의 성사	176
10. 주식투자대회 상금취득	177
제5절 공범 및 고의성 등	178
1. 시세조종의 공범	178
(1) 공모관계의 성립	178
(2) 공모의 증명 정도·방법	179
(3) 공범관계에서 이탈한 경우	180
(4) 구체적 실행행위를 이행하지 않은 경우	181
(5) 묵시적인 의사의 연락	182
(6) 시세조종에 동원한 계좌에 대한 구체적 협의가 없는 경우에도 공모공독정법 인정	184
2. 공동정범 사례	185
(1) 시세조종을 지시·가담한 대주주	185
(2) 물량통제를 위해 비밀번호 등을 교부한 자	187
(3) 시세조종 전문가를 소개한 자	189
3. 증범(방조범) 사례	190
(1) 사채업자	190
(2) 증권계좌 제공자	191
(3) 계좌 및 장소 제공자	192
(4) 증권사 직원	193

4. 시세조종의 고의성 판단	194
(1) 경력 및 직업	194
(2) 거래규모 이익분배 등을 종합적으로 판단한 사례	196
5. 포괄일죄	200
(1) 여러 유형을 반복한 경우	200
(2) 시차가 있는 경우	201
(3) 여러 종목	202
(4) 공모관계가 상이한 경우에도 포괄일죄 인정한 사례	203
(5) 제1차부터 제3차까지 시세조종이 시기별로 구분되는 경우에도 단일하고 계속된 범의에 의한 경우 포괄일죄 인정한 사례	204
6. 공소사실 특정	205
(1) 공소사실 특정 정도	205
(2) 공소사실이 특정되었다고 본 사례	205

제3장 부정거래 사례

제1절 적용범위	209
1. 유가증권의 범위	209
(1) 비상장주식	209
(2) 제3시장 거래주식	210
(3) 전환사채	211
(4) 장외주식	212
2. 매매 기타 거래의 유형	213
(1) 합병계약	213
(2) 신주인수권부사채 발행	213
(3) 매매거래의 실행성	214

제2절 부정한 수단, 계획, 기교 사용	215
1. 개념	215
(1) '부정한 수단, 계획, 기교'의 의미	215
(2) 규정취지	215
(3) 타 규정과의 관계	216
2. 구체적 사례	219
(1) 유상증자에 실질사주가 차명으로 참여 등	219
(2) 수익보장 약정하에 외국인 명의로 증자 참여	221
(3) 수익보장 약정 하에 주식 매수	222
(4) 합병신주의 차명 인수	223
(5) 기자라는 우월적 지위를 이용하여 기교를 사용	225
(6) 유상증자 대금을 사채자금으로 조달하고, 사채업자에게 원금 및 이자 보장	226
(7) 옵션거래에서 통정거래로 부당이득을 얻은 사례	227
(8) 사모발행의 범위를 초과하여 공모방법으로 투자권유를 한 사례	229
(9) 무자본 M&A를 하면서 외국계 우량 투자회사가 인수하는 것처럼 허위 공시	231
 제3절 부실표시의 사용행위	 233
1. 성립요건	233
(1) '중요한 사항'의 의미	233
(2) 허위 여부의 판단대상	234
(3) 문서 이용의 의미	235
(4) 인과관계 불필요	236
2. 구체적 사례	237
(1) 대량보유보고시 보유목적 허위기재	237
(2) 대량보유보고시 취득자금 조성내역 허위기재	240
(3) 대량보유보고시 최대주주 등 허위기재	242
(4) 최대주주 변경 허위공시	243
(5) 대량·소유주식 보고시 차명주식 누락	245

(6) 유가증권신고서상 재무제표 허위 기재	249
(7) 유가증권신고서상 증자대금 사용목적 허위기재	250
(8) 해외 BW발행시 발행규모 허위공시	250
(9) 타법인 출자 허위 공시	252
(10) 주식공모 광고 및 안내문 허위기재	253
(11) 각종 계약 허위 공시	254
(12) 사채자금임에도 일반투자자들로부터 공모 청약 받은 것처럼 허위 기재	255
(13) 저축은행의 후순위 채권 발행시 투자설명서에 BIS비율을 허위 기재	256
(14) 사채업자로부터 자금을 빌려 주금납입을 가장하고 즉시 변제	257
(15) 연대보증채무 부담사실을 누락한 공시서류를 제출	261
3. 무죄판결 사례	262
(1) 대량보유보고서 미제출	262
(2) 소규모 차명주식 누락	264
(3) 수익보장약정하에 제3자배정 증자 참여	267
(4) 고의가 없는 경우	268
제4절 풍문의 유포, 위계, 폭행 또는 협박	271
1. 판단기준	271
(1) 구 증권거래법상 부당이득 목적 판단	271
(2) 풍문의 개념	272
(3) 허위 또는 위계여부 판단방법	275
2. 구체적 사례	276
(1) 기자들에게 허위의 보도자료 배포	276
(2) 애널리스트에게 허위자료 제공	278
(3) 위계로 감자계획 발표	279
(4) 주식양수도시 위계로 일부 주식 은닉	282
(5) 해외 투자유치를 허위로 발표	286
(6) 허위공시를 통한 허위사실 유포	289

- (7) 주식공모안내 광고에 허위사실 기재 291
- (8) 적대적 M&A를 가장 292
- (9) 호재성 글을 지속적으로 게시하면서 보유주식 매도 295
- (10) 금광 개발사업과 관련한 허위 보도자료 배포 296
- (11) 증권방송을 통해 매수추천을 하는 방법으로 위계를 사용 297
- (12) 시세조종과 위계가 결합된 경우 298
- (13) 패소사실을 숨기고 승소할 것이라는 내용의 보도자료를 배포 299
- 3. 무죄판결 사례 299
 - (1) 외국인의 법인명의 주식 매입 299
 - (2) 인터뷰보다 과장된 기사 보도 302
 - (3) 인터넷게시판 종목토론포방에서 과장된 표현 사용 304

제4장 부당이득 산정

- 제1절 부당이득의 개념 310
 - 1. 부당이득의 범위 310
 - (1) 부당이득의 해석 310
 - (2) 합병시 주식매수청구권 행사규모 축소 310
 - (3) 합병시 지분희석 방지 등 311
 - (4) 매각제한을 받지 않는 합병신주 취득 312
 - (5) 주식가치 유지 및 경영권 유지 312
 - 2. 위반행위와 이익간의 인과관계 313
 - (1) 인과관계의 개념 313
 - (2) 인과관계 판단기준 314
 - (3) 인과관계를 폭넓게 인정한 사례 315
 - (4) 인과관계를 좁게 인정한 사례 317

제2절 미공개중요정보 이용의 부당이익 산정	322
1. 부당이익액의 개념	322
2. 부당이익액의 매도단가 산정방식	322
(1) 정보공개 후 최초형성 최고가	322
(2) 최종 처분행위시 주가	324
(3) 타 정보의 공개 전일 증가	325
(4) 미실현이익	326
3. 손실회피액의 매도단가 산정방식	327
(1) 정보공개 후 최초형성 최저가	327
(2) 정보공개 후 주가가 안정화된 시점의 주가	327
4. 정보전달자의 부당이익	330
제3절 시세조종의 부당이익 산정	331
1. 부당이익의 산정방식	331
(1) 순매매이익	331
(2) 평가이익 포함	332
(3) 미실현이익을 포함시키는 것이 죄형법정주의에 위배되는지 여부	333
(4) 시세조종기간 특정	333
(5) 시세조종행위 종료일로부터 단기간 내에 주식처분이 이루어진 경우에는 미실현이익이 아닌 실현이익으로 평가	335
(6) 시세조종행위 종료 후 손실은 이익 산정에서 미고려	337
(7) 시세조종행위와 무관한 자기주식에서 발생한 평가이익은 이익 산정에서 미고려	337
(8) 사건연구방식	340
2. 매수단가 산정방식	341
(1) 매수단가 산정의 시기(始期)	341
(2) 시세조종 이전에 취득한 주식	342
(3) 발행신주	343
(4) 담보로 취득한 주식	343
(5) 시세조종에 의하지 않고 취득한 주식의 평가액 산정	344

3. 시세조종에 사용되지 않은 혐의자의 다른 계좌에서 발생한 이익	345
(1) 시세조종의 계획으로 장외매수한 주식	345
(2) 시세조종과 무관하게 보유한 주식	346
4. 공범자의 부당이익	347
(1) 공범 전체가 취득한 이익을 합산	347
(2) 승계적 공동정범의 경우	349
5. 범행에 가담하지 않은 제3자에게 귀속하는 이익	351
(1) 범행에 가담하지 아니한 제3자에게 귀속되는 이익 불포함	351
(2) 피고인과 차명계좌 명의인의 자금이 혼재되어 피고인에게 귀속되는 이익을 특정할 수 없는 경우	352
(3) 시세조종행위에 이용된 모든 계좌에서 발생한 이익이 모두 피고인에게 귀속된 것으로 추단할 수 있는지 여부(소극)	352
(4) 시세조종행위로 인한 이익이 일임매매 고객에게 귀속된 경우	354
6. 법인 대표자의 위반행위로 인해 이익이 법인에게 귀속된 경우	355
7. 기 타	357
(1) 양벌규정 적용	357
(2) 법 개정 전후에 걸쳐있는 경우	358
(3) 현물이 입·출고된 경우	360
(4) 부당이득액이 정확하지 않다는 이유로 추정형을 선택하지 않는 사례	361
제4절 부정거래의 부당이득 산정	362
1. 주가상승을 위한 부정거래	362
2. 주가하락을 위한 부정거래	365
3. 구체적인 사례	367
(1) 일임계좌에서 발생한 이익 포함여부	367
(2) 법인의 대표자 등이 법인의 업무에 관하여 위반행위를 한 경우 법인이 얻은 이익도 대표자의 이익에 포함	368
(3) 유상증자 대금 전체를 부당이득으로 볼 수 없다는 사례	369

제5장 양벌규정의 적용

1. 위반자가 사업자인 경우 대표자에 대한 양벌 적용	374
2. 대표자, 대리인, 사용인 기타 종업원의 범위	375
(1) 판단 기준	375
(2) 고용계약 없는 보조자	375
3. 업무관련성	376
(1) 판단 기준	376
(2) 법인 및 대주주에 대한 업무 관련성	377
4. 법인 등의 귀책사유	377
5. 범죄유형별 양벌규정 적용	379
(1) 미공개정보이용 관련	379
(2) 시세조종 관련	382
(3) 부정거래 관련	384

제6장 기타 관련 판결

1. 금융감독원 문답서 증거능력	388
2. 증권회사가 주가연계증권의 중도상환조건 성취를 방해한 사안	390
3. 투자자가 입은 손해를 산정하는 방법	392
4. 증권관련 집단소송 허가	392

금융용어 해설	396
---------------	-----

판례색인	403
------------	-----



제 1 장

미공개정보이용 사례

제1절 미공개 중요정보

제2절 내부자 및 정보수령자의 범위

제3절 직무관련성

제4절 이용행위

제5절 공 범



〈미공개정보이용 개요〉*

1. 개념

주권상장법인의 임직원 및 주요주주 등 법인과 일정한 관계에 있는 자가 그 직무와 관련하여 또는 그 권한을 행사하는 과정에서 알게 된 미공개的重要 정보를 특정증권 등의 매매, 그 밖의 거래에 이용하거나 타인으로 하여금 이용하게 하는 행위(자본시장법 제174조)

2. 구성요건

(1) 주체 : 내부자, 준내부자, 정보수령자

- 당해법인, 그 임직원, 대리인, 주요주주
- 당해법인에 대한 인·허가, 지도·감독권자, 계약체결 또는 교섭중인 자
- 정보수령자는 1차 정보수령자에 한함

(2) 대상 : 미공개 중요정보

- 상장법인의 업무등과 관련성 필요, 공시사항 여부와는 무관
- 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 것

(3) 행위 : 특정증권등의 매매, 그 밖의 거래에 이용하거나 이용하게 하는 행위

(4) 공개매수, 주식등의 대량취득·처분에 관한 특칙

- 대상회사 외부에서 생성된 정보는 규제대상에서 제외됨이 원칙이나, 주가에 중대한 영향을 미치는 공개매수, 주식등의 대량취득·처분 관련 정보는 규제대상에 포함

* 한국증권법학회, “자본시장법(주석서 I)”, 853~879면, 한국사법행정학회, “주석 금융법(Ⅲ)”, 431~460면을 참고하여 요약 정리한 내용임.

제1장 미공개정보이용 사례

제1절 미공개 중요정보¹⁾

1. 규제의 취지 (대법원 1994. 4. 26. 선고 93도695 판결)²⁾

(의의) 자본시장법상 미공개중요정보 이용행위 금지의 규제 취지는 유가증권시장에서 거래당사자 간의 정보비대칭을 해소함으로써 유가증권시장에서 자원의 효율적 배분이라는 본연의 기능을 다 하게 하기 위함

- 유가증권시장이 기업의 자금조달과 국민의 증권투자를 통한 자산운용이라는 양 측면의 요구를 서로 연결시키는 터전으로서 자금을 효율적으로 배분하는 국민경제상 중차대한 기능을 적절하게 수행하기 위하여는 무엇보다도 일반투자자들이 유가증권의 거래가 공정하게 이루어지는 것으로 믿고 유가증권시장의 건전성을 전제로 안심하고 유가증권의 거래에 참여할 수 있게 하는 것이 필요하다. 그런데 상장법인의 내부자가 당해 법인의 업무 등과 관련하여 접근이 허용되었던 법인의 공개되지 아니한 내부정보 중 유가증권의 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 중요한

1) **자본시장법 제174조 (미공개중요정보 이용행위 금지)** ① 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 자 (제1호부터 제5호까지의 어느 하나에 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 대통령령이 정하는 방법에 따라 불특정다수인이 알 수 있도록 공개되기 전의 것을 말한다. 이하 이 항에서 같다)를 특정증권등의 매매, 그 밖의 거래에 이용하거나 타인에게 이용하게 하여서는 아니된다.

1. ~ 6. (생략)

2) **서울중앙지방법원 2008. 11. 27. 선고 2008고합236 판결도** 「내부자거래 규제의 취지는 증권매매에 있어 정보면에서의 평등성 즉, 공정한 입장에서 자유로운 경쟁에 의하여 공정한 거래를 하게 함으로써 증권시장의 거래에 참여하는 자로 하여금 가능한 동등한 입장과 동등한 가능성위에서 증권거래를 할 수 있도록 투자자를 보호하고 증권시장의 공정성을 확립하여 투자자에게 그 신뢰감을 갖게 하려는 데 있는 것이다」라고 판시. **서울고등법원 2003. 2. 17. 선고 2002노2611 판결도** **동답**

정보를 이용하여 유가증권의 거래에 관여할 경우에는, 그 내부자에게 부당한 이익을 용이하게 취득하게 하고 그로 인하여 유가증권시장에서의 거래당사자의 평등을 해치게 되어 유가증권거래의 공정성과 유가증권시장의 건전성에 대한 일반투자자들의 신뢰를 손상시킴으로써 유가증권시장이 국민자금을 효율적으로 배분하는 기능을 저해하는 결과를 초래하게 되는 것이므로, 유가증권시장이 그 기능을 다하여 국민경제의 발전에 적절하게 기여하도록 하기 위하여는 이와 같은 내부자거래에 대한 엄격한 규제가 필요불가결하기 때문에 "법"이 위와 같이 내부자의 거래를 금지하고 있는 것으로 이해된다고 판시.

2. 중요정보의 판단

(1) 중요정보의 개념

(의의) 중요정보는 객관적으로 명확하고 확실할 것까지 필요하지는 않으나 i) 합리적인 투자자의 입장에서, ii) 그 정보의 중대성 및 사실이 발생할 개연성을 비교 평가하여 판단할 경우, iii) 유가증권의 거래에 관한 의사결정에서 중요한 가치를 지녀야 함

가. 대법원 1995. 6. 29. 선고 95도467 판결

- 증권거래법 제188조의2 제2항에 정한 ‘투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보’(이하 ‘중요정보’라 한다)라 함은 합리적인 투자자가 당해 유가증권을 매수 또는 계속 보유할 것인가 아니면 처분할 것인가를 결정하는 데 있어서 중요한 가치가 있는 정보, 바꾸어 말하면 일반투자자들이 일반적으로 안다고 가정할 경우에 당해 유가증권의 가격에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사실을 말한다.

나. 대법원 1994. 4. 26. 선고 93도695 판결, 대법원 1995. 6. 30. 선고 94도2792 판결, 대법원 2006. 5. 11. 선고 2003도4320 판결 등

- ‘투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보’라 함은 법 제186조 제1항 제1호 내지 제12호에 그 유형이 개별적으로 예시되고 나아가 제13호에 포괄적으로

규정되어 있는 ‘법인의 경영·재산 등에 관하여 중대한 영향을 미칠 사항’들 가운데, 합리적인 투자자라면 그 정보의 ‘중대성’과 사실이 발생할 ‘개연성’을 비교 평가하여 판단할 경우 유가증권의 거래에 관한 의사를 결정함에 있어서 중요한 가치를 지닌다고 생각하는 정보를 가리키는 것이라고 해석함이 상당하며, 나아가 그 정보가 반드시 객관적으로 명확하고 확실할 것까지 필요로 하지는 아니하는 것으로 보아야 할 것이다라고 판시.

다. 서울동부지방법원 2011. 12. 30. 선고 2011고합221, 2011고합279(병합) 판결

□ 사실관계

- 피고인 甲은 A주식회사의 재무이사 겸 주식회사 B의 재무이사로 위 회사들의 회계 및 재무업무를 총괄하였는데, 2009.1.중순경 B사에 대한 2008 회계연도 결산을 진행하는 과정에서 B사의 자본잠식 사실을 직무와 관련하여 알게 되자 2009.2.4.부터 2009.2.23.까지 A사가 보유하고 있던 B사 주식 5,789,625주를 장내매도하여 874,233,375원 상당의 손실을 회피하였다.

□ 판시내용

- 검사는 늦어도 2009.1.20.경 B사가 자본전액잠식 상태에 있었다는 정보가 생성되었고, 그러한 정보를 피고인이 알고 있었다는 취지로 기소하였으나,

피고인이 ‘2009.1. 중순경 자본전액잠식 사실을 인식하였다’고 말하는 것을 들었다는 취지의 증인의 진술, 피고인이 작성한 경위서 중 ‘자본잠식’이라는 기재 중간에 수기로 ‘완전’이라는 문구가 삽입된 부분, ‘B사가 자본전액잠식 상태에 이르게 되었다’는 취지의 회생절차개시신청서의 기재만으로는 2009.1.경 자본전액잠식에 관한 정보가 생성되었다거나 피고인이 이를 인식하였다고 인정하기에는 부족하다.

- 그러나 피고인은 금융감독원 및 검찰 조사과정에서, B사의 전임 경영진의 분식회계 사실을 알게 되었고, 분식회계 금액을 회계장부에 계상할 경우 50%에 가까운 자본잠식이 발생하게 될 것이라는 점을 인식하였다고 진술하였다.

자본시장법 제443조에서 정하고 있는 미공개중요정보는 정보의 내용이 당해 법인의 업무등과 관련된 것으로서 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있어야 하며 공개되지 않은 정보일 것으로서, 다만 그 정보가 반드시 객관적으로 명확하고 확실할 것까지 필요로 하지는 아니하는 것으로 보아야 할 것인데(대법원 2003.9.5.선고 2003도3238판결 등),

코스닥 상장기업의 경우 자본잠식률이 50% 이상인 일부잠식은 관리종목 지정사유가 되는 점 등을 고려할 때 비록 B사가 2008.12.경 회생절차개시신청을 하였고 그 정보가 공개되었다 하더라도 B사가 50%에 가까운 자본잠식상태에 이르렀다는 점은 이와 별개로 일반 투자자의 판단에 중요한 영향을 미칠 수 있는 요소라 할 것이므로, B사가 상당한 정도의 자본잠식 상태에 이르렀다는 정보는 적어도 2009.1.말경에는 생성된 것으로 볼 것이고, 나아가 피고인은 이러한 정보를 인식하고 있었던 것으로 판단된다.

(2) 중요정보와 공시의무사항과의 관계

가. 대법원 2010. 5. 13. 선고 2007도9769 판결

- 구 증권거래법(2008.2.29.법률 제8863호로 개정되기 전의 것, 이하 ‘증권거래법’이라 하고만 한다) 제188조의2 제2항³⁾은 ‘일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보라 함은 제186조 제1항 각 호의 1에 해당하는 사실 등에 관한 정보 중 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 것으로서 당해 법인이 재정경제부령이 정하는 바에 따라 다수인으로 하여금 알 수 있도록 공개하기 전의 것을 말하는 것이라고 규정하고 있다. 여기서 위 제2항이 ‘일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보’를 정의함에 있어 ‘제186조 제1항 각 호의 1에 해당하는 사실 등에 관한 정보 중’이란 표현을 사용하고 있으나, 이는 위 제186조 제1항 제1호 내지 제13호 소정의 사실들만을 미공개정보 이용행위 금지의 대상이 되는 중요한 정보에 해당

3) 구 증권거래법 제188조의2 제2항과 달리, **자본시장법 제174조**는 중요정보의 예시문구를 삭제하면서 ‘투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보’로 중요정보의 개념을 포괄적으로 정의

하는 것으로 제한하고자 하는 것이 아니라 중요한 정보인지의 여부를 판단하는 기준인 ‘투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보’를 예시하기 위한 것이라고 보아야 한다(대법원 2000.11.24. 선고 2000도2827판결 등 참조). 또한 ‘투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보’란 법인의 경영·재산 등에 관하여 중대한 영향을 미칠 사실들 가운데에서 합리적인 투자자가 그 정보의 중대성 및 사실이 발생할 개연성을 비교 평가하여 판단할 경우 유가증권의 거래에 관한 의사결정에서 중요한 가치를 지닌다고 생각하는 정보를 가리킨다(대법원 2008. 11. 27. 선고 2008도6219 판결 등 참조).

- 앞서 본 법리에 의하면 어떤 사실이 ‘투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보’에 해당하는지 여부는 당해 사실이 증권거래법 제186조 제1항 각 호 및 그 위임을 받은 증권거래법 시행령, ‘유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정’이 정한 신고의무사항에 해당하는지 여부와는 직접적인 관계가 없다고 할 것이다.
- 원심⁴⁾은, 증권거래법 제188조의2제2항이 ‘중요한 정보’가 되기 위한 요건으로 ‘당해

4) 「어떠한 정보가 구 증권거래법 제188조의2 제2항에 정한 미공개정보 이용행위 금지의 대상인 ‘중요한 정보’에 해당하기 위해서는, 그 정보가 ‘투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 것’이어야 함은 물론 일반인이 예측할 수 있는 행위의 유형으로서 그 정보의 내용이 같은 법 제186조 제1항 각 호, 같은 법 시행령 제83조 제3항 각 호 및 유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 제69조 제1항 각 호의 세부조항에서 예시하고 있는 신고의무사항에 해당하거나, 그렇지 않더라도 그 정보는 법인의 경영·재산 등 법인의 운영상황에 관하여 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항으로서 사물의 변별능력을 제대로 갖춘 일반인의 입장에서 판단할 때 법령에서 예시한 신고의무사항에 비견할 수 있을 정도로 중요한 것이어야 하고, 장차 법령의 규정에 의하여 공개될 것으로 예정되어 있는 정보에 해당할 것을 아울러 요한다고 보아야 할 것이다. 그런데, 이 사건에서 피고인들이 보유하고 있었다는 미공개 정보는 A계약이 자기 자본금 32,683,822,816원의 3.07%에 해당하는 1,002,750,000원으로 B바이오의 신주 66,850주를 인수함으로써 B바이오의 10.24% 출자지분을 보유한 3대 주주가 된다는 내용인바, 관계 법령 중에는 유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 제69조 제1항 제5호(사)목이 ‘자기자본의 100분의 5 이상의 타법인의 주식 및 출자증권의 취득 또는 처분에 관한 결정이 있을 때를 신고의무사항으로 규정하고 있을 뿐이므로, 위의 정보는 그 자체로는 법령이 예시한 출자 비율의 수치에 현저히 미달하여 신고의무사항에 해당하지 아니함은 물론 이에 비견할 수 있는 정도로 중요한 사항이라고 할 수 없으며, 피고인들의 행위 당시를 기준으로 법령에 의한 공개가 예정된 바도 아니었던 것이어서 법 제188조의2에서 규정한 ‘중요한 정보’에 해당한다고 볼 여지가 없다」는 이유로 무죄를 선고 (서울고등법원 2007. 10. 26. 선고 2007노1733 판결)

법인이 재정경제부령이 정하는 바에 따라 다수인으로 하여금 알 수 있도록 공개하기 전의 것'임을 요하는 것으로 규정함으로써, '중요한 정보'에 해당하기 위해서는 장차 법령의 규정에 의하여 공개될 것으로 예정되어 있는 정보일 것을 요구한다고 판시하고 있다. 그러나 증권거래법 제188조의2에 정한 내부자거래의 규제대상이 되는 정보는 '일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보'로서, 위 조항의 체계나 문언에 비추어 '당해 법인이 재정경제부령이 정하는 바에 따라 다수인으로 하여금 알 수 있도록 공개하기 전의 것'이라는 규정은 내부자거래의 규제대상이 되는 정보에 해당하기 위한 요건 중 미공개에 관한 것으로 보아야 할 것이고, 이와 달리 중요한 정보의 요건을 규정한 것으로 볼 것은 아니다.

- A제약이 자기자본금의 3.07%에 해당하는 자금을 출자하여 B바이오의 신주를 인수함으로써 B바이오의 출자지분 10.24%를 보유하게 된다는 내용의 이 사건 정보는 '자기자본의 100분의 5이상의 타법인의 주식 및 출자증권의 취득 또는 처분에 관한 결정이 있을 때'를 신고의무사항으로 정하고 있는 '유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정' 제69조 제1항 제5호 (사)목 소정의 신고의무사항에 해당하지 아니하고, 법령에 의한 공개가 예정된 바도 아니지만 이 사건 신주인수계약 (2005. 7. 4.) 당시 주식시장에는 바이오산업에 대한 낙관적인 전망으로 바이오 테마 붐이 일고 있어 A제약이 국내 최초의 바이오 장기 개발 전문회사이자 복제 돼지의 생산에 성공하기도 한 B바이오의 신주를 인수한다는 내용은 주식시장에서 호재성 정보로 인식되기에 충분하다고 볼 수 있는 점, 당시 주식시장의 상황에 비추어 일반 투자자로서는 A제약이 이 사건 신주인수계약으로 B바이오의 3대 주주가 되었고 B바이오가 개발하는 의약품제조 등에 있어서 최우선적 공동사업 협의권을 확보하였다는 점에 민감하게 반응하였을 것으로 보이는 점, A제약이 이 사건 정보가 증권거래법령 상의 신고의무사항이 아님에도 2005. 7. 11. 자진하여 이를 공시한 점이나 피고인들이 위 공시 이전에 A제약의 주식을 집중 매수한 점 등을 종합하여 보면, 이 사건 정보는 일반 투자자가 A제약의 유가증권의 거래에 관한 의사를 결정하는 데 있어서 중요한 가치가 있는 정보라고 봄이 상당하다고 판시한 사례.

나. 대법원 1995. 6. 29. 선고 95도467 판결

- 법륜이 내부자거래의 규제대상이 되는 중요한 정보에 관하여 규정하는 방법에는, 규제의 대상이 되는 정보를 구체적으로 열거하여 그 열거된 정보만을 규제대상으로 삼는 제한적 열거주의의 방법과, 중요한 정보의 개념만을 정의하여 두고(또는 이와 병행하여 중요한 정보의 사례를 예시하고) 구체적인 사건에 당하여 법원으로 하여금 중요성의 해당여부를 가리게 하는 포괄주의의 방법의 두 가지가 있을 수 있는데, 증권거래법 제188조의2 제2항은 내부자거래의 규제대상이 되는 같은 조 제1항 소정의 “상장법인 또는 등록법인의 업무 등과 관련하여 일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보”를 “제186조 제1항 각호의 1에 해당하는 사실 등에 관한 정보 중 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 것으로서 당해 법인이 재무부령이 정하는 바에 따라 다수인으로 하여금 공개하기 전의 것을 말한다”고 정의하고 있으므로, 현행 증권거래법이 제186조의 제1항 각호의 1에 해당하는 정보가 아니면 어떠한 정보라도 내부자거래의 규제대상이 되는 정보에 포함시키지 않는 제한적 열거주의의 입법을 취하고 있는 것이 아닌가 하는 의문이 있을 수 있다. 그러나 같은 법 제186조 제1항 각호에 열거된 사항은, 상장법인의 경영에 관한 중대한 영향을 미칠 수 있는 사실들로서 증권거래소에 지체 없이 신고하여야 하는 사실들로 한정되어 있는데, 같은 조 제2항은 증권거래소가 제1항 각호에 열거된 사항과는 별도로 “제188조의 2의 규정에 의한 중요한 정보”의 유무에 대한 공시도 당해 상장회사에 대하여 요구할 수 있다고 규정함으로써, 제188조의2 제1항 소정의 중요한 정보가 제186조 제1항 각호에 열거된 사실에 한정되지 않는 것임을 간접적으로 인정하고 있다고 할 것이므로, 제188조의 2 제2항이 “제186조 제1항 각호의 1에 해당하는 사실 등에 관한 정보 중”이란 표현을 사용하고 있다고 하더라도, 이는 위 사실들만을 내부자거래의 규제대상이 되는 중요한 정보에 해당하는 것으로 제한하고자 하는 취지에서가 아니라, 중요한 정보인지의 여부를 판단하는 기준인 “투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보”를 예시하기 위한 목적에 서라고 보아야 할 것이라고 판시.

(3) 정보의 진실성 (서울중앙지방법원 2008. 11. 27. 선고 2008고합236 판결)⁵⁾

(의의) 단순한 추측정보와 같이 정확성이 결여되거나 추상적인 것은 규제대상 정보라고 할 수 없으므로 어느 정도의 정확성이 인정되어야 할 것이나 반드시 객관적으로 명확하거나 확실할 것까지 요구되지는 않음

□ 사실관계

- 코스닥 상장법인인 A사는 2003. 12.경 B연구원과 사이에 기술이전계약을 체결하여, B연구원이 수행하고 있는 개발과제인 ‘나노기술을 이용한 초고감도 이미지센서’에 관한 기술을 기술료 50억원 및 향후 매출액의 2%를 지급하는 조건으로 인수하기로 약정하였다. 이미지센서는 외부의 빛 신호를 사람이 볼 수 있는 영상으로 바꿔주는 반도체로서 일반적으로 칩 제작업체가 제작한 칩을 제공받아 구동시킴으로써 그 영상을 확인하거나 테스트를 하는 과정을 거쳐 제작되는데 B연구원은 외부업체를 통해 제작한 칩에 대한 테스트를 진행하던 중 그 영상이 구현되는 것을 확인하였고, 이에 2005. 10. 19.경 A사 대표이사 甲의 참석하에 내부시연회를 마쳤으며, 그에 관한 공개시연회를 개최하기로 결정하였다. B연구원은 2005. 11. 10. 산업자원부와 공동으로 공개시연회를 개최하였고, A사는 기술인수 기업으로서 위 공개시연회를 함께 준비하였다. 한편 A사는 그 무렵 주가가 급등하자 2005. 11. 10. 공정공시를 통해 나노 이미지센서의 개발이 완료되었고, 이에 따른 기술시연회를 개최한다는 내용의 이 사건 정보를 공시하였다.
- 피고인 乙은 2005. 10. 24. B연구원 행정연구원으로 B연구원에서 사내전산망인 MIS에 ‘A사 기술시연회(10/24)’라고 게시된 주간업무보고를 보고 “나노 이미지센서칩 (SMPD) 개발완료 및 시연회 개최”라는 미공개정보를 지득하고, 같은 해 10. 25. 부터 같은 해 11. 3.까지 피고인 명의의 계좌를 통하여 A사 주식 40,500주 약 1억 3,000만 원 상당을 매수한 다음, 위 정보가 일반인들에게 공시된 2005. 11. 10. 이후에 이를 매도하여 합계 5억 8,400만원 상당의 부당이득을 취득

5) 대법원 2010. 2. 25. 선고 2009도4662 판결로 확정

□ 판시 내용

- 피고인은 중요정보에 해당하기 위해서는 그 내용이 진실한 정보여야 하는데 이 사건 정보는 허위정보에 해당하여 중요정보에 해당하지 않는다거나⁶⁾ 또는 그와 같은 전제에서 결과발생이 불가능한 불능범에 해당한다는 취지로 주장하는 바, 살피건대 단순한 추측 정보와 같이 정확성이 결여되거나 추상적인 것은 내부자거래 규제의 대상이 되는 정보라고 할 수 없고, 또한 완전 허구의 사항이라면 이를 정보라 할 수도 없으므로, 적어도 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보라고 하려면 그 정보에 어느 정도의 정확성이 인정되어야 할 것이나, 증권거래법 제188조의2 제2항 소정의 중요한 정보가 반드시 객관적으로 명확하고 확실할 것까지 요구하지 않는다는 것 또한 앞서 본 바와 같다(대법원 2003. 9. 5. 선고 2003도3238 판결, 1994. 4. 26. 선고 93도695 판결 등).
- 이 사건에 관하여 보건대, 당시 B연구원이 개발한 나노 이미지센서가 상용화 단계에 이르지 못했다고 하더라도 일부 저조도 특성이 발견되는 등 그 기술적 특성이 인정되었으므로 이를 전혀 허구의 기술이라고 단정할 수는 없는 점, 일반 투자자의 관점에서 나노 이미지센서의 개발완료라는 정보가 상당히 개연성 있는 정보로 인식되었을 것이라는 점, 더욱이 ‘시연회 개최’라는 정보는 객관적 사실에 부합하는 점, 그런데 당시는 나노 이미지센서의 개발과정에 관한 기사가 수회에 걸쳐 언론에 보도되고 있는 상황이었으므로 기술개발의 주체가 개발을 완료한 다음 이에 관한 공개시연회를 개최한다는 정보 자체로도 투자판단에 상당한 영향력을 미칠 것으로 보이는 점 등을 고려하면, 이 사건 정보에 일부 허위 또는 과장된 부분이 포함되어 있다 하더라도 그를 이유로 정보 자체의 중요성을 부정할 수는 없다고 할 것이다.

6) A사 대표이사 甲은 2005. 11. 10. 공개시연회 등을 통해 실제로는 세계 최초의 고감도 이미지센서칩의 기술개발이 완료되지 않았음에도 마치 완료되어 곧 제품생산이 가능하고 매출을 올릴 수 있을 것처럼 허위사실을 유포하거나 기타 위계를 사용함으로써 주가를 조작하였다는 이유로 구속기소되어 2008. 8. 14. 서울중앙지방법원에서 징역 5년의 형을 선고받았으나, 항소심(서울고등법원 2009. 1.9. 선고 2008노2243 판결)에서 무죄를 선고받았으며, 대법원(2009. 5. 28. 선고 2009도1153 판결)에서 그대로 확정. 다만, 甲의 미공개정보이용혐의에 대하여는 뒤에서 보는 바와 같이 유죄확정

따라서 나노 이미지센서의 개발이 완료되어 기술시연회를 개최한다는 내용의 이 사건 정보는 증권거래법 제188조의2 제2항 소정의 '중요한 정보'에 해당한다고 판시한 사례.⁷⁾

(4) 시장정보와 결합된 내부정보(서울고등법원 2011. 7. 8. 선고 2011노441 판결)⁸⁾

(의의) 완전히 법인 외부에서 결정되는 시장정보는 원칙적으로 규제대상에서 제외되나 예외적으로 법인의 내부정보와 결합된 정보는 규제대상에 포함되고, 해당 정보를 공동으로 생성한 자는 정보수령자로서 규제할 수는 없으나 내부자 또는 준내부자로서 규제 가능함

□ 사실관계

- 경영자문회사인 A 유한회사의 공동대표이사인 피고인 甲, 乙은 2008. 7. 4. B사

7) 이와 관련한 다른 사건(서울고등법원 2008. 11. 13. 선고 2007노1034 판결)에서 A사 대표이사 甲은 나노광전소자기술이 상용화되기 위해서는 화소수가 약 30만 화소급이 되어야 하는데 위 기술이전계약 당시 1,024화소급 시제품이 개발된 단계에 불과하였던 점, 甲이 B연구원과 계약을 체결하면서 만약 기술의 상용화가 이루어지지 않는다면 위 연구원 측에서 계약금 5억원을 되돌려 주겠다고 구두로 약속하는 등 위 기술은 그 상용화에 대한 성공가능성 여부가 불확실하였던 점 등에 비추어 보면, 위 기술이전 계약의 공시만으로는 피고인 회사의 주가를 끌어 올리기 부족하였으므로 이러한 기술이전계약을 투자자의 투자판단에 중요한 가치를 지니는 정보라고 할 수는 없다고 주장하였으나, 법원은 증권거래법 제188조의2 제2항, 제186조 제1항 제13호, 같은 법 시행령 제83조 제3항 제3호의 규정에 의하면 '일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보'란 상장법인 또는 코스닥 상장법인의 신고의무가 있는 사실등에 관한 정보 중 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 것으로서, '신물질 또는 신기술에 관한 특허권을 취득한 때'도 중요한 정보에 해당하되, A사와 B연구원사이의 기술이전계약의 내용은 B연구원이 피고인 회사에 나노광전소자 원천기술 및 응용기술에 대한 특허권 및 기타 지적 재산권 등 일체의 권리를 이전하거나 그 전용실시권 또는 독점적 통상실시권을 부여한다는 것이고, 나노광전소자기술은 카메라 휴대폰, 디지털 카메라의 중요 부품인 고감도 이미지센서 개발이 가능한 기술로서 이 기술을 카메라폰에 장착할 경우 어두운 실내에서도 선명한 촬영과 고화질의 이미지 구현이 가능한 신기술인 사실이 인정되므로, 위 기술이전계약이 체결될 무렵 위 기술의 개발정도가 1,024화소급의 시제품만 개발된 단계인지 여부, 상용화에 대한 성공 가능성이 불확실하였는지 여부에 상관없이 위 기술이전 계약 체결은 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보라고 판단된다고 판시(대법원 2009. 5. 28. 선고 2008도 11164 판결로 확정)

8) 대법원 2014. 2. 27. 선고 2011도9457로 확정

주식 5.24%를 취득하여 2대 주주가 되자 수원지방법원 안산지원에 2008. 7. 30. B사의 대표이사 직무집행정지가처분 등의 신청을 하여 위 경영권 분쟁사항을 공시할 의무가 있는 B사로 하여금 이를 공시하도록 하였다.

- 경영권에 위협을 느낀 B사 대표이사 丁의 위임을 받은 B사 이사 피고인 丙이 피고인 甲, 乙에게 합의를 제안하여 피고인들은 2008. 8. 24.경 A사와 B사를 대표하여 “B사에 독립적인 투자위원회를 설치하고 A사가 지정하는 2명이 투자결정시 자문을 하며 A사 측 인사를 이사로 선임하고, A사는 적대적 인수합병을 중지한다. B사는 A사가 지정하는 날에 합의된 내용의 취지를 경영합의공시의 형태로 공시한다”라는 내용의 “주주계약서”를 작성하는 등 **A사가 B사와의 경영자문계약의 대가로 적대적 인수합병을 중단할 것을 구두로 약정**하였고, 피고인 甲, 乙은 2008. 8. 25. 및 2008. 8. 26. 7주를 남기고 B사 주식을 모두 처분하여 1,298,946,867원의 손실회피 금액을 실현한 다음 위 주주계약서에 “A사는 지분율을 시가총액 5% 미만으로 한다”라는 조항을 추가하여 2008. 8. 27.자 계약서를 작성한 후 B사에 2008. 8. 27. 위 계약서를 공시하여 달라고 요구하여 B사는 같은 날 15:21경 이를 공시를 하였다.
- 한편, 피고인 甲, 乙은 위 공시 직후인 같은 날 15:32경 A사가 B사 주식 장내 처분으로 인하여 보유지분율 4.55%로 지분율이 떨어졌다는 주식 등의 대량보유 상황보고를 하였고, 피고인 甲, 乙, 丙은 A사와 B사를 대표하여 2008. 8. 31. A사가 B사에게 경영자문용역을 제공하고, B사는 그 대가로 19억5,000만원의 용역비를 제공한다는 **경영자문용역계약서를 작성**하였다.

□ 판시 내용⁹⁾

- (시장정보와 결합된 내부정보가 규제대상 정보인지 여부) 구 증권거래법상 규제 대상이 되는 정보는 법인의 ‘업무등과 관련된’ 정보인데, 이는 당해 법인의 재산

9) 피고인 甲, 乙은 자신들이 B사의 주식 처분을 위하여 이용한 정보는 ‘A사가 경영권 인수 시도를 중지한다’라는 내용인데, 이는 B사의 내부정보가 아니라 피고인들이 스스로 생성한 외부 정보 또는 시장정보에 해당할 뿐만 아니라 2008. 8. 24.자 주주계약에 들어 있는 내용은 B사의 내부정보가 아니라 A사가 B사와 공동으로 생산한 정보에 해당하므로 구 증권거래법 제188조의 2가 금지하고 있는 미공개정보에 해당하지 않는다고 주장

상태나 경영 또는 영업실적 등에 직접적 또는 간접적으로 영향을 미칠 수 있는 정보라 할 것이므로, 당해 법인의 증권 가격이나 수급에 영향을 미치는 정보인 시장 정보는 완전히 법인 외부에서 결정되는 사항이어서 통상 구 증권거래법상 규제 대상이 되는 정보에는 포함되지 않는다. 따라서 단순히 ‘적대적 인수합병을 중단한다’는 정보는 시장정보에 불과하여 구 증권거래법상 규제 대상이 되는 정보가 아니다. 그러나 이 사안에서 문제된 정보는 단순히 ‘적대적 인수합병을 중단한다’는 정보가 아니라 ‘법인과 경영자문용역계약 체결을 통하여 대가를 지급받고 적대적 인수합병을 중단한다’는 기업경영 관련 구두계약에 관한 정보로서 법인 내부에서 결정한 정보가 시장정보와 함께 결합하여 있는 것이고, 이러한 정보는 비록 시장 정보가 포함되어 있다고 하더라도 전체적으로 보아 당해 법인의 재산상태나 경영 또는 영업실적 등에 직접적 또는 간접적으로 영향을 미칠 수 있는 정보로서 법인의 영향력 범위 내에 있다고 할 것이어서, 이러한 정보에 쉽게 접근할 수 있는 자가 이를 이용하는 행위를 제한하지 아니할 경우 거래의 공정성 내지 증권시장의 건전성을 해할 위험성이 많으므로 구 증권거래법 제188조의2 제1항의 입법취지에 비추어 볼 때, 그 규제 대상이 되는 법인의 ‘업무등과 관련된’ 정보에 포함된다고 봄이 상당하다고 판시.

- (공동생성한 정보가 규제대상 정보인지 여부) 구 증권거래법 제188조의2 제1항의 규제 대상 정보는 ‘직무와 관련하여 ‘알게 된’ 정보이다. 정보를 ‘알게 된’ 경우에는, 당해 정보를 ‘받은’ 경우의 해석(대법원 2003. 11. 14. 선고 2003도686 판결¹⁰) 참조)과 달리, 그 문언 및 입법취지에 비추어 볼 때 이미 생성되어 존재하는 정보를 수동적으로 수령하여 알게 된 경우뿐만 아니라 그 정보의 생성 과정에 적극적으로 관여하거나 공동으로 생성하는 과정에서 알게 된 경우도 포함된다고 해석함이 상당하다.

10) 동 판결은 「“B사가 위 피고인에게 A강업 주식 290만 주를 양도하여 A강업의 경영권을 양도한다.”는 정보는 B사가 그 소유의 주식을 위 피고인에게 처분함으로써 스스로 생산한 정보이지 직무와 관련하여 알게 된 정보가 아니고, 위 피고인은 당해 정보를 B사로부터 전달받은 자가 아니라 B사와 이 사건 주식 양수계약을 체결한 계약 당사자로서 B사와 공동으로 당해 정보를 생산한 자에 해당한다고 할 것이므로, 원심이 위 피고인이 법 제188조의2 제1항 제4호의 “당해 법인과 계약을 체결하고 있는 자” 또는 법 제188조의2 제1항 소정의 “당해 정보를 받은 자”에 해당하지 아니한다고 판단한 것은 정당」하다고 판시

이 사안의 경우 앞서 본 바와 같이 2008. 8. 24.경 A사와 B사 사이에 적대적 인수합병 중단 및 그와 관련된 조건에 관하여 구두계약이 있었던 이상, 피고인들이 2008. 8. 25. 및 그 다음 날 주식 매도에 이용한 정보를 A사가 독자적으로 생성한 정보라고 볼 수는 없고, 당해 법인인 B사와 함께 그 정보의 생성 과정에 적극적으로 관여하거나 공동으로 생성한 정보라고 할 것이다. 이와 같은 정보의 경우에는 계약을 체결한 당사자가 그 정보를 이용하여 거래의 공정성 내지 증권시장의 건전성을 해할 위험성이 많고 이를 방지할 필요성도 크므로 구 증권거래법상 규제 대상이 된다고 할 것이다.라고 판시¹¹⁾.

3. 중요정보의 생성시기

(의의) 중요정보의 생성시기는 그 정보가 객관적으로 명확하고 확실하게 완성되어야 생성되었다고 보는 것이 아니라, 그 정보의 중대성과 사실이 발생할 개연성을 비교 평가하여 유가증권의 거래에 관한 의사결정에 있어 중요한 가치를 지닐 정도로 구체화되면 그 정보가 생성된 것으로 본다는 취지

11) 서울남부지방법원 2014. 8. 7. 선고 2013고합447-1 판결도 同旨

□ 사실관계

- 피고인은 대기업 회장을 역임한 후 사회복지법인을 설립하고 대표이사로 취임하여 실질적으로 동 법인을 운영해 오던 중 줄기세포 치료제 개발 관련 업체인 A사 회장으로부터 A사에 대한 투자를 권유받고, 2회에 걸쳐 A사가 발행하는 신주인수권부사채 총 300억원을 인수하기로 함.
- 피고인은 위와 같이 '前 대기업 회장인 피고인이 A사가 발행하는 신주인수권부사채를 인수한다'는 정보를 알고 이를 이용하여 동 정보가 공개되기 전 피고인 및 사회복지법인, 가족 등 명의 계좌를 이용하여 A사 주식을 매수함.
- 피고인은 '피고인이 A사의 신주인수권부사채를 인수한다'는 정보는 피고인의 내심의 의사에 따라 결정 및 생성된 정보이므로 A사의 '업무 등과 관련된 정보'가 아니고, 피고인이 A사와 계약을 체결·교섭 또는 이행하는 과정에서 '알게 된' 내부정보라고 볼 수도 없다고 주장.

□ 법원의 판단

- 자본시장법의 문언 및 입법취지에 비추어 볼 때 이미 생성되어 존재하는 정보를 수동적으로 수령하여 알게 된 경우뿐만 아니라 그 정보의 생성과정에 적극적으로 관여하거나 공동으로 생성하는 과정에서 알게 된 경우도 포함된다고 해석하는 것이 타당하다고 판시.

(1) 법인 내부에서 생성된 경우

가. 대법원 2008. 11. 27. 선고 2008도6219 판결, 대법원 2009. 11. 26. 선고 2008도 9623 판결 등 (정보생성이 구체화된 시점)

- 법인 내부에서 생성되는 중요정보란 갑자기 완성되는 것이 아니라 여러 단계를 거치는 과정에서 구체화되는 것으로서, 중요정보의 생성시기는 반드시 그러한 정보가 객관적으로 명확하고 확실하게 완성된 경우를 말하는 것이 아니라, 합리적인 투자자의 입장에서 그 정보의 중대성과 사실이 발생할 개연성을 비교 평가하여 유가증권의 거래에 관한 의사결정에 있어서 중요한 가치를 지닌다고 생각할 정도로 구체화되면 그 정보가 생성되었다고 판시.

나. 대법원 2008. 11. 27. 선고 2008도6219 판결(그룹 경영진에 대한 사업계획 보고)

- L카드 甲 사장이 2003. 7. 21. L그룹 乙부회장 등에게 ‘수정사업계획 및 주요 경영현안’이라는 대외비 문건을 보고하면서 2003년 연간 적자액이 1조 2,893억 원에 이를 가능성이 있다고 예상하고, 경영정상화를 위하여는 약 4,000억원 규모의 자본확충을 검토하여야 한다는 내용이 일부 포함되어 있는 점을 알 수 있는바, 합리적인 투자자의 입장에서 위와 같은 내용의 정보는 객관적으로 명확하고 확실하게 완성되지 않은 상태라도 유가증권의 거래에 관한 의사결정에 있어서 중요한 가치를 지닌다고 생각할 정도로 구체화되었다고 할 것이므로, 이 사건 중요정보는 2003. 7. 21. 무렵에 최초로 생성되었다고 판시¹²⁾

12) 원심(서울고법 2008. 6. 24. 선고 2007노653 판결)은 L카드가 2003. 9. 들어서 경영여건이 급격하게 악화되기 시작한 점, L카드 경영진이 2003. 9. 22.자로 작성된 ‘추가 자본확충 검토(안)’이라는 문건에서 연내에 4,000억 원 내지 5,000억 원 규모의 유상증자가 필요하다는 내용을 확정적으로 언급한 점 등에 비추어 이 사건 중요정보는 2003. 9. 22.에야 비로소 생성되었다고 판단하였으나, 대법원은 정보생성시기를 그보다 앞선 시점으로 인정.

다. 대법원 2009. 11. 26. 선고 2008도9623 판결(자사주 취득 후 이익소각 검토)

□ 사실관계

- 피고인 甲은 A종합개발의 최대주주인 B사의 기획담당이사로 있으면서 2003년 5월 부터 A종합개발의 기업홍보 및 주식관리의 업무를 담당한 사람, 피고인 乙은 C종합 금융증권 주식회사의 직원인 사람인바, 2004. 1.경 A종합개발의 주가가 액면가 대비 40%를 하회하자,
- 피고인 甲은 2004. 1. 중순 일자불상경부터 같은 해 2. 9.경까지 사이에 서울 이하 불상지에서 위 A종합개발의 주가가 액면가 대비 40% 미만인 상태로 지속되어 A종합개발이 관리종목으로 지정되는 것을 방지하고 그 주가를 부양하기 위하여 위 A종합개발의 자사주를 매입한 후 이를 이익소각하는 방안을 검토하면서 일반인 에게 공개되지 아니한 위 A종합개발의 '자사주 취득 후 이익소각'이라는 중요한 정보를 피고인 乙에게 제공하고, 이에 따라 피고인 乙, 丙은 2004. 2. 11. 위 A종합 개발의 자사주취득 후 이익소각 사실이 공시된다는 사실을 알고 위 정보가 공개 되기 전인 2004. 2. 9.부터 같은 달 10.까지 사이에 3인 명의의 차명계좌를 통하여 합계 1,223,394주를 501,812,675원에 매수한 후 2004.2.12.부터 같은 달 18.까지 사이에 이를 매도하여 합계 65,970,690원 상당의 부당이득을 취득

□ 판시내용

- 유가증권협회등록규정상의 '협회등록법인'인 A종합개발의 주식 액면가는 1,000원인데 2004. 1. 2. 이후 주가가 계속 400원 미만이어서, 앞서 본 규정에 의한 관리종목의 지정을 피하기 위하여는 주가부양이 필요했고 그러한 사정이 주식시장에 알려져 있었던 사실, A종합개발은 주가부양을 위하여 2003년 6월경 자사주신탁, 같은 해 11월경 액면분할을 시도하였으나 모두 실패하였던 사실, 이에 A종합개발의 주식을 관리하는 업무를 담당하는 임원인 피고인 甲은 상당 기간의 검토를 거쳐 2004년 1월 중순경 주가부양방법으로 '자사주 취득 후 이익소각'이라는 방안을 제시하고

A종합개발의 재경팀 실무자인 丁 및 戊에게 그 준비를 지시한 사실, 2004. 2. 9. 戊가 ‘자사주 직접취득 및 이익소각에 관한 건’이라는 품의서를 작성하여 같은 달 11. A종합개발 이사회가 위 안건을 의결하고 같은 날 A종합개발이 이 내용을 공시한 사실을 알 수 있다.

- 위와 같은 사실에서 알 수 있는 다음과 같은 사정, 즉 2004년 1월 중순 당시 A종합개발은 관리종목 지정을 피하기 위하여 주가부양이 절실한 상황이었다는 점, 주식관리업무를 담당하는 임원인 피고인 甲이 상당한 기간 검토 끝에 ‘자사주 취득 후 이익소각’이라는 방안을 제시하고 그 준비를 지시한 점, 2003년에 시도하였던 자사주신탁 및 액면분할이 실패한 상황에서 위 방안과 다른 방안이 주가부양방법으로 채택될 가능성은 크지 않았다고 보이는 점, 이후 실제로 위 방안이 A종합개발의 주가부양방법으로 채택된 점 등을 종합하면, 위 방안은 2004년 1월 중순 당시 이미 현실화될 개연성이 충분히 있었다고 할 것이다. 또한 ‘자사주 취득 후 이익소각’은 미공개 중요정보를 예시하고 있는 증권거래법 제186조 제1항 제9호, 제11호 등에 해당하는 정보로서 회사경영이나 주가에 미치는 사안의 중대성 역시 인정된다.
- 나아가 어느 회사에서 주가부양이 필요하다는 **막연한 사실에 관한 주식시장의 인식과 회사 내부에서 실제로 그 방안을 구체적으로 검토하고 있다는 사실의 확인은 정보로서의 가치가 다르다**고 할 것이므로, 합리적인 투자자라면 2004년 1월 중순경 A종합개발 내부에서 주가부양방법으로 ‘자사주 취득 후 이익소각’의 방안이 확정되지는 않았지만 구체적으로 검토되고 있다는 이 사건 정보를 A종합개발 주식의 거래에 관한 의사결정의 판단자료로 삼기에 충분하다. 그렇다면 이 사건 정보는 피고인 甲이 피고인 乙에게 이를 전달한 2004년 1월 중순경 이미 미공개의 중요정보로 생성되어 있었다고 할 것이라고 판시¹³⁾한 사례.

13) 1심(서울중앙지방법원 2008. 6. 5. 선고 2007고합1428 판결) 및 2심(서울고등법원 2008. 10. 10. 선고 2008노1552 판결)에서는 ① 피고인 甲은 2004. 1. 중순경 B사와 A종합개발에 주가를 부양하기 위한 방법으로 ‘자사주 취득 후 이익소각’ 의견을 건의하였으나 피고인 甲이 피고인 乙과 전화대화를 할 당시에 B사와 A종합개발의 경영진이 피고인 甲이 건의한 위 방안을 사실상으로도 받아 들여 시행하기로 하었다고 볼 증거는 없는 점, ② A종합개발은 2004.

라. 서울중앙지방법원 2008. 12. 10. 선고 2008노3093 판결

(대표이사와 대주주간 무상증자 합의)

□ 사실관계

- 피고인 甲은 증권거래소 상장법인인 A주식회사 재경부 부장으로서, 2006. 10. 30.경 위 회사 대표이사 乙과 주요주주 겸 회장 丙이 회사의 자산재평가 적립금을 재원으로 무상증자를 실시하기로 하여 위 회사 재경부를 총괄하는 감사 丁으로부터 무상증자를 위한 이사회를 소집하고 무상증자 일정과 안건을 작성하라는 지시를 받고 무상증자 계획을 수립하는 등 무상증자 실시가 확정적으로 됨에 따라 무상증자를 위한 이사회 결의가 공시되면 위 회사의 주가가 급등할 것을 예상하고 위 회사의 직무와 관련하여 알게 된 일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보인 무상증자 정보를 이용하여 위 회사 주식을 매수하여 부당이익을 취하기로 마음먹고, 같은 달 31. A사 사무실에서 컴퓨터 홈트레이딩 시스템을 통하여 피고인의 동서 명의 계좌를 이용하여 위 회사 주식 200주를 주당 93,779원에 매수한 것을 비롯하여, 그 때부터 같은 해 11. 7.까지 동서 명의 계좌 및 피고인의 처 명의 계좌

1. 2.부터 주가가 계속하여 액면가의 40% 이상으로 상승하지 못하고 있어 관리종목 지정을 피하기 위해서는 2004. 1. 2.부터 30 거래일 이내에 액면가 40% 이상으로 주가를 부양해야 했는데, 위 회사는 2003.경에도 주가를 부양하기 위해 자사주 신탁 및 액면분할 등을 실시하여 자사주매입 및 이익소각 외에 다른 주가부양방법을 택할 여지는 적었고, 당시 주식 시장에도 A종합개발이 주가를 부양하기 위해 자사주매입 및 이익소각을 할 것이라는 소문이 도는 등 A종합개발이 자사주취득 및 이익소각을 검토하고 있다는 정보는 A종합개발에 대하여 관심을 가지고 있는 투자자라면 어느 정도 예상할 수 있었던 점, ③ A종합개발이 주가를 액면가의 40% 이상으로 올려야 하는 시한은 개정 유가증권협회등록규정이 시행된 2004. 1. 2.부터 30거래일째인 2004. 2. 17.이고, 2004. 2. 9.에는 실적공시도 예정되어 있어서 피고인 甲과 피고인 乙이 위 전화대화를 할 당시에는 서둘러 자사주취득 및 이익소각 여부를 결정할 필요가 없었고, 그 사이에 시황의 변화 등으로 인해 주가가 올라 액면가의 40%를 상회할 경우 A종합개발로서는 굳이 회사의 유보금을 소비하며 자사주를 취득할 필요가 없었던 점, ④ 피고인 甲과 피고인 乙의 위 전화대화 이후 상당기간이 경과한 2004. 2. 11.에 이르러서야 A종합개발의 자사주 취득 후 이익소각에 대한 이사회결의와 공시가 있었던 점 등을 종합하면 피고인 甲이 피고인 乙에게 자사주취득 및 이익소각을 검토하고 있다는 사실을 알려 준 2004. 1. 중순경에는 그 정보는 실행여부가 다분히 유동적이고 불확정적이어서 상당한 정도의 개연성이 있었다거나 그 정보가 실제 투자자들의 투자판단에 중대한 영향을 미치는 것으로 보기는 어렵고, 달리 이를 인정할 증거도 없다는 이유로 무죄를 선고

등 2개 증권계좌를 이용하여 위 회사 주식 639주를 합계 72,527,800원에 매수한 후 위 회사 무상증자 이사회 결의 공시일인 같은 해 11. 7. 직후인 같은 달 10. 부터 13.까지 전량 매도하여 66,749,555원 상당의 부당이익을 취득

□ 법원의 판단

- **피고인 甲**은 A사의 대표이사 乙과 위 회사의 회장 丙의 무상증자 합의시점은 2006. 10. 30.이 아닌 같은 해 10. 31.이고, 乙은 같은 해 11. 1. 감사 丁에게 이사회 개최를 지시하였을 뿐만 아니라, 乙과 丙의 무상증자 합의 및 이사회 개최 지시만으로 무상증자의 실시가 확정되었다고 볼 수 없다고 주장.
- 피고인 甲은 1976년 4월경부터 A사에서 근무하였는데 2005년 3월경부터는 재경부 부장으로 회계, 채권회수 등 위 회사의 자금을 관리하는 업무와 공시에 관한 업무를 담당한 사실, 2002년 무렵부터 A사가 공공기관에서의 입찰 등에 유리한 지위를 차지하기 위해 자본금의 증자를 계획하고 있다는 사실을 알고 있던 중, 2006. 10. 31. 감사 丁의 이사회 개최에 관한 전화통화 내용과 소속부서 차장인 戊로부터 A사와 동종 회사의 자본금 현황을 알아보라는 감사의 지시를 받았다는 사실을 알게 된 사실(이는 피고인이 금융감독원에서 이 사건으로 최초 조사를 받을 당시 진술한 내용으로서 달리 그 임의성과 특신상황을 배척할 사정도 보이지 않는다), 같은 날 피고인은 이 사건 주식을 그전의 거래에 비하여 많이 집중적으로 매수한 이래, 피고인의 처와 동서의 명의로 공소사실과 같이 이 사건 주식을 매수한 사실, 실제로 같은 해 11. 7. A사의 이사회가 개최되어 무상증자에 관한 의결이 이루어졌고, 같은 날 이러한 내용이 공시되었으며 그 직후 회사의 주가가 급등한 사실을 각 인정할 수 있고, 한편, 증권거래법 제188조의2 제2항 소정의 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보라 함은 합리적인 투자자라면 그 정보의 중대성과 사실이 발생할 개연성을 비교 평가하여 판단할 경우 유가증권의 거래에 관한 의사를 결정함에 있어서 중요한 가치를 지닌다고 생각하는 정보를 가리키는 것이라고 해석함이 상당하고, 그 정보가 반드시 객관적으로 명확하고 확실할 것까지

필요로 하지는 않는다고 할 것이다(대법원 1994. 4. 26. 선고 93도695 판결 등 참조). 앞서 인정한 사실과 법리에 더하여, 앞서 든 각 증거에 의하여 인정되는 A사의 지배구조와 자본금 등에 비추어보면, A사 이사회의 무상증자에 관한 의결이 곧 이루어질 것이라는 정보는 회사의 중요한 내부정보라 하지 않을 수 없고, 또 대표이사와 회장 겸 대주주 사이에 이사회의 의결을 거쳐 무상증자를 하기로 합의한 사실만으로도 무상증자의 실시에 관한 정보라고 봄이 상당하다고 판시한 사례.

(2) 법인 외부에서 생성된 경우

가. 수원지방법원 2008. 8. 29. 선고 2008고합112 판결¹⁴⁾

- 상장법인의 업무 등과 관련하여 일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보와 관련하여 상장법인의 계약 또는 협약 등과 관련한 정보는 계약서가 작성되어야만 생성되는 것이 아니고 그 교섭이 상당히 진행되거나 계약사항의 주요부분에 대한 합의가 이루어진 경우에는 이미 정보로서 생성된 것으로 볼 수 있다고 판시.

나. 대법원 2005. 9. 9. 선고 2005도4653 판결(기업인수협상)

- A사는 2003. 9. 하순경 구조조정 전문회사인 B사에서 도어록 생산업체 1위를 차지하고 있는 C사를 기업인수합병 시장에 매물로 내놓은 것을 알고 위 B사에 지분인수의향서를 제출한 후, 2003. 10. 중순경 구체적인 매각조건 등에 대하여 협상하게 되어 이때 사실상 A사는 최종인수자로 확정되기에 이르렀고¹⁵⁾, 동 지분인수 협상에 참여하여 이러한 사실을 알게 된 A사 관리이사 甲은 지인인 乙에게 동 정보를 전달하여 정보가 공개(2003. 11. 5.)되기 전에 乙이 중요한 정보를 이용한 혐의를 인정한 사례.

14) 대법원 2010. 10. 27. 선고 2009도1370 판결로 확정

15) 정보생성시점을 구체적인 날짜로 특정하지 않고 지분인수 협상이 이루어진 시점(2003.10.10. ~ 15.)을 정보생성시점으로 판단

다. 서울중앙지방법원 2011. 4. 7. 선고 2010고합775 판결¹⁶⁾(장기공급계약 체결)

□ 사실관계

- 피고인 甲은 A사의 사업총괄 부사장 겸 등기이사인 자인바, 2007. 9. 초순경 ‘A사가 B사¹⁷⁾와 폴리실리콘 장기공급계약을 체결하는 것을 전제로 폴리실리콘 공급가격을 결정’한 사실을 인식하였고, 2007. 11. 초순경 A사 신재생에너지사업본부 본부장 乙로부터 ‘B사와 2007. 11. 이내에 계약을 체결할 예정’이라는 내용의 보고를 받고, ‘B사와의 폴리실리콘 장기공급계약 체결’이라는 중요한 정보를 이용하여 동 정보가 공시(2007. 11. 30. 16:32 증권선물거래소 게시판)되기 전인 2007. 11. 9.부터 2007. 11. 19.까지 피고인 명의 계좌 등 총 4개의 계좌로 A사 주식 9,271주를 2,423,472,000원에 매수하여 합계 418,285,878원의 부당이득을 취득하였으며, 그 후 A사는 2007. 11. 29. ‘2007. 9. 초순경 이미 합의한 가격’으로 B사와 장기공급계약을 체결하였음

□ 판시 내용¹⁸⁾

- 통상 계약을 체결함에 있어 중요한 요소는 공급가격, 공급물량 및 선급금 비율 등으로 볼 수 있으나, B사의 설립 목적, A사와 B사의 관계, 2007. 9. 초순경 A사와 B사 사이에 폴리실리콘 공급가격에 대한 합의가 이루어진 점, B사가 2007. 11. 6. A사에 정식제안서를 제출한 후 공급물량 및 선급금 비율에 관하여 협의를 하였지만, 이는 양사의 입장을 조율하는 정도에 불과할 뿐 이견이 있다고 하여 계약 체결이 무산될 가능성은 사실상 없었던 것으로 보이는 점 등에 비추어 보면, B사가

16) 서울고법 2011.12.2. 선고 2011노1043 판결로 확정

17) B사는 폴리실리콘을 원재료로 잉곳 및 웨이퍼를 생산하여 판매하는 회사로서 피고인 甲과 그의 동생 및 A사 임원들이 약 75%의 지분을 소유하고 있는바, 피고인 甲의 주장에 의하면, A사가 폴리실리콘의 수요를 찾지 못할 경우를 대비하여 자체 수요를 만들고자 설립한 회사임

18) 피고인 甲은 2007. 11. 6. B사로부터 정식 제안서를 받은 후 선수금과 물량 등에 관하여 협의를 시작하여 2007. 11. 14.경 물량이 확정되고, 2007. 11. 23.경 선수금의 액수가 확정되었는바, A사와 B사 사이에 공급물량 및 선급금에 관한 합의가 이루어지기 전까지는 그 장기공급계약 체결 정보가 중요정보로 생성된 것으로 볼 수 없다는 취지로 주장

2007. 11. 6. A사에 정식 제안서를 제출한 시점에는 A사와 B사 사이의 장기공급 계약 체결이 임박하였던 것으로 보이므로, 2007. 11. 6. 무렵에는 B사와의 장기공급 계약 체결 정보가 일반 투자자의 입장에서 유가증권의 거래에 관한 의사결정에서 중요한 가치를 지닌다고 생각할 정도로 구체화되었다고 봄이 상당하다고 판시한 사례.

라. 서울고등법원 2011. 7. 8. 선고 2011노441 판결(경영자문계약)¹⁹⁾

- B사를 실질적으로 대표한 피고인 丙과 A사의 대표인 피고인 甲, 乙은 2008. 7. 16.경부터 수차례 논의한 끝에 늦어도 2008. 8. 24.경에는 적대적 인수합병을 중단하는 대신 경영자문용역계약을 체결하기로 하는 구두계약을 체결하였고, 실제로 그 중요한 일부를 서면화한 계약도 체결하였으므로, 그 무렵에는 합리적인 투자자의 입장에서 한신기계공업의 유가증권의 거래에 관한 의사결정에서 중요한 가치를 지닌다고 생각할 정도로 구체화된 정보가 생성되었다고 볼 수 있다고 판시한 사례²⁰⁾.

마. 서울중앙지방법원 2011. 1. 28. 선고 2010고합1459 판결(거래소의 상장폐지)

- 2008. 10.경 A사는 직원의 급여 및 차입금에 대한 이자를 지급하지 못하고 있었고, 2008. 9. 30. 기준 A사의 누적 분식규모는 약 710억 원에 이르러 2008. 12.경부터는 금융감독원으로부터 회계감리 자료를 제출하라는 요청까지 받게 되었다. 그 후 피고인은 2009. 1. A사 재무담당 직원들을 모두 퇴사시키고, 금융감독원의 위 자료 요청에 대해서는 직원 퇴사 및 자료 멸실로 제출이 어렵고 2008년도 결산도 어렵다고 주장하였으며, 이를 이유로 2008년 사업보고서를 법정제출시한

19) 대법원 2014. 2. 27. 선고 2011도9457판결로 확정

20) 피고인 甲, 乙은 2008. 8. 24.자 주주계약서에 경영자문용역계약에 관한 규정이 없는 점에서도 보듯이 피고인들이 주식을 매도하기 이전에 피고인들이나 A사와 B사 사이에 경영자문용역 계약에 관한 구두합의가 이루어지지 않았으므로 피고인들의 2008. 8. 25. 및 8. 26.의 B사 주식 매도는 미공개정보를 이용한 행위가 아니라고 주장.

(2009. 3.31)까지 제출하지 않아 2009. 4. 13. 한국거래소는 A사의 상장폐지를 공시하였고, 같은 달 23. A사는 결국 상장이 폐지되었다. 이처럼 분식회계와 관련된 금융감독원의 조사가 진행되고 더 이상 분식회계를 지속할 수 없게 됨으로써 A사는 2009년도 상반기에 상장 폐지가 될 것이 2008. 12.말경에는 사실상 확정되었다고 판시한 사례.

4. 정보의 미공개성

(1) 신문 등에 보도된 경우

(의의) 일부 언론에 추측보도 된 바 있는 사실이라 하더라도 법령에 정해진 방법으로 공개되지 않은 이상 미공개정보에 해당

가. 대법원 1995. 6. 29. 선고 95도467 판결, 대법원 2000. 11. 24. 선고 2000도 2827 판결, 대법원 2006. 5. 12. 선고 2004도491 판결 등

- 증권거래법 제188조의2 제2항은 “일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보”를 “당해 법인이 재정경제부령이 정하는 바에 따라 다수인으로 하여금 알 수 있도록 공개하기 전의 것”이라고 규정하고 있으므로, 어떤 정보가 당해 법인의 의사에 의하여 재정경제부령이 정하는 바에 따라 공개되기까지는 그 정보는 여전히 같은 법 제188조의2 소정의 미공개정보 이용행위금지의 대상이 되는 정보에 속한다. 따라서 일부 언론에 추측보도 된 바 있는 사실이라 하더라도 관계 법령에 따라 일반인에게 공개된 바 없는 이상 증권거래법 제188조의2에서 정하고 있는 미공개정보에 해당한다고 판시.

나. 서울중앙지방법원 2008. 11. 27. 선고 2008고합236 판결²¹⁾

- 증권거래법 제188조의2 제2항은 ‘일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보라 함은 당해 법인이 재정경제부령이 정하는 바에 따라 다수인으로 하여금 알 수 있도록 공개하기 전의 것을 말한다’고 규정하고, 증권거래법 시행규칙(재정경제부령 제429호) 제36조 제2호는 ‘법 제188조의2 제2항의 규정에 의한 다수인으로 하여금 알 수 있도록 공개한 정보라 함은 「정기간행물의 등록 등에 관한 법률」에 의한 일반일간신문 또는 경제분야의 특수일간신문 중 전국을 보급지역으로 하는 2 이상의 신문에 그 내용이 게재된 날부터 1일이 경과된 정보를 의미한다’고 규정하며, 정기간행물의 등록 등에 관한 법률 제2조는 ‘일반 일간신문은 정치·경제·사회·문화·시사 등에 관한 보도·논평 및 여론 등을 전파하기 위하여 매일 발행하는 간행물을, 특수일간신문은 산업·과학·종교·교육 또는 체육 등 특정분야(정치를 제외한다)에 국한된 사항의 보도·논평 및 여론 등을 전파하기 위하여 매일 발행하는 간행물을 각 의미한다’고 규정하고 있다. 따라서 당해 법인의 의사에 의하여 2이상의 위와 같은 일간신문에 게재된 경우 그 정보는 공개되었다고 볼 것이다.
- 이 사건에 관하여 보건대, 이 사건 정보가 A사의 공정공시를 통해 2005. 11. 10. 일반에 공개되었음은 앞서 본 것과 같고, 변호인 제출의 증거들에 의하면 2005. 8. 24.자 B경제신문 및 2005. 9. 20.자 C일보에 나노 이미지센서의 개발이 완료 되었다는 취지의 기사가 게재된 사실을 인정할 수 있다. 그러나 ① 변호인들이 제출하고 있는 위 각 기사가 A사의 의사에 의해 게재된 것으로는 보이지 아니하는 점, ② 위 각 기사에 시연회 개최에 관한 언급이 전혀 없었던 점 등을 고려하면, 결국 나노 이미지센서의 개발이 완료되어 시연회를 개최한다는 이 사건 정보가 당해 법인인 A사의 의사에 의해 전국을 보급지역으로 하는 신문에 게재

21) 피고인들의 변호인들은 나노 이미지센서의 개발이 완료되었다는 사실이 공정공시를 통해 일반에 공개된 2005. 11. 10. 이전에 이미 수회 언론에 보도되었으므로 이 사건 정보에는 미공개성이 인정되지 않는다고 주장하고, 나아가 이 사건 정보가 일간신문에 2회 이상 보도되어 증권거래법 시행규칙 제36조에 의해 공개된 정보로 취급되어야 한다는 취지로 주장. (대법원 2010. 2. 25. 선고 2009도4662 판결로 확정)

되었다고 할 수 없다(한편 일부 변호인들은 위와 같은 주장의 근거로 2005. 6. 23.자 D신문의 기사를 제출하였으나, D신문은 정기간행물의 등록 등에 관한 법률이 정한 일반일간신문 또는 경제분야의 특수일간신문에 해당하지 아니하고, 그 기사 역시 A사의 의사에 의해 게재된 것으로는 보이지 않는다). 따라서 나노 이미지센서의 개발이 완료되어 기술시연회를 개최한다는 내용의 이 사건 정보는 증권거래법 제188조의2 제2항 소정의 '미공개 정보'에 해당한다고 판시한 사례.

(2) 관련 회사의 부도발생이 공시된 경우

(대법원 2000. 11. 24. 선고 2000도2827 판결)

□ 사실관계

- 피고인 甲은 A파이낸스 대표이사이고, A파이낸스는 B주장의 주요주주인바, 1998. 4. 13. B주장이 C제강에 217억원 지급보증 해주었고, C제강은 D사에 240억 지급보증, 위 회사들은 상호출자하고 형제들이 경영하고 있는 회사들인 관계로 D사나 C제강이 부도가 나면 그 여파로 B주장도 부도를 피할 수 없는 연관성이 있고, 같은 해 4. 15. C제강과 D사가 1차 부도를 당하고, 같은 날 D사가 부도를 막기 위하여 금융기관에 70억 자금 용자를 신청하였으나 거부당하는 등으로 B주장의 부도가 불가피함을 잘 알고 있는 상황에서, 乙로 하여금 같은 해 4. 18. 차명계좌를 통하여 B주장의 주식 1,900주를 매도한 것을 비롯하여 같은 달 25.까지 A파이낸스가 소유하고 있던 B주장의 주식 53,560주를 매각함으로써 주식매매와 관련하여 미공개 정보를 이용하였음

□ 판시 내용

- 증권거래법 제188조의2 제2항은 '일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보'를 '당해 법인이 재정경제부령이 정하는 바에 따라 다수인으로 하여금 알 수 있도록 공개하기 전의 것'이라고 규정하고 있으므로 어떤 정보가 당해 법인의 의사에 의하여 재정경제부령이 정하는 바에 따라 공개되기까지는 그 정보는 여전히 미공개정보

이용행위금지의 대상이 되는 정보에 속한다고 할 것이므로(대법원 1995. 6. 29. 선고 95도467 판결 참조), B주장 스스로가 부도사실이 불가피하다는 사실을 공개한 사실이 없는 이상²²⁾ 비록 경제신문 등에서 그 유사한 내용으로 추측 보도된 사실이 있다고 하더라도 그러한 사실만으로 일반인에게 공개된 정보라고 할 수는 없다고 판시한 사례.

(3) 거래당사자 상호간 정보를 잘 알고 있는 경우

(의의) 공개 증권시장을 통하지 아니하고 장외에서 이루어지는 이른바 '상대거래'에서 당사자 상호간 정보를 잘 알고 있는 경우는 정보의 비대칭성이 인정되지 않으므로 미공개정보 이용으로 볼 수 없음

가. 서울고등법원 2003. 2. 17. 선고 2002노2611 판결²³⁾

□ 사실관계

- 피고인 甲은 B은행에 900만불 상당의 A실업 해외전환사채를 발행한 후 이를 재매입하기로 약정하였으나, 이를 지키지 못한 채 A실업의 주가가 계속 하락하였고, B은행 해외유가증권팀장으로부터 전환사채의 재매입독촉을 받자 피고인 甲은 “현재 A실업에서 획기적인 사업을 추진하고 있으니 걱정하지 말고 기다려 보자, 그 사업은

22) [공시 경과]

- E경제신문에 1998. 4. 16. C제강과 D사가 부도처리된 사실이 보도되었으나, 다음날 부도 어음을 모두 결제함에 따라 위 부도가 취소되었다는 사실도 보도
- B주장은 1998. 4. 17. B주장 관계회사 부도설이란 제목하에 C제강과 D사의 부도사실은 언급하지 아니한 채 ‘당사의 관계회사인 C제강과 D사는 현재 정상적인 은행거래와 영업 및 생산활동 중에 있음을 알려드립니다’라고 공시
- C제강이 4.21. 최종 부도처리되자 같은날 B주장은 C제강의 부도사실을 공시하면서 ‘당사의 C제강에 대한 보증채무 잔액은 F산업리스, G개발리스 등에 채무보증 217억원이 있으며, 금융기관과 협의가 원활히 이루어질 것으로 예상됩니다’라고 공시
- B주장은 4.24. 최종부도 처리되었음을 공시

23) 대법원 2003. 6. 24. 선고 2003도1456 판결로 확정

보물선담사 및 해저유물발굴사업이다“라고 하면서 이 사업을 예정대로 잘 추진하면 회사는 아무런 문제가 없고, 회사의 주가도 폭등할 것이라고 하였음

- 피고인 甲은 2001. 1. 10.경 A실업 내에 금괴발굴사업을 추진할 특수자원개발담사 사업부를 설치하고, 2001. 1. 16. 丙과 금괴발굴사업에 대한 동업계약을 체결하여 본격적으로 금괴발굴사업을 추진하였는데 증권가에 이러한 소문이 나돌면서 2001. 1. 초순경부터는 A실업의 주가가 급등하기 시작
- 피고인 甲은 B은행과의 재매입약정에 따라 2001. 1. 26. 피고인 乙로 하여금 위 해외 전환사채 300만불 상당을 추가로 매입하도록 한 후 2001. 1. 29. 주식 1,334,042주로 전환하게 한 다음, 2001. 2. 9. ‘신규사업 투자 및 운영자금 조달을 위한 우선주 발행 검토’ 공시, 같은 달 15. ‘운영자금 및 신규사업 자금 마련을 위한 우선주 200만주 유상증자’ 결의를 하고, 같은 달 21.‘특수자원(보물선 인양 및 매장물 발굴 등) 개발사업 추진 공시’
- 피고인 乙은 A실업의 주가가 급등하게 되자, 전환된 주식을 2001. 2. 20.부터 같은 달 26. 사이에 모두 함께 금 19,286,399,036원에 매각하여 함께 15,466,118,000원의 시세차익을 얻었고, B은행 역시 A실업의 해외전환사채를 스스로 매각하여 907,000불 상당의 이득을 취함

□ 판시 내용

- 증권거래법이 이와 같은 규정을 둔 취지는 기업 내부의 정보에 접근하기 쉬운 내부자와 이로부터 정보를 전해들은 자가 당해 정보가 미공개된 점을 이용하여 이를 알지 못하는 자와 불평등한 상태에서의 거래를 할 경우 이러한 거래를 정당한 거래로 볼 수 없고, 이러한 부정거래를 제한하지 않는다면 증권시장 전체를 불건전하게 할 수 있기 때문에 증권거래에 참가하는 개개의 투자자의 이익을 보호함과 함께 투자자 일반의 증권시장에 대한 신뢰를 보호하여 증권시장이 국민경제의 발전에 기여할 수 있도록 하기 위함이라 할 것이다.

- 그런데, 피고인 乙이 B은행으로부터 위 해외전환사채 300만불 상당을 매수할 당시인 2001. 1. 26.경에는 위 금괴발굴사업 추진 여부가 공시되지는 않았지만 이미 B은행의 해외유가증권티장도 피고인 甲으로부터 A실업이 금괴발굴사업을 추진하고 있다는 정보를 전해 들어 잘 알고 있었고, 더욱이 위 해외전환사채는 금괴발굴사업을 시행하기 이전인 발행당시부터 피고인 甲측에서 매수해 오기로 약정이 되어 있었던 점에 비추어 보면, 거래 당사자인 B은행과 피고인 乙 사이에 정보가 불평등한 상태에서 거래가 이루어졌다고 볼 수 없으므로 피고인 甲이 피고인 乙에게 미공개정보를 이용하게 하였다고 볼 수 없다.
- 나아가 피고인 乙이 위 해외전환사채를 주식으로 전환한 후 금괴발굴사업이 공시된 2001. 2. 21. 이전에 매각한 부분(피고인 乙은 2001. 2. 20.부터 매각하였다)에 관해서는 이 부분 공소사실 기재에 의하더라도 위와 같은 금괴발굴사업을 추진 하면서 A실업의 주가를 상승시켜 이익을 얻는데 이용하려 하였다는 것이므로 이러한 정보를 알지 못한 채 매수하는 자를 상대로 미공개정보를 이용하였다고 볼 수 없고, 공시된 이후에 매각한 부분에 대해서는 거래 당사자간에 이미 공개된 정보이므로 이 역시 미공개정보를 이용하였다고 볼 수 없다. 결국 피고인 甲이 직무상 알게 된 공개되지 않은 중요한 정보인 금괴발굴 사업 추진 정보를 피고인 乙에게 알려주어 동인으로 하여금 유가증권의 매매와 관련하여 이를 이용하게 하였다고 볼 수 없다고 판시한 사례.

나. 대법원 2006. 5. 11. 선고 2003도4320 판결

□ 사실관계

- A사의 대주주이자 상무이사인 피고인 甲은 A사와 B사 사이의 이 사건 A&D(주식 교환방식에 의한 인수·합병)를 추진함에 있어서 A사가 2000. 4. 20.경 발행한 액면금 각 10억 원의 전환사채 4구좌 합계 40억 원 상당액을 인수한 C사의 자산 운용사인 미국 소재 S사의 승인 문제 등이 대두되자 위 전환사채와 관련한 C사측

업무 담당직원 乙에게 사례금조로 7억 원을 주는 대가로 A사가 S사로부터 위 전환사채 발행가액(이자 별도) 그대로 조기상환요청을 받을 수 있는 비밀을 만들도록 한 후 S사가 이를 이유로 전환권의 행사 없이 A사에게 전환사채의 상환을 요구하고 A사는 그 기회에 사실상 개인들로 하여금 이를 상환, 인수하도록 하는 방법을 사용하기로 乙과 합의하고,

- 이에 따라 乙이 지시하는 대로 위 피고인이 A사의 주식 30,000주를 C사의 서면동의 없이 장내매도하자 乙이 A사의 약정위반에 따른 기한의 이익 상실을 이유로 C사의 자산운용사인 S사로 하여금 위 전환사채의 조기상환을 요구하도록 유도함으로써 결국, 위 피고인측이 위 전환사채를 발행가액 그대로 인수하여 판시와 같이 그 중 일부를 매각함으로써 거액의 전매차익을 취득할 수 있도록 하여 주었으며, 그 대가로 위 피고인은 위 전환사채 중 10억 원권 1구좌를 인수한 피고인 丙이 제공한 현금 1억 7,500만 원을 비롯하여 합계 약 5억 2,500만 원 상당의 현금을 마대 자루에 담아 乙에게 지급.

□ 판시 내용

- 내부자거래의 규제대상이 되는 정보가 되기 위해서는 그 정보가 중요한 정보일 뿐만 아니라 아직 일반인에게 알려지지 아니한 미공개정보이어야 하는데, 증권거래법 제188조의2 제2항의 규정에 비추어 어떤 정보가 당해 회사의 의사에 의하여 재정경제부령이 정하는 공시절차에 따라 공개되기까지는 그 정보는 여전히 내부자거래의 규제대상이 되는 정보에 속한다고 보아야 하고, 다만 거래의 당사자가 거래의 목적인 유가증권 관련 내부정보에 대하여 전해 들어 이를 잘 알고 있는 상태에서 거래에 이르게 되었음이 인정되는 경우에는 공개되지 아니한 중요한 정보를 이용한 것으로 볼 수 없다 할 것이지만,²⁴⁾ 거래당사자인 법인의 담당

24) 피고인은 공개증권 시장을 통하지 아니하고 거래가 이루어지는 이른바 '상대거래'의 경우에 증권시장의 공정성이나 일반투자자의 신뢰성의 문제는 발생되지 않으며, 따라서 정보의 불공정한 격차의 문제는 거래당사자 사이에서 판단하여야 하고, '미공개정보'인지 여부는 거래당사자가 이를 알고 있었는지 여부에 따라 판단하여야 하며, 상대거래의 거래당사자가

직원이 거래의 상대방으로부터 그 유가증권 관련 내부정보를 전해 들었음에도 이를 정식으로 법인의 의사결정권자에게 보고하거나 그에 관한 지시를 받지 아니한 채 거래의 상대방으로부터 거래의 성사를 위한 부정한 청탁금을 받고서 법인에 대한 배임적 의사로 거래가 이루어지도록 한 경우에는 거래당사자에 대하여 위 내부정보의 완전한 공개가 이루어졌다고 볼 수 없을 것이며,

- A&D를 추진하는 주식회사 A의 대주주이자 상무이사인 피고인 甲이 전환사채의 거래에 앞서 그 인수 회사 B사의 담당 직원 乙에게 내부정보를 미리 알려준 것만으로는 위 인수 회사 혹은 그 자산운영사에게 위 내부정보가 공개된 것으로 볼 수 없으므로 피고인이 미공개 내부정보를 위 전환사채 거래에 이용한 것이라고 본 원심의 판단을 수긍한 사례.

(4) 과거 유사한 유상증자 시도가 있었던 경우

(서울중앙지방법원 2011. 10. 27. 선고 2010고단6001 판결)

- 제3자 배정에 의한 유상증자 시도가 2007.9.27.자 이사회 결의를 거쳐 그 무렵 공시 절차를 통해 일반에 공개된 바가 있었다고 하더라도 2007.10.7.자 법원의 신주발생 금지가처분결정에 의해 그 무렵 더 이상 진행되지 못하고 무산되었음이 명백한 이상 2008.1.14. 공시된 이 사건 내부정보(제3자 배정에 의한 유상증자)의 주요 부분이 종전의 것과 일정 부분 유사하다고 하더라도 그와 같은 사정만으로는 미공개 주요정보에 해당하지 않는다고 볼 수 없다고 판시한 사례.

모두 해당 정보를 알고 있는 경우라면 해당 정보가 비록 공시되지는 않았다고 하더라도 내부자거래의 요건인 '미공개정보'에 해당된다고 할 수는 없는 것이므로 증권시장을 전제로 한 내부자거래의 규제가 상대거래에도 그대로 적용된다고 본 것은 잘못이라고 주장했으나, 법원은 상대거래의 경우에도 거래당사자 사이에서 정보의 비대칭성을 판단하고 있는 바, 비록 피고인 甲이 乙에게 이러한 정보를 미리 알려 주었다고 하더라도 B사가 곧바로 이를 알았다고 인정하기도 곤란하며 정보의 내용에 있어서도 B사와 A사 사이에 정보의 격차가 전혀 없다고 보기도 어려운 점 등을 이유로 공소사실을 그대로 인정.

(5) 회사의 분기 재무상태만이 공시된 경우

(서울중앙지방법원 2013. 7. 26. 선고 2013고합12 판결)

□ 사실관계

- 피고인 甲은 공인회계사로서 A주식회사의 대표이사로 재직하면서 A사의 재무상황에 대해 평소 잘 알고 있었고, 2009.7.15.경 당시는 A사에 대한 2009년 반기보고서를 작성한 시점이어서 2009.6.말 기준 A사의 자본잠식률이 50%를 초과한다는 내용의 정보를 지득하여 잘 알고 있었다.
- 당시 A사는 2008.12.말경 이미 자본잠식률이 40.1%로 재무상황이 좋지 않았고 2009년경 대규모 당기순손실이 났을 뿐 아니라 당시 추진 중이던 유상증자가 2009.6.말경까지 이루어지지 않아 자본잠식상태가 더 악화될 것이 예상되는 상황 이었고, 자본잠식률이 50%를 상회하면 관리종목 지정사유에 해당하고 6개월 내에 그 사유를 해소하지 못할 경우 상장폐지가 되므로,
- A사의 자본잠식률이 50%를 초과한다는 정보는 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 중요정보인데, 피고인 甲은 위 정보가 일반인에게 공개되기 전 시점인 2009.7.22.경부터 같은 달 24.경까지 피고인 명의로 보유하고 있던 A사 주식 1,430,000주를 매도하여 손실을 회피하였다.

□ 판시내용

- 피고인은 2009년도 1분기(2009.1.1.부터 2009.3.31.까지) 기준 A사의 자본잠식률이 50%를 초과한다는 사실은 2009.5.15. 이미 공시되었고 그 이후 아무런 영업실적이 없는 상황이었는 바, 2009년도 반기말(2009.1.1.부터 2009.6.30.까지)기준으로 자본잠식률이 50%를 초과할 것이라는 점은 일반투자자들도 예상할 수 있었으므로 공개된 정보로 보아야 한다고 주장하나,

- 자본시장법 제174조 제1항은 ‘미공개중요정보’를 ‘대통령령으로 정하는 방법에 따라 불특정 다수인이 알 수 있도록 공개되기 전의 것’이라고 규정하고 있으므로, 어떤 정보가 당해 법인의 의사에 의하여 대통령령이 정하는 바에 따라 공개되기 전까지는 그 정보는 여전히 미공개정보 이용행위 금지의 대상이 되는 정보에 속하므로, 그 회사가 중요정보를 공개한 사실이 없는 이상, 비록 일간신문 등에 그 중요정보와 유사한 내용으로 추측 보도된 사실이 있다고 하더라도 그러한 사실만으로 그 중요정보가 일반인에게 공개된 정보라고 볼 수 없다(대법원 1995.6.29. 선고 95도 467판결 등).
- ① 2009.7.22. 이전까지 A사는 2009년도 반기말 기준 자본잠식률이 50% 이상이라는 사실을 불특정 다수인에게 공개한 적이 없는 점, ② 한국거래소는 코스닥시장 상장법인의 최근 반기말 또는 사업연도말을 기준으로 자본잠식률이 50% 이상인 경우 관리종목으로 지정하는 바, 2009년도 1분기 A사의 자본잠식률이 50% 이상이라는 사실이 2009.5.15.자로 공시되었다고 하더라도 그러한 사정만으로 A사가 관리종목으로 지정된다고 단정할 수는 없는 점, ③ 오히려 2009년도 1분기 기준 A사의 자본잠식률은 50.86%에 불과하였고, 2009.6.30.경 당시 A사의 최대주주인 주식회사 B로부터 A사의 주식 및 경영권을 인수한 주식회사 C를 통하여 A사가 유상증자를 실시할 계획이란 사실이 공시되어 일반투자자들도 A사의 재무구조가 개선되리라고 기대하고 있었던 점 등을 종합하여 보면, 2009년도 반기말 기준 A사의 자본잠식률이 50% 이상이라는 사실은 불특정 다수인에게 공개된 정보라고 할 수 없다고 판시한 사례.

5. 악재성 중요정보를 이용한 사례

(1) 재무구조 악화 및 대규모 유상증자

(대법원 2008. 11. 27. 선고 2008도6219 판결)

- L카드 주식회사의 적자가 누적됨에 따라 자본 부족 문제로 인하여 재무구조가 급속히

나빠져 회사의 경영상황이 악화될 것이라는 정보 및 상반기에 1차 유동성 위기 해소를 위해 실시된 1조 원 상당의 자본 확충이 끝났음에도 위와 같은 재무구조의 악화 등으로 L카드에서는 **추가 자기자본 확충을 위하여 조만간 수천억 원 이상 규모의 유상증자가 이루어져야 하는 상황**이라는 정보를 이용하여 손실을 회피한 사례.

(2) 무보증 전환사채 발행 (서울고등법원 2008. 5. 1. 선고 2008노334 판결)

- 피고인은 2005. 1. 17.부터 같은 해 9. 27.까지 코스닥상장법인인 A사의 대표이사로 재직하던 사람인바, 2005. 6. 24. 10:00경 A사 이사회가 신규사업진출을 위한 자금 조달 목적으로 100억원 규모의 무보증 전환사채를 발행하기로 결의하자 위 정보가 일반투자자들에게 알려질 경우 주가가 하락할 것을 염려하여 같은 날 14:59경 위 이사회 결의 내용을 공시한 후, 불과 10여 분이 경과한 같은 날 15:10:57경부터 17:07:25경까지 피고인의 사무실에서 홈트레이딩 시스템(HTS)을 이용하여 B증권 개설 피고인 명의의 계좌에 보유 중인 A사 주식 68,091주를 매도함으로써 18,232,994원 상당의 손실을 회피한 사례.

(3) 계열회사의 수익성 악화 (서울지방법원 2003. 5. 14. 선고 2003노1891 판결)

- 2001. 8.경부터 A사는 계열회사인 미국 소재 B사로부터 지속적인 자금요청을 받자 아예 동사 지분을 100퍼센트 인수할 계획을 추진하던 중, 같은 해 10. 하순경 A사의 임직원 등이 B사의 경영실태를 실사하였던바, 동사의 재무상황이 심하게 악화되어 그 회복이 어렵고 주 사업인 인터넷전화사업의 수익성이 거의 없다는 사실이 파악되어, 같은 해 11. 6.경 A사는 임직원 등이 회의 및 투표를 거쳐 **B사 인수를 포기하기로 결정**하여 B사는 사실상 파산에 이르게 되었는데, 실사에 참여한 A사 임원 甲은 동 사실이 공개(2001. 11. 16.)되기 전인 같은 해 11. 7. A사 주식을 총 542,322,000원에 매도하여 164,983,500원의 손실을 회피하고, A사의 회장 乙은 같은 해 11. 8. A사의 주식을 3,813,100,000원에 매도하여 1,041,100,000원의 손실을 회피한 사례.

(4) 대규모 적자

가. 대법원 1995. 6. 30. 선고 94도2792 판결

- 피고인이 경영하던 주식회사는 자본금이 101억여원인바, 사이판의 자회사에서 화재가 발생하여 약 20억원의 손실을 입은 것을 비롯하여 1991. 12. 결산결과 약 35억원의 적자가 발생한 것이 드러났고, 그와 같은 내용이 아직 공개되지 아니하고 있었다면, 그와 같은 정보는 위 법 제188조의 2에서 말하는 중요한 정보로서 그 공개전의 내부자거래는 위 법이 규제하는 대상에 해당한다고 판시.

나. 수원지방법원 2010. 4. 23. 선고 2010고합72 판결

- A사의 대표이사인 피고인 甲은 2008.2.27.경 A사의 회계감사를 진행하던 담당 공인 회계사로부터 “부실채권으로 인한 대규모 영업손실이 발생했는데 이를 반영해야 할 것 같다.”라는 말을 듣고 위 정보가 공시된 2008.3.6. 이전인 2008.2.27.부터 같은 달 28.경까지 제3자 명의계좌를 통해 자신이 보유하고 있던 A사 주식 657,067주를 매도하여 160,808,114원의 손실을 회피한 사례.

(5) 자금사정 악화에 따른 화의개시신청

(청주지방법원 2008. 5. 7. 선고 2008노195 판결)

- 코스닥 상장법인인 주식회사 A의 대표이사 피고인 甲은 무리한 사업 확장으로 극심한 자금압박에 시달리고 있어 회사발행 어음금조차 정상적으로 결제하지 못하는 상황에 이르게 되어 B텔레콤의 乙과 A사에 대한 매각 협상을 벌이던 중 2005. 9. 21. (정보생성시점) 乙로부터 매각협상의 최종결렬을 통보받고 사실상 화의개시신청을 할 수 밖에 없는 상황에 이르게 되자, 화의개시신청 사실이 공시되면 A사의 주가가 급락할 것을 예상하고 이 정보를 이용하여 A사 주식을 매각함으로써 부당 이득을 취할 것을 마음먹고, 2005. 9. 21. A사의 수원영업소에서, 명의를 대여받아 개설해 놓은 丙 명의 증권계좌를 이용하여 온라인 주식거래 시스템을 통해 피고인

甲 소유의 A사 주식 2,256,239주를 1주당 405원 상당에 매도함으로써 합계 8억 7,800만 원 상당의 부당이득을 취한 사례.

(6) 감자 실시

가. 대법원 2007. 7. 26. 선고 2007도4716 판결(증자 후 무상감자)

- 피고인 甲은 A사의 대표이사로서 B사의 경영권 양수를 추진하던 중 2004. 9. 22. 경영권 양도에 관한 B사 주주총회 결의의 정족수를 충족시키기 위하여 A사 계산으로 4억원 상당의 B사의 주식 200만주를 매수하였고, A사는 경영권을 인수하기 위하여 컨소시엄을 구성한 후 2004. 10. 18.경 제3자배정 액면미달 발행방식에 의해 250억원을 유상증자한 다음 B사의 경영상황을 개선하고 A사측의 경영권 인수를 위하여 차등 무상감자를 실시하기로 하는 내용의 '신주인수계약'을 B사와 체결하였으며 B사는 2004. 12. 3. 이사회를 개최하여 감자계획을 확정하고, 12. 4. 공시하였는바, 甲은 컨소시엄에 참여하여 신주인수계약을 체결하였던 자로 B사의 주가가 2004. 11. 23.경 210원으로 상승하자 감자결정 공시 이전인 2004. 11. 23. 부터 30.까지 8회에 걸쳐 1주당 210원에서 215원 가격으로 A사 소유의 주식 전부를 매도하여 32,739,290원 상당의 손실을 회피한 사례

나. 서울고등법원 2007. 7. 5. 선고 2007노782 판결(감자후 유상증자)

- A화재해상보험사는 2003. 6.경 경영악화에 따른 부실로 인하여 액면미달 발행에 의한 유상증자 내지 감자 후 증자의 방안으로 재무구조를 개선하여야 할 상황이 었으나 2003. 6. 30.경 개최된 주주총회에서 그동안 추진중이던 액면미달 발행에 의한 유상증자 방안을 포기하고, 2003. 7. 3.경 임원간담회를 통해 감자 후 유상 증자를 하기로 임원들간 의견의 일치를 보고 본격적으로 위 계획을 추진하기로 하였는바, A화재해상보험사의 대표이사인 피고인 甲은 위 임원간담회 자리에 참석하여 위와 같은 감자계획에 대한 정보를 알게 되자 감자계획이 공시되는 경우 A사의 주가가 하락할 것이라고 예상하고 2003. 7. 3.경 A사 주식 3,000주를 매도한

것을 비롯해 같은 달 10.경까지 총 6회에 걸쳐 A사 주식 합계 107,320주를 매도하여 46,344,882원의 손실을 회피한 사례.

다. 대구지방법원 2005. 7. 22. 선고 2005노1343 판결(감자 결의)

- A은행 직원인 甲과 乙은 공모하여 甲은 2003. 8. 7. A은행 여신관리팀 사무실에서 A은행과 2002. 2. 27. 경영정상화 약정을 체결한 B사의 여신관리담당자로부터 B사의 예상 감자 비율 및 감자에 대한 이사회 결의 예정일 등이 기재된 'B사 제11차 채권금융기관 운영위원회 서면결의 안건 및 사전회의자료'를 전달받자 즉석에서 A은행이 보유하고 있는 B사 주식의 매매거래를 담당하고 있는 자금운용팀의 乙에게 위 자료를 팩스로 전송하였고 乙은 팩스를 받은 즉시 C증권의 A은행 명의의 증권계좌를 통하여 B사 주식 235,710주를 평균 단가 2,025원에 매도하여 B사의 감자에 관한 이사회 결의 사실이 공시된 2003. 9. 9. 이후 최저가인 주당 1,260원(2003. 9. 16. 종가)과 대비하여 총 178,181,410원의 손실을 회피한 사실을 인정한 사례.²⁵⁾

라. 의정부지방법원 고양지원 2009. 11. 6. 선고 2009고단1319 판결

- 코스닥 상장법인 A사의 대표이사로 근무하던 피고인 甲은 자신이 소유하고 있던

25) 감자결의는 증권거래법 제186조 제1항 제9호에 해당하는 중요 공시사항으로서 그 자체만으로도 당해 기업의 재무구조 취약성을 환기시키는 효과가 있어서 통상적으로 투자자의 보유 주식 매도를 유발할 소지가 있는 등 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미치는 정보라 할 것이고, 특히 이사건 정보는 아직까지 구체적인 감자여부 및 감자계획 등이 전혀 일반인에게 공개되지도 않은 상태에서 재무구조 실사를 위한 회계법인을 선정하고 이후 실사를 통해 적정 감자 비율을 산정한 다음 향후 감자를 추진하겠다는 것으로서 감자예상비율, 감자일정, 특히 감자결의 예상일 등과 같은 구체적인 내용까지 포함되어 있는 것이어서 일반투자자 입장에서는 감자추진이 확실시되며 추가하락에 따른 손실회피를 위하여 보유주식을 매도할 것으로 충분히 예견할 수 있는 것이라 할 것이다. 실제로 B사의 주가는 감자결의 공시일 직전인 2003. 9. 1. 부터 같은 달 4. 사이에는 1,900원~1,860원, 같은 달 5.에는 1,830원, 같은 달 8.에는 1,770원, 공시 당일인 같은 달 9.에는 1,740원이었으나 공시이후 같은 달 15.에는 1,480원, 같은 달 16.에는 1,260원으로 크게 하락한 점에 비추어 보더라도 이 사건 정보는 투자자의 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 중요한 정보라고 판시.

A사 주식 330만주 및 위 회사의 경영권을 제3자에게 양도하는 내용의 계약을 체결하는 과정에서 양수인으로부터 회사의 누적된 손실 등 자본잠식을 이유로 감자를 요구받고 A사 주식의 감자결정을 하려고 하고 있었는바, 이와 같이 감자결정이 될 것이라는 미공개정보를 이용하여 2007.11.21.부터 2007.11.22.까지(감자결정은 2007.12.4. 공시됨) 차명계좌를 통해 보유하고 있던 A사 주식 478,800주를 422,033,784원에 매도하여 187,421,784원 상당의 손실을 회피한 사례.

(7) 경영진의 긴급체포 (수원지방법원 2003. 7. 25. 선고 2003고단1044, 1999 병합)

- 피고인 甲은 기업경영, 자금유치, 기업인수 및 기업합병의 자문을 주업으로 하는 B회사의 대표이사인바, B사가 2002. 1. 4. 코스닥 상장기업으로서 乙이 대표이사이던 A사와 기업경영 등의 자문계약을 체결한 상태에서, 그 무렵 乙과 A사의 연구원들이 C사의 기술을 훔친 다음 허위매출로 코스닥에 등록된 혐의로 검찰의 내사를 받다가 2002. 3. 7. 07:30경 乙 등이 긴급체포되고, A사도 압수·수색 당하였으며, 그들이 그 혐의사실로 2001. 3. 8. 각 구속되었고, A사는 2002. 3. 12.에 이르러서야 이러한 사실을 공시하였음에도, 2002. 3. 7. B사 사무실에서 A사의 성명불상 직원으로부터 “사장과 자금부장이 오늘 오전에 검찰에서 긴급체포되었다”라는 전화를 받고, 피고인 甲이 평소 알고 지내던 변호사에게 “범죄혐의를 알아봐 달라”라고 부탁한 후, 그 날 저녁 위 변호사로부터 乙 등이 기술을 훔친 혐의사실로 긴급체포되어 조사받고 있음을 전해듣자, 소규모 벤처회사인 A사의 사장과 간부가 검찰에서 위와 같은 혐의사실로 긴급체포되었다면 향후 A사의 경영 등이 순탄치 않고 이러한 사실이 일반인에게 알려질 경우 A사의 주식도 급락할 것으로 예상하고서, 손실을 회피하고자, 2002. 3. 8. 아침 일찍 피고인의 집에서 A사로 가던 중 B사의 직원에게 “우리 회사에서 가지고 있는 A사의 주식을 매도하라”라고 지시하여 직원이 그 날 09:49:15경부터 그 날 10:43:32까지 57분 사이에 전화로 위와 같이 가지고 있던 A사 주식 137,565주 중 132,565주를 346,738,280원(회피손실액 325,527,880원)에 매도한 사례.²⁶⁾

26) 피고인 甲에게 벌금 50,000,000원, B사에는 양벌규정을 적용하여 벌금 20,000,000원을 선고.

(8) 회사자금 횡령 (서울고등법원 2007. 5. 10. 선고 2007노322 판결)

- A사의 감사로 근무하던 피고인 甲은 2005. 2. 16. A사 주식 466,371주를 보유하고 있었는데 동 주식은 저축은행 및 증권 등에서 대출받은 자금 약 13억원으로 매입한 것으로 2005. 2. 16. 저녁 A사의 실질 경영자였던 乙이 회사자금 27억원 정도를 횡령하고 도주한 사실을 알게 되고, 2005. 2. 17.부터 주식이 거래되지 않고 연일 하한가를 기록하면서 폭락하여 대출금을 변제하지 못할까봐 걱정이 되자, 2005. 2. 17.부터 2. 24.까지(乙의 횡령 및 도주사실에 대한 공시는 2005. 2. 28.) 보유 주식 중 103,869주를 매도하였고, 2005. 2. 25.에는 62,435주를 새로 매입하였다가 그날 53,000주를 매도하였으며, 그 후 2005. 2. 28. 162,352주를 매도함으로써 합계 319,221주를 매도²⁷⁾하여 12억원의 손실을 회피한 사례.

(9) 회계법인의 감사의견 거절

가. 서울지방법원 2003. 12. 17. 선고 2003노5398 판결²⁸⁾

- 피고인 甲은 A사의 최대주주(발행주식의 23.12%) 겸 대표이사인 자로서 2002. 3. 21.경 회사에 대한 2001년도 회계감사기관인 B회계법인 이사 乙로부터 동사에 대한 감사의견이 '의견거절'로 결정되었음을 통보받고 해당 감사의견이 대외적으로 공시되는 경우 주식이 상장폐지 될 것임을 인식하고 감사의견이 공시되기 이전인 2002. 3. 22.경 丙명의로 차명계좌를 통하여 총26회에 걸쳐 419,800주를 금

위 대구지방법원 2005노1343 판결에서는 부당이득의 귀속주체인 법인에게 더 많은 벌금을 부과하였는바 양형에 차이가 있음

- 27) 甲은 2005. 2. 28.까지도 보유주식 중 209,585주를 처분하지 않았는데, 여러 정황에 의하면 甲은 우선 대출금 변제에 필요한 자금만을 마련하고자 2005. 2. 17.부터 2. 24.까지 보유주식 중 103,869주만을 처분하였고, 2005. 2. 23.의 호재성 허위공시에 의하여 더 이상 주가가 하락하지 않을 것이라 기대하고 2. 25.경 62,435주를 매입하였다가 주가가 계속 하락하자 다시 보유주식을 처분한 것으로 보이며 처분 못한 물량은 당시 사채업자들 및 증권사 담보물량에 대해 일거에 매도주문함으로써 매수주문량에 비하여 매도주문량이 폭증하여 시장에서 매매계약이 체결되기 어려웠던 점에 기인한 것으로 판단
- 28) 회계법인의 감사의견거절 정보를 이용한 유사사례로는 서울지방법원 2002. 8. 26. 선고 2002고단6077 판결 참조.

231,255,000원에 매도하고, 3. 25.경 丁명희의 차명계좌를 통하여 총2회에 걸쳐 72,570주를 34,833,600원에 매도하여 손실을 회피한 사례.

나. 수원지방법원 성남지원 2012. 11. 23. 선고 2011고단1945 판결

- 피고인 甲은 자신이 운영하던 비상장회사(줄기세포치료제 개발업체)를 코스닥상장 법인과 합병한 뒤 합병후 회사인 A사의 이사로 근무하였는데, A사의 대표이사로 부터 반기검토보고서 작성에 협조해 달라는 내용증명을 2010.8. 초순경까지 수차례 받았음에도 자신을 A사의 대표이사로 변경해 줄 것을 요구하면서 줄기세포사업부 재무제표 제출을 거부하였고, 그 과정에서 자신이 재무제표 제출에 협조하지 않을 경우 감사인의 검토의견 거절 및 반기검토보고서 미제출로 인한 관리종목으로 지정될 수 밖에 없음을 알게 되자 위 중요정보공개 시점인 2010.8.17. 이전인 2010.8.10.경 자신이 보유하던 A사 주식 60,286주를 매도하여 73,191,766원 상당의 손실을 회피한 사례.

(10) 부도 발생 (대법원 2000. 11. 24. 선고 2000도2827 판결)²⁹⁾

- 상장법인 A사의 주요주주인 B사의 대표이사로 근무하는 甲이 A사가 발행한 어음 등의 부도처리가 불가피한 사실을 알고 B사가 보유하고 있던 A사의 주식을 1998.4.16.부터 같은 달 23일까지 매도(위 거래에 대한 결제가 이루어진 것은 위 매매체결일로부터 각 3일째인 같은 달 18일에서 같은 달 25일까지)한 사실과 甲의 위 주식매매가 끝난 다음날인 같은 달 24일 A사가 최종 부도처리 되어 공시된 사실이 있는 바, 증권거래법 제186조 제1항 제1호에서 규정하고 있는 상장법인 등이 발행한 어음 또는 수표가 부도처리되었을 때뿐만 아니라, 은행이 부도처리

29) 부도정보를 이용한 유사사례로는 대법원 2005. 3.25. 선고 2004도8221 판결, 서울고등법원 2005. 9.14. 선고 2005노827 판결 등 참조. 한편, 부도정보에 이르지 않은 경우라도 “어음 수표가 부도로 될 정도로 **극심한 자금난**에 시달리고 있다는 사정”(대법원 1994. 4. 26. 선고 93도695 판결) 또는 “회사가 결제시간이 지나 결제를 하는 등 **자금사정이 좋지 않다**”(서울중앙지방법원 2006. 8. 18. 선고 2006노1559 판결)는 정보를 미공개중요정보로 인정한 사례도 있음

하기 전에 도저히 자금조달이 어려워 **부도처리될 것이 거의 확실시되는 사정**도 당해 법인의 경영에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사실로서 합리적인 투자자라면 누구든지 당해 법인의 주식의 거래에 관한 의사를 결정함에 있어서 상당히 중요한 가치를 지니는 것으로 판단할 정보에 해당하는 것임이 분명하므로, 이러한 상황을 알고 있는 당해 법인의 주요주주 등이 그 정보를 공시하기 전에 이를 이용하여 보유주식을 매각하였다면 이는 미공개정보 이용행위를 금지하고 있는 같은 법 제188조의2 제1항을 위반하였다고 보지 않을 수 없다고 판시한 사례.

(11) 부실금융기관 지정 (서울지방법원 2002. 6. 11. 선고 2002고단4430 판결)

- 피고인은 1999. 12. 28.경부터 2000. 12. 16.경까지 A화재해상보험주식회사의 대표이사, 2000. 12. 17.경부터 2001. 3. 10.경까지 사이에 위 회사의 회장으로 근무하였던 자로서, 2001. 2.초경 A사 회장 사무실에서, 자신이 직접 추진한 외자유치가 실패하는 등 금융감독원의 적기시정조치 유예조건을 이행하지 못하여 부실금융기관지정의 제재를 받을 수밖에 없다는 사실을 알고 있었던 상태에서, 위 회사 부사장 甲으로부터 금융감독원에서 부실금융기관지정 여부를 결정하기 위하여 실시하기로 되어 있던 위 회사에 대한 자산부채실사에 앞서 위 회사 직원들이 내부적으로 자체실사한 결과 A사의 순자산액이 320억원 상당 부족하여 금융감독원으로부터 실사를 받을 경우 위 회사가 부실금융기관으로 지정될 가능성이 높다는 보고를 받은 후, 이러한 사실이 일반에 알려질 경우 위 회사의 주가가 하락할 것을 예상하여 2001. 2. 5.경 자신의 차명계좌를 관리하던 위 회사 위험관리팀장 乙에게 피고인이 丙 명의로 보유한 위 회사 주식을 모두 매도하도록 지시하여, 위 乙로 하여금 위 회사에 설치된 컴퓨터 단말기를 이용하여 같은 날부터 금융감독원의 A사에 대한 부실금융기관 지정 예정통보가 있기 하루 전인 같은 달 23.경까지 위 丙 명의로 개설된 B증권 남대문지점 계좌와 C증권 개포지점 계좌에 있던 위 회사 주식 105,180주를 전량 매도하게 하여 직무와 관련하여 알게 된 일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보인 A사가 외자유치실패 및 순자산액 부족으로 인하여 금융감독원으로부터 부실금융기관지정을 받을 것이라는 정보를 위 회사 주식의 매매와 관련하여 이용한 사례.

(12) 제3자 배정 유상증자 실패

(서울중앙지방법원 2013. 9. 12. 선고 2013고단1010 판결)

- 코스닥 상장법인의 대표이사인 피고인은 해외 유전개발 투자업체를 대상으로 약 40억원의 제3자 배정 유상증자를 실시하기로 하고 그 사실을 공시하였으나, 투자자로부터 예정된 기한 내에 투자를 받지 못하고 4차례에 걸쳐 투자계획이 연기됨으로써 투자가 불확실한 상황에서 제3자 배정 유상증자가 사실상 결렬되었다는 미공개정보를 직무상 취득하고, 동 정보가 일반인에게 공개되기 전에 차명계좌를 통해 보유 중이던 위 회사 주식을 전량 매도하여 손실을 회피한 사례.

6. 호재성 정보를 이용한 사례

(1) 제3자배정 유상증자

가. 서울고등법원 2005. 6. 30. 선고 2005노566 판결 (투자유치)

- 신문사 대표이사 甲과 상무 乙은 공모하여 2003. 5경 기존의 B신문사로부터 독립을 추진하였으나 B사에서 밀린 채무금 약 104억원을 변제하지 아니할 경우 A사 사무실 이전 업무를 방해할 태세를 갖추자 그 채무금 변제 자금을 마련하기 위하여 약 100억원 상당의 유상증자를 계획하고 참여회사를 물색하던 중 2003. 6. 하순경 C신문사로부터 30억원 상당, D사로부터 약 10억원 상당 유상증자에 각 참여하겠다는 약속을 받았고, E신문사와는 유상증자 참가의 큰 틀을 잡은 상태에서 계속 호의적인 세부 협상과정을 거쳐 7. 11.경 60억원 참여하기로 협상이 타결되어 A사는 2003. 7. 14. 발행주식수 8,528,688주, 모집금액 104억원 상당의 제3자배정 유상증자를 실시하기로 공시한 후 2003. 7. 15. 바로 유상증자를 실시하였는데, 향후 재무건전성의 호전이 예상되는 A사의 2003. 7. 15.자 유상증자 계획에 관한 중요한 정보를 이용하여 2003. 7. 2.부터 7. 14.까지 10억원을 마련하여 차명계좌로 A사 주식 867,792주를 매수한 후 주가가 급등하자 7. 14.부터 9. 2.까지 위 매수 주식 전량을 매도하여 93,800,158원의 부당이득을 취한 사례.

나. 서울남부지방법원 2005. 5. 19. 선고 2004고단926 판결 (최대주주변경 등)

- 피고인 甲은 2002. 12. 27. 제3자 배정방식에 의한 유상증자를 통하여 A사의 최대주주가 된 B사의 대표이사 乙과 사실혼 관계에 있는 자로서 B사의 주식 38,981주를 보유하였다가 유상증자를 통하여 A사의 주식 2,338,860주(발행주식의 6.97%)를 취득한 자로서, A사가 2002. 12. 27.자로 B사가 발행한 주식 전부를 인수하고 그 대금은 A사가 제3자배정 유상증자방식으로 발행한 신주로 지급하는 방식으로 증자하게 되면 A사의 주가가 상승할 것이 예상되었는데, 그 업무에 관여하였던 丙으로부터 이 사실을 알게 되자 이를 이용하여 2002. 12. 27. 차명 계좌를 이용하여 A사 주식 85,700주를 매수하고 2003. 1. 3.부터 2. 21.까지 전량 매도하여 33,944,400원의 매매차익을 취한 사례.

다. 수원지방법원 2005. 1. 14. 선고 2004고단2946 판결 (대규모 수출계약 등)

- 피고인 甲은 A사의 대표이사 및 대주주인 바 甲소유의 A사 주식을 매도하여 당시 예정된 A사의 유상증자대금을 마련하려고 하였으나, A사에 대하여 화의가 진행중 이어서 유가증권시장에서는 거래가 원활하지 아니하자 이를 장외에서 매도하여 유상증자대금을 마련할 마음을 먹고 1999. 12. 중순경 A사 대표이사 사무실에서, 전직 증권회사 직원인 乙에게 A사가 미국 소재 B사에 대하여 2,000,000 달러 상당의 대규모 수출계약을 체결하기 직전이며, 곧 실시할 유상증자에 B회사와 독일 C회사가 각 30%의 지분을 인수, 참여하기로 예정되었다는 중요한 정보를 알려주고 乙에게 1999. 12. 하순경 甲소유의 A사 주식 28,050주를 금 504,900,000원, 2000. 1. 5.경 7,950주를 금 143,100,000원, 합계 47,320주를 금 851,760,000원 상당을 매도한 사례.

(2) 무상증자 (대법원 2005. 4. 29. 선고 2005도1835 판결)

- A사 경영기획팀장 甲은 이사회, 주주총회 소집 및 투자 등의 업무에 종사하는 자로서 2003. 6. 16.경 A사 부사장인 乙로부터 유동성 확보 등을 위하여 무상증자

계획 수립을 지시 받고 그 무렵 300% 무상증자안을 입안한 후 A사 대표이사인 丙의 결재를 받고 7. 7.경 본부장 회의를 통하여 당시 개발중이던 온라인 게임의 고객 호응도가 높을 경우 예정대로 무상증자를 실시하기로 재차 결의되고 7. 9. 위 게임이 출시되자 시장이 폭발적인 반응을 보여 무상증자가 확정적으로 됨에 따라, 7. 9. 甲의 사무실에서 A사 주식 15,930주를 33회에 걸쳐 총 2,610,805,000원에 매수한 후 A사 무상증자 이사회 결의 공시일인 7. 14. 전에 소량 판매하고 나머지 잔량은 공시일 및 그 다음날 집중 매도하여 570,464,016원 상당의 부당이득을 취한 사례.

(3) 타법인 인수 (서울중앙지방법원 2007. 1. 26. 선고 2006고합1411 판결)³⁰⁾

- A엔터테인먼트사 영상사업부 이사 甲은 2005. 10. 11. A사가 B엔터테인먼트의 비디오 및 DVD 등의 유통을 담당하고 있는 C엔터테인먼트를 인수하기로 내부적으로 결정하고 그 시경부터 2005. 10. 18.까지 甲이 A사 영상사업부 이사로서 직접 C사 측과 접촉한 결과 C사 인수조건 등에 관하여 사실상 합의하여 A사가 C사를 인수하게 된 사실을 직무상 알게 됨을 기화로 위 정보가 일반인에게 공시된 2005. 10. 20. 16:38경 이전인 2005. 10. 18.부터 10. 20. 사이에 甲의 처 乙을 통하여 차명계좌를 이용해 A사 주식 총 45,625주를 매수한 다음 일반인에게 정보가 공개된 이후인 2005. 10. 24.부터 10. 26. 사이에 위 주식 중 43,625주를 매도하여 합계 41,147,002원 상당의 부당이득을 취한 사례.

(4) 법정관리 및 M&A (서울중앙지방법원 2005. 2. 16. 선고 2004고정2896 판결)³¹⁾

- 2001. 7. 일자불상경 수회에 걸쳐 상장법인인 A사의 직원인 乙은 A사의 채권자인 피고인 甲에게 화의절차에 대한 동의를 받기 위한 목적 등으로³²⁾ A사와 관련하여, A사가 당시 비록 화의절차를 진행 중이었으나 동 기업의 계속기업가치가 청산

30) 타법인 인수정보를 이용한 유사 사례로는 대법원 2005. 9. 9. 선고 2005도4653 판결 참조

31) 회사정리절차 중 M&A 정보를 이용한 사례는 서울북부지방법원 2004. 9. 2. 선고 2004노484 판결 참조

32) 정보 제공자인 乙에 대하여는 별도로 공소를 제기하지 아니함

가치보다 월등히 높고, 공인회계사인 감정인의 2001. 6. 20.자 감정결과보고서 및 정리위원의 같은 달 30.자 의견서도 같은 취지로 작성되어 있고, 같은 달 3. 위 정리위원회 의견서를 반영하여 채무자인 A사가 채권자들에게 유리한 내용으로 화의조건의 변경을 신청하고, 같은 날 법원도 위 화의조건변경을 허가하였으므로, 비록 채권단 중 예금보험공사 산하 3개 금융회사에서 동의를 유보하고 있었으나 결국 동 채권자들도 동의할 수밖에 없는 상황이며 이에 따라 2001. 7. 19.로 예정된 채권자집회의 속행기일에서 화의가 가결되고 법원의 화의인가결정이 내려질 가능성이 매우 높다는 정보와,

- 2001. 6. 28. 위 A사가 B사와 기업구조조정위임계약 및 경영자문계약을 체결하였고, A사의 유상증자에 C사의 주주들이 참여하고, 그 유상증자자금으로 위 C사의 구주를 매수하는 이른바 주식교환 방식으로 A사가 C사를 인수합병 할 계획이며, 같은 취지로 위 각 회사들의 실질 경영자인 丙등과 A사의 대표이사 丁, C사의 戊등이 합의한 바 있고, 이와 같은 계획을 전제로 C사가 이미 같은 해 6. 16. B사의 증자시 10억원을 출자하고, 같은 달 19. B사가 구조조정전문회사로 등록하였을 뿐만 아니라, B사가 A사에 대하여 100억원의 유상증자를 약속하고 이를 보증하기 위하여 같은 해 7. 2. 30억원을 선예치한 상태이며, 같은 해 7. 5.부터 위 유상증자 참여를 목적으로 B사 구조조정펀드 1호의 조합자금 약 100억원의 모집 작업에 착수하였고 위 C사의 주주들이 동 모집에 참여하고 있는 상황이므로 C사의 주주들이 A사의 유상증자에 참여하겠다는 약속을 지킬 것이 분명해졌으며, 이에 따라 향후 A사의 재무건전성이 높아지고 지명도 높은 주주들의 참여로 공신력도 제고될 것이며, 정보통신 업체인 C사와의 합병으로 사업다각화의 기반이 마련될 것으로 예상되는 등의 A사의 유상증자, 인수합병 등 구조조정계획에 관한 정보를 전달하자,
- 피고인 甲은 같은 달 19. 일반인에게 공개되지 않은 중요한 정보인 위 각 정보를 이용하여 위 A사 주식 11,590주를 주당 1,115원, 합계 매수금액 12,922,950원에 매수하고, 같은 달 26.부터 같은 해 8. 16.까지 사이에 17회에 걸쳐 일반인에게 공개되지 않은 중요한 정보인 위 정보를 이용하여 같은 주식 153,410주를 주당

925원 내지 1,050원, 합계 매수금액 149,636,600원에 매수한 사례.

(5) **합병** (수원지방법원 2007. 12. 26. 선고 2007고단4009 판결)³³⁾

- 피고인 甲은 코스닥상장법인으로 PDP, LCD 등 디지털 TV를 제조·판매하는 주식 회사 A의 관리이사로 근무하던 자, 피고인 乙은 A사의 영업담당이사로 근무하던 자, 피고인 丙은 위 乙의 처인 바,
- **피고인 甲**은 2006. 2. 28.경 A사의 합병협상과정에 참여하여 'B사가 C사의 경영권을 인수한 후 A사와 C사를 합병시킬 것'이라는 중요 미공개정보를 직무상 지득하고 동 정보가 증권시장에 알려질 경우 주가가 상승할 것을 예측하여 일반인에게 위 정보가 공개(2006. 3. 6.)되기 이전인 같은 해 3. 2.경부터 같은 달 3.경까지 사이에 차명의 증권계좌로 A사의 주식 21,600주를 금 58,713,730원에 매수하였다가 같은 달 9. 위 주식을 전량 매도하여 미공개 정보를 이용하여 금 44,361,101원의 부당이득을 취득하고,
- **피고인 乙**은 2006. 2. 28.경 A사 서울사무소 대표이사실에서, A사가 생산하는 제품의 판매·영업 등 회사운영에 대해 위 회사 대표이사와 면담하는 과정에서 'B사가 A사의 경영권을 인수한 후 A사와 C사를 합병시킬 것'이라는 중요 미공개정보를 일반인에게 2006. 3. 6. 공개되기 이전에 직무상 지득하고, 같은 날 밤 피고인의 집에서 이를 자신의 처인 피고인 丙에게 알려 주어 피고인 丙으로 하여금 같은 해 3. 2. 위 丙의 부친인 丁 명의의 증권계좌로 A사의 주식 38,100주를 96,997,625원에 매수하였다가 같은 해 5. 3. 위 주식을 전량 매도하여 금 11,967,607원의 시세차익을 취득하는 거래와 관련하여 미공개 정보를 이용하게 하고,
- **피고인 丙**³⁴⁾은 2006. 2. 28.경 자신의 집에서 남편인 피고인 乙로부터 중요 미공개

33) 서울고등법원 2007. 6. 7. 선고 2007노495 판결(주식교환을 통한 합병), 서울고등법원 2007. 6. 8. 선고 2007노402 판결(감자없이 자회사 흡수합병) 등 참조

34) 부부간 정보전달에 있어서는 부부 중 일방만 처벌하는 사례가 많으나, 본 건의 경우 부인인

정보를 전해 듣고 동 정보가 증권시장에 알려질 경우 주가가 상승할 것을 예측하여 일반인에게 2006. 3. 6. 공개되기 이전인 같은 해 3. 2.경 부친인 丁 명의의 한양증권 명동지점 증권계좌로 주식회사 A의 주식 38,100주를 96,997,625원에 매수하였다가 같은 해 5. 3. 미공개 정보를 이용하여 위 주식을 전량 매도하여 금 11,967,607원의 부당이득을 취득하고, 같은 해 3. 2.경 위와 같이 지득한 중요 미공개정보를 자신의 모친인 戊에게 알려주어 戊로 하여금 같은 날 위 丁 명의의 증권계좌로 A사의 주식 9,900주를 금 25,802,620원에 매수하였다가 같은 해 5. 3. 위 주식을 전량 매도하여 금 2,511,180원의 시세차익을 취득하는 거래와 관련하여 미공개 정보를 이용하게 한 사례.

(6) **우회상장** (서울고등법원 2007. 10. 19. 선고 2007노1819 판결)³⁵⁾

- 피고인 甲은 A사의 대주주로 위 회사의 운영을 총괄하던 사람인바, 2005. 5. 19.경 상피고인 乙과의 사이에 ‘피고인 甲이 위 乙에게 장외에서 피고인 甲 소유의 A사 주식 2,046만주를 6,138,000,000원(주당 300원)에 매도하되, A사와 B생명과학의 합병 또는 우회등록이 무산될 경우 계약을 해지한다.’라는 내용의 계약을 체결한 다음 같은 달 25.경 위 乙로부터 매매계약금을 교부받고, 그 무렵 乙과 丙으로부터 주식교환 방식에 의하여 상장회사인 위 A사를 이용하여 B생명과학이 우회상장 하려고 한다는 A사의 업무에 관한 미공개 중요한 정보를 전해 듣자 이를 기회로 위와 같은 일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보를 이용하여 A사 주식을 매수하여 시세차익을 얻을 것을 마음먹고, 2005. 5. 25.경 장소불상에서 HTS 주문 방식으로 피고인 甲 명의의 계좌로 A사 주식 217,920주를 매수(1주당 405원)한 다음, 같은 달 5. 31.경 이를 매도하여 금 33,213,201원 상당의 부당이득(매도금액 122,253,120원 - 매수금액 88,257,600원 - 수수료 105,909원 - 제세금 676,410원)을 취득한 사례.³⁶⁾

丙이 직업을 가지고 있고, 모친에게 정보를 전달한 혐의까지 있어 부부를 함께 처벌. 남편 乙에 대하여 벌금 1천만원, 부인 丙에 대하여 벌금 3백만원을 선고

- 35) 우회상장 정보를 이용한 유사사례로는, 수원지방법원 성남지원 2007. 1. 24. 선고 2006고단 2108 판결(합병), 수원지방법원 성남지원 2007. 10. 24. 선고 2007고단1954 판결(주식교환 방식), 서울중앙지방법원 2007. 7. 27. 선고 2007고합245 판결(주식교환 방식) 등 참조

(7) 자사주 취득 (대법원 2004. 3. 26. 선고 2003도7112 판결)

- 상장법인 A사 대표이사 甲은 2001. 9. 20.경 A사 사무실에서 乙이 A사의 주식을 거래하면서 시세조종 하고 있다는 사실을 알면서 동인에게 'A사에서 주가부양을 위해 자사주를 취득할 것이다'라는 사실을 알려주고, 같은 해 10.말경 같은 장소에서 乙에게 'A사에서 한달 뒤 정도에 해외신주인수권부 사채를 발행할 것이다'라는 사실을 알려주어 乙로 하여금 일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보를 A사 주식 매매거래에 이용하게 한 사례

(8) 해외전환사채 발행 계획 (서울지방법원 2003. 8. 26. 선고 2003고합94 판결)³⁷⁾

- 1999년 4월 초순 피고인 甲의 형인 A사 대표이사 乙이 B사 해외전환사채 60억원 가량을 인수하기로 협의하고 4월 하순경 B사 대표이사 丙과 이에 대한 포괄계약을 체결하였고 같은해 5. 4. 해외전환사채의 발행 및 인수계획이 공시되어 일반인에게 공개되었는데, 甲은 동 해외전환사채의 인수계약 협의 및 추진 실무를 맡고 있는 자로서 1999. 4. 28. ~ 29. A사 사무실에서 자신의 계좌를 이용하여 B사 주식 총 3,000주를 18,502,090원에 매수한 사례.

(9) 기술이전계약 체결 (수원지방법원 2007. 8. 10. 선고 2007고단2168 판결)³⁸⁾

- 피고인 乙은 A약품의 홍보담당이사로서 A약품의 신약개발 등 업무성과를 홍보하는 업무에 종사하는 사람인바, 2005. 8. 26.경 A약품 홍보실 사무실에서, A사 중앙연구소장으로 기술이전계약 담당임원인 丁으로부터 A약품에서 개발한 위궤양 치료제와 관련하여 'A약품이 개발한 위궤양 치료제의 전 세계 판매를 위하여 다국적 제약회사인

36) 피고인 甲은 2001년에 대량보유보고의무위반죄로 벌금형을 선고 받은바 있으며, 동 사안에서는 대량보유보고의무위반죄, 소유주식보고의무위반죄와 함께 벌금 7천만원 선고

37) 해외CB발행 정보를 이용한 유사사례는 **서울중앙지방법원 2007. 6. 21. 선고 2007고합433 판결** 참조

38) 유사사례로는, 대법원 2009. 5. 28. 선고 2008도11164 판결(시제품 개발단계에서 기술이전계약 체결 정보 이용), 서울지방법원 2001. 10. 9. 선고 2000고단6720 판결(대체에너지 전용실시권 양수합의 정보 이용) 참조

B사와 조만간 기술이전계약을 체결할 예정이다'라는 취지의 중요정보를 직무와 관련하여 전해 듣고 위 정보를 이용하여 2005. 8. 29. 위 홍보실 사무실에서 홈트레이딩 시스템을 통해 피고인 乙 명의로 A약품의 주식 1,600주를 시가 38,251,660원에 매수한 것을 비롯하여 그때부터 같은 해 9. 7.경까지 총 3회에 걸쳐 A약품의 주식 총 2,100주 시가 합계 49,840,830원 상당을 매수하고 합계 13,789,170원의 부당이득을 취득하여 미공개 중요정보인 '기술이전계약체결' 사실을 이용한 사례.

(10) **특허 취득** (서울중앙지방법원 2004. 3. 18. 선고 2004고합147 판결)

- 피고인 甲은 반도체 설계용 소프트웨어 개발 및 반도체 유통업체인 A사의 반도체 설계 연구소장으로 근무하면서 2002. 3. 6. 회사 대표이사인 乙로부터 "A사가 EISC기술에 관한 지적재산권을 미국의 B사에게 1,000만불에 매출하기로 협의하였다"는 정보(공시일 2002. 3. 20.)를 전해 듣고, 2002. 3. 11.경 미국 캘리포니아주 산타클라라시 소재 B사 사무실에서 A사의 이사인 丙으로부터 "A사가 EISC기술에 대한 미국특허를 취득하였다"는 미공개 중요정보(공시일 2002. 3. 15.)를 전해들은 후 정보가 공개되기 전인 3. 6.부터 3. 20.까지 甲의 차명계좌를 통하여 총 29회에 걸쳐 A사 주식 20,600주를 평균매수단가 18,315원에 매수한 후 매도하는 과정에서 196,800,600원 상당의 부당이득을 취득한 사례.

(11) **추정 결산실적 호전** (대법원 1995. 6. 29. 선고 95도467 판결)

- 상장회사인 A사의 상무이사인 甲은 1992.12.하순경 동 회사의 합계잔액시산표 등에 의거하여 1992 사업연도의 결산실적을 추정한 결과, 총 매출액이 금 94,000,000,000원, 순이익이 금 148,000,000원으로 각각 전년대비 70.1퍼센트와 131.2퍼센트 증가하였음을 확인한 후, 다음 해 1.4.경 B증권회사 영업부장으로 근무하고 있던 친구 乙이 자기 증권회사에서 위 회사의 1992사업연도의 매출액을 금 90,000,000,000원, 당기 순이익을 금 110,000,000원으로 추정하고 있는데 맞느냐고 묻자, 乙에게 그 수치가 거의 맞다고 확인하여 줌으로써, 乙로 하여금 위 정보를 자기 고객들에게 알려주어 1993.1.5.부터 같은 해 1.27.까지 사이에 위 회사의 주식 205,000주, 금 3,148,863,000원

상당을 매매하게 하여, 일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보인 위 회사의 1992 사업연도의 추정결산실적을 이용하게 한 바, **회사의 추정영업실적이 전년도에 비하여 위와 같이 대폭으로 호전되었다는 사실**은 위 회사의 유가증권의 가격에 중대한 영향을 미칠 것임이 분명하므로, 그에 관한 정보는 투자자들의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보에 해당한다고 본 사례.

(12) 물품 공급업체 선정 및 회사사옥 매각

(서울동부지방법원 2005. 12. 7. 선고 2005고정1942 판결)³⁹⁾

- 피고인 甲은 코스닥 상장법인인 A사의 대표이사이고, 피고인 乙은 위 甲의 지인 인바, 피고인들은 공모하여, 2003. 8. 말경 위 A사가 중국의 영상전화기 공급업체로 선정되어 **그 제품을 대량 공급하게 된 사실과 위 회사 사옥 매각으로 인한 재무유동성 확보** 등 미공개 정보를 사전에 인지한 상태에서 위 사실이 공시되면 위 회사의 주가가 급등할 것을 예상하고 미공개 중요 정보를 이용하여 위 회사의 주식을 대량 매수한 다음 그 차익을 실현하기로 마음먹고, 2003. 8. 28. 피고인 乙은 자신의 명의로 증권계좌를 개설한 후 2003. 9. 23. B은행 일원 지점에서 그녀 소유의 27평형 아파트를 담보로 제공하고 금 5,000만원을 대출받아 위 증권계좌에 입금하고, 피고인 甲은 2003. 10. 2. 위 乙 명의로 개설된 위 증권계좌로 금 9,600만원을 입금한 것을 비롯하여 2003. 10. 20.까지 사이에 3회에 걸쳐 합계 금 2억 6,600만 원을 입금한 다음, 2003. 10. 8. 피고인 乙의 집에서 컴퓨터에 설치된 인터넷 주식매매 프로그램을 이용하여 위 乙 명의의 증권계좌로 위 회사의 주식 8,000주를 매수한 것을 비롯하여, 그 때부터 2003. 10. 20.까지 사이에 7회에 걸쳐 같은 방법으로 위 회사의 주식 160,906주를 대금 합계 300,472,145원에 매수하여 보유하다가, 위 회사가 2003. 11. 5. “영상전화기 공급업체로 선정되어 위 제품 대량공급 예정 사실”, 2003. 11. 14. “위 회사 사옥 매각으로 인한 재무유동성 확보” 등 미공개 중요 정보를 공시한 후 2003. 11. 17. 위 회사의 주식 5,000주를

39) 유사 사례로는, 서울동부지방법원 2006. 8. 18. 선고 2006고단1047 판결(재무구조 개선을 위한 부동산 매각정보 이용), 서울중앙지방법원 2007. 4. 25. 선고 2007고정931 판결(공장부지 개발 정보 이용) 참조

매도한 것을 비롯하여, 그 무렵부터 2005. 6. 30.까지 위 회사의 주식 중 138,000주를 대금 703,716,535원에 매도함으로써 금 403,244,390원 상당의 부당 이익을 취득한 사례.

(13) 공개매수 (서울중앙지방법원 2011. 8. 10. 선고 2011노1250 판결)⁴⁰⁾

- 피고인은 상장법인인 주식회사 A의 대표이사로 재직하였고, 2008. 7. 3. A사가 존속법인인 B사와 신설법인인 A사로 분할된 이후 B사의 대표이사로 재직하고 있는자인바, 2008. 8. 초순경 예상과 달리 사업회사인 A사의 주가가 지주회사인 B사의 주가보다 낮게 형성되어 회사분할을 통한 외부투자 유치라는 당초 목적을 달성하기 어렵게 되자, 2008. 8. 말경 B사가 사업자회사인 A사의 주식 100%를 공개매수하여 A사의 상장폐지를 추진하기로 결정하고, 'B사의 A사 주식 공개매수 신청'사실이 공개되면 A사 주가가 상승할 것을 예상하고 위 회사의 직무와 관련하여 알게 된 미공개정보를 이용하여 A사 주식을 매수하기로 마음먹고, 2008. 9. 19. 11:25경 증권선물거래소 게시판에 동 정보가 공시되기 전인 2008. 9. 3.부터 같은 달 18.까지 피고인의 차명계좌인 乙명의로 계좌와 乙의 자녀들, 피고인의 자녀들 명의의 계좌 등 총 5개 계좌로 A사 주식 52,610주를 1,545,999,500원에 집중적으로 매수하여 379,700,430원의 부당이득을 취득한 사례.

(14) 해외 유전개발회사 투자

(서울중앙지방법원 2010. 1. 19. 선고 2009고단7160 판결)

- 주식회사 A가 주식회사 B로부터 러시아 유전개발회사의 주식을 인수하기로 하고 이를 위해 컨설턴트 乙과 주식양수도 계약을 중개하는 내용의 컨설팅계약을 체결한 사안에서,

피고인 甲은 2007.5.25.경 乙로부터 “내가 컨설팅을 해 주고 있는 A사가 러시아

40) 대법원 2014. 5. 29. 선고 2011도11233(비실명처리 중으로 판결내용 미확인)에서 파기환송되어 서울중앙지법 2014노1929를 거쳐 현재 대법원 2015도7412로 소송 계속 중

유전개발회사 주식을 인수하는 계약을 체결하기로 하였는데, 계약에 필요한 대금 마련을 위해 (A사가) 실시하는 유상증자에 참여할 생각이 있느냐. A사가 투자하려고 하는 러시아 유전개발회사는 현재 생산중인 유전광구를 갖고 있고, 원유 매장량이 매우 많아 투자를 하면 대박이 난다.”라는 말을 들은 뒤 러시아 유전개발회사 투자계약 사실이 공시되면 A사의 주가가 급등할 것으로 예상하고, 2007.5.29. 지인의 계좌를 이용하여 A사 주식 204,490주를 매수한 후 러시아 유전개발회사 주식양수도 계약체결 사실이 공시된 같은 해 6.8. 이후인 6.15.부터 6.19.까지 주식 전량을 매도하여 243,048,975원의 부당이득을 취한 사례.

제2절 내부자 및 정보수령자⁴¹⁾의 범위

1. 당해법인의 주요주주

(1) 주요주주 판단기준 (서울고등법원 2008. 6. 24. 선고 2007노653 판결)⁴²⁾

- 증권거래법 제188조 제1항 및 같은 법 시행령 제83조의5 제1항의 규정은 주권상장 법인 등의 '주요주주'라 함은 누구의 명의로 하든지 자기의 계산으로 의결권 있는 발행주식총수 또는 출자총액의 100분의 10 이상의 주식 또는 출자증권을 소유한 자와 임원의 임면 등 당해 법인의 주요 경영사항에 대하여 사실상 영향력을 행사

41) 자본시장법 제174조 (미공개중요정보 이용행위 금지) ① (생략)

1. 그 법인(그 계열회사를 포함한다. 이하 이 호 및 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
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

- 42) L카드 사건 1심에선 L그룹측과 甲 및 乙 사이에 체결된 주주간 계약서에 1%이상의 지분을 보유한 L그룹 측 개인주주 13명이 주요주주로 특정되어 있고 위 13명에 피고인 丙이 포함되어 있었던 사실이 인정되므로 이런 사실을 종합하면 L카드의 구씨, 허씨 일가의 친인척 **대주주 60명은 모두가 '집합적으로' 의결권을 행사하면서 사실상 1대 주주로서 임원의 임면 등 당해 법인의 주요 경영 사항에 대하여 영향력을 행사하고 있는 주요주주**라고 봄이 상당하고 최소 13명은 주요주주에 해당한다고 판시했으나, 2심에서 피고인 丙을 비롯하여 L카드의 대주주인 구씨·허씨 일가 60명이 집합적으로 의결권을 행사하면서 임원의 임면 등 당해 법인의 주요 경영 사항에 대하여 영향력을 행사하고 있다 하더라도 **주요주주에 해당하는지 여부는 개별 주주 1인을 기준으로 판단해야 한다고 판시하면서 丙은 주요주주가 아니라고 판시(대법원 2008. 11. 27. 선고 2008도6219 판결로 확정).**

하고 있는 주주를 말한다라는 내용을 규정하고 있는데, 주주가 '주요주주'에 해당하는지 여부는 개별 주주 1인을 기준으로 판단하여야 한다고 판시한 사례.

(2) 주요주주인 법인

가. 대법원 1994. 4. 26. 선고 93도695 판결

- 피고인 A개발은 창업투자지원회사로서 B제지에 창업지원을 한 B제지의 주요주주이고 피고인 甲은 위 A개발의 대표이사인 자로서 피고인 甲은 B제지와 의 합작투자 계약에 따라 정기 또는 수시로 확인하거나 보고를 통하여 B제지의 매출액 추이, 어음교환규모 등 회사 자금사정 및 경영전반에 관한 정보를 지득하여 왔는데, B제지가 극심한 자금사정 악화로 부도발생위기에 있다는 정보를 사전에 입수하고 있었을 뿐 아니라, 그럼에도 불구하고 상장 직후 B제지의 시초가가 당초 예상보다 훨씬 높은 가격에 형성되어 있음을 알고, B제지의 자금악화사정과 부도발생 위기 사실에 관한 정보가 아직 대외적으로 공표되고 있지 않아 일반투자자들이 이러한 사실을 전혀 모른 채 증권시장에서 정상적으로 주식거래가 이루어지고 있음을 기화로, B제지가 상장된 지 일주일만인 1992. 2. 1.부터 2. 17.까지의 사이에 보유 주식 도합 48만여주 전량을 51억여원에 매각처분함으로써, 상장법인인 B제지의 주식 매매와 관련하여 일반인에게 공개되지 아니한 정보를 이용한 사례.

나. 대법원 2000. 11. 24. 선고 2000도2827 판결

- 상장법인 A사의 주요주주인 B사의 대표이사로 근무하는 甲이 A사가 발행한 어음 등의 부도처리가 불가피한 사실을 알고 B사가 보유하고 있던 A사의 주식을 1998.4.16.부터 같은 달 23일까지 매도(위 거래에 대한 결제가 이루어진 것은 위 매매체결일로부터 각 3일째인 같은 달 18일에서 같은 달 25일까지)한 사실과 甲의 위 주식매매가 끝난 다음날인 같은 달 24일 A사가 최종 부도처리 되어 공시된 사실이 있는 바, 증권거래법 제186조 제1항 제1호에서 규정하고 있는 상장법인 등이 발행한 어음 또는 수표가 부도처리 되었을 때뿐만 아니라, 은행이 부도처리

하기 전에 도저히 자금조달이 어려워 부도처리 될 것이 거의 확실시되는 사정도 당해 법인의 경영에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사실로서 합리적인 투자자라면 누구든지 당해 법인의 주식의 거래에 관한 의사를 결정함에 있어서 상당히 중요한 가치를 지니는 것으로 판단할 정보에 해당하는 것임이 분명하므로, 이러한 상황을 알고 있는 당해 법인의 주요주주 등이 그 정보를 공시하기 전에 이를 이용하여 보유주식을 매각하였다면 이는 미공개정보 이용행위를 금지하고 있는 같은 법 제188조의2 제1항을 위반하였다고 보지 않을 수 없다고 판시한 사례.

(3) 주요주주인 법인의 임원

가. 서울고등법원 2007. 6. 8. 선고 2007노402 판결

- 피고인 甲은 A은행 상무로 근무하면서 A은행과 자회사인 B카드의 합병실무를 총괄하던 자로서 B카드의 주요주주인 A은행의 임원으로서 그 직무와 관련하여 알게 된 중요정보를 이용해서는 아니 됨에도, 2003. 11. 20. 열린 A은행의 이사회에서 대주주인 미국계 C펀드의 추천에 의하여 선임된 동기이사인 乙, 丙 등의 주도로 자회사인 B카드를 흡수, 합병하기로 결정함과 동시에 B카드에 대한 합병 전 감사 계획이 논의된 사실이 다음날 언론을 통하여 발표되어 B카드의 주가가 하락하는 상황에서 2003. 11. 24.경에는 C펀드의 재무자문사인 D증권에서 A은행 합병 테스트 포스팀에 보낸 업무연락 이메일 등을 통해 실제로는 C펀드의 경영진들이 B카드에 대한 감사를 추진할 의사가 없음을 알게 되고 2003. 11. 28. 14:00경으로 예정된 A은행 이사회에서 감사없이 B카드에 대한 합병을 결의하려 한다는 사실을 알게 되자, B카드가 감사없이 A은행에 합병된다는 정보가 2003. 11. 28. 19:00 공시되기 전인 같은날 10:12부터 14:02까지 차명계좌들을 통해 B카드 주식 70,710주, 125,000주를 각 매수하였다가 2003. 12. 1. 전부 매도함으로써 107,961,611원의 부당이득을 취한 사례.

나. 서울동부지방법원 2006. 8. 18. 선고 2006고단1047 판결

- 피고인 甲은 A사의 최대주주(38.2%)인 B개발금융의 투자 및 관리를 담당하는 이사 겸

A사의 비상근 감사로 근무하는 자이고, 피고인 乙은 위 甲과 친구지간인 바, 피고인 甲은 주요주주인 B사의 임원으로서 2004. 6.경부터 A사 및 B사의 대표이사인 丙을 도와 A사의 재무구조 개선을 위하여 A사의 주요 자산인 용인시 고림동 소재 공장 부지 22,000평의 매각을 추진하여 오던 중, 2004. 12.말경 丙으로부터 위 공장 부지가 매각될 것 같다는 말을 듣고 그 정보를 乙에게 알려주어 동인으로 하여금 A사의 주식을 취득케하여 이익을 취득할 수 있도록 해주기로 마음먹고,

- 2005. 1. 4. 18:00경 丙으로부터 丁이 위 공장부지를 428억원에 매입할 의사가 있으니 다음날 오전에 丁이 가져오는 부동산매매계약서를 검토할 준비를 하라는 지시를 받은 후 2005. 1. 5. 오전 11:00경 丙으로부터 丁이 위 공장부지를 매수하기로 합의하였다는 부동산 매각정보를 취득하여 이를 부동산 매각공시(2005. 1. 5. 16:45)전에 乙에게 알려주어 동인으로 하여금 같은 날 13:46경 증권계좌를 개설하고 같은 날 14:45경 위 지점에서 A사 주식을 645원에서 660원 사이의 가격으로 75,000주, 합계 49,396,750원 상당을 매수한 후 부동산매각 공시 이후인 같은 달 10. 위 75,000주를 한 주당 990원 합계 74,250,000원에 전량 매도하여 24,316,500원 (매도금액 74,250,000원 - 매수금액 49,396,750원 - 세금 및 수수료 536,750원)의 부당이득을 취득하게 함으로써 위 乙로 하여금 A사 주식의 매매와 관련하여 그 정보를 이용하게 하고, 피고인 乙은 甲으로부터 동인이 직무상 알게 된 위 정보를 받고 위와 같이 A사 주식을 거래하여 24,316,500원의 부당이득을 취득함으로써 A사 발행 주식의 매매와 관련하여 그 정보를 이용한 사례.

2. 당해법인과 계약을 체결하고 있는 자

(의의) 당해 법인과 계약을 체결하고 있는 자를 준내부자로서 규제하는 취지는 내부 정보에 특별히 접근이 용이한 자의 지위 남용을 방지하고자 하는데 있는 것이므로 준내부자 지위를 인정하기 위한 계약에는 구두계약, 가계약도 포함되며, 절차적 하자가 있더라도 무관함

(1) 계약의 의미 및 성격

가. 서울지방법원 2003. 6. 25. 선고 2002노9772 판결, 서울고등법원 2011. 7. 8. 선고 2011노441 판결 (계약의 의미)

- 증권거래법 제188조의2 제1항 제4호는 “당해법인과 계약을 체결하고 있는 자”, 제5호는 “제4호에 해당하는 자가 법인인 경우에는 그 임원, 직원 및 대리인”이라고 규정하고 있는 바, 여기의 ‘계약’에는 계약의 내용이나 종류, 계약형태, 이행시기, 계약기간의 장단 등은 불문하고 위 규정의 입법취지는 회사와의 일정한 관계에서 비롯되는 지위로 인하여 내부정보에 특별히 접근할 수 있기 때문에 이들이 정보상의 이점을 이용하거나 남용하여 증권거래를 한다면 이와 같은 정보를 알지 못하는 일반투자자의 희생하에 부당한 이득을 얻게 되므로 이를 방지하기 위한 점에 있다고 판시.

나. 서울지방법원 2003. 6. 25. 선고 2002노9772 판결⁴³(비밀유지합의)

- 비상장회사 A의 전무이사 甲은 A사를 대표하여 2001. 2. 6.경 상장회사 B와 사이에 주식의 매수, 회사간 합병 등에 관한 정보제공 및 비밀유지, 본 거래의 진행과 관련한 상호합의 사항에 대한 비밀유지합의의 계약을 체결하였는바 비록 2001. 4. 25. A사와 B사간에 주식맞교환 계약이 체결되었다고 하더라도 위 비밀유지합의의 계약도

43) 1심에선 증권거래법 제188조의2 제1항이 규정하고 있는 미공개정보이용금지의 대상이 되는 자는 임직원, 대리인, 주요주주 등 내부자와 감사계약에 의한 외부감사인, 유가증권의 모집이나 매출을 위하여 인수계약을 체결한 증권회사, 거래은행, 변호사 또는 회계사, 컨설팅회사 등의 준내부자 및 내부자로부터 중요한 미공개정보를 전달받은 정보수령자에 한정되는 것인바, 甲은 B사와의 A&D를 위하여 계약을 체결하고 있는 A사의 임원으로서 내부자나 준내부자에 해당하지 아니하고 설사 甲이 증권거래법 제188조의2 제1항 제4호 내지 제5호의 당해법인과 계약을 체결하고 있는 자 또는 그 대리인 내지 사용인에 해당한다고 보는 입장에 선다 하여도 甲이 B사와 계약을 체결한 것은 2001. 4. 25.로서(그 이전의 것은 계약의 준비단계로 보아야 할 것이다) 그 이전에 이루어진 행위는 당해 법인과 계약을 체결하기 이전의 지위에서 행한 것이므로 이를 甲이 당해 법인과 계약을 체결하고 있는 자의 지위에서 행한 것이라고 볼 수는 없다고 무죄로 판시

A&D추진이라는 중요한 정보에 접근할 수 있는 계약에 해당한다고 봄이 상당하므로
 甲은 여기서 말하는 당해 법인과 계약을 체결하고 있는 자의 임원에 해당한다고
 판시.

다. 서울고등법원 2011. 7. 8. 선고 2011노441 판결(구두계약·가계약)⁴⁴⁾

- 구 증권거래법 제188조의2 제1항 제4호의 문언상 ‘계약’이라고만 되어 있지 이를 서면계약에 한정하고 있지 아니한 점, 위 법 규정의 취지가 법인과 계약을 체결하고 있는 자는 그 법인의 미공개 중요정보에 쉽게 접근할 수 있어 이를 이용하는 행위를 제한하지 아니할 경우 거래의 공정성 내지 증권시장의 건전성을 해할 위험성이 많으므로 이를 방지하고자 하는 데에 있으므로 계약을 체결하고 있는 자를 정하는 기준은 정보에 대한 접근가능성을 최우선적으로 고려함이 마땅한 점, 이와 같이 미공개 중요정보 이용행위에 관한 위 증권거래법위반죄는 추상적 위험 범으로서 거래의 공정성 등을 해할 우려가 있으면 족하므로, 그 계약의 법률적 효력을 발생하기 위한 절차적 요건을 갖추지 아니하였더라도 규제 대상이 되는 점을 종합하면, 위 법 규정에서 말하는 ‘계약’은, 법인과 계약을 체결함으로써 법인의 미공개 중요정보에 용이하게 접근하여 이를 이용할 수 있는 지위를 발생 시키기만 한다면, 그 계약의 형식, 내용, 종류, 이행시기, 계약기간의 장단 등을 묻지 아니하고, 서면으로 된 정식계약에 한하지 아니한다고 볼 수 있으며, 따라서 구두계약이나 가계약도 당연히 위 ‘계약’에 포함된다고 해석함이 타당하다.
- 그렇다면, 법적 구속력이 없이 도덕적 책임만이 따르는 양해각서나 언제든지 바뀔 수 있는 잠정적인 구두합의와 같은 경우는 ‘계약 체결을 교섭하고 있는’ 단계로서 위 ‘계약’에 포함되지 아니하나, 비록 서면계약이 아니라 할지라도 계약의 중요하고 핵심적인 부분이 당사자 사이에 법적 구속력이 있을 정도로 성립되어 있어 중요 정보에 대한 접근가능성이 있다면 이러한 구두계약은 위 ‘계약’에 포함된다고 해석함이 위 입법취지에 부합한다고 판시한 사례.⁴⁵⁾

44) 대법원 2014. 2. 27. 선고 2011도9457 판결로 확정

(2) 계약의 유효성 (대법원 2010. 5. 13. 선고 2007도9769 판결)⁴⁶⁾⁴⁷⁾

- 증권거래법 제188조의2제1항에서 ‘당해 법인과 계약을 체결하고 있는 자’를 내부거래의 규제 범위에 포함시킨 취지는 법인과 계약을 체결하고 있는 자는 그 법인의 미공개 중요정보에 쉽게 접근할 수 있어 이를 이용하는 행위를 제한하지 아니할 경우 거래의 공정성 내지 증권시장의 건전성을 해할 위험성이 많으므로 이를 방지하고자 하는 데에 있다 할 것이다. 이와 같은 입법 취지를 고려하여 보면, **법인과 계약을 체결함으로써 그 법인의 미공개 중요정보에 용이하게 접근하여 이를 이용할 수 있는 지위에 있다고 인정되는 자는 비록 위 계약이 그 효력을 발생하기**

- 45) 피고인 甲, 乙은 단순히 구두합의를 한 자는 구 증권거래법상 ‘계약을 체결하고 있는 자’에 해당하지 않는다고 주장하였으나, **동 판결에서는 만일 서면계약만 해당하는 것으로 해석한다면 이 사안과 같이 애당초 당사자 사이에 형사책임 등의 문제로 외부에 드러낼 수 없는 불가피한 사정으로 인하여 명시적인 서면계약을 체결하기가 불가능하거나 곤란한 경우에는 오히려 구 증권거래법상 규제 대상 준내부자에 항상 해당하지 않게 되는 불합리한 결과가 초래되고, 설령 서면계약만 해당한다고 해석하더라도, 이 사건 대가 지급을 전제로 한 적대적 인수합병 중단 정보에 접근할 수 있는 비밀유지계약이 서면 형식으로 체결되었음은 2008. 8. 24.자 주주계약서의 문언상 명백하고, 이러한 비밀유지계약도 위 증권거래법에서 규정하는 중요한 정보에 접근할 수 있는 계약에 해당한다고 봄이 상당하다(즉 B사는 A사와 일정한 대가를 지급하고 A사는 즉시 적대적 인수합병 시도를 즉시 포기하되 이 같은 내용을 A사가 지정하는 날에 공시하기로 하는 등의 모든 내용을 제3자에게 누설하지 않기로 하는 비밀유지 계약을 서면으로 체결한 것으로 볼 수 있다)고 판시.**
- 46) 1심(서울중앙지방법원 2007. 7. 20. 선고 2007고합159 판결) 및 2심(서울고등법원 2007. 10. 26. 선고 2007노1733 판결)은 신주의 발행에 관한 사항은 정관으로 주주총회에서 결정하기로 정한 경우가 아닌 한 이사회가 이를 결정하므로(상법 제416조), **적법한 이사회 결의가 없는 상태에서 대표이사가 상대방과 사이에 신주인수계약을 체결하는 것은 특별한 사정이 없는 한 무효라고 보아야 할 것이고, 주식회사 이사회의 결의는 이사 과반수의 출석과 출석이사의 과반수로 하여야 하는 것이 원칙이어서(상법 제391조) B바이오의 2005. 7. 2. 이사회 결의는 서면결의로서 부적법하므로 피고인 甲이 B바이오를 대표하여 2005. 7. 4. A제약과 사이에 체결한 신주인수계약은 적법한 이사회 결의 없이 이루어진 것으로서 이를 추인하는 이사회 결의가 있기 전까지는 효력이 없다고 할 것이다. 그렇다면, 피고인 甲이 2005. 7. 4. A제약의 준내부자, 즉 ‘A제약과 계약을 체결하고 있는 자’의 지위를 취득하였다고 볼 수 없고, 그밖에 달리 이를 인정할 만한 증거가 없으며, 오히려 앞의 기초사실에 의하면 B바이오의 이사회 결의가 정식으로 열린 2005. 7. 6.에야 비로소 준내부자의 지위를 취득한 것으로 보인다고 판시 하면서 무죄를 선고하였으나 대법원에서 파기환송**
- 47) **대법원 2011. 10. 27. 선고 2009도1370판결**도 위 판결을 인용하면서 원심이 ‘당해 법인과 계약을 체결하고 있는 자’는 ‘유효하게 성립한 계약을 체결하고 있는 자’만을 의미한다고 판시한 것은 적절하지 않다고 판시.

위한 절차적 요건을 갖추지 아니하였다고 하더라도 '당해 법인과 계약을 체결하고 있는 자'에 해당한다고 봄이 상당하다.

- B바이오는 신주발행을 통한 유상증자를 계획한 다음 신주를 인수할 제3자를 물색하였고 그 과정에서 A계약이 신주인수의사를 밝혀옴에 따라 B바이오의 대표이사인 피고인 甲은 2005. 7. 1. B바이오를 대표하여 A계약과 신주인수에 관한 잠정적인 구두합의를 한 사실, B바이오의 이사 공소의 丙은 2005. 7. 1. B바이오의 이사들에게 제3자 배정의 유상증자에 관한 이사회 의사결의를 요구하는 이메일을 송부하였고, 이에 대하여 이사들의 이의 제기가 없었던 사실, B바이오는 2005. 7. 4. A계약과 이 사건 신주인수계약을 체결한 다음 2005. 7. 6. 이사회를 개최하여 신주 발행 및 제3자 배정을 결의한 사실을 알 수 있는바, 위 인정사실에 의하면 B바이오는 2005. 7. 4.자 신주인수계약 체결 전에 이미 실질적으로 이사회 의사결의를 받은 것으로 볼 수 있고 다만 형식적인 이사회 결의가 위 계약 체결 이후에 이루어진 것에 불과하다고 할 것이다.
- 따라서 피고인 甲이 그의 처 공소의 乙에게 이 사건 정보를 전달함으로써 2005. 7. 4.부터 7. 5.까지 사이에 乙로 하여금 이 사건 정보를 이용하게 할 당시에 피고인 甲은 증권거래법 제188조의2 제1항 제4호가 정하는 '당해 법인과 계약을 체결하고 있는 자'에 해당한다고 본 사례.

3. 대리인·사용인 기타 종업원의 범위

(의의) 내부자의 대리인·사용인·종업원은 정식 고용계약을 체결한 자뿐만 아니라 직접 또는 간접으로 내부자의 통제·감독 하에 있는 자는 모두 포함

가. 서울중앙지방법원 2007. 2. 9. 선고 2006고합332 판결

- 증권거래법 제188조의2 제1항 제5호 소정의 “대리인·사용인 기타 종업원”에는

정식의 고용계약을 체결한 자뿐만 아니라 사실상 자기의 보조자로 사용하고 있으면서 직접 또는 간접으로 자기의 통제·감독 하에 있는 자도 포함한다(대법원 1993. 5. 14. 선고 93도344 판결 등 참조)고 판시.

나. 서울고등법원 2008. 6. 24. 선고 2007노653 판결

- L그룹의 회장으로 있는 甲은 임원의 임면 등 L카드의 주요 경영사항에 대하여 사실상 영향력을 행사하고 있는 주주인데, 피고인은 K명예회장의 지시를 받아 주요주주에 해당하는 甲회장의 사실상 사용인 내지 대리인으로서의 역할을 수행하여 온 사실을 인정할 수 있으므로, 만약 피고인 이 주요주주인 甲의 대리인으로 일하면서 L카드의 중요한 정보를 취득한 다음 L카드의 주식을 매도하면서 위 정보를 이용하였다면 위 피고인은 증권거래법 제188조의2 제1항 제5호, 제207조의 제1항 제1호, 제2항의 규정에 의하여 처벌될 수 있다 할 것이다.
- 그리고 증권거래법 제215조는 법인 또는 개인의 대리인·사용인 기타 종업원이 그 법인 또는 개인의 업무에 관하여 제207조의2의 위반행위를 한 때에는 행위자를 벌하는 외에 그 법인 또는 개인에 대하여도 각 해당 조의 벌금형을 과한다고 규정하고 있는데, 만약 피고인이 주요주주인 甲의 사용인 내지 대리인으로 일하면서 L카드의 중요한 정보를 취득한 다음 乙의 대리인으로서 동인이 보유하고 있는 L카드의 주식을 매도하면서 위 정보를 이용하였다면⁴⁸⁾, 피고인은 증권거래법 제188조의2 제1항 제5호, 제207조의 제1항 제1호, 제2항의 규정으로, 乙은 같은 법 제215조의 양벌규정에 의하여 처벌될 수 있다 할 것이다 (피고인이 미공개정보 이용행위금지의 주체로 인정되는 이상, 피고인이 미공개정보를 이용하여 처분하는 주식이 반드시 주요주주인 甲회장의 소유일 필요는 없고, 피고인이 관리하고 있는 乙소유의 주식을 처분한 경우에도 미공개정보이용행위금지에 관한 증권거래법위반 죄가 성립되는 것으로 보아야 할 것이다)고 판시.

48) 가정적 판단 하에 법리를 실시한 것으로, 본건에서는 주요주주의 대리인으로서 미공개정보를 이용한 것으로 볼 수 없다고 보아 무죄선고(확정)

4. 계약체결자 및 그 대리인이 정보를 이용한 사례

(1) M&A 및 컨설팅계약 체결자 (서울고법 2009. 3. 19. 선고 2008노2314 판결)

- 피고인 甲은 기업컨설팅업체인 B사 대표로서 기업의 인수·합병(M&A) 중개 및 컨설팅업에 종사하는 사람인 바, 2005. 11. 21.경 서울 강남구 소재 커피숍에서 기업컨설팅 명목으로 무선통신기기 제조업체로서 코스닥 상장법인인 A사의 대표이사 乙을 만나 그로부터 'A사의 매출이 저조하여 자금압박을 많이 받고 있다. 좋은 제안이나 컨설팅 내용이 있으면 이야기를 하여 달라'라는 말을 듣고 그에게 'A사의 영업상황을 보았을 때 A사가 자금 유치를 위하여 M&A 및 컨설팅 계약이 필요하다'라고 제의하여, 같은 달 24.경 A사의 차장인 丙으로부터 전화상으로 '2005. 12. 1. M&A 및 컨설팅 계약을 체결하겠다'라는 연락을 받은 다음, 같은 해 12. 1. 19:00경 乙을 만나 먼저 피고인 甲과 A사 사이에 'M&A 및 컨설팅 계약'을 체결한 후 乙로부터 '회사에서 가장 시급한 것은 자금'이라는 말을 듣고 그에게 '그러면 주변에 아는 사람도 많고 하니 소액 규모의 제3자 배정 유상증자부터 진행하여 보겠다'고 말하여 이를 승낙한 乙과 사이에 제3자 배정 유상증자 추진에 합의한 후, 같은 달 2.경부터 제3자 배정 유상증자 참여자를 모집하여 같은 달 7. 13:00경 丙에게 '제3자 배정 유상증자 준비가 완료되었으므로 오늘 중으로 공시될 수 있도록 추진하라'고 통보하여, 같은 날 19:08경 'A사의 신규사업다각화에 필요한 자금을 제3자 배정 유상증자를 통하여 조달할 것이다'라는 내용이 공시되게 하였으며,
- 2005. 12. 2.경 자신의 사무실에서 컴퓨터에 설치된 인터넷 주식매매 프로그램(HTS)을 이용하여 자신의 처남인 丙 명의로 개설된 계좌로 A사 주식을 1주당 815원에 25,000주를 매수한 후, 같은 달 7.경 위 A사 주식을 1주당 1,390원에 전량 매도하는 방법으로 합계 14,218,231원(매도금액 34,750,000원 - 매수금액 20,375,000원 - 수수료 등 156,769원) 상당의 부당이득을 취득한 사례.

(2) 신주인수계약 체결자 (대법원 2007. 7. 26. 선고 2007도4716 판결)

- 피고인 甲은 A사의 대표이사로서 B사의 경영권 양수를 추진하던 중 2004. 9. 22. 경영권 양도에 관한 B사 주주총회 결의의 정족수를 충족시키기 위하여 A사 계산으로 4억원 상당의 B사의 주식 200만주를 매수하였고, A사는 경영권을 인수하기 위하여 컨소시엄을 구성한 후 2004. 10. 18.경 제3자배정 액면미달 발행방식에 의해 250억원을 유상증자한 다음 B사의 경영상황을 개선하고 A사측의 경영권 인수를 위하여 차등 무상감자를 실시하기로 하는 내용의 '신주인수계약'을 B사와 체결하였으며 B사는 2004. 12. 3. 이사회를 개최하여 감자계획을 확정하고, 12. 4. 공시하였는바, 甲은 컨소시엄에 참여하여 신주인수계약을 체결하였던 자로 B사의 주가가 2004. 11. 23.경 210원으로 상승하자 감자결정 고시 이전인 2004. 11. 23. 부터 30.까지 8회에 걸쳐 1주당 210원에서 215원 가격으로 A사 소유의 주식 전부를 매도하여 32,739,290원 상당의 손실을 회피한 사례.

(3) 자금유치 자문계약 체결자 (대법원 2007. 7. 12. 선고 2007도3782 판결)

- 피고인 甲은 A사의 부사장인바, B사와 자금유치에 관한 자문계약을 맺고 있던 A사의 乙차장으로부터 B사가 외자유치 한다는 이야기를 전해 듣고, 乙과 외국 투자고문인 丙 등이 B사의 광주공장 등에 실사를 가는 것으로 보아 B사의 외자유치가 확실시되는 것으로 판단, 위 외자유치가 성사되면 B사의 현금유동성 부족 문제를 해결할 수 있어 향후 자금조달에 긍정적 영향을 미칠 뿐 아니라 외자유치 사실이 공시되면 B사의 주가가 급등할 것으로 예상하고 자신의 지인에게 위 외자유치 정보를 이용하여 B사 주식을 매수하도록 한 후 그 대가로 이익을 받기로 마음먹고, 2005. 6. 하순경 사무실에서, 丁에게 “B사가 현재 해외자금을 유치하고 있는데 150억 원 정도 유치될 것이 확실하니 B사 주식을 사라”고 강하게 권유하여 丁의 부인인 戊로 하여금 같은 해 7. 5.경부터 같은 달 7.경까지 B사 주식 131,810주를 338,689,900원에 매수하도록 한 후, B사의 외자유치 등 재무구조 개선 공시를 한 같은 달 8. 이후인 같은 달 27.경부터 같은 해 9. 29.까지 B사의

주식 131,810주를 1,165,163,000원에 전량 매도하여 826,000,000원 상당의 부당 이득을 취득하게 하고 그 정보대가로 戊로부터 340,900,000원을 교부받은 사례.

(4) 투자유치 자문계약 체결자

(수원지방법원 성남지원 2007. 10. 24. 선고 2007고단1954 판결)

- 피고인 甲은 투자 및 경영자문을 목적으로 설립된 B컨설팅의 대표이사로서 2005. 9. 9. 건강식품도소매업 등을 목적으로 설립된 상장법인인 주식회사 A와 투자유치 자문업무 계약을 체결하였던 바, 투자유치자문업무 계약에 따라 2005. 9. 27. A사가 제3자배정 유상증자(1,990,000,000원)를 실시하여 자본잠식을 일부 해소한 후, A사가 연예관련업체와의 포괄적인 주식교환 등을 통한 신규사업진출을 모색하고 있다는 사실을 알게 된 한편, 그 무렵 비상장법인으로서 TV드라마 외주제작 등을 목적으로 설립된 주식회사 C가 주식회사 D등과의 우회상장을 논의하는 등 우회상장을 계획하고 있다는 사실을 알게 되자 같은 해 11. 10.경부터 A사와 C사 사이의 기업결합을 추진하던 중,
- 2005. 11. 18. B컨설팅 사무실에서, 이미 그 전날 A사의 부사장 乙과 C사의 대표이사 丙을 상대로 기업결합과 관련된 긍정적인 계약체결사실을 확인하였고, 같은 달 19.경 위 乙과 丙의 만남을 주선한 상태였으므로 C사와 A사가 포괄적 주식교환계약을 체결할 것으로 전망될 뿐만 아니라 그와 같은 계약체결사실이 공시되면 A사의 주가가 급등할 것을 예상하고 그와 같은 계약체결 정보를 이용하여 위 A사의 주식을 매수하기로 마음먹고, 그곳 컴퓨터에 설치된 인터넷 주식매매 프로그램(HTS, Home Trading System)을 이용하여 친구인 丁으로부터 빌린 동인의 처명의를 E증권 계좌로 A사 주식 220,000주를 주당 약 822원에 매수하고, 같은 달 21. 같은 장소에서 같은 방법으로 주식 40,000주를 주당 약 822원에 매수(매수금액 합계 213,756,980원)한 후, A사가 위와 같은 C사와의 포괄적 주식교환을 위한 외부평가계약을 F회계법인과 체결한 사실의 공시일인 같은 달 24. 이후인 같은 해 12. 12.부터 2006. 2. 10.까지 4회에 걸쳐 위와 같이 매수한 A사 주식의 전량을

주당 약 1,312원에 매도(매도금액 합계 341,065,485원)하여 총 127,308,505원 상당의 부당이득을 취득한 사례.

(5) **손실보전약정 체결자** (서울중앙지방법원 2006. 8. 18. 선고 2006노1559 판결)

- B은행은 2000년 10월경 A사에 5억원을 투자하면서 주식 33,333주를 보유하게 되었는데, 자금난을 겪던 A회사가 2001년 9월경 타 회사와 합병을 결정하자, A회사에 투자하고 있던 B은행은 동 합병에 동의하면서, A회사의 대표이사 乙과 사이에 위 회사가 합병 후 3개월 내에 B은행이 정하는 수익률을 유지하지 못할 경우 그 차액을 대주주인 乙이 보상하기로 약정하였고 2001년 12월경까지 A사의 주가가 거의 오르지 않자 B은행은 乙에게 차액보상을 요구하던 중, B은행 투자금융부 부부장인 피고인 甲은 2003. 4. 9. A사의 대표이사 乙에게 전화를 걸어 乙로부터 ‘자금난을 겪고 있다’는 말을 들어 위와 같은 정보를 바탕으로 2003. 4. 10. A사의 주식을 모두 매각하였고 같은 날 乙도 소유 주식 전부를 매각하였으며, A사는 2003. 4. 15. 최종부도처리 된 사례.

(6) **비상장사 자금유치 대리인** (수원지방법원 2008. 8. 29. 선고 2008고합112 판결)

- 바이오 벤처기업인 A사의 대표이사 甲은 경영실적이 부진하여 피고인 乙을 대리인으로 내세워 A사 투자자금 유치에 나서 상장회사인 B사 이사인 丙과 투자협상을 시작했으며, 2005. 5. 2. B사와 甲 사이에 B사가 현물출자에 의한 제3자 배정방식으로 유상증자를 하여 A사를 계열사로 인수하기로 하고 A사와 전략적 업무 제휴 협정을 맺기로 하는 합의를 하여 B사와 계약을 체결하고 있는 자⁴⁹⁾가 됨으로써 ‘B사가 현물출자에 의한 제3자 배정 유상증자 방식으로 A사를 계열사로 편입하여 바이오산업에 진출한다’라는 취지의 일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보를

49) 판결문상으로는 乙의 지위가 명확하지 아니하나, 乙은 甲과 A사측을 대신하여 B사와 협상을 진행하는 과정에서 B사가 신주를 발행하고 A사 주식을 취득하기로 '05. 5. 2. 구두 합의하고 B사와 A사간 협상진행 및 과거 경영자문에 대한 대가로 甲 소유의 A사 주식 중 일부를 B사 주식으로 교환하여 받기로 약속하였는바, 동 일자부터 A사는 B사와 현물출자계약을 체결하고 있는 자에 해당하고 乙은 A사의 대리인으로서 준내부자로 의율한 것으로 판단

직무와 관련하여 알게 되자, 2005. 5. 4.부터 2005. 5. 7.까지 乙의 이모, 처남 등 4명 명의로 개설한 차명 증권계좌로 B사 주식 158,090주를 합계 1억 76,014,076원에 매수한 다음, 2005. 5. 23.부터 2005. 7. 7.까지 4회에 걸쳐 B사 주식 전량을 매도하여 합계 10억 43,375,852원의 부당이익을 취득함으로써 미공개 내부정보를 이용한 사례.

(7) M&A 업무 용역계약을 체결한 법인의 직원

(서울북부지방법원 2004. 9. 2. 선고 2004노484 판결)

- A사 부장인 피고인 甲은 2002. 1. 25경 A사가 B회계법인과 컨소시엄을 구성하여 상장법인으로서 정리회사인 C사와 사이에 M&A 업무 용역계약을 체결함을 기화로, C사의 M&A 업무를 담당하면서 관련 공시일정 등 C사의 미공개 정보를 취득할 수 있는 지위에 있게 되자, 2002. 3. 22.경 관련 당사자들이 모여 C사의 M&A와 관련한 매각일정 및 절차를 확정하면서 그 내용을 담은 “C사 Project 추진계획”이라는 보고서가 작성되어 2002. 3. 28. 정리법원인 서울지방법원에 보고하고, 2002. 3. 29. Invitation Package를 잠재 투자자들에게 발송하기로 예정되어 있는 사실 등을 잘 알고 있던 상태에서 2002. 3. 28. 11:15을 전후로 한 무렵에 공동 피고인 乙과 연락하거나 직접 만나는 등의 방법으로 정보를 알려주어, 乙이 2002. 3. 28.부터 4. 2.까지 주식을 393,001,700원 매수한 후, 2002. 4. 3. C사의 매각일정이 공고된 후 주가가 4배정도 상승하자 2002. 4. 11.경부터 5. 27.경까지 전량매도하여 12억원 상당의 이익을 취득한 사례.

(8) 경영정상화 약정을 체결한 은행의 직원

(대구지방법원 2005. 7. 22. 선고 2005노1343 판결)

- A은행 직원인 甲과 乙은 공모하여 甲은 2003. 8. 7. A은행 여신관리팀 사무실에서 A은행과 2002. 2. 27. 경영정상화 약정을 체결한 B사의 여신관리담당자로부터 B사의 예상 감자 비율 및 감자에 대한 이사회 결의 예정일 등이 기재된 ‘B사 제11차 채권금융기관 운영위원회 서면결의 안건 및 사전회의자료’를 전달받아

즉석에서 A은행이 보유하고 있는 B사 주식의 매매거래를 담당하고 있는 자금운용팀의 乙에게 위 자료를 팩스로 전송하였고 乙은 팩스를 받은 즉시 C증권의 A은행 명의의 증권계좌를 통하여 B사 주식 235,710주를 평균 단가 2,025원에 매도하여 B사의 감자에 관한 이사회 결의 사실이 공시된 2003. 9. 9. 이후 최저가인 주당 1,260원 (2003. 9. 16.종가)과 대비하여 총 178,181,410원의 손실을 회피한 사실을 인정한 사례.

5. 정보수령자

(1) 정보수령자의 의미

가. 대법원 2003. 11. 14. 선고 2003도686 판결

- 증권거래법 제188조의2 소정의 미공개정보 이용행위의 금지 대상이 되는 “당해 정보를 받은 자(소위 정보수령자)”란 같은 조 제1항 각호에 해당하는 자로부터 이들이 직무와 관련하여 알게 된 당해 정보를 전달받은 자를 말하는 바, 피고인이 법 제188조의2 제1항 각 호에 해당하는 자로서 A강업의 주요주주인 B사로부터 전달받았다는 이 사건 공소사실 기재 당해 정보인 “B사가 위 피고인에게 A강업 주식 290만 주를 양도하여 A강업의 경영권을 양도한다.”는 정보는 B사가 그 소유의 주식을 위 피고인에게 처분함으로써 스스로 생산한 정보이지 직무와 관련하여 알게 된 정보가 아니고, 위 피고인은 당해 정보를 B사로부터 전달받은 자가 아니라 B사와 이 사건 주식 양수계약을 체결한 계약 당사자로서 B사와 **공동으로 당해 정보를 생산한 자에** 해당한다 할 것이므로, 원심이 위 피고인이 법 제188조의2 제1항 제4호의 “당해 법인과 계약을 체결하고 있는 자” 또는 법 제188조의2 제1항 소정의 “당해 정보를 받은 자”에 해당하지 아니한다고 판단한 것은 정당한 것으로 수긍이 가고, 거기에 증권거래법상의 내부자거래에 관한 법리를 오해한 위법이 있다고 할 수 없다고 판시한 사례.

나. 서울중앙지방법원 2006. 8. 18. 선고 2006노1559 판결

□ 사실관계

- B은행은 2000년 10월경 A사에 5억원을 투자하면서 주식 33,333주를 보유하게 되었는데, 자금난을 겪던 A사가 2001년 9월경 타 회사와 합병을 결정하자, A사에 투자하고 있던 B은행은 동 합병에 동의하면서, A사의 대표이사 乙과 사이에 위 회사가 합병 후 3개월 내에 B은행이 정하는 수익률을 유지하지 못할 경우 그 차액을 대주주인 乙이 보상하기로 약정하였고, 2001년 12월경까지 A사의 주가가 거의 오르지 않자 B은행은 乙에게 차액보상을 요구했으나 乙은 기한 연장을 요청하며 이행하지 않았음.
- B은행 丙과장은 2003. 4. 8. 차액보상 문제를 논의하고자 A사의 丁차장에게 전화를 걸었으나, 丁차장은 회사가 중요한 상태에 직면하였으니 자세한 내용은 대표이사와 의논하라고 하는 등 평소와 다른 태도를 보였고, 이를 이상하게 생각한 丙은 이를 B은행 투자금융부 부부장 피고인 甲에게 보고하고 A사에서 기획팀장으로 근무하다 퇴사한 戊에게 전화를 하여 위 회사의 사정을 알아봐 달라고 부탁하였음. 이에 대해 戊는 丙에게 ‘위 회사가 결제시간이 지나 결제를 하는 등 자금사정이 좋지 않다’는 취지로 답변을 하였고, 이러한 보고를 들은 피고인 甲은 2003. 4. 9. 다시 A사의 대표이사 乙에게 전화를 걸어 乙로부터 ‘자금난을 겪고 있다’는 말을 들었으며, 위와 같은 정보를 바탕으로 피고인 甲은 2003. 4. 10. B은행 소유 A사의 주식을 모두 매각하였고 같은 날 乙도 소유 주식 전부를 매각하였으며, A사는 2003. 4. 15. 최종부도처리 됨

□ 법원의 판단⁵⁰⁾

- 피고인 甲은 甲에게 정보를 제공한 戊가 당시 위 회사의 직원이 아니었으므로

50) 검찰은 「피고인 甲이 업무수행 과정에서 A사 대표이사 乙, 기획부 차장 丁, 전 재무팀장 戊 등으로부터 ‘회사의 자금사정이 매우 어렵다’는 정보를 취득」한 것으로 보고, 甲 및 B은행 (양벌규정)에 대하여 공소제기

戊는 내부자가 아닌 제1차 정보수령자로 보아야 하고 자신은 제2차 정보수령자에 해당한다고 주장.

- 법원은 戊는 B은행 직원 丙의 부탁을 받아 A사에 대한 정보를 甲에게 전달한 것이어서 피고인 甲은 A사와 계약을 체결하고 있는 B은행의 직무와 관련하여 미공개 정보를 알게 된 자이고, A사의 미공개 내부정보를 제1차수령자로부터 다른 기회에 전달받은 제2차 정보수령자가 아니라고 판시.

(2) 2차 정보수령자와 공범

(의의) 원칙적으로 2차 정보수령자 처벌규정이 없는 이상 대항범 관계에 있는 1차 정보수령자의 공범(공동정범, 교사, 방조)으로도 처벌 불가하나,

예외적으로 정보를 받은 단계에서 그 정보를 거래에 막바로 이용한 제1차 정보수령자의 행위에 공동가담한 2차 정보수령자는 1차 정보수령자의 공범으로 처벌 가능

가. 대법원 2001. 1. 25. 선고 2000도90 판결

□ 사실관계

- 피고인 甲은 그의 형이자 B일보 기자인 공동피고인 乙과 공모하여, 乙은 1998. 8. 17. A사의 홍보이사가 B일보사에 취재요청과 함께 모사전송한 보도자료 등을 통하여 상장법인인 A사에서 그 다음날 무세제 세탁장치를 개발하여 시연회를 한다는 사실을 알게 되자 그 기사가 보도되기 전인 그 날 22:00쯤 피고인 甲에게 전화를 걸어 그 사실을 알려주고 피고인 甲은 그 다음날 A사의 주식 34,280주를 매수하였다가 그 후 무세제 세탁장치 개발사실이 언론에 보도되어 주가가 급상승한 후인 그 달 20일부터 그 해 9. 8.까지 매수한 주식을 주당 15,450원 내지 21,000원에 매도하여 464,445,950원의 매매차익을 취득함으로써, 乙은 일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보를 홍보이사로부터 받고 A사가 발행한 주식의 매매와 관련하여 다른 사람으로 하여금 그 정보를 이용하게 함

□ 판시 내용

- 증권거래법 제188조의2 제1항은 내부자로부터 미공개 내부정보를 전달받은 제1차 정보수령자가 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 그 정보를 이용하거나 다른 사람으로 하여금 이를 이용하게 하는 행위만을 금지하고 있을 뿐, 제1차 정보수령자로부터 미공개 내부정보를 전달받은 제2차 정보수령자 이후의 사람이 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 당해 정보를 이용하거나 다른 사람으로 하여금 이를 이용하게 하는 행위를 금지하지는 아니하므로 결국 내부자로부터 미공개 내부정보를 전달받은 제1차 정보수령자가 유가증권의 매매 기타의 거래와 관련하여 당해 정보를 이용하거나 다른 사람에게 이를 이용하게 하는 행위만을 처벌할 뿐이고, 제1차 정보수령자로부터 제1차 정보수령과는 다른 기회에 미공개 내부정보를 다시 전달받은 제2차 정보수령자 이후의 사람이 유가증권의 매매 기타의 거래와 관련하여 전달받은 당해 정보를 이용하거나 다른 사람에게 이용하게 하는 행위는 그 규정조항에 의하여는 처벌되지 않는 취지임
- 그 규정조항은 내부자로부터 직접 미공개 내부정보를 전달받은 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 죄형 법정주의 원칙에 부응되기 때문
- 그리고 법 제188조의2 제1항의 금지행위 중의 하나인 내부자로부터 미공개 내부정보를 수령한 제1차 정보수령자가 다른 사람에게 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 당해 정보를 이용하게 하는 행위에 있어서는 제1차 정보수령자로부터

당해 정보를 전달받는 제2차 정보수령자의 존재가 반드시 필요하고, 제2차 정보수령자가 제1차 정보수령자와의 의사 합치하에 그로부터 미공개 내부정보를 전달 받아 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 당해 정보를 이용하는 행위가 당연히 예상되는 바, 그와 같이 제1차 정보수령자가 미공개 내부정보를 다른 사람에게 이용하게 하는 법 제188조의2 제1항 위반죄가 성립하는데 당연히 예상될 뿐만 아니라, 그 범죄의 성립에 없어서는 아니되는 제2차 정보수령자의 그와 같은 관여 행위에 관하여 이를 처벌하는 규정이 없는 이상 그 입법취지에 비추어 제2차 정보수령자가 제1차 정보수령자로부터 제1차 정보수령 후에 미공개 내부정보를 전달 받은 후에 이용한 행위가 일반적인 형법 총칙상의 공모, 교사, 방조에 해당된다고 하더라도 제2차 정보수령자를 제1차 정보수령자의 공범으로서 처벌할 수는 없다고 할 것이라고 판시한 사례.⁵¹⁾

나. 대법원 2009. 12. 10. 선고 2008도6953 판결

□ 사실관계

- 피고인 甲은 A사의 대표이사인 丙의 처이고, 피고인 乙은 甲과 이전부터 알고 지내던 사이인바, 2005. 9. 초순경 甲의 집에서, 甲은 그녀의 남편인 丙으로부터 丙이 직무와 관련하여 알게 된 “A사에서 ‘저가형 플라스틱 무선 전파인식 장치(RFID Tag)’와 관련된 기술 개발을 거의 완료하였다”는 정보를 전해 듣고 2005. 9. 중순경 甲의 집에서 피고인 乙에게 전화하여 위와 같은 기술개발현황을 알려 주자 피고인 乙은 A사의 주식을 매수한 후에 RFID Tag 기술 개발정보가 증권사이트에 공시되어 주가가 오르면 이를 처분하여 수익을 분배하기로 제안하고, 甲은 피고인 乙의 위와 같은 제안을 승낙한 후, 2005. 9. 22.경 甲의 집에서 은행에서 예금을

51) 원심으로서의 피고인 甲에 대한 이 사건 공소사실을 석명하여 乙이 제1차로 정보를 받아 그 정보를 거래에 막바로 이용한 행위에 甲이 공동가담하였다는 것인지 또는 乙이 제1차로 받은 정보를 다른 사람인 피고인 甲으로 하여금 제2차로 받게 한 뒤 이용하게 한 행위에 공동가담하였다는 것인지를 밝힌 다음 구분된 그 공소사실에 대응하여 심리, 판단하는 것이 바람직하다고 판시.

인출하거나 대출을 받는 등의 방법으로 마련한 3억 9,900만원을 피고인 乙에게 전달하였으며, 피고인 乙은 2005. 9. 23.경부터 2005. 9. 27.경까지 甲으로부터 전달 받은 위 3억 9,900만원 및 피고인 乙이 소지하고 있던 1,700만원으로 피고인 乙 및 피고인 乙의 시어머니 증권계좌를 통하여 A사의 주식 235,500주를 1주당 1,635원 내지 1,815원에 매수하고 808주를 1주당 1,675원에 매수하였다가, 2005. 10. 5. 18:46경 증권선물거래소 게시판에 ‘A사가 순천대학교 戊 교수로부터 저가형 플라스틱 RFID Tag 제작기술을 이전받기로 협약을 체결하였다’는 공시가 이루어지고 그와 같은 내용이 언론에 보도되면서 주가가 급등하자, 2005. 10. 13.경 위와 같이 매수한 A사 주식 234,692주를 1주당 4,520원 내지 4,690원에 매도하여 그 매매차익 합계 675,750,450원에서 각종 수수료와 거래세 합계 4,553,645원을 공제한 671,196,805원의 이익을 취득.

□ 판시 내용

- 법 제188조의2 제1항의 금지행위 중의 하나인 내부자로부터 미공개 내부정보를 수령한 1차 정보수령자가 다른 사람에게 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 당해 정보를 이용하게 하는 행위에 있어서는, 2차 정보수령자가 1차 정보수령자로부터 1차 정보수령 후에 미공개 내부정보를 전달받은 후에 이용한 행위가 일반적인 형법 총칙상의 공모, 교사, 방조에 해당된다고 하더라도 2차 정보수령자를 1차 정보수령자의 공범으로서 처벌할 수는 없다고 할 것이지만(대법원 2002. 1. 25. 선고 2000도90 판결 참조), 다른 한편, 법 제188조의2 제1항의 다른 금지행위인 1차 정보수령자가 1차로 정보를 받은 단계에서 그 정보를 거래에 막바로 이용하는 행위에 2차 정보수령자가 공동 가담하였다면 그 2차 정보수령자를 1차 정보수령자의 공범으로 처벌할 수 있다고 할 것이다.
- 그런데 원심이 인정한 사실에 의하더라도, 甲이 피고인 乙에게 이 사건 내부정보를 전달하자 피고인 乙이 그 정보를 이용하여 A사의 주식을 매매한 후 그 수익을 분배하자고 제안하였고 甲이 이를 승낙하여 이 사건 범행을 공모한 후 그에 따라

위 인정사실과 같이 A사의 주식을 매매하였다는 것이므로, 비록 1차 정보수령자인 甲이 A사의 주식거래를 직접 실행한 바 없다 하더라도, 甲은 공범인 피고인 乙의 주식거래행위를 이용하여 자신의 범행의사를 실행에 옮긴 것으로 보아야 할 것이고, 여기에 A사의 주식 매수자금 대부분을 甲이 제공한 점, 주식매매를 통해 얻은 매매차익의 60% 정도가 甲에게 귀속된 점 등의 사정까지 종합해 보면, 피고인 乙과 甲의 위 주식거래는, 1차 정보수령자인 甲이 1차로 정보를 받은 단계에서 그 정보를 거래에 막바로 이용한 행위에 해당하고, 피고인 乙은 甲의 위와 같은 행위에 공동 가담한 것으로 보아야 한다고 판시한 사례⁵²⁾.

52) 원심(광주고등법원 2008. 7. 10. 선고 2007노281 판결)에서는 丙의 처인 피고인 甲이 1차적으로 A사의 내부정보를 수령하고 1차 정보 수령과는 다른 기회에 피고인 乙에게 재차 A사의 내부정보를 전달한 것이므로, 피고인 甲은 A사의 내부정보 1차 수령자, 피고인 乙은 A사의 내부정보 2차 수령자로 판단되고, 피고인 乙은 피고인 甲이 1차로 A사의 위 정보를 받은 단계에서 그 정보를 거래에 막바로 이용한 행위에 공동 가담한 것으로 볼 수도 없어 피고인 乙의 이 사건 공소사실에 대하여 무죄를 선고

제3절 직무관련성

1. 당해법인 임·직원의 직무관련성

(1) 구내식당에서 전해들은 경우

(수원지방법원 2007. 8. 10. 선고 2007고단2168 판결)

- 피고인 甲은 A약품의 생산본부장(이사)으로 A약품의 신약개발 등을 지원하는 업무에 종사하는 사람인바, 피고인 甲은 2005. 8. 26.경 A약품 구내식당에서, A사 중앙연구소장으로 기술이전계약 담당임원인 乙로부터 ‘A약품이 개발한 위궤양 치료제의 전 세계 판매를 위하여 다국적 제약회사인 B사와 조만간 기술이전계약을 체결할 예정이다’라는 취지의 중요정보를 직무와 관련⁵³⁾하여 전해 듣고 위 정보를 이용하여 그러한 기술이전 관련 정보가 공개(2005. 9. 8. 11:50)되기 전인 2005. 8. 26. 피고인 甲의 사무실에서 홈트레이딩 시스템을 통해 피고인 甲 및 처남 명의로 A약품의 주식 1,100주를 시가 22,538,000원에 매수한 것을 비롯하여 그때부터 같은 해 9. 8.까지 사이에 총 6회에 걸쳐 A약품의 주식 총 18,200주 시가 합계 433,943,000원 상당을 매수하고 합계 102,837,430원의 부당이득을 취득하여 미공개 중요정보인 ‘기술이전계약체결’ 사실을 이용한 사례.

(2) 사무실에서 우연히 알게 된 경우

가. 서울지방법원 2002. 1. 23. 선고 2001고단10894 판결(유죄)

- 피고인 甲은 A사 총무과 대리로서 2000. 2. 21. 18:00경 A회사 총무과 사무실에서,

53) 임직원의 직무관련성 범위에 관하여 명시적인 판단을 내린 판례는 별로 없으나 다수의 사례에서 직무관련성의 범위를 넓게 인정하고 있는바, 동 사안의 경우에도 甲이 생산본부장으로서 기술이전계약의 실무자가 아님에도 乙로부터 구내식당에서 대화중에 정보를 지득한 경우까지 직무관련성을 인정하고 있음

위 회사의 주식담당직원인 乙이 기안하였다가 **파기한 이사회 결의서(안)**에 2000. 2. 22. 개최 예정인 위 회사 이사회에서 사업목적에 전자상거래 및 인터넷 사업을 추가한다는 내용이 기재되어 있는 것을 보고, 위와 같은 내용의 이사회 결의사항이 증권거래소를 통하여 공시된 같은 달 22. 17:02보다 이전 시각인 같은 날 14:34:54경부터 15:00:43경까지 위 회사 총무과 사무실에서 홈트레이딩 시스템에 접속하여, 자신 명의로 개설한 증권계좌를 통하여 총 28회에 걸쳐서 위 회사의 주식 14,000주를 1주당 평균 금 3,406원에 매수하여, 주식의 매매거래와 관련하여 일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보를 이용한 사례.

나. 수원지방법원 2008. 7. 30. 선고 2008노1134 판결(무죄)

- **피고인 甲**은 주식회사 A의 영업담당 상무보로 근무하던 자인바, 2005. 10. 10.경 A사 사무실에서, A사가 발행한 신주인수권증권 12,831,000주 중 10,264,800주를 소각 목적으로 매입할 것이라는 중요 미공개정보를 직무상 지득하고 동 정보가 증권 시장에 알려질 경우 주가가 상승할 것을 예측하여 일반인에게 2005. 11. 25. 공개되기 이전인 2005. 10. 14.부터 같은 해 11. 25.까지 乙명의로 동사 주식 42,000주를 매수한 후 2005. 12. 13.부터 2006. 2. 10.까지 이를 전량 매도하여 미공개 정보를 이용하여 금 27,038,713원의 부당이득을 취득하였다고 기소된 사례에서,
- **법원**은 2005. 10. 18.부터 같은 해 11. 25.까지 사이에 매입한 것으로 인정되는 25,000주는 이 사건 정보를 이용하여 취득한 것인지에 대하여 보건대, 앞서 본 바와 같이 피고인이 짧은 기간 내에 다량의 A사 주식을 취득하였고, 같은 기간 동안 다른 회사 주식을 취득하였다는 자료가 없는 점, 피고인이 회사의 재무 관련 업무를 처리하는 피고인 丙, 丁과 같은 사무실에서 근무하였다는 점에서 피고인 甲이 이 사건 정보를 알고 주식을 취득하였을 개연성은 크다고 할 것이나,
- 한편, 신주인수권부 주식의 매입사무를 담당하였던 피고인 丙, 丁은 이 사건 정보를 대표이사와 자신들만이 알고 있었고 업무 당사자가 아닌 피고인 甲 등 다른 임직원

에게는 이를 알리지 않았다고 진술하고 있고, 달리 피고인 甲이 이 사건 정보를 미리 얻었음을 인정할 직접적인 증거가 없으며, 피고인 甲은 검사가 이 사건 정보를 안 시기로 주장하는 2005. 10. 10. 이전에도 2002년에 4회에 걸쳐 합계 7,300주, 2003년에 2,000주, 2004년에 900주를 매입한 적이 있고, 2005. 9. 27. 3,010주, 2005. 10. 7.에도 3,000주를 매입한 적이 있어, 피고인 甲이 단기간에 집중적으로 회사 주식을 매수하였다는 사정만으로 위 피고인이 매입 당시 이 사건 정보를 지득하고 있었다고 단정하기에 부족하고, 달리 이를 인정할 증거가 없으며, 또한 피고인 甲은 '영업담당 상무보'로서, 신주인수권부증권의 소각과 관련된 업무를 담당하는 자가 아닌데, 이 사건 정보를 직무상 지득하였음을 인정할 자료 또한 찾을 수 없어 무죄를 선고한 사례.

2. 계약체결자의 직무관련성

(1) 당해 계약과 직접적인 관련성이 없는 경우

가. 수원지방법원 2003. 7. 25. 선고 2003고단1044,1999 병합

- B사는 기업경영, 자금유치, 기업인수 및 기업합병의 자문을 주업으로 하는 회사이고, 피고인 甲은 위 회사의 대표이사인바, 피고인 甲은, B사가 2002. 1. 4. 코스닥 상장기업(2001. 12. 26. 코스닥 등록, 2001. 12. 28.부터 주식거래)으로서 乙이 대표이사이던 A사와 기업경영 등의 자문계약을 체결하였고, 2002. 1. 28.경 A사로부터 기업인수 비용으로 받은 300,000,000원으로 2002. 1. 29.부터 2002. 2. 15.까지 여러 차례에 걸쳐 당시 평균 2,578원 정도이던 A사의 주식 합계 117,565주를 매수하였으며(B사는 이로써 종전부터 보유한 20,000주와 합하여 137,565주를 보유하게 됨), 그 무렵 乙과 A사의 연구원들이 C시스템의 기술을 훔친 다음 허위매출로 코스닥에 등록한 혐의로 검찰의 내사를 받다가 2002. 3. 7. 07:30경 乙 등이 긴급체포되고, A사도 압수수색 당하였으며, 그들이 그 혐의사실로 2002. 3. 8. 각 구속되었고, A사는 2002. 3. 12.에 이르러서야 이러한 사실을 공시하였음에도, 2002. 3. 7.

오전 B사 사무실에서 A사의 성명불상 직원으로부터 “사장과 자금부장이 오늘 오전에 검찰에서 긴급체포되었다”라는 전화를 받고, 피고인 甲이 평소 알고 지내던 변호사에게 “범죄혐의를 알아봐 달라”라고 부탁한 후, 그 날 저녁 위 변호사로부터 乙 등이 기술을 훔친 혐의사실로 긴급체포되어 조사받고 있음을 전해듣자, 소규모 벤처회사인 A사의 사장과 간부가 검찰에서 위와 같은 혐의사실로 긴급체포되었다면 향후 A사의 경영 등이 순탄치 않고 이러한 사실이 일반인에게 알려질 경우 A사의 주식도 급락할 것으로 예상하고서, 손실을 회피하고자 2002. 3. 8. 아침 일찍 피고인의 집에서 A사로 가던 중 B사의 직원에게 “우리 회사에서 가지고 있는 A사의 주식을 매도하라”라고 지시하여 직원이 그 날 09:49:15경부터 그 날 10:43:32까지 57분 사이에 전화로 위와 같이 가지고 있던 A사 주식 137,565주 중 132,565주를 346,738,280원(회피손실액 325,527,880원)에 매도함으로써, 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 중요한 정보로서 일반인에게 공개되지 아니한 정보를 A사의 기업경영 등의 자문계약에 따른 직무와 관련하여 알게 된 피고인 甲이 A사 주식 매매와 관련하여 그 정보를 이용한 사례.

나. 서울지방법원 2000. 7. 6. 선고 2000고단2425 판결

- A상호신용금고 사주로서 주식투자 및 사채알선 등을 하는 피고인 甲은 1998. 5. 경부터 B텔레콤에 자금을 대여하고 그 회사 발행의 당좌수표를 교부받아 사채업자에게 할인하여 사용하는 내용으로 위 회사와 자금대차계약관계에 있던 중, 같은 해 7. 28. 08:00경 위 수표가 부도났다는 사실을 알게 되자, 그 부도사실이 일반인에게 알려지면 주가가 급락할 것을 예상하여 당시 위 회사 주식을 전혀 보유하고 있지 않았음에도 위 부도 사실이 아직 일반인에게 공개되기 이전인 7. 28. 09:28:40에 C증권에 개설한 乙명의로의 주담보 계좌를 통하여 위 회사 주식 21만주를 당일 하한가인 2,465원에 **공매도**하여, 일반인에게 공개되지 아니한 중요 정보를 이용한 사례.

(2) 외부연구소의 직원이 자체전산망으로 취득한 경우

(서울중앙지방법원 2008. 11. 27. 선고 2008고합236 판결)⁵⁴⁾

- 코스닥 상장법인인 A사는 2003. 12.경 B연구원과 사이에 기술이전계약을 체결하여, B연구원이 수행하고 있는 개발과제인 ‘나노기술을 이용한 초고감도 이미지센서’에 관한 기술을 기술료 50억 원 및 향후 매출액의 2%를 지급하는 조건으로 인수하기로 약정하였다. B연구원의 행정연구원인 피고인 甲은 2005. 10. 24. B연구원에서 사내전산망인 MIS에 ‘A사 기술시연회(10/24)’라고 게시된 주간업무보고를 보고 “나노 이미지센서칩(SMPD) 개발완료 및 시연회 개최”라는 미공개정보를 지득하고, 같은 해 10. 25.부터 같은 해 11. 3.까지 피고인 甲의 계좌를 통하여 A사 주식 40,500주 약 1억 3,000만 원 상당을 매수한 다음, 위 정보가 일반인들에게 공시된 2005. 11. 10. 이후에 이를 매도하여 합계 5억 8,400만 원 상당의 부당이득을 취득하였는바,
- 내부자거래 규제의 취지는 증권매매에 있어 정보면에서의 평등성 즉, 공정한 입장에서 자유로운 경쟁에 의하여 공정한 거래를 하게 함으로써 증권시장의 거래에 참여하는 자로 하여금 가능한 동등한 입장과 동일한 가능성 위에서 증권거래를 할 수 있도록 투자자를 보호하고 증권시장의 공정성을 확립하여 투자자에게 그 신뢰감을 갖게 하려는 데에 있는 것이다(대법원 1994. 4. 26. 선고 93도695 판결 참조). 위와 같은 입법취지를 전제로 이 사건에 관하여 보건대, 비록 피고인이

54) 동 판결에서는 2005. 10.경 B연구원의 교육연수사업실장인 피고인 乙이 수차례 주간업무회의 등에 참석하면서 이 사건 미공개정보를 지득하고, 2005. 11. 2.부터 같은 달 4.까지 피고인 甲의 증권계좌를 통하여 A사 주식 5,900주를 매수한 후 위 정보가 일반인들에게 공시된 2005. 11. 10. 이후에 이를 매도하여 합계 101,894,420원의 부당이득을 취득하였다는 공소사실에 대하여, 피고인 乙의 업무가 이 사건 나노 이미지센서의 개발이나 홍보업무와는 전혀 무관한 점 등에 비추어 피고인 乙이 직무와 관련하여 위 정보를 이용하였다고 볼 증거가 없다는 등의 이유로 무죄를 선고하였으나, 2심(서울고등법원 2009. 5. 15. 선고 2008노3397 판결)에서는 비록 위 피고인 乙이 B연구원 교육연수사업실 실장으로 근무하여 나노 이미지센서 개발 및 홍보 업무에 직접 관여하지 않았다 하더라도, 일반투자자에는 접근이 허용되지 아니하는 B연구원 업무회의를 통해서 이 사건 정보를 취득하였으므로, 위 정보를 취득함에 있어서 위 피고인 乙의 직무관련성이 인정된다고 판시(대법원 2010. 2. 25. 선고 2009도4662 판결로 확정).

B연구원의 건설추진실 직원으로 근무하여 나노 이미지센서 개발 및 홍보업무에 직접 관여하지 않았다 하더라도, 일반 투자자에게는 접근이 허용되지 아니하는 B연구원 내의 전산망을 통해서 이 사건 정보를 취득하였으므로, 이는 피고인이 B연구원에 근무한다는 지위를 이용하여 불공정하게 정보를 취득한 때에 해당한다고 할 것이다. 나아가 B연구원에서 나노 이미지센서의 기술을 개발하여 이를 그대로 A사에 양도하기로 약정한 이상, 그 기술개발을 완료하였다는 정보는 B연구원의 업무상 정보에 해당함과 동시에 당해 법인인 A사의 업무상 정보에도 해당한다고 할 것이므로, 결국 피고인은 자신의 직무와 관련하여 당해 법인인 A사의 공개되지 아니한 업무상 정보를 취득하였다고 봄이 상당하다고 판시한 사례.

제4절 이용행위

1. 이용행위의 판단

(1) 이용행위의 판단기준

(의의) 미공개중요정보를 '이용'한다 함은 그 정보를 알지 못했더라면 내렸을 결정과 다른 결정을 내리게 함으로써 영향을 미치는 것을 의미하고, 미공개정보를 인식한 상태에서 유가증권 거래를 한 경우에는 정보를 이용한 것으로 봄

가. 서울중앙지방법원 2007. 2. 9. 선고 2006고합332 판결

- 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 미공개 내부 정보를 '이용'한다고 함은 미공개 내부 정보를 지득한 상태에서 유가증권을 거래함에 있어 그 정보가 유가증권의 거래 여부, 거래시점, 거래량, 가격 등 거래조건의 결정에 하나의 요인으로 작용하여 만일 그러한 정보를 알지 못했더라면 내렸을 결정과 다른 결정을 내리게 함으로써 영향을 미침을 의미한다고 판시.

나. 서울중앙지방법원 2007. 7. 20. 선고 2007고합159 판결⁵⁵⁾

- 증권거래법 제188조의2 제1항은 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 미공개 정보를 '이용'하는 행위를 금지하고 있기 때문에, 미공개정보 이용행위로 처벌하기 위해서는 단순히 미공개정보를 '보유'하고 있는 상태에서 유가증권의 거래를 한 것만으로는 부족하고, 그것을 '이용'하여 유가증권의 거래를 한 것이 인정되어야 하지만, 미공개정보를 인식한 상태에서 유가증권 거래를 한 경우에는 특별한 사정이 없는 한 그것을 이용하여 유가증권 거래를 한 것으로 봄이 상당하고, 또한 유가증권 거래를

55) 대법원 2010. 5. 13. 선고 2007도9769판결로 확정

하게 된 다른 요인이 있더라도 미공개 내부 정보를 이용한다는 것이 하나의 요인이 된 경우에는 미공개정보를 이용하여 유가증권 거래를 한 것으로 인정할 수 있다고 판시.

다. 서울고등법원 2011. 12. 2. 선고 2011노1043 판결

- 구 증권거래법 제188조의2 제1항은 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 미공개 정보를 이용하는 행위를 금지하고 있기 때문에, 미공개정보를 단순히 보유하고 있는 것만으로는 부족하고, 미공개정보를 이용하여 유가증권의 매매 기타 거래를 한 것이 인정되어야 하나, 정보를 이용하였는지 여부는 당해 정보의 중요성과 확실성 정도, 정보 인식시점과 거래시점 사이의 시간적 간격, 거래시점과 정보공개시점 사이의 시간적 간격, 주가의 동향, 행위 전후의 제반 사정 등을 종합하여 판단할 수밖에 없다고 할 것인데, 법인의 내부자가 미공개 중요정보를 인식하고 그 직후 또는 그와 근접한 시기에 조만간 공시 등을 통해 일반인에 대한 정보 공개가 이루어질 것을 예상하면서 유가증권 거래를 한 경우에는 특별한 사정이 없는 한 미공개정보를 이용하여 유가증권 거래를 한 것으로 봄이 상당하다고 판시.

(2) 정보의 구체적인 내용을 알려주지 않은 경우

(수원지방법원 안산지원 2011. 1. 21. 선고 2010고합184 판결)

- 피고인 甲이 2008. 8. 24.경에서 2008. 8. 27. 10:37경 사이에 불상의 장소에서 영국 런던에 소재하고 있는 친형 乙에게 휴대폰으로 전화를 걸어 “현재 가지고 있는 A사 주식을 처분하라”고 알려주었고, 乙은 2008. 8. 27. 10:37경(런던 시각 01:37경) A사 주식 151,000주를 238,543,300원에 매도하여 94,139,126원의 손실을 회피한 사안에서,
- 피고인은 주권상장법인의 직원으로서 당해 법인의 업무 등과 관련하여 일반인에게 공개되지 아니한 정보인 “A사가 H에셋과 경영자문계약을 체결하는 것으로 합의되어 H에셋은 A사에 대한 적대적 인수합병 시도를 중단한다”는 정보를 직무와 관련하여

알게 된 후 乙로 하여금 당해 법인이 발행한 유가증권의 매매에 그 정보를 이용하게 하였다고 판시.

(3) 정보제공행위와 이용행위 사이의 인과관계

(서울중앙지방법원 2007. 12. 21. 선고 2007고합569 판결)⁵⁶⁾

- 피고인 甲은 2005. 4. 1. A사의 최대주주이던 B사와 A사 주식 7,402,000주 (48.69%)에 관하여 매매계약을 체결하고, 2005. 4. 18. 그 대금 전액을 지급하고 그 주권을 교부받아 A사의 주요주주가 된 다음, A사가 음반제작 회사인 C사를 포괄적 주식교환의 방법으로 우회상장 시키고 그 사업목적을 변경하여 음반제작 등을 포함한 종합적인 연예 엔터테인먼트 회사로 탈바꿈할 것이라는 미공개 중요 정보를 2005. 4. 26.경 A사의 사무실에서 乙로 하여금 丙에게 전달하게 하여, 丙으로 하여금 위 미공개 중요 정보가 공시(2005. 5. 6.)되기 이전인 2005. 4. 28.부터 2005. 5. 2.까지 이를 이용하여 60,507주를 92,871,205원에 매수하도록 함으로써 위 丙으로 하여금 주식매매와 관련하여 그 정보를 이용한 것으로 기소된 사안에서,
- 법원은 증권거래법 제188조의2에 의하면, 내부자가 미공개정보를 ‘직접 이용하는 행위’뿐만 아니라 ‘다른 사람으로 하여금 이를 이용하게 하는 행위’ 또한 금지되고, 이에 위반된 행위는 동법 제207조의2에 의하여 형사처벌된다. 이때 다른 사람에게 정보를 제공하는 행위는 수령자가 그 정보를 당해 주식거래에 이용하려 한다는 정을 알면서 그에게 정보를 제공하는 정도면 족하고, 꼭 그 정보를 이용하여 주식 거래를 하도록 권유할 필요까지는 없다. 한편, ‘다른 사람으로 하여금 이를 이용하게 하는 행위’는 다른 사람의 이용행위를 당연한 전제로 하는 것인 점, 다른 사람의 이용행위가 없다면 정보를 제공하는 행위만으로는 증권시장의 공정성에 대한 사회 일반의 신뢰에 어떠한 위협을 가져오지 않는 점, 그러므로 정보제공행위로 기소된 사건에서 정보수령자가 미공개정보를 언제 어떻게 매매거래에 이용하였다는 것인지에 관한 구체적인 범죄사실이 적시되지 아니하면 공소사실이

56) 대법원 2011. 7. 28. 선고 2008도5399 판결로 확정

특정된 것으로 볼 수 없는 점(대법원 2004. 3. 26. 선고 2003도7112 판결 참조) 등에 비추어, 증권거래법 제188조의2 소정의 '다른 사람으로 하여금 이를 이용하게 하는 행위'에 해당하기 위해서는 정보제공행위뿐만 아니라 정보수령자의 이용행위 및 정보제공행위와 그 이용행위 사이의 **인과관계**까지 인정되어야 한다. 따라서 **정보수령자가 이미 그 정보를 다른 경위로 알고 있는 경우에는 정보제공행위와 정보수령자의 이용행위 사이에 인과관계가 인정되지 아니하므로 '다른 사람으로 하여금 이를 이용하게 하는 행위'에 해당하는 것으로 볼 수 없으나,**

- ① 피고인 乙은 피고인 甲이 A사를 정식으로 인수하기 전인 2005. 3.경 甲의 지시로 丙에게 C사의 우회상장 계획을 알려주며 주식을 사전매도한 사실(다만, 당시에는 대상 회사가 A사라는 것을 알려주지는 않음), ② 그 뒤 2005. 4. 1. 甲은 A사의 최대주주 지분을 인수하는 본 계약을 체결한 다음, 같은 날 이를 공시하였고, 그 무렵 이 사실이 언론에도 보도된 사실, ③ 이를 통해 丙은 C사의 우회상장 대상 회사가 A사라는 사실을 알게 되었고, 이에 따라 2005. 4. 8.부터 장내에서 A사 주식을 매수하기 시작한 사실, ④ 그런데 그 이후인 2005. 4. 26.경 乙은 丙에게 C사의 주권을 전달하면서 C사의 우회상장 대상 회사가 A사인 것을 알려준 사실 등에 비추어 보면, 위 丙은 乙로부터 2005. 4. 26.경 C사의 우회상장 대상 회사가 A사라는 정보를 받기 전에 **이미 그 정보를 알고 있었다**고 봄이 상당하다. 그렇다면, 丙의 미공개정보 이용행위가 乙의 2005. 4. 26. 정보제공행위로 인한 것이라고 할 수 없어서, 乙의 행위를 증권거래법 제188조의2 소정의 '다른 사람으로 하여금 이를 이용하게 하는 행위'에 해당한다고 할 수 없다고 판시.

(4) 미공개중요정보를 이용하여 주식을 매수하고 정보공개 전 매도한 사안

(서울중앙지방법원 2014. 4. 4. 선고 2013고합604 판결)

(의의) 미공개정보를 이용하여 주식을 매수한 것으로 이미 기수에 이르게 되므로 그 이후의 해당 주식의 매도 여부는 범죄 성립 여부와 무관

- 피고인(1차 정보수령자)이 자신의 장인(2차 정보수령자)에게 미공개 중요정보를 전달

하였고, 피고인의 장인이 정보를 수령한 후 매수한 주식 중 일부를 동 정보 공개일 이전에 매도하였으므로, 위 매도분에 해당하는 주식의 매수행위는 미공개 중요정보 이용행위로 평가할 수 없다고 주장한 사안에서,

정보수령자가 미공개 중요정보를 이용하여 해당 주식을 매수한 이상 이는 미공개 중요정보 이용행위로 평가할 수 있고, 그 후 그 주식을 언제, 어떻게 매도하였는지가 이미 성립한 미공개 중요정보 이용행위로 인한 증권거래법위반죄의 성부에 어떠한 영향을 미친다고 볼 수는 없다고 판시.

2. 이용행위로 인정한 사례

(1) 정보를 취득·제공한 경우

(서울중앙지방법원 2008. 11. 27. 선고 2008고합236 판결)⁵⁷⁾

□ 사례1(甲)

- 코스닥 상장법인인 A사는 2003. 12.경 B연구원과 사이에 기술이전계약을 체결하여, B연구원이 수행하고 있는 개발과제인 ‘나노기술을 이용한 초고감도 이미지센서’에 관한 기술을 기술료 50억 원 및 향후 매출액의 2%를 지급하는 조건으로 인수하기로 약정하였다. B연구원의 행정연구원인 피고인 甲은 2005. 10. 24. B연구원에서 사내전산망인 MIS에 ‘A사 기술시연회(10/24)’라고 게시된 주간업무보고를 보고 “나노 이미지센서칩(SMPD) 개발완료 및 시연회 개최”라는 미공개정보를 지득하고, 같은 해 10. 25.부터 같은 해 11. 3.까지 피고인 명의의 계좌를 통하여 A사 주식 40,500주 약 1억 3,000만 원 상당을 매수한 다음, 위 정보가 일반인들에게 공시된 2005. 11. 10. 이후에 이를 매도하여 합계 5억 8,400만 원 상당의 부당이득을 취득한 사안에서,

57) 항소심(서울고등법원 2009. 5. 15. 선고 2008노3397 판결)을 거쳐, 대법원(2010. 2. 25. 선고 2009도4662 판결)에서 확정

- 피고인 甲은 2005. 5.경부터 A사 주식을 거래해 오던 중 2005. 9. 20.자 D일보 보도를 통해 나노 이미지센서의 개발이 완료되었음을 알게 되었고, 그 후 주가의 추이를 주시하다가 2005. 10. 25.경 A사 주식을 매수하게 된 것이며, **B연구원 내부 전산망인 MIS는 확인하지 못했다고 주장**하나, ① 피고인 甲이 종래 주식투자를 해오면서 2005. 6. 1.경 A사 주식 1,600주를 매수하여 이를 2005. 7. 13.경 매도 하기는 하였으나, 그 이후에는 A사 주식에 투자하지 아니하였던 점, ② 그러던 중 2005. 10. 25. A사 주식 33,000주를, 같은 해 11. 3. 같은 주식 7,500주를 각 매수 하였고, 이 사건 정보에 관한 공시 이후에 이를 순차 처분하였던 점, ③ 피고인 甲의 기존 투자 방식은 여러 종목의 주식에 분산 투자하는 것이었음에도, 2005. 10. 25.경 주식을 매수함에 있어 당시 보유하고 있던 다른 종목의 주식들을 모두 처분하여 A사 주식을 집중 매수하였고, 전체 매수대금 약 1억 3,000만원 중 3,000만원 가량은 마이너스 통장에서 인출한 금원이었던 바, 위와 같은 주식투자 형태는 기존의 방식에 비해 매우 이례적인 것으로서 다른 특별한 정보가 없는 이상 이러한 형태의 투자를 하기는 어려웠을 것으로 보이는 점, ④ 한편 피고인 甲이 주식을 다시 매수하기 직전인 2005. 10. 24. B연구원 내부 전산망인 MIS에 이 사건 정보의 내용이 기재된 주간업무보고서가 게시되었는데, 평소 주식투자에 관심이 있는 피고인으로서는 그 정보를 충분히 확인할 수 있었을 것으로 보이는 점 등을 종합 하면, 피고인 甲이 2005. 10. 24.경 B연구원 내부 전산망을 통해 이 사건 정보를 알게 되어 위와 같은 거래를 하였다고 봄이 상당하다고 판시.

□ 사례2(乙)

- B연구원의 홍보담당 선임행정원인 피고인 乙은 2005. 10. 19. 시연회 개최업무를 담당 하면서 직무와 관련하여 이 사건 미공개정보를 지득하고 2005. 10. 20. B연구원의 계약직원인 피고인 丙에게 이 사건 미공개정보를 제공하여 피고인 丙으로 하여금 2005. 10. 20.부터 같은 달 27.까지 A사 주식 504, 548주를 매수하게 하였고, 2005. 10. 20. 자신의 친구인 피고인 丁에게 이 사건 미공개정보를 제공하여 피고인 丁으로 하여금 그 날부터 같은 달 21.까지 A사 주식 3,030주를 매수하게 하였음.

- 피고인 乙, 丙, 丁은 피고인 丙, 丁이 각자의 판단에 따라 주식거래를 한 것이고, 피고인 乙이 이 사건 정보를 제공한 사실이 없다고 주장하나, ① 피고인 丙은 B연구원 계약직 직원으로서 피고인 乙의 직장 동료였고, 피고인 丁은 피고인 乙의 전 직장 동료로서, 이들은 모두 피고인 乙과 잡은 금전 거래를 할 정도로 가까운 사이였던 점, ② 그런데 피고인 丙, 丁은 2005. 10. 20.부터 A사 주식을 집중적으로 매수하였고(피고인 乙은 2005. 10. 19.부터 A사 주식을 집중 매수하였다), 이 사건 정보에 관한 공시가 있는 이후 대량 매도하였던 점, ③ 피고인 丙은 2004. 5.경 이후 거의 주식투자를 하지 않았음에도 2005. 10. 20.경부터는 미수 거래로 주식을 대량 매수하는 등 매우 적극적인 형태로 주식투자에 나아갔고, 피고인 丁은 주식 매수대금 약 750만 원 중 500만 원을 신용카드 대출로 조달하였던 점, ④ 한편 피고인 丙은 2005. 12. 6. 피고인 乙에게 1억 원을 송금하였던 바, 당시는 피고인 乙이 A사 주식투자로 인해 상당한 이익을 실현한 시점이었고, 현재까지도 그 변제가 이루어지지 않고 있으며, 더욱이 위 금원에 대한 이자도 지급되지 않았던 것 등에 비추어 보면, 위 금원이 이 사건 정보 제공의 대가인 것으로 보이는 점, ⑤ 피고인 丁 또한 2005. 11. 29. 피고인 乙의 증권계좌로 A사 주식 1,000주를 입고하면서 향후 주가가 오르더라도 1,500만 원으로 정산하여 돌려받기로 약정하였던 바, A사 주식의 종가는 2005. 11. 28.에 17,750원, 11. 29.에 20,400원이었고, 더욱이 당시는 A사 주가가 연일 상한가를 기록하던 시점이었으므로, 결국 위와 같은 거래는 당시의 주식 시세에도 못미치는 것으로서 역시 피고인 乙에게 매우 유리한 조건이었던 점, ⑥ 피고인 丙은 2005. 11. 13.경 피고인 乙의 대학 동창인 戊에게 A사 주식을 장외에서 매도하였는바, 피고인 乙이 이들을 소개시켜 주어 그 거래를 중개한 것으로 보이는 점 등을 고려하면, 앞서 본 바와 같이 2005. 10. 19.경 이 사건 정보를 알게 된 피고인 乙이 피고인 丙, 丁에게 이를 알려주어 이들로 하여금 주식거래를 하게 하였다고 봄이 상당하다고 판시.

(2) 미공개정보를 인식한 상태의 거래

가. 서울고등법원 2009. 5. 15. 선고 2008노3397 판결⁵⁸⁾

□ 사실관계

- 코스닥상장법인인 A사는 2003. 12.경 B연구원과 사이에 기술이전계약을 체결하여, B연구원이 수행하고 있는 개발과제인 ‘나노기술을 이용한 초고감도 이미지센서’에 관한 기술을 기술료 50억 원 및 향후 매출액의 2%를 지급하는 조건으로 인수하기로 약정하였는바, 피고인은 2005. 10.경 B연구원에서 교육연수사업실 실장으로 근무하여 수차례 주간업무회의 등에 참석하면서 이 사건 정보를 지득하고, 같은 해 11. 2.부터 같은 달 4.까지 피고인 명의의 대신증권 계좌를 통하여 A사 주식 5,900주를 매수한 다음, 위 정보가 일반인들에게 공시된 2005. 11. 10. 이후에 이를 매도하여 합계 101,894,420원 상당의 부당이득을 취득.

□ 판시 내용

- ① 위 피고인은 검찰 피의자신문조서 작성 당시 A사 주식을 매수하게 된 경위를 묻는 검사의 질문에 ‘2005. 10. 21. 주간업무회의에서 나노이미지센서 발표회를 TV보도 추진하고 있다는 이야기를 듣고 매수한 것으로 생각된다’고 진술하였는데, 비록 정확히 위와 같은 날짜에 주간업무회의가 개최되지 않았다고 하더라도 그 무렵 이 사건 정보와 관련된 업무회의가 열렸던 점, ② 게다가 위 피고인은 10년 이상 가입해 놓았던 생명보험금을 담보로 약관대출을 받아 위 주식매수자금을 마련하였던 점, ③ 위 피고인이 2005. 10. 19.부터 같은 달 21.까지 위 주식을 무려 11,900주나 매수한 점에 비추어 보면, 위 피고인이 2005. 10. 25. 위 주식 1,350주를 매도한 사실이 위 피고인이 이 사건 정보를 모르고 있었다거나 또는 이를 이용하지 아니하였음을 추단할 만한 근거가 될 수 없는 점, ④ 비록 위 피고인이 B연구원

58) 대법원 2010. 2. 25. 선고 2009도4662 판결로 확정

교육연수사업실 실장으로 근무하여 나노 이미지센서 개발 및 홍보업무에 직접 관여하지 않았다 하더라도, 일반투자자에게는 접근이 허용되지 아니하는 B연구원 업무회의를 통해서 이 사건 정보를 취득하였으므로, 위 정보를 취득함에 있어서 위 피고인의 직무관련성이 인정되는 점, ⑤ 그리고 **내부자의 거래가 전적으로 내부정보 때문에 이루어졌음이 요구되는 것이 아니라, 단지 거래를 하게 된 하나의 요인이기만 하면 정보의 '이용'이라는 요건을 충족하는 것으로 해석함이 상당한바,** 단순히 위 피고인이 이 사건 매매를 전후하여 위 주식을 매매한 사실이 있다는 사정만으로 위 피고인의 주식거래가 평소 위 피고인의 주식거래 형태와 별다른 차이점이 없다고 단정할 수 없는 점(위 피고인은 2005. 10. 19.부터 같은 해 11. 4. 까지 위 주식을 대량 매수하였다) 등을 종합하여 보면, **위 피고인이 위 주식을 매매함에 있어 이 사건 정보를 이용한 사실을 충분히 인정할 수 있다고** 관시한 사례.⁵⁹⁾

- 59) 1심(서울중앙지방법원 2008. 11. 27. 선고 2008고합236 판결)에서는 2005. 10. 21. B연구원의 주간업무회의가 개최되지 아니한 것으로 보이고, **피고인이 2005. 10. 25. A사 주식 1,350주를 매도하였던 것에 비추어 보면, 피고인이 당시 이 사건 정보를 알고 있었다고 보기 어려우므로 '2005. 10. 21. 주간업무회의에서 나노 이미지센서 개발 완료에 관한 TV보도가 추진된다는 것을 알게 되어 A사 주식을 매수하였다'**는 피고인의 검찰에서의 진술은 착오에 의한 것으로 보이고, 나아가, ① 피고인은 전자부품연구원 교육연수사업실 실장으로 근무하였으므로 이 사건 **나노 이미지센서의 개발이나 홍보업무와는 전혀 무관하였던 점, ② 피고인은 2004. 9.경 이래로 계속하여 A사 주식을 매매하였고, 2005. 10. 25.에는 1,350주를 매도하기도 하였으며, 그 이후에도 2007. 말경까지 계속하여 A사 주식을 매수하거나 매도하였던 점, ③ 특히 증권거래법 제188조의2 제1항은 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 미공개정보를 '이용'하는 행위를 금지하고 있기 때문에, 미공개정보 이용행위로 처벌하기 위해서는 단순히 미공개정보를 '보유'하고 있는 상태에서 유가증권의 거래를 한 것만으로는 부족하고, 그것을 '이용'하여 유가증권의 거래를 한 것이 인정되어야 할 것인바, 공소제기된 2005. 11. 2. 및 같은 달 4.의 주식거래는 평소 피고인의 주식거래 형태와 별다른 차이점이 발견되지 아니하므로, 피고인이 이 사건 정보를 '이용'했다고 보기도 어려운 점 등을 고려하면, 검사 제출의 증거만으로는 피고인이 이 부분 주식거래를 함에 있어 이 사건 정보를 사전에 취득·이용하였다고 단정하기 어렵고 달리 이를 인정할 증거가 없다는 이유로 무죄를 선고**

나. 서울중앙지방법원 2011. 4. 7. 선고 2010고합775 판결⁶⁰⁾

□ 사실관계

- A사의 사업총괄 부사장 겸 등기이사인 피고인 甲은 2007. 10. 6. A사 재무담당 상무인 乙로부터 'A사의 폴리실리콘 제조설비의 추가 증설 목적의 1,600억 원 투자' 관련 정보가 기재된 '폴리실리콘 투자금액 증액 관련 공시 및 기업설명회 대응 방안⁶¹⁾'이라는 문건을 보고받고, A사가 위 정보를 2007. 10. 12. 17:08경 증권 선물거래소 게시판에 공시하기 전인 2007. 10. 10.부터 같은 달 12.까지 평소 관리하던 丙 명의의 차명계좌로 A사 주식 합계 8000주를 1,880,648,000원에 집중적으로 매수하여 482,534,704원의 부당이득을 취득.

□ 판시 내용

- 피고인 甲은 당시 사귀다 헤어진 여자친구에게 지급할 합의금을 마련하기 위해 차명계좌에 보유 중인 주식을 매도하여 현금으로 전환하였다가 합의금으로 사용할 필요가 없게 되어 다시 A사 주식을 매수하였을 뿐 미공개정보를 이용한 것은 아니라고 주장하나, 미공개정보를 인식한 상태에서 유가증권 거래를 한 경우에는 특별한 사정이 없는 한 그것을 이용하여 유가증권 거래를 한 것으로 봄이 상당하고, 또한 유가증권 거래를 하게 된 다른 요인이 있더라도 미공개 내부정보를 이용한다는 것이 하나의 요인이 된 경우에는 미공개정보를 이용하여 유가증권 거래를 한 것으로 봄이 상당한바,
- ①피고인 甲은 2007. 7. 26.부터 2007. 10. 8.까지 5차례에 걸쳐 A사 주식 합계 20,000주를 매도하다가, 위 시설투자 정보를 인식한 상태에서 2007. 10. 10. 08:59경부터 2007. 10. 12. 12:26경까지 사이에 A사 주식 합계 8,000주의 매수를

60) 서울고법 2011.12.2. 선고 2011노1043판결로 확정

61) '투자금액 : 1,600억 원, 투자목적 : 폴리실리콘 제조설비의 추가 증설을 위한 투자, 투자기간 : 2007. 10. ~ 2008. 6., 이사회 결의일 : 2007. 10. 12., 기타 : 기존 투자금액 2,500억 원을 4,100억 원으로 증액, 2007. 10. 12. 장 종료 후 공시 예정'이라는 내용이 기재

마무리하였고, 같은 날 17:13경 위 시설투자에 관한 내용이 공시된 점, ② 위 시설 투자 정보는 호재성 정보로서 중요정보에 해당하는 점, ③ ㉠ 2007. 10. 8. 당시에는 합의가 이루어지지 않은 상태였을 뿐만 아니라 차명계좌에 10억 원이 예치된 상태였고, A사 주식의 높은 유동성을 고려할 때, 합의가 이루어지지 아니한 상태에서 미리 주식을 매도하여 현금을 마련할 필요는 없었던 것으로 보이는 점, ㉡ 피고인은 금융감독원에서 2007. 10. 10.부터 2007. 10. 12.까지 A사 주식 8,000주를 매수한 경위에 관하여 '지인 丁의 소개로 그림을 사려고 했지만 잘 안 되는 바람에 다시 주식을 매수하였다'라는 취지로 진술하여 위 주장과 다른 진술을 한 점, ㉢ 피고인은 차명계좌에서 주식을 매도한 경위에 대하여는 주가가 상승하여 차명으로 보유하는 것이 부담스러워 매도한 것이라는 취지로 주장하고 있음에도, 특별한 이유 없이 차명계좌에서 주식을 매수하였다는 것은 선뜻 납득하기 어려운 점 등에 비추어 보면, 피고인의 위 주장은 신빙하기 어려울 뿐만 아니라, 가사 피고인이 위와 같은 경위로 A사 주식을 재매수하였다 하더라도, 위 시설투자에 관한 정보는 그 내용의 중대성에 비추어, 피고인이 A사 주식을 매수하게 된 하나의 중요 원인으로 작용한 것으로 봄이 상당한 점, ④ 피고인이 2007. 10. 8. 위 시설투자 정보를 인식한 상태에서 A사 주식 7,000주를 매도한 사정만으로는 2007. 10. 10.부터 2007. 10. 12.까지 A사 주식 합계 8,000주를 매수할 당시 위 시설투자 정보를 이용하지 아니하였음을 추단할 만한 근거가 될 수 없는 점 등에 비추어 보면, 피고인이 위 시설투자 정보를 이용하여 A사 주식을 매수하였음을 충분히 인정할 수 있다고 판시한 사례.

3. 이용행위로 인정하지 않은 사례

(1) 정보를 취득하지 않은 경우 (대법원 2008.11.27. 선고 2008도6219 판결)

□ 사례1(甲, 丙)

○ 피고인 甲은 L화학 재무관리팀장으로서, K명예회장의 지시에 따라 L그룹 대주주

및 특수관계인 100여 명이 보유하고 있는 L그룹 계열사의 주식을 관리하여 왔을 뿐, L카드사의 직원도 아니고 이사회·감사위원회 등의 구성원도 아니며 이 사건 중요 정보⁶²⁾의 생성·보고·결재에 관여할 수 없어서 이 사건 **중요정보를 일반적으로 취득·이용할 지위에 있지 않았고**(더구나 이 사건 중요정보는 **대외비 문건**으로 분류되어 L그룹 핵심 경영자 사이에서만 은밀하게 보고가 이루어진 것으로 보이는데, 이러한 정보가 위 피고인에게 전달되었음을 인정할 직접적인 증거가 전혀 없다).

- **피고인 丙**은 L그룹 계열사가 아닌 D사의 대주주 겸 경영자로서 당시 재정적으로 어려움을 겪고 있던 D사의 부채비율을 낮추고 자금난을 해소하기 위하여 500억 원 규모의 유상증자를 추진하였고, 그 자금 마련을 위하여 K명예회장의 양해 아래 자신의 보유 주식을 관리하고 있는 **피고인 甲**에게 L그룹 주식의 환가를 부탁하였으며, 피고인 甲이 이 사건 공소사실 기재와 같이 매도한 L카드 주식의 매도 대금은 모두 위 D사의 유상증자 자금으로 투입되었다.
- **피고인 甲**은 자신이 관리하고 있는 L카드의 대주주 약 60명의 보유 주식 중에서 **오로지 피고인 丙** 보유 주식만을 제3자에게 매도하였는데, 만약 이 사건 중요정보를 이용하여 엘지카드의 주가하락으로 인한 손실을 회피할 생각이었다면 굳이 다른 대주주 보유 주식은 놓아두고 피고인 丙 보유 주식만 매도할 합리적인 이유가 없다(더구나 당시 L카드의 재무구조 악화로 인하여 증자를 추진하여야 할 형편이었고, **실제로도 피고인 丙을 제외한 다른 대주주들의 주식 보유량은 전체적으로 증가한 것으로 보이는데**, 이러한 상황에서 별다른 절박한 목적 없이 오로지 시세차익이나 손실회피를 목적으로 피고인 丙 보유 주식을 매도한다는 것은 납득하기 어렵다).
- 피고인 甲이 2003. 10. 23. 하루 동안 피고인 丙 보유 주식 나머지 전량을 모두

62) 중요정보의 내용은 ① L카드의 적자가 누적됨에 따라 자본 부족 문제로 인하여 재무구조가 급속히 나빠져 회사의 경영상황이 악화될 것이라는 정보, ② 상반기에 1차 유동성 위기 해소를 위해 실시된 1조 원 상당의 자본 확충이 끝났음에도 위와 같은 재무구조의 악화 등으로 L카드에서는 추가 자기자본 확충을 위하여 조만간 수천억 원 이상 규모의 유상증자가 이루어져야 하는 상황이라는 정보임

매도하라고 증권회사 직원에게 독촉한 정황, 그 밖에 이 사건 주식을 매각하는 방법이나 시기 등에 있어서 상고이유로 주장하는 바와 같이 다소 의문스러운 정황이 엿보이지만, 피고인 甲이 이 사건 중요정보를 취득·이용하였다는 직접적인 증거가 없고 앞에서 본 바와 같이 합리적인 의심이 존재하는 상황에서 위와 같은 정황만으로 피고인 甲, 丙에 대한 이 사건 공소사실을 **유죄로 인정할 수는 없다**고 관시한 사례.

□ 사례2(乙)

- 피고인 乙이 피고인 A사, 피고인 P사 보유의 L카드 주식을 관리하는 자인바, L카드 보유 주식의 실제 소유자는 W 등의 사모투자펀드인데, 위 사모투자펀드는 L카드의 2대주주로서 당시 경영권을 행사하던 최대주주 L그룹 측과는 협력하면서도 견제하는 관계에 있었기 때문에, 비록 피고인 乙이 위 사모투자펀드를 대리하여 L카드의 사외이사 겸 감사위원의 지위에 있었다고 할지라도 L그룹 측에서는 아직 확정되지 않은 단계인 이 사건 중요정보를 미리 위 피고인측에 제공할 이유가 없었던 것으로 보인다(이 사건 중요정보는 L카드의 전망을 어둡게 보고 있기 때문에 이를 피고인 乙 측에서 미리 알게 되면 공동투자관계에서의 조속한 이탈을 유발할 가능성이 있고, 외부로 유출되면 L카드에 나쁜 영향을 미칠 수 있다).
- 피고인 乙이 2003. 8. 11.자 감사위원회 및 2003. 9. 3.자 이사회에서 이 사건 중요정보를 취득하였다면 굳이 1개월 반 정도가 경과한 후에서야 L카드의 주식을 매도하기 시작한 이유를 납득하기 어렵고, 손실회피를 목적으로 주식을 매각한 것이라면 2003. 10. 30. L카드의 유상증자 공시 이전에 서둘러 많은 물량을 매도하지 않은 이유, 위 공시 이후 주가가 떨어진 다음에도 11. 20.경까지 꾸준히 매도를 진행하여 보유 주식 전량을 매도한 이유를 합리적으로 설명하기 어렵다(그 밖에도 피고인 乙이 이 사건 중요정보의 취득·이용과는 무관하게 위 사모투자펀드의 전략적 방침에 따라 L카드 주식을 모두 처분한 것이라고 볼 만한 정황이 있다).

- L카드 경영진은 지속적인 자금부족 때문에 2003. 9. 22. '추가 자본확충 검토(안)'이라는 문건을 작성하면서 확정적으로 자본확충을 시도하기로 결정하여 2003. 10. 20. 이사회에 보고하였고, 피고인 乙은 위 이사회에 참석하여 이 사건 중요정보를 취득한 것으로 보이는데, 이미 위 피고인은 그 전부터 E증권과 일임매매에 관한 협의를 하여 2003. 10. 7. E증권과 일임매매약정을 체결한 다음 L카드 주식 전량의 매도를 진행하고 있던 상태였으므로 이 사건 중요정보를 이용하였다고 볼 수 없다.
- 피고인 乙의 지위나 이 사건 주식을 매각한 시기 등에 있어서 상고이유로 주장하는 바와 같이 다소 의문스러운 점이 엿보이지만, 직접적인 증거가 없고 앞에서 본 바와 같은⁶³⁾ 합리적인 의심이 존재하는 한 피고인 乙, A사, P사에 대한 이 사건 공소 사실을 유죄로 인정하기 어렵다고 판시한 사례.

(2) 고의 유무가 문제되는 경우⁶⁴⁾

가. 대전지방법원 천안지원 2011. 5. 25. 선고 2010고합228 판결

- 피고인(사채업자)은 2009. 11. 5.경 A사 최대주주인 甲과 15억 원 규모의 주식담보 대출약정을 체결하고 甲으로부터 본건 회사 주식 500,000주를 담보로 받아 보유하고 있던 중, 인터넷 등에 본건 회사의 횡령설이 언급되자 甲에게 전화하여 사실 관계를 확인하는 과정에서 甲으로부터 “乙이 회사자금을 횡령하여 해외로 도피하였다”는 사실을 들어 인지한 후, 2009. 12. 16.경 보유하고 있던 본건 회사 주식 500,000주 전체를 매도하여 5억8,705만 5,000원 상당의 손실을 회피하였다고

63) 그 외에도 중요정보가 기재된 문건 등이 **대외비**로 분류되어 핵심경영자만 접근이 가능했던 점, 피고인 乙이 참석한 감사위원회(2003. 8.11.) 및 이사회(2003. 9.3.)에서 이 사건 중요정보의 내용이 피고인 乙에게 전달되었음을 인정할 직접증거가 없다는 점도 무죄사유로 설시

64) 아래 사례는 검찰이 **수동적으로 사실관계를 확인해 준 내부자**를 기소하지 않은 경우인바, 타인에게 정보를 전달하여 이용케 할 의도가 없었다고 본 듯하다. 참고로, **대법원** 판결 중에는 상장사 임원인 피고인이 증권회사의 영업부장으로 근무하는 친구로부터 당해 회사의 추정 결산실적 정보의 확인을 요청받고 그 수치가 거의 맞다고 확인해 준 경우에도 정보를 이용케 한 것으로 판시한 사례가 있다(대법원 1995. 6. 29. 선고 95도467 판결 참조).

판시⁶⁵⁾

나. 수원지방법원 2007. 8. 10. 선고 2007고단2168 판결

- 피고인 丙은 A약품의 생산본부장으로 근무하다 2004. 3. 31. 퇴직한 사람인바, 2005. 8. 31.경 A약품의 생산본부장으로 A약품의 신약개발 등을 지원하는 업무에 종사하는 피고인 甲으로부터⁶⁶⁾ 위 위계양 치료제와 관련하여 ‘A약품이 개발한 위계양 치료제의 전 세계 판매를 위하여 다국적 제약회사인 B사와 조만간 기술이전계약을 체결할 예정이다’라는 내용의 중요정보를 전해 듣고 위 정보를 이용하여 2005. 9. 2. 피고인 명의로 A약품의 주식 450주를 시가 10,085,170원에 매수한 것을 비롯하여 그때부터 같은 해 9. 6.경까지 총 3회에 걸쳐 A약품의 주식 총 4,790주 시가 합계 109,812,320원 상당을 매수하고 합계 35,324,680원의 부당이득을 취득하여 미공개 중요정보인 ‘기술이전계약체결’ 사실을 이용한 사례.

(3) 주식매도에 다른 합리적인 이유가 있는 경우

(서울동부지방법원 2011. 12. 30. 선고 2011고합221,279(병합) 판결)

- 피고인 A사는 2008.7.경 B증권회사로부터 10억원을 대출받으면서 자신이 보유하고 있던 C사 주식 400만주를 담보로 제공하였는바, C사가 2008. 12.경 회생절차개시 신청을 함에 따라 C사 주가가 하락하자 B사는 피고인 A사에 담보부족 예고통지를 하였고, 피고인 A사는 2009.1.초순경 대출금 중 4억원을 변제하면서 B사에 나머지 대출금 상환기한을 1개월 연장해 줄 것을 요청하였고, B사는 이에 응하여

65) 검사는 본건 피고인(사채업자)의 주식 매매와 관련해서는 甲(최대주주)을 정보이용 또는 정보를 전달하여 이용케 한 혐의로 기소하지 아니함. 다만 이와 별도로, 甲은 2009. 12. 15.경 甲과 乙의 횡령사실이 알려질 경우 회사의 주가가 급락할 것을 우려하여 차명계좌로 보유 중이던 회사 주식 전체에 대한 매도를 지시하여 손실을 회피하였는바, 그 부분 혐의는 기소(유죄)

66) 피고인 丙은 당시 퇴직한 상태였으나 丙과 甲은 전·현직 생산본부장으로서 가끔 안부 전화를 하는 사이였는데 2005.8.30.경 丙이 먼저 전화를 하여 기술이전계약의 진행상황 등 회사 근황에 대하여 문의하자 甲이 기술이전계약 체결 가능성이 높아졌다는 사실을 알려준 것으로 丙에게 동 정보를 알려준 甲의 행위는 단순한 유선통화 내용 중의 일부분으로 의도적인 행위가 아닌 것으로 판단되어 甲의 정보제공혐의에 대하여는 무혐의 처리

2009.1.중순경 담보로 제공받은 주식을 처분하여 대출금 상환에 우선적으로 변제 한다는 취지의 상환이행계약을 작성하였으며, 한편, C사에 대한 회생개시결정이 이루어짐에 따라 C사 주식은 2008.12.말경부터 2009.1.하순경까지 매매거래정지 조치가 된 상태였고, 매매거래정지조치가 해제된 이후인 2009.2.초경 피고인 A사의 재무이사인 피고인 甲은 B사 지점 직원에게 전화로 C사 주식 중 약 19만주를 매도해 달라고 주문하여 이를 매도하였고, B사는 주식매도대금으로 피고인 A사에 대한 대출금 변제에 충당한 사안에서,

- ① B사가 담보로 가지고 있던 C사 주식 400만주가 피고인 A사에 반환된 것으로 보이지 않는 점, ② 상환이행계약서에 담보로 제공된 주식을 처분하여 대출금 상환에 우선적으로 변제하도록 정하고 있는데, 2009.2.초경 C사 주식이 매도되어 곧바로 B사에 대한 대출금 변제에 충당된 점으로 비추어 볼 때 이 부분 주식 매도 행위는 피고인 甲이 주문을 하였다 할지라도 그 실질은 피고인 A사와 B사 간에 체결된 상환이행계약의 이행에 따른 행위로 보이는 점, ③ B사는 위 주식매도가 반대매매에 해당한다는 확인서를 작성하여 준 점 등의 사정에 비추어, 이 부분 주식매도행위가 미공개정보의 이용행위에 해당하지 않는다고 판시한 사례.

제5절 공 범67)

1. 내부자간 공모

가. 서울고등법원 2005. 6. 30. 선고 2005노566 판결

- A신문사 대표이사 甲과 상무 乙은 공모하여 2003. 5경 기존의 B신문사로부터 독립을 추진하였으나 B신문사에서 밀린 채무금 약 104억 원을 변제하지 아니할 경우 A신문사 사무실 이전 업무를 방해할 태세를 갖추자 그 채무금 변제 자금을 마련하기 위하여 약 100억원 상당의 유상증자를 계획하고 참여회사를 물색하던 중 2003. 6. 하순경 C경제신문사로부터 30억원 상당, D소프트로부터 약 10억원 상당 유상증자에 각 참여하겠다는 약속을 받았고, E일보사와는 유상증자 참가의 큰 틀을 잡은 상태에서 계속 호의적인 세부 협상과정을 거쳐 7. 11.경 60억원 참여하기로 협상이 타결되어 A신문사는 2003. 7. 14. 발행주식수 8,528,688주, 모집금액 104억원 상당의 제3자배정 유상증자를 실시하기로 공시한 후 2003. 7. 15. 바로 유상증자를 실시하였는데, 향후 재무건전성의 호전이 예상되는 A신문사의 2003. 7. 15.자 유상증자 계획에 관한 중요한 정보를 이용하여 2003. 7. 2.부터 7. 14.까지 10억원을 마련하여 차명계좌로 A신문사 주식 867,792주를 매수한 후

67) 2인 이상이 범죄에 공동 가공하는 공범관계에서 공모는 법률상 어떤 정형을 요구하는 것이 아니고 2인 이상이 공모하여 어느 범죄에 공동 가공하여 그 범죄를 실현하려는 의사의 결합만 있으면 되는 것으로, 비록 전체의 모의과정이 없었다고 하더라도 수인 사이에 순차적 또는 압묵적으로 모의하여 의사의 결합이 이루어지면 공모관계가 성립하고, 이러한 공모가 이루어진 이상 실행행위에 직접 관여하지 아니한 자라도 다른 공모자의 행위에 대하여 공동정범으로서의 형사책임을 지는 것이며, 위 공모에 대하여는 직접증거가 없더라도 정황사실과 경험법칙에 의하여 이를 인정할 수 있으며(대법원 1994. 3. 8. 선고 93도3154 판결, 대법원 2000. 11. 10. 선고 2000도3483 판결, 2006. 5. 11. 선고 2003도4320), 피고인이 공모의 점과 함께 범의를 부인하는 경우에는, 이러한 주관적 요소로 되는 사실은 사물의 성질상 범의와 상당한 관련성이 있는 간접사실 또는 정황사실을 증명하는 방법에 의하여 이를 입증할 수밖에 없으며, 이 때 무엇이 상당한 관련성이 있는 간접사실에 해당할 것인가는 정상적인 경험칙에 바탕을 두고 치밀한 관찰력이나 분석력에 의하여 사실의 연결 상태를 합리적으로 판단하는 방법에 의하여야 함(대법원 2006. 2. 23. 선고 2005도8645 판결 등).

주가가 급등하자 7. 14.부터 9. 2.까지 위 매수주식 전량을 매도하여 93,800,158원의 부당이득을 취한 사례.

나. 대구지방법원 2005. 7. 22. 선고 2005노1343 판결

- 여신관리팀 팀장 甲과 자금운용팀장 乙은 공모하여 甲은 2003. 8. 7. A은행 여신관리팀 사무실에서 A은행과 2002. 2. 27. 경영정상화 약정을 체결한 B사의 여신관리담당자로부터 B사의 예상 감자 비율 및 감자에 대한 이사회 결의 예정일 등이 기재된 'B사 제11차 채권금융기관 운영위원회 서면결의 안건 및 사전회의자료'를 전달받자 즉석에서 A은행이 보유하고 있는 B사 주식의 매매거래를 담당하고 있는 자금운용팀의 乙에게 위 자료를 팩스로 전송하였고 乙은 팩스를 받은 즉시 C증권의 A은행⁶⁸⁾ 명의의 증권계좌를 통하여 B사 주식 235,710주를 평균 단가 2,025원에 매도하여 B사의 감자에 관한 이사회 결의 사실이 공시된 2003. 9. 9. 이후 최저가인 주당 1,260원(2003. 9. 16. 종가)과 대비하여 총 178,181,410원의 손실을 회피한 사실을 인정한 사례.

2. 내부자의 이용에 타인이 가담

가. 창원지방법원 2003. 8. 14. 선고 2003고단951 판결(공동정범)

- 피고인 甲은 1998. 7. 27. 코스닥등록 법인인 A회사의 임원으로 전무이사 또는 부사장의 직책을 수행하던 사람인바, 2001. 12월경 위 A사가 1999년경 워크아웃 대상기업으로 선정되었다가 경영수지 개선으로 워크아웃을 조기 졸업하는 등 거액의 누적된 미처분 이익이 발생하였으나 보유현금자산이 없어 미처분 이익을 주주들에게 현금배당하지 않고, 무상증자할 것이라는 일반인에게 공개되지 아니한 회사 내부의 정보를 알게 된 것을 이용하여 거래처 업자인 乙에게 그 설명을 하면서 위 A사 주식을 거래할 수 있는 증권계좌를 개설하여 주식거래를 하자고 제의하여 乙로부터

68) 甲, 乙에 대하여는 벌금 5백만원, A은행에 대하여는 양벌규정을 적용하여 벌금 6천만원 선고

승낙을 받음으로써 주식거래를 하여 시세차익을 올리기로 **乙과 공모하여**, 2001. 12. 21. 현대증권 마산지점에 위 **乙명의로 증권계좌를 개설**하면서 甲이 마련한 자금 222,666,450원을 예치한 후 2001. 12. 28. 위 A사의 주식 600주를 취득한 것을 비롯하여 그 무렵부터 2002. 2. 19.까지 사이에 총 13회에 걸쳐 합계 29,379주(주당 평균 매수가 : 7,579원 가량)를 취득한 후 무상증자에 대한 이사회결의 통과로 주가가 폭등한 이후인 2002. 2. 26.부터 같은 해 3. 11.까지 사이에 위 취득주식을 모두 합계 327,639,450원(주당 평균 도매가 : 11,152원 가량)에 매도하여 수수료, 세금을 공제한 103,397,852원의 시세차익을 올린 사례.

나. 서울남부지방법원 2004. 10. 15. 선고 2004노948 판결(방조범)

- 피고인 甲은 2002. 12. 24.경 甲이 근무하는 사무실에서 피고인 乙로부터 乙이 경영 지원부장으로 일하는 A사 주식을 매입하되 피고인 甲 이외의 타인 명의의 계좌로 매입하여 달라는 부탁을 받았는바, 피고인 乙은 A사가 2002. 12. 27.자로 B사의 발행주식 전부를 인수하고 그 대금은 제3자 배정에 의한 유상증자로 발행한 신주로서 지급하는 방식으로 증자할 예정임을 알게되어 매매차익을 취할 생각으로 甲에게 매입을 부탁하게 된 것으로, 甲은 이를 승낙한 후 2002. 12. 24.경부터 2002. 12. 27.까지 甲명의로 주식거래계좌 및 丙명의로 차명계좌를 이용하여 乙이 송금한 3천만원에 甲의 돈을 합하여 A사의 주식을 매입한 다음, 주가가 상승하자 2003. 1. 10.경 위 주식을 전량 매도한 후 2003. 1. 14.경 乙에게 3천만원 상당 주식매입분에 대한 매매차익 28,538,087원을 송금하여 乙의 위와 같은 정보를 이용한 행위를 용이하게 함으로써 이를 방조⁶⁹⁾한 사례

3. 주식교환 당사자간 공모 (대법원 2006. 5. 11. 선고 2003도4320 판결)

- 비상장회사 A의 전무이사인 甲은 상장회사 B의 상무이사인 乙과 합병 관련 협의를

69) 검사는 甲을 정보수령자로 기소하였으나 2심에서 공소장을 변경하여 증권거래법위반방조죄의 공소사실로 변경

하던 중 2001. 3. 20.경부터 4. 초순경까지 전환사채 인수와 관련해서 丙을 접촉하면서 “A사가 상장회사 B와 합병한다. B사 주가가 많이 오를테니 B사에서 발행한 전환사채를 1구좌 인수해 달라”고 말하여 丙으로부터 긍정적인 답변을 받은 후 4. 17. 甲의 사무실에서 乙 및 丙과 함께 만나 전환사채 1구좌를 10억 8,500만원에 인수하기로 하는 계약을 체결하였고, 丙은 B사로부터 C기금이 보유하고 있던 전환사채(권면액 40억원)중 일부(권면액 합계10억원)를 대금 12억6천만원에 인수하기로 하되 인수금액 모두 B사에서 보장하기로 하는 계약을 체결하여 전환사채를 입고시킨 후 주식으로 전환하여 6. 11.경 전량을 2,165,834,240원에 매각하여 약 10억원의 차익을 취득하는 등, 甲은 乙과 공모하여 丙을 접촉하면서 B사와의 A&D를 위하여 계약을 체결하고 있는 A사의 임원으로서 B사 업무 등과 관련하여 직무상 알게 된 정보를 丙에게 알려주어 그로 하여금 B사 유가증권 거래와 관련하여 이용하게 한 사례⁷⁰⁾

70) A&D(주식교환방식에 의한 인수·합병)를 추진하는 주식회사의 대주주이자 상무이사인 乙이 전환사채의 거래에 앞서 그 인수 회사의 담당 직원에게 내부정보를 미리 알려준 것만으로는 위 인수 회사 혹은 그 자산운영자에게 위 내부정보가 공개된 것으로 볼 수 없으므로 丙이 미공개 내부정보를 위 전환사채 거래에 이용한 것이라고 본 원심의 판단을 수긍한 사례



제 2 장

시세조종 사례

제1절 위장거래에 의한 시세조종

제2절 현실거래에 의한 시세조종

제3절 시세고정·안정에 의한 시세조종

제4절 동기별 시세조종 사례

제5절 공범 및 고의성 등



〈시세조종 개요〉*

1. 개념

시장에서 수요공급의 원칙에 따라 형성되는 상장증권 또는 장내파생상품의 가격을 인위적인 조작을 통해 조정하여 부당이득을 취하는 행위를 통칭(자본시장법 제176조)

2. 구체적 행위유형

(1) 위장거래에 의한 시세조종

- 통정매매, 가장매매
- 매매가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 타인으로 하여금 그릇된 판단을 하게 할 목적(오인목적)

(2) 현실거래에 의한 시세조종

- 직전가 또는 상대호가 대비 고가매수주문, 허수매수주문, 순차적 고가매수주문, 시·종가 관여주문 등
- 매매를 유인할 목적(유인목적)

(3) 허위표시에 의한 시세조종

- 자기 또는 타인의 조작에 의해 시세가 변동한다는 말을 유포, 중요한 사실에 관한 허위표시
- 매매를 유인할 목적(유인목적)

(4) 시세의 고정·안정행위

- 상장증권 또는 장내파생상품의 시세를 고정시키거나 안정시킬 목적으로 하는 일련의 매매 또는 그 위수탁행위
- 적극적인 시세변동행위는 아닐지라도 정상적인 수요와 공급에 의한 가격결정을 왜곡 시킨다는 점에서 시세조종의 한 유형으로 분류하여 금지

(5) 현물·선물 연계 시세조종행위

- 장내파생상품 매매에서 부당한 이득을 얻기 위해 그 기초자산의 시세를 조종하거나, 반대로 기초자산 매매에서 부당한 이득을 얻기 위해 장내파생상품의 시세를 조종하는 행위
- 증권매매에서 부당한 이득을 얻기 위해 당해 증권과 연계된 증권(연계증권에 대해서는 시행령 제207조에서 상세히 규정)의 시세를 조종하는 행위

* 한국증권법학회, “자본시장법(주석서 I)”, 893~937면, 한국사법행정학회, “주식 금융법(III)”, 466~491면을 참고하여 요약 정리한 내용임.

제2장 시세조종 사례

제1절 위장거래에 의한 시세조종⁷¹⁾

1. 성립요건

(의의) 위장매매의 주관적 요건인 목적성 판단에 있어 다른 목적과의 공존여부나 어느 목적이 주된 것인지 문제되지 않고 미필적인식이 있으면 목적성이 인정되며, 실제 오해 유발여부를 묻지 않는 등 다소 폭넓게 인정

(1) 목적에 대한 판단 (대법원 2001. 11. 27. 선고 2001도3567 판결, 대법원 2004. 7. 9. 선고 2003도5831 판결, 대법원 2004. 3. 26. 선고 2003도7112 판결 등)

- 증권거래법 제188조의4 제1항은 공개경쟁시장에서의 자연적인 수요공급에 따른 거래가 아닌 통정매매 또는 가장매매로 인한 거래량 또는 가격의 변화가 자유로운 공개경쟁시장에서의 자율적인 수요공급에 따른 정상적인 것인 양 타인을 오도하여 현실적인 시세조종을 용이하게 하는 위장거래행위를 금지하는 데에 그 취지가

71) 자본시장법 제176조 (시세조종행위 등의 금지) ① 누구든지 상장증권 또는 장내파생상품의 매매에 관하여 그 매매가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나, 그 밖에 타인에게 그릇된 판단을 하게 할 목적으로 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하여서는 아니된다.

1. 자기가 매도하는 것과 같은 시기에 그와 같은 가격 또는 약정수치로 타인이 그 증권 또는 장내파생상품을 매수할 것을 사전에 그 자와 서로 짝 후 매도하는 행위
2. 자기가 매수하는 것과 같은 시기에 그와 같은 가격 또는 약정수치로 타인이 그 증권 또는 장내파생상품을 매도하는 것을 사전에 그 자와 서로 짝 후 매수하는 행위
3. 그 증권 또는 장내파생상품의 매매를 함에 있어서 그 권리의 이전을 목적으로 하지 아니 하는 거짓으로 꾸민 매매를 하는 행위
4. 제1호부터 제3호까지의 행위를 위탁하거나 수탁하는 행위

※ 구 증권거래법 제188조의4 제1항 참조

있는바, 위 조항 위반죄가 성립하기 위하여는 통정매매 또는 가장매매 사실 외에 주관적 요건으로 거래가 성황을 이루고 있는 듯이 오인하게 하거나, 기타 타인으로 하여금 그릇된 판단을 하게 할 목적이 있어야 함은 물론이나, 이러한 목적은 다른 목적과의 공존여부나 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 부당이득을 취득할 목적' 등이 요구되는 것도 아니며, 그러한 목적은 그 유가증권의 가격 및 거래량의 동향, 전후의 거래 상황, 거래의 경제적 합리성 및 공정성 등의 간접사실을 종합적으로 고려하여 판단할 수 있다고 판시.

(2) 같은 시기 및 같은 가격의 의미

가. 대법원 2004. 7. 9. 선고 2003도5831 판결

- 통정매매는 자기가 매도 또는 매수하는 같은 시기에 그와 같은 가격으로 타인이 그 유가증권을 매수 또는 매도할 것을 사전에 그 자와 통정한 후 매도, 매수하는 행위를 말하는데, 위 통정매매에 있어서 '같은 시기'라 함은 반드시 동시가 아니더라도 쌍방의 주문이 거래시장에서 대응하여 성립할 가능성이 있는 시간이면 충분하다고 판시.

나. 서울고등법원 2009. 1. 6. 선고 2008노1506 판결⁷²⁾

- 증권거래법 제188조의4 제1항 제1호, 제2호에서 말하는 '같은 시기'란 반드시 동시가 아니더라도 쌍방의 주문이 거래시장에서 대응하여 성립할 가능성이 있는 정도의

72) 대법원 2009. 4. 9. 선고 2009도675 판결로 확정

시기이면 족하며, '같은 가격'도 쌍방의 주문이 대응하여 거래가 성립할 가능성이 있는 범위 내의 가격이면 충분할 뿐만 아니라, 매수주문과 매도주문의 수량이 반드시 일치할 필요는 없으며, 이미 시장에 내어져 있는 주문에 대해서 통정한 다음 대응하는 주문을 내어 매매를 성립시키는 것도 모두 시세 및 거래량을 인위적으로 변동시킬 가능성이 있는 거래로서 통정매매에 해당하고, 매도주문량과 실제 매매 체결량의 차이가 있는 경우도 통정매매에 해당할 수 있다고 판시.

(3) 가장매매와 통정매매의 구분⁷³⁾

(의의) 가장매매와 통정매매는 계좌명의, 주문행위자가 아닌 계산주체를 기준으로 판단

가. 대법원 2004. 7. 9. 선고 2003도5831 판결

- **가장매매**는 주식의 매매거래에 있어서 그 '권리의 이전'을 목적으로 하지 아니하는 가장된 매매거래를 하는 행위를 말하는 것으로 동일인 명의 계좌간의 매매뿐 아니라 매도 및 매수 계좌 명의는 서로 다르더라도 같은 사람이 이를 실질적으로 소유하고 있는 이른바 차명계좌의 경우에도 이에 해당한다(대법원 2001. 11. 27. 선고 2001도3567 판결 참고).

나. 서울고등법원 2009. 1. 6. 선고 2008노1506 판결⁷⁴⁾

- **통정매매**는, 자기가 주식을 매도 혹은 매수하는 같은 시기에 그와 같은 가격으로 타인이 그 주식을 매수 혹은 매도할 것을 사전에 그 자와 통정하여 매도 혹은 매수하는 것이다. 계산주체가 다른 여러 계좌의 매매를 동일인이 위임받아 각 계좌 사이에 매매하는 경우에 있어서도, 그 매매를 위임받은 사람⁷⁵⁾이 매매 시간, 가격,

73) 가장매매는 단기매매차익 반환대상이 아닌 점에서 가장매매와 통정매매를 구분하는 실익이 있음(대법원 2005. 3.25. 선고 2004다30040 판결 참고)

74) 대법원 2009. 4. 9. 선고 2009도675 판결로 확정

수량 등 다른 계산주체 사이의 매매조건을 미리 계획하고 그에 따른 매매를 한 이상 '타인과 통정한 경우에 해당한다고 판시.

2. 구체적 사례

(1) 증권사의 반대매매를 이용한 통정매매

(서울중앙지방법원 2007. 1. 12. 선고 2006고합770 판결)

- 피고인 甲은 기업구조조정회사인 B사의 부회장으로서 반도체 전원장치를 제조하는 A사의 주식시세를 유망하다고 판단하고 인터넷상에 주식투자 동호회를 결성한 후 피고인과 피고인의 추천에 따라 위 동호회원들이 위 회사의 주식을 매수하였으나 거래량이 많지 않아 이를 처분하기 어렵게 되자 이를 매도하기 위하여 피고인이 계산주체인 9개의 계좌를 이용하여 2003. 4. 3. 09:15:18경 피고인 甲이 관리하고 있던 乙명의로의 계좌를 이용하여 A사 주식 1,920주를 5,450원에 매도주문하고, 같은 날 09:15:29경 피고인이 관리하고 있던 丙명의로의 계좌를 이용하여 A사 주식 2,000주를 5,470원에 매수주문하여 1,920주를 체결되게 한 것을 비롯하여 같은 달 1.경부터 같은 해 7. 24.경까지 총 73회에 걸쳐 같은 방법으로 164,033주를 체결되게 하여 통정, 가장매매를 한 사안에서,
- 피고인 甲은 통정매매로 기소된 73회의 거래 중 11회 부분은 피고인이 3일이내에 주식매수대금을 입금 시키지 못하자 증권사가 임의로 피고인 매수주식을 처분하여 대금을 확보하기 위하여 매도처분한 소위 반대매매에 기한 것이므로 피고인의 의사에 의한 주문이 아니어서 피고인의 책임이 없다고 주장했으나,
- 법원은 반대매매를 위한 증권사의 매도주문 자체는 피고인의 의사에 기한 것이 아니라고 하더라도, 증권사 반대매매 물량이 시장에 유통되어 주가가 하락하는 것을

75) 서울지방법원 2002. 10. 16. 선고 2002노5285 판결에서는, 이 경우 각 계좌의 개설명의인 사이에 통정매매가 성립하고, 피고인이 쌍방대리인으로서 이를 실행한 것으로 판시.

방지하기 위하여 피고인은 미리 증권사 직원으로부터 반대매매의 시점과 수량을 통보받은 상태에서 반대매매물량을 받기 위하여 매도주문 시점에 맞추어 매수 주문을 하여 거래가 체결되게 한 사실이 인정되므로, 쌍방간의 통정매매는 성립한다고 판시.

(2) 신고하지 않은 시간의 대량매매

(서울중앙지방법원 2009. 1. 22. 선고 2008고합569 판결)⁷⁶⁾⁷⁷⁾

- L그룹의 일가인 피고인 甲은 A사의 인수과정에서 乙과 丙이 보유하는 주식을 乙의 계좌가 개설되어 있는 C증권 명의로 이전함으로써 마치 A사의 인수합병 과정에서 글로벌 투자은행의 투자를 유치한 것처럼 오인하게 함으로써 그 거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 일반투자자들로 하여금 그릇된 판단을 하게 할 목적으로, 2006. 9. 27. 15:24:25경 C증권 명의의 계좌를 통하여 A사 주식 10만주를 당일 종가인 7,300원에 매수주문을 낸 다음 丁으로 하여금 주식 13,463주를 같은 가격에 매도주문하게 함으로써 12,528주의 매매거래를 체결시키는 등 총 6회에 걸쳐 자신 및 乙과 丙이 보유하는 주식 합계 29만 2,936주를 C증권 명의의 계좌로 매수함으로써 통정매매를 한 것과 관련하여,
- 피고인 甲은 乙과 丙으로 하여금 A사 주식을 매도하게 하고 丁으로 하여금 이를 매수하도록 하였는데 이는 B사의 우회상장을 위해 乙과 丙의 지분을 사전에 확보하기 위한 것으로서 이는 정상적인 시간의 대량매매(소위 ‘블록트레이드’)와 다르지 아니하므로, 일반투자자들에게 그릇된 판단을 하게 할 의도가 있었다고 볼 수 없고, 또한 C증권 명의로 주식을 매수하였다고 하더라도 전산시스템에는 C증권에 개설된 계좌를 통해 매수한 것으로 표시되고 일반투자자들 입장에서는 실제 누구의 명의로 매수를 하였는지 알 수 없기 때문에 C증권이 직접 투자를 하였다고 오인할 가능성은 처음부터 없다고 보아야 한다고 주장했으나,

76) 대법원 2010. 12. 9. 선고 2009도6411 판결로 확정

77) 수원지방법원 성남지원 2011. 5. 12. 선고 2009고합342 판결도 동일

- **법원**은 증권거래법 제188조의4 제1항 소정의 ‘그 거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 기타 타인으로 하여금 그릇된 판단을 하게 할 목적’이라 함은 인위적인 통정매매에 의하여 거래가 일어났음에도 불구하고, 투자자들에게는 유가증권시장에서 자연스러운 거래가 일어난 것처럼 오인하게 할 의사라고 할 것인바 (대법원 2002. 7. 22. 선고 2002도1696 판결 참조),
- 피고인 甲은 乙, 丙에게 매도주문을 낼 것을 지시하는 한편, 丁에게는 매수주문을 내도록 하여 매매거래를 성사시켰던 점, 위 매매거래가 시간외 거래로 이루어졌다고는 하나, 피고인 甲은 처음에 장내에서 매매거래를 성사시키려고 하였고 丁의 매수주문이 제대로 처리되지 않는 바람에 부득이하게 시간외 거래로 이루어진 것이라는 점에 비추어, 이는 처음부터 주가에 충격을 주지 않으려는 의도 하에 성사되는 시간외 대량매매와는 그 성격이 다르다고 보이는 점, 더구나 시간외 대량매매는 증권거래소에 신고한 경우에 한하여 예외적으로 허용되는 것으로서(구 코스닥 상장업무규정 제21조), 그와 같은 신고를 거치지 않은 이 사건 매매를 시간외 대량매매와 같다고 할 수 없는 점, 또한 전산시스템에 C증권계좌만 표시된다고 하더라도 C증권계좌는 주로 해외투자자가 이용한다고 알려져 있으므로, 일반투자자들로서는 C증권이 아니더라도 해외투자자가 투자를 한 것으로 오인할 가능성이 충분히 있다고 보이는 점⁷⁸⁾, 더구나 L그룹의 일가인 피고인 甲이 다음날 A사의 유상증자에 참여하고 그 다음날 신주인수권부사채를 인수함으로써 일반투자자의 위와 같은 오인을 더욱더 강화시킨 측면도 있다고 보이는 점, 피고인 甲은 B사로부터 자금을 조달하여 자신의 명의 또는 B사의 명의로 乙과 丙의 주식을 매수할 수 있었음에도 C증권 명의로 주식을 매수하였던 점 등에 비추어 보면, 피고인 甲에게는 일반투자자들로 하여금 해외투자자들의 자연스러운 거래가 일어난 것처럼 그릇된 판단을 하게 할 목적이 있었다고 봄이 상당하고, 일반투자자들로 하여금 그릇된 판단을 하게 할 목적은 다른 목적과의 공존 여부나 어느 목적이 주된 것인지는 문제되지 아니하므로 피고인 甲에게 **乙과 丙의 지분을 확보할 목적**이

78) 다만, 이 부분에 대하여 대법원은 원심과 달리 해외투자자의 오인가능성이 없다고 판단하였음 (대법원 2010. 12. 9. 선고 2009도6411 판결 참조)

있었다고 하더라도 위와 달리 판단할 수는 없다고 판시한 사례.

(3) 시장조성·안정조작의 요건을 갖추지 않은 대량매매

(대법원 1998. 12. 8. 선고 98도3051 판결)

- 증권거래법상 통정매매의 점에 대하여 증권거래법(1997. 1. 13. 법률 제5254호로 개정된 이후의 것) 제188조의4 제1항에서 금지하고 있는 시장조작행위의 일종인 통정매매는, 상장유가증권 또는 협회중개시장에 등록된 유가증권의 매매거래에 관하여 양 당사자가 미리 통정한 후 동일 유가증권에 대하여 같은 시기에 같은 가격으로 매수 또는 매도하는 행위로서, 당해 행위자에게 '그 거래가 상황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 기타 타인으로 하여금 그릇된 판단을 하게 할 목적'이라는 불법목적이 있어야 하는 반면, 이러한 시장조작행위라고 하더라도 유가증권의 시세를 고정시키거나 안정시킬 목적으로 하는 경우에는 같은 법 제188조의4 제3항에 의하여 기간·가격 및 주체 등에 관한 엄격한 조건하에 예외적으로 허용되고, 이때 그 증권회사는 안정조작 또는 시장조성에 관한 신고서 및 보고서를 제출하여야 하며 이를 제출받은 증권관리위원회와 증권거래소 또는 증권업협회는 그에 따른 공시절차를 거쳐야 하는바, 기록에 의하면 위 피고인은 이와 같이 예외적으로 허용되는 시장조성이나 안정조작의 요건을 갖추지 아니한 채 주식회사 A가구의 주식을 주가의 폭락 없이 매도 또는 매수할 수 있도록 거래 당사자들과 미리 통정하여 동 주식을 다량으로 매매하는 행위에 가담하였으며 그 행위시에 위와 같은 불법목적을 가졌던 사실을 엿볼 수 있고, 이러한 주식거래는 증권거래소의 회원인 증권회사가 사전신고를 거쳐 대량매매를 성립시키는 소위 사전매매와는 구별되는 것이므로, 원심이 위 피고인의 판시 통정매도의 점을 유죄로 인정한 조치는 정당하다고 판시한 사례.

(4) 목적에 대한 확정적 인식이 없는 경우

(서울고등법원 2003. 12. 16. 선고 2003노2316 판결)

- 피고인의 매매거래의 동기와 태양, 그 주가의 추이 및 당시의 거래상황 등을 모아

보면, 비록 피고인이 한 거래가 소량에 지나지 않았고 직전가 또는 상대호가에 대비하여 차이가 거의 없는 주문을 하기도 하였으며 전체매매에 대한 가장매매의 비율이 비교적 낮은 점이 있다고 하더라도, 피고인이 A사 주식에 관하여 1999. 1. 4. 부터 1999. 4. 16.까지, B사 주식에 관하여 1999. 2. 1.부터 1999. 6. 25.까지 사이에 고가매수주문, 허수주문, 가장매매 등 여러 가지의 기법을 동원하여 일정한 패턴을 가지고 시세조종성 주문을 여러 차례 반복하여 계속하였고, 또한 소량의 주문이라도 근접한 시간에 이를 연속적으로 주문하면서 직전가를 체증시키고, 주문수량을 증가시켜 거래가 성황을 이루는 듯이 보이게 한 점 등으로 미루어 볼 때에, A사와 B사의 주가를 인위적으로 조작하여 상승시키기 위하여 행하여진 변칙적 거래를 함으로써 투자자들에게 유가증권의 매매거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 그 시세를 변동시키는 매매거래에 해당한다고 할 것이고, 이와 같이 주가를 상승시키기 위하여 인위적인 조작을 행한 것은 투자자로 하여금 위 각 주식이 유망한 것처럼 오인시켜 그 주식의 매매거래에 끌어들이려는 목적에서 비롯된 것임을 넉넉히 인정할 수 있으며, 이는 피고인이 이러한 목적들을 적극적·확정적으로 인식하고 있지 못하였다거나 이러한 목적들 외에 매수자금을 확보하려는 다른 목적도 가지고 있었다 하더라도 달리 볼 것은 아니라고 본 사례.

(5) 다른 목적이 병존하는 경우

가. 서울지방법원 2002. 10. 9. 선고 2002노1793 판결

□ 피고인의 주장⁷⁹⁾

- (통정매매 부분) 피고인이 2000. 1.5., 같은 해 1.7., 같은 해 2.15. 피고인 계좌에서 같은 지점에 개설된 피고인의 딸 甲 명의의 증권계좌 및 피고인의 아들 乙 명의의 증권계좌로 A사 주식을 매도한 사실은 있으나, 이는 피고인이 甲, 乙에게 이 사건 주식을 증여하여 그들로 하여금 이를 장기보유케 할 목적으로 행하여진 것에 불과하다. 피고인의 계좌에서 甲, 乙의 계좌로 매도한 거래는 단 3회에 불과하며, 甲,

79) 이 외에도 피고인의 고가매수 주문 및 허위매수 주문이 다수 존재

乙의 계좌에서 피고인의 계좌로 매도하는 거래는 전혀 없었던 점에 비추어 보면 위 일자의 거래들은 시세조종의 목적에서 행하여진 것이라고 보기 어렵다.

- 피고인이 2000. 1. 20., 2000. 2. 21. 피고인의 계좌에서 피고인이 대표이사로 있는 A창투자 계좌로 이 사건 주식을 매도한 것은, 피고인 계좌의 잔고를 없게 하여 계좌관리를 쉽게 하기 위한 목적에서 행하여진 것에 불과하다.
- 피고인이 2000. 2. 3. 피고인의 계좌에서 A사 계좌로 이 사건 주식을 매도한 것은, 당시 피고인의 계좌에 현금잔고가 부족하여 수도일인 같은 해 2. 8. 반대매매를 당하는 것을 방지하기 위하여 행하여진 것에 불과하다.
- (가장매매 부분) 피고인은 2000. 1. 21.경 이 사건 주식 총수의 5% 이상을 보유하게 되자, 피고인의 보유 지분을 분산시켜 증권거래법에 따른 대량보유자의 보고 의무를 회피할 목적으로, 피고인의 계좌에서 피고인의 지인인 丙계좌로 이 사건 주식을 잠시 매도하였다가, 이를 다시 찾아오기 위하여 같은 해 2.9. 丙계좌에서 피고인의 계좌로 이 사건 주식을 매도한 것일 뿐이고, 위 각 일자의 거래는 시세조종의 목적으로 행하여진 것이 아니다.

□ 판시 내용⁸⁰⁾

- ① 피고인의 계좌에서 주식을 실물로 출고하거나 대체출고하여 이를 甲, 乙의 계좌에 실물로 입고하거나 대체입고를 하는 방법으로 주식을 증여한다면 수수료 등의 비용을 지출할 필요가 없었음에도 불구하고 굳이 비용을 지출하면서까지 피고인의 계좌에서 甲, 乙의 계좌로 이 사건 주식을 매도할 특별한 사정을 찾아보기 어려운 점이나, 피고인이 甲, 乙의 계좌에서 2000. 2.16. 합계 56,560주를 매도하고, 2000. 2.17. 합계 6,610주를 매도한 점에 비추어 보면, 甲, 乙에게 이 사건 주식을 매도하여 장기보유혜 할 목적으로 2000. 1. 5., 2000. 1.7., 2000. 2.15.자 거래를

80) 법원은 피고인, 甲, 乙, 丙 명의의 위 각 계좌는 피고인이 관리하는 계좌이고, A사 계좌는 피고인이 대표이사로 있는 A창투사를 계산주체로 인정

하였다는 취지의 피고인의 변명은 믿기 어려운 점, ② 피고인의 계좌에서 A사 계좌로 이 사건 주식을 매도하여 피고인 계좌의 잔고를 없게 만든다고 하여서 피고인이 보다 쉽게 **계좌를 관리**할 수 있다고 볼 만한 아무런 사정이 없을 뿐만 아니라 피고인은 2000. 1. 21. 이후에 A사 계좌뿐만 아니라, 피고인, 甲, 乙, 丙의 계좌를 통하여도 이 사건 주식을 계속하여 보유하고 있었던 점에 비추어 보면, 계좌관리를 쉽게하기 위하여 통정매매내역 중 2000. 2. 3.자 거래를 하였다는 취지의 피고인의 변명 역시 믿기 어려운 점, ③ 피고인의 계좌에 현금 잔고가 부족하여 반대매매를 당할 위험이 있었다면, 피고인으로서 A사 계좌에 있던 현금을 인출하여 이를 피고인의 계좌로 입금하면 수수료 등을 지출함이 없이 피고인의 계좌에서 반대매매를 당하지 않을 수 있음에도 불구하고, 굳이 비용을 지불하면서까지 피고인의 계좌에서 A사 계좌로 주식을 매도하여야 할 특별한 사정을 찾아보기 어려운 점에 비추어 보면, 반대매매를 피할 목적으로 통정매매내역 중 2000. 2. 15.자 거래를 하였다는 취지의 피고인의 변명도 믿을 수 없는 점,

- ④ 피고인은 증권업계에 오랜 기간 동안 종사해 온 자로서, 비록 피고인이 자신이 관리하는 丙의 계좌로 이 사건 주식을 매도한다고 하여서 **대량보유자로서의 보고 의무를 회피할 수 없다는 점을 충분히 알 수 있었던 점이나** 피고인이 2000. 2. 9. 丙의 계좌에서 피고인의 계좌로 이 사건 주식을 다시 매도한 점을 고려하면, 대량보유자의 보고의무를 회피하기 위하여 가장매매 내역과 같은 거래를 하였다는 피고인의 변명 역시 받아 들이기 어려운 점,
- ⑤ 백보를 양보하여, 피고인이 그 주장과 같이 乙, 丙에게 이 사건 주식을 증여하여 장기보유케 할 목적, 계좌관리를 쉽게하기 위한 목적, 반대매매를 피하기 위한 목적, 대량보유자의 보고의무를 회피할 목적으로 통정매매내역 및 가장매매내역 기재 각 거래를 하였다고 하더라도, 피고인에게 위와 같은 목적이 있었다거나 또는 그 목적이 주된 것이었다는 점은 피고인에게 이른바 시세조종의 목적도 함께 있었다고 인정하는 데 장애가 되지 아니하는 점 등을 들어 피고인의 시세조종을 인정한 사례.

나. 대법원 2001. 11. 27. 선고 2001도3567 판결

□ 사실관계

- 피고인 甲은 1997년 초경 총 주식수가 480만 주(납입자본금 240억 원)에 불과하고 관리대상종목인 A주택 주식회사의 주가가 주당 1,000원 이하이고 일평균거래량이 10,000주 이하로 거래가 활성화되어 있지 않으나 제3자 인수가 이루어지면 주당 7,000원 이상 상승할 수 있으므로 주가를 상승시키기 위한 매수세력을 섭외하기로 하고, B증권 서초지점 주식투자상담사이던 피고인 乙에게 매수자 소개를 부탁하고 피고인 乙은 이를 승낙한 후 공모하여, (1) 1997. 6. 11.경 B증권 서초지점에서 피고인 甲이 관리하던 그의 처 명의의 계좌에서 위 회사 주식에 대하여 주당 1,390원으로 10만 주의 매도주문을 내고 피고인 乙이 관리하던, B증권 서초지점 차명 계좌로 주당 1,400원에 3만 주, C증권 명동지점 차명 계좌로 주당 1,400원에 7만 주의 각 매수주문을 하도록 사전에 통정한 후, 위 회사 주식이 관리종목이어서 1일 2회 동시호가에 의해 계약이 체결됨에 따라 주문 마감시간인 15:00 직전인 14:58경 매도 주문을 내어 매매가 이루어지게 함으로써 피고인 甲은 통정 매도행위, 피고인 乙은 통정 매수행위를 하고, (2) 같은 달 13일경 피고인 甲이 피해자 丙에게 위 회사 주식을 매수토록 권유하여 피고인 乙이 관리하게 된 D증권 강남지점 피해자 丙의 계좌에서 주당 1,460원에 10만 주의 매수 주문을 내고 피고인 乙이 관리하던 B증권 서초지점 피고인 甲 명의의 계좌로 주당 1,430원에 90,960주의 매도 주문을 내기로 사전에 통정한 후 위 항과 같이 주문 제한시간 직전인 14:57경 매도주문을 내어 매매가 이루어지게 함으로써 피고인 甲은 통정매도행위, 피고인 乙은 통정매수행위를 하고, (3) 같은 해 8월 14일 위와 같은 방법으로 피고인 乙이 관리하던 B증권 서초지점 차명 계좌 및 피고인 甲 명의의 계좌에서 함께 152,000주의 매수주문을 내고 피고인 甲이 관리하던 자신 명의의 E증권 신사지점과 피고인 甲의 처 명의의 B증권 서초지점 및 E증권 신사지점에서 총 169,760주의 매도주문을

내기로 통정한 후 위와 같이 주문마감시간 직전인 11:28경 매도주문을 내어 매매가 이루어지게 함으로써 피고인 甲은 통정매도행위, 피고인 乙은 통정매수행위를 하고, (4) 같은 해 6월 21일 E증권 신사지점에서 피고인 甲 소유인 동인의 처 명의 계좌로 10만 주의 매도주문을 내고, 피고인 甲 소유로서 B증권 서초지점에 개설된 피고인 甲 명의의 계좌로 77,000주 및 피고인 甲 소유로서 피고인 乙의 처 명의 계좌로 약 23,000주의 매수주문을 하여 매매가 이루어지게 함으로써 각 권리의 이전을 목적으로 하지 않는 가장된 매매거래를 함

□ 판시내용⁸¹⁾

- A주택의 자본금 규모와 그 발행주식의 총수, 피고인 甲이 A주택의 주식을 매수한 경위, 이 사건 매매거래의 동기와 태양, 피고인 甲의 주식보유량과 그 변동, 그의 시장참여 정도, 그 주가의 추이, 종전 및 당시의 거래상황, 피고인들이 서로 다른 증권회사에 수개의 차명계좌를 개설, 운영하면서 매수 및 매도 주문을 분산시킨 점이나 이 사건 통정 및 가장매매에 있어 피고인들은 폐장시각으로부터 불과 수분 전에 매도 및 매수주문을 내는 이른바 증가관여의 방법을 구사한 점, 이 사건 통정 매매에서의 가격은 증권시장에서의 정상적인 거래에서 결정될 수 있는 주가보다 상당한 정도로 경제적 합리성과 공정성을 결하고 있는 점 등 제반 사정을 종합적으로 고려하여 보면, 비록 이 사건 통정매매 및 가장매매의 직접 동기가 원심 판시와 같이 주식의 추가매수 또는 금원 대여를 위한 자금의 확보 등이었다 하더라도, 당시 피고인들은 그와 함께 그러한 수법으로 주식을 주가의 폭락 없이 매도 하여 그 자금을 손쉽게 조달하는 한편, 일반투자자들에 대하여 대량으로 행하여지고 있는 것 같이 잘못 알게 한다는 점에 대한 인식을 지니고 있었다고 봄이 상당하고,

81) 원심(2심)은 그 채용한 증거에 의하여 피고인들이 공모하여 공소사실 기재와 같이 통정 매도·매수행위를 하고 가장된 매매거래를 한 사실은 인정하고서도, 다음과 같은 점에서 피고인들에게 위 각 거래에 관하여 매수세력을 섭외하여 A주택 주식을 10만 주 이상 대량매매하는 과정에서 시세조종을 통하여 주가를 인위적으로 상승시키거나 하락을 최소한으로 억제시켜 일반투자자로 하여금 위 주식의 매매거래가 정상수급의 원칙에 의하여 성황을 이루고 있는 듯이 오인시켜 거래를 유인할 목적이 있었음을 인정할 증거가 없다는 이유로 피고인들의 증권거래법 위반의 공소사실에 대하여 이를 유죄로 인정한 제1심 판결을 파기하고 무죄를 선고

따라서 당시 피고인들에게는 A주택 주식의 거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 기타 타인으로 하여금 그릇된 판단을 하게 할 목적이 있었음을 인정할 여지가 있다고 판시한 사례.

다. 대법원 2008. 4. 24. 선고 2007도9476 판결

- 피고인은 다수의 차명계좌를 이용하여 상당기간 동안 1300여 회의 고가허수매도 주문을 제출하여 주가를 저가에 고정한 후 A사 주식을 대량 매수한 점, 그 후 특수관계인 주식 등을 고가에 매도하면서 생긴 수익으로 다시 차명계좌를 이용해 A사 주식을 매수한 점, 2003년 말경 주주명부 폐쇄 직후 단기간에 고가매수주문, 허수매수주문, 상한가 매수주문, 가장매매 등의 적극적인 변칙거래를 하고 C사모펀드를 이용하여 허위 가장표시를 함으로써 주가를 인위적으로 상승시킨 다음 그 주식을 고가에 매도하여 상당한 이득을 취한 점, 그 밖에 A사의 총 발행주식수, 주식 거래 가격 및 거래량의 동향, 전후의 거래상황 등에 비추어 보면, 가사 피고인의 주된 의사가 A사에 대한 인수·합병에 있었고 그 과정에서 주식의 다량매수 및 기타 인수·합병의 반사적 효과로서 주가가 일부 상승하는 측면이 있었다고 하더라도, 피고인의 위와 같은 행위는 주식시장에 참여한 타인으로 하여금 마치 그 거래량 또는 가격의 변화가 자유로운 공개경쟁시장에서의 자율적인 수요공급에 따른 정상적인 것으로 오인하게 하여 주식매매거래에 이르게 하고 결과적으로 매매거래를 유인하거나 그릇된 판단을 하게 할 목적이 있었다고 보기에 충분하다고 판시.

(6) 가장매매 성립을 위해 ‘오인목적’ 필요 여부

(서울남부지방법원 2012.1.19. 선고 2010고단3627 판결)

- (선물거래에서 가장매매에 의한 시세조종의 구성요건에 있어, 구 선물거래법에는 매매성황 오인목적이 없었으나, 자본시장법에는 매매성황 오인목적이 추가된 것과 관련하여) 피고인들은, 구 선물거래법상 가장매매로 기소되었으나, 자본시장법에서는 ‘상장증권 또는 장내파생상품의 매매에 관하여 그 매매가 성황을 이루고 있는 듯이

잘못 알게 하거나 그 밖에 타인에게 그릇된 판단을 하게 할 목적'으로 가장매매한 행위를 처벌하도록 규율하고 있는 바, 이는 위와 같은 목적이 없음에도 불구하고 단지 가장된 거래라는 이유만으로 형사처벌한 종전의 조치가 부당하다는 데에서 나온 반성적 조치라고 할 것이어서, 이와 같은 목적이 없는 가장매매는 **형법 제1조 제2항**(범죄 후 법률의 변경에 의하여 그 행위가 범죄를 구성하지 아니한 때)에 따라 자본시장법을 적용하여야 한다고 주장함.

- 법원은, 자본시장법(2007.8.3. 법률 제8635호로 제정된 것) 부칙 제41조 제1항이 '이 법 시행 전에 행한 종전의 증권거래법, 선물거래법 등의 위반행위에 대한 벌칙 및 과태료의 적용에 있어서는 종전의 규정에 따른다.'고 규정하고 있으므로 자본시장법 시행 전에 이루어진 이 사건의 경우 위 부칙에 의하여 행위시법인 구 선물거래법이 적용되어야 하고, 피고인들이 주장하는 바와 같은 자본시장법상의 목적성은 요건이 아니므로(또한 위 자본시장법의 입법 경위 및 취지 등을 고려하면, 위와 같이 가장매매에 목적성을 추가하여 규정한 것이 종전의 처벌규정에 대한 반성적 고려⁸²⁾에 기한 것이라고는 보이지 않음), 위 주장은 받아들이지 않는다고 판시한 사례.

82) 법령이 개폐되었을 경우 구법의 추급효를 인정할 것인지 여부에 대하여는 학설 대립이 있고, 대법원은 법률변경의 동기가 법적 견해의 변경인 경우와 단순한 사실관계의 변화에 기인한 경우를 구별하여 전자의 경우에만 가벌성이 소멸되었으므로 처벌할 수 없다는 입장을 취하고 있음(동기설)

제2절 현실거래에 의한 시세조종⁸³⁾

1. 성립 요건

(1) 목적에 대한 판단

(의의) 현실매매의 주관적 요건인 목적성 판단에 있어 다른 목적과의 공존여부나 어느 목적이 주된 것인지 문제되지 않고 미필적인식이 있으면 목적성이 인정되며, 실제 오해 유발여부를 묻지 않는 등 다소 폭넓게 인정

가. 대법원 2001. 6. 26. 선고 99도2282 판결, 2002. 6. 14. 선고 2002도1256 판결, 2002. 7. 26. 선고 2001도4947 판결, 대법원 2004. 7. 9. 선고 2003도5831 판결 등

- 증권거래법 제188조의4 제2항이 규정하고 있는 ‘매매거래를 유인할 목적’이라 함은 인위적인 조작을 가하여 시세를 변동시킴에도 불구하고 투자자에게는 그 시세가 유가증권시장에서의 자연적인 수요·공급의 원칙에 의하여 형성된 것으로 오인시켜 유가증권의 매매거래에 끌어들이려는 목적을 말하고, ‘유가증권의 매매거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 그 시세를 변동시키는 매매거래’라 함은 본래

83) **자본시장법 제176조(시세조종행위 등의 금지)** ② 누구든지 상장증권 또는 장내파생상품의 매매를 유인할 목적으로 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하여서는 아니된다.

1. 그 증권 또는 장내파생상품의 매매가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 그 시세(증권시장 또는 파생상품시장에서 형성된 시세, 전자증권중개회사가 상장주권의 매매를 중개함에 있어서 형성된 시세, 그 밖에 대통령령으로 정하는 시세를 말한다. 이하 같다)를 변동시키는 매매 또는 그 위탁이나 수탁을 하는 행위
2. 그 증권 또는 장내파생상품의 시세가 자기 또는 타인의 시장조작에 의하여 변동한다는 말을 유포하는 행위
3. 그 증권 또는 장내파생상품의 매매를 함에 있어서 중요한 사실에 관하여 거짓의 표시 또는 오해를 유발시키는 표시를 하는 행위

※ 구 증권거래법 제188조의4 제2항 참조

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, 일련의 행위가 이어진 경우에는 전체적으로 그 행위로 인하여 시세를 변동시킬 가능성이 있으면 충분한데, 이에 해당하는지의 여부는 그 유가증권의 성격과 발행된 유가증권의 총수, 매매 거래의 동기와 유형, 그 유가증권 가격의 동향, 종전 및 당시의 거래상황 등을 종합적으로 고려하여 판단하여야 한다고 판시.

나. 대법원 2010. 6. 24. 선고 2007도9051 판결, 대법원 2009. 4. 9. 선고 2009도 675 판결 등

- 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 것으로서, 위와 같은 목적은 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, 위와 같은 목적과 시세조종행위에 해당되는지 여부는 당사자가 이를 자백하지 않더라도 그 유가증권의 성격과 발행된 유가증권의 총수, 매매거래의 동기와 태양(순차적 가격 상승주문 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 있다고 판시.

다. 서울중앙지방법원 2012. 12. 28. 선고 2011고합414 판결

- 피고인들이 A주식에 대한 시세조종을 공모하였는지 여부와 관련하여, ① 피고인

甲은 A주식을 혐의기간 초기에 매수를 많이 한 반면, 피고인 乙은 시세조종 혐의기간 동안 지속적으로 매수하였고, 피고인 丙 역시 지속적으로 매수하는 등 피고인들 상호간에 A주식 매매행태에 적지 않은 차이가 있는 점, ② 피고인들의 A주식 매매주문은 대부분 서울 강남구 V빌딩 4층 L사무실에서 제출되었는데, 위 주식 매매주문은 V빌딩 내에 있는 유동 IP를 통해 제출되어 주문IP가 같다고 하여 같은 컴퓨터에서 주식 매매주문을 냈다고 단정하기 어려운 점, ③ 피고인들 사이에 A주식 시세조종을 통한 이익금 분배가 이루어졌다는 점을 인정할 그 어떠한 정황도 찾아볼 수 없는 점, ④ 결국 피고인들이 A주식 시세조종을 공모했다고 볼만한 가장 유력한 증거는 A주식 매매거래 행태가 유일한데, 이 역시 아래에서 보는 바와 같이 피고인들이 A주식이 저평가되었다고 판단하고 독자적인 판단에서 주식매매를 하였다고 볼 여지가 있는 점에 비추어 보면, 앞에서 본 간접사실만으로 피고인들이 A주식에 대한 시세조종을 하였다고 보기 부족하고, 달리 이를 인정할 증거가 없다고 판시.⁸⁴⁾

다. 서울중앙지방법원 2015.5.29.선고 2014고합329 판결

- 피고인은 다음의 점에서 저평가된 주식을 장기적으로 매집하여 수익을 올리려고 하였을 뿐, 매매거래를 유인하거나 거래가 성황을 이루는 듯이 잘못 알게 하거나 기타 타인으로 하여금 그릇된 판단을 하게 할 목적으로 시세조종을 하지 않았다고 주장하였으나

① 피고인은 A주식을 약 1년7개월간, B주식을 약 1년6개월간 장기간 보유하였고, 혐의기간 후에 더 많은 수량을 보유하였으며, 각 주가가 최고가를 기록할 무렵에도 곧바로 주식을 매각하여 이익을 실현하지 않았고 특히 B주식의 경우 혐의기간 후

84) 이외에도 해당 판결은 피고인이 A주식을 대량으로 매수하고 있을 시점에 주가를 높이고자 가장-통정매매를 했다는 것을 납득하기 어렵다는 이유로 일부 가장-통정매매 사실을 무죄로 판시함. 또한 일부 증권계좌에서 이루어진 매매는 피고인들과의 관련성을 발견하기 어렵고, 일부 매매는 저평가된 주식에 대하여 가치투자하였다고 볼 만한 합리적인 근거가 있으며, 일부 허수주문은 주문가격이 해당 날의 최고가와 최저가 사이에 있어 매매거래가 체결될 가능성이 없다고 단정할 수 없다는 등의 이유로 무죄로 판시함.

2012.3.경 대부분 물량을 손절매하여 약 11억5천만원의 손실을 입음 ② 피고인은 장기적인 투자를 하면서 매시각 주가변동의 흐름을 주시하여 주가 상승이 예상되는 상황에서 고가매수, 물량소진, 호가공백메우기 주문을 제출하고 주가하락이 예상되는 상황에서 저가매도 주문을 제출하며 차익을 남겼는데 이는 정상적인 투자방식이고, 주가부양이나 제3자를 유인하기 위한 것이 아님 ③ 시가관여 주문은 전일종가 대비 저가이거나 직전가 대비 1%가량 고가에 불과하고 종가관여 주문도 직전가 대비 1%가량 고가에 지나지 않으며, 시종가관여 주문횟수, 수량이 많지 않고 피고인이 시종가 매도주문 역시 다수 제출한 점에 비추어 모두 정상적인 주문임 ④ 가장 매매는 대량의 매도, 매수를 반복하는 과정에서 실수로 체결된 것이고 의도하지 않은 것으로 시세조종성 주문이 아님 ⑤ 허위매수는 대부분 주가하락 상황에서 저가로 매수주문을 하고 상당기간 기다렸다가 매매가 체결되지 않자 주문을 취소한 것으로서, 취소직후 그보다 고가로 재매수한 경우가 많고, 피고인이 매도주문후 취소한 횟수도 적지 않은 점에 비추어, 취소된 매수주문을 매매의사 없이 매수세 유입을 목적으로 한 주문이라 단정해서는 안됨 ⑥ A회사는 자회사인 AA의 신약개발에 관한 호재성 기사의 영향으로 이에 동조하여 주가가 상승하였던 것이고, 상한가를 기록한 2011.7.22. 피고인의 호가관여율이 0%였던 점에 비추어 혐의기간에 피고인의 시세조종이 있었다고 볼 수 없음 ⑦ B주가 역시 시장의 흐름에 따라 자연스럽게 상승한 것이고, 피고인은 B주식에 대해 2010.4.29, 5.10, 5.31, 각 취득공시까지 하였으므로 시세조종을 시도할 수 없었음 ⑧ A와 B주식의 시가총액, 발행주식 총수, 일평균 거래량, 최대주주의 지분을 등을 고려하면 최대주주나 내부자 등과의 공모없이 단독적으로 시세조종을 하기가 불가능

- 이에 대해 법원은 다음의 점에 비추어 매매거래를 유인할 목적이 있다고 충분히 인정된다고 판시

① 피고인이 주로 고가매수 등의 주문을 통해 매수세를 유인한 점을 고려하면 의도한대로 매수세가 유입되지 않아 이익을 얻지 못한 것으로 볼 수 있고 금융감독원은 2011.12.30.경부터 피고인의 시세조종 혐의를 조사하기 시작하였으므로, 그 이후 일괄

매도한 사정이 피고인의 시세조종 목적을 부인하는 근거가 될 수 없는 점 ② 피고인이 시세조종 기간 동안 하루에 수십회 이상 매수와 매도를 번갈아 주문하는 방법으로 일평균 수십만주 이상의 매매를 체결하는 등, 각 일자별 호가관여율과 매수체결 비중이 상당하여 시장지배력이 높아 피고인의 매매주문이 주가의 상승과 하락에 끼친 영향력이 큰 점, 고가매수 주문, 물량소진 주문, 호가공백 메우기 주문, 시종가 관여 주문 등 여러 가지 기법을 동원하여 일정한 방식으로 주문수량을 쪼개어 근접한 시간에 연속적으로 주문하면서 직전가를 체증시키고 주문수량을 증가시켜 매매를 유인하고, 유인된 매수세를 이용하여 고가에 주식을 매도함으로써 차익을 남기는 일련의 시세조종 행위를 한 것으로 충분히 인정되며 ③ 피고인의 증권회사 근무경력, 2006년 경부터 주식매매를 하면서 9개 증권사로부터 시세관여 주문과다 등의 이유로 수탁 거부 8회, 경고 47회를 받았던 전력이 있는 점 등에 비추어 단순히 주가상승이 예상되어 시장의 흐름에 따라 주식을 매수하였다는 주장은 받아들이기 어려우며 ④ A회사와 자회사인 AA의 주가흐름이 일치한다고 보기 어렵고, 피고인이 매수매도 주문을 수초 내지 수분 간격으로 제출하는 변칙적인 거래를 통해 수익을 올렸던 점을 보태어 보면, 호재성 기사가 있었다는 사정이 피고인이 인위적으로 A주식의 시세를 변동시킨 사실을 인정하는데 장애가 되지 않으며 ⑤ 피고인의 전반적인 주문을 분석하여 보면 주가를 상승시켜 매수세를 유인하여 수익을 올리는 것이라고 충분히 인정되고, 오히려 피고인의 직업·경력, 수탁거부와 경고전력, 피고인이 B사 주식에 대해 취득공시를 해야 했던 점에 비추어 시세조종행위의 적발을 피하기 위하여 의도적으로 변칙적인 패턴을 보일 가능성이 적지 않음 ⑥ 피고인은 대부분 신용거래 또는 주식담보대출로 주식을 매입하였으므로 반대매매를 방지하기 위한 약정된 담보주식 비율의 유지 및 대출이자를 감당하기 위하여 주식의 시가를 높여야 할 심적인 압박에 있어 시세조종행위를 할 만한 충분한 동기가 인정 ⑦ 시세조종은 조직에 의하여 이루어지는 것이 통상적이기는 하나, 피고인과 같이 상당한 주식을 보유하면서 일정한 기간 동안 계속하여 시세를 따라가지 않고 고가매수 주문 등을 제출하여 시세를 견인할 뿐만 아니라 대부분의 경우 시세 견인후 주식을 매도하고, 이에 더하여 호가관여율이 높아 자유경쟁시장에서 형성될 시세 및 거래량을 시장요인에 의하지 않고 인위적으로 변동시키는 경우 역시 시세조종에 해당

(2) 시세조종주문의 일반적 유형

(서울고등법원 2009. 1. 6. 선고 2008노1506 판결)⁸⁵⁾

□ 고가 매수주문

- 이른바 ‘고가 매수주문’은, 직전가 혹은 상대호가와 대비하여 고가로 매수주문을 반복적으로 내어 시세를 인위적으로 상승시키는 것으로서, 매매거래가 성황을 이루고 있는 듯이 보이게 하고 특정 매수세력이 유입되어 주가가 강한 상승을 하고 있는 것처럼 보이게 하여 일반투자자들로 하여금 그릇된 판단을 하게 하여 매매거래를 유인하는 것이다.
- 한편으로, 시세조종 행위는 앞서 본 바와 같이 정상적인 수요·공급에 따라 자유경쟁 시장에서 형성될 시세 및 거래량을 시장요인에 의하지 아니한 다른 요인으로 인위적으로 변동시킬 가능성이 있는 거래를 말하는 것일 뿐, 그로 인하여 실제로 시세가 변동될 필요까지는 없고, 일련의 행위가 이어진 경우에는 전체적으로 그 행위로 인하여 시세를 변동시킬 가능성이 있으면 충분한 것이므로, 직전가와 동일한 가격의 매수주문이나 호가관여율이 적은 경우라고 할지라도, 일련의 행위 전체에 비추어서 시세조종 행위에 해당할 수 있다.

□ 물량소진 매수주문⁸⁶⁾⁸⁷⁾

85) 대법원 2009. 4. 9. 선고 2009도675 판결로 확정

86) 서울중앙지방법원 2010. 2. 5. 선고 2009고합690 판결은 주문가격이 직전가 혹은 상대호가와 대비하여도 높지 않은 가격으로 매수주문을 한 경우는 이를 고가매수주문이라고 볼 수 없으나, 시세조종 행위는 앞서 본 바와 같이 정상적인 수요·공급에 따라 자유경쟁 시장에서 형성될 시세 및 거래량을 시장요인에 의하지 아니한 다른 요인으로 인위적으로 변동시킬 가능성이 있는 거래를 말하는 것일 뿐 그로 인하여 실제로 시세가 변동될 필요까지는 없고 일련의 행위가 이어진 경우에는 전체적으로 그 행위로 인하여 시세를 변동시킬 가능성이 있으면 충분한 것이므로, 직전가와 동일한 가격의 매수주문이나 호가관여율이 적은 매수주문의 경우라고 할지라도 일련의 행위 전체에 비추어 시세조종 행위에 해당할 수 있는바, 피고인의 위 주문행위 역시 고가매수주문을 전후하여 상승된 주가에 매수물량을 소화시키는 방법으로 주가를 상승 내지 유지(뒤에서 보는 바와 같이 주가를 유지시키는 것 역시 시세를 변동시키는 행위에 포함 된다고 할 것이다.)시키는 것으로서 시세조종 행위에 해당한다고 판시

87) “2008. 7. 7. 13:20:34경 현재가 1,265원, 매도1호가 1,265원에 252주의 매도주문이 있는 상황에서 H계좌에서 1,265원에 3,000주를 주문하고, 그 무렵부터 같은 날 14:49:47경까지 같은

- 이른바 ‘물량소진 매수주문’은, 매도1호가에 나온 매도물량을 소화하기 위하여 반복적으로 매수주문을 하여 일반투자자들에게 지속적으로 매수세가 유입되는 것처럼 그릇된 판단을 하게 하여 매매거래를 유인하는 것이다.
- 매도1호가의 수량을 모두 매수하지 못하는 경우라도, 매도1호가의 변화를 가져오지는 못하지만 매도1호가의 수량을 지속적으로 흡수함으로써 거래량이 늘어나고 주가가 매도1호가 아래로 떨어지지 않은 채 인위적으로 지지되는 것이어서, 시세조종 행위에 해당할 수 있다.

□ 허수 매수주문⁸⁸⁾

- 이른바 ‘허수 매수주문’은, 매수의사가 없이 직전가 혹은 상대호가와 대비하여 체결 가능성이 없는 저가의 주문을 반복적으로 내어 매수잔량이 많이 쌓인 것처럼 보이게 하는 것으로서, 매수세력이 많은 것처럼 보이게 하여 마치 매매거래가 성황을 이루고 있는 것으로 일반투자자들로 하여금 그릇된 판단을 하게 하여 매매거래를 유인하는 것이다.
- 이러한 허수 매수주문에 해당하는지의 여부를 판단함에 있어서는, 그 매수주문 가격이 당시의 직전가 또는 상대호가, 거래량 및 주문잔량과 대비하여 즉시 체결될 가능성이 있었는지, 저가에 대량의 매수주문을 내고 그 이후에 주문을 취소하거나

계좌에서 고가매수 6회 18,148주와 동시에 물량소진 8회 17,250주를 지속적으로 매도1호가에 동 호가의 매도잔량 이상의 수량으로 매수 주문하여 주가를 1,265원에서 1,300원까지 상승 시킨 것을 비롯하여 2008. 3. 14.경부터 2008. 7.24.경까지 같은 방법으로 별지 ‘범죄일람표 3-2’ 기재와 같이 총 126회에 걸쳐 736,393주의 물량소진주문을 하여 A사 주식의 매매거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 그 시세를 변동시키는 행위를 하였다.”(서울중앙지방법원 2010. 9. 3. 선고 2010고합280 판결)

- 88) **대법원 2002. 6. 14. 선고 2002도1256 판결**은 매매계약의 체결에 이르지 아니한 매수청약 또는 매수주문이라 하더라도 그것이 유가증권의 가격을 상승 또는 하락시키는 효과를 가지고 제3자에 의한 유가증권의 매매거래를 유인하는 성질을 가지는 이상 증권거래법 제188조의4 제2항 제1호 소정의 ‘유가증권의 매매거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 그 시세를 변동시키는 매매거래 또는 그 위탁이나 수탁을 하는 행위’에 해당하고, 단지 매수 주문량이 많은 것처럼 보이기 위하여 매수의사 없이 하는 허수매수주문도 본조 제2항 제1호가 금지하는 이른바 현실거래에 의한 시세조종행위의 유형에 속한다고 판시.

저가의 매수주문을 분할하여 연속하여 반복적으로 내는 태양을 보이고 있는지, 당일 고가 매수주문이 존재하는 등 상반된 양태를 보이고 있는지, 매수주문 수량이 당시의 거래량, 매수·매도 주문잔량 등과 비교하여 매수세가 유입되는 것으로 보이지는 않는지 등 거래 당시의 제반 상황을 종합하여 판단해야 할 것이지, 당일의 저가나 일정기간 동안의 평균 매매가격을 뜻하는 이동평균가격보다 낮은 가격의 매수주문인지 여부 등의 획일적인 기준으로 판단할 수는 없고, 매도·매수 호가 총잔량 공개제도가 폐지되고 최우선 호가 10개만이 공개되는 상황에서 그와 같은 기준을 적용해야 할 합리적인 근거도 없다.⁸⁹⁾

□ 시·종가 관여 매수주문

- 이른바 ‘시가 관여 매수주문’ 및 ‘종가 관여 매수주문’은, 시가 결정을 위한 호가 접수시간인 08:00~09:00와 종가 결정을 위한 호가 접수시간인 14:50~15:00에 각각의 호가와 주문수량은 공개되지 않고 예상 체결가격과 예상 체결수량만이 공개되는 상황에서, 예상 체결가격보다 높은 가격에 매수주문을 함으로써 예상 체결가격을 상승시켜 마치 주가가 상승하는 것으로 오인하게 하고 일반투자자들의 매수세를 유인함으로써 시가 혹은 종가가 높은 가격에 결정되도록 하는 것이다.
- 예상 체결가격과 같은 가격에 매수주문을 한 경우에도, 그 주문으로 인하여 예상 체결가격이 상승하지 않을 뿐 예상 체결수량을 증가시키거나 매수호가 잔량을 증가시켜 일반투자자들로 하여금 매수세가 유입되는 것으로 오인하게 할 수 있으므로, 예상 체결가격과 같은 가격에 매수주문을 하였다든 점만으로 시세조종 행위에 해당하지 않는다고 할 수는 없고, 앞서 본 바와 같이 일련의 행위 전체에 비추어서 시세조종 행위에 해당할 수 있다.

89) “피고인 甲은 총 25회에 걸쳐 119,013주의 시세하락을 유인하는 주문을 내고, 4회에 걸쳐 83,353주의 허위 매도주문을 냈다”고 기소한 사례에서, 법원은 4회에 걸친 매도주문은 L1, L2의 보유주식을 A사 명의로 매수하려다가 A사 측의 사정으로 매수하지 못한 것으로서 이를 매도의사가 없는 허위의 매도주문이라고 보기는 어렵다고 하면서도, 위 매도주문을 시세하락을 유도하는 주문으로 볼 수 있다고 판단(서울고등법원 2011. 8. 18. 선고 2010노3506 판결)

□ **상한가 매수주문**

- 이른바 ‘상한가 매수주문’은, 주가가 상한가를 시험하고 있을 때 상한가로 대량의 매수 주문을 내어 상한가가 지속되도록 하는 것으로서, 일반투자자들이 상한가 매수잔량을 보고 투자판단을 하는 상황에서 상한가가 익일에도 이어지도록 하는 효과가 있다.
- 매도주문이 없는 상태에서 상한가 매수주문을 한 경우에도, 매도물량이 나오게 되면 이를 지속적으로 흡수함으로써 거래량이 늘어나고, 이에 따라 주가가 상한가에서 인위적으로 지지되는 것이므로, 일련의 행위 전체에 비추어 시세조종 행위에 해당할 수 있다.

□ **시장가 매수주문 (서울중앙지방법원 2010. 9. 3. 선고 2010고합280 판결)⁹⁰⁾**

- 매매거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 그 시세를 변동시키는 행위의 유형으로 고가매수, 시장가주문, 물량소진주문, 시가관여, 종가관여, 허수주문 등을 판시하면서, 특히 시장가주문(주문제출시 가격을 지정하지 않는 주문으로서 매매주문이 시장에 도달했을 때에 체결 가능한 가격으로 매매체결시키는 주문)에 대하여는 매매거래가 신속히 이루어지고 매도 주문이 충분하지 않은 상태에서 시장가 매수주문만 계속 접수되면 가격이 급등할 우려가 있고, 이 경우는 상한가 주문과 일치한다고 부연 설명한 사례.

90) “2009. 6. 18. 14:49:27경 현재가 2,190원, 매도1호가 2,190원에 4,299주의 매도주문이 있는 상황에서 甲은 乙로부터 건네받은 丙 명의 계좌에서 50,000주를 시장가매수 주문하여 주가를 2,240원까지 상승시키고, 18초 후인 14:49:45경 다시 30,000주를 시장가매수 주문하여 주가를 2,250원까지 상승시킨 것을 비롯하여 2008. 11.24.경부터 2009. 6.29.경까지 같은 방법으로 별지 ‘범죄일람표 8-3’ 기재와 같이 총 3,709회에 걸쳐 4,236,789주의 시장가매수 주문을 하여 A사 주식의 매매거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 그 시세를 변동시키는 행위를 하였다.”

2. 구체적 사례

(1) 동시호가시간대의 고가매수 주문

(서울고등법원 2005. 1. 14. 선고 2004노2572 판결)

(의의) 실제로 거래가 체결되지 않는 시간대에 고가로 대량매수 주문을 한 경우 (예: 동시호가 시간대)에도 일반투자자들에게 매매가 성황을 이루는 것으로 오인을 유발할 수 있다는 취지의 판례

- 피고인 甲은 동시호가시간대에는 거래가 체결되지 않고 주문만 나타나기 때문에 ‘거래’ 자체가 존재하지 아니하며 피고인의 매수주문으로 인하여 매수주문이 유발된 바 없었다고 주장했으나,
- 법원은 거래가 체결된 경우에만 주식의 매매거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하는 매매거래가 아니며, 피고인이 동시호가 시간대에 대량의 최고가 매수 주문을 냈기 때문에 일반 투자자들 입장에서 보면 A사 주식의 매매거래가 성황을 이루고 있는 것으로 오인하여 상한가로 주문을 내거나 기존에 주문을 낸 사람이 취소하지 않았을 수도 있어 피고인의 주문이 다른 사람들의 매매거래를 유인했을 가능성도 있으므로 甲이 동시호가 시간대에 매매거래를 유인할 목적으로 고가매수 주문을 낸 경우 주식의 매매거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하는 매매거래라고 보아야 할 것이라고 판시한 사례.

(2) 지정가 매수주문 (서울중앙지방법원 2011. 1. 28. 선고 2010고합11 판결)⁹¹⁾

(의의) 종가결정을 위한 주문 접수시간대에 ‘예상 체결가격과 같은 가격’에 매수 주문을 한 경우에도 예상 체결수량을 증가시키거나 매수호가 잔량을 증가시켜 매수세가 유입되는 것으로 오인하게 한 경우라면 시세조종이 인정된다는 취지

91) 대법원 2012. 11. 29. 선고 2012도1745 판결로 확정

□ 사실관계

- A증권 홍콩법인 아시아파생운용팀 한국물 담당 상무이사인 **피고인 甲**은 2004. 2. 19. 당시 H은행 주가가 15,800원 전·후를 등락하자 본건 낙아웃옵션계약⁹²⁾과 관련하여 위 주식 종가를 낙아웃 가격(15,784원) 이상으로 형성시켜 A은행의 금전적 손실을 회피케 할 목적으로, 위 주식의 매매거래를 유인하기 위하여 14:45경 10만주 (실제 주문 실행은 14:49:50경 4만 주, 14:49:59경 6만 주)의 매수주문을 제출함에 있어서 동시호가 시간대 들어가기 직전 가격이 15,800원으로 끝날 수 있도록 의도적으로 4만주의 고가매수주문을 제출하고(실제로 동시호가 직전가격을 15,800원으로 형성되었음), 종가 동시호가 마감직전인 14:59:43경 본건 낙아웃옵션계약을 낙아웃 시키기 위하여 15,800원(지정가)에 93만주의 대량매수주문을 제출하여 종가 관여 매수주문을 제출하였고,
- B사 자금팀장으로 근무하였던 **피고인 乙**은 2004. 2. 19. H은행 주식의 종가가 낙아웃 가격(15,784원)으로 형성되는 것을 방지함으로써 B에 금전적 이득을 취득케 할 목적으로, 동 주식의 매매거래를 유인하기 위하여, 종가결정을 위한 동시호가 시간대 마감직전인 14:59:37경 H은행 주식의 예상체결가격이 15,800원인 상황에서 시장가로 35만 주의 대량매도주문을 제출하여 예상체결가격 급락하였음(15,800원 →15,300원).

□ 판시 내용

- 이른바 ‘종가 관여 매수주문’은, 종가 결정을 위한 호가 접수시간인 14:50 ~15:00 경에 각각의 호가와 주문수량은 공개되지 않고 예상 체결가격과 예상 체결수량만이 공개되는 상황에서, 예상 체결가격보다 높은 가격에 매수주문을 함으로써 예상 체결가격을 상승시켜 마치 주가가 상승하는 것으로 오인하게 하고 일반투자자들의

92) A은행은 2003. 4. 23. B사로부터 H은행 주식 2,859,370주를 주당 7,930원에 매수하고, 동시에 B사는 1년내에 행사가격의 100%(7,892원)로 되사올 수 있는 콜옵션계약을 체결. 단, “2003. 6. 27.부터 2004. 6. 28.까지 H은행 주가(종가기준)가 행사가격의 200%(15,784원) 이상인 경우 모든 옵션계약이 소멸한다”는 낙아웃조건 부가

매수세를 유인함으로써 종가가 높은 가격에 결정되도록 하는 것이다. 예상 체결 가격과 같은 가격에 매수주문을 한 경우에도, 그 주문으로 인하여 예상 체결가격이 상승하지 않을 뿐 예상 체결수량을 증가시키거나 매수호가 잔량을 증가시켜 일반 투자자들로 하여금 매수세가 유입되는 것으로 오인하게 할 수 있으므로, 예상 체결 가격과 같은 가격에 매수주문을 하였다는 점만으로 시세조종 행위에 해당하지 않는다고 할 수는 없고, 일련의 주문행위 전체에 비추어서 시세조종 행위에 해당할 수 있다.

- 피고인 甲이 H은행 주식을 15,800원에 93만 주 대량매수 주문한 것은 공매도 청산의 의도가 있기는 하나, 앞의 고가매수 주문과 연계하여 전체적으로 보면 한미은행의 주가를 낙아웃 가격 이상으로 변동시킬 의도로 주문한 것으로서 그 주문으로 인하여 예상 체결가격이 상승하지 않을 뿐 예상 체결수량을 크게 증가시켜 일반투자자들로 하여금 매수세가 유입되는 것으로 오인하게 하는 증가 관여 주문에 해당한다고 봄이 상당하다.⁹³⁾

(3) 단 한 차례의 대량매도 주문

(서울중앙지방법원 2011. 1. 28. 선고 2010고합11판결)⁹⁴⁾⁹⁵⁾

(의의) 일련의 거래가 아닌 '단일 매매'의 경우에도 시세조종 성립이 가능하다는 취지

- 93) 검사는 甲이 위와 같이 고가매수주문 및 종가관여 매수주문을 제출하여 2회에 걸쳐 H은행 주식의 매매거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나, 그 시세를 변동시키는 매매 거래를 하여 A은행으로 하여금 15억 원 상당의 부당이득을 얻게 하였다는 내용으로 기소하였으나, 법원은 위 15억원은 A은행이 이 사건 낙아웃옵션 계약기간 동안 델타헤지거래를 통하여 얻은 마진으로, 이는 2004. 2.19. 당시 낙아웃 옵션 계약을 청산할 경우의 옵션 가치를 의미하는 것이어서 A은행과 B사 사이의 낙아웃 옵션 계약상 발생하는 이득일 뿐 시세조종행위로 인한 이익으로 볼 수 없다는 이유로 이 부분에 대해 무죄를 선고
- 94) 앞의 (2) 사실관계 참조. 동 사안에서 피고인 乙은 구 증권거래법 제188조의 4 제2항 제1호의 '시세를 변동시키는 매매거래'에는 단 1회의 매매거래는 포함되지 않는다고 할 것이고, 장 마감 20여초를 앞둔 동시호가 시간대에 단 한차례 매도 주문을 낸 행위는 매매거래를 유인할 목적을 인정할 수 없다고 주장.
- 95) 대법원 2012. 11. 29. 선고 2012도1745 판결로 확정. 대법원 2004. 10. 28. 선고 2002도 3131 판결도 동旨

- 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(대법원 2006. 5. 11. 선고 2003도4320 판결 참조), 이에 해당하는지의 여부는 그 유가증권의 성격과 발행된 유가증권의 총수, 매매거래의 동기와 유형, 그 유가증권 가격의 동향, 종전 및 당시의 거래상황 등을 종합적으로 고려하여 판단하여야 한다(대법원 2001. 6. 26. 선고 99도2282 판결 참조). 또한, 위 조항에서 '일련의 거래'라는 요건을 요구하고 있지 않으므로 동시호가 시간대의 1회의 매도 주문 행위라 하더라도 그 행위로 인하여 시세를 변동시킬 개연성이 있으면 족하다고 할 것이다.

- 앞의 인정사실에 의하니, B사에서 OO계좌를 이용하여 2004. 2. 19. 14:59:37경 H은행 주식 350,000주를 시장가(매도주문의 경우 하한가를 의미하며, 당시 하한가는 12,500원)에 대량 매도 주문하였고, 위 매도 주문은 앞의 [표2]에서 보는 바와 같이 이례적인 규모인 점, 위 매도 주문으로 인해 예상체결가격이 15,800원에서 15,300원으로 급락하였으며, 예상체결수량은 251,960주에서 420,680주로 크게 증가한 점, 당일 종가 동시호가 시간대의 총 예상체결수량은 621,880주로서 B사가 매도한 H은행의 주식 35만 주의 종가관여율이 56.28%에 이르는 점을 알 수 있다. 이러한 사정을 위 법리에 비추어 보면, 위 35만 주 매도주문은 일련의 거래가 아닌 동시호가 시간대의 1회의 대량매도 주문이기는 하나, 이로 인하여 예상체결가격이 인위적으로 변동되었고, 이러한 피고인 乙의 행위는 H은행 종가를 낙아웃 가격 이하로 변동시키려는 의도하에 이루어진 시세조종 주문이라고 봄이 상당하다고 판시.

(4) 투자수익보장약정 하에 대량매수 주문

(서울고등법원 2011. 6. 9. 선고 2010노3160 판결)⁹⁶⁾

□ 사실관계

- 피고인 甲⁹⁷⁾은 2009년 6월경 丙에게 B사 및 D사의 주가가 하락하고 있으니 장내에서 B사 및 D사의 주식 약 6억 원 상당을 매수해 주면 주가의 등락에 관계없이 위 원금에 이자를 가산하여 지급하겠다고 장내매수 명목의 금전대여를 부탁하고, 이에 대해 丙은 6억 원을 대여해 주되 위 자금으로 장내에서 매수하여 주고, 주가 상승으로 인해 원리금을 상회하는 이익은 피고인 甲에게 반환하겠다고 그 제의를 승낙하였다.
- 피고인 甲은 丙과 2009. 6. 3.경 위 X빌딩 10층 사무실에서, 피고인 甲 및 D사를 채무자 겸 연대보증인, P을 투자자로 하여 ‘제안서’, ‘투자수익보장약정서’, ‘잉여투자수익처분합의서’ 등의 서류를 작성하였고, 피고인 甲은 피고인 乙을 통해 D사 발행 약속어음을 丙에게 담보로 제공한 후, 그 무렵 Y법무법인에서 ‘금전소비대차 계약공정증서’를 공증해 주었다.
- 피고인 甲과 위와 같은 약정을 체결하고 그 약정에 따라 현금 2억 원을 담보로 수수한 丙은, 자신의 국내 회사 직원 등으로 하여금 2009. 6. 9. 장내에서 차명 계좌로 B사 주식 47,176주를 함께 232,940,935원에 매수하여 소액투자자들의 매도 물량을 지속적으로 흡수한 후 일일 매수현황을 피고인에게 매수 다음날 보고하였다.

□ 판시 내용

- 위와 같이 피고인 甲, 乙은 丙과 공모하여 코스닥시장에서의 매매거래를 유인할 목적으로 일반투자자들로 하여금 정상적으로 투자하는 매수세가 꾸준히 유입되는

96) 대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도8109 판결로 확정

97) 甲은 B사(母회사)의 대표이사 및 D사(子회사)의 대표이사로 재직하고, 위 회사들을 비롯한 관련회사들의 실질적인 사주로서 전반적인 자금관리 및 회사운영업무를 총괄하고 있는 자임

것으로 오인하게 하여 당해 주식의 매매거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하는 행위를 하였다고 판시.⁹⁸⁾

(5) 펀드매니저의 종가매수주문

(서울남부지방법원 2011. 10. 7. 선고 2011고합226 판결)

- 피고인은 펀드매니저로서 일정 기간 내에 계획된 매수물량을 최대한 낮은 가격에 확보하기 위하여 종가 동시호가 시간대에 주식을 매수하는 방식을 택하였을 뿐, 매매를 유인할 목적으로 종가관여 주문을 한 것이 아니라고 주장.
- 법원은 아래에서 보는 바와 같은 ① 거래 동기, ② 지속적인 종가관리 등의 거래 행태와 시장관여율의 정도, ③ 위와 같은 거래 행태에 경제적 합리성이 없는 점 등을 들어, 피고인이 매매를 유인할 목적으로 그 증권의 매매가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 그 시세를 변동시키는 종가관여 주문을 통하여 종가를 상승시키거나 유지 또는 하락을 최소화하여 위 펀드투자자들로 하여금 합계 3,247,288,655원 상당의 부당이득을 얻게 하였다고 판시.
 - (거래 동기) 이 사건 4개 펀드의 수익률이 피고인의 연봉 등 수입에 직접적인 영향을 주지 않는 것으로 보이나, 특정 시점의 펀드수익률도 금융투자협회의 전자공시서비스에서 매일 공시되는 펀드 기준가에 의하여 일반인들이 쉽게 알 수 있는바, 이는 투자자의 신규투자 및 환매 등 의사결정의 주요 기준이 되고, 운용사의 브랜드 가치 결정 등에 영향을 미치며, 피고인과 같은 개별 펀드 운용역의 입장에서 보더라도 소속회사뿐만 아니라 업계에서의 보수, 평판 및 지위 등 자신의 시장가치를 결정하는 중요한 기준으로 인식되므로 피고인에게 시세조종의 동기가 충분함
 - (지속적인 종가관리 등의 거래 행태와 시장관여율) 피고인은 장종료 동시호가 시간대에 대량의 주식을 집중적으로 매수하여 그 결과 예상체결가 내지 동시호가

98) 자본시장법 제176조 제1항 제2호의 시세조종 규정을 적용

직전가 대비 종가를 상승시켰는바, 시장관여율 등의 통계 수치에, 피고인이 거의 대부분 장종료 직전인 14:59:50 전후로 대량의 시장가 매수주문 혹은 고가의 지정가 매수주문을 통하여 동시호가 체결 수량의 약 4/5에 이르는 주식을 매수한 점을 보태어 보면, 이 사건 시세조종 기간 중 67%나 되는 날의 종가가 사실상 피고인의 의사에 따라 형성되었다고 보아도 무방함

- (거래의 경제적 합리성과 공정성) 장중에 적정가로 주식을 매수하기 위한 어떠한 시도도 하지 아니한 채 오로지 종가 매수만 시도한다는 것은 그 자체로서 합리성을 가지지 못한 행위로 보이며, 기관투자자인 피고인이 지속·반복적으로 장마감 직전인 14:59:50 전후로 시장가 매수주문 등을 통하여 동시호가 체결 수량의 대부분을 매수한다면 이는 다른 일반 시장참여자의 투자 기회를 현저히 제한할 수 있다는 점에서 시장의 공정성을 저해한다고 볼 여지가 있음

(6) 허수매매 주문⁹⁹⁾

가. 대법원 2005. 2. 25. 선고 2004도7479 판결

- 피고인은 2001. 5. 30. 피고인의 집에서 인터넷을 이용하여 매수할 의사 없이, 상장법인 A사가 주식이 비교적 낮고 관리종목으로 지정되어 주가의 하루 변동 폭이 크고, 가격결정방법이 동시호가방식으로 30분마다 체결되어 시세조종이 용이할 것으로 판단하고 A사 주식 170,000주를 직전 매매체결가보다 150원 낮은 주당 850원에 매수주문 하는 등 그 무렵부터 2001. 7. 13.까지 총 54회에 걸쳐 실제 매수할 의사 없이 A사 주식 합계 3,794,110주의 매수주문을 내어 위 주식의 매매거래가 상황을 이루고 있는 듯이 하였다고 기소된 사안에서,
- 피고인은 지속적인 거래를 함에 있어 매집에 들어가기 직전인 2001. 5. 30. 및 주식 보유량이 15만주대로 올라간 이후인 같은 해 6. 14.부터 대부분을 매도한 같은 달

99) 이 밖에도 허수매매 주문 위주의 시세조종 사례로는 서울지방법원 2003. 12. 17. 선고 2003노5398 판결, 서울지방법원 2002. 6. 4. 선고 2002고단4102 판결 등 참조

28.까지, 그리고 다시 매집을 시작한 같은 달 29.부터 보유 주식 대부분을 매도한 같은 해 7. 13.까지 사이에, 직전가 또는 전일의 증가보다 현저히 낮아 계약이 체결될 가능성이 전혀 없는 가격을 제시하며 아래에서 보는 바와 같이 54회에 걸쳐 대량의 저가 매수주문을 한 사실, 당시 피고인의 거래 형태를 보면, 실제로 보유 수량이 없다든지 아니면 보유주식을 증가시키려고 하는 경우에는 대부분 시세나 직전 체결가에 비슷한 가격으로 매수주문을 하다가, 어느 정도 수량이 매수된 이후에는 당시 시세보다 훨씬 낮은 가격으로 대량의 매수주문을 내서 매수호가잔량을 증가시켜 일반 투자자의 매수세를 유인하고, 주가가 어느 정도 오르고 난 이후에는 다시 위와 같이 저가의 매수주문을 내서 주가가 떨어지지 않도록 한 후 자기가 보유하고 있는 주식을 매도해 온 사실, 피고인은 자신이 낸 위와 같은 저가의 매수주문을 대부분 취소하지 않고 주가상승 또는 주가유지를 위하여 당일 증가까지 그대로 유지시켰는데, 주식거래 마지막 날인 2001. 7. 13.에는 저가의 매수주문을 집중적으로 내면서 보유중인 주식을 처분하다가, 주가가 피고인이 주문한 930원대로 떨어지자 위 저가의 매수주문을 전부 취소하기도 한 사실, 그리 하여 피고인은 2001. 5. 30.부터 같은 해 7. 13.까지 사이에 피고인의 계좌 및 위와 같이 피고인이 관리중인 보험고객계좌 등 총 6개의 계좌를 통하여 위 회사 보통주식 385,240주를 매수하고, 425,160주를 매도하는 과정에서 위와 같은 유형의 매수주문을 54회(3,794,110주)에 걸쳐 하여 위 기간 동안 피고인의 일별 매매관여율이 최저 3.56%에서 최고 28.08%에 달한 사실 및 같은 기간 동안 위 종목의 주가는 이 사건 관여일전 1,000원에서 최고 1,150원으로 상승한 사실이 인정되는바, 위 인정사실에 의하면, 피고인의 이 사건 주식매매거래는 매입한 주식을 고가에 매도할 목적으로 실제 매수의사가 없이 대량의 허수매수주문을 내어 매수호가잔량을 증가시키거나 매수호가잔량의 변동을 심화시켜 일반투자자의 매수세를 유인하여 주가를 상승 또는 유지시킨 다음 매수주식을 고가에 매도한 것임을 알 수 있는바, 증권거래법 제188조의4 제2항 제1호에서 금지하고 있는 현실거래에 의한 시세조종 행위에 해당한다고 판시한 사례.

나. 대법원 2008. 12. 11. 선고 2006도2718 판결

- 구체적으로 보면, 선물시장과 현물시장의 전체 거래량 대비 거래 비중이 큰 당사자가, 그러한 지위를 이용하여 거래의 공백상태나 침체상태, 미묘한 균형상태 등을 틈타 순간적인 충격이나 거래상황에 관한 허위정보를 가함으로써 가격결정에 일시적으로 영향을 미치는 행위마저 불가능하다고 볼 수는 없고, 이러한 행위가 지속적으로 반복되는 경우라면 시세를 인위적으로 변동시킬 가능성이 있는 거래라고 하지 아니할 수 없다. 국채선물시장이 고도로 경쟁적이고 효율적인 시장이며, 특정 거래자가 상당 기간 시세를 변동시켜 이를 유지하는 것, 즉 유가증권 시장의 일부 종목에서 볼 수 있는 것과 같은 전형적인 시세조종행위가 빈발한다는 것은 쉽게 상정하기 어렵다 할지라도, 그러한 특성들이 실제 거래의 모든 측면에 걸쳐 모든 순간에 예외 없이 적용된다는 가정도 비현실적일 뿐 아니라, 수요와 공급의 상황에 관한 잘못된 정보를 시장에 제공하거나 그에 관한 정보의 진실성 판단을 방해함으로써 시세조종이 가능하다는 점도 간과할 수 없다.
- 5단계까지 호가 잔량을 공개하는 이유는 수요와 공급 상황에 관한 정보를 시장 참여자 누구나 실시간으로 접할 수 있도록 하여 시장 참여자들의 가격결정에 도움을 주기 위한 것인바(모든 시장 참여자들이 허수주문을 일상적으로 함으로써 호가 잔량이 아무런 기능도 할 수 없다면 공개할 이유가 없을 것), 실제로 체결할 의사 없이 위 범위 내의 호가에 대량의 허수주문을 하였다가 체결 직전에 취소하는 행위를 반복하는 것은 수요와 공급 상황에 관하여 시장에 잘못된 정보를 제공하는 행위로 볼 수 있다.
- 다만, 시가로부터 5호가 범위 내의 주문은 시장 상황에 따라 얼마든지 순간적으로 체결될 가능성이 있는 것이어서, 비록 단기간 내에 취소할 의도였다 할지라도 대량의 허수주문을 하는 데에는 주문자 자신도 상당한 위험부담을 안게 되므로, 허수주문이 일부 체결되더라도 만회할 의사와 능력이 있는 극히 일부 투자자를 제외하고는 대다수 시장 참여자들에게 자체억제요인을 갖고 있다고 볼 여지도

있다(그리고 무엇보다 대부분의 시장 참여자들의 경우 그러한 주문행위를 체결 의사가 없는 주문이라 단정하는 것도 곤란할 것). 그러나 다른 한편으로 보면, 이 사건에 있어서는 바로 그 점 때문에 시장 참여자들이 5호가 범위 내의 대량 주문을 단순한 허수주문으로 단정할 수 없는 요인이 될 여지가 있다고 보아야 할 것이고, 위와 같은 허수주문이 상당한 정도의 시장지배력과 정보력·자금력을 동시에 갖춘 투자주체만 가능한 것이라면, 대부분의 경우 해당 주문이 허수주문인지 아닌지는 허수주문을 한 해당 주체만 알 수 있고 나머지 대부분의 투자 주체들은 그것이 허수주문인지 아닌지를 그때마다 판단하여 거래에 임할 수밖에 없다는 점에서 **정보의 불균형도 존재한다고 보아야 할 것**이라고 판시한 사례¹⁰⁰⁾.

(7) 대주주가 대량 매집한 경우 매매유인목적을 인정한 사례

(서울고등법원 2010. 8. 6. 선고 2010노565 판결)

- 원심이 적법하게 채택하여 조사한 증거들에 의하여 인정할 수 있는 다음 사정들과 피고인이 주식을 매수할 당시 정황과 거래형태, 거래의 동기에 관한 원심 판시 각 사정들을 종합하여 보면, 피고인이 2006년 10월경 A사 주식을 매수할 당시와 2008년 7월경부터 2008년 11월경까지 A사 주식을 매수할 당시에, 피고인에게 앞서 본 법리에 따른 ‘매매거래를 유인할 목적’이 있었던 것으로 인정할 수 있다고 판시.
- 피고인은 실명계좌를 통하여 주식을 매수하면서 주식시장에서의 자연스러운 수요·공급에 의하여 주가가 상승할 것을 기대하였을 뿐 매매거래를 유인할 목적은 없었다고 주장하나, 피고인과 가족들이 실명 또는 차명을 통하여 상장법인인 A사의 주식 대부분을 보유하고 있어 A사 주식의 저평가 문제 해결을 위하여는 대주주 측의 지분 일부를 시장에 매도함으로써 시장 내에서 거래되는 유통물량을 늘려 주식의 유동성과 환금성을 제고시켜 줄 필요가 있다는 K자산운용회사의 조언에 따라, 피고인 측이 2007. 4. 2.부터 2007. 11. 6.까지 사이에 시간외 대량매매를 통하여 보유 주식을 대량으로 매도한 것에서 볼 수 있듯이, 이미 대량의 주식을

100) 피고인들에게 벌금 2천만원씩 부과 (상고기각)

보유하고 있었던 피고인으로서는 경영권 확보나 그 밖의 사유로 A사의 주식을 대량으로 매집할 필요가 없었기 때문에, 피고인이 2006년 10월경에 A사의 주식을 매수한 것과 2008년 7월경부터 11월경까지 A사의 주식을 매수한 것은 모두 오로지 주가상승이나 주가하락방지를 위한 것으로 볼 수 있다.¹⁰¹⁾

- 피고인은 2006. 8. 9.부터 2008. 3. 6.까지 자신이 보유한 차명주식을 시가에 매도하여 합계 43억 원에 이르는 주식매도대금을 수령하였는데, 피고인이 2006년도에만 18억 원에 이르는 차명주식을 매도하고, 특히 피고인이 주식매수를 종료할 무렵인 2006. 10. 25.부터 2006. 12. 15.까지 6억 6,569만 원 상당의 차명주식을 매도하였던 점에 비추어 보면, 피고인이 2006년 10월경 주식을 매수할 당시 피고인에게 인위적 조작을 가하여 형성된 주가로 자신의 차명주식을 매도하여 매매차익을 얻고자 하는 의사가 없었다고 보기 어렵다.
- 피고인은 주식매수업무를 한 회사 직원들과 증권회사 직원들 사이에서 매수한 주식의 주가가 상승하기를 희망하는 대화만이 있었을 뿐, 인위적으로 주가를 조작하고자 하는 언동은 없었다고 주장하나, 원심이 적법하게 판시하고 있는 바와 같이 피고인 측 회사 직원들과 증권회사 직원들 사이에 오고간 대화내용이 주가를 일정 수준으로 상승·유지시키기 위한 주식매수주문이나 주식매수 결과 형성된 주가에 관한 것이고, 그 외 주가의 인위적 상승이나 유지를 피하고자 하는 듯한 취지의 대화도 있었던 점에 비추어 보면, 피고인 측 회사 직원들이 가능한 한 저가로 주식을 대량 매집하고자 하였다기보다는 오히려 반대로 인위적으로 주가를 상승시키거나 주가의 자연스러운 하락을 방지하기 위하여 주식을 대량으로 매집한 것으로 볼 수 있다.
- 피고인은 **고가매수주문과 중가관여매수주문**이라는 것은 주식시장에서 유통되는 주식 물량이 소량인 상황에서 대량의 주식을 일시에 매수하기 위하여 불가피하게

101) 이러한 피고인의 주식매수동기 외에도 매수대상인 A사 주식의 유통규모, 주가 및 거래 동향, 피고인의 주식 매수 전후의 거래상황, 시장관여율의 정도와 같은 원심 판시의 각 사정들을 모두 종합적으로 고려함

선택한 매수주문형태로서 이러한 매수주문형태가 있다고 하여 피고인에게 매매거래 유인목적의 존재를 인정할 수는 없다고 주장하나, 원심 판시와 같이 피고인은 A사의 주가가 하락하는 추세에 있었던 2006. 10. 9.경과 2008. 7. 3.경부터 각각 A사의 주식을 매수하면서 직전가보다 고가로 매수주문을 하거나 동시호가시기에 예상체결가보다 고가로 매수주문을 함으로써 주가를 상승시키거나 주가하락추세를 반전시키면서 주식을 매수하기도 하였던 점에 비추어 보면, 피고인이 유통되는 주식 물량이 소량인 상황에서 대량의 주식을 일시에 매수하기 위하여 불가피하게 고가로 매수주문을 하였다고 볼 수 없고, 오히려 반대로 주가를 상승시키기 위하여 위와 같은 고가매수주문과 종가관여매수주문을 한 것으로 볼 수 있다.

- 피고인은 시황의 변화에 따라 사후에 매수주문을 취소한 것일 뿐, 허수매수주문을 한 적은 없다고 주장하나, 허수주문으로 지적된 매수주문의 단위당 평균규모가 같은 기간 동안의 피고인의 평균 매수주문규모의 수배 이상에 이르고, 그 당시 피고인이 다른 매수주문과 달리 대량의 매수주문을 할 특별한 사정도 인정할 수 없으므로, 피고인이 실제 매수할 의사를 가지고 갑자기 이례적으로 대량의 매수주문을 한 것이 아니라, 실제 매수의사 없이 매매거래가 성황을 이룬 듯이 보이기 위하여 직전가보다 저가의 매수주문을 하였다가 적당한 시기에 이를 철회한 것으로 볼 수 있다.
- 피고인은 하락방어매수주문이라는 것도 시가보다 낮은 일정한 가격에 주식을 매수하고자 하는 자연스러운 매수주문에 불과하다고 주장하나, 앞서 본 바와 같이 주가가 하락하는 추세이었다면, 시가보다 낮은 일정한 가격에 대량의 매수주문을 하는 경우, 자연스러운 주가의 하락을 인위적으로 방지하는 효과가 있을 수 있으므로, 그러한 매수주문도 인위적으로 시세를 변동시키는 매수주문으로 볼 수 있다.

(8) 상장예정 주식에 대한 매매¹⁰²⁾

가. 대법원 1994. 10. 25. 선고 93도2516 판결(최초 상장주식)

□ 사실관계

- 피고인 甲은 1992.1.23. 상장된 A제지의 대표이사로서 위 회사의 총 주식 중 27.1%에 해당하는 498,561주를 주당 5,000원씩 배정받아 소유하고 있으며, 피고인 乙은 위 회사의 총 주식 중 8%에 해당하는 102,400주를 주당 8,500원씩 배정받아 타인 명의로 보유하고 있었는데, 피고인들은 같은 달 20. 위 회사의 주식매매 거래를 유인할 목적으로 공모하여, 상장 당일 거래되는 위 회사의 거래기준시가를 결정함에 있어, 신규상장 법인의 경우 기상장된 법인과는 달리 매수주문만 먼저 받아 매수주문 가격이 높은 순서로 주문가격과 수량을 나열한 후 주문수량을 순차적으로 합산하여 총 매수주문량의 2분의 1에 해당하는 주문수량이 속하는 주문 가격을 상장 당일 기준가로 결정하는 방식을 채택하고 있음을 기화로 위 회사의 주식가격이 1주당 8,000원 내지 8,500원이 적정선이라는 사실을 알면서도, 같은 달 23. 피고인 甲은 1개의 가명 계좌를 통하여 100주를 8,500원씩에, 피고인 乙은 6개의 가명계좌를 통하여 도합 640주를 최저 12,000원, 최고 15,000원씩 각 매수 주문을 하여 위 주식의 기준가가 공모가액 6,000원의 2.4배에 달하는 금 14,500원에 결정되도록 조작하였음

□ 판시내용

- A제지가 증권거래소에 상장된 1992.1.23. 피고인 甲이 1개의 가명계좌를 통해 주당 8,500원의 가격으로 100주의 매수주문을 내고, 피고인 乙이 6개의 가명계좌를 통해 주당 12,000원 내지 15,000원의 가격으로 640주의 매수주문을 냈던 사실, 당일

102) **자본시장법** 제176조 제2항 제1호, 동법시행령 제202조는 '상장되는 증권에 대하여 증권시장에서 최초로 형성되는 시세'의 경우에도 시세조종의 대상으로 규율하여 시세조종 적용이 가능해짐

피고인들을 제외하고는 丙만이 주당 8,500원의 가격으로 단 10주의 매수주문을 냈으며, 그나마 매매계약이 체결된 것은 위 총 750주의 매수주문 중 540주에 불과하였던 사실, 위 상장 당시 위 회사의 총 발행주식수는 184만주에 이르렀던 사실을 인정한 다음, 설령 위 회사가 일반인들에게 잘 알려지지 않은 회사이고 상장 초기에는 주식거래가 많지 않은 것이 보통이라고 하더라도 총 발행주식수가 184만주에 이르는 위 회사의 주식에 대하여 피고인들이 고작 740주의 매수주문을 냈을 뿐 그 후 지속적인 거래행위에 관여한 바 없고, 당일 총 매수주문이 750주인데도 매매계약이 체결된 것은 그에도 못미치는 540주 정도의 수준이라면, 피고인들의 이 사건 행위를 유가증권의 매매거래가 성황을 이루고 있는 듯이 오인하게 한 행위로 보기 어렵다고 할 것이고, 피고인들이 여러 개의 가명계좌를 사용하였다고 하더라도 마찬가지이며, 최초 상장된 주식의 경우¹⁰³⁾ **기형성된 주식의 시세라는 것이 존재하지 아니할 뿐 아니라** 주식시장에 있어서 자유시장경쟁원리에 입각한 수요와 공급의 원칙에 따라 결정되는 시세가 아닌 합리적인 주식시세의 개념을 상정할 수 없으므로 피고인들의 위 행위는 주식 상장기준가의 조작행위에 해당한다고는 할 수 있을지언정 증권거래법의 규율대상인 주식의 시세를 변동시키는 매매거래행위에 해당한다고는 할 수 없어, 결국 피고인들의 공소사실을 범죄의 증거가 없는 경우에 해당한다는 이유로 무죄를 선고한 사례.

나. 서울중앙지방법원 2004. 9. 10. 선고 2004고합700 판결(재상장주식)

- 증권거래법 제188조의4 제2항 제1호의 ‘유가증권의 시세를 변동시키는 매매거래 행위’라 함은 유가증권 시장에서 수요·공급의 원칙에 의하여 형성된 유가증권의 가격을 인위적으로 상승 또는 하락시키는 등의 조작을 가하는 매매거래를 말하는 것으로서 최초로 상장되는 주식의 경우에는 기형성된 주식가격이 없으므로 비록 상장 당일 매매거래의 가격제한폭의 적용기준인 상장기준가에 영향을 미치는 매매

103) 자본시장법 제176조 제2항 제1호, 동법시행령 제202조는 ‘상장되는 증권에 대하여 증권시장에서 최초로 형성되는 시세’의 경우에도 시세조종의 대상으로 규율

거래라 할지라도 이에 해당한다고 볼 수 없는 바(대법원 1994. 10. 25. 선고 93도 2516 판결), A사 주식은 분할로 인해 재상장되는 주식으로 기형성된 주가가격이 없고 재상장 기준가격은 A사 주식 평가가격의 50%~200% 사이에서 결정되는 것으로 비록 피고인의 매매거래가 상장기준가에 영향을 미친다고 하더라도 이를 유가증권 시장에서 수요·공급의 원칙에 의하여 형성된 유가증권 가격이라고는 볼 수는 없으므로 시세를 변동시키는 매매거래에 해당하지 않는다고 판시한 사례.

(9) 시세조종 유포 행위¹⁰⁴⁾

가. 서울지방법원 2002. 3. 6. 선고 2002고단1118 판결

- 누구든지 유가증권시장 또는 협회중개시장에서의 매매거래를 유인할 목적으로 당해 유가증권의 시세가 자기 또는 타인의 시장조작에 의하여 변동한다는 말을 유포하는 행위를 하여서는 아니됨에도 불구하고 1997. 9. 중순 일자불상경 서울 강남구 소재 상호불상의 다방에서 피고인 甲, 乙 및 丙, 당시 B증권 구리지점장으로 근무하는 丁이 함께 모여 있는 기회에 피고인들과 丙이 위 丁에게 약 20억원 상당의 관리하고 있는 고객의 주식을 빌려주면 이를 담보로 주식투자 자금을 마련하고 기관투자가 등과 연계하여 A사의 주가를 인위적으로 상승(소위 작전)시킬 것이니 동 회사의 주식을 매수하라는 취지로 권유하고, 위 사실을 丁으로 하여금 자신의 고객들에게 전파되게 하여 위 A사의 주가를 피고인들이 시장조작에 의하여 인위적으로 변동시킬 것이라는 말을 유포한 사례.

나. 서울고등법원 2004. 6. 23. 선고 2004노714 판결¹⁰⁵⁾

- 피고인은 2002. 9. 중순경 사무실에서, 사실은 A사의 주가를 조작하여 끌어올리기 위한 조직과 아무런 관련이 없었고, 그 주가조작을 위해 50억원을 마련해 놓지도

104) 증권거래법 제188조의4 제2항 2호(당해 유가증권의 시세가 자기 또는 타인의 시장조작에 의하여 변동한다는 말을 유포하는 행위) 적용

105) 사기죄와 경합범 인정

않았으며, A사와 B사측으로부터 담보금 1억원을 곧 제공받기로 약속한 바도 없어 A사 주가를 한달안에 8천원에서 2만원으로 끌어올릴 능력이나 의사가 없었고, 자신의 지시대로 피해자 甲이 A사 주식매매에 투자를 하였다가 원금손실이 발생하면 위 피해자 甲에게 이를 전액 보전해 주거나, 원금 보장을 위한 담보로 투자 금액의 20%에 해당하는 금액을 2002. 10. 1.까지 지급할 의사나 능력이 없음에도 불구하고, 乙을 통해 甲에게 “A사 사장과 A사를 구조조정 했던 B사 사장의 부탁에 따라 나를 포함한 우리팀에서 A사 주가를 끌어올리기로 했다. 이를 위해 내가 50억원을 이미 마련해 놓았는데, A사와 B사 측에서 담보금으로 15억원을 곧 제공하면 즉시 위 50억원을 집행하여 우리팀에서 A사 주가를 한달안에 8천원에서 2만원으로 끌어 올릴 것이다. 여유자금 있으면 A사 주식에 투자하여 내 지시대로 매매를 하면 틀림없이 수익이 날테니 수익금을 절반씩 나누자. 주가가 하락하여 원금 손실이 발생하면 이는 전액 보전해 주겠다. 원금 보장을 위해 투자 금액의 20%에 해당하는 금액을 담보로 2002. 10. 1.까지 당신 계좌에 입금하겠다.”고 거짓말하여, 이에 속은 피해자로 하여금 같은 해 9. 27. A사의 주식 12,000주를 주당 8,100원 합계 97,200,000원에 매수주문 하게 하고, 그에 맞추어 자신의 지시에 따라 丙으로 하여금 동인의 주식 10,000주를 주당 8,100원 합계 81,000,000원에 매도주문하게 하여 즉석에서 위와 같은 매매계약이 체결되도록 함으로써 丙으로 하여금 동액 상당의 재산상 이익을 취하게 하고, 乙에게 위와 같이 말하여 A사의 주식 시세가 자기 또는 타인의 시장조작에 의하여 변동한다는 말을 유포한 사례.

다. 서울중앙지방법원 2012. 11. 29. 선고 2012고합142 판결

- 피고인 甲은 상장증권인 A주식의 매매를 유인할 목적으로 피고인과 피고인의 투자자문을 받은 B투자자문사(대표이사 피고인 甲)의 회원들이 최대주주의 지분을 능가하는 대량의 A주식을 매입하여 보유하면서 소위 ‘물량잡그기’를 하고, 피고인이 위 B회원들을 대리하여 직접 A사의 경영에 참여하여 주가를 관리하는 등의 방법으로 A주식의 시세가 자기의 시장조작에 의하여 변동된다는 말을 유포함과 동시에 위 주식의 매매를 함에 있어서 중요한 사실인 피고인이 사실상 최대지분을 보유한

B회원들을 대리하여 A사 경영에 참여한다는 점에 관하여 거짓의 표시 또는 오해를 유발시키는 표시를 한 혐의로 기소된 사안에서,

- ① 피고인 甲은 A사 경영을 사실상법적으로 통제하여 주가에 미칠 수 있는 악재를 관리하겠다는 취지의 글을 증권 관련 포털사이트에 지속적으로 게시하였던 점,
- ② 피고인 甲은 A사의 대표이사인 乙과 대학동문임을 강조하면서 자신이 A사 경영에 참여하면서 일반인은 알 수 없는 내부정보를 보유하고 A사 주가를 B회원들에게 유리한 방향으로 관리하여 안정적인 수익을 얻을 수 있을 것이라고 생각하게끔 글을 게시하였고, 이러한 사정은 A사 주식 매수에 있어 매우 중요한 유인이 되었던 점,
- ③ 그러나 피고인 甲이 최초로 A사 경영참여를 선포한 시점에 乙은 피고인 甲을 알지 못하였고, 피고인 甲은 乙과 만난 자리에서 직접 경영에 참여할 의사를 밝히지도 않았으며, 그밖에 내부자 정보로 볼 수 있는 이야기도 전혀 오고가지 않았던 점,
- ④ 피고인 甲은 자본시장법 제153조 및 동법 시행령 제163조 제1항 제5호 규정을 근거로 주주총회 의결권 행사의 위임을 받기에 물리적으로 시간이 부족하였다고 주장하나, 위 규정은 의결권대리행사가 아닌 의결권대리행사 ‘권유’에 관한 것으로서 주주들이 자발적으로 의결권의 행사를 위임하는 경우에만 적용되는 조문이 아닌 점,
- ⑤ B사 법무팀장 丙은 A사 주주총회소집통지서 수령후 불과 3시간 만에 “통지서를 검토하고 금융감독원 등에 질의한 결과 의결권 대리행사가 무의미한 것으로 결론내렸다”는 취지의 글을 올렸다는 점에서 피고인 甲측이 실제로 유관 기관에 질의를 한 것으로 보이지도 않는 등 애초부터 피고인 甲은 B회원들로부터 의결권 위임을 받아 주주총회에서 이를 행사할 의사가 없었던 점으로 보이는 점 및 그밖에 피고인 甲이 게시한 글의 서술방식 및 B회원들의 반응 등과 같은 사정을 종합하여 시세조종행위 등의 금지위반이 인정된다고 판시.

(10) 시세고정행위 (서울중앙지방법원 2010. 2. 5. 선고 2009고합690 판결)

- 피고인이 주식의 가액을 상승하는 것으로 변동시키려 하는 의사를 가진 것이 아니라 그 주된 의사는 주가를 일정한 가액 이상으로 유지함으로써 주가를 안정

시키려는 것이고 일부 주가를 올리려고 하였던 취지도 일정 가액 이하로 떨어진 주가를 다시 일정 범위 내로 상승시키려 하였던 취지로 보여 피고인의 행위가 증권거래법 제188조의4 제3항의 규제대상이 되는 안정조작에 해당하는 것이 아닌가 하는 의문이 들기는 하나,

- ① 같은 법 제188조의4 제2항 제1호 소정의 시세를 변동시키는 행위에는 시세를 상하로 변동시키는 행위뿐만 아니라 시세를 인위적으로 고정시키는 행위도 당연히 포함된다고 보이며 피고인의 매수 형태 역시 일부 주가를 상승시키는 형태를 띠고 있는 점, ② 피고인이 일정한 주가 이상으로 고가매수주문을 지속하거나 매도물량을 소화해 나가는 방법으로 인위적인 방법을 통하여 시세를 변동 또는 유지시킴으로써 주식투자에 참여하는 투자자에게는 그 시세가 유가증권시장에서의 자연적인 수요·공급의 원칙에 의하여 형성된 것으로 오인시키고 일정 가격 이하의 매수세가 꾸준히 유지되고 있음을 주지시켜 그 가격 이상으로 매매거래가 유지되도록 하거나 그 이하의 매도물량을 철회하게 하는 방법으로 투자자를 매매거래에 유인하려는 목적이 있었다고 인정되는 점, ③ 앞서 본 바와 같이 시세를 조종하려는 목적으로 불공정거래행위를 반복한 경우 각 행위는 모두 포괄하여 같은 법 제207조의2 제1항 본문 제2호, 제188조의4 소정의 불공정거래행위금지 위반의 일죄를 구성하는 점, ④ 같은 법 제188조의4 제3항을 둔 취지는 안정조작에 대한 별도의 처벌 규정을 두어 다른 시세조종 행위와는 구별하여 처벌하려는 목적이라기보다는 안정조작을 원칙적으로 증권거래법에 의하여 금지하되 다른 시세조종 행위와는 달리 안정조작이 필요한 일정한 경우 같은 항 각 호의 요건을 충족하는 경우에는 이러한 안정조작을 일정한 범위 내에서 허용하려는 취지(위 요건에 따라 안정조작을 하는 경우에는 같은 법 제188조의4 제2항 소정의 ‘매매거래를 유인할 목적’이 인정되지 않을 것이다.)를 규정하기 위한 것으로 보이는 점(대법원 2004. 10. 28. 선고 2002도3131 판결, 헌법재판소 2005. 5. 26. 선고 2003헌가17 결정 등 참조) 등을 종합하여 보면, 위와 같은 피고인의 행위를 제188조의4 제2항 제1호 소정의 시세조종 행위로 포괄하여 처벌하는 것이 부당하다고 볼 수 없다고 판시.

(11) 매매양태 등을 이유로 무죄가 선고된 사례

가. 수원지방법원 2013. 1. 31. 선고 2012고합699 판결

□ 사실관계

- A사의 2우선주(이하 “이 사건 주식”)의 대부분(약 95%)을 보유하고 있던 피고인이 2011.1.3.경부터 2011.6.7.경까지 기간(이하 “이 사건 기간”) 동안 위 주식에 관하여 피고인과 그 가족 명의로 된 28개의 계좌를 이용하여 고가매수주문, 시가 또는 종가관여주문, 가장매매 형태로 주식거래를 함으로써 주가를 36,500원에서 107,500원까지 약 194.5% 상승시켜 합계 3,993,836,493원의 부당이득을 취득한 혐의로 기소

□ 판시내용

- 법원은, 피고인이 이 사건 주식을 2008년경부터 약 3년 이상 꾸준히 매수하여 왔으므로 비교적 장기적인 관점에서 위 주식에 투자를 해온 것으로 보일 뿐만 아니라 피고인 본인과 그 가족들(처와 두 딸) 명의로 개설된 다수의 계좌들은 피고인 혼자서 단독으로 사용하였을 뿐 다른 공범자가 관여한 정황이 없고, 피고인이 일정한 직장을 가지고 있었으며(전업 주식투자자가 아님), 실거래 비율이 높은 주식 거래를 하였던 점(이 사건의 호가관여율은 4.8%에 불과) 등에 비추어 보면, 피고인의 주식거래 형태는 단기간에 투자자를 유인하여 치고 빠지거나 여러 명의 가담자들을 동원하여 실거래 없는 주문량만을 폭발적으로 늘리는 전형적인 시세조종(통상 호가 관여율이 20% 내외인 경우가 많음)의 모습과는 상당히 거리가 있어 보이는 점
- 피고인이 이 사건 주식의 물량 대부분(약 95%로 피고인이 투자한 자금의 규모는 약 20억원 정도)을 보유한 자임에도 이 사건 기간 동안 위 주식에 관한 피고인의 매매관여율이 비교적 높은 편(일평균 약 6.3%, 전체 거래량 중 약 57.4%)이기는 하나, 피고인의 매매양태는 실거래를 전제로 한 주문이 높고 호가관여율(4.8%)이

낮은 편이어서 이 사건 주식에 관하여 매매가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 할 위험성의 정도는 실거래 없는 주문 비중이 높은 경우에 비하여 상대적으로 낮다고 볼 수 밖에 없고, 피고인이 이 사건 기간 중 매도하거나 매수한 주식의 수량을 합하여도(약 22,305주 = 11,830주 + 10,475주) 이 사건 주식의 발행주식총수(62,124주)의 1/3정도 밖에 되지 않고 있으며, 피고인이 순매수한 주식 수도 1,355주에 불과하므로 피고인의 주식거래로 인하여 이 사건 주식의 주가에 미친 영향력이 크다고 단정하기 어려운 점(특히, 이 사건 주식의 주가가 5만원 미만일 때 피고인이 단주매도 형태로 매도한 주식의 경우는 증권회사를 상대로 이루어질 뿐이어서 거래소에서 거래되는 거래량으로 파악되지 않았고, 그에 따라 그 부분이 외부에 공시되지도 않음)

- 뿐만 아니라 이 사건으로 기소된 고가매수주문(3,817주)의 경우 시장전체의 매수 주문수량(161,263주)에 비하여 그 차지하는 비중(약 2.3%)이 매우 적고, 상대호가와 동일한 가격으로 이루어지거나 체결가능성이 높은 가격 범위에서 주문이 이루어진 경우가 대부분을 차지하여 그 주문 양태에 있어 시세조종적 요소가 나타나지 않고 있을 뿐 아니라, 가장매매에 있어서도 이 사건 기간(154일, 주식개장일 기준 105일) 중 가장매매가 이루어진 기간(22일)이 차지하는 비중(약 14%, 주식개장일 기준 약 20%)이나 가장매매로 체결된 거래량의 규모(하루 10주 이하가 대부분)가 그리 높지 않고, 단주매도나 주식거래비용의 절감을 위한 차원에서 가장매매가 이루어진 주식도 상당수를 차지하고 있으며, 시가 또는 종가관여주문의 횟수(7회 및 6회)나 수량(150주 및 110주) 역시 이 사건 주식의 거래기간이나 거래량에서 차지하는 비중이 매우 낮은 편임을 알 수 있는 바, 이와 같은 피고인의 주문 또는 매매형태는 일반적인 시세조종의 방법, 즉 시세급변을 유도하기 위한 상한가매수주문, 매일 한정된 물량을 계속적·순차적, 계좌별·시간대별로 번갈아 가면서 소량·대량·분할·집중 매수하는 방법으로 시초가 고가매수, 당일 최고가 형성을 위한 고가매수, 종가상승을 위한 고가매수, 순차적 고가매수, 시가고정을 위한 분할 또는 집중매수 등의 방법과는 사뭇 양상을 달리하고 있고, 이 사건 기간 중 위 주식의 전체거래량에서 위와 같은 매매형태가 차지하는 비중 역시 비교적 낮은 편이었던 점

- 더욱이 이 사건 기간 무렵 A사에서는 대규모의 공사수주와 같은 호재성 공시를 다수한 바 있고 그 배당이나 영업실적도 양호한 편이었으며, 유사 우선주에 비하여 상대적으로 주가도 낮은 편이어서 그 주식 자체에 주가가 상승할만한 요소를 상당 부분 내포하고 있었던 것으로 보일 뿐만 아니라, 이 사건 주식과 유사한 우선주들이 우선주 테마주 바람이 불면서 이 사건 기간 중 주가가 급등하는 등의 주식시장 분위기가 시장흐름이 유사한 형태의 종목인 이 사건 주식에도 일정한 영향을 미쳤을 가능성이 높으므로(이 사건 주식 자체도 이 사건 이전인 2010년경에 그와 같은 우선주 테마주 바람이 불면서 주가가 크게 상승하였다가 다시 하락한 적이 있음), 이 사건 주식의 주가가 공소사실 기재와 같은 피고인의 주식거래만을 원인으로 하여 큰 폭으로 상승하였던 것으로 보기는 어렵고, 위와 같이 다른 원인들에 의해서도 상당한 영향을 받았던 것으로 보이는 점(나아가 이 사건 주식의 전체 주가상승분에서 피고인의 주식거래로 인한 주가 상승분을 분리하여 계산하는 것도 현실적으로 불가능한 것으로 보임) 등을 종합하여 보면, 이 사건 주식이 저평가된 것으로 판단하고 장기적인 관점에서 투자를 계속하여 보유물량을 늘려나가면서 일부 차익실현과 평균 매수단가를 낮추기 위해 증권회사 등을 상대로 단주매도를 한 다음 그보다 낮은 가격으로 이를 다시 매수하는 등의 정상적인 주식거래를 하여 왔는데, 그 과정에서 A사의 호재성 공시나 우선주 테마주 바람과 같은 다른 변수의 영향을 받아 이 사건 주식의 주가가 완만하게 상승하게 되었다는 취지의 피고인 및 변호인의 주장이 오히려 설득력이 있어 보이고, 검사 제출의 각 증거만으로는 피고인이 일반투자자들에게 매매가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 일반투자자들의 매매거래를 유인하게 할 목적으로 주식의 시세를 인위적으로 변동시키는 거래를 하였음을 인정하기에는 부족하고, 달리 이를 인정할만한 증거가 없어 무죄를 선고한 사례.

나. 서울중앙지방법원 2014. 9. 17. 선고 2013고단4824 판결

□ 사실관계

- 피고인은 2010.7.경 코스닥상장법인 (주)사에 대하여 유상증자 이후 신규사업 투자 및 인수합병 등을 통해 주가가 상승할 것이라고 기대하고 그때부터 2010.10.경까지 가족명의 등 총 4개의 차명계좌를 이용하여 주식 1,499,385주(발행주식총수의 4.9%)를 보유하게 되었는데 예상과 달리 신규사업 진출이 늦어지고 유상증자로 발행된 주식이 매도물량으로 쏟아지면서 주가가 계속 하락하자, 반복적인 고가 매수주문으로 주가를 견인하면서 타인의 매수세를 유인한 후 대량의 보유주식을 고가에 매도하여 시세차익을 실현하기로 마음먹고, 2010.11.1경부터 같은해 12.28.경까지 사이에 위 회사의 주식 1,839,482주를 매수하고 2,770,831를 매도하는 과정에서 고가매수주문 1,097회(440,067주), 허수매수주문 52회(494,372주), 시가관여주문 12회(44,862주) 및 종가관여주문 10회(23,785주) 등 총 1,171회(1,003,086주)에 걸쳐 시세조종성 주문을 제출하여 시세를 조종(호가관여율 : 2.66%, 주가변동폭 : 52.0%)함으로써 1억8,751만원 상당의 부당이득을 취득한 혐의로 기소

□ 판시내용

- 법원은, 다음의 점에서 피고인의 매매양태와 검찰이 제출한 각 증거만으로는 위 주식의 매매가 자본시장법 제176조제2항제1호가 금지하고 있는 매매에 해당한다고 보기 어렵다고 판시
 - 피고인은 이른바 전업투자자로 공소사실 기재 기간인 2010.11.1부터 2010.12.28.까지 위 J사 주식 외에도 71개 종목의 주식을 매매하였고, 피고인의 전체 주식 매매액 중 J사 주식의 매매액 비율은 2010.11.경 약 20%이고, 같은해 12.경에는 약 16%임.
 - 피고인은 4개의 차명계좌를 이용하여 위 주식을 매매하였으나, 위 각 계좌간 통정 매매나 가장매매를 하였다거나 제3자와 공모하여 매매한 것은 아님(이에 대해 피고인은 각 계좌당 신용대출한도가 있기 때문에 여러계좌를 이용한 것이라고 변호함)

- 위 기간 동안 당일 거래량을 기준으로 한 호가관여율이 2.66%에 불과하고, 피고인이 매매하지 않는 기간에 주가가 변동하는 때도 많이 있는 등의 이유로 위 기간동안 J주식의 가격변동에 피고인의 매수주문이 미치는 영향이 크지 않음.
- 고가매수주문 내역 기재 매수주문은 직전거나 상대매도호가보다 높은 가격의 매수 주문인 고가매수주문인데, 위와 같은 주문은 주가상승시에 추가매수를 하는 등의 경우에도 발생할 수 있어 모든 고가매수주문에 시세조종의 의도가 있다고 볼수 없고, 이 사건의 경우 위 고가매수주문으로 호가가 상승하지 아니한 경우가 호가가 상승한 경우보다 훨씬 많음.
- 허수매수주문 현황 기재 매수주문은 당시 호가 기준으로 매수6호가 이하의 주문 중 체결되지 아니한 주문을 산정한 것이다. 위 기간 동안 일평균 호가 변동폭이 컸으므로 매수6호가 이하의 주문이라는 일률적인 기준으로 허수주문을 판별하기 어렵고, 시세조종을 위하여 허수매수주문을 내는 때에는 호가하락으로 체결이 가능하게 되면 주문을 취소하는 경우가 많은바, 이 사건의 경우 취소한 주문은 거의 없음.
- 시가관여주문, 종가관여 주문 기재 역시 각각 12회와 10회에 불과하여 그 자체만으로 시세조종이 가능한지 의문이 들고, 시종가에 영향을 미칠 수 있는 체결 직전 시간대의 매수주문은 거의 없음.
- 한국거래소가 정한 불공정거래 모니터링 시스템은 동시호가 시간대에 의심이 드는 주문이 있으면 유선통보, 서면통보, 수탁거부등록 등의 조치를 하나, 피고인이 위 주식매매를 하면서 위 유선통보 등의 조치를 받은 적이 없음.

(12) 이면계약을 이용한 시세조종

(서울중앙지방법원 2011. 11. 18. 선고 2011고합441 판결)

- 기업경영컨설팅 등을 목적으로 설립된 A사의 이사인 피고인 甲은 B사의 최대주주겸 회장인 피고인 乙과 “A사가 6개월 동안 B사의 경영 전반에 대한 상담 및 자문을

하고 B사는 그 수수료로 5억원을 지급한다”는 내용으로 경영자문계약을 체결함과 동시에 “甲은 B주식을 장내에서 매집하여 합병승인을 위한 임시주주총회일까지 주가를 7,000원 수준으로 끌어올려 주기로 하고, 이에 대하여 B사는 그 수수료로 5억원을 甲에게 지급함과 동시에 乙 소유의 B사 주식 100만주를 제공하여 甲이 이를 담보로 주식매집에 사용할 자금을 사채시장으로부터 조달할 수 있도록 한다”는 취지의 이면계약¹⁰⁶⁾을 체결한 사안에서,

- ① 피고인 甲이 B측과 체결한 이면계약서에는 ‘B보통주 장내 매집’, ‘B주식 가격을 7,000원 수준으로 형성’, ‘7,000원의 가격을 2주 동안 유지’ 등 주식 시세조종과 관련된 표현들이 기재되어 있어서 단순한 경영자문계약이나 투자계약으로 보이지 아니하는 점(게다가 피고인 甲이 단순한 주식매수를 하기로 하면서 위와 같은 내용의 이면계약을 체결하였을 것으로 보이지도 아니한다), ② 특히 피고인 甲은 B측과 2차 계약을 체결한 후 B주가를 다시 주당 10,000원까지 올린 다음 시세조종으로 매집한 B주식을 블록딜을 통해 매도하는 방법을 통해 궁극적인 이익을 얻으려고 계획했던 것이었는데, 2차 계약을 체결하기 위해선 그 전제로 위 이면계약서에서 정한 것과 같이 60일 이내에 B주가를 7,000원 수준으로 형성·유지해야 했던 점, ③ 그런데, 당시 B사 발행주식 약 130만주 중 55% 이상을 피고인 乙과 그 특별관계자들이 소유하고 있었고, 실제 시장에서 유통되는 물량은 약 300만주에 불과하였음을 고려할 때, 피고인 甲이 단순히 B주식을 매수하는 것만으로는 60일 이내에 B주가를 7,000원 수준으로 형성시킨 후 이를 약 2주 동안 유지하는 것이 어려웠을 것으로 추인되는 점, ④ 피고인 甲은 B주식을 매수하는 과정에서 고가

106) 피고인측은 이 사건 경영자문계약이 주된 계약이며, 이면계약은 경영자문계약 상 IR업무를 수행하면서 함께 수행하게 되는 부수적 업무를 기재한 것에 불과하다고 주장하였으나, 법원은 ① 양 계약서 사이에는 어떠한 유사점이나 관련성을 발견하기 힘든 점, ② 단순한 회사 IR업무를 위해서 5억 원이나 지급한다는 것은 매우 이례적인 점, ③ 5억 원의 지급도 경영자문계약서 조항에 따라 이루어진 것이 아니라 이면계약서 조항에 따라 지급된 것으로 보이는 점, ④ A사는 기업경영자문 업무나 기업 IR을 한 경험도 없는 회사였던 점, ⑤ 실제로 피고인 甲은 경영자문계약서 상에 기재된 업무를 수행하지도 않았던 점 등을 종합하여 보면 A사가 수행해야 하는 기업자문이나 IR업무는 부수적인 것으로 보이고, 오히려 이면계약에 따라 수행해야 하는 ‘B사 우호지분 블록화 업무’가 주된 업무였던 것으로 판단하였음

매수주문, 시가관여주문 등 시세조종성 주문을 한 점(고가매수 99회 131,730주, 시가관여 4회 7,968주, 증가관여 10회 23,992주, 허수매수 3회 34,000주, 통정매매 24회 40,232주, 합계 251회 378,398주, 호가관여율 3.04%), ⑤ 게다가 피고인 甲 등이 B주식을 매집하기 시작한 이후 일평균 64,200여 주에 불과하던 B주식 거래량이 시세조종기간에는 108,400여 주까지 급증하였고, B사 주가 역시 2008. 3. 20. 기준 4,500원에서 2008. 5. 26. 기준 6,880원까지 급증하였던 점 등을 종합하여 피고인 甲이 타인으로 하여금 B주식 매매거래가 성황을 이루고 있는 것처럼 그릇된 판단을 하게 하거나 B주식 매매거래를 유인할 목적으로 시세조종을 한 것으로 인정할 수 있다고 판시.

(13) 우선주 4주를 이용한 시세조종

(부산지방법원 2013. 5. 31. 선고 2013고정1485 판결)

- 피고인은 2011.3.경 증권시장에 상장된 주식회사 S의 우선주 110주 중 자사주 100주를 제외한 10주만이 증권시장에 유통되어 있어 일일 거래량이 1~2주 정도의 소량이고, 일일 1~2주 정도의 거래만으로도 주가가 직전일 종가에 비하여 15%이상 오르거나 15%이상 내려가는 등 등락폭이 커 시세조종이 용이한 상황을 이용하여 2011.3.18.부터 2011.4.27.까지 2개의 증권계좌를 이용하여 총7회에 걸쳐 주식회사 S의 우선주 4주에 대하여 매매가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하여 일반 투자자의 매매를 유인할 목적으로 가장매매 체결, 고가매수주문, 허수매매 주문을 통해 주가를 1,098,000원에서 4,432,000원까지 166% 상승시켜 3,949,693원의 부당 이득을 취한 사례

(14) 상한가 굳히기

(의의) 주가를 장 종료시까지 상한가를 유지시킨 뒤 익일 보유주식 전량을 매도 하는 '상한가 굳히기' 매수주문이 시세조종성 주문임을 확인

가. 서울고등법원 2014.9.19. 선고 2014노800 판결(유죄)¹⁰⁷⁾

- 매매를 유인할 목적으로 ① 자금력을 바탕으로 대량의 고가 매수주문 및 물량소진 매수주문을 내어 매도물량을 소진시켜 상한가 또는 상승세를 만드는 방법, ② 매도호가 잔량이 전혀 없는 반면 대량의 상한가 매수호가잔량이 있고 매도물량이 거의 없어 상한가에 매수주문을 내더라도 체결가능성이 희박한 상황에서 대량의 상한가 매수주문을 반복적으로 내어 상한가 매수호가 잔량을 쌓아 상한가를 유지하는 한편, 다른 투자자들로 하여금 매매가 성황을 이루는 것처럼 잘못 알게 하는 방법, ③ 이어 장 종료 후 시간외 종가 및 시가 단일가 시간대와 다음날의 장 개시전 시간외 종가 시간대에 매도물량이 거의 없는 상황에서 대량의 허위매수주문을 내어 다른 투자자들로 하여금 매수세가 성황을 이루는 것처럼 잘못 알게 하는 방법, ④ 다음날의 시가 결정을 위한 단일가 시간대에 전일 종가보다 높은 가격으로 대량의 허위매수주문을 내거나 예상체결가격보다 높은 고가 매수주문을 제출하였다가 전량취소하는 방식으로 고가의 매수세를 유인하고 예상체결가격을 높여 시가가 전일 종가보다 높게 형성되도록 관여한 후 전일 매수한 주식을 전량 매도하는 방법 등을 사용하면서 고가매수주문, 물량소진 매수주문, 허위 매수주문을 하여 상장증권의 매매가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 그 시세를 변동시키는 매매를 하고, 그로 인하여 약 59억원의 부당이득을 취득하였다고 판시

나. 서울중앙지방법원 2013.11.12. 선고 2012고정6485 판결(유죄)¹⁰⁸⁾

- 피고인은 1987년부터 전업으로 주식매매를 해온 사람으로서, 주가가 급등한 정치 테마주 등의 종목을 매매 대상으로 선정하여 대량의 고가 매수주문과 물량소진주문, 상한가굳히기 매수주문¹⁰⁹⁾, 허위 매수주문, 시종가관여주문 등의 시세조종주문을

107) 원심판결 서울중앙지방법원 2014.2.20. 선고 2012고합725판결

108) 그 밖에 상한가 굳히기 수법에 대한 유죄판결 다수(서울중앙지방법원 2014.4.3. 선고 2014고단370, 서울중앙지방법원 2013.11.1. 선고 2013고합 913 등)

109) 동 법원(2012고정6485)은 상한가 굳히기라는 명칭에 대하여 “상한가에서 매도세와 매수세가 공방을 벌이거나 상한가에 근접한 상황에서 상한가에 매도물량을 압도하는 대량의 매수주문을 내어 일시에 매도물량을 모두 소진시키고 상한가에 매수 잔량을 쌓거나 주가가 상한가를 시현하고 있는 상황에서 상한가에 대량의 매수주문을 내어 상한가 매수 잔량을

반복적으로 내어 인위적으로 주가를 끌어올려 종가를 높게 형성되도록 하거나 상한가를 형성·유지시키고, 다른 투자자로 하여금 매매가 성황을 이루는 듯이 잘못 알게 하여 차회 거래일의 시초가가 전일 종가보다 높게 형성되도록 한 다음 전일 매수한 주식을 매도하는 등의 수법으로 수익을 올리기로 마음먹고

- 피고인은 위 A와 공모하여, 2011. 9. 19.부터 2012. 1. 4.까지 사이에 총 7개의 증권계좌를 이용하여 정치 테마주인 B(주) 주식 등 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 8개 회사의 주식 총 29,871,298주를 매수하고 18,714,191주를 매도함에 있어 매매를 유인할 목적으로, 고가매수주문 464회(10,747,055주), 물량소진매수주문 172회(4,013,382주), 호가공백메우기주문 29회(723,432주), 상한가굳히기매수주문 198회(17,191,272주), 시·종가관여주문 7회(415,000주), 허수매수주문 5회(26만 주) 등 총 875회(33,350,141주)의 시세조종주문(호가관여율 평균 10.06%, 매수관여율 평균 20.79%)을 제출하여 상장증권의 매매가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 그 시세를 변동시키는 매매를 하고, 그로 인하여 총 4억 5,699만원의 부당이익을 취득하였다고 판시

다. 서울고등법원 2014.5.30.선고 2014노465판결(무죄)¹¹⁰⁾

쌓아 인위적으로 상한가가 지속되도록 하는 시세조종성 주문으로서 일반투자자가 상한가 매수 잔량을 보고 투자판단을 하는 상황에서 상한가가 익일에도 이어지도록 하는 효과가 있음. 위 주문은 통상 매도 잔량이 전혀 없고, 상한가에 매수 잔량만 쌓여 있어 상한가에 추가로 매수주문을 하더라도 체결가능성이 희박한 상황에서 체결의사 없이 상한가 매수 잔량을 쌓아 일반투자자로 하여금 매수세가 성황을 이루는 듯이 잘못 알게 할 의도로 제출되는 점에서 허위 매수주문과 유사하나, 그와 동시에 매도 물량이 나오게 되면 이를 지속적으로 흡수함으로써 주가를 상한가에서 인위적으로 지지하려는 의도도 포함되어 있다는 점에서 통상의 허위 매수주문과 구별되므로 이를 ‘상한가굳히기 매수주문’이라고 호칭한 것임”라고 설명

- 110) 동 법원은 본문 내용과 같은 추가적인 판단 외에 1심 법원(인천지방법원 2012. 11. 29. 선고 2012고합142)의 아래와 같은 사실인정과 판단을 정당한 것으로 수긍함

- 1심 법원의 판시 요지 -

- ① 이 사건 매매에 나타난 피고인의 상한가 매수 주문 대부분은 다른 투자자들도 이미 상한가 매수 주문 내지 상한가에 근접한 매수 주문에 돌입한 상황에서 시장이 전반적으로 매수 세로 돌아선 이후에 추가적으로 제출된 것에 해당한다. 더욱이 이 사건 매매에 포함된 주식 종목은 이른바 정치테마주로서 당시의 거래형태와 거래량 등에 비추어 볼 때 피고

- 이른바 상한가 따라잡기로 주식거래를 하는 일반 투자자들의 투자심리를 이용하여 막대한 자본으로 매도물량을 흡수한 후 인위적으로 상한가를 만들고 계속적으로 상한가 매수 주문을 허수성으로 넣어 상한가를 유지시킴으로써 다른 투자자들의 매수세를 유인한 후 그 다음날 시세차익을 노리는 이른바 ‘상한가 굳히기’와 같은 매매 거래를 하였다면, 이는 자본시장법이 금지하고 있는 시세조종행위에 해당한다고 할 수 있을 것이임.

그러나 피고인은 1일 평균 50억 원 내지 200억 원의 주식을 매매하여 온 것으로 되어 있는데, 이 사건 매매는 해당 기간 동안 피고인의 전체 주식 매매량 중 극히 일부인

- 인이 행한 이 사건 매매가 시세를 조종하는 매매에 해당한다거나 피고인이 당시 매수세를 유인하는 등의 목적을 가지고 주문을 한 것이라고 쉽게 인정하기 어려움.
- ② 피고인이 상한가 등으로 대량의 물량을 확보하고 나아가 그 다음에도 추가적으로 매수 주문을 한 것도 해당 종목의 시장상황 등에 따라 당일 상한가가 유지되고 익일 주가가 추가로 상승할 것이라는 판단에 따라 그 물량을 확보하기 위한 것으로 봄이 자연스럽다. 또한 당시 다수의 투자자들이 동시다발적으로 매수 주문을 하는 상황이어서 이를 두고 상호간에 매매를 유인하는 관계에 있다고 볼 수도 없음.
 - ③ 비록 피고인이 막대한 자금을 굴리는 전문투자자라 하더라도 혼자서는 상한가를 조성·유지 하기가 용이하지 않으며, 특히 단기간에 시세를 조종한다는 것은 용이하지 않다.
 - ④ 피고인의 매수주문에 대한 실제 체결비율이나 그 매수 주문의 태양 및 그 매수 주문 가격이 체결가능성이 없는 저가의 주문이 아닌 점 등을 고려하여 보면, 이 사건 매매에 포함된 피고인의 매수 주문 중 실제로 체결되지 않은 주문 역시 추가적인 매도물량이 나올 경우를 대비하여 이를 선점하기 위한 의도에서 비롯되었다는 피고인의 주장에 상당한 설득력이 있음.
 - ⑤ 피고인이 상한가에 매수한 다음에 그 중 일부 물량을 매도한 경우도 시장상황의 변동에 따라 상한가가 유지되지 않을 가능성에 대비하여 더 큰 손실을 방지하기 위한 것으로 볼 여지가 충분함.
 - ⑥ 피고인이 그 동안 주식매매를 하면서 작성한 매매일지에 ‘시가를 띄우고 좀 더 올렸다’, ‘억지로 올렸다가 경고 먹고’, ‘상한가에 물량 넣어서 상한가 마감시켰고’와 같이 주식매매를 하면서 매매를 유인할 목적을 가지고 시세를 변동시키는 거래를 하였다는 취지로 볼 여지가 있는 기재를 일부 하기는 하였으나, 이 사건 매매와 관련된 것임을 인정할 별다른 증거가 없고, 오히려 이 사건 매매와는 무관한 주식매매와 관련된 것으로 보임.
 - ⑦ 피고인이 이 사건 매매를 포함한 주식매매를 하는 동안 증권회사들의 자체 모니터링에서 여러 차례 불공정거래 또는 이상매매가 적발되어 수탁거부 3개월 등의 조치를 받았으나, 여기서 적발된 행위들 모두 이 사건 매매와는 관련이 없는 것들이고, 증권회사의 불공정거래 및 이상매매의 적발 및 통보도 불공정거래 예방 차원의 증권회사의 모니터링 시스템에 불과하여 이에 해당한다고 하여 곧바로 시세조종행위로 단정할 수 없음.

1% 미만에 불과하므로 이 사건 매매에 투입된 자본금은 훨씬 적을 것으로 보여
 검사가 제출한 증거만으로는 피고인이 막대한 자본금으로 매도 잔량을 흡수하였다고
 단정하기 어렵다. 그리고 이 사건 공소사실 기재 거래 종목은 이른바 정치테마주
로서 당시 수많은 일반 투자자들이 활발하게 매매거래에 참여하였던 점에 비추어
보면, 피고인이 이 사건 공소사실 기재의 각 종목에 관하여 인위적으로 상한가를
만들고 이를 유지시켰다고 단정하기도 어렵다. 결국 이 사건 공소사실 기재와
 같은 피고인의 매매거래가 이른바 '상한가 굳히기'에 해당한다고 단정하기는 어려움.

- 검사는 피고인 작성의 메모¹¹¹⁾에 의하면, 피고인이 매매유인의 목적으로 가지고
 있거나 시세조종의 범의가 있었음을 추단할 수 있다고 주장한다. 피고인이 작성한
 메모 중에 피고인이 매매유인 등을 통하여 시세조종을 하고자 하였던 범의를 추단
 할 수 있는 내용이 일부 포함되어 있는 것은 사실이나, 위와 같은 메모의 내용이
이 사건 거래에 관한 것이라는 직접적인 증거가 없을 뿐만 아니라(앞서 언급한
바와 같이 이 사건 매매는 해당 기간 동안 피고인의 전체 주식 매매량 중 1%
미만에 불과하다), 그 내용도 다의적으로 해석될 여지가 있으므로 검사의 주장처럼
 명확하다고 보기도 어렵다. 나아가 피고인이 증권사로부터 여러 차례 경고를
 받았던 거래도 이 사건 매매와 직접적인 관련이 없는 것은 분명함.
- 검사는 시세조종행위는 위험범이기 때문에 시세변동의 결과 내지 시세 차익이 필요
 하지 않고, 시세조종의 결과 발생에 피고인의 주식거래가 유일한 원인일 필요도
 없다고 주장하나, 이 사건 매매 대상이 된 종목은 이른바 정치테마주로서 피고인
 이외에도 다른 투자자들이 상한가나 그에 근접한 고가 매수 주문을 활발하게 하는
 상황이었던 점, 피고인도 위와 같은 전반적인 상승국면에서 매수물량을 확보하기
 위하여 공격적으로 고가 매수 또는 상한가 매수 주문을 할 만한 동기가 충분한

111) ① 피고인의 매매일지 기재내용 : '시가를 띄우고 좀 더 올렸다', '억지로 올렸다가 경고 먹고',
 '상한가에 물량 넣어서 상한가 마감시켰고'
 ② 피고인의 컴퓨터 모니터에 붙여 놓은 메모 : '상한가 매매는 시가갭을 먹는 것'
 ③ 피고인의 주거지에서 압수된 컴퓨터 출력물 : '오버 매도 원칙 세 가지'
 ④ 피고인이 작성한 컴퓨터 파일 : '불공정거래에 안걸리면서 매매하는게 중요하다... 취소
 할 때 주의하자, 50% 이상 취소하면 걸린다'

것으로 보이는 점, 피고인의 매수 주문 이후에 다른 투자자들이 한 매수 주문이 피고인의 매수 주문으로 유인된 매수 주문에 해당한다고 볼 만한 객관적인 자료도 없는 점, 피고인이 가장매매 등의 허위 주문을 하였다고 볼 만한 자료도 없는 점 등에 비추어 보면, 이 사건 매매 당시 피고인에게 매수세를 유인할 목적이나 해당 종목의 주가를 인위적으로 변동시키고 지배하고자 하는 시세조종의 범의가 있었다고 단정하기 어려움.

- 검사는 피고인의 시세조종행위 여부에 관하여 피고인의 당일 전체거래량을 기준으로 한 호가관여율보다는 피고인의 거래행위가 그 당시에 실질적으로 얼마나 영향을 미쳤는지에 따라 판단하여야 한다고 주장하나, 이 사건 매매와 관련된 피고인의 매수 또는 매도의 주문은 당시의 해당 종목의 시황과 관련하여 나온 것이므로 피고인의 주문과 근접하여 이루어진 다른 투자자들의 주문내용과 그에 따른 시황과의 관련성을 떠나서는 그 의미를 제대로 파악할 수 없다. 그리고 비록 피고인의 주문이 그 당시 매수1호가 대비 매수 비중, 당시의 매도 잔량 소진율, 피고인의 매수 주문 이후 매수 주문 증가율 등에 상당한 영향을 미친 것으로 보이더라도, 앞서 본 바와 같이 이 사건 매매에 관련된 종목들은 이른바 정치테마주로서 다른 투자자들도 매수물량을 확보하기 위하여 활발하게 매수 주문을 내고 있던 상황이었다는 점, 따라서 1~2초 사이에도 매수와 매도 주문이 수회씩 교차하고 1분 이내에 수십 회의 주문이 교차하는 상태였던 점 등에 비추어 보면, 피고인의 이 사건 매수 주문과 관련하여 검사가 주장하는 바와 같은 주식 매수 당시 관여율, 매도 잔량 소진율, 추종매수 증가율, 매수 잔량 점유율 등을 그대로 인정하기는 어렵다고 판시하여 무죄를 선고한 사례.

(15) 초단기매매 (서울남부지방법원 2014.10.2 선고 2014고단1821 판결)

- 피고인은 전업투자자인바, 거래량이 많고 일중 변동성이 큰 종목을 선정하여 평균 10분 내외의 초단기에 「① 본인 또는 가족명의로 1회에서 5회 가량 고가물량소진 주문을 제출하여 주식 선매수→② 곧 이어 단주매매용 계좌로 1주 내지는 10주

단위로 시장가매수주문 및 가장매매 주문을 수백-수천회 제출하여 매매를 유인함으로써 시세상승 →③시세상승 후 전량매도 하여 매매차익 취득」으로 구성되는 시세조종행위를 지속적으로 반복하여 시세차익을 얻기로 마음먹고, 본인 및 가족, 지인등 12명 명의로 개설된 총 75개 계좌를 이용하여 2012.3.12.경부터 2013.4.17.경까지 A주식등 5개 종목에 대하여 가장매매 50,157회 142,892주를 체결하고 고가매수주문 430,586회 6,347,394주, 물량소진주문 522회 3,386,415주를 제출하는 방법으로 시세조종을 한 사례

제3절 시세고정·안정에 의한 시세조종¹¹²⁾

1. ‘시세를 고정시킬 목적’의 의미 및 판단 기준

(대법원 2015. 6. 11. 선고 2014도11280 판결)

(의의) ‘시세를 고정시킬 목적’은 인위적 조작을 가하여 시세를 형성·고정시킬 목적을 의미하고, 다른 목적이 동시에 존재하는지, 어느 목적이 주된 것인지 문제되지 않고 미필적인식으로도 충분함.

- 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제176조 제3항에 정한 ‘증권 등의 시세를 고정시킬 목적’이란 본래 정상적인 수요·공급에 따라 자유경쟁시장에서 형성될 증권 등의 시세에 시장요인에 의하지 아니한 다른 요인으로 인위적인 조작을 가하여 시세를 형성 및 고정시키거나 이미 형성된 시세를 고정시킬 목적을 말하는 것

112) **자본시장법 제176조(시세조종행위 등의 금지)** ③ 누구든지 상장증권 또는 장내파생상품의 시세를 고정시키거나 안정시킬 목적으로 그 증권 또는 장내파생상품에 관한 일련의 매매 또는 그 위탁이나 수탁을 하는 행위를 하여서는 아니 된다. 다만, 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우에는 그러하지 아니하다.

1. 투자매매업자(모집 또는 매출되는 증권의 발행인 또는 소유자와 인수계약을 체결한 투자매매업자로서 대통령령으로 정하는 자에 한한다. 이하 이조에서 같다)가 대통령령으로 정하는 방법에 따라 그 증권의 모집 또는 매출의 청약기간의 종료일 전 30일의 범위에서 대통령령으로 정하는 날부터 그 청약기간의 종료일까지의 기간 동안 증권의 가격을 안정시킴으로써 증권의 모집 또는 매출을 원활하도록 하기 위한 매매거래(이하 이 항에서 “안정조작”이라 한다)를 하는 경우
2. 투자매매업자가 대통령령으로 정하는 방법에 따라 모집 또는 매출한 증권의 수요·공급을 그 증권이 상장된 날부터 6개월의 범위에서 대통령령으로 정하는 기간 동안 조성하는 매매거래(이하 이 항에서 “시장조성”이라 한다)를 하는 경우
3. 모집 또는 매출되는 증권 발행인의 임원 등 대통령령으로 정하는 자가 투자매매업자에게 안정조작을 위탁하는 경우
4. 투자매매업자가 제3호에 따라 안정조작을 수탁하는 경우
5. 모집 또는 매출되는 증권의 인수인이 투자매매업자에게 시장조성을 위탁하는 경우
6. 투자매매업자가 제5호에 따라 시장조성을 수탁하는 경우

※ 구 증권거래법 제188조의4 제3항 참조

으로서, 다른 목적이 동시에 존재하는지 및 그중 어느 목적이 주된 것인지는 문제 되지 않고, 목적에 대한 인식은 미필적 인식으로 충분하며, 시세고정목적이 있는 지는 증권 등의 성격과 발행된 증권 등의 총수, 가격 및 거래량의 동향, 전후의 거래상황, 거래의 경제적 합리성과 공정성, 시장관여율의 정도, 지속적인 종가관리 등 거래의 동기와 태양 등의 간접사실을 종합적으로 고려하여 판단하여야 한다.

- 거래의 동기¹¹³⁾와 태양¹¹⁴⁾ 및 그 밖에 앞서 본 이 사건 ELS에 관하여 제기된 민원에 대한 D의 대처 내용¹¹⁵⁾ 등에 비추어 보면, 피고인은 이 사건 기준일에 SK

113) 대법원은 “ELS의 발행사는 델타헤지에 의한 기초자산의 매매로 투자자들에 대한 상환자금을 마련하게 되는데 이 사건 ELS의 경우 그 기초자산인 POSCO 주식과 SK에너지 주식의 헤지 거래에서 큰 손실을 보고 있다가 이 사건 기준일에 이르러서야 수익이 발생하기 시작하였으므로, 피고인으로서의 위 기초자산들을 차회 조기상환기준일 내지 만기상환기준일까지 운용하여 그 동안의 손실을 만회할 기회를 얻기 위하여 이 사건 기준일에 조기상환을 무산시킬 유인이 있었다고 볼 수 있다”고 판시

114) 대법원은 “피고인은 이 사건 기준일에 가까워질 무렵 증가하는 델타값에 따라 SK에너지 주식을 매수하여 그 보유량을 늘렸으나, 이 사건 기준일이 지남으로써 델타값이 감소될 것이 예정되어 있었으므로 이 사건 기준일에 이르러는 SK에너지 주식을 상당량 매도할 필요가 있었음에도 불구하고, 이 사건 기준일 오전 상승세에 5,000주를 매도한 외에는 현실성 없이 높은 가격으로 100,000주의 매도주문만을 한 채 14:30경까지 SK에너지 주식의 보유량을 그대로 유지하고 있었다.

한편, 이 사건 기준일에 SK에너지 주식의 주가는 09:40경 이후 14:30경까지 비교적 안정적으로 상환기준가격인 96,000원을 상회하고 있었고 POSCO 주식의 주가는 상환 기준가격을 훨씬 상회하고 있었으므로 이 사건 기준일에 이 사건 ELS의 조기상환조건이 성취될 가능성이 상당히 높았었는데, 피고인은 위와 같이 SK에너지 주식의 보유량을 유지하고 있다가 단일가 매매 시간대 직전 20분 동안 60,500주를 직전가격 대비 저가 및 동일가로 매도함으로써 14:30경 97,000원대에 있던 SK에너지 주식의 주가를 단일가매매 시간대 시작 시점에 상환 기준가격인 96,000원까지 하락시켰고, 단일가매매 시간대에 들어서는, 한국거래소의 거래시스템에 의하여 실시간으로 예상체결가격과 예상체결수량을 확인할 수 있는 상태에서, 14:52:00경 당시 예상체결가격보다 500원 낮은 95,500원에 7,000주의 매도주문을 하여 예상체결가격이 95,500원으로 하락하고 예상체결수량이 매도주문량에 가깝게 증가하는 것을 보고 당시의 시장상황을 확인한 다음, 장 마감 1분 10초 전인 14:58:50경 예상체결가격이 97,400원인 상황에서 이보다 1,500원이나 낮은 95,900원에 무려 50,000주의 매도주문을 하여 예상체결가격을 상환기준가격 아래인 95,900원으로 하락시켰으며, 이후 단일가매매 시간대의 거래방식을 고려하여 96,000원 이상의 매수주문이 유입되더라도 SK에너지 주식의 주가가 상승하는 것을 원천적으로 차단한 생각으로 장 마감 12초 내지 5초 전인 14:59:48경, 14:59:50경 및 14:59:55경 각 95,800원에 10,000주씩 합계 30,000주의 매도주문을 하여, 결국 추가매수세의 유입에도 불구하고 이 사건 기준일에 SK에너지 주식의 종가가 상환기준가격인 96,000원보다 100원 낮은 95,900원에서 결정되도록 하였다”고 판시

에너지 주식의 증가를 이 사건 ELS의 상황기준가격인 96,000원 미만으로 인위적으로 형성 및 고정시킬 목적으로 앞서 본 바와 같은 방식으로 장 마감 직전에 단일가매매 시간대 전체 SK에너지 주식 거래량의 80%가 넘는 87,000주에 대하여 상황기준가격보다 낮은 가격으로 집중적인 매도주문을 함으로써 자본시장법 제176조 제3항에 정한 시세고정행위를 하였다고 봄이 상당하고, 비록 델타헤지를 위하여 위와 같은 수량의 SK에너지 주식을 매도할 필요가 있었다고 하더라도 그러한 사정의 존재가 피고인에 대한 시세고정목적의 인정에 방해가 되지 않는다고 판시한 사례.

2. 자전거래 (대법원 2004. 10. 28. 선고 2002도3131 판결)

□ 사실관계

- 피고인은 공소외인 등과 공모하여 BIS 비율을 맞추려는 C은행의 요청에 따라 그 은행이 보유하고 있는 A제철의 주식 133,198,370주와 B반도체의 주식 3,778,920주를 높은 가격으로 자전거래 시키기 위하여 1997. 12. 23. 전장 동시호가에서 A제철의 주식 25만주를 1주당 전일 증가보다 3,600원이 높은 50,600원에, B반도체의 주식 10만 주를 1주당 전일 증가보다 1,200원 높은 18,100원에 각 매수주문을 내고, 주문가대로 매매거래를 성사시켜 그날 전장 시초가를 주문가대로 형성시킨 다음, C은행이 보유한 B반도체의 주식을 그 가격으로 자전거래 시키고, 같은 날 오후 동시호가에서 A제철의 주식 19만 주를 위와 같은 가격인 50,600원에 매수주문을 내어 주문가대로 매매거래를 성사시켜 후장 시초가를 주문가대로 형성시킨 다음, C은행이 보유한 A제철의 주식을 그 가격으로 자전거래 시킴.

115) D 주식회사는 2008. 4. 18. 제357회 이 사건 ELS를 발행, 판매하였는데, 이 사건 기준일이 지나고 이 사건 ELS의 조기상환조건이 성취되지 않은 데 대하여 민원이 제기되자, D의 I 경영지원본부 대표는 ‘부도덕한 매매를 했다’는 등의 언급을 하면서 피고인과 그의 상관인 V 상무보를 질책하였고, 금융감독원에 민원을 제기한 AB에 대하여는 파생상품 운영본부장 X의 요청으로 다른 임원 2명이 출연하여 원금에 이 사건 기준일에 조기상환조건이 충족 되었을 때의 약정수익을 더한 금액을 지급해주었다.

- 원심(서울고등법원 2002. 5. 23. 선고 2000노1542판결) - 무죄
- 증권거래법 제207조의2 제2호에서 처벌대상으로 규정하고 있는 같은 법 제188조의4 제3항에 의하면 “누구든지 단독 또는 공동으로 대통령령이 정하는 바에 위반하여 유가증권의 시세를 고정시키거나 안정시킬 목적으로 유가증권시장 또는 협회중개 시장에서의 매매거래 또는 그 위탁이나 수탁을 하지 못한다.”고 되어 있고, 위 같은 법 시행령 제83조의8 제1항(이 사건 행위 당시의 시행령은 제83조의8 제1항)에서는 “법 제188조의4 제3항의 규정에 의하여 유가증권의 시세를 고정시키거나 안정시킬 목적으로 유가증권시장 또는 협회중개시장에서 행하는 매매거래 또는 그 위탁이나 수탁은 일정한 기간 유가증권 가격의 안정을 기하여 유가증권의 모집 또는 매출을 원활하게 하는 것(이하 ‘안정조작’이라 한다)과 모집 또는 매출한 유가증권의 수요 공급을 당해 유가증권의 상장 또는 협회등록 후 일정기간 조성하는 것(이하 ‘시장 조성’이라 한다)에 한한다”고 규정하고, 그 제2항에서는 위 안정조작 또는 시장 조성을 할 수 있는 자를, 그 제3항에서는 안정조작을 위한 유가증권의 매매거래를 위탁할 수 있는 자를, 그 제4항에서는 시장조성을 위한 유가증권의 매매거래를 위탁할 수 있는 자를 각 규정하고 있는바, 위 각 규정에 의하면 같은 법 제188조의4 제3항에서 처벌대상으로 하고 있는 ‘유가증권의 시세를 고정시키거나 안정시킬 목적으로 유가증권시장 또는 협회중개시장에서의 매매거래 또는 그 위탁이나 수탁’은 같은 법 시행령 제83조의8 제1항에서 규정하고 있는 ‘안정조작’ 즉 ‘유가증권의 모집 또는 매출을 원활하게 하기 위하여 일정한 기간 유가증권의 가격을 안정시킬 목적으로 하는 유가증권의 매매거래 또는 그 위탁과 수탁’을 하는 행위와 ‘시장조성’ 즉 ‘모집 또는 매출한 유가증권의 수요공급을 당해 유가증권의 상장 또는 협회등록 후 일정기간 조성하는 행위’에 한정되고, 이러한 안정조작과 시장조성을 위 같은 법 시행령 제83조의8 제2항, 제3항, 제4항에서 규정하는 자 이외의 자가 할 때는 같은 법 제188조의4 제3항에 의하여 처벌한다는 것이 분명하므로 위에서 본 ‘안정조작’과 ‘시장조성’에 해당하지 아니하는 경우에는 같은 법 제188조의4 제3항이 규정하는 처벌대상이 아니라 할 것인 바,
- 피고인은 D증권의 모회사인 C은행이 보유하고 있는 A제철의 주식 133,198,370주와

B반도체의 주식 3,778,920주에 대한 장부상의 평가이익을 현실화시킬 목적으로 전자의 주식 10만주와 후자의 주식 19만주를 1997. 12. 23.에 사전거래시켰다는 것이고, 이는 위에서 본 일정기간의 거래가 그 요건으로 되어 있는 안정조작이나 시장조성에 해당되지 아니하는 것이 그 자체로 명백하므로 피고인에 대한 이 부분 공소사실은 그 기재 자체에 의하여 같은 법 제188조의4 제3항이 규정하는 처벌 대상이 아니라 할 것이다. 그럼에도 불구하고 1심은 피고인의 위 사전거래 행위를 같은 법 제188조의4 제3항이 규정하는 ‘유가증권의 시세를 고정시키거나 안정시킬 목적으로 한 매매거래’에 관한 법리를 오해하여 판결결과에 영향을 미친 위법이 있다고 판시.

□ 대법원 - 유죄

- 유가증권의 시세를 고정시키거나 안정시킬 목적은 유가증권의 현재의 시장가격을 고정시키거나 안정시키는 경우 뿐 아니라, 행위자가 일정한 가격을 형성하고 그 가격을 고정시키거나 안정시키는 경우에도 인정되고, 행위자가 그러한 목적을 가지고 매매거래를 한 것이라면, 그 매매거래가 일정한 기간 계속 반복적으로 이루어져야 하는 것이 아니라 ‘한 번’의 매매거래도 증권거래법 제188조의4 제3항의 구성요건을 충족한다.
- 주식을 높은 가격으로 사전거래시키기 위하여 시장조작에 의하여 높은 가격을 형성하는 매매거래를 하고 그 가격으로 사전거래를 하였다면, 그 매매거래 행위는 유가증권의 시세를 고정시킬 목적으로 한 것이라고 인정할 수 있으므로 증권거래법 제188조의4 제3항의 처벌대상이 된다고 판시.

3. 구체적 사례

(1) 시세고정 행위 (대법원 2005. 12. 9. 선고 2005도5569 판결)

- 피고인 甲, 乙, 丙은 공모하여, 甲은 B반도체 투자금 등 각종 부실채권으로 인하여

자본잠식 상태에 빠진 A캐피탈의 대표이사로 취임한 뒤 채무탕감, 대주주 차등감자, 주요채권의 출자전환 등을 통해 재무구조 개선을 추진하는 한편, 2002. 7.경 A캐피탈이 한국증권업협회 중개시장에서 관리종목으로 지정되어 퇴출위기에 놓이자 피고인 丙에게 퇴출을 막아달라고 부탁하며 자신의 돈 3억원 등 4억5천만원 상당을 주식투자자금으로 조성하고 乙은 甲으로부터 A캐피탈 주식에 투자하여 퇴출을 막아달라는 부탁을 받고 A캐피탈 대출금 20억원 중 3억원을 증권계좌에 입금한 뒤 丙에게 위 계좌의 관리를 맡기고 丙은 위 자금 및 자신의 A캐피탈 대출금 5억원 등으로 조성한 약 12억원 상당의 주식투자자금을 乙명의로 증권계좌에 분산 예치한 다음 시세를 고정시킬 목적으로,

- 2002. 8. 26. 11:47:45경 丙명의로 증권계좌를 통하여 A캐피탈 주식에 대한 매매거래를 함에 있어서 1순위 매수호가 980원, 1순위 매도호가 990원으로 직전 체결가 990원인 상황에서 10원의 호가공백이 발생하자 1,000원에 1,000주를 매수주문하여 체결가를 1,000원으로 상승시킨 것을 비롯하여 2002. 7. 31.경부터 2003. 1. 20. 경까지 총 822회의 고가매수주문(1,808,392주)을 통하여 시세를 변동시키는 매매거래를 하고, A캐피탈 주식의 종가가 액면가 (5,000원)의 20%인 1,000원대를 유지할 수 있도록 시세를 고정하고,
- 2002. 8. 23. 09:19:01경 A캐피탈 주식에 대한 매매거래를 함에 있어, 1순위 매수호가 970원, 1순위 매도호가 990원으로 20원의 호가공백이 발생하여 매매체결이 되지 않는 상황에서 1순위 매도호가 보다 140원 낮아 체결 가능성이 없는 가격인 850원에 20,000주를 매수주문 한 것을 비롯하여 2002. 7. 31.경부터 2003. 1. 22.경까지 총 231회의 허수매수주문(2,757,648주)을 통하여 A캐피탈 주식의 매매거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 그 시세를 변동시키는 매매거래를 하고, A캐피탈 주식의 종가가 액면가의 20%를 유지할 수 있도록 시세를 고정시킨 사례.¹¹⁶⁾

116) 포괄하여, 증권거래법 제188조의4 제2항 제1호, 제3항 적용

(2) 시세안정 행위

가. 대전지방법원 2004. 4. 23. 선고 2003노3303 판결¹¹⁷⁾

- A사 대표이사인 甲은 2002. 9. 23. 회사 주식을 주당 공모가 8,500원에 코스닥에 등록한 후, 같은 달 25.부터 주식매매가 시작되었으나 주가가 계속 하락하여 주간사 회사의 시장조성가격(공모가의 80%)인 6,800원 이하로 떨어지려는 상황에 처하자 2002. 10. 2. 乙명의로 위탁계좌를 이용하여 위 주식 2000주를 직전가 6,800원 대비 10원 높은 6,810원에 매수 주문하여 전량 6,800원에 체결시켜 주가를 상승시킴으로써 시장조성가격 이상으로 끌어올리는 매매거래를 하는 등 A사의 주식시세를 안정시킬 목적으로 9. 26.부터 10. 9.까지 사이에 6,810원부터 7,020원 사이의 가격에 27,630주를 매수한 사례.

나. 서울중앙지방법원 2012. 11. 16. 선고 2012고합270 판결

- 피고인 甲은 피고인 乙(A사 주식운용본부장)과 투자일임계약을 체결하였는데,
 - ① 피고인 甲은 피고인 乙에게 자금을 '자사주 펀드'와 같은 개념으로 운용하여 달라고 요청하였다는 것인바, 자사주 펀드는 상장회사가 배당가능한 이익이 있는 경우 회사의 자금을 금융기관에 맡겨 자신의 주식을 매수 및 관리하는 등으로 운용할 것을 위탁하는 계약으로, 본질적으로 주가 안정을 목적으로 하는 것이어서 결국 피고인 甲은 피고인 乙에게 B사 주가의 안정을 부탁한 것으로 보이는 점,
 - ② 통상적인 투자일임계약이라면 특정 종목이 아니라 포트폴리오를 구성해 적어도 3종목 이상 투자를 하는 것이 일반적인 매매방식인데, 이 사건 투자일임계약은 다른 종목은 매수하지 않고 B주식 한 종목만 사는 내용이어서 일반적이지 않은 점,
 - ③ A사 주식운용역들은 매일 회의를 통해 주식을 매수하고 그 수익률을 주식운용

117) 1심에선 甲에게 시세조종 및 미공개정보이용 혐의로 징역 8월, 집행유예 2년을 선고 하였으나, 2심에선 주간사의 인위적인 시장조성가 유지 의무가 인정되고 있는 시장조성기간 중에 주가를 시장조성가 수준에서 유지하기 위해 저지른 것으로 허수주문 등의 전문적인 수법에 의한 시세조종보다는 비난가능성이 낮고, 피고인이 직접적으로 취득한 이익이 없는 점 등을 고려하여 벌금 2천만원 선고

본부장인 피고인 乙에게 매일 아침 보고하여야 하고, 피고인 乙은 B주식에 관한 자금운용을 A사 자산운용역인 丙이 담당하도록 하면서 분할매수를 지시한 후 丙으로부터 매일 매수현황을 보고받은 점, ④ 丙은 투자일임계약을 체결한 후 일반적으로는 하루나 이틀만에 주식을 모두 매수한 후 주가의 추이에 따라 다시 매도하는데, 이 사건 B주식의 매수는 피고인 乙의 지시에 따라 조금씩 나누어 매수하였으며, 피고인 乙의 지시를 받아 시세조종성 주문을 하기도 하고 어떤 경우는 자신이 알아서 시세조종성 주문을 하기도 하였다고 진술하였으나, 위와 같은 업무 진행상황에 비추어 피고인 乙의 관여나 지시 없이 丙이 독단적으로 판단하여 시세조종성 주문을 반복적으로 낸 것으로 보기는 어려운 점, ⑤ B주식의 경우 전체 거래량이 적어 상대적으로 장마감 전 동시호가 매매체결량의 비중이 높아 종가에 행하여지는 주문은 장중보다 주가에 미치는 영향력이 크다고 할 수 있는데, 이 부분 범행 관련 시세조종성 주문의 호가관여율은 평균 3.5%이고, 특히 장 마감 전 동시호가 시간대의 호가관여율 평균은 31%에 달하여 장 마감 전 동시호가에서 매수 체결된 비중이 전체의 32.27%를 차지하는 등 종가관여 주문을 반복해서 내거나 물량소진 매수주문으로 장중에 주가를 올려놓고 다시 종가관여 주문을 하여 종가를 상향 고정시키려는 행위가 반복적으로 이루어진 점, ⑥ 주문을 위탁하는 기관의 의도가 주가를 인위적으로 변동하고자 하는데 있는 이상, 비록 CD주문(Careful Discretion, 주문을 수탁받는 증권사에 대하여 조심스럽게 스스로 판단에 따라 주문을 체결해달라는 의미의 주문방식)으로 매수가 체결되었다고 하더라도 증권사의 재량의 여지는 별로 없어 보이는 점 등을 종합하여 피고인 甲, 乙에게 시세고정 또는 주가안정 목적 주가조작으로 인한 증권거래법위반을 인정한 사례.

제4절 동기별 시세조종 사례

(의의) 시세조종은 통상 매매차익 취득을 목적으로 하나 그 외에도 사채, 전환사채, 신주 등의 발행가격을 높이거나 원활한 발행을 위한 경우, 원활한 자금조달, 경영권 양수도, 합병 등을 위한 경우, 반대매매 방지를 위한 경우, 유상증자의 성공 또는 상장 유지를 위한 경우 등 다양하고 복합적인 동기로 인해 이루어짐

1. 사채발행의 원활화¹¹⁸⁾ (대법원 2004. 1. 27. 선고 2003도5915 판결)¹¹⁹⁾

- A사 대표이사 겸 최대주주인 피고인 甲은 2000. 6.경 B증권사의 상무 乙과 해외 BW의 발행에 대하여 협의를 하면서 신주인수권의 행사가격을 3,000원으로 결정하였는데 당시 A사의 주식 가격은 3,100원대에 머물고 있었고 7. 초순경에도 3,500원대까지 유지하였으나 2000. 7.말경 약 2,400원대로 하락하여 당초의 계획대로 해외 BW 발행을 추진하는 것이 어렵게 되자, 사채발행을 원활하게 하기 위하여 A사 주식의 가격을 인위적으로 올릴 목적으로 A사의 우리사주조합장인

118) 전환사채 발행을 원활히 하기 위해 시세조종한 사례로는 **서울지방법원 2000. 5. 12. 선고 2000고단2008 판결** 참조

119) 피고인 甲은 임직원들의 애사심 및 근로의욕을 고취시키기 위하여 우리사주조합을 결성하도록 하고 피고인 丙으로 하여금 A사 주식을 매입하여 관리하게 하였던 것일 뿐 매매거래 유인목적은 없었다고 주장했으나, 피고인 甲이 수시로 丙에게 주가가 3,000원 이상은 되어야 한다는 등의 말을 하면서 주식매수를 독촉한 점, 피고인 甲은 2000. 7. 29. 주식매수대금을 마련하기 위하여 금융기관에서 A사의 임직원들 명의로 대출을 받되 A사가 위 대출금에 대한 6개월 동안의 이자를 부담하고, 6개월이 경과한 후에도 주식의 평가금액이 매수금액에 미달할 경우에는 계속하여 위 대출금에 대한 이자를 부담하기로 하며, 대출기간 만료시 주가가 매수금액에 미달할 경우에는 위와 같이 임직원들의 명의로 매수한 주식을 취득원가에 매수하기로 약정하였고, 이에 丙 등 A사의 임직원 249명은 A사의 연대보증 하에 같은 해 8. 2.경 은행에서 금 44억 원을 대출받아 丙 계좌에 입금한 점, A사는 위 약정에 따라 위 임직원들 명의의 대출금에 대한 이자를 계속하여 지급하였으며, 2001. 8. 20.경 丙을 비롯한 A사의 임직원 249명 명의의 A사 주식 152,082주를 취득 금액인 44억 원에 매수한 후 주식 시장에서 이를 매도하여 회사의 자금으로 사용하였고, 2001. 9.경 위 대출금을 모두 변제한 점 등의 사정이 인정되어 피고인의 주장을 받아들이지 아니함. A사에 대하여는 대표이사의 시세조종 행위에 대한 양벌규정 적용

피고인 丙에게 A사의 주식을 매수할 것을 지시하여 丙은 2000. 8. 2. 13:52경 A사 인사총무팀 사무실에서 HTS를 통해 자신명의의 증권계좌를 이용하여 A사 주식 4,000주에 대하여 직전가 보다 10원 높은 2,720원에 고가매수주문을 한 것을 비롯하여 그때부터 2000. 8. 29.까지 사이에 185회에 걸쳐 A사 주식 1,035,700주 고가매수주문을, 56회에 걸쳐 225,550주 현재가 고정주문을, 4회에 걸쳐 53,000주 종가결정주문을, 16회에 걸쳐 400,000주 희위매수주문을 각 함으로써 유가증권의 매매 거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 그 시세를 변동시키는 매매 거래를 한 사례.

2. 신주발행가격 하락 (서울중앙지방법원 2009. 1. 22. 선고 2008고합569 판결)¹²⁰⁾

- 피고인 甲은 2006. 9. 초순경 A사의 구체적 인수방안을 마련하면서 A사의 주주였던 乙과 丙의 지분을 비우호지분으로 분류하고 인수전에 이들 주식 40만주를 확보하기로 하였는데, 乙과 丙은 피고인 甲이 A사를 적대적이거나 인수합병하려고 한다는 사실을 알면서도 자신들의 주식을 주당 9,000원에 매도하겠다는 의사를 밝혔던 점, 따라서 피고인 甲은 乙, 丙의 주식을 시간외 거래로 매수할 수 있었고

120) 피고인甲의 변호인들은, 신주의 발행가격을 낮추려고 했다면 전일 종가를 하한가인 6,630원까지 낮춘 다음 법령상 허용되는 최대할인을 10%를 적용할 수 있었음에도 실제로는 전일 종가 7,300원을 기준으로 할인을 4.1%를 적용하여 신주의 발행가격을 결정하였던 점, 나아가 신주의 발행가격을 낮추려고 했다면 수일 전부터 지속적으로 주식을 매도하는 것이 더욱 효과적임에도 기준일 전일에 이르러서야 비로소 주식을 매도하기 시작하였던 점, 더구나 피고인 甲은 乙과 丙에게 주당 9,000원의 차액보전을 약정하였는바, 주가가 하락한다면 乙과 丙에게 보전해 줄 금액이 늘어나 결과적으로 피고인 甲에게 손실이 발생하는 점 등에 비추어 시세를 하락시킬 의도가 없었다고 주장하였으나, 법원은 일반적으로 신주발행시 할인율이 클수록 향후 주가에 부정적인 영향을 미치게 되므로 큰 폭의 주가상승을 위해 의도적으로 낮은 할인율을 적용하였을 가능성을 배제할 수 없는 점, 또한 기준일 전일에 이르러서야 비로소 주식을 매도하게 하였다고 하더라도, 이는 피고인 甲에게 시세를 하락시킬 목적과 아울러 A사의 인수합병 정보를 시장에 유출시키지 않으려는 목적도 함께 있었을 것이라는 측면에서 이해될 수 있는 점, 피고인 甲이 乙과 丙의 주식을 저가에 매도하게 함으로써 피고인 甲이 보전해주어야 할 차액이 늘어난다고 하더라도, 공동피고인 丁으로 하여금 이를 저가에 매수할 수 있게 함으로써 시세차익을 얻게 해 줄 수 있었기 때문에 전체적인 인수합병 과정에서는 피고인 甲이 손실을 입는다고 볼 수 없는 점 등에 비추어 위 주장을 받아들이지 아니하였음

지분 확보를 목적으로 하였다면 시간외 거래가 더 유리함에도 불구하고, 굳이 차액 보전까지 약속하면서 장내에서 주식을 매도하게 하였던 점, 피고인 甲은 2006. 9. 27. 13:00경부터 乙, 丙에게 가격을 낮춰서 조금씩 주식을 매도할 것을 지시하고, 乙과 丙은 주당 7,500원 내지 주당 8,000원에 100주에서 10,000주까지 매도주문을 내기 시작하였으나, 장 종료 10분을 남기고 乙과 丙에게 대량으로 매도할 것을 지시하고, 乙과 丙은 14:49:30경 주당 7,610원에 69,430주, 14:49:42경 주당 6,900원에 80,355주, 14:49:58경 주당 6,800원에 68,000주, 14:50:41경 주당 6,900원에 26,000주, 14:52:31경 주당 6,800원에 10,707주, 주당 6,900원에 12,000주의 매도주문을 집중적으로 냈고, 피고인 甲 자신도 14:04경부터 주당 7,500원 내지 7,760원에 30주에서 3,000주까지 매도주문을 내다가 14:59:20경에 이르러 34,646주의 매도주문을 냈는데, 장 종료 10분 전이 당일 종가를 결정짓는 주요시간대라는 측면에서 이는 주가를 하락시키기 위한 의도적인 행태로 보이는 점, 2006. 9. 27. 피고인 甲과 乙, 丙이 매도주문한 물량은 전체 발행주식수의 약 10%에 이르고, 특히 14:49:30경부터 14:59:20경까지 집중적으로 매도주문한 물량은 약 8.6%에 이르는 점, 실제로 위 매도주문으로 인하여 당일 A사의 주가는 8,190원에서 6,800원까지 하락하기도 하였던 점에 비추어 보면, 피고인 甲에게 신주의 발행가격을 낮게 결정하기 위해 시세를 하락시킬 의도가 있었다고 봄이 상당하고, 또한 매매거래를 유인할 목적은 다른 목적과의 공존 여부나 어느 목적이 주된 것인지는 문제되지 아니하므로, 설령 피고인 甲에게 乙과 丙의 지분을 확보할 목적이 있었다고 하더라도 위와 달리 판단할 수는 없다고 판시한 사례.

3. 무자본 M&A

가. 서울지방법원 2003. 4. 10. 선고 2002고합1086 판결

- 피고인1은 피고인3, 피고인4 등과 함께 자기 자금이 전혀 없는 상태에서 엠앤에이(M&A)를 가장하여 A사의 주주들로부터 지분을 각 인수한 다음 증권회사 직원, 사이버 애널리스트 등 작전세력을 동원하여 주가를 상승시키고, 가격이 상승한

위 주식을 담보로 사채업자 등으로부터 금원을 차용하여 그 차용금으로 대주주들에 대한 주식인수대금을 지불하고, 위와 같이 사채업자 등에게 담보로 맡긴 주식이나 자신들이 취득한 주식 등은 기관투자자의 펀드매니저를 매수하여 소위 엔드바이(End Buy : 기관투자자의 펀드매니저들이 소위 '한 건'하기 위하여 주식 보유자로부터 부정확한 부탁을 받고 정상거래를 가장하여 당해 주식을 시가보다 고가로 매수주문을 하여 주식거래가 이루어지도록 하고 주식매도자로 하여금 거래 차익을 남기도록 하며 그 대가를 받는 것을 말한다. 속칭 '물량털기'라고도 함) 방식으로 처분하고 그 처분대금으로 사채업자 등에 대한 차용금을 변제하고 나머지는 서로 배분하기로 결의한 후, 피고인1은 전체적으로 총괄지휘하고, 피고인5, 피고인7은 피고인8로부터 대주주들이 소유한 주식의 인수자금을 조달하는 역할을 하고, 피고인13, 피고인14는 피고인1 등의 원활한 주가조작을 위하여 거액의 주식 인수자금을 지원하고 또 주가조작으로 확보한 부당이익의 조기환수를 지원하고, 피고인3, 피고인4, 피고인2, 피고인8, 피고인6, 피고인9 등은 위 A사 주식을 시세조종하는 역할을 수행하고, 또한 피고인7은 인터넷 증권사이트인 팩스넷(paxnet.co.kr)에 허위 사실을 유포하여 일반투자자들로 하여금 위 주식의 매수를 유인하는 역할을 하고, 피고인2, 피고인3은 기관의 펀드매니저를 매수하여 엔드바이(End Buy)를 성사시키고 그 대가로 매수대금의 약 10퍼센트에서 20퍼센트 정도를 받기로 한 다음, 각자 업무분담을 통해 시세조종을 한 사례.

나. 서울남부지방법원 2014.4.30. 선고 2014고단627 판결

- G는 투자자문사인 H를 통해 M&A주선업무를 하면서 2010.6.경 일본 바이오업체인 I(주)(이하 'I')에 투자할 국내회사를 물색하였는데, 투자자가 나타나지 않자 국내 바이오업체인 (주)J(이하 'J')에 직접 출자하여 J를 통해 I지분을 취득한 후, 투자금 회수를 위하여 상장회사인 (주)K(이하 'K')를 인수하여 I지분을 K에 고액으로 양도하기로 계획
- G는 2010.8.경 자신 및 지인들 명의로 총 40억원으로 J의 증자에 참여하여 지분

45%(G실제지분은 10%)를 취득하였고, G는 2010.12.29. J의 이사로 취임하였고 G는 2011.6.17. J를 대리하여 K의 대주주인 L 및 그 일가가 보유한 K주식 1,000만주를 주당 4,500원으로 하여 총 450억원에 인수하는 내용의 주식 및 경영권 양수도 계약을 체결하였는데, 계약금·중도금 70억원을 지급한 상황에서 PEF를 통한 잔금 자금조달이 불가능해지자, 2011.7.경 인수규모를 1,000만주에서 6,666,667주, 300억원으로 낮추고, 인수주식 6,666,667주중 2,222,222주는 사채업자인 Q이 1,777,778주(80억원), R이 222,222주(10억원), S가 222,222주(10억원)를 인수하기로 계약을 변경하였는데 그 과정에서 G는 L 등의 잔여지분 3,333,333주와 Q의 인수지분 1,777,778주를 시간외대량매매('BLOCK 매매')를 통해 주당 1만원 이상에 매도해 주기로 L과 Q에게 약속하였고, 이러한 변경계약에 따라 J는 2011.8.25. L일가 보유지분 10,000,000주 중 4,444,445주를 주당 4,500원으로 하여 200억원에 인수하여 K의 경영권을 취득하였음

- 그런데, L과 Q가 2011.10. 이후 주식매매차익실현 및 세금 문제 등으로 사진들이 보유한 K주식을 신속하게 매도해 줄 것을 G에게 요구하자, K주식을 1만원 이상에 매도해 주기 위해 시세를 인위적으로 유지시킬 필요가 생겨 이에 G는 L과의 계약 진행과정을 잘 알고 있는 피고인들에게 시세조종을 의뢰하였고 피고인들은 자신들이 운영하고 있는 F(주)를 통해 블록딜 자문료 형식으로 시세조종 대가를 지급받기로 하고 이를 승낙하고 G는 시세조종 자금을 마련하기 위해 J가 보유한 K주식 2,222,222주를 피고인들에게 실물로 제공하고 피고인들은 위 주식을 사채업자 Q에게 담보로 제공하고 100억원의 시세조종 자금을 마련하는 등 총 157억원(주식 담보대출 61억원 포함)으로 고가매수, 물량소진, 허수매수 주문, 호가공백메우기 주문, 종가관여 주문 등을 통해 시세조종 한 사례

다. 서울남부지방법원 2015.6.11. 선고 2014고합424 판결

- O와 P는 기업인수전문가들로서 사채업자들로부터 인수대상 회사의 주식을 담보로 회사 인수자금을 차용하거나 재무적 투자자들에게 인수대상 회사의 주식을 매도

하는 방법으로 인수자금의 대부분을 조달하는 속칭 '무자본 M&A' 방식으로 코스닥 상장회사를 인수하기 위하여 회사를 물색하던 중

- 2012.1경 코스닥상장자인 Q의 최대주주였던 R로부터 R 및 특수관계인이 소유하던 Q주식 합계 3,965,257주 및 경영권을 80억원에 양수하기로 한 S가 인수자금을 마련하지 못하여 O와 P, T에게 Q의 공동인수를 제의하자, O와 P는 그 제의를 받아들여 S, T와 함께 Q를 무자본 M&A 방식으로 인수하되, P의 지인인 U를 양수인으로 내세워 Q주식 및 경영권 양수도 계약을 체결하도록 하고, U로 하여금 Q의 대표이사를 맡게하면서, O와 P는 무자본 M&A과정에서 Q의 인수자금 조달시 사채업자들에게 담보로 제공하거나 채무적 투자자들에게 매도하는 주식의 가치를 상승시켜 인수자금을 원활하게 조달하고, Q가 보유하고 있는 자사주를 고가에 매도함으로써 시세차익을 얻을 목적으로 Q주식을 인위적으로 부양하기로 마음먹고 시세조종을 한 사례

4. 반대매매 방지

가. 사채업자의 반대매매방지

(서울중앙지방법원 2006. 12. 19. 선고 2006고합729 판결)

- 피고인들은 공모하여, A사가 2004. 11. 24. 발행가액 합계 81억 원 상당의 유상증자를 실시함에 있어 대부업체인 B사로부터 32억 원, C사로부터 24억 원 등 총 74억 원 상당의 사채자금을 차용하여 주금을 납입하고 2004. 11. 25. 위 B사에 대한 사채 상환 등 명목으로 35억 원을 지불하고, C사에 대하여 사채 담보 목적으로 13억 원 상당의 양도성예금증서(CD)를 교부하는 등으로 A사에 납입된 증자대금 중 대부분이 반출되어 2004. 12. 3. 발행될 신주 770만주 상당 중 700만주 상당을 사채업자들에게 담보로 제공하고 자금을 차용하여 위 회사에 입금함으로써 유출된 증자대금 중 일부라도 보전해야 하므로 주가가 하락할 경우 사채업자들의 반대매매에 의하여 주가 폭락으로 이어져 막대한 피해가 발생할 것이 명백한

상황이었는데, 명동 사채시장에서 활동하면서 A사의 이런 사정을 파악하게 된 피고인 乙은 2004. 11. 25.경 저녁 서울 강남 소재 음식점에서 평소 알고 지내던 D증권 직원 피고인 丙을 통해서 주식전문가인 피고인 丁을 소개받고, 피고인 丙, 丁에게 A사의 유상증자 과정, 주담보 현황 등을 설명하고 A사 신주 중 사채자금에 의하여 발행된 신주 전량을 인수하고 시세를 끌어올린 다음 이를 처분하는 방법으로 거액의 수익을 올려서 배분하자고 제의하여 피고인 丙, 丁의 동의를 받고, 피고인 乙은 2004. 11. 26.경 피고인 甲에게 자신들이 시키는대로 하면 위 유상증자 과정에서 발생한 사채 및 이에 대한 이자를 해결하고 A사에서 유출된 증자대금도 보전해 주겠다고 신주 700만주 전량에 대한 처분권을 요구하고, 피고인 甲은 피고인 乙, 丙이 위 신주를 이용하여 시세조종을 하리라는 점을 알면서도 이를 승낙하고, 계속하여 피고인 丁은 평소 알고 지내던 피고인 戊에게 A사 주식 130,000주와 5,000만 원을 제공하면서 시세조종에 가담하도록 제의하여 피고인 戊는 이에 동의 하여,

- 유가증권의 매매거래에 관하여 그 거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 기타 타인으로 하여금 그릇된 판단을 하게 할 목적으로, 2004. 12. 8. 13:40:00 L 명의의 계좌로 A사 보통주식 35,000주를 1,610원에 매도주문하고, 그 직후인 13:40:14 K명의의 계좌로 A사 보통주식 35,000주를 1,610원에 매수주문하여, 위 각 주문 상호간에 A사 보통주식 33,230주를 주문가격대로 1,610원에 매매체결 시키는 등 28회에 걸쳐 함께 881,557주에 대하여 통정매매를 하는 등 시세조종을 한 사례.

나. 증권사의 반대매매방지 (광주지방법원 2013. 7. 9. 선고 2013고정924 판결)

- 피고인은 2010.3.경부터 같은해 10.경까지 코스닥 상장사인 C사의 대표이사인 D가 자회사로 설립한 주식회사 E의 부사장으로 근무하면서 위 D와 함께 사업을 추진 하던 사람이다. 피고인은 D로부터 코스닥 상장사인 C사가 추진 중이던 사업이 전망이 밝고 성공가능성이 크고 C사 주가가 동종 업체에 비해 저평가되어 있으니 C사 주식을 사놓으면 향후 큰 수익을 얻을수 있다는 말을 듣고, C주식을 대량

매수하려고 하였으나 자금이 부족하여 나머지 자금을 증권사로부터 신용거래용자를 받으려고 하였으나 증권사 신용거래용자한도가 개인당 약 2억 원으로 제한되어 있어 처 등 6명의 명의로 8개 증권사로부터 약 14억 원의 신용거래용자를 받아 피고인의 자금 8억원을 포함하여 총 22억원의 자금으로 C사 주식 약 260만여 주를 매수하였는데 피고인은 위 14억 원의 용자를 받으면서 증권사와 사이에 피고인의 신용거래 용자금에 대한 담보가액의 총액(증권계좌 총 평가액 22억 원)이 당일 종가를 기준으로 증권사가 정한 최저 담보유지비율(140%, 약 19억6천만 원) 이상을 유지하되, 주가가 하락하여 최저 담보유지비율 미만이 될 경우에는 유예기간 1일(발생일 포함 2일)동안 피고인이 그 부족분을 증권계좌에 입금시켜야 되고, 그 부족분을 증권사가 정한 기일까지 입금시키지 못할 경우에는 발생일 포함 3영업일째에 증권사가 피고인의 의사와 상관없이 그 차액만큼을 반대매매(하한가×수량)하기로 하였다.

- 이런 상황에서 피고인은 증권사 반대매매를 통한 손해를 방지하고 수익을 내기 위해 처 명의의 증권계좌 등 8개 계좌를 통해 C 주식의 시세를 조종하여 타인으로 하여금 C 주식의 거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하여 매매를 유인한 사례

5. 유상증자의 성공

가. 서울중앙지방법원 2010. 9. 3. 선고 2010고합280 판결

- 피고인 甲은 증권사 설립을 위한 자본금을 A사의 일반공모 유상증자 대금으로 자금 조달하기로 마음먹었으나 A사에 대한 청약이 저조할 것으로 예상되자, B 등 유상증자 투자자에게 ‘원금보장 및 수익을 보장한다’는 내용의 구두 또는 서면 계약을 체결하면서 유상증자에 참여할 투자자를 적극적으로 유치하였고,
- 피고인 甲과 피고인 乙은 A사의 증권사 설립자금 마련을 위하여 유상증자 청약을

성공시키고, 유상증자 발행가액을 상승시켜 유상증자 대금을 최대한 많이 취득하기 위하여 유상증자 발행가액을 높이기 위한 전제로서 유상증자 청약일(2008. 4.16.~4.18.) 이전에 A사 주가를 상승시키기 위하여, 차명계좌를 이용하여 2008. 3. 경부터 2008. 4. 18.경까지 A사의 주가를 상승시켰으며,

- 또한, 2008. 6.경 A사의 증권사 설립이 무산되어 A사의 주가가 하락하자 A사 유상증자 참여자들로부터 원금 및 수익 보장을 위한 유상증자 참여 주식의 현금화 요청이 있었고 따라서 피고인 甲, 피고인 乙은 유상증자 참여자들의 주식을 시장에서 매도하는 경우 A사의 주가가 유상증자 발행가액 1,375원보다 높아야 손실 보전을 해주지 않을 수 있으므로 A사 주식의 시세조종을 한 사례.

나. 서울남부지방법원 2014. 8. 13. 선고 2014고합136 판결

- H사는 2008년과 2009년 2년 연속 영업손실과 당기순손실을 기록하여 자본잠식 상태에 이르렀고, 이로 인해 관리종목으로 지정될 상황에 처해지자, 자본금 증대를 위한 유상증자가 필요하여 2010.8.경부터 유상증자 절차를 진행하였는데, 당시 주가가 액면가인 500원에도 훨씬 미치지 못하는 금액이어서 주권 발행가격을 액면가인 500원 이상으로 확정하여 유상증자를 성공시키기 위해서는 주가를 500원 이상 인위적으로 부양해야 할 필요가 있었고 이에 H사의 대표인 I는 J를 통하여 피고인 등에게 유상증자에 성공할 경우 회사 이사진의 절반을 구성할 수 있는 권리를 주는 등 경영에 참여시켜 주는 조건을 제의하였고, 피고인은 유상증자를 성공시켜 함께 회사 경영에 참여하고, 낮은 가격에 주식을 매수하였다가 유상증자 성공후 고가에 매도하여 시세차익을 얻을 목적으로 시세조종한 사례

6. 전환사채 가격조성 (서울중앙지방법원 2004. 4. 16. 선고 2004고합261 판결)

- 피고인은 A사의 대표이사인바, 거래소 등록 주식인 A사에서 발행한 제16회 해외 전환사채의 전환신청이 임박한 상태에서 위 회사의 주가가 하락국면에 있자 주가가

하락하면 추가 조정전환 가격조건(Refixing 조건)으로 인하여 전환주식수가 대폭 증가하고 이로 인하여 피고인의 지분율을 유지하기 위한 추가 주식매수에 수십억원이 소요될 것이 예상되자 위 회사 주가 하락을 인위적으로 저지할 것을 마음먹고, 피고인은 자금을 대며, 乙은 주가조작 전문가를 물색하여 피고인에게 연결시켜 주고, 丙, 丁은 위 돈으로 3개의 계좌를 이용하여 시세조종 주문을 내기로 공모하여, 위 회사의 주식의 거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하고 매매거래를 유인할 목적으로,

- 1999. 6. 22. 10:27:00경 A사 주식 2,000주를 직전가 대비 30원 높은 6,600원에 매수주문 한 것을 비롯하여 같은 달 21.경부터 22.경 사이에 총 6회, 총 20,930주를 직전가 또는 상대호가 대비 높은 가격인 주당 6,600원에 고가매수 주문하여 위 주식의 주가를 6,600원으로 유지시키고, 같은 달 24. 10:28:12경 위 주식 1,000주를 직전가 대비 30원 높은 6,930원에 매수주문 하는 등 같은 달 16.경부터 24.경 사이에 총 31회에 걸쳐 총 114,250주를 직전가 또는 상대호가 대비 고가 매수 주문하거나 순차적인 고가 매수주문을 하는 방법으로 주가를 인위적으로 상승시키는 등 같은 해 6. 16.경부터 같은 달 24.경까지 A사의 주가하락을 방지하거나 매매 거래가 성황을 이루는 듯이 잘못 알게 하여 주가를 11.3% 상승 상태로 인위적으로 조작한 후 약 3억700만원의 부당이득을 취한 사례.

7. 합병의 성취

가. 서울중앙지방법원 2007. 6. 22. 선고 2007고합11 판결

- 피고인 甲은 2003. 8. 11. 그가 운영하고 있던 A사와 B사 사이에 주식교환 방법의 합병에 대한 이사회 개최 및 공시가 있었고, 2003. 9. 23. 위 합병을 위한 임시주주 총회가 예정되어 있었던바, 당시 위 이사회 결의 이후 A사의 주가가 합병을 반대하는 주주들의 주식매수청구권 행사 예정가격 1,884원에 미치지 못하여 다수 주주들의 주식매수청구권 행사가 예상되자, 주식매수청구권 행사를 최소화시키는 한편,

위 두 회사의 합병시 발생하는 합병신주 물량으로 인해 주가가 하락하는 것을 방지하기 위해 A사 재무담당이사를 통해 소개받은 피고인 乙에게 주식매수청구권 행사 가격 이상으로 주가가 유지될 수 있게 주가를 부양해 달라고 부탁하면서 3,000만원과 A사 주식 36만 주를 건네주고, 피고인 乙은 주가부양에 성공할 경우 A사 주식 50만 주를 받는 조건으로 승낙한 다음 피고인 甲으로부터 받은 주식 중 10만 주를 사채업자인 丙에게 담보를 제공하고 위 주식 5만 주와 7,760만원이 입금된 증권계좌와 위 주식 5만 주와 9,700만 원이 입금된 증권계좌를 개설받고, 그 외 피고인 乙의 처 명의의 증권계좌 등 3개 계좌에 위 주식의 일부를 분산 입고하는 등 5개 계좌를 이용하여 A사의 주가를 시세조종 한 사례.

나. 서울중앙지방법원 2014.3.18. 선고 2014고단177판결

- 피고인은 비상장회사인 (주)E의 최대주주 겸 대표이사로 활동하면서 2008.7.24. 코스닥상장회사인 (주)D의 경영권을 183억원에 금융권으로부터 자금차입으로 인수한 후 (주)D에 의한 (주)E의 합병을 통하여 (주)E를 우회상장하기로 계획하였으나, 피고인은 (주)D를 인수하느라 막대한 차입금을 조달하여 자금조달에 한계를 느끼는 상황에서 위 양사의 합병과정에서 합병반대 주주들의 주식매수청구권이 과도하게 행사할 경우 더 이상의 자금조달을 못해 합병자체가 무산될 위기에 있어 피고인은 (주)D의 주가를 일정수준으로 유지하여 (주)D의 주주들 및 외부에 위 양사의 합병으로 인하여 주가가 하락하지 않고 안정화 될 것이라는 믿음을 주기로 마음먹고, 피고인의 친구 F, 지인 G등을 통해 차명계좌를 빌리고, 위 G, (주)D의 직원 H, 위 G의 부하 I등으로 하여금 위 차명계좌를 이용하여 (주)D의 주가에 대해 시세조종을 한 사례

8. 코스닥시장 상장 유지 (서울고등법원 2005. 7. 12. 선고 2004노2874 판결)

- 피고인은 2001. 12.경 코스닥상장법인인 A사의 대표이사로 취임한 이래 채무탕감, 대주주 차등감자, 주요채권의 출자전환 등을 통해 재무구조개선을 추진하여 왔는데, 2002. 6. A사가 최대주주에 대한 채권에 관하여 대규모 총당금을 적립하면서

자본이 전액 잠식됨에 따라 A사 주식은 2002. 7. 2. 자본잠식률 50% 이상의 사유로 관리종목으로 지정되었고, 2002. 7. 16.에는 종가가 액면가 5,000원의 20%인 1,000원을 미달하는 상황이 30일 이상 지속되었다는 이유로 관리종목 지정사유가 추가된 상황에서 2002. 7.경 A사가 위와 같이 관리종목으로 지정되어 등록 취소될 위기에 놓이자, 피고인은 주가를 부양하여 등록 취소를 막기로 하고乙에게 1,000원 이상으로 고정시킬 수 있도록 부탁하는 등 시세조종을 공모한 사례.

9. 블록딜의 성사

가. 서울중앙지방법원 2013.8.26. 선고 2013고단2341

- 주식회사 G의 대주주겸 대표이사인 H는 (주)I의 회장이라는 직함으로 투자자알선을 하던 J의 소개로 2009.7.13.경 (주)I와 G가 보유하던 당시 약 4천원에 거래되던 자사주 250만주를 주당 1만원에 블록딜(시간외 거래)을 성사시켜주면 30억원의 성공 보수를 주기로 하는 투자자문 계약을 체결하였다. J는 K에게 위 자문계약 내용을 말해주면서 “G 주가를 1만원까지 끌어올려 블록딜을 성사시킨 다음 30억원을 받으면 그 돈을 나누자”라고 시세조종 범행을 제의하였고 H가 보유하고 있던 G주식 70만주를 받아 그 중 40만주를 L에게 주며 주식담보대출을 받아 G주식을 매수하여 주가를 1만원까지 끌어올리라고 지시하여 시세조종을 공모한 사례

나. 서울남부지방법원 2015.5.14. 선고 2015고단834,892(일부)(병합)

- 거래소 상장회사인 A는 2008.12.5. B주식회사를 흡수합병하여 상호를 C로 변경하였는데 합병후 C의 최대주주인 P주식회사는 C지분 49.35%(발행주식 총수 62,680,246주)를, 甲은 C주식 534만주를 C는 자사주 약 1,065만주를 각 보유하게 되었고, 이에 C의 대표이사인 乙은 C의 자금팀부장인 J 등 3인에게 합병이후 과다 보유하게 된 자사주 등을 기관투자자 등에게 “시간외 대량매매(블록딜)” 방식으로 매각하도록 하였으나 C주식의 일거래량이 너무 적어(일평균 27,594주) 매수처를

찾기 어렵자, 블록딜을 용이하게 하기 위해 C와 P가 보유한 C주식과 자금을 이용하여 C주식의 주가 및 거래량을 인위적으로 부양하기로 계획하고 시세조종한 사례

10. 주식투자대회 상금취득 (서울남부지방법원 2015.5.13. 선고 2015고단1228)

- K증권사에서는 고객에 대한 로열티 증대 및 고객관계 강화목적으로 K증권사 계좌를 보유하고 있는 고객을 상대로 2011.10.4경부터 2011.11.25.경까지 8주간 실전투자대회를 개최하였는데, 피고인 甲은 (주)A주식의 유통주식수가 적고, 일평균 거래량이 미미하며, 호가공백이 커 소량의 매수주문을 통해 시세를 상승시킬 수 있는 상황인 점을 이용하여 乙등 차명계좌를 포함한 6개의 계좌로 (주)A주식을 매수하여 주가를 끌어올린 후 고가에 매도하여 시세차익을 취득함과 동시에 K증권사 주식투자대회에서 상금을 취득할 목적으로 가장매매, 고가매수, 물량소진주문 및 종가관여 주문 등을 통해 시세조종한 사례

제5절 공범 및 고의성 등

1. 시세조종의 공범¹²¹⁾

(1) 공모관계의 성립

(의의) 공동정범은 2인 이상이 공모하여 어느 범죄에 공동 가공함으로써 그 범죄를 실현하려는 의사의 결합만 있으면 성립하고 순차적 또는 암묵적으로도 공모 가능

가. 대법원 2009. 2. 12. 선고 2008도6551 판결 등

- 2인 이상이 범죄에 공동 가공하는 공범관계에서 공모는 법률상 어떤 정형을 요구하는 것이 아니고, 2인 이상이 공모하여 어느 범죄에 공동가공하여 그 범죄를 실현하려는 의사의 결합만 있으면 되는 것으로서, 비록 전체의 모의과정이 없었다고 하더라도 수인 사이에 순차적으로 또는 암묵적으로 상통하여 그 의사의 결합이 이루어지면 공모관계가 성립하고, 공모자 중 일부가 구성요건적 행위 중 일부를 직접 분담하여 실행하지 않은 경우라 할지라도 전체 범죄에 있어서 그가 차지하는 지위, 역할이나 범죄 과정에 대한 지배 내지 장악력 등을 종합해 볼 때, 단순한 공모자에 그치는 것이 아니라 범죄에 대한 본질적 기여를 통한 기능적 행위지배가 존재하는 것으로 인정된다면, 이른바 공모공동정범으로서의 죄책을 면할 수 없는 것이다.

나. 서울중앙지방법원 2013. 7. 19. 선고 2012고합766,955(병합), 965(병합), 966(병합), 967(병합), 1169(병합), 1786(병합) 판결

- 피고인 乙은 ① 2001. 9. 25. 서울지방법원에서 피고인 甲과 공모하여 주식의

121) 여기서는 공동정범 위주로 기술. 방조범에 대하여는 (6) 참조

시세를 조종하였다는 내용의 증권거래법위반으로 벌금 500만원의 처벌을 받은 전력이 있고, B은행에 소속되어 그 무렵부터 지금까지 B은행 계열 저축은행의 주식 관련 업무를 총괄하는 지위에 있었던 자로서, 주식거래 분야에 있어서는 오랜 경력과 지식이 있었던 것으로 보이는 점, ② 피고인 乙은 피고인 甲의 지시에 따라 B은행의 주식을 매매하고, 나머지 저축은행 담당자들에게 피고인 甲의 매매지시를 전달하였으며, 주식거래가 끝나고 나면 각 저축은행별 매매보고서를 취합해서 이를 보고하는 역할까지 담당하였으므로, 매일 이루어지는 주식매매 패턴과 주가 상승 효과 등에 대하여 충분히 인식할 수 있었던 점 등을 종합해보면 피고인 乙은 비록 피고인 甲과 A은행이 보유하고 있는 B은행 주식 및 B은행 계열 저축은행이 보유하고 있는 13개 종목 주식의 시세조종에 관하여 미리 모의한 것은 아니라고 하더라도, 피고인 甲의 지시에 따라 주식매매를 할 경우 시세조종에 해당할 수 있다는 점을 인식하고 있었음에도 그에 따른 주식매매 주문을 함으로써 시세조종행위에 결정적인 역할을 수행하였다고 봄이 상당하다는 이유로 공동정범의 성립을 인정한 사례.

(2) 공모의 증명 정도·방법

가. 대법원 2002. 7. 26. 선고 2001도4947 판결 등

- 공모가 이루어진 이상 실행행위에 직접 관여하지 아니한 자라도 다른 공모자의 행위에 대하여 공동정범으로서의 형사책임을 진다고 할 것이고, 이러한 공모공동정범에 있어서 공모나 모의는 범죄사실을 구성하는 것으로서 이를 인정하기 위하여는 엄격한 증거가 요구된다고 판시.

나. 대법원 2003. 12. 12. 선고 2001도606 판결 등

- 공모공동정범에 있어서 공모나 모의는 범죄사실을 구성하는 것으로서 이를 인정하기 위하여는 엄격한 증거가 요구되지만, 피고인이 그 실행행위에 직접 관여한 사실을 인정하면서도 공모의 점과 함께 범의를 부인하는 경우에는, 이러한 주관적 요소로

되는 사실은 사물의 성질상 범의와 상당한 관련성이 있는 간접 사실을 증명하는 방법에 의하여 이를 입증할 수밖에 없고, 무엇이 상당한 관련성이 있는 간접 사실에 해당할 것인가는 정상적인 경험칙에 바탕을 두고 치밀한 관찰력이나 분석력에 의하여 사실의 연결상태를 합리적으로 판단하는 방법에 의하여야 한다고 판시.

(3) 공범관계에서 이탈한 경우¹²²⁾

(서울중앙지방법원 2004. 9. 10. 선고 2004고합305 판결)

(의의) 포괄일죄의 범행 일부를 실행하였다면 중도에 공범관계에서 이탈하더라도 피고인이 관여하지 않은 부분에 대한 공범으로서의 책임을 부담

- 피고인 甲은 고가매수주문은 피고인 甲의 지시 없이 피고인 乙이 단독으로 주문을 낸 것이라는 점을 들어 고가매수주문에 관하여 피고인 甲은 공모책임이 없다는 취지의 주장을 함에 있어서,
- 2인 이상이 범죄에 공동 가공하는 공범관계에서 공모는 법률상 어떤 정형을 요구하는 것이 아니고, 2인 이상이 공모하여 어느 범죄에 공동가공하여 그 범죄를 실현하려는 의사의 결합만 있으면 되는 것으로서, 비록 전체의 모의과정이 없었다고 하더라도 수인 사이에 순차적으로 또는 암묵적으로 상통하여 그 의사의 결합이 이루어지면 공모관계가 성립하는 것이고(대법원 2002. 7. 26. 선고 2001도4947 판결 참조), 피고인이 포괄일죄의 관계에 있는 범행의 일부를 실행한 후 공범관계에서 이탈하였으나 다른 공범자에 의하여 나머지 범행이 이루어진 경우, 피고인이 관여하지 않은 부분에 대하여도 공범으로서의 책임을 부담한다고 할 것이다(대법원 2002. 8. 27. 선고 2001도513 판결 참조).

122) **대법원 2011. 1. 13. 선고 2010도9927 판결**은 피고인이 A투자금융회사에 입사하여 다른 공범들과 특정 회사 주식의 시세조종 주문을 내기로 공모한 다음 시세조정행위의 일부를 실행한 후 A사로부터 해고를 당하여 공범관계로부터 이탈하였고, 다른 공범들이 그 이후의 나머지 시세조정행위를 계속한 사안에서, 피고인이 다른 공범들의 범죄실행을 저지하지 않은 이상 그 이후 나머지 공범들이 행한 시세조정행위에 대하여도 죄책을 부담한다고 판시

- 피고인 甲은 피고인 乙과 A제지 주식의 물량을 통제된 상태에서 주가조작을 통하여 시세를 고가로 형성한 후 매집한 주식을 팔아 이익을 취득하기로 공모하고 A제지 우선주 상장일인 2001. 8. 10.부터 같은 달 14.까지 통정매매거래를 하여 주가를 높게 형성시킨 다음 묶어두었던 물량을 풀어 이익을 취득한 후 시세조종행위를 중단하였으나, 그 후에도 피고인 乙은 주가가 하락하자 고가매수주문을 하여 주가 하락을 저지하려고 하였는바, 위 통정매매거래와 고가매수거래는 포괄일죄의 관계에 있으므로 피고인 甲은 피고인 乙이 피고인 甲과 논의 없이 고가매수주문을 하였다고 하더라도 피고인 甲이 이를 제지하였음에도 불구하고 피고인 乙이 단독으로 고가매수주문을 하였다는 등의 특별한 사정이 없는 한 공범으로서의 책임을 부담한다고 판시한 사례.

(4) 구체적 실행행위를 이행하지 않은 경우

(대법원 2005. 1. 28. 선고 2004도6805 판결)

- 피고인은 증권가 인맥을 통해 다수의 증권계좌를 관리해 오면서 속칭 ‘작전세력’으로 불리는 주가조작 전문가들이 특정 종목의 주가를 시세조종성 주문을 통해 인위적으로 설정한 목표주가로 상승시킨 후 이익실현을 위해 보유물량을 일반투자자에게 매도할 때 대량의 매수세로 참여함으로써 일반투자자의 매수를 유인하는 한편 작전세력의 매도물량을 1차 매수하여 이를 일반투자자에게 재매도하는 완충역할을 함으로써 주가의 하락폭을 완만하게 하여 시세조종 적발을 위한 상시 시장감시시스템에 적발되지 않도록 해 주고, 작전세력으로부터 시세조종으로 인한 총 이익금의 20내지 30%를 속칭 ‘물량처리비’로 교부받는 일명 ‘설거지 작업’을 담당하는 이른바 ‘데이계약’을 체결하고, 2002. 9.말 또는 10.초경부터 A사 주식의 매도물량을 매수하여 소화시켜 주기로 하였는데, 작전세력인 甲측의 작전실패로 예정한 목표주가까지 오르지 못한 상태에서 주가가 급락하는 바람에 위 데이계약을 이행하지 아니하였고, 2002. 10. 10.경 甲 측으로부터 2000원대 중반이라도 하한가를 풀어달라는 부탁을 받았으나 피고인 측에서 소화할 수 있는 물량 이상의 주식이 매도물량으로 쏟아지는 바람에 위 데이계약을 결국 실행하지 아니한 사실, 피고인은 위 A사 주식이 13번의 하한가를 맞고 1주당 1,135원이었을 때인 2002. 10. 23.경 자신이 거느린

데이트레이더 세력들을 독촉하여 A사 주식 700~800만 주를 매수하였고, 그로 인하여 A사 주식의 주가는 하한가가 풀리면서 같은 날 상한가로 반전된 후 5일 동안 상한가를 치면서 2,150원까지 올라갔던 사실이 있는 바,

- 피고인은 이 사건 데이계약을 통하여 甲등의 시세조종세력이 시세차익실현 물량을 처분할 수 있도록 해주고 그 대가로 그들이 시세조종 행위를 하여 얻을 시세차익 중 일부를 교부받기로 하였다는 것이므로 위와 같은 공모는 피고인이 甲 등의 시세조종 행위를 인식하고 용인하는 정도를 넘어 그들의 시세조종 행위로 인한 시세차익을 공유하기 위하여 그들의 행위를 이용하여 피고인의 시세조종 의사를 실행에 옮기는 것이라고 평가할 수 있다고 할 것이어서 피고인이 비록 甲 등의 구체적인 시세조종행위에는 관여한 바가 없다고 하더라도, 그들의 시세조종행위에 대하여 공모공동정범으로서 책임을 진다고 본 사례.¹²³⁾

(5) 묵시적인 의사의 연락 (대법원 2002. 7. 26. 선고 2001도4947 판결)

□ 사실관계

- 피고인 甲은 乙, 丙 등과 공모하여, 1999. 10. 초 A증권사 주식 매집을 원하는 丙의 의사를 피고인 甲이 乙에게 전달하여, 乙이 1999. 10. 7.부터 1999. 11. 17.까지 8개 계좌를 통하여 A증권사 주식을 매매거래하는 과정에서, 상장유가증권의 매매거래에 관하여 그 거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 기타 타인으로 하여금 그릇된 판단을 하게 할 목적으로 1999. 10. 13.부터 1999. 11. 17.까지 9회에 걸쳐 통정매수한 점, 유가증권시장에서의 직전가(전일 종가) 및 상대호가 대비 고가매수주문하는 방법으로 매매거래를 유인하여 주가를 상승시킬 목적으로, 1999. 10. 7.부터 같은 해 11. 9.까지 사이에 303회에 걸쳐 직전가(전일 종가) 및

123) 다만, 포괄일죄의 범행 도중에 공동정범으로 가담한 자는 비록 그가 그 범행에 가담할 때에 이미 이루어진 종전의 범행을 알았다 하더라도 그 가담 이후의 범행에 대하여만 공동정범으로 책임을 지므로(대법원 2005. 5. 12. 선고 2005도1591 판결, 1997. 6. 27. 선고 97도 163 판결 등), 본건 시세조종 개시 이후 데이계약 체결(2002. 8. 20.경)을 통해 시세조종에 가담한 이후의 범행에 대해서만 피고인의 책임을 인정.

상대호가 대비 고가매수주문 등을 함으로써 그 시세를 상승시키는 매매거래를 한 점, 상장유가증권의 매매거래에 관하여 그 거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하여 매수세를 유인하여 주가를 상승시킬 목적으로 1999. 11. 1.부터 같은 달 9. 사이에 19회에 걸쳐 직전가 또는 전일종가 대비 현저히 낮은 가격으로 대량 허위 매수주문하는 방법으로 매수세가 성황을 이루는 것처럼 잘못 알게 하였다.

□ 판시 내용

- 기록상 피고인 甲과 乙, 丙과의 공모내용은 "A증권사의 주가상승을 위한 주식매집"으로 요약할 수 있는데, 위와 같은 주식매집은 원심이 인정한 바와 같이 모회사의 사모유상증자를 고가에 하기 위하여 자회사인 A증권사의 주가상승이 필요하였다는 점 외에도 해당 A증권사의 주식 70%를 보유 중인 모회사의 대주주입장에서 주가 상승으로 인한 차익을 얻고자 하는 것도 전제되어 있다고 볼 수 있는 점, 丙이 피고인 甲을 통하여 乙에게 매집을 부탁한 주식물량은 원심의 사실인정에서도 나오는 바와 같이 당시 시가를 기준으로 유가증권 시장에서 유통중이던 A증권사 주식 물량의 50%에 해당하는 대규모 물량으로서, 정상적인 유가증권의 유통시장에서 위와 같은 대규모 물량을 단순히 시장에서 매입만 하는 방법으로는 원하는 주식 물량을 확보하지도 못한 채 유통시장에서의 A증권사 주식 가격이 비정상적으로 급등하는 등의 부작용으로 위 丙 등이 원하는 가격대에서는 도저히 매입할 수 없게 되는 대규모 물량인 점, 따라서 기록상 이와 같은 사정을 잘 알고 있는 乙로서는 검사가 기소한 바와 같은 통정매매와 허수주문 등의 방법을 고가매수와 병행하여 진행하는 방법으로 일반 투자자들로 하여금 A증권사의 주식을 유통시장에 매도하도록 하고, 다시 이를 매수한 후 일정한 고가에 다시 매도한 후 다시 이를 매수하는 등 일정한 기간에 걸쳐 매도와 매수를 반복하면서 A증권사의 주식 물량을 비교적 저가에 확보하면서 아울러 주가의 상승도 가져오려고 시도한 점, 피고인 甲의 경우 1991년 이후 증권회사에서 직장생활을 시작하여 직접 주식의 매도와 매수를 담당하는 펀드매니저 등으로 장기간 근무한 경력이 있고, 이 사건 범행 당시에는 A증권사의 대표이사로 근무하고 있었으므로 피고인 甲이 위와 같은 A증권사 주식의 매집을 乙과 더불어 공모할 당시 乙이 위와 같은 방식에 의하여 A증권사의

주가를 상승시키는 주식매집을 할 것인지 잘 알고 있었다고 보는 것이 경험칙에 부합한다고 보지 않을 수 없는 점 등을 종합하면, 피고인 甲과 乙 사이의 A증권사 주식매집을 통한 주가상승이라는 부분에 대한 공모를 인정하는 이상, 乙이 이를 위하여 한 구체적인 행위 중 시세변동 거래행위 이외에 이에 부수적으로 수반될 것으로 예상되었던 이 사건 거래상황 오인·오판 목적의 통정매매 및 매매거래 유인목적 부분도 모두 위 공모자들 사이에 묵시적으로 의사의 연락이 있었다고 보는 것이 타당하다고 판시한 사례.¹²⁴⁾

(6) 시세조종에 동원한 계좌에 대한 구체적 협의가 없는 경우에도 공모공동정범 인정 (수원지방법원 성남지원 2013.8.22. 선고 2012고합308판결)

- 피고인 A는 주식회사 K의 대표이사 L로부터 K를 코스닥시장에 우회상장시키는 업무를 추진해 줄 것을 부탁받고 코스닥 상장법인 M에 흡수합병하는 방법을 추진하던 중, 합병계약이 공시된 다음날부터 M지분의 20%를 보유한 기관투자자들이 M주식을 장내에서 매도하여 M주가가 일주일 이상 하락세를 보여 주가가 주식매수 청구권 행사가격보다 하락할 가능성이 높아지자 합병과정에서 추가 비용 발생을 방지하고 합병을 성공시키기 위하여 M주가를 고정시키거나 안정시키는 방법으로 시세조종하기로 피고인 B와 공모하여 시세조종을 지시한 사안에서
- 피고인 A는 V명으로 M주식을 매수한 것은 시세조종을 하기 위한 것이 아니라 개인적인 이익을 위한 것이고, 피고인 A는 피고인 B에게 제공한 6개 계좌 외에 피고인 B가 별도로 X, W명의의 계좌로 M주식을 매수한다는 사실을 전혀 알지 못했고 이 계좌를 이용하라고 지시한 사실도 없으므로 공소사실 중 V, X, W 명의의 계좌로 매수한 부분은 무죄를 주장하고 피고인 B는 X, W는 차명계좌가 아니라

124) 원심은 피고인 甲은 A증권사의 대표이사로서 단순한 통역의 역할을 한 것에 지나지 않는 것이 아니라 乙 및 丙과 공모하여 이 사건 매매거래를 하였다든 점을 인정하면서도, 통정매매와 허위매수주문의 공모와 관련해서는, 검사가 제출한 모든 증거를 살펴보아도 위와 같은 시세조종행위의 수범에 대하여까지 구체적으로 공모하였다거나, 위 乙에게 시세조종행위의 방법에 관하여 포괄적으로 입입하였다든 점을 인정할 만한 증거가 없다는 이유로 무죄 선고.

주식거래에 관한 위탁을 받아 그 계좌들로 주식거래를 해 온 것이며 시세조종 한 것이 아니고 피고인 A가 V명의 계좌로 M주식을 거래한다는 사실을 알지 못했으므로 이부분에 대해서는 공범이 아니라고 주장한 것에 대해

- 법원은 피고인들이 각자 확보한 타인명의의 계좌를 M주식의 시세조종에 이용하였다는 사실을 서로 알지 못하였다고 하더라도 피고인 A가 V명의 계좌를, 피고인 B가 X, W명의의 계좌를 각각 이용하여 M주식의 시세를 조종한 행위를 공동으로 실행한 이상 시세조종의 세부적인 방법이나 거래량, 동원하는 계좌에 대하여 서로 협의하지 않았다고 하더라도 공모공동정범으로서의 책임을 져야 한다고 판시한 사례

2. 공동정범 사례

(의의) 직접 매매주문을 하지 않더라도 시세조종을 지시하거나 시세조종 전문가를 소개한 경우 등은 본질적인 기여가 있다고 보아 공동정범의 책임을 인정

(1) 시세조종을 지시·가담한 대주주

가. 서울중앙지방법원 2010. 2. 5. 선고 2009고합690 판결¹²⁵⁾

- 피고인은 코스닥상장법인인 A사, 비상장법인인 B사, C사, D사 등 4개사의 대표이

125) 피고인은 코스닥상장법인의 경영자로서 회사의 주가에 관심을 갖는 것은 당연한 일이고, 주식 자체를 기부한 것이어서 주가하락으로 추가 기부의 필요성이 있었던 것도 아니므로, 피고인에게는 특별히 주가상승을 목적으로 시세조종행위를 할 구체적인 동기가 없었고 피고인이 그로 인해 이익을 얻을 수 있는 상황도 아니었다며, 피고인이 시세조종행위에 적극 가담하였다고 볼 수 없다는 이유로 항소하였으나, 항소심(서울고등법원 2010. 8. 6. 선고 2010노565 판결)은 피고인이 자신의 회사 직원들에게 자신이 실질적으로 운영하는 회사 및 자녀들 명의 자금으로 A사 주식을 적극 매수하도록 지시하였고, 그러한 주식 매수로 주가 변동의 손익이 실제로 피고인에게 귀속되는 점, 피고인이 수시로 회사직원들로부터 A사의 주가변동상황을 확인하고 직접 주식매수를 지시하기도 한 점을 종합해 보면, 피고인이 회사 직원들의 시세조종 범행에 공동가공하려는 의사를 가지고 기능적 행위지배를 통하여 시세조종 범행의 실행에 나아갔다고 판시. 대법원(2011. 6. 30. 선고 2010도10968 판결)에서도 공모공동정범을 인정한 원심을 그대로 확정.

사임과 동시에 비상장법인인 E사 등 9개 회사의 대주주인 자로, 2006. 10. 15. 피고인이 개최한 음악회에서 100억 원 상당의 A사 주식 1,105,000주를 포항공대 등에 기부하기로 발표하였는바, 발표 후 주가가 하락할 경우 하락분만큼 추가로 주식을 출연하여야 하는 부담을 회피하기 위해, 2006. 10. 초순경 B사의 이사 乙에게 B사의 자금으로 A사 주식을 매수하여 주가하락을 방지할 것을 지시하였으며, 다시 2008. 7. 초순경 B사의 이사 乙에게 B사 및 C사 등 관계사의 자금으로 A사 주식을 매수하여 주가하락을 방지할 것을 지시한 사례에서,

- 법원은 ① 피고인은 검찰 및 이 법정에서, 위 시세조종 기간 동안 乙에게 일주일에 2~3회 주가를 물어보았다거나 시세표를 본 적이 있다는 취지로 진술하고 있는 점, ② 乙은 검찰 및 이 법정에서, 피고인으로부터 시세조종을 지시받은 적은 없다고 진술하면서도, 피고인으로부터 주식이 저평가되어 있다는 이야기를 듣고 피고인의 지시로 주식을 매집하기 시작하였다는 취지로 진술하고 있으며, 특히 검찰에서는, 금융위기로 주가가 4,000원 아래로 떨어지자 피고인이 주가방어를 거론하였다거나, 피고인이 주가방어의 일환으로 주식을 사서 받치라고 지시한 것 같다거나, 매일은 아니지만 피고인이 당시 내근 중일 때에는 일자별로 주가를 피고인에게 보고한 적이 있고, 주가가 하락할 때는 피고인이 추가로 노력해보자고 하여 무리하게 주문을 낸 적이 있었으며, 피고인이 장중에 갑자기 현황을 보고하러든가 공격적으로 매수하라고 지시하면 丙에게 좀 더 공격적으로 매수할 것을 지시하였다는 등의 취지가 기재된 진술서를 직접 작성하였던 점 등을 고려하면, 피고인이 주식의 시세를 높이거나 안정시키기 위하여 乙에게 매수가격을 점차 높여가거나 매도물량을 소화해 가면서 주식을 매수하라는 지시를 하였음을 인정하기에 충분하고, 결국 피고인이 乙 등의 시세조종 행위에 관여하였다고 봄이 상당하다고 판시한 사례.

나. 서울지방법원 2003. 1. 15. 선고 2002노9639 판결

- 피고인은 기업탐방을 온 甲에게 ‘주식처분은 생각하지 않고 있다’는 취지의 말을 하였을 뿐 이 사건 시세조종행위에 관하여 알지 못하였고, 다른 피고인에게 매도 금지를 약속하거나 이익분배약정을 한 사실이 없으며, 그렇지 않다 하더라도 보유

주식에 관한 매도금지를 약속하였다는 점만으로는 시세조종행위를 방조한 것으로 볼 수 있을 뿐 공모한 것이라 할 수 없다고 주장하였으나,

- 법원은 피고인이 2001. 4. 초순경 甲으로부터 ‘다른 피고인 등이 A정밀금속의 주식을 대상으로 주가조작을 시도하고 있는데, 대주주인 피고인의 도움이 필요하다’는 취지의 요청을 받고 보유주식의 처분금지 등 적극적인 협조를 약속한 사실(단순한 기업탐방의 기회에 대주주에게 보유주식의 처분금지를 요청한다는 것은 선뜻 납득하기 어렵다.), 또한 2001. 8.경 다른 피고인의 요청에 따라 보유주식의 처분금지를 약속하고 이를 담보하는 취지에서 보유주식 5만주를 다른 피고인에게 교부하였고, A정밀금속의 주주인 B은행의 직원을 찾아가 보유주식의 처분을 자제해 줄 것을 요청하기도 하였으며, 이 사건 시세조종행위의 과정에서 수회에 걸쳐 乙 등 특수관계인 명의의 주식(실제로는 피고인의 지분으로 보임)을 처분하여 상당한 이득을 얻은 사실, 한편 다른 피고인이 이익의 분배를 요구하면서 위 주식 5만주의 반환을 거부하자 피고인은 그를 상대로 주권인도청구의 소를 제기하였는데, 그 과정에서 위 주식 5만주를 돌려받는 조건으로 다른 피고인에게 7,500만원을 주기로 하는 내용의 조정안을 마련하기도 한 사실 등이 인정되는바, 이와 같은 사실관계에 비추어 보면 피고인이 2회에 걸쳐 다른 피고인 등과 이 사건 시세조종행위에 관하여 공모한 사실이 충분히 인정된다 할 것이고, A정밀금속의 제1대주주인 피고인의 보유주식 처분금지가 시세조종행위의 성공을 위하여 필수적이라는 점, 이를 담보하기 위하여 보유주식까지 교부한 점 등 피고인의 가담 정도에 비추어 이를 단순한 방조행위에 불과한 것으로 보기는 어렵다고 판시한 사례.

(2) 물량통제를 위해 비밀번호 등을 교부한 자

(서울중앙지방법원 2004. 4. 29. 선고 2004고합114 판결)

□ 사실관계

- 피고인들은 A사의 경영 정상화의 일환으로 2002. 11. 19. 350억 원의 유상증자를

실시하고 추진하는 과정에서 고액의 수익을 올려주겠다고 하여 투자자들을 끌어 모은 후, 유상증자를 마무리하고 주권교부일인 2002. 12. 13.경 유상증자에 참가하여 주권을 교부받기 위해 모인 투자자들에게 ‘유상증자가 끝났는데 주식을 잘 팔아서 수익을 내기 위하여는 주가를 관리하면서 팔아야하고 그에 필요한 자금이 필요하니 각자 투자한 금액 중 15%에 상당하는 주식을 받아가지 말고 자신들에게 각출해 주고 일괄적으로 주식을 매도해야 하니 주식거래를 위한 계좌번호, 아이디, 패스워드를 전부 자신들에게 위탁하고 개별적으로는 주식매도를 하지 말라’라는 취지의 말을 전하였고 피고인 甲 등 투자자들은 주식 및 아이디, 패스워드 등을 건네주었음

□ 법원의 판단

- 피고인 甲은 15% 주식 각출부분은 피고인 乙측이 일방적으로 입고시켜주지 않은 것이고, 주식을 다 같이 한꺼번에 팔게 되면 손해가 나기 때문에 위험분산 차원에서 통제를 하자는 취지로 알고 아이디와 패스워드를 교부하였던 것으로, 위 아이디 교부 당시에는 주가관리가 이루어질 것을 짐작하지 못했다는 취지로 주장.
- 법원은 증권거래법이 금하고 있는 ‘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 것으로서, 위 피고인 甲 주장 자체에 의하더라도 위와 같은 물량통제는 정상적인 수요·공급을 인위적으로 조종하는 시세조종행위에 해당한다고 할 것이고, 전직 증권회사 직원 이었던 위 피고인 甲이 15% 물량을 입고시켜주지 않는 방법으로 각출하여 물량 통제를 한다는 설명을 듣고도 손해를 보지 않기 위해 아이디 및 패스워드를 넘겨 주었고, 그 후 피고인 丙로부터 2억원을 보전받아 9,500만원 상당의 이익을 실현 하였다면, 피고인 甲은 이 사건 시세조종행위에 대한 공동정범의 책임을 진다고 판시.

(3) 시세조종 전문가를 소개한 자

(서울남부지방법원 2010. 8. 2. 선고 2010고합27 판결)

- 피고인은 자금 조달에 어려움을 겪고 있는 甲에게 코스닥 상장회사를 인수한 후 증자를 통하여 사업자금을 조달할 수 있다는 제안을 하였고, 그에 따라 甲은 乙, 피고인과 협의를 거쳐 J사의 경영권을 인수하기로 한 후 사채업자들을 끌어들여 대규모 유상증자를 추진한 사실, 피고인은 그 과정에서 甲에게 유상증자시 주가 방어에 필요성을 제기하고, 피고인의 지인인 A증권 OO지점의 丙부장으로부터 소개 받은 시세조종 전문가인 丁을 甲에게 소개해 준 사실, 피고인은 J사의 주가조작을 위한 모임에 여러 차례 참석하여 의견을 개진하였고, 丁과의 연락도 피고인이 주로 담당한 사실, 甲은 피고인 등과의 협의를 거쳐 丁에게 시세조종 대가로 30억 원을 주기로 하였고, 丁에게 돈을 주는 자리에 피고인도 같이 있었던 사실, 피고인은 위와 같은 도움을 준 것에 대한 대가로 돈을 요구하여 甲으로부터 동생을 통하여 컨설팅 비용 명목으로 J사의 법인자금 3억 원을 교부받은 사실이 인정되는바, 피고인은 위와 같이 J사의 유상증자 및 그에 따른 주가조작과 시세조종 대가의 지급 등에 관하여 협의에 참석하여 의견개진을 하거나 시세조종전문가인 丁을 연결시키는 등으로 깊숙이 관여하였고, 그 대가로 거액의 돈을 지급받는 등 단순히 조언하는 차원을 넘어서 공동가공의 의사를 갖고 기능적 행위지배를 통한 범죄실행에까지 나아갔다고 봄이 상당하다고 판시한 사례.

3. 중범(방조범) 사례¹²⁶⁾

(의의) 시세조종 사실을 인식하고 자금, 계좌 또는 장소 등을 대여하여 범행을 용이하게 한 경우라면 중범에 해당

(1) 사채업자 (서울지방법원 2003. 4. 10. 선고 2002고합1086 판결)

- 피고인 甲, 乙은 피고인 乙의 직원의 소개로 피고인 丙에게 A통신 주식을 담보로 대출을 하여 주고 사채시장에서 통상 받은 정도의 이자 및 수수료를 각 받았던 것일 뿐, 당시 피고인 丙이 A통신 주식의 시세를 조종하고 있다는 점을 전혀 몰랐으며, 공소사실 기재와 같이 담보로 잡은 A통신 주식을 매도하였던 것은 담보 제공자인 피고인 丙의 요청이 있었기 때문이고 담보권자인 피고인 甲으로서의 채권의 회수를 위하여 위 요청을 거절할 수도 없는 것이므로 결국 피고인 甲, 乙에게는 피고인 丙의 범행을 용이하게 하려는 의사가 전혀 없었다고 주장했으나,
- 법원은 피고인 甲, 乙은 모두 전문적으로 사채업을 하는 사람들로서, 피고인 甲은 피고인 乙을 통하여 丙에게 A통신 주식 140만주를 담보로 하여 ‘엔드바이’ 하루 전인 2002. 8. 22. 26억원을 대출하여 주었는데, 피고인 甲은 대출일 이전에 대출 부탁을 받고 담보가치 평가를 위하여 이미 A통신의 주가와 거래량을 확인하였던 사실, 위 담보대출 당시 차주인 피고인 丙은 위 주식을 바로 누군가가 매수하여

126) 형법상 방조행위는 정범이 범행을 한다는 점을 알면서 그 실행행위를 용이하게 하는 직접·간접의 행위를 말하므로, 방조범은 정범의 실행을 방조한다는 이른바 방조의 고의와 정범의 행위가 구성요건에 해당하는 행위인 점에 대한 정범의 고의가 있어야 하나, 이와 같은 고의는 내심적 사실이므로 피고인이 이를 부정하는 경우에는 사물의 성질상 고의와 상당한 관련성이 있는 간접사실을 증명하는 방법에 의하여 증명할 수밖에 없고, 이 때 무엇이 상당한 관련성이 있는 간접사실에 해당할 것인가는 정상적인 경험칙에 바탕을 두고 치밀한 관찰력이나 분석력에 의하여 사실의 연결상태를 합리적으로 판단하는 외에 다른 방법이 없다고 할 것이며, 또한 방조범에 있어서 정범의 고의는 정범에 의하여 실현되는 범죄의 구체적 내용을 인식할 것을 요하는 것은 아니고 미필적 인식 또는 예견으로 족하다(대법원 2005. 4. 29. 선고 2003도 6056 판결 참조).

갈 것이라고 하였으며, 위 주식이 매도되면 그 대금 역시 증권회사 결제일 이전에 선이자를 공제하고 대출하여 달라는 요청을 하였던 사실, 당시 A통신의 주가추이는 상당히 비정상적으로 급등하였다가 급등과 급락을 반복하고 있어 속칭 '작전'중의 주식임을 쉽게 알 수 있었던 사실, 피고인 甲이 위 A통신 주식 140만주를 매도하고 증권회사 결제일 이전에 그 대금을 지급하여 줌으로써 결국 피고인 丙이 위 주가 조작으로 인한 이익을 용이하게 조기에 회수할 수 있었던 사실을 각 알 수 있는바, 위와 같은 피고인 甲, 乙의 각 경력과 신분, 이 사건 대출 및 주식 매도 당시의 사정 등을 종합하여 보면, 피고인 甲, 乙에게는 피고인 丙이 A통신 주식을 대상으로 속칭 '작전'을 하여 위 인정과 같이 증권거래법을 위반하고 있다는 정을 알면서도 그 범행을 용이하게 하고 이자 및 수수료 등의 이익을 취하려는 고의가 있었던 것으로 인정된다고 판시.

(2) 증권계좌 제공자 (대법원 2007. 3. 30. 선고 2007도877 판결)

- 형법 제30조의 공동정범이 성립하기 위해서는 주관적 요건인 공동가공의 의사와 객관적 요건인 공동의사에 의한 기능적 행위지배를 통한 범죄의 실행사실이 필요하고, 공동가공의 의사는 타인의 범행을 인식하면서도 이를 제지하지 아니하고 용인하는 것만으로는 부족하고 공동의 의사로 특정한 범죄행위를 하기 위하여 일체가 되어 서로 다른 사람의 행위를 이용하여 자기의 의사를 실행에 옮기는 것을 내용으로 하는 것이어야 하는바(대법원 2006. 3. 9. 선고 2004도206 판결 참조),
- 피고인 甲이 피고인 乙의 시세조종 사실을 알면서 6억원이 입금되어 있는 丙, 丁 명의의 증권계좌를 피고인 乙에게 전달하여 주고 피고인 甲이 위 증권계좌를 시세조종에 이용한 사실은 인정된다. 그러나 나아가 피고인 甲이 피고인 乙과 구체적 범행 방법에 대하여 공모하였다거나 피고인 乙의 구체적인 지시에 따라 시세조종 주문을 제출하는 등 구체적인 실행행위를 분담하였다는 점을 인정할 아무런 증거가 없고, 피고인 乙과 사이에 시세조종을 통한 이득액을 분배받기로 약정하였다고 볼 자료도 없는 이상, 피고인 甲의 위와 같은 **증권계좌 전달행위**는

피고인 乙의 범행을 인식하면서 그 실행행위를 용이하게 하는 방조행위에 불과하고 이를 피고인 乙과 일체가 되어 피고인 乙의 행위를 이용하여 자신의 시세조종 의사를 실행에 옮긴 것이라고 평가할 수는 없다고 할 것이다. 그렇다면 피고인 甲에게 공동가공의 의사가 있었다거나 공동가공의 의사에 기한 기능적 행위지배를 통한 범죄의 실행행위가 있었다고 보기 어려우므로 공소사실에 포함되어 있는 증권거래법위반방조죄를 유죄로 인정한 사례.

(3) **계좌 및 장소 제공자** (서울고등법원 2009. 1. 6. 선고 2008노1506 판결)¹²⁷⁾

- 피고인 乙은 피고인 甲에게 사무실을 빌려 달라고 하면서 조카(피고인 丙)를 시켜 주가를 조작하는 일을 하겠다고 말한 적이 있다거나, 피고인 丙이 피고인 乙로부터 시세조종 주문을 지시받을 때 피고인 甲이 옆에 있었다고 하더라도, 피고인 甲이 피고인 乙, 丙의 시세조종 범행을 인식하고 있다고 볼 수는 있지만, 피고인 甲이 피고인 乙, 丙과 일체가 되어 그들의 시세조종 범행에 공동정범으로 가담하였다고 까지 곧바로 단정하기는 어렵다.
- 피고인 甲이 2000.경 피고인 乙이 A사 발행 주식 및 B사 발행 주식 등에 대한 시세조종 범행을 할 당시 피고인 乙에게 27억 원을 제공하였다가 그 시세조종이 실패하여 20억 원 정도의 손실을 본 적이 있었다고 하더라도, 그 후 피고인 乙이 또다시 A사 주식 및 B사 주식에 대한 시세조종 범행을 함에 있어서, 피고인 甲이 피고인 乙의 시세조종 범행을 도와 주어 그 범행으로 얻은 이익으로 과거의 손실을 회복하고자 할 수도 있는 것이고, 피고인 甲이 반드시 피고인 乙과 일체가 되어 공동정범으로 가담할 필요가 있다고 단정하기는 어렵다.
- 피고인 乙의 진술에 의하면, 피고인 甲이 피고인 乙에게 A사 주식의 매매시기, 보유 여부, 상승가능한 가격 등을 물어보았는데, 이는 피고인 乙의 자금력이 약하고 동원한 계좌도 적어서 피고인 甲의 입장에서는 성공할 수 있을까 불안하여 피고인 乙에게 주식거래를 맡겨야 하는지를 확인하기 위해서라고 생각된다는 것이다.

127) 대법원 2009. 4. 9. 선고 2009도675 판결로 확정

- 피고인 乙이 위 시세조종 범행에 이용한 계좌 및 자금은, 피고인 甲이 제공한 것을 제외하고는, 모두 피고인 乙이 지인들로부터 유치한 것으로서, 피고인 甲은 그 유치에 관여한 바가 없었다. 위 시세조종 범행에 있어 대상 주식의 선정, 매매 시기 및 수량 등은 전적으로 피고인 乙의 판단과 지시 하에 이루어졌고, 그 매매의 실행은 피고인 丙에 의하여 거의 전적으로 이루어졌다.
 - 위 시세조종 범행에 있어서는 피고인 甲의 계좌를 포함한 다수의 계좌가 이용되었는데, 피고인 甲은 자신의 계좌 이외의 다른 계좌에서 하는 매매에는 전혀 관여하지 아니하였고, 피고인 甲은 자신의 계좌에서 시세조종 대상 주식 이외의 다른 주식을 계속 거래하였다.
 - 피고인 甲이 위 시세조종 범행 기간 중 피고인 乙에게 자금을 대여해 준 적이 있으나 5,000만 원 내지 6,000만 원 정도를 3차례 정도 빌려주었다가 1주일쯤 후에 모두 돌려받은 것이었고, 그 외에 피고인 乙이 피고인 甲로부터 받았다는 자금은 피고인 乙, 丙의 검찰진술에 의하더라도, 주식회사 E의 수익금 일부를 2005. 하반기에 2~3회에 걸쳐 3억 원 정도를 받은 것이거나, 2005.에 몇 회에 걸쳐 몇천만 원씩 3억 정도를 받은 것이어서 이는 위 시세조종 범행을 위한 자금으로 볼 수 없다.
 - 위와 같은 사정을 종합하며 보면, 피고인 甲은 피고인 乙, 丙의 시세조종 범행을 인식하면서 그들에게 자신의 사무실이나 계좌를 제공하는 등으로 위 범행을 용이하게 하여 이를 방조한 것으로 인정되고, 피고인 甲이 피고인 乙, 丙와 일체가 되어 그들의 시세조종 범행에 공동정범으로 가담하였다고는 인정하기 어렵다고 할 것이며, 달리 이러한 점을 인정할 만한 증거가 없다는 이유로 공동정범이 아닌 방조범으로 의율한 사례.
- (4) 증권사 직원 (서울중앙지방법원 2013. 10. 7. 선고 2013고단3944 판결)
- 피고인은 현재 E증권에 근무하는 직원으로서 이전에 근무한 S증권사의 입사동기인

G를 통해 H의 E증권 계좌를 관리하게 되면서 여러 번 G, H를 만나 대화하는 과정에서 이들이 I와 함께 코스닥 상장법인인 J의 경영진 및 소위 '작전세력'과 결탁하여 회사의 시세를 인위적으로 조종하여 주가를 관리하며 주식매매세력을 확보하려 한다는 사실을 알게 되었고, 2009.7.17.경 H로부터 2억원 상당의 J주식을 매수하여 달라는 부탁을 받고 이러한 사실을 확신하게 되었다.

- 그렇다면 피고인은 증권회사 직원으로서 신의성실 원칙에 따라 공정하게 투자매매 및 투자중개 업무를 수행하여야 하고 투자자보호 및 건전한 거래질서를 해할 우려가 높은 행위를 하지 말아야 할 업무상 임무가 있었음에도 이를 무시한 채 '작전세력'의 시세조종행위에 편승하여 시세차익을 취득할 의도로 H의 해당계좌를 통해 거래를 체결함과 동시에 자신의 계좌와 피고인에게 주식매매를 위탁한 고객 3명의 계좌 등 총 4개의 계좌를 통해 위 회사 주식을 대량으로 매수하여 주가 하락을 방지함으로써 이들의 시세조종행위를 용이하게 함으로써 H의 시세조종 행위를 방조하였다.

4. 시세조종의 고의성 판단

(1) 경력 및 직업

가. 서울고등법원 2008. 11. 26. 선고 2008노1251 판결

- 피고인은 호가관여율이 5% 이하이면 금융감독원에서 수사기관에 통보를 하지 않는 것이 원칙인데, 피고인의 호가관여율은 위 기준에는 미달하는 점, 피고인이 행한 시초가 거래 중 일부는 피고인이 실제로 매수할 의사로 매수주문을 내었으나 상대방이 매도주문을 취소하는 바람에 계약이 체결되지 아니하였던 것인 점, 피고인이 시세조종의 목적으로 한 주문의 수량이 매우 소량이었던 점, 피고인이 시세조종 기간이 한참 지난 후에 이 사건 주식을 전부 처분하였다는 점 등을 들어 시세조종의 목적이 없었다고 주장하나, 피고인이 다년간 증권거래업무에 종사해 온

투자상담사인 점 등을 고려하면 사전에 위와 같은 금융감독원의 고발기준을 숙지하고 형사처벌을 회피할 목적으로 그 기준 내에서 이 사건 주식의 거래를 하였을 가능성도 있고, 호가관여율이 5% 이하면 고발을 하지 않는 금융감독원 내부기준이 있다고 하여 그 기준에 미달하는 시세조종 거래는 무조건 시세조종의 목적을 인정할 수 없거나 형사처벌이 면제되는 것은 아니라 전체 매매체결수량 대비 점유율, 부당이득금의 총액 등을 종합하여 얼마든지 시세조종의 목적을 인정할 수 있으며, 이 사건 주식의 총유통주식의 수나 일일 평균거래량 등을 고려할 때 피고인이 한 정도의 시세조종 거래에 의하더라도 이 사건 주식의 주가가 상당한 영향을 받을 수 있다고 생각되고, 피고인이 시세조종행위가 끝난 후 이 사건 주식을 일시에 매각하려고 했다면 주가의 급격한 하락이나 금융감독기관의 주목 등을 피할 수가 없었기 때문에, 피고인이 매집한 주식을 어느 정도 기간을 두고 처분할 수밖에 없었다고 볼 여지도 있다(피고인이 매집기간이 끝난 후 매도한 평균가격인 5,006원은 시세조종행위 당시의 최고가인 5,120원과 얼마 차이가 나지도 않는 가격). 따라서, 피고인이 시가 및 종가 결정을 위한 동시호가 시간대에 매수나 매도 주문을 낸 일부 주문의 경우는 피고인의 주문 취소 때문이 아니라 상대방의 주문 취소 때문에 계약이 체결되지 않은 적이 있었다고 하더라도, 위에서 살펴본 여러 가지 사정에 비추어 보건대, 그러한 사실만으로 피고인에 대하여 이 사건 주식에 관한 시세조종의 의사가 없었다고 볼 수 없다고 판시한 사례.

나. 서울고등법원 2010. 4. 1. 선고 2010노215 판결¹²⁸⁾

- 피고인은 B사 주식에 대한 시세조종 혐의와 관련하여 甲 등과 함께 시세조종에 공모한 사실이 없고, 甲 등이 시세조종을 하고 있다는 사실을 전혀 모른 채 甲의 매매 지시가 있어 증권사 직원으로서 그 지시에 따라 매매주문을 냈을 뿐이라고 주장하였으나,
- 법원은 ① 피고인은 경찰에서 조사를 받으면서 “(甲 등과 함께 근무할) 당시 주식

128) 대법원 2010. 6. 24. 선고 2010도4453 판결로 확정

시세조종이나 통정매매를 한다는 것을 말해 주지 않아 몰랐으나 일하면서 알게 되었는데, 특정 시세조종 대상 주식을 의뢰받아 주가의 일정가를 유지시켜 주는 행위와 의뢰인이 당일 몇 주를 얼마에 매수, 매도하도록 의뢰한 것에 대하여 甲이 乙이나 丙이 모집한 증권 계좌 자금을 이용하여 증권사에 매매 주문을 하는 방법이었습니다.”라고 진술하였고, 검찰에서 조사받으면서는 “甲이 대형주를 매매하지 않고 코스닥 저가주 위주로 매매를 하였기 때문에 주식거래를 정상적으로 하지 않고 있다는 것을 알았다”고 진술한 점, ② 乙은 경찰에서 조사받으면서 “제가 아는 바로는 甲이 외부에서 다른 사람들과 계약을 하여 돈을 받아와서 그 돈으로 특정 종목을 매매하고 주가를 올려주거나 유지시켜 주는 것으로 보입니다. 사실 제가 증권계에 몸담고 있었고 甲이 주식을 정상적인 방법으로 거래하지 않는다는 느낌은 충분히 갖고 있었기 때문에 의도적으로 알려고 하지 않았습니다.”라고 진술하고 있는 점 등을 추가하여 종합하여 보면, 피고인이 甲, 乙 등과 암묵적으로 상통하여 B사 주식에 대한 시세조종행위를 하였음을 충분히 인정할 수 있으므로, 피고인의 위 주장은 이유없다고 판시.

(2) 거래규모 이익분배 등을 종합적으로 판단한 사례

(서울고등법원 2005. 10. 19. 선고 2005노1123 판결)

□ 사실관계¹²⁹⁾

- 피고인들은 거래소 상장법인 A사와 코스닥 상장법인 B사의 주가를 조작하기로

129) 사실관계 요약

(단위 : %, 백만원)

종 목	일평균 거래량	시세조종 기 간	주 가 변동폭	협 의 계좌수	시세관여 비 율	부당이득 금 액
A사주식 제1차 시세조종	43,669	10일	33.86	14	20.78	104 (비용차감전)
A사주식 제2차 시세조종	43,669	7일	9.35	15	18.40	51 (비용차감전)
B사주식	16,980	19일	52.33	19	24.43	175

마음먹고 A사 주식을 거래함에 있어서, 2003. 4. 3.경부터 같은 해 5. 6.까지 115회에 걸쳐 651,180주의 고가매수주문을 내고, 2003. 4. 15. 14:44:18경 매수10호가 잔량이 5,240주, 매도10호가 잔량이 6,860주인 상황에서 직전체결가 대비 125원 낮고, 매도1호가 대비 130원 낮은 3,075원에 500주의 매수주문을 제출하였다가 이를 곧바로 취소하는 등 14회에 걸쳐 10,900주의 허수매수주문을 내고, 2003. 4. 8.경부터 같은 해 5.2.경까지 사이에 27회에 걸쳐 140,290주의 증가관여주문을 내어 149,145,890원 상당의 이익을 얻고, B사 주식의 경우 2003. 6. 3.경부터 같은 해 7.1.경까지 68회의 고가매수주문을, 9회의 허수매수주문을, 2003. 6. 10.경부터 같은 해 6. 30.경까지 24회에 걸쳐 100,823주의 증가관여주문을 내어 위 주식의 거래가 상황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 그 시세를 변동시키는 매매거래를 하여 합계 175,036,958원 상당한 이익을 취함.

□ 법원의 판단

① 주식시장 전반의 거래상황

- 당시 유가증권 시장 및 코스닥 시장의 종합주가지수는 다소의 등락이 없지는 않았으나 A사가 속해 있던 유가증권시장 운수장비업종별 지수나, B사가 속해 있던 코스닥 시장 통신장비 업종별 지수 모두 2003. 3. 17.을 최저점으로 하여 지속적인 상승세를 유지

② 투자전망

- 이 사건 매매거래 당시 A, B사는 나름대로 탄탄한 재무구조를 가지고 있었으며, 2003년도 영업이익과 순이익이 전년도에 비하여 상당히 증가될 것으로 기대되어 각 증권사에서 이 사건 주식에 대한 투자전망을 대체로 밝게 보고 있었던 사실이 인정

③ 피고인들의 거래규모

- 이 사건 주식의 종전거래량, 동 발행주식수 등에 비추어 볼 때 피고인들의 **매수 주문량이 시가에 큰 영향을 줄 정도라고 보기는 어려운 점**, 당시 침해되었던 거래가 다시 정상수준을 회복해 가는 과정이었고 피고인 甲은 자신이 담당한 펀드의 운용방법으로 주식을 매수하였으므로 그 매수규모가 클 수 밖에 없었던 점을 고려할 때 피고인들의 이 사건 주식거래로 인해 직전 1개월 대비 일일 평균 거래량이 약 1.5배씩 증가하였다고 하더라도 주식매매거래를 유인할 목적을 인정하기 어려움

④ 피고인들의 거래형태

- 공소사실에서 시세조종 혐의가 있는 것으로 보고 있는 매수주문은 대부분 직전가 또는 상대호가 대비 **고가매수주문을 위주로** 한 것으로 호가를 점차적으로 상승시키며 계속적으로 매매주문을 내는 행위, 매수주문과 매도주문 또는 취소 내지 정정주문을 번갈아 내는 행위, 통정·가장매수주문 등과 같은 사례는 거의 발견되지 않는 점,
- **고가매수주문도** 시초가나 종가형성을 위한 단일가격 매매시 고가매수 주문을 집중하는 등의 특징적인 매수형태는 보이지 아니하고 적극적으로 주식을 매수하고자 직전 체결가에 비하여 다소 높은 가격의 매수주문을 하거나 상대1호가보다 높은 가격의 매도주문량까지 매수하기 위한 것으로 보이는 점,
- **저가의 매수주문을** 한 경우에도 피고인들의 총 매수주문량이나 전체 거래량에 비하여 극히 적은 양이어서 주식시세를 인위적으로 상승시키거나 하락을 저지할 수준이라고 보기 어려운 점,
- 피고인의 **주식매매거래 기간**(A주식에 대하여 피고인 甲은 2003. 4. 3.부터 4. 8. 사이와 2003. 4. 24.부터 4. 30.사이에, 피고인 乙은 2003. 4. 9.부터 4. 11.사이

및 4. 15., 4. 16., 5. 2., B주식에 대하여 피고인 甲은 2003. 6. 3.부터 6. 30.사이, 피고인 乙은 2003. 6. 19.부터 7. 1. 사이)을 고려해 볼 때 주시가격을 인위적으로 상승시키거나 지속적으로 주가를 관리할 만한 시간적인 여유가 있었다고 보기 어려운 점,¹³⁰⁾

- 피고인은 집중적으로 주식을 매수한 후 일부 매도한 것도 있지만 상당수 주식을 그대로 보유하거나 추가로 매수 한 점 등으로 볼 때 피고인들은 이 사건 주식이 내재가치에 비하여 저평가 된 것으로 판단하고 적극적으로 주식을 매수하기 위하여 다소 고가의 매수주문을 하거나 실제 매수가 가능하다고 판단되는 호가에 매수하고자 저가의 분할 매수주문을 하였을 가능성이 높음

⑤ 이 사건 매매거래 후의 주가 및 거래량 변화

- 피고인이 시세차익을 취하고 난 후 이 사건 주식의 주가가 일시 하락하기는 하였으나 그 하락폭이 근소할 뿐 아니라 얼마 지나지 않아 다시 주가가 상승하고 거래량이 급증한 사실

⑥ 피고인들 사이에 이익을 분배한 것으로 보기 어려운 점

- 피고인 甲은 자신의 증권계좌에서 100,886,660원의 시세차익을 얻은 다음 2003. 4. 18. 2회에 걸쳐 1,400만원을, 48,259,230원의 시세차익을 얻은 다음 2003. 5. 9. 2회에 걸쳐 4,000만원을, 175,036,958원의 시세차익을 얻은 다음 2003. 7. 3. 3회에 걸쳐 2,500만원을 인출한 사실은 인정되나, 만약 피고인들 사이에 이익을 분배하기로 하는 약정이 있었다면 가장 많은 이익을 실현한 2003. 7. 3.에 출금된 금액이 가장 적은 반면에 2003. 5. 9. 실현한 이익의 경우 거의 전액이 인출된 점을 합리적으로 설명하기 어려운 점 등으로 볼 때 피고인들간에 이익을 분배 하였음을 인정할 증거가 없음.

130) 시세조종을 판단함에 있어 기간의 장단은 하나의 기준이 될 수는 있지만 절대적인 기준은 아니며, 시세조종 기간이 하루에 불과하다더라도 시세조종은 성립(대법원 2004. 10. 28. 선고 2002도3131 판결, 대법원 2005. 4. 15. 선고 2005도632 판결 등)

5. 포괄일죄

(의의) 시세조종의 보호법익은 유가증권 거래의 공정성 및 유통의 원활성 확보라는 사회적 법익으로, 단일하고 계속된 범의 하에 일정기간 계속하여 행한 경우 포괄일죄 성립

(1) 여러 유형을 반복한 경우

가. 서울지방법원 2002. 10. 16. 선고 2002노5285 판결¹³¹⁾

- 동일 죄명에 해당하는 수개의 행위를 단일하고 계속된 범의 하에 일정기간 계속하여 행하고 그 피해법익도 동일한 경우에는 이들 각 행위를 통틀어 **포괄일죄**로 처단하여야 할 것인바, 주식을 대량으로 매집하여 그 시세를 조종하려는 목적으로 여러 차례에 걸쳐 증권거래법 제188조의4 제1항 제1호, 제2호의 통정매매행위, 제2항 제1호 전단의 허위매수주문행위, 같은 호 후단의 고가매수주문행위 등의 불공정거래 행위를 반복한 경우, 이는 시세조종 등 불공정거래의 금지를 규정하고 있는 증권거래법 제188조의4에 해당하는 수개의 행위를 단일하고 계속된 범의 하에서 일정기간 계속하여 반복한 범행이라 할 것이고, 이 범죄의 보호법익은 유가증권시장 또는 협회중개시장에서의 유가증권 거래의 공정성 및 유통의 원활성 확보라는 사회적 법익이고 각각의 유가증권 소유자나 발행자 등 개개인의 재산적 법익은 직접적인 보호법익이 아닌 점에 비추어 위 각 범행의 피해법익의 동일성도 인정되므로, 위 각 행위는 모두 포괄하여 증권거래법 제207조의2 제2호, 제188조의4 소정의 불공정거래행위금지 위반의 **일죄가 성립**된다. 이와 다른 견해에서 이 사건 각 범행의 관계를 실체적 경합범으로 판단한 원심의 조치에는 증권거래법 제188조의4 소정 불공정거래행위의 죄수에 대한 법리오해의 위법이 있다고 할 것이고, 이를 지적하는 피고인의 이 부분 항소논지는 이유 있다고 판시.

131) 대법원 2002. 7.22. 선고 2002도1696 판결, 대법원 2002. 7. 26. 선고 2002도1855 판결도 동일

나. 대법원 2009. 4. 9. 선고 2009도675 판결

- 주식시세조종의 목적으로 허위매수주문행위, 고가매수주문행위 및 통정매매행위 등을 반복한 경우, 이는 시세조종 등 불공정거래의 금지를 규정하고 있는 구 증권거래법(2007. 8. 3. 법률 제8635호 자본시장과 금융투자업에 관한 법률부칙제2조 제1호로 폐지, 이하 ‘구 증권거래법’이라 한다) 제188조의4에 해당하는 수개의 행위를 단일하고 계속된 범의 아래 일정기간 계속하여 반복한 범행이라 할 것이고, 이 범죄의 보호법익은 유가증권시장 또는 협회중개시장에서의 유가증권 거래의 공정성 및 유통의 원활성 확보라는 사회적 법익이고 각각의 유가증권 소유자나 발행자 등 개개인의 재산적 법익은 직접적인 보호법익이 아닌 점에 비추어 위 각 범행의 피해법익의 동일성도 인정되므로, 구 증권거래법 제188조의4 소정의 불공정 거래행위금지 위반의 포괄일죄가 성립한다(대법원 2002. 7. 26. 선고 2002도1855 판결 등 참조)고 판시.

(2) 시차가 있는 경우

가. 서울지방법원 2002. 10. 30. 선고 2002노2509 판결¹³²⁾

- 증권거래법 제188조의4 각 항과 각 호에서 정하고 있는 불공정거래 행위에 해당하는 수 개의 행위를 단일하고 계속된 범의하에서 일정기간 계속하여 반복적으로 행하여 그 각 행위가 포괄하여 일죄를 이루는 경우, 그 시세조종 행위로 얻은 이익은 그 기간동안 행하여진 모든 거래를 통하여 산정을 하여야 할 것이고, 어느 기간 동안에 단일한 범의 하에서 시세조종 행위를 한 후 그와 다른 범의 하에서 별도의 시세조종 행위를 행하여 각 범행이 경합범의 관계에 있는 경우 시세조종 행위로 얻은 이익은 각 범행별로 따로 산정을 하여야 한다고 판시.

132) 원심은 피고인들이 공모하여 2000년 1월부터 5월까지 A사 주식 및 B사 주식의 시세를 변동시킬 목적으로 주식거래 행위(1차 시세조종)를 한 이후 5개월이 경과한 시점에 또 다시 B사 주식의 시세를 변동시킬 목적으로 주식거래(2차 시세조종)를 한 경우, 1차 시세조종행위인 A사 주식거래와 B사 주식거래는 포괄하여 일죄를 이루고, 1차 시세조종행위와 2차 시세조종행위는 경합범 관계에 있다고 판단, 대법원에서 확정

나. 대법원 2007. 3. 30. 선고 2007도877 판결

- 피고인 甲은 2000. 1. 17.경부터 2000. 8. 8.경까지 A약품에 관하여, 2000. 9. 22.경부터 2000. 10. 16.경까지 B화장품에 관하여, 2000. 10. 16.경부터 2000. 10. 26.경까지 C사료에 관하여, 2000. 12. 8.경부터 2001. 2. 21.경까지(실제 시세조종 주문은 2001. 1. 17.경까지 제출되었고, 피고인 甲은 법정에서 위 시세조종기간의 종기를 2000. 12. 하순으로 기억한다는 취지로 진술) A약품에 관하여, 2001. 2. 2.경부터 2001. 4. 24.경까지 D제약에 관하여, 2001. 4. 3.경부터 2001. 6. 28.경까지 E사에 관하여, 2001. 7. 2.경부터 2001. 10. 31.경까지 A약품에 관하여, 2002. 8. 1.경부터 2002. 11. 22.경까지 C사료에 관하여 각 주식을 시세조종 하였는바, 위 각 시세조종 당시 동원된 증권계좌들이 일부 중복되기는 하지만 상당 부분 상이할 뿐 아니라, 거의 모든 경우 한 종목에 대한 시세조종이 종료하고 매수주식을 전량 가까이 처분한 이후에 비로소 다른 종목의 시세조종에 착수하였으며, 특히 C사료 2차 시세조종은 이전 시세조종 범행이 끝난 지 9개월 정도(피고인 甲이 A약품 시세조종의 종기라고 주장하는 2001. 12. 12.로부터 계산하더라도 7개월 20일 정도)가 경과한 뒤에 시작되었다. 나아가 피고인 甲은 검찰에서 '전주들로부터 자금을 모을 때 수익금을 5대5로 분배하기로 구두약정을 하였는데, B화장품, C사료(1차), D제약에 대한 각 시세조종이 끝난 뒤 전주들로부터 각 이익금을 분배받았다'는 취지로 진술한 바 있다. 그렇다면 피고인 甲이 단일하고 계속된 범의 아래 위 각 종목에 대한 시세조종을 계속하여 반복하였다고 보기 어려워 위 각 시세조종 범행은 실체적 경합관계에 있다고 할 것이므로, 피고인 甲의 위 주장¹³³⁾은 이유 없다고 판시.

(3) 여러 종목 (대법원 2002. 6. 14. 선고 2002도1256 판결)

- 피고인은 자신이 주식을 매입한 다음 그 매입한 주식을 고가에 매도하여 차액에 따른 이익을 얻을 목적으로 단일하고 계속된 범의 하에 2000. 8. 1.경부터 2001.

133) 피고인 甲은 이 사건 각 시세조종 행위는 동일한 방법으로 연속하여 이루어지면서 동일한 사회적 법익을 침해한 것으로 전체적으로 포괄일죄에 있다고 주장

2. 1.경까지 사이에 실제 매수의사가 없는 대량의 허수매수주문을 내어 매수잔량을 증가시키거나 매수잔량의 변동을 심화시켜 일반투자자의 매수세를 유인하여 주가를 상승시킨 후 매수주식을 고가에 매도하고 허수매수주문을 취소하는 동일한 방법으로 합계 7,542회에 걸쳐 '168개 종목'에 관하여 시세조종행위를 하였음을 알 수 있는바, 이는 동일 죄명에 해당하는 수 개의 행위를 단일하고 계속된 범의하에서 일정기간 계속하여 반복한 범행이라 할 것이고, 이 사건 범죄의 보호법익은 유가증권시장 또는 협회중개시장에서의 유가증권 거래의 공정성 및 유통의 원활성 확보라는 사회적 법익이고 각각의 유가증권 소유자나 발행자 등 개개인의 재산적 법익은 직접적인 보호법익이 아닌 점에 비추어 위 각 범행의 피해법익의 동일성도 인정되므로, 원심이 이 사건 각 범죄사실을 모두 포괄하여 법 제207조의2 제2호, 제188조의4 제2항 제1호 소정의 시세조종행위금지위반죄의 일죄가 성립한다고 판단한 조치는 정당하다고 수긍한 사례.

(4) 공모관계가 상이한 경우에도 포괄일죄 인정한 사례

(서울고등법원 2014. 6. 19. 선고 2012노4058·2014노841(병합) 판결)

- 원심은, 피고인들의 ○ 주식 시세조종 범행과 관련하여, 피고인들이 AE와 공모하여 2009. 2. 5.부터 2009. 3. 26.까지 행한 통정매매로 인한 시세조종행위(원심 판시 범죄사실 중 2011고합520호의 제1항)와 피고인들이 AE과의 공모 없이 2009. 2. 5.부터 2009. 4. 3.까지 행한 통정·가장매매, 고가매수주문, 사·종가관여주문, 허수매수주문에 의한 시세조종행위(원심 판시 범죄사실 중 2011고합520호의 제2항)가 별도의 죄를 이룬다고 판단하였다.
- 그러나 기록에 나타나는 다음의 사정, 즉 ① 위 두 시세조종행위의 기간이 대부분 중복되고 그 대상 주식이 동일한 점, ② 피고인 A은 미지급된 N 주식대금 35억 원을 보전해달라는 AE의 부탁에 따라 ○ 주식을 받고, 그와 같이 인수한 ○ 주식을 높은 가격에 처분하고자 시세조종행위를 하였다고 진술하는바 위 두 시세조종행위의 범행동기는 서로 밀접하게 관련되어 있고 명확히 구별되지 아니하는 점, ③ 피고인 A은 처음 AE로부터 주식인수를 부탁받을 무렵부터 피고인 B에게 시세조종계획을

설명하고 그에 필요한 증권계좌 및 자금의 모집을 부탁하였고, 피고인 B는 이에 응한 점 등에 비추어 보면, 피고인들은 O 주식의 매매에 관하여 단일하고 계속된 범의를 가지고 시세조종행위를 하였다고 인정되므로, 피고인들의 입장에서 이 부분 시세조종행위는 AE과의 공모 여부와 관계 없이 포괄하여 일죄가 성립한다고 봄이 타당하다.

(5) 제1차부터 제3차까지 시세조종이 시기별로 구분되는 경우에도 단일하고 계속된 범의에 의한 경우 포괄일죄 인정한 사례

- 동일 죄명에 해당하는 수 개의 행위를 단일하고 계속된 범의 하에 일정기간 계속하여 행하고 그 피해법익도 동일한 경우에는 이들 각 행위를 모두 포괄하여 일죄로 처단하여야 할 것이다(대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도8109 판결 등 참조). 이 사건의 경우 제1차 시세조종(2010. 3. 23.)은 피고인 혼자 반복적인 고가매수 및 물량소진 주문을 다수 제출하여 시세급등을 야기한 후 보유물량 대부분을 매도하는 태양을 보였고, 제2차 시세조종(2010. 4. 13.부터 2010. 4. 21.까지)은 고가매수 및 물량소진 주문과 함께 허수매수 및 가장·통정매매를 활용하는 태양을 보였으며, 제3차 시세조종(2010. 5. 26.부터 2010. 6. 15.까지)은 원심 공동피고인 B과 공모하여 고가매수주문, 가장·통정매매, 허수매수 주문 및 상한가 물량쌓기 등의 방법으로 주가를 반등시킨 후 보유물량을 매도하는 태양을 보여 각 시기별로 시세조종단계와 이익실현단계의 주기로 구분할 수 있기는 하다. 한편 검사의 기소에 의하여 위와 같이 구획된 기간별 위 특징에도 불구하고, 이 사건 시세조종행위는 모두 단일한 D 주식에 대한 일련의 시세조종의 목적으로 근접한 시기에 계속하여 고가매수주문행위 및 가장·통정매매 등이 계속 반복된 것으로서 유가증권 거래의 공정성 및 유통의 원활성 확보라는 동일한 사회적 법익을 침해하는 것으로 보아야 할 것이므로 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제176조 소정의 시세조종행위 등의 금지 위반의 포괄일죄가 성립한다. (서울고등법원 2014. 10. 10. 선고 2014노2613 판결¹³⁴⁾)

134) 대법원 2015. 1. 30. 선고 2014도14072 판결로 확정

6. 공소사실 특정

(1) 공소사실 특정 정도 (서울고등법원 2015. 1. 15. 선고 2014노2593¹³⁵⁾)

- 공소사실의 특정방법을 정한 형사소송법 제254조 제4항에서 말하는 범죄의 ‘시일’은 이중기소나 시효에 저촉되지 않는 정도의 기재를 요하고 ‘장소’는 토지관할을 가늠할 수 있는 정도의 기재를 필요로 하며 ‘방법’은 범죄의 구성요건을 밝히는 정도의 기재를 요한다. 이와 같이 공소사실을 세 가지 특정요소를 갖출 것을 요구하고 있는 법의 취지는 결국 피고인의 방어권의 범위를 한정시켜 방어권을 쉽게 해주게 하기 위한다. 따라서 공소사실은 위 세 가지의 특정요소를 종합하여 범죄구성요건에 해당하는 구체적 사실을 다른 사실과 판별할 수 있는 정도로 기재하여야 한다(대법원 2005.7.29. 선고 2005도2003 판결 참조).
- 이러한 법리를 기록에 비추어 살펴본다. 이 부분 공소사실 중 2010. 4. 19. 해당 부분은 “피고인들은 공모하여, 2010. 4. 19.경 서울 용산구 N 소재 주식회사 M에서, 위 회사의 주식담당 대리인 C으로부터 ‘1분기 영업이익이 120억 이상 130억도 넘는다는 미공개정보를 수령하였다’는 것이다. 이는 범행의 주체뿐만 아니라 일시, 장소, 방법 등이 모두 구체적으로 기재되어 있어 다른 범죄사실과의 구별이 가능하고, 이로 인하여 피고인의 방어권 행사에 지장을 초래하였다고 볼 수도 없다. 따라서 공소사실은 특정되어 있으므로, 피고인들의 위 주장¹³⁶⁾은 이유 없다고 판시

(2) 공소사실이 특정되었다고 본 사례 (서울중앙지방법원 2014. 2. 20. 2012고합725¹³⁷⁾)

- 피고인들이 “이 사건 공소사실 본문에는 ‘피고인들이 정규시장에서 인위적으로 상한가를 형성시키고, 상한가가 형성된 이후에도 계속 추가 매수주문을 내어 상한가를

135) 피고인의 상고취하로 확정됨

136) 이 사건에서 피고인들은 “공소사실 중 2010. 4. 19. 및 2010. 4. 25. 해당 부분의 경우 피고인들 중 누가, 언제, 어디서, 어떠한 방법으로 C으로부터 미공개중요정보를 수령하였는지 구체적으로 특정되지 않았다. 그럼에도 이를 밝히지 않고 이 부분 공소사실을 인정한 원심의 판단은 잘못이다”라고 주장하였음

137) 항소심(2014노800)에서는 공소사실 특정 여부가 쟁점화 되지 않았으며 피고인의 상고포기로 확정됨

유지시킨 다음, 시간 외 시장에서도 계속 추가 매수주문을 내어 다음날의 시가가 그날 종가보다 높게 형성되도록 한 후, 전날 매수한 주식을 전량 매도하여 수익을 올리는 수법으로 시세조종을 하였다'는 취지로 기재되어 있으나, 피고인들이 거래한 날 중에는 주가가 상한가로 형성되지 않은 날도 있고, 시가 형성을 위한 단일가 시장에서 주문을 하지 않은 날도 있으므로, 공소사실이 특정되지 아니한 것이라고 주장한 사안에서

- 이 사건 공소사실이 특정되지 않은 것인지 살피건대, ① 뒤에서 보는 바와 같이 피고인들의 행위가 유죄로 인정되는 경우 이는 포괄일죄에 해당하고, 피고인들의 행위가 구 자본시장법이 금지하는 시세조종행위에 해당하는지 여부를 판단하기 위해서는 피고인들의 일련의 거래행위를 전체적으로 살펴보아야 할 필요가 있는 점, ② 더욱이 검사는 이 사건 공소제기의 대상이 된 피고인들의 매수주문을 시기와 종기를 정하여 별지 범죄일람표에서 개별적·구체적으로 특정하여 제시하고 있으므로, 피고인들이 방어권을 행사하는 데에 지장을 초래하는 것도 아니라고 보이는 점 (실제로 변호인들은 검사가 문제로 삼고 있는 거래들을 거래일별로 분석하여 변론하고 있다), ③ 또한, 이 사건에서 검사가 의율한 구 자본시장법 제176조 제2항 제1호 위반죄의 구성요건은 어디까지나 '매매를 유인할 목적으로 유가증권의 매매 거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 그 시세를 변동시키는 매매 거래를 하는 것'이고, 이러한 시세조종행위의 구성요건이 불확정적 법률개념으로 이루어져 있는 이상, 검사가 공소장 본문에 기재한 '㉠ 상한가 형성, ㉡ 상한가 상황에서의 매수세 부풀리기, ㉢ 시간 외 시장에서의 매수세 부풀리기, ㉣ 시가 형성에의 관여 및 매매차익 실현'은 피고인들의 행위가 시세조종행위에 해당한다고 주장하면서 피고인들의 매매 태양을 대표적으로 예시한 것에 불과하다고 해석하는 것이 타당한 점 등을 종합하면, 이 사건 공소사실은 충분히 특정되었다고 볼 것이다. 라고 판시한 사례.



제 3 장

부정거래 사례

제1절 적용범위

제2절 부정한 수단, 계획, 기교 사용

제3절 부실표시의 사용행위

제4절 품문의 유포, 위계, 폭행 또는 협박



<부정거래 개요>*

1. 규정의 취지

- 미공개정보이용, 시세조종 등 특정된 금지대상 외의 모든 사기행위를 금지하여 규제공백을 방지할 수 있도록 포괄적 사기금지조항 도입[자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 '자본시장법')제178조]
- 행위주체를 특정하지 않고, 행위대상을 증권에 한정하지 않으며, 행위장소는 장내와 장외를 구별하지 않고, 행위요소는 유형적이든 무형적이든 모두 고려

2. 구체적 행위유형

(1) 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위(가장 포괄적 일반조항)

- 제176조(시세조종)와 제178조 제1항 1호는 법조경합관계(특별관계)에 있으므로, 제176조 위반죄에 해당하는 이상 제178조 제1항 1호 위반죄는 성립하지 않음
- 부정한 수단, 계획 또는 기교란 사회통념상 부정하다고 인정되는 일체의 수단, 계획 또는 기교를 의미

(2) 부실표시의 사용행위

- 중요사항에 관하여 거짓기재 또는 표시를 하거나 타인의 오해를 유발시키지 않기 위해 필요한 중요사항의 기재 또는 표시가 누락된 문서, 그 밖의 기재 또는 표시를 사용하여 금전, 그 밖의 재산상 이익을 얻고자 하는 행위
- 규제대상 상품, 거래장소에 제한이 없고, 매매유인의 목적 요건을 필요로 하지 않는 점에서 시세조종(제176조 제2항 3호)보다 광범위
- 반드시 문서의 이용을 요하지 않고, 강연회, TV, 라디오를 통한 경우도 포함
- 중요한 사항에 대해 부실표시를 한 것으로 성립하고, 실제로 타인의 오해를 유발하거나 금전 기타 재산상 이익을 얻을 것을 요하지 않음

(3) 유인 목적 거짓시세 이용행위

- 규제대상 상품, 거래장소에 제한이 없는 점에서 시세조종(제176조 제2항)보다 광범위

(4) 풍문유포, 위계의 사용, 폭행, 협박

- 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래 목적 또는 시세 변동 목적
- 불특정다수인에게 전파될 것을 인식하면서 특정인(기자 등)에게 전파하는 것도 유포에 포함

* 한국증권법학회, “자본시장법(주석서 I)”, 953~960면, 한국사법행정학회, “주식 금융법(III)”, 499~513면을 참고하여 요약 정리한 내용임.

제3장 부정거래 사례

제1절 적용범위¹³⁸⁾

1. 유가증권의 범위

(1) 비상장주식 (대법원 2006. 4. 14. 선고 2003도6759 판결)

- 증권거래법(2004. 1. 29. 법률 제7114호로 개정되기 전의 것) 제188조의4 제4항은 같은 조 제1항 내지 제3항에 대한 일반규정으로서 ‘유가증권의 매매 기타 거래’와 관련하여 소정의 불공정행위를 포괄적으로 금지하고 있을 뿐, 같은 조 제1항 내지 제3항과 같이 거래객체를 ‘상장유가증권 또는 협회중개시장에 등록된 유가증권’으로 한정하거나 거래장소를 ‘유가증권시장 또는 협회중개시장’으로 제한하고 있지 않으므로, 위 조항은 상장유가증권 또는 협회중개시장에 등록된 유가증권은 물론 같은 법 제2조 제1항 각 호와 제2항이 정의한 유가증권에 포함되는 모든 유가증권의 매매 기타

138) **자본시장법 제178조(부정거래행위 등의 금지)** ① 누구든지 금융투자상품의 매매(증권의 경우 모집·사모·매출을 포함한다. 이하 이 조 및 제179조에서 같다), 그 밖의 거래와 관련하여 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하여서는 아니 된다.

1. 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위
 2. 중요사항에 관하여 거짓의 기재 또는 표시를 하거나 타인에게 오해를 유발시키지 아니 하기 위하여 필요한 중요사항의 기재 또는 표시가 누락된 문서, 그 밖의 기재 또는 표시를 사용하여 금전, 그 밖의 재산상의 이익을 얻고자 하는 행위
 3. 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 유인할 목적으로 거짓의 시세를 사용하는 행위
- ② 누구든지 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 할 목적이나 그 시세를 변동할 목적으로 풍문의 유포, 위계(僞計)의 사용, 폭행 또는 협박을 하여서는 아니 된다.

구 증권거래법 제188조의4(시세조종등 불공정거래의 금지) ④ 누구든지 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 다음 각호의 1에 해당하는 행위를 하지 못한다.

1. 부당한 이득을 얻기 위하여 고의로 허위의 시세 또는 허위의 사실 기타 풍설을 유포 하거나 위계를 쓰는 행위
2. 중요한 사항에 관하여 허위의 표시를 하거나 필요한 사실의 표시가 누락된 문서를 이용하여 타인에게 오해를 유발하게 함으로써 금전 기타 재산상의 이익을 얻고자 하는 행위

거래에 적용되며, 유가증권시장 또는 협회중개시장에서의 거래는 물론 장외시장에서의 직접·대면거래¹³⁹⁾에 대하여도 마찬가지로 적용된다고 봄이 상당하다고 판시한 사례.

(2) 제3시장 거래주식 (서울지방법원 2003. 1. 8. 선고 2002고단11557 판결)

- 증권회사 투자상담사로 근무하던 피고인 甲은 직원용 컴퓨터와 그에 저장된 관리 계좌들의 계좌번호와 아이디, 비밀번호가 기록된 파일을 보관하고 있음을 기화로 자신의 계좌에 보유하고 있던 제3시장 거래주식을 고가에 매매하기 위하여, 2002. 3. 20. 09:24경 자신의 주거지에서 인터넷을 통해 자신의 증권계좌에 있던 제3시장 종목들로서 각 거래시가 1,000원 미만인 A사의 주식 2주를 9,999,000원, 9,990,000원에, B사 주식 4주를 각 9,999,000원, 9,990,000원, 9,900,000원, 9,000,000원에 매도주문을 낸 다음에 자신이 관리하던 乙의 아이디와 비밀번호로 다시 위 거래 시스템에 접속하여 乙명의의 계좌로 위 각 매도주문이 상응하는 매수 주문을 내어 위 각 가액으로 매매계약이 체결되도록 하여 유가증권의 매매와 관련하여 부당한 이득을 얻기 위하여 위계를 사용한 사례.

139) 다른 사건(서울지방법원 2002. 10. 15. 선고 2002고단6347 판결)에서 피고인 甲이 2000. 5. 하순경 乙에게 비상장회사인 A사에서 유상증자하는 주식의 1주당 가격이 30,000원임에도 1주당 40,000원이라고 거짓말하고, 2001. 5. 중순경 丙으로부터 A사 주식을 매수할 수 있게 도와달라는 부탁을 받고 A사 주식을 소유하고 있던 A사 대표이사 丁이 A사 주식을 1주당 28,000원에 30,000주를 매도하겠다고 하였음에도 불구하고 이를 숨기고 丙에게 위 주식을 1주당 35,000원에 30,000주 매도하겠다고 하였다고 거짓말한 부분에 대하여, 증권거래법 제188조의4 제4항 제1호는 그 규정의 위치나 유포등의 단어의 의미, 사기죄의 법정형과의 비교 등을 종합하여 볼 때 다중을 대상으로 주식에 대하여 일반적으로 적정하다고 보여지는 가격에 대하여 오해를 가지게끔 하는 행위를 금지하는 취지로 보아야 할 것이고 위와 같이 주식에 대한 일반적으로 적정한 가격에 관하여 오해를 가지게끔 한 것이 아니고 적정가격과는 전혀 무관하게 어느 특정인이 제시하는 주식매도가격만을 허위로 알린 경우라거나 결정된 주식가격을 허위로 알렸다 하더라도 특정한 개인에게만 이를 허위로 알린 경우에까지 위 법조를 적용할 것은 아니므로 무죄에 해당하나 이와 상상적 경합 관계에 있는 사기죄를 유죄로 인정.

(3) 전환사채 (서울지방법원 2000. 2. 11. 선고 99고단13171 판결)

- 피고인 甲은 1998. 3. A사와 홍콩소재 B사간에 A사가 미화3천만불을 해외에서 조달하는 내용의 계약을 체결하는 과정에서 甲이 financial engineer인 것처럼 행세하는 바람에 A사 관계자들이 甲을 자금주선 능력을 갖춘 전문가로 오인하게 되었고, 한편 A사는 과도한 시설투자와 매출부진으로 1998. 8. 법원에 화의절차개시신청을 하게 된 상황이어서 해외자금 조달이 향후 회사의 회생을 좌우하는 결정적인 요인으로 작용하게 되어 甲에게 해외자금 조달을 의뢰하게 되자 1998. 10.경 역외펀드 C를 미화 6,000불에 인수하여 대표이사로 등록하여 자금주선 능력을 갖춘 전문가로 외형을 갖춘 후 사실은 A사의 전환사채를 인수하거나 해외인수자를 모색할 능력도 없어 전환사채가 정상적으로 발행될 가능성이 없게 되자 C의 대표이사 자격으로 A사와 전환사채 인수계약을 체결하여 마치 A사가 정상적으로 전환사채를 발행하고 홍콩의 내실있는 회사가 위 전환사채를 인수한 것처럼 가장한 후 이를 이용하여 국내투자자들을 기망하기로 마음먹고,
- 1998. 11. 27. A사가 1998. 12. 17.까지 1,200만불 상당의 전환사채를 발행하고 C에서 이를 인수한다는 내용의 전환사채 인수계약을 체결하고, 12. 1. 협회중개 시장을 통하여 1,200만불의 해외전환사채를 인수한다는 사실, 그리고 같은 해 12. 17. 전환사채 발행이 12.말까지 연기될 예정이라는 사실 등 마치 실제로 C가 A사에서 발행하는 해외전환사채를 인수할 것처럼 일반투자자에게 허위공시되도록 하는 한편, 11. 하순경부터 乙에게 위 전환사채인수계약서, 사업자등록증 등을 보여 주면서 C는 미국의 유명회사가 지분 99%를 소유하고 있는 회사라는 등 마치 C가 대단한 회사인 듯 속여 C가 인수한 A사 발행 전환사채를 매수하는 형식으로 자금을 투자할 사람을 모색해 달라고 부탁하여, 乙을 통하여 소개받은 丙등 6인에게 일주일내에 A사에서 전환사채를 발행하고 C에서 인수할 것이니 이를 담보로 자금을 투자하라고 거짓말하여 이에 속은 6인과 **전환사채 매입계약**을 체결하고 대금 명목으로 49억원을 교부받아 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 부당한 이득을 얻기 위하여 고의로 허위의 사실을 유포하거나 위계를 사용한 사례.

(4) 장외주식 (서울지방법원 2002. 7. 3. 선고 2002노4911 판결)

- 피고인 甲은 B사 이사로 재직하는 자이고, 피고인 乙은 증권회사에 재직하다 퇴직한 자이며, 피고인 丙은 A사 재무담당이사로 재직하는 자인 바, 피고인 甲은 C신용협동조합 이사장인 피해자 戊로부터 동인이 그 동안 위 신탁자금을 부당대출하여 주식투자를 하였으나 주가 폭락으로 약 100억원 상당의 손실이 발생하게 되었는데 이를 만회할만한 장외주식을 구해줄 수 없겠느냐는 부탁을 받고, 당시 신문과 방송 등을 통하여 신기술개발 업체로 알려진 A사 주식을 구하여 주겠다고 약속한 후 위 주식매매 알선을 기회로 위 戊에게 매매가격을 속여 그 차액을 편취하기로 마음먹고, 피고인 乙은 피고인 甲으로부터 위 A사 주식 3만주를 구하여 달라는 부탁을 받게되자 위 주식매매 알선을 기회로 甲에게 매매가격을 속여 그 차액을 편취하기로 마음먹은 후, 누구든지 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 부당한 이득을 얻기 위하여 고의로 허위의 시세 또는 허위의 사실, 기타 풍설을 유포하거나 위계를 쓰는 행위를 하여서는 아니됨에도 불구하고,
- 피고인 甲은 2001. 8. 8.경 과주시 소재 C신용협동조합 사무실에서 戊로부터 A사 주식 3만주를 매입하여 달라는 부탁을 받고 사실은 乙을 통하여 丁의 A사 주식을 1주당 70,000원에 3만주를 매입하기로 약정하였음에도 불구하고 이를 숨기고 위 戊에게 위 주식을 1주당 77,000원에 3만주를 매입하는 것으로 丁과 약정되었다고 허위의 시세를 말하며 위 A사 주식이 며칠 사이에 가격이 오르고 있으니 바로 매입하라고 거짓말하여 이에 속은 위 戊로부터 그 매입대금 명목으로 23억 1,000만원을 피고인 명의 농협 계좌로 입금받아 그중 21억원을 乙의 D은행 계좌로 송금한 후 나머지 2억 1,000만원(7,000원×3만주)을 편취하고,
- 피고인 乙은 甲으로부터 A사 주식 3만주를 매입하여 달라는 부탁을 받고 사실은 丁의 주식을 1주당 61,000원에 매입하기로 丁과 약정하였음에도 이를 숨기고 甲에게 어렵게 丁을 설득하여 위 주식을 1주당 70,000원에 3만주를 매입하는 것으로 약정되었다고 거짓말하여 허위의 시세를 말하여 이에 속은 甲으로부터 그 매입대금

명목으로 피해자 戊 소유의 21억원을 乙명의 D은행 계좌로 입금받아 그중 18억 3,000만원을 위 丁에게 주식 3만주의 대금으로 송금한 후 나머지 2억 7,000만원 (9,000원×3만주)을 편취한 사례¹⁴⁰⁾.

2. 매매 기타 거래의 유형

(1) 합병계약 (서울중앙지방법원 2008. 2. 1. 선고 2007고합71, 2006고합1272(병합))¹⁴¹⁾

- 증권거래법 제188조의4 제4항 제1호를 위반하였다고 하려면 허위사실 유포 기타 위계를 사용하는 행위가 '유가증권의 매매 기타 거래'와 관련한 것이어야 하는 바 **흡수합병**은 관념적으로 소멸회사의 인격의 형식을 벗기고 인격의 실체를 계승하는 것이라고 할 수 있으나 그 경제적 실질은 존속회사가 소멸회사의 자산을 이전받고 그 대가로 소멸회사의 주주들에게 존속회사의 신주를 발행하는 것이므로 **합병계약 또한 위 규정이 정한 '유가증권의 거래'에 포함된다고 판시한 사례.**

(2) 신주인수권부사채 발행

(서울중앙지방법원 2004. 4. 9. 선고 2004고합267 판결)¹⁴²⁾

- 피고인 甲은 A사 대표이사이고, 피고인 乙은 부사장인바 공모하여, 2002. 8. 13. A사에서 신주인수권부사채를 발행하면서 사실은 前 대표이사 丙이 2002. 2. 28. 부터 신주인수권부사채를 발행하는 시기까지 약 60억원 이상의 회사자금을 횡령 함으로써 2001. 12. 31. 기준 회사 자본금 이상의 손실을 A사에 입힌 사실을 알고 있었음에도 불구하고, 투자자들의 투자에 관한 의사결정에 영향을 미치기 위하여 작성한 사채발행설명서에 A사의 2001. 12. 31. 기준 재무제표를 제시하고 그 때 부터 이 사건 신주인수권부사채를 발행하는 시기까지 위 회사의 재무상태에는

140) 증권거래법위반죄와 사기죄의 상상적 경합 인정

141) 대법원 2011. 3. 10. 선고 2008도6335 판결로 확정

142) 대법원 2004. 12. 10. 선고 2004도4429 판결로 확정

투자자에게 불리한 중대한 변경이 없음을 확인하는 방법으로 피해자 丁으로부터 같은 달 16.경 이 사건 신주인수권부사채의 매수대금 명목으로 미화 200만달러(한화 2,356,600,000원)를 B투자증권 주식회사를 통하여 교부받아 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 중요한 사항에 관하여 허위의 표시를 하거나 필요한 사실의 표시가 누락된 문서를 이용하여 타인에게 오해를 유발하게 함으로써 위 금액 상당의 재산상 이익을 얻고자 한 사례.

(3) 매매거래의 실행성

(서울중앙지방법원 2008. 2. 1. 선고 2007고합71, 2006고합1272(병합))¹⁴³⁾

- 사기적 부정거래(허위의 감사정보 유포)로 인하여 A카드의 주가가 하락한 결과 합병 비율이 B은행에 유리하게 되어 즉 A카드의 주주들에 대하여 상대적으로 더 적은 수의 합병신주를 발행하게 되어 B은행의 최대주주이던 자는 B은행에 대한 지분율이 상대적으로 덜 희석되는 재산상 이익을 얻었다고 할 것(사기적 부정거래 행위이후 B은행에 대한 아무런 매매거래를 하지 않았을지라도 유가증권의 거래에 해당하는 B은행과 A카드 사이의 흡수합병계약과 관련하여 지분희석방지라는 이익을 얻었고, 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액에는 실현이익 뿐 아니라 미실현이익, 즉 평가이익도 포함)이라고 판시한 사례.

143) 대법원 2011. 3. 10. 선고 2008도6335판결로 확정

제2절 부정한 수단, 계획, 기교 사용

1. 개념

(1) ‘부정한 수단, 계획, 기교’의 의미

(대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도8109 판결¹⁴⁴⁾)

(의의) ‘부정한 수단, 계획 또는 기교’란 사회통념상 부정하다고 인정되는 일체의 수단, 계획 또는 기교를 의미하고 반드시 ‘기망’을 요하지 않음

- 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제178조 제1항 제1호는 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래와 관련하여 ‘부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위’를 금지하고 있는데, 여기서 ‘부정한 수단, 계획 또는 기교’란 사회통념상 부정하다고 인정되는 일체의 수단, 계획 또는 기교를 말한다.

(2) 규정취지 (서울고법 2011. 6. 9. 선고 2010노3160 판결)

(의의) 자본시장법 제178조 제1항 제1호는 문언의 포괄성 및 추상성으로 인하여 죄형법정주의와 최대한 조화를 이룰 수 있도록 그 적용에 신중을 기하여야 함

- 자본시장법 제178조 제1항 제1호는 거래구조의 변화나 시장의 환경변화에 따라 다양하고 새로운 유형의 부정거래행위가 발생할 수 있는 개연성이 높은 반면 모든

144) 동 판결의 1심인 서울중앙지방법원 2010. 10. 29. 선고 2010고합305·412(병합) 판결에서는 “자본시장법 제178조 제1항 제1호는 ‘누구든지 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래와 관련하여 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위를 하여서는 아니 된다.’라고 규정하고 있는바, 여기서 ‘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 것으로 같은 법 제176조 및 제178조가 정하고 있는 나머지 행위들을 포괄하는 개념으로 보아야 한다.”고 판시하여 기망을 요구하였음

부정거래행위 유형을 사전에 일일이 열거하여 규제하는 것은 입법기술상 한계가 있는 점을 고려하여 자본시장법 제정과 함께 신설된 조항이다. 그런데 위와 같은 입법취지를 감안하더라도 자본시장법 제178조 제1항 제1호는 그 문언 자체가 지나치게 포괄적·추상적이어서 자칫 형사법의 대위칙인 죄형법정주의와 충돌할 우려가 있다.

- 따라서 자본시장법 제178조 제1항 제1호를 적용함에 있어서는, 자본시장에서의 금융혁신과 공정한 경쟁을 촉진하고 투자자를 보호하며 금융투자업을 건전하게 육성함으로써 자본시장의 공정성·신뢰성 및 효율성을 높여 국민경제의 발전에 이바지한다는 자본시장법의 목적(자본시장법 제1조)에 유념하면서, 같은 항 제2호, 제3호 및 같은 조 제2항을 통하여 보다 구체화된 부정거래행위의 내용, 그 밖에 당해 행위의 불법성 정도가 다른 규정을 통하여 처벌하더라도 자본시장법의 목적 달성에 지장을 초래하지 않는지 등을 종합적으로 고려하여 죄형법정주의와 최대한 조화를 이룰 수 있도록 신중을 기함이 옳다.

(3) 타 규정과의 관계

가. 서울고등법원 2011. 6. 9. 선고 2010노3160 판결(시세조종과의 관계)¹⁴⁵⁾

(의의) 자본시장법 제176조에 열거된 시세조종행위와 제178조 제1항 제1호 위반행위는 특별-일반의 법조경합관계(특별관계)에 있음

- 자본시장법 제178조 제1항 제1호는 1개의 행위가 외관상 수개의 죄의 구성요건에 해당하는 것처럼 보이나 실질적으로 일죄만을 구성하는 경우에는 법조경합에 해당하고, 실질적으로 일죄인가 또는 수죄인가는 구성요건적 평가와 보호법익의 측면에서 고찰하여 판단하여야 한다(대법원 2004. 1. 15. 선고 2001도1429 판결 등 참조).

145) 대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도8109 판결로 확정

- 그런데 ① 자본시장법 제178조 제1항 제1호는 제176조에 열거된 시세조종행위와는 다르게 규제대상이 금융투자상품이므로 상장증권이나 장내파생상품으로 제한되지 않고, 거래 장소도 거래소 시장으로 제한되지 않으며, 매매 이외의 다양한 유형의 거래까지 규제대상으로 하고 있는 점, ② 위 각 죄의 보호법익은 모두 주식 등 거래의 공정성 및 유통의 원활성 확보라는 사회적 법익인 점 등을 고려하면 위 각 죄는 법조경합관계(특별관계)에 있다고 봄이 옳다.
- 따라서 어떠한 행위가 자본시장법 제176조 제2항 제1호에서 규제하는 현실거래에 의한 시세조종행위에 해당한 이상 이로 인한 자본시장법위반죄만 성립할 뿐이고, 이와 별도로 자본시장법 제178조 제1항 제1호에서 규제하는 부정거래행위로 인한 자본시장법위반죄가 성립하지는 않는다고 판시한 사례.

나. 대법원 2011. 7. 14. 선고 2011도3180 판결(‘위계’와의 관계)¹⁴⁶⁾¹⁴⁷⁾

(의의) 자본시장법 제178조 제1항 제1호의 부정한 수단과 제2항의 위계가 동시에 성립하는 사안도 다수 있음

□ 사실관계

- 피고인 甲은 주식의 시세를 인위적으로 조종하여 주가를 상승시키기로 계획하고, 그 계획의 일환으로 2008. 7. 중순경 해외법인 명의 계좌를 보유하고 있는 乙에게 K사 등의 주식을 매수하여 주면 주가의 등락에 관계없이 원금(주식매수자금)에 일정액의 이자를 가산한 돈을 대출원리금 명목으로 지급하겠다고 제의하였다. 그에

146) 자본시장법 제178조 제1항 제1호의 ‘부정한 수단, 계획, 기교’는 제178조 제2항의 ‘위계’의 경우와 달리 “금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 할 목적”, “기망” 등을 요건으로 하지 않는다는 점에서 보다 포괄적이다.

147) 대법원 2011도8109 판결도, 피고인이 甲과의 사이에 투자수익보장약정을 체결하고 甲으로 하여금 외국법인인 P사 명의로 A사의 유상증자에 참여하도록 한 행위가 자본시장법 제178조 제1항 제1호 위반죄 및 제178조 제2항 위반죄에 해당한다고 판단한 원심을 그대로 인정

따라 피고인 甲과 乙은, 주로 그 관시 해외법인 명의 계좌를 이용하여 코스닥시장 내에서 K사 등의 주식을 매수함으로써 정상적인 해외투자를 가장하는 사기적 부정 거래를 하고 시세조종을 하는 방법으로 주가상승을 유도한 다음 일정기간을 단위로 그 주식의 처분으로 인한 손익을 정산하기로 약정하였다.

- 피고인 甲과 乙은 위 약정 등을 통해 공모한 바에 따라 위 해외법인들 명의로 되어 있는 국내 외국인투자 전용계좌 등을 이용하여 K사 등 주식을 대규모로 매수¹⁴⁸⁾ 하는 등의 방법으로 정상적인 외국인투자를 가장함과 동시에 시세조종행위를 하는 등 2008. 7. 24.부터 2009. 8. 17.까지의 기간 동안 지속적으로 K사 등 주식의 주가를 인위적으로 부양하는 범행을 하였다.

□ 판시내용

- 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 ‘자본시장법’이라 한다) 제178조 제1항은 금융투자상품의 매매 등 거래와 관련하여 ‘부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위’를, 같은 법 제178조 제2항은 매매 등 거래를 할 목적이나 시세의 변동을 도모할 목적으로 ‘위계를 사용하는 행위’를 금지하고 있다. 여기서 ‘위계’라 함은 거래 상대방이나 불특정 투자자를 기망하여 일정한 행위를 유인할 목적의 수단, 계획, 기교 등을 말한다(대법원 2008. 5. 15. 선고 2007도11145 판결, 대법원 2010. 12. 9. 선고 2009도6411 판결 등 참조).
- 원심은, 피고인 甲이 乙에게 주식매수자금을 요청한 동기, 그 자금제공과 관련한 피고인 甲과 乙 간의 약정의 내용, 그 약정에 기한 주식거래의 결과 등에 비추어 보면, 피고인 甲과 乙이 행한 주식거래의 실질은 K사가 계열사의 주식을 취득하거나

148) 2008. 7. 24. ~ 2009. 8. 17. 기간 중 80영업일간 P, M 등 외국인투자전용계좌로 A사 주식 7,731,031주를 매수하였고, 그 결과 동 기간 중 시장전체의 외국인 매매 중 매수기준 81.2%, 매도기준 67.7%가 P, M의 차명계좌를 통해 이루어지는 등 일반 투자자로 하여금 외국인투자자가 동사에 관심을 갖고 매매를 하는 것으로 오인케 하였으며, 이와같은 매수 결과는 OO투데이 등 유력경제지에 A사 등을 외국인 순매수 상위 종목에 계속해서 올려 놓았고, A사 등의 외국인 지분 상승이 증권관련 인터넷 사이트 ‘OO넷’ 등에서 일반투자자들의 관심 대상이 되었음

대주주가 주식을 취득한 것임에도, 주식 시장에서는 제3자의 자금이 정상적으로 투자·유입되었거나 외국인 자금이 투자·유입된 것과 같은 외관이 형성되어 인위적 주가관리가 가능하게 되었고, 이와 같은 거래는 주식거래 시장에서 투자자들로 하여금 잘못된 판단을 하게 함으로써 자본시장에서 공정한 경쟁을 해치고 선의의 투자자에게 손해를 전가하여 자본시장의 공정성, 신뢰성 및 효율성을 해치게 된다고 전제한 다음, 사인 간의 원리금보장약정에 의한 주식인수나 유상증자가 금지되지 않고 차명증권계좌를 이용한 주식거래가 허용된다고 하더라도 피고인과甲과의 약정에 의한 위와 같은 주식거래 행위는 자본시장법 제178조 제1항 제1호, 제2항에서 규정하고 있는 ‘금융투자상품의 매매와 관련하여 부정한 수단이나 기교를 사용하는 행위’ 및 ‘위계의 사용’에 해당된다고 판단하였는바, 이와 같은 판단은 정당한 것으로 수긍할 수 있고, 사기적 부정거래 등에 관한 법리를 오해하거나 논리와 경험칙에 위배하여 자유심증주의의 한계를 벗어난 위법이 없다고 판시한 사례.¹⁴⁹⁾

2. 구체적 사례

(1) 유상증자에 실질사주가 차명으로 참여 등

(서울고등법원 2011. 6. 9. 선고 2010노3160 판결)¹⁵⁰⁾

- A사의 대표이사이자 실질적인 사주인 피고인 甲은 2009. 1. 23.경 A사의 144억 원 상당의 제3자배정 유상증자를 성공시키고자, 乙로부터 10억 원을 차입하고 丙으로부터 30억원을 차입하여 차명으로 유상증자금을 납입하였고, 이와 별도로 丙에게는 A사의 당좌수표 및 현금담보를 제공하면서 원금보장 약정을 한 후 丙이 유상증자에 참여(30억원)한 사안에서,

149) 제1심에서는 “정상적으로 투자하는 외국인 등의 매수세가 꾸준히 유입되는 것으로 오인하게 하여 당해 주식의 매매거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하였을 뿐만 아니라, 투자 원리금 보장 약정 및 대여계약을 체결하여 대여금의 회수가 보장된 상태에서 외국인 투자 전용계좌를 이용하여 A사 등 주식을 장내에서 매수하였을 뿐임에도 마치 해외펀드가 정상적으로 투자위험을 감수하면서 주식을 매수한 듯한 외양을 갖추는 위계를 사용하였다”고 보다 구체적으로 실시.

150) 대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도8109 판결로 확정

- 법원은 ① 피고인 甲이 E사를 통하여 2008. 5. 23.경 A사를 인수한 후, 2008년 11월경부터 제3자 배정 유상증자를 추진하려 하였으나 성공하지 못했고, 2009. 1. 23.경 A사의 144억 원 상당의 제3자 배정 유상증자 결정을 공시할 무렵에는 유상증자 성공을 위하여 상피고인 丁, 戊 등을 통하여 A사 주식의 시세조종을 하는 등 A사 제3자 배정 유상증자의 성공을 지속적으로 추구하여 온 점, ② 피고인 甲은 상피고인 己를 통하여 상피고인 乙으로부터 10억 원을 차입하고, 상피고인 丙으로부터 30억 원을 차입하여 차명으로 유상증자금을 납입하고, 상피고인 丙이 투자하는 30억 원에 대하여는 A사의 당좌수표 및 현금담보를 제공하면서 원금보장 약정을 하였는데, 상피고인 乙, 丙으로부터 차입한 40억 원을 통한 유상증자금 납입은 A사의 실질적인 사주인 피고인 甲의 계산으로 차입하여 납입한 것이고, 丙의 30억원의 유상증자 참여 역시 통상적인 투자 판단에 따라 원금손실 위험을 부담하면서 참여한 것이 아니므로, 모두 정상적인 제3자의 유상증자 참여로 볼 수 없는 점, ③ 2009. 2. 2.자 A사 유상증자에 총 129억 원 상당의 주금이 납입됨으로써 위 유상증자가 제3자의 참여로 성공한 듯한 외양이 형성되었으나 그 중 위와 같이 납입된 금액이 전체 납입금의 절반을 초과하는 70억 원에 이르므로, 甲의 위와 같은 행위가 없었다면 144억 원 상당으로 예정되어 공시된 위 유상증자는 사실상 실패하였을 것으로 보이는 점, ④ 제3자 배정 유상증자의 성공은 코스닥시장에서 일반투자자들에게 공개되어 A사의 재무구조가 좋아지고 신규사업진출 실현가능성이 높아진 것이라는 평가를 받게 되고 유상증자 참여자들 및 일반투자자들에게 A사가 투자할만한 가치가 있는 회사라는 인상을 주는 등 주식시장에서 일반적으로 호재로 작용하는 반면, 제3자 배정 유상증자 실패는 주식시장에서 중대한 악재로 작용하는 점 등을 종합해 볼 때, 피고인 甲의 위와 같은 행위는 불특정투자자를 기망하여 착오상태에 빠트릴 수 있는 기교를 사용하는 행위로서 자본시장법 제178조 제1항 제1호에서 규정한 ‘부정한 기교’에 해당한다고 판단한 사례.

(2) 수익보장 약정 하에 외국인 명의로 증자 참여

(서울고등법원 2011. 6. 9. 선고 2010노3160 판결)¹⁵¹⁾

□ 사실관계

- 피고인 甲은 D사(母회사)의 대표이사로 재직하고 E사(子회사)의 이사로 재직하면서 위 회사들을 비롯한 관련회사들의 실질적인 사주로서 전반적인 자금관리 및 회사 운영업무를 총괄하는 자인바,
- 피고인 甲은 2009년 5월경 丙에게 2009년 6월경까지 해외자본지분 10%를 확보하여 송도경제자유구역 내 공장허가를 받지 못하면 분양받은 공장부지를 분양가로 몰취당할 수 있으니 P(외국법인)명의로 3,866,400,000원의 E사의 제3자 배정 유상증자에 참여해 주면 주가의 등락에 관계없이 위 원금에 이자를 가산하여 지급하겠다고 제3자 배정 유상증자 참여를 부탁하고, 이에 대해 丙은 위 자금을 투자하되 P명의로 제3자배정 유상증자에 참여한 후 주가 상승으로 인해 원리금을 상회하는 이익은 피고인 甲에게 반환하겠다고 그의 제의를 승낙하였다.
- 피고인 甲은 丙과 2009. 5. 20. 피고인 甲 및 D사를 채무자 겸 연대보증인, P를 투자자로 하여 ‘주식매수청구권 행사에 관한 약정서’, ‘투자수익보장약정서’, ‘투자 약정서 등의 서류를 작성하였고, 피고인 甲은 피고인 乙을 통해 D사 발행 약속 어음을 丙에게 담보로 제공한 후, 그 무렵 법무법인 000에서 ‘금전소비대차계약서’를 공증해 주었다.
- E사의 제3자 배정 유상증자와 관련하여, 丙은 甲과의 위 약정에 따라 2009. 5. 21. P명의로 540만 주를 각 청약한 후, P명의로 3,866,400,000원을 납입하였다.

151) 대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도8109 판결로 확정

□ 판시내용

- ① 위와 같은 丙의 유상증자참여는 피고인 甲과 모회사인 D사의 투자원리금 보장을 조건으로 이루어진 것이어서 정상적인 유상증자라고 볼 수 없고, ② D사는 2009. 5. 20. 자기자본의 100분의 10 이상인 75억 4천만 원의 담보제공 또는 채무보증에 관한 결정 또는 사실이 있으므로 그 내용을 대통령령이 정하는 바에 따라 금융위원회와 거래소에 신고하여야 한다.
- 결국 피고인 甲, 乙은 丙과 공모하여, 일반투자자들로 하여금 외국인의 정상적인 투자나 지분변동이 있는 것과 같은 오해를 유발하는 등으로 E사의 제3자 배정 유상증자와 관련하여 부정한 기교를 사용하는 행위를 하였고, 외국법인인 P의 명의로 (주)엔티피아의 유상증자 신주를 취득하고 공장허가 취득 실패로 인한 주가 하락을 방지할 목적으로 마치 정상적으로 외국인자본을 유치한 듯한 외양을 갖추는 위계를 사용하였다고 판시한 사례.

(3) 수익보장 약정 하에 주식 매수

(서울중앙지방법원 2011. 9. 22. 선고 2011고합268 판결)¹⁵²⁾¹⁵³⁾

- 피고인은 A사 대표이사인 자인바, 2009. 11.경 A사의 주가 하락으로 인하여 담보로 제공된 자신의 A사 주식이 반대매매될 우려가 있자 2009. 11. 중순경 乙에게 'A사 발행의 약속어음을 제공할 테니 X사 대표이사 丙이 이를 담보로 20억 원의 자금을 마련한 후 그 자금으로 장내에서 A사 주식을 매집하여 2개월간 보유하여 주면 주식 매각 후 이익금은 피고인이 30%, X사가 70%의 비율로 나누어 가지자'고 제의하여 乙이 이에 승낙하였고, 이후 乙과 丙은 위와 같은 약정에 따라 14개의 증권계좌를 이용하여 합의 이후 2~3일 내에 A사 주식 약 20억 원 어치를 장내에서 매집하여 이를 2개월간 보유한 결과 A사 주가는 하락 국면에서 벗어나 반등하였다.

152) 대법원 2012. 6. 28. 선고 2012도3782판결로 확정

153) 최근 이와 유사한 사안에서 서울고등법원은 자본시장법 제176조 제2항 제1호의 시세조종을 적용(서울고등법원 2011. 6. 9. 선고 2010노3160 판결)

- 결국 피고인은 乙과 공모하여, 위와 같은 투자원리금 보장약정에 따라 대여금 회수가 보장된 상태에서 乙이 주식을 매수하였을 뿐임에도 코스닥시장에서 일반 투자자들로 하여금 정상적인 매수세가 꾸준히 유입되고 있는 것으로 오인하게 하여 당해 주식의 매매거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하였다. 이로써 피고인은 乙등과 공모하여 A사 주식의 매매 기타 거래와 관련하여 **부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위를 함으로써 액수미상의 부당이득을 취득하였다**고 판시한 사례.¹⁵⁴⁾

(4) 합병신주의 차명 인수 (서울고법 2011. 6. 9. 선고 2010노3160 판결)¹⁵⁵⁾

□ 사실관계

(가) 부정한 계획의 수립

- 피고인 甲은 A(비상장)사 대표이사이자 B(코스닥상장)사의 대표이사로 재직하고 있으며, 위 회사들을 비롯한 관련회사들의 실질적인 사주로서 전반적인 자금관리 및 회사운영업무를 총괄하고 있는 자인바, B사가 매출액 감소로 인해 관리종목으로 지정될 가능성이 높아지자 B사의 관리종목 지정을 막기 위해 C사(비상장)를 합병함으로써 자기자본을 확충해야 한다고 판단하였다.
- 피고인 甲은 ① C사 인수와 C사의 제3자 유상증자 과정에서 **차명으로 지분을 취득한 후 C사 주식 취득수량에 대해서 거짓 기재함으로써, 합병신주의 매각제한 규정을 회피하고, 증자대금을 대여해 준 사채업자 등에게 차입금에 대한 담보로 C사 주식을 제공하였다**가 합병 후 매각제한이 없는 합병신주로 담보를 교환해 주는 조건으로 사채업자로부터 C사 증자대금을 차입하여 조달하고, ② 합병신주가 상장되면 매각제한 규정을 회피한 합병신주를 매각함으로써 이익을 취득하겠다는 **부정한 계획을 세우고, 다음과 같이 그 계획을 실행하였다.**

154) 이와 함께 2009. 6. 9.부터 2009. 12. 30.까지의 시세조종 혐의도 인정

155) 대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도8109 판결로 확정

(나) 부정한 계획의 실행

- (2009. 9.25. C사 차명 인수) 피고인 甲은 A사 대표이사로서 2009. 9. 25. C사 주식 361,476주(90%)를 8,099,954,800원에 인수하면서 피고인 乙에게 지분 중 일부를 차명으로 인수할 것을 지시하여, 190,000주만을 A사 명의로 인수하고, 나머지 주식들은 차명으로 인수하였다.
- (2009. 9.28. C사 제3자 유상증자 차명 참여) 피고인 甲은 피고인 丙 등에게 C사를 인수하여 유상증자를 실시한 후 B사와 합병할 예정인데, C사 제3자 배정 유상증자 대금을 빌려주면, 차명으로 C사 유상증자에 참여하고 B사와 합병한 후 합병신주를 위 차명으로 배정받아 매각제한 규정을 회피한 합병신주를 담보로 제공하겠다고 제안하고, 丙 등은 이에 동의하여 B사 발행 약속어음공정증서를 담보로 제공한 후 丙 등으로부터 그 명의 및 증자대금을 차입하고, '09. 9.28.경 피고인 乙에게 지시하여 차명을 이용하여 C사의 제3자 배정 유상증자의 주금을 납입하게 하였다.
- (C사 지분 취득 수량의 거짓 기재)¹⁵⁶⁾ 피고인 甲은 B사의 합병신주가치와 C사 주식가치의 차익을 얻고자¹⁵⁷⁾ '09. 10.5.경 '주요사항보고서(합병결정)'를 제출하고 '09. 10.8.경 '증권신고서(합병)'를 제출하면서 A사가 C사 주식을 190,000주 취득하여 최대주주이고, 위 주식에 대해서 배정될 합병신주만을 보호예수할 것이라고 거짓 기재하였다.¹⁵⁸⁾
- (합병신주의 상장) 피고인 甲, 乙 등은 2009. 12. 29. B사와 C사가 합병되고

156) 합병차익을 위해 '중요사항'을 거짓으로 기재하였다는 이유로 자본시장법 제178조 제1항 제2호 위반도 함께 적용

157) A사가 C사 인수를 통해 주식 361,476주를 인수하고, 피고인 甲이 C사 제3자 배정 유상증자를 통해 1,116,000주를 취득하여 피고인 甲이 C사의 대주주이고 A사는 대주주인 피고인 甲의 특수관계인에 해당하므로, B사와의 합병 후 위 C사 주식 1,437,476주(=361,476주 + 1,116,000주)에 대해서 배정될 B사 합병신주는 모두 매각제한 규정의 적용을 받게 됨

158) 그 후 수차례 정정공시(합병결정, 증권신고서 등)를 하면서도 동일한 내용을 거짓 기재

2010. 1. 15. 매각제한 규정을 회피하여 상장주식 매각할 수 있는 위 차명 명의의 B사의 합병신주 7,994,639주가 상장되었다.

□ 판시내용

- 피고인, 甲, 乙 등은 공모하여, 비상장회사인 C사 주식 1,437,476주를 차명으로 인수하고 A사와 피고인 甲의 C사 주식 취득수량 및 보호예수할 주식수량을 거짓으로 기재함으로써 매각제한 규정의 적용을 회피한 합병신주를 배정받는 방법으로 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래와 관련하여 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용함으로써 액수 불상의 부당이득을 취득하였다고 판시한 사례.

(5) 기자라는 우월적 지위를 이용하여 기교를 사용

(서울중앙지방법원 2012. 6. 25. 선고 2012고단2326 판결¹⁵⁹⁾)

□ 사실관계

- 피고인은 인터넷 경제전문 신문인 E 증권부 기자로 재직하던 자로서, 정보생성과 유포에 있어 경제전문지 기자가 가지는 우월적 지위를 이용하여 주로 시가총액이 크지 않은 중소형 종목 중 자원개발 주, 바이오 주 등과 같이 시장에 테마가 형성되어 있거나 단편적인 기사가 주가에 영향을 미칠 만한 직간접적인 재료가 있는 종목을 선정하여 일반 투자자들의 매매를 유인하기 위한 기사를 보도하기로 하고, 대상 회사에 대한 기사를 보도하기 직전에 그 회사 주식을 매수한 다음, 곧바로 대상 회사와 관련된 단발성 재료 또는 관련 테마에 대한 호재성 기사를 인터넷에 실시간으로 보도하여 일반투자자들의 매매거래를 유인하면서, 위 기사가 게재된 직후 위와 같이 사전에 매수한 주식을 전량 또는 대부분 매도하는 부정한

159) 피고인은 2010. 12. 1.부터 2010. 12. 21.까지 12개 종목에 대하여 새로운 호재가 발생한 것처럼 호재성 기사를 작성하였으나, 이들 종목 중 기사를 보도하기 이전에 매도 및 매수가 모두 이루어진 종목과 관련된 부분에 대해서는 항소심(서울중앙지방법원 2012. 9. 28. 선고 2012노2238 판결)에서 주식매매와 관련하여 부정한 기교를 사용하였다고 볼 수 없다고 판시하여 원심판결을 파기하고, 그 외 부분에 대해서는 원심판결을 확정

방법으로 시세차익을 얻기로 마음먹고,

- 피고인은 2010. 12. 1.에 “국내최초 개발 가로등용 LED칩 공급”이라는 제목으로 A주식회사에 마치 새로운 호재가 발생한 것처럼 인터넷에 실시간으로 보도한 것을 비롯하여 그 때부터 2010. 12. 21.까지 A주식회사 등 12개 종목에 대한 호재성 기사를 보도함(그러나 사실은 A주식회사의 LED칩 관련 보도는 2010년 상반기 개발이 완료되어 이미 잘 알려진 내용이었음).

□ 판시내용

- 경제 전문지 기자인 피고인은 위와 같이 A주식회사에 대하여 마치 새로운 호재가 발생한 것처럼 호재성 기사를 보도하였으나, 사실은 A주식회사의 LED칩 관련 보도는 이미 2010년 상반기 개발이 완료되어 이미 잘 알려진 내용임에도 불구하고, 마치 A주식회사가 보도 시점에 새로운 기술을 개발하여 상당한 호재가 발생한 것처럼 오인될 수 있는 보도를 하여 일반투자자들의 매수세를 유인하고, 보도시점인 2010. 12. 1. 14:24:39 직전인 같은 날 13:50:48부터 14:24:28까지 A주식회사의 주식 8,607주를 매수한 다음, 기사가 보도되고 불과 약 1분 25초 후인 같은 날 14:26:04부터 14:28:19까지 기존에 매입한 주식을 포함한 9,100주를 매도함으로써 피고인은 경제 전문지 기자라는 우월적 지위를 이용하여 자신이 작성한 기사를 주식 매매에 이용하는 방법으로 시세 차익을 얻어 부정한 기교를 사용하였다고 판시한 사례.

(6) 유상증자 대금을 사채자금으로 조달하고, 사채업자에게 원금 및 이자 보장 (대구지방법원 2014. 5. 30. 선고 2013고단6217 판결)

- 피고인 A는 유상증자에 사채자금을 끌어들이는 방법으로 유상증자를 성공시켜 주식회사 L을 인수하고, 주식회사 L이 시장에서 좋은 평가를 받는 것처럼 가장함으로써 주가하락을 막고 일반투자자의 투자를 유도하기로 계획하고,

피고인 A는 사채업자들을 끌어들이면서 유상증자에 사채자금을 납입하는 조건으로 원금 및 월이자를 보장해 주고, 주식회사 L 발행의 어음 3매(액면금 총액 101억원 상당)를 담보로 제공하였으며, 또한 증자대금 중 47억원을 담보로 어음을 발행해 주는 한편, 피고인 D에게는 '사채 자금을 빌려 주식회사 L의 유상증자를 성공시키고 회사를 인수하려 하는데, 명의를 빌려달라'고 부탁하였음.

이후 피고인 A는 주식회사 L의 140억원 상당 제3자 배정 유상증자결정을 공시하고, 증권신고서를 제출하였으며, 사채업자들 및 피고인 D명의를 포함한 17명의 명의로 주금을 납입하였음.

- 위와 같이 2009. 2. 20.자 주식회사 L 제3자 배정 유상증자로 총 101억원 상당의 주금이 납입되었으나, 본건 증자에는 사채업자 이외의 일반투자자의 자금이 전혀 없었을 뿐만 아니라, 사채업자들의 자금은 원리금이 보장된 상태에서 납입된 주금이므로 정상적으로 유상증자가 이루어진 금액은 전혀 없었고, 유상증자 대금 납입 즉시 절반에 해당하는 금원이 사채업자에게 담보로 제공되게 되어 증자금을 최초 의도한 목적대로 사용할 수 없는 상황이었으므로, 피고인 A는 위와 같은 사실을 그대로 금융위원회에 신고할 수 없었음.

결국 피고인들은 Q와 공모하여, 유상증자가 일반투자자의 자금으로 정상적으로 이루어진 듯한 외관을 만드는 등 주식의 매매, 그 밖의 거래와 관련하여 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위를 하였음.

(7) 옵션거래에서 통정거래로 부당이득을 얻은 사례

(서울서부지방법원 2009. 10. 28. 선고 2009고단1608 판결)

- 피고인은 우연히 옵션 매도주문을 낸 사람인 것처럼 가장하고, C(D라는 가명을 사용) 등은 계좌대여업자인 E에게 접근하여 계좌사용료로 월 2.5% 수준의 높은 이자를 지급할 것처럼 가장하여 거액의 자금이 들어 있는 선물-옵션계좌를 E로부터 대여 받은 뒤 동 계좌에 들어있는 자금을 기반으로 피고인의 매도주문에 맞추어

고가의 옵션 매수주문을 고의적으로 냈으므로, 피고인 계좌가 비정상적인 이득을 취하게 한 다음, 그 이득을 나누어 가지기로 C와 공모하였음.

피고인은 C 등과의 구체적인 모의에 따라 2009. 2. 16.경 서울 광진구 소재 甲증권 테크노마트 강변지점에서 피고인 명의로 선물·옵션계좌(계좌번호 F)를 개설한 후 2009. 2. 23.경 서울 강남구 G소재 피씨방에서 금융투자상품(장내파생상품)인 코스피 200옵션 C**** 175.0종목을 51,000원에서 110계약, 52,000원에 129계약을 매수하는 등 총 239계약을 매수(매수대금 합계 12,318,000원)하였다. 피고인은 2009. 2. 25. 동시호가 시간대인 08:31:49경 위 C**** 175.0 코스피 200 옵션종목의 당시 시세인 55,000원에 피고인이 보유한 위 옵션종목 239계약을 전량 매도하는 주문을 내었다. 피고인이 위와 같이 C**** 175.0 코스피 200 옵션종목의 매도 주문을 한 약 28분 후인 08:59:57경(정상적인 거래시작 시간인 09:00:00 직전임) C은 E로부터 대여 받은 선물·옵션계좌(乙증권 계좌번호 H)에서 위 코스피 200옵션 C**** 175.0 종목을 당시 시세인 55,000원보다 현저히 높아 정상적인 가격으로 볼 수 없는 240,000원에 675주를 매수하는 주문을 하였음.

피고인은 금융투자상품인 옵션거래에 있어 부정한 수단, 계획 또는 기교라 할 수 있는 위와 같은 통정거래를 통해 피고인의 옵션 매도주문 239계약이 당시의 정상 가격 55,000원이 아닌 240,000원에 전량 체결되도록 하고, 그 대금(매매대금 239 계약 × 240,000원 = 57,360,000원)을 E명의 계좌의 자금으로부터 결제 받음으로써 C, I 등과 공모하여 옵션매매를 통해 약 45,042,000원 상당(매도대금에서 매수대금 공제)의 부당이득을 취득하여 그 중 17,000,000원을 C에게 교부하였고, 이로 인하여 계좌대여주인 E로 하여금 162,000,000원(675계약 × 240,000원) 상당의 손해를 입게 하였다고 판시.

(8) 사모발행의 범위를 초과하여 공모방법으로 투자권유를 한 사례

(인천지방법원 2014. 9. 17. 선고 2013고단7638 판결)¹⁶⁰⁾

(의의) 후순위채권 발행시 투자설명서에 BIS비율과 당기순손실액을 허위 기재한 혐의는 중요사항 허위 기재 및 표시누락에 해당하고, 후순위채권 발행과정에서 사모발행의 범위를 초과하여 마치 공모발행과 같은 형태로 투자권유를 한 혐의는 '부정한 수단, 계획 또는 기교'에 해당

- 피고인들은 2010. 3경 F저축은행에 대한 금융감독원의 검사에서 F저축은행이 2009 회계연도 결산에서 2009. 6.말 기준 BIS비율을 4.87%에서 7.11%로 과대산정하고, 2009. 12.말 기준 BIS비율을 2.73%에서 6.15%로 과대산정한 사실이 적발됨에 따라 F저축은행은 2010. 7. 2. 위 검사결과를 받아들여 2009. 6. 기준 재무제표를 BIS비율 4.87%를 기준으로 수정하여 금융감독원에 보고하였고, 2010. 7. 28. 금융감독원과 경영개선 협약을 체결하여 2010년 연말까지 유상증자 및 후순위채권 발행 등을 통해 BIS비율을 8%까지 높이기로 약속함에 따라 2010. 12.부터 BIS비율 8% 달성을 위해 후순위채권 발행을 추진하게 되었음.
- 피고인들은 2010. 12.경 후순위채권 발행과정에서 투자자들에게 제공할 투자설명서를 작성함에 있어, 사실은 위와 같은 금융감독원의 검사에서 F저축은행의 2009. 6. 기준 BIS비율은 4.87%, 당기순이익이 약 318억원으로 확인되어 금융감독원의 경영

160) 본 판결에서는 F저축은행의 후순위채권 발행시에 투자설명서에 BIS비율과 당기순손실액을 허위 기재한 혐의에 대하여 자본시장법 제178조 제1항 제2호의 '중요사항 허위 기재 및 표시누락' 규정을 적용하였고, 후순위채권 발행과정에서 사모발행의 범위를 초과하여 마치 공모발행과 같은 형태로 투자권유를 한 부분에 대해서는 자본시장법 제178조 제1항 제1호의 '부정한 수단, 계획 또는 기교' 규정을 적용하여 유죄를 인정하였음.

아울러 F저축은행이 후순위채권을 발행하는 데 있어 49인 이하를 상대로 청약을 권유하는 '사모'발행을 하기로 결정하였으므로 50인 이상의 투자자에게 청약을 권유하는 행위를 하여서는 아니되고, 만일 50인 이상에게 청약을 권유하여 10억 원 이상의 채권을 발행하는 경우에는 이는 '증권의 모집'에 해당하므로 증권 모집에 관한 신고서를 금융위원회에 제출하여 수리되지 아니하면 할 수 없음에도, 50인을 초과하는 투자자에게 후순위채권의 청약을 권유하여 총 89명으로부터 청약을 받는 등으로 증권 모집행위를 한 혐의에 대해선 자본시장법 제119조 제1항의 '증권신고서 미제출' 규정을 적용함.

개선권고 요건에 해당하는 ‘BIS비율 5% 미만’을 기록한 사실이 있음에도 불구하고, 만일 투자설명서에 기재되는 BIS비율이 5% 미만인 경우 투자자들이 후순위채권 청약을 꺼려할 것을 우려하여, 투자설명서 중 ‘최근 3개연도 경영지표’ 항목 (2008~2010)에서 ‘F저축은행은 저축은행에 대한 감독기관이 정하는 의무건전성비율인 BIS비율 5%이상을 유지하고 있다’는 취지로 기재하고, ‘요약재무현황 및 손익현황’ 항목에서 ‘2009. 6. 기준 BIS비율이 7.11%이고, 당기순손실이 190억 8,500만원’이라는 취지로 허위기재하여 청약의 권유를 받는 상대방들에게 제공함으로써 피고인들은 공모하여 채무증권인 F저축은행 발행의 후순위채권의 매매와 관련하여 **중요 사항에 관하여 거짓의 기재**를 하여 재산상 이익을 얻고자 하는 행위를 하였음.

- 피고인들은 위와 같이 후순위채권을 발행함에 있어, 사실은 F저축은행 위와 같이 연말까지 BIS비율을 8%까지 달성하겠다는 금융감독원과의 협약사항을 이행하기 위한 급박한 사유로 후순위채권 발행을 하려는 것으로서 그 당시 금융감독원의 ‘공모’발행의 증권신고서 수리기준인 BIS비율 8%에 미달하여 ‘공모’발행을 하지 못하는 대신 청약의 권유 상대방을 49인 이하로 제한하고 있는 ‘사모’발행을 하려는 것이므로, 50인 이상의 투자자들을 상대로 청약을 권유하는 행위를 하여서는 아니 됨은 물론 과대선전 등으로 청약자들 간의 상호 청약금액 경쟁을 유발하는 등의 편법을 사용하여서는 아니됨에도 불구하고, 피고인들은 ‘사모’발행의 범위를 초과하여 약 100여명에 이르는 투자자를 상대로 청약을 권유하면서 마치 F저축은행 서울본부의 G이전을 기념하여 한정된 VIP고객들에 대하여 특혜를 주는 행사의 일환으로 위와 같은 후순위채권을 발행하는 것처럼 선전하고, 투자자들에게 마치 ‘공모’발행과 유사하게 개별 청약액수의 다과와 청약순서에 따라 청약자 지위를 선별적으로 부여하고, 전체 청약금액 현황이 이미 발행 예정 금액을 초과하여 개별 청약액수가 적으면 후순위채권을 배정 받지 못할 것처럼 선전하여 청약자들로 하여금 당초 청약액수보다 더 많은 금액을 추가로 청약하도록 권유하는 등의 방법으로 총 89명을 상대로 청약을 받은 후 청약금액의 다과와 청약순서에 따라 49인을 선발하고 청약액수가 적은 나머지 청약자들을 탈락시키는 방법으로 총 60억 2,000만원 상당의 후순위채권을 매출함으로써 피고인들은 공모하여 F저축은행이

발행하는 채무증권인 후순위채권의 매매와 관련하여 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하였다고 판시.

(9) 무자본 M&A를 하면서 외국계 우량 투자회사가 인수하는 것처럼 허위 공시 (서울중앙지방법원 2015. 2. 3. 선고 2014고단3518 판결)¹⁶¹⁾

- 피고인들은 프랑스계 투자회사로 가장한 유명회사인 G의 대표 H, 사채업자 I와 함께, 사실은 개인이 사채를 동원하여 주식회사 J를 무자본 M&A하면서, 위 G가 J의 주식 및 경영권을 인수하는 것처럼 허위공시하는 방법 등으로 주가를 부양하여 J 경영권을 확보한 후 취득한 주식의 매도차익을 실현하기로 마음먹었음.

이에 피고인 F는 2010. 3. 2. 위 G 대표 H와 인수계약의 주체는 G로 하되, 인수자금 조달 및 주식의 소유권, 경영권 행사는 피고인 F가 하기로 하는 내용의 이면 합의서(H에게 수수료 명목으로 3억 6,000만원 지급)를 작성하는 등 인수계약 전반을 총괄하는 역할을 하고, 피고인 A는 인수주식을 담보로 I로부터 인수자금을 조달하는 한편, 인수한 주식의 매도업무 등을 수행하는 역할을 하고, H는 2010. 3. 9. 위 G를 내세워 J주식 및 경영권을 양수도하는 계약을 체결하는 한편, G가 실제로 인수하는 것처럼 허위공시 및 허위사실을 유포하는 역할을 하고, I는 피고인 A로부터 인수주식 전량을 즉시 매도조건으로 담보로 받은 후 이를 처분하기로 하였음.

이에 따라 피고인 A는 2010. 3. 9.(계약일, 계약금 18억원) I로부터 인수자금 중 10억원을 고리(월 4%)로 차용하면서 J주식 140만주를 I에게 넘겨 다음 날 전량 매도케 하고, 2010. 3. 16.(잔금지급일, 잔금 92억원) I로부터 인수자금 중 92억원을 고리(월 7%)로 차용하면서 J주식 630만주를 I에게 넘겨 다음 날 등에 전량 매도케 하였음.

161) 판결문에는 '허위 공시함과 더불어 허위 보도자료를 배포함으로써, 주식의 매매와 관련하여 중요사항에 관하여 거짓의 기재를 하고, 부정한 수단을 사용한 것으로 기재되어 있으며, 이러한 혐의에 대하여 자본시장법 제178조 제1항 제1호를 적용하였다.'

이와 더불어 H는 J 공시담당 직원을 통하여 2010. 3. 11. 18:09경 경기 안산시 단원구 L에 있는 J사무실에서, 금융감독원 전자공시시스템에서 주요경영사항으로 J의 보통주 770만주와 회사의 경영권을 G에 양도하는 주식 및 경영권 양수도 계약을 체결하였고, 계약일에 매매대금 18억원과 주식 140만주를 양수도하고, 2010. 3. 18. 매매잔금 92억원과 주식 630만주를 양수도하며 양수인은 주식매매계약의 원활한 이행을 위하여 주식 140만주를 잔금지급일까지 법무법인에 에스스로(예약)한다'는 내용의 공시를 하였다. 또한, H는 2010. 3. 12.경 위와 같은 내용의 보도자료를 작성하여 코스닥협회에 배포하여 2010. 3. 12.자 경제투데이와 한경닷컴 인터넷신문 등에 보도되게 하였음.

이로서 피고인들은 H, I와 공모하여 사실은 개인이 사채를 동원하여 J를 인수하고, 계약일에 취득한 주식 140만주를 전량매도 하였음에도 G라는 외국계 우량 투자 회사가 자금을 사용하여 인수하고, 계약일에 취득한 주식 140만주를 예약하고 있는 것처럼 허위 공시함과 더불어 위와 같은 내용의 허위 보도자료를 배포함으로써, 주식의 매매와 관련하여 중요사항에 관하여 거짓의 기재를 하고, 부정할 수단을 사용하여 J주가를 상종가 2번 기록 등 급상승시켜 2010. 3. 17. 및 3. 18. 등에 주식 630만주 전량 처분하여 1,835,285,129원의 부당이득을 취하였다고 판시.

제3절 부실표시의 사용행위

1. 성립요건¹⁶²⁾

(1) '중요한 사항'의 의미

(의의) 부정거래 규제에서의 '중요한 사항'이란 미공개정보 이용행위 금지조항인 '중요한 정보'와 궤를 같이 하는 것으로서, 당해 법인의 재산·경영에 관하여 중대한 영향을 미치거나 유가증권의 공정거래와 투자자 보호를 위하여 필요한 사항으로서 투자자의 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 사항을 의미

가. 대법원 2006. 2. 9. 선고 2005도8652 판결, 서울고등법원 2008. 6. 4. 선고 2008노145 판결¹⁶³⁾ 등

- 증권거래법 제188조의4 제4항 제2호는 '유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 중요한 사항에 관하여 허위의 표시를 하거나 필요한 사실의 기재가 누락된 문서를 이용하여 타인에게 오해를 유발하게 함으로써 금전 기타 재산상의 이익을 얻고자 하는 행위'를 금지하고 있는바, 증권거래법이 이와 같이 사기적 부정거래행위를 금지하는 것은 증권거래에 관한 사기적 부정거래가 불특정 다수인에게 영향을 미치고 코스닥시장 전체에 대한 신뢰를 훼손할 수 있기 때문이며, 이는 증권거래에 참가

162) 자본시장법 제178조(부정거래행위 등의 금지) ① 누구든지 금융투자상품의 매매(증권의 경우 모집·사모·매출을 포함한다. 이하 이 조 및 제179조에서 같다), 그 밖의 거래와 관련하여 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하여서는 아니 된다.

2. 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

구 증권거래법 제188조의4(시세조종등 불공정거래의 금지) ④ 누구든지 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 다음 각호의 1에 해당하는 행위를 하지 못한다.

2. 중요한 사항에 관하여 허위의 표시를 하거나 필요한 사실의 표시가 누락된 문서를 이용하여 타인에게 오해를 유발하게 함으로써 금전 기타 재산상의 이익을 얻고자 하는 행위

163) 대법원 2011. 7. 28. 선고 2008도5399 판결로 확정

하는 개개의 투자자의 이익을 보호함과 함께 투자자 일반의 증권시장에 대한 신뢰를 보호하여 증권시장이 국민경제의 발전에 기여할 수 있도록 함에 그 목적이 있다고 할 것이므로, 위 조문에서 말하는 ‘중요한 사항’이란 당해 법인의 재산·경영에 관하여 중대한 영향을 미치거나 유가증권의 공정거래와 투자자 보호를 위하여 필요한 사항으로서 투자자의 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 사항을 의미한다고 판시.

나. 대법원 2009. 7. 9. 선고 2009도1374 판결

- 구 증권거래법(2007. 8. 3. 법률 제8635호로 공포되어 2009. 2. 4. 시행된 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 부칙 제2조로 폐지) 제188조의4 제4항 제2호의 ‘중요한 사항’이란, 미공개정보 이용행위 금지조항인 같은 법 제188조의2 제2항에서 정한 ‘일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보’와 궤를 같이 하는 것으로서, 당해 법인의 재산·경영에 관하여 중대한 영향을 미치거나 유가증권의 공정거래와 투자자 보호를 위하여 필요한 사항으로서 투자자의 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 사항을 의미한다고 판시.

(2) 허위 여부의 판단대상¹⁶⁴⁾ (대법원 2003. 11. 14. 선고 2003도686 판결)

(의의) 공시를 통해 거짓의 표시를 하였는지 여부는 공시내용 자체가 허위인지 여부에 의하여 판단하여야 하고 실제 공시내용을 실현할 의사와 능력이 있었는지 여부에 의하여 판단할 것은 아님

- 피고인이 허위사실을 유포하거나 허위의 표시를 하였는지 여부는 공시내용 자체가 허위인지 여부에 의하여 판단하여야 할 것이지 피고인이 실제로 정보통신관련 등 사업에 투자를 할 의사와 능력이 있었는지 여부에 의하여 판단할 것은 아니라고 할 것인바, 피고인이 공시한 내용은 “A사가 2000. 7. 19. 이사회 결의사항으로 회사의 사업목적에 ‘정보통신관련 등’ 사업 내용을 추가한다는 내용의 안건을 임시주주

164) 서울고법 2007. 12. 3. 선고 2006노2304 판결은 ‘위계를 쓰는 행위’인지 여부를 판단함에 있어서도 객관적인 사정에 의하여 그것이 위계에 해당하는지 여부를 가려야 할 것이고, 그 행위자의 내심의 의사를 기준으로 판단할 것은 아니라고 판시.

총회에 부의하였고, 같은 해 8. 18. 위 안건이 주주총회에서 의결됨으로써 확정되었다.”는 것이고, A사가 공시내용과 같이 주주총회의 결의를 거쳐 회사의 사업 목적에 ‘정보통신관련 등’ 사업 내용을 추가하는 정관변경을 한 사실을 알 수 있으므로 공시내용 자체가 허위라고 볼 수 없고, 한편, 구 증권거래법(2001. 3. 28 법률 제6423호로 개정되기 전의 것, 이하 ‘법’이라 한다) 제186조 제1항 제4호에 의하면 “사업목적의 변경에 관한 결의가 있을 때”에는 그 사실을 반드시 공시하도록 되어 있으므로, 가사 피고인이 처음부터 정보통신관련 등 사업에 투자를 할 의사와 능력이 없었다거나 공시를 한 후 실제로 정보통신관련 등 사업을 추진하지 아니하였다 하더라도, 위 사실을 공시하거나 기사화한 것이 허위사실을 유포하거나 허위의 표시를 한 것으로 볼 수는 없다고 판시.¹⁶⁵⁾

(3) 문서 이용의 의미

(의의) 구 증권거래법 하에서는 행위의 매체가 문서에 국한되었으나, 자본시장법 하에서는 ‘문서 외에 그 밖의 기재 또는 표시를 사용한 행위’도 규제대상에 포함

가. 대법원 2010. 12. 9. 선고 2009도6411 판결¹⁶⁶⁾

- 구 증권거래법(2007.8.3.법률 제8635호 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 부칙 제2조로 폐지) 제188조의4 제4항 제2호는 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여

165) 만약 A사가 정보통신 사업을 추진하지 않으면서 정보통신 사업을 적극적으로 추진하는 것으로 공시하였다면 허위표시에 해당될 수 있을 것이나, 위 판례는 A사가 이사회결의 및 주주총회를 거쳐 ‘정보통신관련 등’ 사업 내용을 추가하는 정관변경을 한 사실이 있으므로 공시 내용 자체를 허위로 볼 수 없다는 취지임.

166) 피고인이 외국법인 명의로 A회사의 주식을 대량으로 매매하고서도 주식의 대량보유보고 및 소유주식상환변동보고를 하지 않는 방법으로 일반투자자들로 하여금 외국인들의 정상적인 투자나 지분변동이 있는 것과 같은 오해를 유발하였다는 내용으로 기소된 사안에서, 위 행위가 문서의 이용에 관한 것이라 할 수 없으므로, 구 증권거래법(2007.8.3.법률 제8635호 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 부칙 제2조로 폐지) 제210조 제5호의2 위반행위에 해당하는 것은 별론으로 하더라도 같은 법 제188조의4제4항 제2호에 정한 사기적 부정거래행위에는 해당하지 않는다고 판시. 이와 유사한 사례로 서울고등법원 2008. 6. 4. 선고 2008노145 판결, 서울서부지방법원 2014. 11. 7. 선고 2014고합216 판결 등

‘중요한 사항에 관하여 허위의 표시를 하거나 필요한 사실의 표시가 누락된 문서를 이용하여 타인에게 오해를 유발하게 함으로써 금전 기타 재산상의 이익을 얻고자 하는 행위’를 금지하고 있는바, 이는 투자자의 투자판단에 영향을 미치는 중요한 사항에 관하여 허위·부실 표시 문서를 이용하는 방법으로 타인의 오해를 유발하여 재산상의 이익을 얻고자 하는 행위를 처벌하는 것으로 그 행위의 매체는 문서에 국한되므로¹⁶⁷⁾, 위 제2호 위반행위에 해당하기 위해서는 ‘문서의 이용’이라는 요건이 충족되어야 한다고 판시.

나. 대법원 2009. 7. 9. 선고 2009도1374 판결

- 중요한 사항에 관하여 허위 또는 부실 표시된 문서를 증권선물거래소를 통하여 이미 공시한 상태에서 이를 단순히 시정하지 않고 방치하는 데 그치는 것이 아니라, 구체적인 상황에서 그 문서가 투자자의 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 사항에 관하여 오해를 유발할 수 있는 상황임을 알면서도, 이를 금전 기타 재산상의 이익을 얻는 기회로 삼기 위해서 유사한 취지의 허위 또는 부실 표시 문서를 계속 증권선물거래소에 보고하는 등의 방법으로 적극적으로 활용하는 행위는 위 조항에서 정한 문서의 이용행위에 포함될 수 있다고 판시.

(4) 인과관계 불필요¹⁶⁸⁾ (대법원 2006. 4. 14. 선고 2003도6759 판결)

(의의) 허위·부실 표시 문서 이용행위와 타인의 오해 사이의 인과관계 불요

- 구 증권거래법 제188조의4 제4항 제2호는 원래 “중요한 사항에 관하여 허위의 표시를 하거나 필요한 사실의 표시가 누락된 문서를 이용하여 타인에게 오해를 유발하게 함으로써 금전 기타 재산상의 이익을 취득하는 것”이라는 결과범 형식으로

167) 구 증권거래법에서는 ‘문서를 이용’한 행위를 규제하고 있었으나, **자본시장법**은 이와 달리 ‘문서, 그 밖의 기재 또는 표시를 사용’한 행위로 규제대상을 확대함

168) 대법원 2009. 7. 9. 선고 2009도1374 판결도 同旨

규정되어 있던 것을 1997. 1. 13. 개정(법률 제5254호)시 “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 것인바, 그 문언의 해석상 일단 ‘타인에게 오해를 유발하게 함으로써 금전 기타 재산상의 이익을 얻기 위하여’ 중요한 사항에 관한 허위·부실 표시 문서를 이용한 이상 그로써 바로 위 조항 위반죄가 성립하는 것이고, 문서 이용행위로 인하여 실제 ‘타인에게 오해를 유발’하거나 ‘금전 기타 재산상의 이익을 얻을 것’을 요하지 않으므로, 허위·부실 표시 문서 이용행위와 타인의 오해 사이의 인과관계 여부는 위 죄의 성립에 아무런 영향을 미치지 않는다고 판시한 사례.

2. 구체적 사례

(1) 대량보유보고시 보유목적 허위기재¹⁶⁹⁾

(의의) 대량보유(변경)보고서의 ‘취득목적 또는 변동사유’는 ‘중요한 사실’에 해당

가. 서울중앙지방법원 2005. 7. 8. 선고 2005고합108 판결¹⁷⁰⁾

- 대량보유(변경)보고서의 ‘취득목적 또는 변동사유’가 중요한 사실에 해당하는 것인지에 관하여 보건대, 증권거래법 제200조의2 제1항은 “주권상장법인 또는 코스닥상장법인의 주식 등을 대량보유하게 된 자는 그날부터 5일 이내에 그 보유 상황과 보유목적(발행인의 경영권에 영향을 주기 위한 목적여부를 말한다)을 대통령령이 정하는 바에 따라 금융감독위원회와 거래소에 보고하여야 하며, 그 보유주식비율이 당해 법인의 주식등의 총수의 100분의 1의 비율 이상 변동된 경우에는

169) 후술하는 바와 같이 법원은 주로 대량보유보고서상 ‘보유목적’에 관하여, 구 증권거래법 제188조의4 제4항(사기적 부정거래) 제2호의 ‘중요한 사항’이 아닌 동조 제2항(시세조종) 제3호의 ‘중요한 사실’에 해당한다고 판단하는 듯 하나 양자에 대한 구별의 실익은 없어 보인다.

170) 대법원 2006. 2. 9. 선고 2005도8652 판결로 확정

그 변동이 있는 날부터 5일 이내에 그 변동내용을 대통령령이 정하는 바에 따라 금융감독위원회와 거래소에 보고하여야 한다.”고 규정하고 있고, 이에 따라 증권거래법시행령 제86조의4 제1항은 “법 제200조의2 제1항 본문의 규정에 의하여 주식등의 보유상황 또는 변동내용을 보고하는 자는 다음 각호의 사항을 기재한 보고서에 의하여야 한다.”고 규정하면서 ‘보유목적 또는 변동사유’를 보고서에 기재해야 할 사항으로 열거하고 있는바, 5% 이상의 주식을 대량보유한 자가 ‘경영참여’를 목적으로 주식을 취득하였다는 사실은 일반 투자자의 입장에서 볼 때 경영권을 유지하려는 자와 새로이 경영권을 확보하려는 자 사이에 지분경쟁이 생길 것으로 생각하여 투자의 합리적인 의사결정에 영향을 미칠 소지가 다분한 점, 실제로 피고인의 경영참여를 위한 주식 취득이 주식 투자자들 사이에 화제가 되었고, 그 후 A사 주식 거래량 및 주가가 폭등한 점 등에 비추어 보면 대량 보유(변동)보고서에 기재하는 ‘보유목적 또는 변동사유’는 법 제188조의4 제2항 제3호의 ‘중요한 사실’에 해당한다고 판시한 사례.

나. 대법원 2006. 2. 9. 선고 2005도8652 판결(경영참여 목적의 의미)

- 피고인 甲은 주식 대량보유보고서에 스스로 ‘경영권 확보’라는 표현을 사용하기도 하였고, 이른바 ‘박0 펀드’를 결성하면서 공동피고인들에게 ‘M&A를 하겠다, 임원을 시켜주겠다’는 취지의 말을 한 사실을 인정할 수 있고, 피고인 甲이 주식대량보유 보고서에 보유목적으로 기재한 ‘경영참여는 객관적으로 ‘경영권을 확보할 만큼의 주식을 취득하여 주주총회에서 임원으로 피선되거나 자신이 원하는 임원을 선출하는 것’을 의미하는 것이지 ‘개인주주로서 적극적 소액주주를 연합하여 현 경영진에 대하여 주주의 권리를 행사하는 것’을 의미한다고 보기는 어려운 점, 소액주주 운동이 목적이라면 5% 이상 주식을 취득할 필요가 없음에도 굳이 주식 대량보유 보고 의무가 부과되는 5% 이상의 주식을 취득한 것은 대량보유보고를 통한 공시가 목적이었던 것으로 보이는 점 등에 비추어 피고인 甲이 A사를 경영하거나 경영에 참여할 의사가 없음에도 주식 대량보유보고서의 보유목적 란에 ‘경영참여’라고

기재한 것은 고의로 허위의 표시를 한 행위에 해당한다고 봐야 하고, 피고인 甲은 공동피고인 乙과 함께 A사 사무실을 찾아가 회사 차원의 주가관리를 요구하고, 대량의 주식을 매수하였다가 매도하는 행위를 반복하여 상당한 시세차익을 실현한 점, 피고인 甲이 나름대로의 기업분석을 통하여 A사의 최대주주보다 많은 지분을 확보하여 A사에 대한 M&A를 시도하는 것이 사실상 불가능하다는 사정을 잘 알고 있었던 것으로 보이는 점 등에 비추어, 유가증권 시장에서의 매매거래를 유인할 목적이 있었음을 충분히 인정할 수 있는 바, 증권거래법 제188조의4 제2항 제3호¹⁷¹⁾에 해당한다고 본 사례.

다. 부산지방법원 2005. 1. 25. 선고 2004고단6886 판결

- 피고인은 2004. 8. 자신이 관리하는 5개 증권계좌를 이용하여 코스닥 상장회사인 A사 주식을 매매하면서 동 회사 주식 365,000주(총 발행주식의 5.75%)를 보유하게 되어 그 대량보유 상황을 금융감독위원회와 거래소에 보고하여야 하게 되자 전자 공시시스템에 접속하여 위 대량보유 목적을 “경영참가, 주가추이에 따라 추가매수 고려”라고 기재하여 공시하고, 그 직후인 같은 날 09:03경부터 09:47경까지 위 보유한 주식 전부를 매도하여 금 1,500만원 상당의 매매차익을 얻음으로써 유가증권의 매매에 있어서 중요한 사실에 관하여 허위의 표시나 오해를 유발하게 하는 표시를 하여 이익을 얻었다고 인정한 사례.¹⁷²⁾

171) 동 판례는 중요한 사실의 허위 표시와 관련하여, 대량보유목적 허위기재에 대하여는 증권거래법 제188조의4 제2항제3호(시세조종)를 적용하고 대량보유보고서의 취득자금 내역 허위기재에 대하여는 동법 제188조의4 제4항제2호(사기적부정거래)를 적용하여 포괄일죄로 처벌하고 있는 바, 중요한 사실의 허위 표시의 경우 적용법조에 대한 명확한 기준을 제시하지 못하고 있음

172) 증권거래법 제188조의4 제2항 제3호(시세조종) 및 제4항 제2호(사기적부정거래)의 상상적 경합 인정

(2) 대량보유보고시 취득자금 조성내역 허위 기재

가. 대법원 2006. 2. 9. 선고 2005도8652 판결¹⁷³⁾

- 피고인 甲, 乙은 주식대량보유보고서의 보유목적란의 취득목적을 ‘경영참여’로 기재하였는바, 특정 법인에 대한 경영권 교체 내지 경영권 다툼의 가능성이 있는 경우에는 경영권 확보를 둘러싼 지분취득 경쟁으로 주가상승이 예상되어 일반 투자자 사이에서도 그 법인의 주식을 취득하려는 투자결정이 많이 이루어질 수 있고, 이 사건에서도 피고인 甲, 乙이 ‘경영참여’로 취득 목적을 공시하고 M&A를 선언함에 따라 실제 A사의 주식에 대한 일반 투자자들의 많은 투자가 이루어져 주가가 폭등한 점, ‘경영참여’로 취득 목적을 공시한 사람들의 취득자금이 본인자금인지 차입금인지 여부는 비록 그 정보가 단순한 것에 불과하여도 그 공시 등의 진정성, 추가 주식 취득의 가능성, 경영권 분쟁의 발생이나 M&A의 성공 가능성과 그 후의 투자 적정성 등을 판단하는 기본적인 중요한 자료가 되는 점¹⁷⁴⁾, 실제로 이 사건

173) 1심(서울중앙지방법원 2005. 7. 8. 선고 2005고합108)에서는 주식대량보유보고제도는 유가증권시장에서의 주식매수를 투명하게 하여 일반 투자자가 급격한 가격변동에 따른 불측의 손해를 입지 않도록 하는 한편, 기존 대주주에 대하여 적대적 기업 인수합병에 대응하도록 도입된 제도로서, 일반 투자자에게는 대량매수행위의 존재 자체, 그 목적, 대량보유자의 장래의 계획 등이 자신의 투자계획을 수립하는데 있어 중요한 의미를 지닌다고 할 수 있는데, 단순히 자금이 차입금인지, 본인자금인지 여부만으로 주식투자에 중요한 정보를 얻을 수 있다고 보기도 어려우므로 주식대량보유보고서 중 ‘취득자금 내역’은 당해 법인의 기업 경영환경에 중대한 변동을 초래하거나, 유가증권의 공정거래와 투자자 보호를 위하여 필요한 사항으로서 투자자의 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 사항이라고 보기 어렵다고 판시했으나 2심 및 대법원에서는 중요사항으로 판단

174) 대량보유보고서에 경영참여목적을 기재한 유사사례(서울고등법원 2008. 6. 4. 선고 2008노145 판결)에서도, 법원은 「코스닥시장 참여자의 입장에서는 경영권을 취득한 주체가 누구인지, 취득자금의 출처가 자기자본인지 차입금인지, 실제 취득한 주식의 수량이 얼마인지 등은 그 회사의 장기적인 발전 가능성, 새로운 사업영역에 대한 확장 및 인수 합병시의 성공 가능성, 경영권을 안전하게 방어하기 위한 추가 주식 취득의 필요성 등을 판단하는 기본적인 자료가 된다」고 판시. 또한 대법원 2010. 12. 9. 선고 2009도6411 판결도 「회사의 대주주가 주식 및 신주인수권부사채 취득자금을 ‘차용금’이 아니라 ‘자기자금’으로 공시하는 것은 시장에서 대규모 매도물량에 대한 공포심을 해소하고 향후 주가가 안정적으로 유지될 것이라는 기대를 불러옴으로써 일반투자자들의 투자판단에 영향을 미친다는 것이 경험칙상 명백하다」고 판시

에서 위 피고인들은 공시 등의 방법으로 시세조종을 하기로 공모한 후 피고인 甲의 경영참여의 공시가 있는 후이고 피고인 乙의 경영참여의 공시가 있기 직전 또는 그 공시가 있는 후에 자신들의 자금능력을 과장함으로써 일반 투자자들의 관심을 끌어 주가를 상승시키는 수단으로 취득자금의 내역을 한 번도 사실대로 밝히지 않은 채 매번 그 기재를 누락하거나 자기자금인 것으로 허위기재를 한 것으로 보이는 점, 피고인 甲과 피고인 乙, 피고인 乙과 피고인 丙은 A사 주식의 시세조종을 공모한 긴밀한 관계에 있고 공모자별로 취득한 주식을 합산하면 그 지분이 증권거래법에 의하여 특별한 규제를 받는 주요주주의 지분 요건을 상회하게 되므로 위 피고인들이 주요주주에 준하는 지위에 있다고 볼 수 있는 점(주요주주에 관한 사항은 증권거래법 제186조 제1항 제13호, 동법 시행령 제83조 제3항 제1호 등에 의하여 ‘중요한 사항’으로 인정), 취득자금 내역의 기재가 누락된 대량보유보고서가 보정요구 없이 그대로 공시되기도 하였다고 하더라도 법령상 취득에 필요한 자금의 조성내역이 보고서에 기재되어야 하는 사항으로 명백히 정하여져 있는 점(증권거래법 시행령 제86조의4 제1항 제7호) 등에 비추어, 이 사건에서 위 피고인들이 작성한 주식대량보유보고서 중 취득자금 내역은 그 입법연혁이나 주식대량보유보고 제도의 주된 입법 목적에 불구하고 취득목적과 아울러 A사의 경영에 관하여 중대한 영향을 미치거나 그 기업환경에 중대한 변경을 초래할 수 있는 사항 또는 유가증권의 공정거래와 투자자 보호를 위하여 필요한 사항으로서 일반투자자의 투자판단에 상당한 영향을 미칠 수 있는 사항에 해당하여 증권거래법 제188조의4 제4항 제2호에 규정하고 있는 유가증권의 매매 기타 거래와 관련한 ‘중요한 사항’이 된다고 할 것이고, 나아가 위 피고인들이 위와 같이 허위의 표시가 되거나 필요한 사실의 표시가 누락된 문서를 이용하여 타인에게 오해를 유발하게 함으로써 금전 기타 재산상의 이익을 얻고자 한 사실을 넉넉히 추단할 수 있다고 판시한 사례¹⁷⁵⁾.

175) 동 판결의 하급심(서울고등법원 2009. 1. 23. 선고 2008노2564 판결)에서는, 피고인이 부당한 이익을 얻기 위하여 계속적으로 언론인터뷰를 통하여 허위사실을 유포하고, 차명주식 보유 내역을 ‘임원·주요주주 소유주식 보고서’에 기재하지 아니한 허위표시 문서를 이용하는 등 사기적 부정거래행위를 반복하였던바, 위 각 행위는 모두 포괄하여 증권거래법 제188조의4 제4항 소정의 사기적 부정거래 행위금지 위반의 포괄일죄를 구성한다고 판시.

나. 서울중앙지방법원 2009. 1. 22. 선고 2008고합567 판결

- 피고인 甲은 주식 145만주, 신주인수권부사채 180만주를 인수하고, 피고인 乙은 주식 약 80만주를 인수함으로써 피고인들은 발행주식 총수의 과반수를 넘는 대규모 물량을 확보하고 있었던 점, 따라서 시장에서 실제로 유통되는 주식물량이 많지 않았기 때문에 주가변동에 대한 불확실성이 크게 가중되었을 것으로 보이는 점, 이러한 상황에서 대주주가 주식 및 신주인수권부사채 취득자금을 ‘자기자금’이라고 공시하는 것은 시장에서 대규모 매도물량에 대한 공포심을 해소하고 향후 주가가 안정적으로 유지될 것이라는 기대를 불러옴으로써 일반투자자들의 투자판단에 영향을 미치게 된다는 것은 경험칙상 명백하고, 피고인 甲 자신이 대주주로 있는 A사로부터 자금을 차용하였다고 하더라도, A사에 대한 차용금 변제 의무가 면제되는 것은 아니므로 이와 달리 볼 수 없는 점¹⁷⁶⁾, 또한 피고인 甲의 자력이 충분하다고 하더라도, 일반투자자들 입장에서 개인재산으로 차용금을 변제하려고 하는지, 주식을 처분하여 차용금을 변제하려고 하는지 알 수 없기 때문에, 위와 같은 공시가 그들의 투자판단에 영향을 미치지 않는다고 할 수 없는 점 등에 비추어 보면, 주식취득자금 조성내역 등에 관한 공시는 일반투자자들의 투자판단에 영향을 미치는 중요한 사항이고, 그럼에도 피고인 甲이 이를 허위로 공시함으로써 그들로 하여금 오해를 유발시켰다고 봄이 상당하다고 판시한 사례.

(3) 대량보유보고시 최대주주 등 허위기재¹⁷⁷⁾

(서울중앙지방법원 2007. 12. 21. 선고 2007고합569 판결)

- 증권거래법 제186조 제1항 각 호의 1에 해당하는 사실은 그 취지에 비추어 볼 때 원칙적으로 증권거래법 제188조의4 제4항 제2호 소정의 “중요한 사항”에 해당한다 할

176) 피고인 甲의 변호인은 피고인 甲과 그의 모친이 지분을 100% 소유하고 있는 A사로부터 자금을 차용하였다고 하더라도 이는 사실상 자기자금으로 볼 수 있으며, 피고인 甲은 그룹의 일가로서 충분한 자력이 있는 것으로 알려져 있었고, 실제로 A사로부터 매년 수십억 원에 이르는 배당금을 받는 등 충분한 자력이 있었는바, 피고인 甲이 주식 및 신주인수권부사채의 취득자금을 ‘자기자금’으로 공시하였다고 하더라도 일반투자자들로 하여금 오해를 유발하게 할 가능성도 없다고 주장했으나 받아들여지지 아니함

177) 대법원 2003. 11. 14. 선고 2003도686 판결도 同旨

것인바, 증권거래법 제186조 제1항 제13호는 ‘법인의 경영·재산 등에 관하여 중대한 영향을 미칠 사항으로서 대통령령이 정하는 사실이 발생한 때’를 규정하고 있고, 이에 따른 증권거래법시행령 제83조 제3항은 위 대통령령이 정하는 사실의 하나로 같은 조항 제1호에서 ‘최대주주, 주요주주 또는 계열회사의 변동이 있는 때’를 규정하고 있다. 그러므로 피고인 甲, 乙이 2005. 4. 1.경 제출한 대량보유보고서에 기재된 허위사실은 A사의 최대주주 또는 주요주주에 관한 사항으로서 A사의 경영에 관하여 중대한 영향을 미치거나 A사의 기업환경에 중대한 변경을 초래할 수 있는 사실로서 일반 투자자의 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 사실에 해당한다고 할 것이어서 원칙적으로 증권거래법 제188조의4 제4항 제2호 소정의 ‘중요한 사항’에 해당한다고 판시한 사례.

(4) 최대주주 변경 허위공시

가. 서울고등법원 2009. 2. 5. 선고 2008노210 판결

- 피고인 甲은 코스닥 상장회사인 A사를 2004. 3. 30. 인수한 이래 2007. 2.경 위 회사를 매각할 때까지 A사의 실질적인 경영권을 가진 자로서 유명연예인이었던 피고인 乙¹⁷⁸⁾과 함께 위 회사를 운영하던 자인바, 2005. 7. 26. 서울 강남구 논현동 소재 A사 사무실에서, 금융감독원 전자공시시스템에 B프로덕션이 A사의 주식 516,977주(5.25%)를 취득하여 최대주주가 변경되었다는 내용의 공시를 함에 있어, 사실은 피고인 甲이 丙으로부터 취득한 주식 15만주에 관하여는 실제 거래 없이 계좌이체를 통하여 명의만 B프로덕션으로 변경하였고, 나머지 주식 366,977주에 관하여는 형식적으로 피고인 甲의 돈 3억 6,500만 원을 B프로덕션 명의의 증권계좌에 송금하여, 피고인 甲의 직원으로 하여금 B프로덕션 명의로 주식을 매수하게 함으로써, 결과적으로 위 A사의 주식 516,977주는 명의만 B프로덕션으로 되어 있을 뿐 B프로덕션의 회사자금 및 자기자금이 전혀 투입되지 않았음에도 불구하고, 마치 B프로덕션의 회사자금 및 자기자금이 투자된 것처럼 위 전자공시 시스템 최대주주변경의 “인수자금 조달방법”란에 “회사자금”, “인수자금조달내역”란에 “자기자금”이라고 각 허위기재하고, 계좌이체를 통하여 명의만 변경된 A사 주식

178) 사기적 부정거래의 공동정범 인정

15만주에 대해서도 마치 전체 주식이 코스닥시장 내에서 거래를 통해 매수된 것처럼 위 전자공시시스템 최대주주변경의 “변경사유”란에 “**장내매수**”라고 허위 기재하고, 또한 사실은 피고인 甲이 B프로덕션에게 자신 소유의 보호예수분 주식 260,000주를 양도한 사실이 없음에도 불구하고 피고인 甲이 2005. 7. 26.자로 B프로덕션에게 위 주식 260,000주를 2억 6,000만원에 양도한다는 취지의 허위 내용이 기재되어 있는 주식매매(양수도)계약서를 별도로 작성하여 금융감독원에 보고하고, 위 전자공시시스템 최대주주변경의 “기타”란에 “**상기 장내매수와 별도로 전 최대주주 甲으로부터 보호예수분 260,000주도 별도로 인수함**”이라고 허위 기재함으로써 금융감독원 전자공시시스템에 허위 공시를 하고, 2005. 7. 28.자 M경제신문과 H경제신문에 피고인 乙의 얼굴과 함께 “**B프로덕션은 A사의 주식 516,977주를 장내에서 사들여 최대주주가 되었다**”는 취지의 허위기사가 게재되게 하여, 코스닥시장에 참여하는 일반 투자자들로 하여금 **유명 연예인으로서 연예엔터테인먼트업계의 거물인 피고인 乙이 B프로덕션 명의로 A사의 경영권을 실질적으로 인수하고 연예엔터테인먼트산업에 진출하는 것으로 오해를 불러일으켜 A사 주가를 주당 1,155원에서 2,225원까지 상승시킨 다음, 같은 해 8. 2.경부터 같은 해 10. 5.경까지 사이에 위 B프로덕션 명의의 주식을 포함하여 피고인 甲이 차명계좌를 이용하여 보유하고 있던 A사 주식 578,877주를 코스닥시장을 통하여 불특정 다수의 일반 투자자들에게 매도함으로써 유가증권의 매매와 관련하여 부당한 이익을 얻기 위하여 고의로 허위의 사실을 유포하고, 중요한 사항에 관하여 **허위의 표시를 한 문서를 이용하여** 타인에게 오해를 유발하게 하여 약 4억 8,414만원 상당의 부당 이익을 취득하였다고 인정한 사례.**

나. 서울중앙지방법원 2011. 3. 8. 선고 2010고단7412 판결¹⁷⁹⁾

- 甲은 사채업자에게 A사 주식을 담보로 자금을 조달하여 A사를 인수하면서, **속칭**

179) 참고로, **수원지방법원안양지원 2010. 10. 20. 선고 2010고합65 판결**은, 다단계판매업자 甲이 실제 A사의 경영권 인수주체이면서도 경영진에 대한 이미지제고를 위해 乙의 학력, 경력을 내세워 乙이 자신의 자금으로 안정적인 전문경영을 할 것처럼 최대주주를 乙로 허위공시한 사례에서, 피고인들이 공모하여 매매거래를 유인할 목적으로 중요사실에 관하여 허위표시를 하였다며 **증권거래법 제188조의4 제2항 제3호**를 적용.

‘유명한 테마주’ 수법을 이용하여 A사 주가를 상승시킴으로써 자신이 취득한 주식의 담보가치를 높여 인수자금을 차질없이 조달하여 A사 경영권을 원활하게 확보하거나 취득한 주식의 매도차익을 실현하기 위하여, 경찰 주요 부서 및 국가정보원 제2차장 등 요직을 두루 거친 피고인의 명의를 빌려 피고인이 자기자금 및 차입금으로 인수자금을 조달하여 A사를 인수하는 것처럼 **최대주주 변경을 허위 공시**하고, 피고인은 오랜 공직생활을 통해 쌓은 인적 네트워크와 사회적 명망을 바탕으로 해외 투자자나 국내기관 등의 투자자금을 유치하여 신소재, 에너지, 미디어 등 새로운 사업을 신규로 추진하는 것처럼 허위사실을 언론보도 등을 통해 유포한 사안에서, 피고인이 **甲과 공모하여 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여** 유형, 무형의 부당한 이익을 얻기 위해 고의로 허위의 사실을 유포하고, 중요한 사항에 관하여 **허위의 표시를 한 문서를 이용하여 타인의 오해를 유발하게 하여** 금전 기타 재산상의 이익을 얻고자 하는 행위를 하였다고 인정한 사례.

(5) 대량·소유주식 보고시 차명주식 누락

가. 서울고등법원 2011. 6. 9. 선고 2010노3160 판결(대량보유 보고)¹⁸⁰⁾

- 피고인 甲은 A사 및 B사의 대표이사이자 각 회사의 **실질적인 사주인** 바, 상피고인 乙, 丙의 차입금을 통하여 **차명으로 A사 주식 1,396,640주를 배정받음으로써 A사 지분의 5.2%를 취득하였음**에도 2009. 3. 3. B사 명의의 주식 등 대량보유상황 보고에 특수관계인인 피고인의 주식 보유 사실을 기재하지 아니한 사실을 인정한 후 A사의 주요주주의 변동에 관한 사항, **A사의 대표이사인 피고인 甲의 차명 주식 보유 및 매도 여부**는 A사의 주가에 직접적인 영향을 미치는 내용이고 유가증권의 공정거래와 투자자 보호를 위하여 필요한 사항으로서 투자자의 투자 판단에 영향을 미칠 수 있는 사항이므로 **자본시장법 제178조 제1항 제2호의 ‘중요사항’에 해당한다고 할 것**이며, 따라서 피고인 甲이 위와 같은 거짓기재를 통하여 자신의 유상증자 참여 및 지분취득 사실을 은폐하고 향후 주식을 매도할 때 발생하는

180) 대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도8109 판결로 확정

공시의무를 회피함으로써 주가상승 또는 하락방지라는 재산상 이익을 얻고자 한 것은 자본시장법 제178조 제1항 제2호에서 규제하는 ‘중요사항에 관하여 거짓의 기재 또는 표시를 하여 금전, 그 밖의 재산상 이익을 얻고자 하는 행위’에 해당한다고 판단한 사례.

나. 대법원 2009. 7. 9. 선고 2009도1374 판결(소유주식 보고)

- 피고인은 2006. 7. 6.과 2007. 3. 26. ‘임원·주요주주 소유주식 보고서’를 각 제출하면서 2006. 6. 30. 코스닥 상장과 2007. 3. 22. 유상증자 당시 보유하고 있던 A사 주식 중 실명주식만을 보고하고 임직원들 명의로 보유하고 있던 차명주식은 보고하지 않은 사실, 임직원들 명의로 보유하고 있던 차명주식을 매도하였음에도 이에 대한 소유주식 상황변동보고를 전혀 하지 않은 사실, 피고인의 언론인터뷰 기사와 2007. 4. 19. 체결된 양해각서 등이 언론과 공정공시 등을 통하여 공개된 후 A사의 주가가 상승하기 시작하면서 본 계약 체결 여부와 경영자인 피고인의 의지와 전망 등에 대한 일반 투자자들의 관심이 집중되었고, 이에 따라 한국증권선물거래소의 조회공시요구가 있기도 하였던 사실, 이러한 상황에서 피고인이 임직원들의 차명으로 보유하고 있던 A사의 주식을 매도하는 것이 밝혀진다면 주가에 부정적인 영향을 미칠 수밖에 없었던 사실을 인정할 수 있으므로, 피고인의 차명주식 보유 및 매도 여부는 투자자의 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 ‘중요한 사항’이라고 보아야 한다고 판단한 원심¹⁸¹⁾에 대하여,

181) 원심(서울고등법원 2009. 1. 23. 선고 2008노2564 판결)은 피고인이 ‘임원·주요주주 소유주식 보고서’를 제출하면서 직원들 명의로 보유하고 있는 주식을 누락시키는 방법으로 ‘보유주식량’ 부분에 허위사실을 기재한 다음, A사의 주가가 상승하자 기존부터 임직원들 명의로 보유하고 있던 차명주식을 ‘소유주식 상황보고’등을 이행하지 않고 집중적으로 매도한 사례에서, “이용 대상이 되는 허위·표시 문서가 기존의 문서인지, 새로이 작성된 문서인지 여부는 증권거래법 제188조의4 제4항 제2호 위반죄의 성립에 영향이 없다”고 전제한 다음, “피고인의 허위표시문서 이용행위는 허위표시문서 제출행위부터 이후의 차명주식 처분행위에 이르기까지 일정한 시간적 간격내에 동일한 계획과 범의에 의하여 실현된 것”이라며 기존의 허위, 부실표시 문서를 시정하지 않고 방치한 행위도 문서이용행위에 해당한다는 취지로 판시하였으나, 대법원에서는 이와 달리 판시.

- 경영상황이 점차 악화되고 있던 A사가 새로운 사업으로 추진 중이라고 홍보한 기사·광산 개발사업 계속 진행 의지와 전망 등에 대하여 투자자들의 관심이 집중된 상황에서, 피고인이 차명주식을 누락한 채 공시되어 있던 임원·주요주주 소유 주식 보고서의 내용을 바로 잡지 않고 여전히 차명주식을 누락한 추가보고서를 제출하는 방법으로 투자자들로 하여금 피고인이 보유 중이던 주식을 순차 처분하고 있다는 사정을 알지 못하게 함으로써, 주가에 영향을 미치지 아니한 채 보유 주식을 처분하여 상당한 이익을 취한 행위가 허위 또는 부실 표시된 위 보고서들을 이용한 행위로서 구 증권거래법 제188조의4 제4항 제2호에 해당한다고 판단한 조치는 정당하다고 판시.

다. 서울고법 2013. 7. 4. 선고 2012노4066 판결

(최대주주의 차명주식 보고 누락)¹⁸²⁾

- 구 증권거래법 제188조의4 제4항 제2호는 “중대한 사항에 관하여 허위의 표시를 하거나 필요한 사실의 표시가 누락된 문서를 이용하여 타인에게 오해를 유발하게 함으로써 금전 기타 재산상의 이익을 얻고자 하는 행위”를 사기적 부정거래 행위로 정하여 이를 금지하고 있는바, 위와 같은 사기적 부정거래 행위를 근절하여 투자자의 이익과 증권시장에 대한 신뢰를 보호함으로써 증권시장이 국민경제의 발전에 기여할 수 있도록 하려는 취지에 비추어 볼 때, 위 조항의 ‘중요한 사항’이란 미공개정보 이용행위 금지조항인 구 증권거래법 제188조의2 제2항에서 정한 ‘일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보’와 궤를 같이 하는 것으로서 당해 법인의 재산·경영에 관하여 중대한 영향을 미치거나 유가증권의 공정거래와 투자자 보호를 위하여 필요한 사항으로서 투자자의 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 사항을 의미한다고 할 것이고,
- 위와 같은 중요한 사항에 관하여 허위 또는 부실 표시된 문서를 증권선물거래소를 통하여 이미 공시한 상태에서 이를 단순히 시정하지 않고 방치하는데 그치는 것이

182) 대법원 2013. 10. 31. 선고 2013도8968 판결로 확정

아니라, 구체적인 상황에서 그 문서가 투자자의 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 사항에 관하여 오해를 유발할 수 있는 상황임을 알면서도 이를 금전 기타 재산상의 이익을 얻는 기회로 삼기 위해서 유사한 취지의 허위 또는 부실 표시 문서를 계속 증권선물거래소에 보고하는 등의 방법으로 적극적으로 활용하는 행위는 위 조항에서 정한 문서의 이용행위에 포함될 수 있으며,

- 나아가 위 조항의 문언 해석상 일단 ‘타인에게 오해를 유발하게 함으로써 금전 기타 재산상의 이익을 얻기 위하여’ 중요한 사항에 관한 허위·부실 표시 문서를 이용하면 이상 그로써 바로 위 조항 위반죄가 성립하는 것이고, 문서 이용행위로 인하여 실제 ‘타인에게 오해를 유발’하거나 ‘금전 기타 재산상의 이익을 얻을 것’을 요하지 않는 것이므로, 허위 또는 부실 표시 문서 이용행위와 타인의 오해 사이의 인과관계 여부는 위 죄의 성립에 아무런 영향을 미치지 않는다고 판시한 후,
- 구 증권거래법 제186조 제1항 각 호의 1에 해당하는 사실은 그 취지에 비추어 볼 때 원칙적으로 같은 법 제188조의4 제4항 제2호 소정의 ‘중요한 사항’에 해당한다고 할 것인바, 같은 법 제186조의 제1항 각 호의 1에 해당하는 사실로서 같은 조항 제13호는 “법인의 경영·재산 등에 관하여 중대한 영향을 미칠 사항으로서 대통령령이 정하는 사실이 발생한 때”를 규정하고 있고, 이에 따른 구 증권거래법 시행령 (2008. 7. 29. 대통령령 제20947호로 공포되어 2009. 2. 4. 시행된 자본시장법 시행령 부칙 제2조 제1호로 폐지되기 전의 것, 이하 같다) 제83조 제3항은 위 대통령령이 정하는 사실의 하나로 같은 조항 제1호에서 “최대주주, 주요주주 또는 계열회사의 변동이 있는 때”를 규정하고 있으므로, 이 사건 각 보고서에 기재된 원심 판시 허위 사실¹⁸³⁾은 S의 최대주주에 관한 사항으로서 S의 경영에 중대한 영향을 미치거나 S의 기업환경에 중대한 변경을 초래할 수 있는 사실로서 일반 투자자의 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 사실에 해당한다고 할 것이어서 원칙적

183) 피고인은 자기의 계산으로 제3자 배정 유상증자에 참여하여 차명으로 주식(609,327주)을 취득 하였음에도 금융감독원 전자공시시스템을 통하여 ‘주식 등의 대량보유상황보고서’, ‘임원·주요 주주 특정증권 등 소유상황보고서’를 제출하면서 차명주식을 산입하지 않은 채 마치 본인 명의로 된 2,246,880주만 보유하고 있는 것처럼 각 허위 기재하여 공시

으로 법 제188조의4 제4항 제2호 소정의 ‘중요한 사항’에 해당하고,

- 피고인이 이 사건 차명주식을 누락한 채 공시되어 있던 각 보고서 중 최초 보고서의 내용을 바로잡지 아니하고 여전히 이 사건 차명주식을 누락한 추가보고서를 제출하는 방법으로 투자자들로 하여금 피고인이 보유 중이던 주식을 순차 처분하고 있다는 사정을 알지 못하게 함으로써 주가에 충격을 주지 아니하고 차명으로 보유하고 있던 주식 34만여 주를 집중적으로 처분하여 상당한 이익을 취득한 행위는 허위표시 문서를 이용한 행위로서 기존의 허위표시 문서를 시정하지 아니하고 방치하면서 단순히 반사적 이익을 얻은 경우에 해당한다고 보기 어려우며,
- 나아가 피고인이 보유한 이 사건 차명주식을 장기간에 걸쳐 매각하였다는 사정은 위와 같은 행위가 타인에게 오해를 유발하게 할 만한 행위에 해당하지 아니한다고 볼 근거가 될 수 없고, 허위 표시문서 이용행위로 말미암아 오해를 유발하였는지 여부는 죄의 성립에 영향이 없다고 한 원심의 판단이 정당하다고 판시.

(6) 유가증권신고서상 재무제표 허위 기재

(서울중앙지방법원 2005. 4. 28. 선고 2005고합65 판결)¹⁸⁴⁾

- 1998. 2. A사 대표이사 甲은 2,000억원 규모로 유상증자를 하기로 결정하고 B증권사를 주관사로 하여 유상증자를 추진하기로 하고 허위로 작성된 A사의 1997 회계연도 연간 재무제표가 진실한 것처럼 기재하는 등 유가증권 발행 신고서의 중요한 사항을 허위로 작성하여 1998년 6월경 보통주 1주당 11,500원에 공모청약을 받는 등 합계 172,932,331,000원을 청약대금으로 납입 받은 것을 비롯하여 1999년 12월까지 총 4회에 걸쳐 합계 4,330,502,736,300원을 청약대금으로 각 납입받는

184) 분식회계를 한 재무제표를 이용한 유가증권신고서 허위작성은 사기적 부정거래로 인정되나, 서울중앙지방법원 2007. 12. 21. 선고 2007고합569 판결은 단순히 피고인이 주식교환신고를 하면서 대표이사 가지급금 16억원을 은폐한 A사의 허위의 재무제표를 제출한 사안에서, 완전자회사가 되는 A사에 실제로 그 정도의 대표이사 가지급금이 있다는 것이 2004. 말 기준으로 자산총액이 224억원인 A사에 대한 일반 투자자의 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 사실에 해당한다고 단정하기는 어렵다고 판시

등 재산상 이익을 얻고자 유가증권 매매 기타 거래와 관련하여 투자자의 판단에 영향을 미칠 중요한 사항에 관하여 허위의 표시를 하거나 필요한 사실의 표시가 누락된 문서를 이용하여 타인에게 오해를 유발한 사실을 인정한 사례.

(7) 유가증권신고서상 증자대금 사용목적 허위기재

(서울중앙지방법원 2011. 9. 22. 선고 2011고합268 판결¹⁸⁵⁾)

- 피고인은 2007. 7. 16. A사 사무실에서 유상증자를 위한 이사회 결의를 마치고 같은 날 금융위원회 전자공시시스템을 통해 ‘유가증권신고서’를 작성·제출하면서, 사실은 유상증자로 조달된 자금 중 73억 8,000만 원을 피합병회사인 B사의 신규 설비투자 등에 사용할 의사가 없음에도¹⁸⁶⁾, 유상증자로 조달된 자금 7,999,983,080원 중 73억 8,000만 원을 A사의 신규설비투자과 노후화기계설비 교체를 위해 사용할 예정이라고 자금사용 목적을 기재하여 유가증권신고서의 중요한 사항을 허위로 표시하였고, 2007. 8. 7. A사 사무실에서 유가증권신고서의 효력이 발생하자 같은 날 전자공시시스템을 통해 ‘사업설명서’를 작성, 공시하면서 자금 사용 목적에 대해 위와 같은 허위 내용을 기재하여 사업설명서의 중요한 사항을 허위로 표시하였으며, 2007. 8. 9. A사 사무실에서 전자공시시스템을 통해 ‘유가증권발행실적보고서’를 작성, 공시하면서 자금사용 목적에 대해 위와 같은 허위 내용을 기재하여 유가증권발행실적보고서의 중요한 사항을 허위로 표시한 행위에 대하여 구 증권거래법 제188조의4 제4항 제2호를 적용한 사례.

(8) 해외 BW발행시 발행규모 허위공시

(대법원 2004. 1. 27. 선고 2003도5915 판결)

□ 사실관계

- A사 대표이사 겸 1대 최대주주 피고인 甲은 여러 증권회사들로부터 피고인의

185) 대법원 2012. 6. 28. 선고 2012도3782판결로 확정

186) 실제로 피고인은 2007. 8. 8. 유상증자로 조달된 자금 전액을 같은 달 10일 기준 부채 상환용으로 전부 사용하였음

지분율을 높이고 자금을 조달하기 위하여 해외 BW를 발행할 것을 권유받고 있던 중 2000. 6.경 B투자증권 투자자금본부장(상무이사) 乙로부터 해외 BW를 발행함에 있어 A사의 재무구조, 대외신인도 등을 고려할 때 큰 규모의 해외 BW를 발행하면 팔리지 않으니 형식적으로는 발행규모를 미화 3,000만불(사채와 신주인수권 분리형)로 하되 그 중 미화 1,500만불 상당의 해외 BW는 해외에 매각하지 아니하고 B증권사에서 보유한 후 A사가 재인수를 하기로 하는 한편, A사는 이 부분 상당에 대한 매입대금을 B증권사로부터 받는 즉시 B증권사의 금융상품에 가입하는 형식을 취하여 B증권사에 지급한 후 A사의 재인수대금으로 사용하기로 하고 나머지 1,500만불에 상당하는 해외 BW만 실질적으로 발행하되, 다만 신주인수권은 실제로 총 300개(1개당 미화 10만 불)를 발행하여 그 중 50%는 B증권사로부터 위 피고인이 취득하여 추후 주식으로 전환하여 지분율을 높이지는 제안을 받고 이를 승낙한 사실,

- A사는 2000. 7. 10. 해외 BW 발행업무를 B증권사에 의뢰하였고 2000. 8. 9. 미화 3,000만 불의 해외 BW를 발행하여 B증권사에게 전액 인수시킨 후 동 회사로부터 미화 3,000만불의 해외 BW에 대한 매입대금을 받은 후 위 이면 약정에 따라 그 다음날 미화 1,500만불 상당액(한화 167억 2,200만원)의 해외 BW 납입대금으로 B증권사의 상품 중 1년 만기 환매조건부채권에 가입하면서 위 해외 BW 1,500만불의 재인수를 담보하기 위하여 질권을 설정한 사실(그 후 B증권사는 위 167억 2,200만원 상당의 환매조건부채권을 계속 보유하고 있어야 하는 등으로 자산운용에 많은 제약이 따르자 2000. 11. 17. A사로 하여금 위 1,500만불 상당의 해외 BW를 재인수시키면서 그 대금과 위 환매조건부채권을 해지시킨 대금을 서로 상계처리),
- 한편 A사는 B증권사가 A사의 해외 BW를 전액 인수하는데 따른 자금 부담을 완화 시켜주기 위하여 자금 조달 목적으로 발행되는 1,500만불 상당의 해외 BW 중에서 500만 불에 대한 매입대금 상당액을 1개월간 B증권사의 환매조건부채권에 가입하여 준 사실, 그런데 A사는 위와 같은 이면 약정에 대한 언급이 전혀 없이 같은 해 8. 3. 및 같은 달 8. A사가 미화 3,000만 불 규모의 해외 BW를 발행하였다는 내용으로 각 공시한 사실이 인정됨

□ 판시 내용

- 피고인 甲은 자신의 경영권 확보 및 자금조달을 목적으로 해외 BW를 발행하되, A사의 신용도, 재무구조 및 국내외의 지명도 등에 비추어 실제로는 미화 약 1,500만불만을 발행하기로 하고 나머지 1,500만 불에 대하여는 이면약정에 의하여 형식적으로 발행하는 모양새만 갖춘 것일 뿐이고, 나머지 500만 불에 대하여도 실제로는 B증권사의 자금 부담을 덜어주기 위하여 1개월간 B증권사의 환매조건부채권에 가입하여 주었음에도 불구하고, **이면약정 등에 관한 아무런 언급 없이 단순히 A사의 해외 BW의 발행규모를 미화 3,000만불로만 공시한 것은** 허위로 해외 BW를 증액시켜 공시한 것이라고 보아야 할 것인 점, 유가증권 매매에 있어서 미화 3,000만불 규모의 해외 BW 발행이 성사된다는 것은 기업에 대한 신용이나 수익성 등이 해외 금융시장에서 인정받은 것이 되어 주식의 가치가 상승할 것으로 기대할 수 있는 중요한 사항인 점, 위 피고인이 해외 BW를 발행한 목적은 위 피고인의 지분율을 높이고 자금을 조달하려는 데에 있었던 점 등에 비추어 보면, 이 사건 공시 당시 위 피고인에게 유가증권의 매매거래를 유인할 목적이 있었음을 추단할 수 있다고 할 것이라고 판시한 사례¹⁸⁷⁾.

(9) 타법인 출자 허위 공시 (서울고법 2005. 10. 21. 선고 2005노684 판결)¹⁸⁸⁾

- 피고인 甲은 乙등 자금력 있는 투자자와 A증권 회장을 역임한 재계의 거물로 알려진 丙을 내세워 특정 기업을 인수한 다음 엔터테인먼트 지주회사를 표방하면서 주가 상승으로 인한 시세차익을 취득하거나 사전에 피고인이 차명으로 소유하고 있던 엔터테인먼트 관련 업체 지분과 교환되는 B사 발행 전환사채의 가치 유지 등 재산상의 이익을 얻기로 마음먹고, B사 주식을 매수한 후 B사 자회사 10개 중 7개 회사는 임원인 피고인, 최대주주인 乙로부터 B사가 그 지분을 인수하는 방법으로 인수한 것이므로 ‘최대주주등과의 거래’로 공시해야 함에도 이들로부터 인수하는

187) 법원은 동 사건의 ‘해외 공모 신주인수권부 사채 발행에 관한 허위표시 행위’를 증권거래법 제188조의4 제2항 제3호를 적용하고, A사에 대하여 양벌규정 적용

188) 대법원 2006. 4. 8. 선고 2005도8643 판결로 확정

금액이 B사 자본금의 91%에 달해 ‘최대주주등과의 거래’로 공시할 경우 주가에 중대한 영향을 미칠 것으로 판단하여 이 사실을 은폐하기 위하여 피고인의 제의로 피고인 및 乙 명의의 지분 명의를 丙등 차명으로 전환하여 ‘타법인 출자’로 공시함으로써 B사 주식의 거래와 관련한 중요한 사항에 관하여 허위의 표시를 함으로써 타인에게 오해를 유발하게 한 사실이 인정되므로 형식적으로 피고인이 최종 결재 권자가 아니라거나 공시업무를 직접 담당하지 않았다는 사정만으로 허위공시에 대한 책임을 면할 수는 없다고 판시.

(10) 주식공모 광고 및 안내문 허위기재¹⁸⁹⁾

(서울서부지방법원 2001. 12. 6. 선고 2001고단2003 판결)

- 어린이 영어교재 출판업체인 A사 대표이사인 피고인은 회사의 신주 발행, 모집 및 유상증자를 통하여 회사 가치 및 피고인 보유 주식의 가치를 높여 재산상의 이익을 얻고자 마음먹고, 2000. 3. 6.경 전국에 배포되는 경제신문들에 회사의 **주식 공모 광고**를 게재하면서 위 회사의 **자본금**이 금 5,000만원임에도 불구하고 금 5억원이라고 허위표시하고, 위 회사의 대표인 피고인의 **학력**이 국제대학교 경영학과 졸업뿐임에도 불구하고 **서울대학교 및 하버드대학교를 졸업하고 경제학 박사 학위를 보유한 것으로 허위표시함으로써** 유가증권의 거래상 중요한 사항에 관하여 타인에게 오해를 유발하고, 같은 해 4. 24. 위 경제신문들에 회사의 **주식공모 광고**를 게재하면서 사실은 회사가 금 720억원 상당의 납품계약을 체결한 사실이 없음에도 불구하고 **‘신규사업 내용 및 향후전망란’에 초등학교 영어교재에 대하여 금 720억원의 납품계약을 이미 체결한 것으로 허위표시하였고**, 같은 해 7. 26.경 회사 사무실에서 294명의 **주주들에게 회사운영상황 및 유상증자 실시에 관한 안내문을 우송하면서** 사실은 위 회사의 **매출실적 및 순이익**이 각 금 2억 1,600만원 및 금 2,900만원에 불과함에도 그 안내문에 매출액 금 95억 1,900만원, 순이익 금 16억 5,900만원으로 허위표시하였고, 같은 해 11. 8.경 사무실에서 294명 주주들에게 **회사운영상황 및 유상증자 실시에 관한 안내문을 우송하면서** 사실은 위

189) 서울고등법원 2004. 4. 2. 선고 2003노3374 판결은 주식공모 광고에 허위사실을 기재한 사안에서 구 증권거래법 제188조의4 제4항의 **‘허위사실 유포’**로 처벌

회사에서 B증권을 유상증자의 주권사로 선정한 사실이 없음에도 불구하고 그 안내문에 B증권이 **주권사로 선정되어 있는 것으로 허위표시함**으로써, 유가증권의 거래상 중요한 사항에 관하여 타인에게 오해를 유발하였다고 본 사례.

(11) 각종 계약 허위 공시 (서울고등법원 2007. 5. 10. 선고 2007노322 판결)

□ 사실관계

- A사는 2001. 12. 코스닥시장에 등록된 환경 하수 처리 기계 제조회사로서 재무구조는 건전하나 업종의 특성상 한계가 있다, 甲은 애당초 A사 주식에 대한 시세조종의 일환으로 **마치 A사가 신규사업에 진출하여 회사가 단기간 내에 급성장하는 것처럼 호재성 허위공시를 하여 일반 투자자의 매수세를 유인하고 주가를 상승시키기로 계획하고 A사 내에 IT사업부를 신설하여 乙이 운영하는 B사의 PDA 수입·판매사업을 흡수하고, 대만에서 C사를 설립하여 대표이사로 있는 丙을 해외영업이사의 직함을 주어 A가 환경하수처리설비의 대만 수출을 추진하고 있는 것처럼 위장하여 호재성 허위공시 재료를 생산할 수 있는 준비를 하고, 경영권 인수 직후에 개최된 2004. 9. 17. 임시주주총회에서 정관의 사업 목적에 해외 공사 수주, 해외환경오염방지시설, 영상 및 통신장비 판매업, 생명공학 제품제조 및 판매사업을 추가한 다음 **일련의 호재성 공시¹⁹⁰⁾**를 한 사례**

□ 법원의 판단

(가) 2004. 9.14.자 단말기 유통을 위한 총판점 계약 공시

- A사가 한국통신 자회사인 D사와 사이에 단말기 유통 및 판촉 계약을 체결하여 2004. 10. 최초 매출이 발생할 것이며 연간 150억원 정도 매출이 기대된다는 내용이나, 당시 양 사간에는 단말기를 외상구매가 가능하다는 여신거래약정서를 작성하였을 뿐 **연간 150억원 매출은 과도하게 부풀려진 것으로 실현가능성이 없는 점**

190) 동 사례에서는 각 허위 공시 행위에 대하여 경합범 인정

(나) 2004. 10.21.자 대만업체 E사와 판매대행 협정서 체결 공시

- A사가 대만업체에게 주력품목인 수처리기계 등의 판매와 홍보의 권한을 부여하는 판매대행협정서를 체결하여 동남아 수출 기반이 마련되었다는 내용이나, 실제는 양사간에 법적 구속력이 없는 의향서(MOU)만 체결된 점

(다) 2004. 11.15.자 대만업체 F사와 합작계약 체결 공시

- A사가 대만의 오폐수처리 공사 중 30% 이상을 설계한 F사와 합작하여 향후 동남아 공사를 공동으로 수주하여 시공에 참여할 것이라는 내용이나, 동 계약 역시 법적 구속력이 있는 합작계약이 아니라 단지 '향후 협력한다'는 취지의 법적 구속력이 없는 합작비망록(memorandum)을 작성받은 것에 불과한 점

(라) 2004. 12.27.자 건축 석자재 판매를 위한 물품공급 계약 체결 공시

- A사가 신규사업으로 중국 청도의 G사와 계약기간을 5년으로 한 친환경 건축 석자재 물품공급계약을 체결하여 판매할 예정이며, 2005. 1. 14억원 정도의 건축 석자재를 납품할 예정이며 연간 150억원 정도의 매출이 발생할 것으로 예상된다는 내용이나, 당시 A사는 대리점 보증금 명목으로 G사에 2,500만원을 지급하고 대리점 계약을 체결하였으나 당시 A사는 동 사업을 추진할 만한 시스템을 갖추지 못한 상태였고 G사에서 위 사업의 연기를 요청하는 등 미온적 태도를 보여 결국 위 사업은 2005. 1.경 무산된 점 등을 고려하여 사기적 부정거래행위 성립을 인정한 사례.

(12) 사채자금임에도 일반투자자들로부터 공모 청약 받은 것처럼 허위 기재

(서울동부지방법원 2013. 4. 24. 선고 2013고정525 판결)

- 피고인들은 (주)C의 신주인수권부사채 일반공모를 추진하면서 일반투자자의 청약을 유인하기 위하여 (주)D에서 시설자금 용자를 신청하였고, (주)C에서 시공을 담당하고 하여 (주)C는 시설공사 비용 86억원과 운영비 조달을 위하여 신주인수권부사채를 공모한다는 취지로 증권신고서를 작성하여 2009. 9. 10. 금융위원회에 제출한 상태에서, F는 사채업자인 G, H를 피고인 A와 B에게 알선하고, G, H는 신주인수권

부사채 대금을 다른 사람 명의로 납입해 주는 방식으로 자금을 조달해 주기로 하여 (주)C가 매출실적이 양호하고 시장에서 좋은 평가를 받는 것처럼 함으로써 일반투자자로부터 투자금을 모집하고 사채를 이용하여 배정받은 신주인수권부사채로 신주인수권을 행사하여 발행되는 주식을 고가에 매도하기로 순차 모의하였음.

- 피고인들은 2009. 9. 25. 위 (주)C 사무실에서 금융감독원 전자공시시스템을 이용하여 금융위원회에 위 신주인수권부사채 발행에 따른 증권발행실적보고서를 제출하면서 사실은 위 사채의 공모대금 17,715,000원 중에서 순수 일반 투자자의 청약대금은 695,000,000원 뿐이고, 나머지 17,020,000,000원은 사채자금을 조달하여 일반투자자를 가장하여 청약하였음에도 모든 청약대금이 일반 투자자가 청약한 것처럼 거짓 기재를 하여 금융위원회에 신고하고, 이와 같이 증권신고서 및 증권발행실적보고서의 중요사항에 관하여 거짓의 기재를 하고 중요사항에 관하여 기재를 누락하여, 일반 투자자의 청약 유인 모집자금 695,000,000원, 신주인수권부사채의 신주인수권의 행사에 따라 발행된 주식 18,106,352주를 장내 매도한 대금 9,957,000,000원 등 합계 10,652,000,000원 상당의 재산상 이익을 얻었다. 이로써 피고인들은 공모하여 증권의 매매 그 밖의 거래와 관련하여, 중요사항에 관하여 거짓의 기재 또는 표시를 하여 재산상의 이익을 얻고자 하는 행위를 하였고 판시한 사례.

(13) 저축은행의 후순위 채권 발행시 투자설명서에 BIS비율을 허위 기재

(인천지방법원 2014. 9. 17. 선고 2013고단7638 판결)¹⁹¹⁾

- 피고인들은 2010. 3경 F저축은행에 대한 금융감독원의 검사에서 F저축은행이 2009 회계연도 결산에서 2009. 6.말 기준 BIS비율을 4.87%에서 7.11%로 과대산정하고, 2009. 12.말 기준 BIS비율을 2.73%에서 6.15%로 과대산정한 사실이 적발됨에 따라 F저축은행은 2010. 7. 2. 위 검사결과를 받아들여 2009. 6. 기준 재무

191) 본 판결에서는 F저축은행의 후순위채권 발행시에 투자설명서에 BIS비율과 당기순손실액을 허위기재한 혐의에 대하여 자본시장법 제178조 제1항 제2호의 '중요사항 허위 기재 및 표시누락' 규정을 적용하였고, 후순위채권 발행과정에서 사모발행의 범위를 초과하여 마치 공모발행과 같은 형태로 투자권유를 한 부분에 대해서는 자본시장법 제178조 제1항 제1호의 '부정한 수단, 계획 또는 기교' 규정을 적용하여 유죄를 인정하였음(이에 대해서는 앞의 '부정한 수단, 계획 또는 기교'부분에서 전술)

제표를 BIS비율 4.87%를 기준으로 수정하여 금융감독원에 보고하였고, 2010. 7. 28. 금융감독원과 경영개선 협약을 체결하여 2010년 연말까지 유상증자 및 후순위채권 발행 등을 통해 BIS비율을 8%까지 높이기로 약속함에 따라 2010. 12.부터 BIS비율 8% 달성을 위해 후순위채권 발행을 추진하게 되었음.

- 피고인들은 2010. 12.경 후순위채권 발행과정에서 투자자들에게 제공할 투자설명서를 작성함에 있어, 사실은 위와 같은 금융감독원의 검사에서 F저축은행의 2009. 6. 기준 BIS비율은 4.87%, 당기순이익이 약 318억원으로 확인되어 금융감독원의 경영개선권고 요건에 해당하는 'BIS비율 5% 미만'을 기록한 사실이 있음에도 불구하고, 만일 투자설명서에 기재되는 BIS비율이 5% 미만인 경우 투자자들이 후순위채권 청약에 꺼려할 것을 우려하여, 투자설명서 중 '최근 3개연도 경영지표' 항목(2008~2010)에서 'F저축은행은 저축은행에 대한 감독기관이 정하는 의무건전성 비율인 BIS비율 5%이상을 유지하고 있다'는 취지로 기재하고, '요약재무현황 및 손익현황' 항목에서 '2009. 6. 기준 BIS비율이 7.11%이고, 당기순손실이 190억 8,500만원'이라는 취지로 허위기재하여 청약의 권유를 받는 상대방들에게 제공함으로써 피고인들은 공모하여 채무증권인 F저축은행 발행의 후순위채권의 매매와 관련하여 **중요사항에 관하여 거짓의 기재**를 하여 재산상 이익을 얻고자 하는 행위를 하였다고 판시한 사례.

(14) 사채업자로부터 자금을 빌려 주금납입을 가장하고 즉시 변제

(서울서부지방법원 2014. 11. 7. 선고 2014고합216 판결)

(의의) 증권발행실적보고서에 가장납입 사실을 숨기고 정상적으로 납입되어 유상증자가 성공한 것처럼 기재한 것은 중요한 사항에 관하여 허위 표시된 문서를 이용한 것에 해당

□ 사실관계

- 주식회사 H는 2006 회계연도 결산부터 당기 순손실이 발생한 이래 손실액이 누적

되는 상황임에도, 2007.12.경부터 2009. 8.경까지 자회사인 G와 D가 극도의 매출 부진과 영화 투자사업의 계속된 실패로 자금사정이 더욱 악화되자 위 두 자회사에 대하여 대여 형식으로 자금을 지원하여왔으나, 2008. 8.경부터는 거래처에 대금을 지급하지 못할 정도로 자금사정이 매우 어려운 상태에 이르던 중, 2009. 3. 13. 15기(2008년도 귀속) 감사보고서에 누적결손 및 우발채무 과다 등으로 기업으로서의 존속능력에 대한 불확실성이 존재하는 이유로 회계법인으로부터 의견 표명이 거절되어 상장폐지가 우려되는 상황이었음.

C(H의 최대주주 겸 대표이사)는 이와 같은 상황에서 상장폐지를 면하기 위해 주식 감자와 300억 원 상당의 유상증자를 통해 회사 재무구조의 건전성을 회복할 필요가 있다는 회계감사인의 건의에 따라 2009. 7.경 20:1의 감자를 실시한 이후, 2009. 9. 13.경 350억 원 규모로 주주배정 및 제3자배정 방식의 유상증자 계획을 담은 증권신고서를 제출하였으나, C, I 등 H 대주주·임원 등이 주주배정에 따른 주금을 납입할 능력이 없었고, 제3자 배정 주식청약 실적 또한 부진하여 유상증자의 실패가 예상되었음.

이에 C는 2009. 9. 12.경 재무이사인 피고인과 주금을 가장납입하기로 모의한 뒤, 사채업자인 J과 K로부터 합계 154억 7,000만원을 차용한 후, 2009. 9. 22.경 위 차용금을 포함한 306억 9,806만원을 주금으로 납입 예치하고, 다음날 주금 납입 증명서를 발급받아 증자변경등기를 마친 다음, 즉시 주금 306억 9,806만원 중 104억 7,000만원을 빼내어 주금을 빌려준 사채업자에 대한 채무변제 등에 사용하여 주금 납입을 가장하였음.

- 누구든지 금융투자상품의 매매 그 밖의 거래와 관련하여 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 행위를 하여서는 아니됨.

그럼에도 피고인은 C와 공모하여, 2009. 9. 23.경 위와 같이 가장납입과 차명계좌

36개를 이용하여 12,060,418주(전체 주식의 39.29%)를 차명으로 취득하여 완료된 유상증자에 대해 마치 일반투자자가 증자에 참여하여 307억원 상당의 유상증자가 성공하여 재무구조가 개선되고 자본이 확충된 것처럼 투자자를 기망하기 위하여, ① 2009. 9. 23. 금융감독원에 제출한 '증권발행실적보고서'에 제3자 배정을 통해 53인이 18,579,487주를 청약한 결과 총 30,698,000,000원이 납입되었다고 기재하여 취득자금 원천이 자기자금인 것처럼 중요사항에 관하여 거짓기재를 하고, ② 2009. 11. 13. 제출한 '분기보고서'(2009년 3분기) 및 2009. 11. 18. 제출한 '소액공모공시서류'에 C, I 등 회사의 주요 임원의 지분소유내역 변동이 없는 것처럼 중요사항에 관하여 거짓의 기재를 하였음.

□ 판시사항

- 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제178조 제1항 제2호의 '중요한 사항'이란 당해 법인의 재산·경영에 관하여 중대한 영향을 미치거나 유가증권의 공정거래와 투자자 보호를 위하여 필요한 사항으로서 투자자의 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 사항을 의미한다. 또한, 위와 같은 중요한 사항에 관하여 허위 또는 부실 표시된 문서를 증권선물거래소를 통하여 이미 공시한 상태에서 이를 단순히 시정하지 않고 방치하는 데 그치는 것이 아니라, 구체적인 상황에서 그 문서가 투자자의 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 사항에 관하여 오해를 유발할 수 있는 상황임을 알면서도, 이를 금전 기타 재산상의 이익을 얻는 기회로 삼기 위해서 유사한 취지의 허위 또는 부실 표시 문서를 계속 증권선물거래소에 보고하는 등의 방법으로 적극적으로 활용하는 행위는 위 조항에서 정한 문서의 이용행위에 포함될 수 있음 (대법원 2009. 7. 9. 선고 2009도1374판결 등 참조).
- 허위표시된 문서를 이용하는 행위 당시 부당한 이득을 얻으려는 목적이 있으면 족하며 그 행위 당시부터 장차 유가증권을 처분하여 이득을 얻겠다는 목적이 구체적이고 확정적으로 존재하여야 하는 것은 아니다. 또, 위와 같은 부당한 이익을 얻으려는 목적은 그것이 행위의 유일한 동기일 필요는 없는 것이므로 다른 목적과

함께 존재하여도 무방하고 그 경우 어떤 목적이 행위의 주된 원인인지는 문제되지 아니함(대법원 2003. 12. 12. 선고 2001도606 판결, 대법원 2009. 7. 9. 선고 2009도1374 판결 등 참조)

- 이 사건 공소사실 중 2009. 9. 23.자 증권발행실적보고서에 ‘취득자금 원천이 자기 자금인 것처럼 기재하였다는 부분은, 결국 위 유상증자와 관련하여, ‘제3자 배정을 받은 것으로 기재된 53인의 투자자들이 투자위험을 감수하고 각자 자기의 계산으로 보유한 자금으로 주금을 납입하여 유상증자가 정상적으로 완료됨에 따라 납입된 주금 총 30,698,060,000원 전액이 H가 운영에 사용할 수 있는 자금인 것처럼 기재하였다는 취지로서, 그 내용이 불분명하다고 할 수 없고, 제3자배정 납입자금의 원천이 허위로 기재되었음(회사의 대주주가 주식취득자금을 ‘차용금’이 아니라 ‘자기자금’으로 공시하는 것은 시장에서 대규모 매도물량에 대한 공포심을 해소하고 향후 주가가 안정적으로 유지될 것이라는 기대를 불러옴으로써 일반투자자들의 투자 판단에 영향을 미친다).¹⁹²⁾

192) 동 판결문에서 법원은 “① H는 2009. 3. 13.경 회계법인으로부터 15기 감사보고서 재무제표(2008. 1. 1.~ 2008. 12. 31.)에 대하여 누적결손 및 우발채무 과다를 이유로 계속기업으로서의 존속능력에 대한 불확실성으로 인한 의견거절을 받아 상장폐지의 이유에 처하게 되었고, 이에 따라 피고인이 위 회계감사인을 만나 구조조정, 감사 및 300억 원 이상의 증자를 통하여 부채를 상환하여 회사를 정상화하기로 하고, 300억 원 이상의 유상증자를 조건으로 수정하여 감사의견을 받은 상황이었다는 점, ② H는 2009. 6. 30.경 20:1의 주식 감자에 성공하였고, 결국 300억원의 유상증자 성공 여부에 따라 H의 상장폐지 여부 및 회생여부가 결정될 수 있는 상황이었으므로, 위 유상증자의 성부에 대한 시장의 관심이 높았을 것으로 보이는 점, ③ 실제로 H의 주가는 유상증자에 대한 기대감으로 상승하는 추세였다가 2009. 2. 22. 유상증자 전후로 다소 하락하여 2009. 9. 21.경에는 2,860원, 2009. 9. 22.에는 2,600원, 2009. 9. 23.에는 2,210원, 2009. 9. 24.경에는 1,880원이었는바, 이는 유상증자 신주 발행가액인 1,000원을 훨씬 상회하였던 점, ④ 당시 H는 유상증자로 보충된 운영자금으로 신규사업을 모색하고 있었고, 특히 2009. 7.경 이후로 우즈베키스탄 사와즈사이 리튬 광산 개발사업을 발굴하여 2009. 10.경 이후로는 위 사업을 호재성 소재로 홍보하고 있는 상황이었으며, 위 사업의 파트너인 신동에너콤에 대하여는 H가 306억원 상당의 유상증자를 하여 자금이 충분하다는 취지로 안심시켜 왔으므로, 306억원 상당의 유상증자에 154억원 상당이 가장납입되었다는 것이 밝혀진다면 신규사업의 성사 여부 및 신규사업의 수익성에 대한 시장의 평가가 불투명해지는 상황이었다는 점, ⑤ H는 300억 원의 유상증자에 실제로 성공하더라도 금융비용만을 감당할 수 있을 정도로 재무구조가 악화된 상황이었으나, 약 154억 원의 주금이 가장납입되어 실질적으로 자본금으로 편입되지 않아 H의 실제 재산경영상태가 개선되지 못한 점, ⑥ 자본시장법이 증권신고서와 투자설명서에 관하여는 허위

- 따라서, 피고인이 C와 공모하여 2009. 9. 23.자 증권발행실적보고서에 총 30,698,060,000원 중 절반 이상인 15,470,000,000원이 가장납입되었다는 사실을 숨기고 정상적으로 위 총액이 납입되어 유상증자가 성공한 것처럼 기재한 것은 중요한 사항에 관하여 허위 표시된 문서를 이용한 것이며, 이와 같이 위 유상증자가 정상적으로 성공한 것을 전제로 기재된 2009년 3분기 분기보고서 및 2009. 11. 18.자 소액공모공시서류를 계속하여 제출한 것은, 중요한 사항에 관하여 허위 표시된 위 각 문서를 적극적으로 활용하여 문서를 이용한 행위에 해당한다고 판시한 사례

(15) 연대보증채무 부담사실을 누락한 공시서류를 제출

(서울중앙지방법원 2014. 5. 28. 선고 2014고단151 판결)

- 피고인 A는 2009. 6.경 평소 친분이 있던 I로부터 '삼화저축은행으로부터 100억원을 대출받기로 했으니, H가 채무보증을 서 달라'는 부탁을 받고, (주)H와 아무런 관련이 없음에도 불구하고 (주)H가 위 100억원의 채무를 연대보증하도록 한 사실이 있었다.

이후 (주)H는 계속된 영업부진으로 인한 적자지속, 자본잠식 등 회사의 영업환경 및 재무구조가 취약하여져 회사 운영자금 마련을 위한 증자가 절실한 상황이 되었고, 2011. 5.경 신속한 자금조달을 위하여 소액공모를 추진하게 되었는데, 피고인들은 상호 논의를 통해 위 소액공모를 추진함에 있어 위와 같이 (주)H가 회사자본금 300억원의 33.3%에 이르는 100억 원의 연대보증채무를 타에 부담하고 있는 사실에 관한 기재를 누락한 공시서류를 제출하기로 결정하였다.

이에 따라 피고인 B는 2011. 5. 12.경 고의로 '(주)H가 100억원의 채무를 연대 보증한 사실'을 기재누락한 소액공모 공시서류를 금융감독원 및 한국거래소에

기재가 된 경우 이사 등으로 하여금 민사상 손해배상책임을 부담하게 하고 형사처벌하는 규정을 두고 있으나 증권발행실적보고서는 이러한 규정이 없다고 하여, 일률적으로 증권발행실적보고서는 자본시장법 제178조 제1항 제2호의 중요사항을 기재하는 문서가 아니라고 할 수는 없는 점 등을 종합하여 보면, H의 위 유상증자가 정상적으로 성공하는지 여부는 H의 재산경영에 관하여 중대한 영향을 미치거나 유가증권의 공정거래와 투자자 보호를 위하여 필요한 사항으로서 투자자의 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 중요사항에 해당한다고 판시

제출하여 일반투자자들로부터 361,022,000원의 자금을 조달하였다. 이로써 피고인들은 공모하여 증권의 매매 그 밖의 거래와 관련하여 타인에게 오해를 유발시키지 아니하기 위하여 필요한 중요사항의 기재 또는 표시가 누락된 문서를 사용하여 금전, 그 밖의 재산상 이익을 얻고자 하는 행위를 하였다.

3. 무죄판결 사례

(1) 대량보유보고서 미제출

(서울고법 2008. 6. 4. 선고 2008노145 판결)¹⁹³⁾

(의의) 대량변동 보고 의무를 전혀 이행하지 않은 행위(부작위)는 허위의 표시를 하여 타인에게 오해를 유발시켰다거나 필요한 사실의 표시가 누락된 문서를 이용하여 타인에게 오해를 유발시켰다고도 할 수도 없어 허위 표시된 문서를 이용한 것에 해당하지 않음

□ 사실관계

- 피고인 甲은 현재 국내 최대의 연예 기획사인 A사를 실질적으로 운영하는 회장이며, 피고인 乙은 영화 및 비디오 수입 및 배급업체인 B사 대표이사인 바, 甲, 乙은 2005. 3.경 골프용품 제조 등을 목적으로 하는 코스닥 상장법인인 A사를 인수하여 甲이 운영하는 음반회사인 C사 및 乙이 운영하는 비디오, DVD 유통 회사인 B사를 포괄적 주식교환의 방법으로 우회상장 시킨 다음 A사의 사업목적을 변경하여 음반제작을 포함한 종합적인 엔터테인먼트 회사로 운영하기로 계획하고,
- 누구든지 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 중요한 사항에 관하여 허위의 표시가 된 문서를 이용하여 타인에게 오해를 유발하게 함으로써 금전 기타 재산상의 이익을 얻고자 하는 행위를 하여서는 아니 됨에도, 피고인 甲, 乙은 공모하여, 甲과 乙이 2005. 4. 1. 그들의 계산으로 매수한 A사 주식 1,023만 주 중 491만

193) 대법원 2011. 7. 28. 선고 2008도5399 판결로 확정

주는 주가 급등기에 주가에 충격을 주지 않으면서 매도할 계획으로 총 14인의 차명으로 매수한 다음, 그 무렵 금융감독원 전자공시시스템을 통하여 '주식등의 대량보유상황보고서(경영참가목적용)'를 제출하면서, 사실은 위와 같이 甲, 乙이 A사 주식을 1,023만 주(발행주식 총수의 67.30%) 매수하였고 그 취득자금 중에는 차입금이 있음에도, 마치 甲과 乙의 이름으로 매수한 532만 주(35%)만 매수하였고 그 취득자금이 전부 자기자금인 것처럼 허위 기재함으로써, 코스닥 시장의 일반 투자자로 하여금 A사의 최대주주인 甲, 乙이 보유 주식의 절반가량에 이르는 대량의 주식을 장내에서 처분하고 있는 사실을 모르게 하였다. 甲, 乙은 이를 이용하여 A사의 주가가 급격히 상승하던 때인 2005. 4. 18.부터 2005. 10. 28.까지 주가에 충격을 주지 않으면서 丙등 차명주식 취득분을 매매하였음.

□ 판시 내용

- 피고인 甲이 2005. 4. 18.부터 2005. 10. 28.까지 '피고인 甲 차명주식 취득, 처분 내역(추가 매수)'기재와 같이 타인의 이름을 빌려서 유상증자에 참여하거나 코스닥 시장에서 매수하는 방법으로 취득한 A사의 주식을 보유하다가 코스닥시장에서 다시 매도하였음에도 이에 대한 **주식 대량변동 보고 의무를 전혀 이행하지 아니한 행위**는, 비록 증권거래법 제200조의2 제1항에서 정하고 있는 주식 변동상황에 대한 보고의무 위반행위에는 해당된다고 할 수는 있지만, 피고인 甲이 위와 같은 취득, 처분행위에 관하여 허위의 표시를 하여 타인에게 오해를 유발시켰다고 할 수 없고, 필요한 사실의 표시가 누락된 문서를 이용하여 타인에게 오해를 유발시켰다고도 할 수도 없으므로, 결국 피고인 甲이 증권거래법 제188조의4 제4항 제2호에서 금지하고 있는 행위를 하였다고 할 수 없다고 판시한 사례.¹⁹⁴⁾

194) 원심은, 피고인 甲 자신이 매수한 A사 주식(차명주주의 이름으로 보유하고 있어서 전자공시시스템을 통하여 제출한 '주식 등의 대량보유상황 보고서'에 기재하지 아니한 주식)을 장외시장에서 지인들에게 주당 1,000원에 매도한 부분에 대하여, 「직접 거래한 당사자들의 입장에서는 매도인이 甲이라는 사실도 알고 있었고, 장내 주식 가격에 비하여는 훨씬싼 가격에 매도한 것이므로 사기적 부정거래에 해당하지 않는다고 생각할 여지가 있으나, 증권거래법상 사기적 부정거래 행위를 금지하고 있는 **일법취지는 개별적인 거래상대방에 대한 사기행위를 처벌하기 위함이 아니라, 거래소나 코스닥시장 전체의 입장에서 모든**

(2) 소규모 차명주식 누락

가. 서울중앙지방법원 2010. 2. 5. 선고 2009고합690 판결¹⁹⁵⁾

□ 사실관계

- 피고인은 2003. 9.경 A사의 주식을 본인 명의로 114,600주, 乙 등 A사 임·직원 명의로 149,357주를 소유하는 등 합계 263,957주를 소유하였던 자로, 2006. 3.경 에도 본인 명의로 168,100주, A사 임직원 명의로 77,560주 등 합계 245,660주를 소유하고 있었음에도, 2006. 4. 3.경 B사의 이사회를 개최하여 합병기일을 2006. 7. 1., 합병비율을 '1:20.5084947'로 B사가 A사를 흡수합병하기로 결의한 후, 2006. 4. 4.자 금융감독위원회 및 한국증권선물거래소에 '합병신고서'를 제출하면서, 합병신고서 중 '투자자보호에 필요한 사항'란에 「합병전후 최대주주 및 주요주주의 주식변동현황」을 기재함에 있어 乙등 임직원 23명 명의의 차명주식 1,590,636주 (전체 주식 지분 중 9.93%)를 누락하고, 자신의 실명주식 3,692,810주만 보유하고 있는 것처럼 허위 기재하였으며, 2006. 7. 3. 합병 전 B사의 주식 245,333주와 A사의 주식 245,660주를 소유하여 합병 후 합병신주를 교부받은 2006. 7. 25. 시점에 B사 주식을 피고인 본인 명의로 3,692,810주, 임·직원의 차명으로 1,590,636주 (이에 따라 피고인이 보유하고 있는 차명주식은 발행주식 총수의 9.93%임)를

시장참여자들의 신뢰를 보호하고, 전체로서의 증권거래시장의 발전을 꾀하기 위함이고, A사의 주가가 우회상장 및 한류열풍 등의 영향으로 급격하게 상승하고 있는 상황에서 대주주인 피고인 甲이 어떤 이유로든지 처음 공시한 내용보다 더 많은 주식을 보유하고 있다가 이를 장외에서 싼 가격에 처분하고 있다는 사실이 일반 투자자들에게 알려질 경우 A사 주식의 주가가 떨어지거나 상승률이 낮아질 것이 분명함에도, 피고인 甲이 장외거래를 통하여 자신이 보유하고 있는 기존 주식의 가치하락을 막으면서 투자금에 대비하여서는 2배 이상의 수익을 얻은 행위도 사기적 부정거래에 해당한다」고 판시하였으나, 대법원은 장외에서 매도한 부분에 대한 부당이득 산정과 관련하여, 「피고인 甲이 장외거래를 통하여 자신이 보유하고 있는 기존 주식의 가치하락을 막으면서 투자금에 대비하여서는 2배 이상의 수익을 얻은 행위도 사기적 부정거래에 해당한다고 판단한 다음, 피고인 甲이 장외에서 1주당 1,000원에 매도하여 얻은 차익을 '위반행위로 얻은 이익'에 포함시켜 산정한 것은 수긍하기 어렵다」며 원심과 달리 판단

195) 대법원 2011. 6. 30. 선고 2010도10968 판결로 확정.

각각 소유하는 등 합계 5,283,446주를 보유하고있음에도, 2006. 7. 3.자 '최대주주변경신고서'를 제출하면서 위와 같이 차명주식 보유분을 누락하여 실명주식만 보유하고 있는 것처럼 허위 기재하고, 2006. 8. 8.자 '임원·주요주주 소유주식보고서'를 제출하면서 위와 같이 차명주식 보유분을 누락하여 실명주식만 보유하고 있는 것처럼 허위 기재하였음.

- 한편 B사 주식의 주가는 합병 한 달 전인 2006. 3. 7. 주당 3,010원에서 2006. 3. 24. 3,480원으로 상승하였고, 그때부터 연일 상승하여 합병 발표일인 2006. 4. 3.에는 5,410원이 되었고, 합병 발표 후 8거래일 만인 2006. 4. 12.에는 9,900원에 이르는 등 불과 한 달 만에 3,010원에서 9,900원으로 328.9% 급등하였으며, 그 후에도 상승을 계속하여 2006. 4. 28. 주당 16,000원(2006. 3. 7.에 비해 531.5% 급등)에 이르렀고, 이후 등락을 반복하다가 2006. 8. 8. 종가는 10,900원이 되었는데, 피고인은 2006. 8. 9. 乙 등 명의의 차명주식 총 9,123주 100,941,650원 상당을 매각한 것을 비롯하여, 그때부터 2008. 3. 6.까지 총 23명의 임·직원 명의 차명주식 471,343주, 43억 46,888,285원 상당을 매각하여 40억 72,805,557원의 양도차익을 얻었음.

□ 판시 내용¹⁹⁶⁾

- 이 사건의 쟁점은 피고인이 위와 같이 '중요한 사항'에 관하여 한 허위표시가 타인에게 오해를 유발하게 함으로써 금전 기타 재산상의 이익을 얻고자 하는 의도에서 비롯되었는지 여부임.
- 합병신고서, 최대주주 변경신고서, 임원·주요주주 소유주식보고서에 허위의 기재를 하는 경우에는 별도의 처벌 규정을 따로 두고 있으므로(증권거래법 제207조의3 제2호, 제190조의2 제1항, 제186조 제1항, 제210조 제5호, 제188조 제6항), 단순히

196) 법원은 본건 쟁점사항을 판단하기에 앞서, 피고인이 합병신고서 및 최대주주변경신고서, 임원·주요주주 소유주식보고서에 기재한 허위사실은 최대주주 또는 주요주주에 관한 사항으로서 B사의 경영에 관하여 중대한 영향을 미치거나 B사의 기업환경에 중대한 변경을 초래할 수 있는 사실로서 일반 투자자의 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 '중요한 사항'에 해당한다고 판시.

허위의 기재가 있다는 사유만으로 증권거래법 제188조의4 제4항 제2호 소정의 ‘허위의 표시를 하거나 필요한 사실의 표시가 누락된 문서를 이용하여 타인의 오해를 유발함으로써 얻으려고 하는 금전 또는 재산상 이익을 얻으려는 목적’이 있다고 추정할 수는 없는 점, 피고인이 차명으로 보유하고 있어 오해를 유발할 수 있는 유통가능물량은 437,035주(유통가능물량의 7% 상당, 피고인이 보유한 유통가능물량을 제외하더라도 유통가능물량의 9% 상당)에 불과한 점, 피고인은 시장 내 유통되는 주식의 수를 늘리기 위하여 자신이 보유하고 있던 주식을 시간외 대량 매매를 하고 이를 공시하였을 뿐만 아니라 차명 보유주식이 아닌 **자신이나 특수관계인의 주식 변동 상황에 대하여는 꾸준히 공시를 해 온 것으로** 보이고, 40~50% 이상의 주식을 계속 보유하면서 B사에 대한 확고하고도 지속적인 경영의사를 분명히 해 왔으며, 피고인이 위 차명주식을 허위로 표시한 이외에 다른 허위 사실을 유포하거나 위계를 사용하는 등의 행위를 하여 주가를 인위적으로 상승시키려고 하였다고 보기는 어려운 사정 등에 비추어 보면, B사 주식이 합병을 전후하여 급등한 것은 합병이라는 호재나 당시의 주식시장 상황에 연계되어 이루어진 것으로 보일 뿐, **피고인이 차명주식 보유량 및 매각 상황을 사실대로 공시하였다고 하여 일반 투자자의 입장에서 합병의 효과나 회사의 사업전망에 대하여 의구심을 가질 수 있었다거나 대주주 물량이 언제 매각될지 몰라 주가의 급등이 어려웠을 것이라고 단정하기도 어려운 점** 등¹⁹⁷⁾ 종합하여 보면, 본 유죄의 정황만으로는 피고인이 합병신고서, 최대주주변경신고서, 임원·주요주주 소유주식보고서에 차명으로 소유하고 있는 주식의 보유내역을 허위로 기재함으로써 타인의 오해를 유발하여 금전적 이익을 얻으려고 한 것이라는 점을 인정하기에 부족하고 달리 이를 인정할 만한 증거도 없다고 판시.

197) 그 외에도, 양도소득세 회피에 의한 이익은 ‘허위표시로 유가증권의 매매와 관련하여 타인의 오해를 유발함으로써 얻으려는 금전 기타 재산상의 이익’에 포함될 수 없는 점, 실제로 차명 주식의 매도시기와 시세조종이 겹치는 시기도 2006. 9. 7. 2,000주, 2006. 10. 25. 5,159주에 불과한 점 등을 감안하였음

나. 서울고등법원 2011. 6. 9. 선고 2010노3160 판결¹⁹⁸⁾

- A사가 주주배정 유상증자를 실시한 후 발생한 소량의 실권주에 대하여 제3자배정 유상증자를 실시키로 하였으나 **40만 주[2억 원(1.6%)]**를 인수할 투자자를 구하지 못하자 유상증자가 성공하였다는 외관을 형성하기 위해 A사 실질사주가 차명으로 실권주를 인수한 사례에서, 피고인이 자신들이 투자를 권유한 투자자들과의 신뢰 관계 유지를 위해 차명으로 인수한 것이지 나아가 실권주 인수를 적극적으로 허위 공시함으로써 일반투자자들의 오해를 유발시키려는 의사가 있었다고 보기 어려우므로, 원심과 달리 자본시장법 제178조 제1항 제1호의 '부정한 기교' 및 제2호의 '중요사항의 기재가 누락된 문서 사용'에 해당하지 않는다고 판시.

(3) 수익보장약정 하에 제3자 배정 증자 참여

(서울고등법원 2011. 6. 9. 선고 2010노3160 판결)¹⁹⁹⁾

(의의) 수익보장약정 하에 제3자 배정 유상증자에 참여한 경우에도 유상증자에 참여한다는 공시 자체는 허위라고 할 수 없음

- A의 대표이사인 피고인 **甲과 乙** 사이에 체결된 약정서는 **乙**이 운영하는 외국회사인 P가 A사가 2009. 5. 20. 실시하는 제3자 배정 유상증자에 참여하여 A사 주식을 취득하고, 1년의 보호예수기간을 포함하여 위 주식을 2011. 10. 31.까지 의무적으로 보유하여야 하며, 2011. 11. 1.부터 1개월간 P는 B사에 연 12%를 가산한 금액으로 매수청구를 할 수 있고, B사는 2년 6개월의 투자기간 동안 최소 30%(연 12%)의 수익을 보장한다는 내용으로서 P가 실제로 유상증자에 참여하여 A사 주식을 취득 하되 이에 대하여 매수청구권과 확정수익을 보장한다는 것이므로, 단순히 P가 유상증자금과 명의만을 대여하는 것이라거나 유상증자 참여 자체가 허위인 것으로는

198) 대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도8109 판결로 확정

199) 다만, 본 건에 대하여 자본시장법 제178조 제1항 제1호의 성립은 인정(대법원 2011도8109 판결로 확정)

볼 수 없으므로, 피고인이 2009. 5. 14.자 정정신고(보고) 및 2009. 5. 22.자 A사의 증권발행결과(자율공시)를 함에 있어 외국법인인 P가 3차 배정을 통하여 A사의 주식을 취득한 것으로 공시한 것 자체가 자본시장법 제178조 제1항 제2호에서 규제하는 '중요사항에 관하여 거짓의 기재를 하는 행위'에 해당한다고 볼 수 없다고 판시한 사례.

(4) 고의²⁰⁰⁾가 없는 경우

(대법원 2003. 9. 2. 선고 2003도3455 판결)

□ 사실관계

- 피고인 甲, 乙, 丙 등은 공모하여, 2000. 10. 12. 서울 강남구 소재 사무실에서 투자 조합인 B가 A화섬(주)을 인수함에 있어 사실은 『C사가 동 회사의 주식 63,000주를 37억원에 매수하고, 2001. 3. 31. 이전까지 동 회사 대주주인 丁이 기존영업자산을 양수함과 아울러 회사채무를 인수하게 되는 경우 B가 위 丁에게 27억원을 지급하고, 그 지급을 담보하기 위하여 매수주식 30,000주를 담보로 제공하고, B는 조속히 기존 영업자산 중 위 丁이 지정하는 자산에 대하여 소유권이전등기청구권 보전의 가동기가 경료될 수 있도록 조치를 취하여야 하며, 위 丁의 특수관계인이 보유하고 있는 동 회사의 주식 10,636주를 18개월간 한국증권예탁원에 보호예수하여야 한다』는 내용

200) 증권거래법 제188조의4 제4항 제2호는 같은 항 제1호와 더불어 같은 조 제1항 내지 제3항에 대한 일반 규정으로서의 성격을 갖는 것으로서 중요한 사항에 관한 허위 표시를 하거나 필요한 사실이 누락된 문서의 사용이라는 방법으로써 타인의 오해를 유발하고 이로 인하여 재산상의 이익을 얻는 행위를 금지하고 있는 바, 허위로 표시되거나 누락된 내용은 일반인의 투자판단에 영향을 미칠 만한 중요한 사항에 관한 것이어야 할 뿐만 아니라, 그러한 중요한 사항에 대한 허위표시를 하거나 필요한 사실이 누락된 문서를 이용하여 타인에게 오해를 유발하게 함으로써 재산상의 이익을 얻고자 하는 일련의 객관적 구성요건에 대한 피고인의 고의가 인정되어야 위 조항 위반죄가 성립된다 할 것이다. 또한 형사재판에서 공소가 제기된 범죄사실은 검사가 입증하여야 하고 법관은 합리적인 의심을 할 여지가 없을 정도로 공소 사실이 진실한 것이라는 확신을 가지게 하는 증명력을 가진 증거를 가지고 유죄로 인정하여야 하므로 그와 같은 증거가 없다면 설령 피고인에게 유죄의 의심이 간다고 하더라도 피고인의 이익으로 판단할 수 밖에 없다.(대법원 2002. 12. 24. 선고 2002도5662, 대법원 2003. 9. 2. 선고 2003도3455 판결 등)

으로 영업자산 등 영업을 양수할 의사가 없이 동 회사의 주권등록증과 주식만을 매수하는 내용의 계약을 체결하였음에도 B가 동 회사의 주식 47,065주를 30억원에 매수한다는 사실과 다른 내용이 포함되고 『현금 27억원의 지급에 대한 담보로 매수 주식 30,000주 제공』 등이 누락되어 불특정 다수 일반투자자들의 합리적인 투자 판단에 영향을 미칠 수 있는 중요한 내용이 사실과 다르거나 누락된 **계약서를 별도로 작성**한 후, 위와 같이 중요한 사실이 누락된 내용을 같은 달 18. 한국증권업 협회 및 금융감독원에 보고하고, 같은 달 19. 그 내용을 전자공시하고,

- 2000. 12. 20. C사의 유상증자시 사실은 D사의 대주주인 戊는 신주배정자 명의만을 빌려주었고, 유상증자 대금도 戊가 아닌 B자금으로 납입하여 실질적으로는 위 戊가 C사의 유상증자에 참여한 것이 아님에도 마치 **벤처업계의 선두주자 중 하나인 D사의 대주주 戊가 1주당 800,000원으로 C사의 유상증자에 참여함으로써 C사의 가치를 그와 같이 인정하고 있다는 것처럼 나타내기 위하여** 위 戊가 C사의 유상증자에 참여하여 1주당 800,000원의 가격으로 신주 1,500주를 배정받았다는 내용을 한국증권업협회 및 금융감독원을 통하여 전자공시하는 등, 위와 같이 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 부당한 이득을 얻기 위하여 고의로 허위사실을 유포하거나, 중요한 사항에 관하여 허위의 표시를 하거나 필요한 사실의 표시가 누락된 문서를 이용하여 타인에게 오해를 유발하게 하였음

□ 판시 내용

- (주식매매계약과 관련) A사의 총 발행주식은 90,000주이었는데 피고인들은 B투자 조합이 그 중 63,000주를 64억원(1주당 약 101,587원)에 취득하는 내용의 주식매매 계약을 체결하고서도 마치 47,065주를 30억원(1주당 63,741원)에 취득하는 것으로 하고 아울러 위 64억원의 대금 중 A사의 기존 영업자산에 대한 양도 의무의 이행 시점에 동시에 지급하기로 한 27억원의 지급채무이행의 담보를 위하여 그 이행기 까지 취득주식 중 30,000주를 담보조로 제3자에 보관시킨다는 내용 등 일부 특약 사항을 제외한 '공시용 계약서'를 별도로 만들어 이를 대량보유 및 소유주식보고서

첨부하여 금융감독원에 제출한 사실은 인정되나, 피고인들이 투자조합의 주식의 대량보유 및 소유상황 보고시 그 취득 수량과 대금액을 고의적으로 축소하여 허위 보고한 사실에 대하여는 별도의 보고의무위반죄로 의율할 수 있을지언정 그러한 행위만으로는 피고인들에게 증권거래법 제188조의4 제4항 제2호 소정의 사기적 부정거래의 ‘고의’가 있었다고 인정하기에 부족하며, 당시 A회사의 현황, 그 주식의 시세, 코스닥시장의 상황 등 제반 여건에 비추어 볼 때 위와 같은 정도로 취득 수량 및 가액을 허위표시하거나 혹은 주식매매계약상 27억원의 지급채무이행의 담보를 위하여 취득주식 중 30,000주를 담보로 제공한다는 내용을 누락한 채 공시를 한다고 하여 그것이 일반 투자자의 투자 판단에 영향을 미치는 중요한 사항에 관한 것이었다고 단정하기 어렵다고 판시.

- **(유상증자 관련)** A사 유상증자시 벤처업계의 선두주자 중 하나인 D사의 대주주 戊는 신주배정자 명의를 빌려주었고 유상증자 대금도 戊가 아닌 타인의 자금으로 납입하였음에도 戊가 A사 유상증자에 참여하여 신주를 배정받았다고 공시하였으나, 제반사정에 비추어 볼 때 戊가 D사의 대주주라거나 그가 유상증자에 관여하였다는 사실 자체가 일반인의 투자판단에 영향을 미칠 만한 유명인사라는 점에 대한 증명이 부족하고, 실제 공시 이후 오히려 3일 연속 하한가를 기록한 점, 12억원 유상증자 동기가 자본 잠식상태를 해소하여 코스닥 등록이 취소되는 사태를 막고자 함이었으므로 피고인들에게 戊의 명의를 빌려 허위공시를 함으로써 투자자들에게 오해를 유발하여 재산상 이익을 얻으려는 고의가 있었다고 단정하기 어려워 원심을 파기하고 환송한 사례.

제4절 풍문의 유포, 위계, 폭행 또는 협박²⁰¹⁾

1. 판단기준

(1) 구 증권거래법상 부당이득 목적 판단

(대법원 2009. 7. 9. 선고 2009도1374 판결 등)

(의의) 구 증권거래법 제188조의4 제4항 1호의 '부당한 이득'은 유형적·경제적 이익에 한정되지 않고, 무형적 이익·소극적 이익·장래의 이득을 모두 포괄하는 개념

- 구 증권거래법의 목적과 위 조항의 입법 취지 등에 비추어 위 조항이 정한 **부당한 이득**은 유가증권의 처분으로 인한 행위자의 개인적이고 유형적인 경제적 이익에 한정되지 않고, 기업의 경영권 획득, 지배권 확보, 회사 내에서의 지위 상승 등 무형적 이익 및 적극적 이득뿐 아니라 손실을 회피하는 경우와 같은 소극적 이득, 아직 현실화되지 않는 장래의 이득도 모두 포함하는 포괄적인 개념으로 해석하는 것이 상당하고,²⁰²⁾
- 허위의 사실을 유포하는 행위 당시 위와 같은 포괄적인 의미의 부당한 이득을

201) 자본시장법 제178조 (부정거래행위 등의 금지)

② 누구든지 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 할 목적이나 그 시세의 변동을 도모할 목적으로 풍문의 유포, 위계(僞計)의 사용, 폭행 또는 협박을 하여서는 아니 된다.

구 증권거래법 제188조의4 (시세조종등 불공정거래의 금지) ④ 누구든지 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 다음 각 호의 1에 해당하는 행위를 하지 못한다.

1. 부당한 이득을 얻기 위하여 고의로 허위의 시세 또는 허위의 사실 기타 풍설을 유포하거나 위계를 쓰는 행위

※ 구 증권거래법 제188조의4 제4항 제1호의 허위사실 유포, 제2호의 부실표시는 자본시장법 제178조 제1항 제2호에 반영되었고, 구 증권거래법 제188조의4 제4항 제1호의 풍설유포, 위계 사용행위는 자본시장법 제178조 제2항에 반영되었음(임재연, 자본시장법과 불공정거래 480면 참조)

202) 대법원 2001. 1.19. 선고 2000도4444 판결, 대법원 2003. 1.10. 선고 2002도6053 판결, 대법원 2003. 11.14. 선고 2003도686 판결, 대법원 2002. 7.22. 선고 2002도1696 판결 등 참조

얻으려는 목적이 있으면 족하며 그 행위 당시부터 장차 유가증권을 처분하여 이득을 얻겠다는 목적이 구체적이고 확정적으로 존재하여야 하는 것은 아니다.

- 또, 위와 같은 부당한 이익을 얻으려는 목적은 그것이 행위의 유일한 동기일 필요는 없으므로 다른 목적과 함께 존재하여도 무방하고 그 경우 어떤 목적이 행위의 주된 원인인지는 문제되지 아니하며(대법원 2003. 12. 12. 선고 2001도606 판결 등 참조), 피고인이 목적의 존재를 부인하는 경우에는 이러한 주관적 구성요건 요소인 사실은 그 성질상 상당한 관련성이 있는 간접사실 또는 정황사실을 분석하는 방법에 의하여 그 존부를 판단할 수밖에 없으며, 이때 무엇이 목적의 존재를 뒷받침할 수 있는 상당한 관련성이 있는 간접사실 또는 정황사실에 해당하는 것 인지는 정상적인 경험칙에 바탕을 두고 치밀한 관찰력 및 분석력에 의하여 합리적으로 판단하여야 한다고 판시한 사례.

(2) 풍문의 개념

가. 서울고법 2013. 3. 22. 선고 2012노3764 판결

- 자본시장법 제178조 제2항은 누구든지 금융투자 상품의 매매, 그 밖의 거래를 할 목적이나 그 시세의 변동을 도모할 목적으로 풍문을 유포하여서는 아니된다고 규정하고, 같은 법 제443조 제1항 제9호에서 ‘금융투자 상품의 매매, 그 밖의 거래를 할 목적이나 그 시세의 변동을 도모할 목적으로 풍문을 유포한 자’를 처벌하고 있는바, 여기에서 ‘풍문’이라 함은 ‘시장에 알려짐으로써 주식 등 시세의 변동을 일으킬 수 있을 정도의 사실로서 합리적 근거가 없는 것’을 의미한다고 봄이 상당하다.

나. 서울중앙지방법원 2012. 9. 21. 선고 2012고합662 판결²⁰³⁾

- 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제178조 제2항은 누구든지 ① 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 할 목적이나 ② 그 시세의 변동을 도모할 목적으로 풍문을

203) 서울고법 2013. 1. 17. 선고 2012노3290 판결로 확정.

유포하여서는 아니 된다고 규정하고 제443조 제1항 제9호에서 '금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 할 목적이거나 그 시세의 변동을 도모할 목적으로 풍문을 유포한 자'를 처벌하고 있다. 이는 ① 신주나 사채의 발행 등 회사의 자금조달과 관련된 거래를 용이하게 하기 위한 목적의 것(제1유형)과 ② 거래소에서 시세의 변동을 도모하기 위한 목적의 것(제2유형)이라는 두 가지 유형으로 구분될 수 있다.

- 문언적 의미로 '풍문'이라 함은 바람결에 들리는 소문, 실상이 없이 떠돌아다니는 말, 다른 말로 '풍설'을 의미한다. 오로지 문언적 의미에 따른다면, '풍문'은 실상이 없는 '말(噂)'이면 되는 것이므로 그것이 진실인지 허위인지 여부와는 무관하다고 해석된다. 즉, 구 증권거래법 제188조의4 제4항 제1호가 '고의로 허위의 시세 또는 허위의 사실 기타 풍설을 유포'하는 행위를 구성요건으로 하였다가 현재 자본시장과 금융투자업에 관한 법률에서 단순히 '풍문의 유포'로 개정되었는바, 구 증권거래법 당시에는 '허위'라는 문언이 '사실'과 '풍설'을 둘 다 수식하는 것으로 해석하여 '허위성'을 요건으로 해석할 여지가 없지 않았으나, 현행법은 단순히 '풍문'이라고만 규정할 뿐이므로, **반드시 객관적으로 허위여야만 위 구성요건에 해당하는 것으로 볼 수는 없다.**
- 다만, '실상이 없이 떠돌아 다니는 말'이라는 풍문의 문언적 의미에 비추어 볼 때, 적어도 해당 사항에 관하여 '합리적 근거'가 없는 것이고, 유포자 자신도 유포되는 말에 '합리적 근거가 없다는 점에 대한 인식'을 갖고 있었던 경우에 한하여 위 죄가 성립된다고 해석하여야 할 것이다. 따라서 사후적으로 우연히 진실에 부합하는 것으로 밝혀진다 하더라도, **유포 당시 합리적 근거를 전혀 갖추지 못하였고 유포자 자신도 이를 인식하고 유포하기에 이른 이상 여기서 말하는 풍문유포행위에는 충분히 해당한다고 할 수 있다,**
- 그리고, 여기서의 '허위 또는 합리적 근거가 없는 사실'은 그것이 유포됨으로써 주식 시세의 변동을 일으킬 수 있을 정도로 시장에서 중요성을 가진 사실일 것을 요한다고 해석해야 한다. 만약 이와 달리 주가 변동에 별다른 영향을 미칠 위험이 없는

사소한 내용의 풍문의 유포까지 처벌하게 된다면, 지나치게 개인의 표현의 자유를 억압하고 처벌의 범위가 확대되는 것을 피할 수 없기 때문이다. 결국 제178조 제2항 및 제443조 제1항 제9호에서 규정하고 있는 ‘풍문’이라 함은 ‘시장에 알려짐으로써 주식 등 시세의 변동을 일으킬 수 있을 정도의 사실로서 합리적 근거가 없는 것’을 의미한다고 할 것이다.

- 나아가 보다 구체적으로 살펴건대, 유포된 사실의 출전(出典)이 있는지 여부 역시 합리적 근거 유무 판단의 한 요소에 지나지 않는 것이기는 하지만, 적어도 공간(公刊)된 자료나 기업의 공시자료, 관련 신문기사의 내용을 그대로 전재(全載)하는 것은 해당 자료의 허위성을 명백히 인식하고서 그에 편승하기 위한 것이라는 등의 특단의 사정이 없는 한 위 죄가 성립될 여지는 없다고 보아야 할 것이다.
- 다음으로, 회사 경영자에게 회사 장래에 관한 예측의 자유가 보장되어야 하는 것(제1유형) 이상으로 일반투자자 역시 자신이 투자하였거나 투자할 회사의 주가 전망을 예측하고 이를 표현할 자유가 보장되어야 함(제2유형)은 더 말할 필요가 없다. 따라서 적어도 원래부터 투자자의 주가전망이나 견해를 게시하도록 구축된 공간에서, 유포자 자신의 장래 주가전망에 대한 예측이나 유포자의 단순한 개인적인 의견을 제시하는 행위는, 유포자의 동일성(ID)을 밝히고 그것이 단지 유포자 개인의 견해라는 점을 혼선의 여지없이 명확히 한 이상, 제178조 제2항 및 제443조 제1항 제9호의 풍문유포행위에는 해당하지 아니한다고 보아야 한다. 그러한 공간에서 이루어진 유포자 개인의 단순한 의견제시까지 형벌의 구성요건으로서의 풍문유포행위에 포함되는 것으로 넓게 해석한다면, 헌법상 보장하는 표현의 자유를 지나치게 제한하여 이를 침해할 우려가 있고, 사실상 주식시장에서 의견교환이나 정보의 원활한 소통을 막게 되어 바람직하지도 않기 때문이다.

(3) 허위 또는 위계여부 판단 방법

가. 대법원 2011. 3. 10. 선고 2008도6335 판결

- 구 증권거래법(2007. 8. 3. 법률 제8635호 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 부칙 제2조로 폐지) 제188조의4 제4항 제1호는 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 부당한 이득을 얻기 위하여 고의로 허위의 시세 또는 허위의 사실 기타 풍설을 유포하거나 위계를 쓰는 행위를 금지하고 있는데, 여기서 '위계를 쓰는 행위'란 거래 상대방이나 불특정 투자자들을 기망하여 일정한 행위를 유인할 목적으로 수단, 계획, 기교 등을 쓰는 행위를 말한다²⁰⁴⁾. 위 법이 이와 같이 사기적 부정거래행위를 금지하는 것은 증권거래에 관한 사기적 부정거래가 다수인에게 영향을 미치고 증권시장 전체를 불건전하게 할 수 있기 때문에 증권거래에 참가하는 개개 투자자의 이익을 보호함과 함께 투자자 일반의 증권시장에 대한 신뢰를 보호하여 증권시장이 국민경제의 발전에 기여할 수 있도록 하는 데 그 목적이 있으므로, 유가증권의 매매 등 거래와 관련한 행위인지 여부나 허위 또는 위계인지 여부 및 부당한 이득 또는 경제적 이익의 취득 도모 여부 등은 행위자의 지위, 행위자가 특정 진술이나 표시를 하게 된 동기와 경위, 그 진술 등이 미래의 재무상태나 영업 실적 등에 대한 예측 또는 전망에 관한 사항일 때에는 합리적인 근거에 기초하여 성실하게 행하여진 것인지 여부, 그 진술 등의 내용이 거래 상대방이나 불특정 투자자들에게 오인·착각을 유발할 위험이 있는지 여부, 행위자가 그 진술 등을 한 후 취한 행동과 주가의 동향, 행위 전후의 제반 사정 등을 종합적·전체적으로 고려하여 객관적인 기준에 따라 판단하여야 한다고 판시.

204) 「위계란 거래 상대방이나 불특정 투자자를 기망하여 일정한 행위를 유인할 목적의 수단, 계획, 기교 등을 말하는 것이고, '기망'이라 함은 객관적 사실과 다른 내용의 허위사실을 내세우는 등의 방법으로 타인을 속이는 것」을 의미(대법원 2009도6411 판결, 대법원 2007도 11145 판결 등)

나. 대법원 2009. 7. 9. 선고 2009도1374 판결

- 언론을 통하여 기업의 사업 추진 현황이나 전망 등에 관한 인터뷰 기사 등이 보도 되도록 한 경우, 그것이 단순히 사업과 관련된 의견 또는 평가, 단순한 홍보성 발언에 불과한 것이 아니라, 구 증권거래법(2007. 8. 3. 법률 제8635호로 공포되어 2009. 2. 4. 시행된 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 부칙 제2조로 폐지) 제188조의4 제4항 제1호에 정한 허위의 사실을 유폐하는 행위에 해당하는지 및 그러한 행위가 부당한 이익을 얻기 위한 것인지 여부는, 위 조항의 취지를 염두에 두고 행위자의 지위, 해당 기업의 경영 상태와 그 주가의 동향, 인터뷰 및 보도 내용의 구체적인 표현과 전체적인 취지, 보도의 계기 및 그 계속, 반복성 여부, 보도 내용과 관련된 기업의 여러 실제 사정 등을 전체적·종합적으로 고려하여 객관적인 기준에 의하여 판단하여야 한다고 판시.

2. 구체적 사례

(1) 기자들에게 허위의 보도자료 배포

가. 수원지방법원 2008. 8. 29. 선고 2008고합112 판결²⁰⁵⁾

- 상장회사인 A사가 비상장 바이오벤처회사인 B사를 계열회사로 편입하기 위해 B사 대주주인 피고인 甲과 현물출자계약을 체결함으로써 A사의 주주가 된 甲은 2005. 5. 11. 현물출자방식 제3자배정 유상증자로 취득한 A사 주식 800,000주를 고가에 매도하기 위하여, A사 前 대표이사 피고인 乙은 A사의 주력사업인 멤버쉽서비스 사업이 더 이상 성장성이 없게 되고, 수익성이 약화되면서 A사의 주식가치가 2003. 8월 3,000원대에서 2005. 3월 일평균 주가가 980원으로 지속적으로 하락하여 자신과 회사가 보유한 자사주의 가치가 크게 감소하자 이를 만회하여 고가에 매도하기 위하여, A사의 홍보담당 이사인 피고인 丙은 스톡옵션 행사(행사가격

205) 동 사안에서 A사의 대표이사인 乙이 A사의 업무에 관하여 허위사실을 유폐하여 A사 주식의 시세를 조종하는 사기적 부정거래를 하고, 이사에게 현금을 대여하여 이해관계자와의 거래 금지 의무를 위반한 점과 관련하여, A사에 양벌규정을 적용

1,420원, 행사시작일 2005.06.17.]로 취득한 주식 100,000주를 고가에 매도하기 위하여, 甲, 乙, 丙은 암묵적 또는 순차적으로 공모하여, 당시 2005. 5.경에는 줄기세포 치료제 등 바이오산업에 대한 사회적 이상 열풍(이른바 ‘황우석 신드롬’)이 불던 시기였는데 바이오테마가 상장법인의 주가에 미치는 영향력이 커진 점을 이용해 2005. 6.경 작성된 ‘지속적 이슈창출로 주가부양에 기여한다’는 ‘B사 홍보 전략 세부기획안’에 기초하여 이를 보도자료로 정리하여 경제신문 등의 기자들에게 지속적으로 배포하는 방법으로, B사의 ‘진단용 칩’, ‘제대혈 보관 및 성체 줄기세포 치료제’의 연구계획과 연구실적 및 사업계획과 사업실적에 대하여 허위의 사실을 유포하고 허위의 표시를 하거나 필요한 사실의 표시가 누락된 보도자료를 발표하고 이를 배포, 공시하여 A사 주식의 시세를 인위적으로 부양하기로 하고,

- 피고인들은 2005. 5. 30. 위 A사 사무실에서, 사실은 B사의 필리핀 내 수출을 담당하던 C사가 2005. 1. 25. 필리핀 식품의약국(BFAD)으로부터 필리핀 관련규정에 따라 ‘진단용 칩’은 별도의 등록을 필요로 하지 않는 품목임을 확인받았을 뿐 ‘진단용 칩’의 우수성 또는 품질을 인정받아 그 수출, 판매허가를 받은 것이 아니고, 2005. 5. 13. 및 2005. 5. 26. 2회에 걸쳐 위 C사의 담당자인 丁으로부터 ‘진단용 칩’의 필리핀 수출권 사업추진 포기를 통지받아 필리핀 내 수출, 판매가 불가능 하였음에도 불구하고, 경제신문 기자들에게 “A사의 계열사인 B사가 2005. 1. 25. ‘진단용 칩’의 판매허가를 필리핀 식품의약국으로부터 받았으며, 2005. 7.부터 검사실 설치와 더불어 검사가 실시될 예정이다.”라는 취지의 허위의 보도자료를 배포하여 경제신문 등에 보도되도록 한 것을 비롯하여 2005. 5. 30.부터 2005. 8. 9.경까지 사이에 총 12회에 걸쳐 허위 보도자료 또는 필요한 표시가 누락되거나 과장된 보도자료를 배포하여 경제신문 등에 보도 되도록 하여,
- 이로 인하여 A사의 주가가 2005. 5. 11.에 1,670원에서 2005. 7. 6.에 9,570원까지 인위적으로 부양되었고, 그 과정에서 피고인 甲은 2005. 6. 21.부터 2005. 7. 5.까지 8거래일에 걸쳐 그 소유의 A사 주식 800,000주 전량을 매도하여 함께 45억 22,653,962원의 시세차익을 취득하고, 피고인 乙은 2005. 7. 11. 단 1거래일에 그 보유 중인 A사 주식 3,617,187주 중 1,000,000주를 매도하여 함께 189억

39,710,388원(실현이익 81억 74,733,760원, 미실현 이익 107억 64,976,628원)의 시세 차익을 취득한 후 2005. 7. 8.부터 2005. 7. 25.까지 4거래일에 걸쳐 A사 소유의 자사주 전량 371,905주를 매도하여 합계 19억 20,295,000원의 시세차익을 취득하고, 피고인 丙은 2005. 6. 28.부터 2005. 7. 5.까지 4거래일에 걸쳐 그 소유의 A사 주식 전량 100,000주를 매도하여 합계 6억 17,017,179원의 시세차익을 각 취득 하였음을 인정한 사례.

나. 서울고법 2009. 1. 22. 선고 2008노2315 판결(언론 미보도)²⁰⁶⁾

- 2005. 6. 2.자 보도자료와 2005. 6. 30.자 보도자료가 기자들에게 배포는 되었으나 언론에 보도되지는 아니한 사실이 인정되고, 또한 언론이 이 사건 보도자료를 기초로 보도를 함에 있어 이 사건 보도자료와 다르게 허위의 사실을 다소 축소하여 보도를 한 사실이 인정되기도 하지만, 증권거래법 제188조의4 제4항 소정의 ‘허위 사실 등 유포’에는 행위자가 직접 불특정 다수인에게 허위 사실 등을 전파하는 경우 뿐만 아니라 불특정 다수인에게 허위 사실 등이 전파될 것을 인식하면서 기자들과 같은 특정인에게 전파하는 것도 포함된다고 봄이 상당하므로, 허위 사실 등이 기재된 이 사건 보도자료가 기자들에게 배포된 이상, 그 기자들이 실제 이를 언론에 보도하지 아니하거나 보도자료와 다르게 허위의 사실을 다소 축소하여 보도를 하였다고 하더라도 위 ‘허위 사실 등 유포’에 영향을 미치지 않는 아니한다고 판단한 사례.

(2) 애널리스트에게 허위자료 제공

(서울중앙지방법원 2011. 9. 22. 선고 2011고합268 판결)²⁰⁷⁾

- 피고인은 2008. 1. 초순경 A사 사무실에서, 사실은 당시 CNT에 대한 투자 및 개발 정도에 비추어 CNT 사업 부분에서 높은 매출을 달성하는 것이 불가능함에도 불구하고, 피고인의 후배인 甲과 A사 직원 乙로 하여금 X증권사 애널리스트 丙에게

206) 대법원 2011. 10. 27. 선고 2009도1370판결로 확정

207) 대법원 2012. 6. 28. 선고 2012도3782판결로 확정

2008년도 CNT 사업 부분에서 546억 원의 매출이 예상된다는 기업홍보자료를 제공하게 하여, 이를 제공받은 丙으로 하여금 2008. 1. 15.자 기업탐방보고서에 ‘A사가 CNT 사업부분에서 2008년도 350억 원의 매출을 올릴 것으로 예상된다.’는 취지의 내용을 기재케 함으로써 허위사실을 유포하였고,

- 피고인은 2008. 1. 중순경 A사 사무실에서, 사실은 당시 CNT에 대한 투자 및 개발 정도에 비추어 CNT 사업부분에서 높은 매출을 달성하는 것이 불가능함에도 불구하고, 甲과 乙로 하여금 Y증권사 애널리스트 丁에게 2008년도 CNT 사업 부분에서 546억 원의 매출이 예상된다는 내용의 기업홍보자료를 제공하게 하여, 이를 제공받은 丁으로 하여금 2008. 1. 24.자 기업탐방보고서에 ‘A사는 CNT 사업부분에서 매출이 증가함에 따라 매출액이 2007년 528억 원에서 2008년 1,398억 원으로 증가할 것으로 전망하고 있다.’는 취지의 내용을 기재케 함으로써 허위사실을 유포하였다고 인정한 사례.

(3) 위계로 감사계획 발표 (대법원 2011. 3. 10. 선고 2008도6335 판결)

- 일명 ‘외환카드 사건’

□ 사실관계

- L펀드는 A은행 주식 51%를 보유한 최대주주이고 B카드사는 A은행의 자회사이며, 피고인 甲은 L펀드측의 추천에 따라 임명된 A은행의 사외이사인바, 2003. 11. 중순경 B카드사가 유동성 부족 문제로 부도위기에 직면하여 대주주인 A은행과 합병하는 방안 이외에 다른 방안을 채택하기 어려운 상황에 처하자, L펀드측은 A은행과 B카드사와의 합병을 통하여 이 문제를 타개하기로 방침을 정하였다.
- A은행 집행부가 A은행의 2003. 11. 20.자 이사회를 앞두고 준비한 보도자료 초안 및 이사회 안건에는 감자에 관한 내용이 없었으나, 이사회 도중 피고인 甲등은 A은행의 2003. 11. 20.자 이사회에서 합병계획 발표시 B카드사 감자 문제를 검토할 것을 지시하고 그러한 논의가 이루어졌다는 사실을 보도자료에 포함시키도록 하였다.

- 2003. 11. 21. 17:00경 보도자료 배포 및 기자간담회를 통하여 감자가능성이 발표되자, B카드사 주가는 2영업일 연속으로 하한가를 기록하는 등 하락추세를 보였으나 2003. 11. 27. 합병이 감자 없이 이루어질 것이란 내부정보가 유출되면서 상한가로 급반등하였다.
 - 피고인 甲등은 B카드사의 감자 방안에 관한 검토를 지시한 바가 없으며, L펀드측은 2003. 11. 27. 전격적으로 A은행 집행부에게 감자 없는 합병결의 이사회를 준비하라고 지시하여 그 다음날인 11.28. 합병결의를 하였는데, 2003. 11. 27. 무렵에는 B카드사가 부도 위기 상황이 아니었다.
- 원심(서울고등법원 2008. 6. 24. 선고 2008노518 판결) - 무죄
- 2003. 11. 20. A은행 이사회에서 심각한 유동성 위기에 빠진 상장법인인 B카드사와 그 대주주인 A은행과의 합병을 추진하되 B카드사의 가치를 정확하게 반영하기 위하여 감자를 포함한 구체적인 합병방안을 추후에 결정하기로 결의한 사실, A은행의 행장 직무대행 甲이 2003. 11. 21. 17:00경 보도자료 배포 및 기자간담회를 통하여 B카드사에 대한 재무구조개선 방안의 일환으로 A은행과 B카드사의 합병을 추진하겠다고 하면서 B카드사의 감자계획이 검토될 것이며 구체적인 합병비율 및 일정 등은 합병계획이 마련되는 대로 이사회결의를 거쳐 이를 다시 발표할 예정이라고 발표하고, 그 직후 외환카드의 순자산가치를 정확하게 평가해 봐야 감자 여부를 결정할 수 있을 것이나 현재로서는 감자할 가능성이 크다는 내용의 발언을 한 사실 등이 인정됨
 - 이 사건 발표나 이 사건 발언은 이 사건 이사회결의의 내용과 같은 것으로서 이 사건 이사회결의의 내용을 공시한다는 관점에서는 허위의 사실 유포나 투자자들을 기망하는 위계가 있었다고 할 수 없고, 또한 이 사건 발표나 이 사건 발언에 의하면, B카드사의 감자는 추후에 결정될 것이고 그 가능성이 크다는 것으로서 구체적인 내용이 확정되었다는 것은 아닌바, 이러한 경우 피고인 乙 등이 외환카드의 감자에 관하여 구체적인 계획을 가지고 있지 않더라도 유동성 위기에

처하여 재무상태가 부실한 B카드사를 A은행이 합병함에 있어 A은행이나 그의 대주주인 L펀드측으로서는 합병비용을 줄이고자 하는 욕구와 목표가 있었고, 그러한 목표를 달성함에 있어서 B카드사의 감자가 필요하고도 유용한 방안으로 인식되었으며, L펀드측은 위 이사회 이후까지도 위와 같은 인식을 유지하여 합병비용을 줄일 수 있는 다른 방안과 함께 감자의 실행 가능성을 검토하면서 상태의 추이에 따라 여러 가지 방안 중 자신에게 가장 유용한 방안을 모색하는 과정에 있었으므로, 이 사건 발표나 이 사건 발언은 허위의 사실 유포나 위계에 해당한다고 할 수 없다고 판시.

□ 대법원의 판단 - 원심 파기

- 상장법인 등이 재무구조에 변경을 초래하는 감자 또는 증자(이하 '감자 등'이라고 한다)에 관한 정보를 스스로 공표하는 경우 그러한 정보는 주주의 지위 및 증권 시장에서의 주가 변동에 직접적이고 중대한 영향을 미칠 뿐만 아니라, 투자자들은 언론이나 투자분석가들이 예측 또는 전망을 한 경우와는 달리 그 정확성과 신뢰성이 훨씬 높다고 평가하는 것이 일반적이므로, 상장법인 등의 임직원으로서 그러한 정보의 공표로 인하여 투자자들에게 오인·착각을 유발하지 않도록 합리적인 근거에 기초하여 성실하게 정보를 공표하여야 한다. 만일 이와 달리 상장법인 등이 객관적으로 보아 감자 등을 할 법적 또는 경제적 여건을 갖추고 있지 아니하거나, 또는 그 임직원이 그 감자 등을 진지하고 성실하게 검토·추진하려는 의사를 갖고 있지 아니함에도 불구하고, 감자 등의 검토 계획을 공표하면 투자자들이 그 실현가능성이 높은 것으로 판단하여 주식거래에 나설 것이고 이로 인하여 주가의 변동이 초래될 것임을 인식하면서도 그에 따른 이득을 취할 목적으로 그 검토 계획의 공표에 나아간 경우에는, 이러한 행위는 투자자들의 오인·착각을 이용하여 부당한 이득을 취하려는 기망적인 수단, 계획 내지 기교로서 증권거래법 제188조의4 제4항 제1호 소정의 위계를 쓰는 행위에 해당한다고 할 것이다.
- 피고인 甲 등의 지위, 이 사건 발표에 이르게 된 동기 및 경위, 당시 B카드사의 재정상태, 이 사건 발표로 인하여 B카드사의 투자자들이 형성하게 된 인식 및

이 사건 발표 후 주가의 동향, 피고인 甲 등이 이 사건 발표 전·후에 취한 일련의 행동 등 제반 사정을 종합적·전체적으로 고려하면, 피고인 甲 등은 객관적으로 보아 B카드사에 대한 합병 전 감자를 추진하는데 필요한 경제적 여건을 갖추고 있지 아니하였고, B카드사의 감자를 성실하게 검토·추진할 의사가 없었음에도 불구하고, A은행의 이사회에서 자회사인 B카드사에 대한 감자를 고려하고 있다는 내용을 발표하면 B카드사의 투자자들이 B카드사에 대한 감자의 실현가능성이 높은 것으로 오인·착각을 일으켜 주식투매에 나설 것이고 이로 인하여 B카드사의 주가하락이 초래될 것임을 인식하면서 L펀드측과 A은행에게 그에 따른 이득을 취하게 할 목적으로 이 사건 발표의 감행을 공모한 것이라고 할 것이다. 따라서 피고인 甲 등의 위와 행위는 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 부당한 이득을 얻기 위하여 고의로 위계를 쓰는 행위라고 보아야 할 것이므로, 이는 구 증권거래법 제188조의4 제4항 제1호 소정의 구성요건에 해당한다고 판시한 사례.²⁰⁸⁾

(4) 주식양수도시 위계로 일부 주식 은닉

(서울지방법원 2002. 8. 14. 선고 2001노12288 판결)²⁰⁹⁾

□ 사실관계

- 상장회사 A의 대표이사이자 대주주인 피고인 甲은 자본금 18억원을 잠식할 정도로 매출이 부진하고 수익성이 악화되어 새로운 투자자를 물색하던 중 1999. 10.경부터

208) 증권거래법 제188조의4 제4항 소정의 허위사실을 유포하거나 허위의 표시를 하였는지 여부는 공시내용 자체가 허위인지 여부에 의하여 판단하여야 할 것이지 실제로 공시내용을 실현할 의사와 능력이 있었는지 여부에 의하여 판단할 것은 아니라고 판시한 종전 판결(대법원 2003.11.14. 선고 2003도686 판결)은 본 건과 사안을 달리하는 것이라고 판시.

209) 종래 하급심 판결 중에는 「주식에 대한 일반적으로 적정한 가격에 관하여 오해를 가지게끔 한 것이 아니고 적정가격과는 전혀 무관하게 어느 특정인이 제시하는 주식매도가격만을 허위로 알린 경우라거나 결정된 주식가격을 허위로 알렸다 하더라도 특정한 개인에게만 이를 허위로 알린 경우에까지 증권거래법 제188조의4 제4항 제1호를 적용할 것은 아니므로 무죄에 해당한다」고 판시한 경우가 있으나(서울지방법원 2002고단6347 판결), ‘허위사실 유포’의 경우와 달리 ‘위계’에 있어서는 기자, 애널리스트 등 유포가능성이 있는 특정개인이 아닌 일반인을 기망한 경우에도 ‘위계’ 사용에 해당하는 것으로 인정하는 듯이 보인다.

B그룹 회장인 乙등과 甲이 보유하고 있는 A사 지분 및 경영권을 양도하기 위한 협상을 진행하게 되었는데 A사 주식을 乙에게 양도할 경우 A사의 주가가 크게 상승할 것으로 확신하고 甲의 보유지분 일부를 은닉한 채 주식양수도 계약을 체결하기로 마음먹고,

- 2000. 1. 31.경 乙과 ‘주식매매 및 경영권 인수 계약서’를 작성함에 있어 사실은 甲의 실질적인 보유지분은 차명지분을 포함하여 61.18%, 217,179주이어서 특수관계인 지분 5.04% 17,900주를 합하면 66.22%, 235,079주에 달함에도 불구하고 乙에게 “내 보유지분은 53.96%에 불과하여 특수관계인의 지분을 합하면 총 59%이다”라고 거짓말하여 甲의 지분 중 7.22%, 25,631주를 은닉하고 이를 진실로 믿은 乙에게 그 자리에서 甲의 보유지분 45.8%, 162,756주와 특수관계자의 보유지분 4.9%, 17,244주 합계 50.7%, 180,000주를 1주당 5,500원(액면가 5,000원, 당시 시장가격 약25,000원)씩 합계 금 990,000,000원에 매도계약을 체결하고 2000. 2. 7. 乙로부터 대금을 수령함과 동시에 위 주식의 주권을 교부한 후 2000. 3. 초경부터 2000. 7.말경까지 사이에 15,785주를 유가증권 시장에서 매도하여 부당이득을 취함으로써 유가증권의 매매와 관련하여 부당한 이득을 얻기 위하여 위계를 쓰는 행위를 하였다.

□ 법원의 판단

(가) 위계 사용여부

- (피고인 甲의 주장) 피고인 甲이 A사의 경영주로서 B그룹에게 A사의 경영권 및 그 회사 주식 중 50.7%, 180,000주를 양도하는 계약을 체결함에 있어서 乙에게 甲의 A사 주식 66.22%, 235,079주를 실질적으로 보유하고 있다는 사실을 알리지 아니한 사실은 있으나 B그룹은 A사를 인수함에 있어서 甲의 보유지분과는 상관없이 위 회사의 경영권을 확보하기 위한 주식(50%+1주)만을 양도받기를 원하였고 그 매매대금도 피고인의 보유지분과는 관계없이 정하였기 때문에 피고인의 보유

지분은 이 사건 양도계약의 내용에 포함되지 않는다고 할 것이므로 甲이 이 사건 양도계약시 자신의 보유지분을 알리지 아니하였다고 하여서 위계를 쓰는 행위를 하였다고 할 수 없다고 주장

- (판시 내용) 회사의 경영권을 인수하기 위하여 기존의 대주주로부터 주식을 양도 받는 경우 통상적으로 대주주의 기존의 보유지분 및 양도후 남게되는 잔여지분은 그 양도 계약에 있어서 가장 중요한 사항 중의 하나라고 할 것이어서 주식을 양도 하는 기존의 대주주로서는 신의성실의 원칙상 주식의 양수인에게 자신의 보유지분에 대하여 정확히 알려야 할 의무가 있다고 봄이 상당하고, 이 사건에서 甲이 자신의 보유지분이 66.22%라는 사실을 乙등에게 알렸다면 이 사건 양도계약과 같은 내용이나 같은 조건의 계약이 체결되지 않았으리라는 것이 경험칙상 분명한 점을 고려한다면 甲이 乙등에게 자신의 보유지분이 66.22%에 이른다는 사실을 정확하게 고지하지 아니하였다는 것만으로도 甲이 이 사건 양도계약의 체결과 관련하여 위계를 사용하였다고 봄이 타당하다고 판시.

(나) 공정한 가격형성에 영향을 미칠 목적을 요하는지 여부

- (피고인 甲의 주장) 피고인은 증권거래법 제188조의4를 해석함에 있어서는 당해 유가증권의 가격형성에 영향을 준 행위인지 여부에 의하여 동 규정의 적용 여부를 판단하여야 하는 바, 동조 제4항 제1호 소정의 “부당한 이득을 얻기 위하여 ... 위계를 쓰는 행위”란 유가증권의 거래에 있어서 모든 위계사용행위를 의미하는 것이 아니고 ‘유가증권의 공정한 가격형성에 영향을 주기 위하여’ 위계를 쓰는 행위만을 의미한다고 봄이 상당하다고 할 것이고 또한 그 거래의 상대방이 위계행위로 인하여 재산상의 피해를 입은 경우에만 위 조항 위반의 죄책을 물을 수 있다고 할 것인데 이 사건의 경우 매매대금이 甲의 보유지분과 상관없이 결정되어 그 은닉 여부가 유가증권의 공정한 가격 형성에 어떠한 영향을 미치지도 아니하였고 계약의 상대방인 B그룹이 어떠한 재산상의 피해를 입은 바도 없어 이를 알리지 아니한 것만으로 위계로 볼 수 없다고 주장.

- (판시 내용) 증권거래법 제188조의4 제4항 제1호는 피고인이 주장하는 바와 같이 “유가증권의 공정한 가격형성에 영향을 주기 위하여 위계를 쓰는 행위”를 금지한다고 규정하고 있지 아니하므로 문리해석상 시세조종의 목적이라든지 재산상의 피해가 발생할 것을 구성요건으로 하지 않으면서 “부당한 이득을 얻기 위하여 위계를 쓰는 행위” 전체를 포괄적으로 금지하고 있다고 봄이 상당하다고 할 것이고 甲이 추가급등을 예상하고 주식을 은닉한 점은 부당한 이득을 얻기 위하여 위계를 사용한 행위라고 판시.

(다) 양도계약 이후 주식을 처분하여 얻은 이득을 부당한 이득이라고 볼 수 없는지 여부

- (피고인 甲의 주장) 부당한 이득이란 ‘유가증권 시장에서 자연적인 수급관계에 의하여 형성되어야 할 시세를 사기적 부정거래 행위에 의하여 인위적으로 변동시킴으로써 얻으려는 유형 내지 무형의 이익’을 의미한다고 할 것이므로 가사 피고인이 이 사건 양도계약을 체결함에 있어서 위계를 쓰는 행위를 행하였다고 하더라도 그로 인하여 얻은 이득은 양도계약 당시의 시장가액에서 양도가액을 공제한 금액이라고 할 수는 있을지라도 그 후 주가가 급등한 시점에 이를 처분하여서 얻은 이익은 위계를 사용하여 얻은 부당이득이 아니라고 주장.
- (판시 내용) 피고인이 자신의 보유지분을 은닉시킨 채 이 사건 양도 계약을 체결하고 그 후 주가 급등 시점에서 주식을 처분하여 이득을 얻을 목적으로 이 사건 위계 행위를 한 이상, 위계행위로 인하여 얻은 부당한 이득은 이 사건 양도계약 체결 이후에 주식을 처분한 가액에서 양도계약 체결당시의 시장가액 및 그 거래를 위한 거래세 및 수수료 등의 거래비용을 공제한 금액²¹⁰⁾이라고 봄이 상당하다고 판시.

210) 이 사건 부당이득은 “2000. 3. 9.부터 2000. 4. 10.까지 사이에 12,920주(2000. 5. 2.자 10분의1 액면분할 전 기준)를 1,307,877,000원에, 같은 해 6.1. 700주를 118,300,000원에 유가증권 시장에서 매도하여 합계 1,076,272,589원(매도가액 합계 1,426,177,000원 - 매도한 주식의 양도계약 체결 당시의 가액 340,500,000원 - 거래세 등 9,404,411원)이며, 피고인 甲에게 부당이득에 상응하는 벌금 10억원 선고

(5) 해외 투자유치를 허위로 발표

가. 대법원 2002. 7. 22. 선고 2002도1696 판결²¹¹⁾

- 피고인 甲은 여러 계열사를 거느린 A사의 주식 100%를 보유하고 있는 대표이사 부회장이면서 A사 및 그 계열사들을 실질적으로 경영하면서 업무를 통괄하던 자로서, B종금이 1997년말 외환위기 이후 외환영업 부문의 적자와 부실채권의 증가, 유동성 위기 등으로 경영난이 가중되어 2000. 3.말 현재 약 2,300억원 정도의 자본잠식 상태로 국제결제은행(BIS)기준 자기자본비율이 마이너스 상태에 불과하여 미화 3,000만불 이상이 투입되더라도 금감원이 요구하는 8% 비율을 충족할 수 없다는 사실을 잘 알고 있으면서도 B종금 주식 28.6%를 소유하고 있는 지배주주 C방직회사가 B종금으로부터 한도를 초과하여 차명으로 불법대출 받은 1,250억원의 대출기간을 3년간 연장해 주는 조건으로 B종금의 경영권을 무상으로 양도할 상대방을 찾고 있고, B종금은 차명으로 자사주 620만주(전체 발행주식의 20.5%)를 보유하고 있어 경영권 장악 및 처분이 용이하다는 사실 등에 착안하여 마치 외국자본이 B종금의 경영권을 인수한 후 거액의 외자를 조달하여 경영을 정상화 시킬 것처럼 가장하여 C방직이 보유중인 대주주 지분을 무상으로 넘겨받고 B종금이 보유중인

211) 피고인 甲은 피고인의 주식 처분이 일정기간 제한된 사정이 있었으므로 부당이익을 취할 목적이 없었다고 주장했으나, 대법원은 「기록에 의하면, 피고인이 위 계약을 주선한 직후 2000. 4. 하순경 B종금의 주가상승으로 인한 이익을 얻기 위하여 피고인 경영의 A사의 자회사로 하여금 B종금의 주식 15만 주를 취득하게 하여 유형적인 경제적 이익을 꾀하였으며, 실제로 위 계약에 따른 증자계획의 발표 후 B종금의 주가는 2000. 4. 17. 1,200원에서 2000. 4. 21. 2,090원으로 급상승하였고, 나아가 피고인은 그가 사실상 인수한 B종금의 주가상승으로 인한 이익을 염두에 두고 처음부터 외국계 금융회사의 신용도를 이용하여 B종금의 신인도를 높이려고 위와 같이 복잡한 계약을 체결하게 되었다고 보여지고, 따라서 위와 같은 허위사실의 유포는 새로이 B종금의 경영권을 확보한 피고인의 입장에서 주가의 상승이라는 유형적 이득 이외에 새로 인수한 회사의 신인도 제고라는 무형적 이득도 함께 도모하기 위한 것이라고 인정되는바, 이러한 제반 사정과 앞에서 본 법리에 비추어 보면, 이 사건에서 피고인에게 부당한 이익을 얻기 위한 범의가 있다고 본 원심의 사실인정과 판단은 정당하고(가사 피고인의 상고이유의 주장과 같이 피고인의 주식 처분이 일정기간 제한된 사정이 있었다고 하더라도 결론은 마찬가지이다), 원심판결에 상고이유에서 주장하는 바와 같은 증권거래법 제188조의4 제4항 제1호 소정의 부당한 이익의 개념에 관한 법리오해 혹은 채증법칙 위반으로 인한 사실오인의 위법이 있다고 할 수 없다」고 판시

자사주를 헐값에 매수하는 방식으로 B종금을 인수한 후 이러한 허위의 사실을 유포하여 동사의 주가를 인위적으로 상승시켜 부당한 이득을 취할 목적으로,

- 2000. 4. 19. 사실은 B종금을 인수하기 위한 스위스민간은행들의 컨소시엄은 그 실체가 존재하지 아니함에도 불구하고 C방직 및 B종금사 관계자들과 국내 투자자들로 하여금 스위스 민간은행들이 컨소시엄을 구성하여 B종금을 인수하는 것처럼 오인하도록 하기 위하여 2000. 4.말경 자본금이 5만 스위스프랑에 불과한 스위스 소재 소규모 무역회사인 ‘오리엔탈제이드’의 명칭을 SPBC로 변경하였을 뿐 이므로 위 SPBC가 B종금의 경영권을 인수하더라도 B종금에 투자하거나 경영할 의사와 능력이 전혀 없었고, 피고인 甲 경영의 A사가 B종금 경영권 일체를 SPBC로부터 위임받는 형식으로, 피고인 甲이 B종금 경영권을 장악한 후 B종금의 자금을 인출하여 SPBC에 송금하였다가 다시 B종금으로 유입시키는 형식을 취하여 마치 외국자본이 투자된 것처럼 가장할 의사였음에도 불구하고, 당시 인수합병업무를 담당하던 B종금 임원 및 C방직 임원들에게 “SPBC는 스위스계 은행을 중심으로 유럽6개 은행이 공동출자하여 설립한 투자 컨소시엄 업체로서 B종금의 경영권을 SPBC에 넘겨주면 2000. 7.까지 미화 3,000만불, 같은 해 11.까지 미화 5,000만불을 B종금에 투자하여 경영을 정상화시키고 C방직이 B종금으로부터 차명으로 대출받은 1,250억원의 변제기한을 3년동안 연장해 주겠다”고 거짓말 하여 이에 속은 C방직 임원 등으로부터 동사가 보유중인 B종금 주식 8,695,051주 시가 100억원 상당을 미화 10만불에 넘겨받고 계열회사 명의로 B종금으로부터 200억원을 신용대출 받아 A사의 자회사인 D명의로 B종금이 차명으로 보유중인 자사주 620만주를 매수하였음에도 불구하고 B종금 및 A사 직원들로 하여금 “스위스 은행들로 구성된 컨소시엄이 B종금의 대주주인 C방직 지분을 매수하기로 합의하였다. 스위스은행 컨소시엄은 석달안에 1차적으로 3,000만불을 들여와 B종금 증자에 이용하고 하반기에 5,000만불 추가 증자할 계획이다”라고 언론에 발표하게 하는 등 부당한 이득을 얻기 위하여 고의로 허위사실을 유포하였다고 인정한 사례.

나. 대법원 2010. 12. 9. 선고 2009도6411 판결²¹²⁾

- 피고인들은 A사 주가가 2006. 9. 28.경부터 12거래일 연속 상한가를 기록하면서 주당 7,300원에서 3만8,500원까지 급등하자 2006. 10. 18.경 B해외펀드 명의로 피고인 甲이 인수한 신주인수권부사채 180만 주 중 90만주를 주당 4만 5,000원 합계 405억 원에 인수함으로써 해외펀드의 투자를 유치하는 듯한 외양을 갖추고²¹³⁾, 이에 대하여 언론 등에서 B해외펀드의 정체에 대해 의혹을 제기하자 피고인 甲은 자신의 대변인을 통해 2006. 10.월경 언론사 기자들을 상대로 ‘피고인 甲과 함께 등장하는 외국 투자자들은 피고인 甲이 과거 유학시 사귀어 놓은 대만계 인맥을 통해 홍콩펀드를 끌어들이 와서 공동투자하는 것’이라는 취지로 해명하여 외국 법인의 실체에 대해 허위사실을 내세운 사안에서,
- **법원**은 피고인들이 “B해외펀드 명의로 그 판시 신주인수권부사채를 시세보다 훨씬 고가로 매매하는 계약을 체결하고 그 내용을 공시하면서 언론에 그 매매경위 및 매수주체에 관한 내용을 공개한 부분”은 주가상승을 유도하거나 주가하락을 방지하기 위해 해외펀드의 정상적인 투자를 유치한 듯한 외양을 갖추고 언론을 통해 허위사실을 퍼뜨린 것으로, 피고인들의 이러한 행위는 증권거래법 제188조의4 제4항 제1,2,호 소정의 위계사용 및 허위사실의 유포에 해당한다고 하여 원심판단을 유지한 사례.

212) 소위 ‘진승현 게이트’ 사건에서는 피고인이 A종금에 외국자본이 들어오는 것처럼 가장하기 위하여 페이퍼 컴퍼니(paper company)인 스위스민간은행컨소시엄이 A종금을 인수한다고 언론에 발표한 행위에 대해 허위사실을 유포한 사기적부정거래 행위로 처벌(대법원 2002. 7.22. 선고 2002도1696 판결). 다만, 실제로 외국국적자가 외국인 명의로 주식을 매입한 행위는 위계사용에 해당하지 아니함(대법원 2010. 12. 9. 선고 2009도6411 판결 참조)

213) 그 과정에서 2006. 10. 9.자 증권신고서 및 예비투자설명서, 2006. 10. 13.자 증권신고서, 2006. 10. 23.자 투자설명서 등 유상증자와 관련된 보고서를 이용한 수회에 걸친 공시에서는 B 등 해외펀드 선정 경위에 대해 “운영자금 조달 및 신규사업 진출을 목적으로 회사 경영상 필요 자금을 신속히 조달하기 위하여 A사에 투자를 원하는 개별투자자를 대상으로 납입능력을 고려하여 선정하였다”는 취지로 허위 공시를 하여 일반 투자자들로 하여금 해외기관 투자자 또는 다수의 외국 투자자들이 정상적인 투자판단 및 투자심사를 거쳐 투자를 한 것과 같은 오해를 유발함.

(6) 허위공시를 통한 허위사실 유포

(대법원 2002. 12. 10. 선고 2002도5407 판결)²¹⁴⁾

- 피고인 甲은 1998. 10. 30.경부터 2001. 9. 27.경까지 인터넷 및 컴퓨터통신 정보 제공, 서비스제공 등을 목적으로 설립되어 2000. 4.경 코스닥시장에 등록된 A사 대표이사로 근무하던 자, 피고인 乙은 1999. 5.부터 현재까지 B증권사 상무 겸 기업금융 및 상품운용본부장으로 근무하면서 해외채권발행 주간사 결정의 결재권자, 피고인 丙은 1997. 5.경부터 2001. 9.경까지 B증권사의 기업금융부 국제금융팀장으로 근무하면서 해외채권발행 업무를 담당하던 자, 피고인 B증권사는 유가증권의 매매, 위탁매매 등을 목적으로 설립된 법인인 바, 피고인 甲, 乙, 丙은 공모하여,
- 2000. 10. 하순경 A사 사무실에서 피고인 甲은 丙에게 정상적인 방법으로 해외채권 매매가 어려우니 외국인 투자자가 해외채권을 매수하는 형식을 취하되 실제로는 위 A사가 해외채권을 재매입하는 방법으로 해외채권 발행 주간사를 맡아 달라는 부탁을 하고, 丙은 C증권사와 접촉하여 A사가 해외채권 재매입을 해주는 조건이라면 거래가 가능하다는 답변을 듣고 이를 직속 상사인 기업금융부장 및 이사

214) 피고인들은 (1) 이 사건 2000. 10. 9.자 및 2000. 10. 31.자 공시는 모두 A사가 독자적인 판단에 따라 행한 것에 불과하고, 피고인들이 이에 가공한 사실이 없으며, (2) 한편 이 사건 2000. 10. 31.자 공시는 A사가 이 사건 2000. 10. 9.자 공시를 한 이후 그 공시 내용대로 해외채권을 발행하지 못하게 될 위협에 처하게 되자 불성실공시에 따른 제재를 피하기 위하여 행하여진 것일 뿐, 결코 매매거래를 유인할 목적으로 행하여진 것이 아니며, (3) 해외채권 발행 여부는 유가증권 매매에 있어서 중요한 사실이라고 할 수 없으며, 또는 A사가 위와 같이 해외채권을 발행한다고 공시한 이후 그 공시내용대로 해외채권을 발행한 이상 위 공시가 허위표시라고 할 수는 없음에도 불구하고, 원심이 이에 관하여 사실을 오인하거나 법리를 오해하여 피고인들에 대한 이 사건 공소사실을 유죄로 인정한 잘못을 저질렀다고 주장했으나, 법원(2심, 서울지방법원 2002. 9. 18. 선고 2002노5379 판결)은 이 사건과 같은 규모의 해외채권 발행의 성사 여부는 유가증권 매매에 있어서 중요한 사항이고, 이 사건 범행은 불성실공시에 대한 제재를 피할 목적 이외에도 해외채권 발행이 성사된 것과 같은 외관을 창출하여 매매거래를 유인할 목적이 있었다고 봄이 상당하며, 피고인들이 실제로는 해외채권을 발행하더라도 이를 인수할 투자자가 없었던 상황에서 재매입을 조건으로 하여 C증권사에서 인수하는 것과 같은 외관을 창출한 후 이 사건 2000. 10. 31.자 공시를 한 이상 피고인들이 유가증권 매매에 있어서 중요한 사실에 관하여 허위의 표시 또는 오해를 유발하는 표시를 하였다고 할 것이라고 판시

대우 등에게 보고하고, 이사 대우는 乙에게 총액인수제로 위 A사의 해외채권 발행 주간사를 맡더라도 위 A사가 해외채권을 재매입 하겠다고 하므로 매매되지 않은 위 A사의 해외채권을 인수할 의무가 없어 B증권사로서는 위험성이 없다고 보고하자, 乙은 B증권사가 해외채권을 인수할 위험성이 없다면 주간사를 맡아도 좋겠다고 승낙을 하고, 그에 따라 丙은 A사가 발행하는 해외채권을 재매입하는 조건으로 C증권사를 상대로 매각추진을 하였으나, C증권사에서 B증권사에 해외채권 재매입의 보증을 요구하자 보증요구에 응할 수 없던 B증권사에서는 C증권사가 믿고 거래할 수 있는 채권중개회사인 E사를 통하여 C증권사가 해외채권을 E사에게 전매하고 E사가 매입한 해외채권을 E사와 거래관계가 있는 D증권사의 중개로 A사가 재매입하기로 하는 거래선을 형성하고, 같은 달 30.경 피고인 甲에게 거래선이 확보된 사실을 통보하자 피고인 甲은 이사회를 개최하여 주간사를 B증권사로 하여 미화 1,300만불의 해외전환사채와 미화 700만불의 해외신주인권부사채를 발행하기로 확정한 다음, 같은 달 31. B증권사와 해외채권 발행 인수계약서를 체결하면서 위와 같은 이사회 결의사항을 코스닥시장에 공시하고, 같은 해 11. 2. A사는 국제금융결제기관인 유로클리어를 통하여 위 해외채권을 C증권사에 매각함과 동시에 그 매각대금 미화 2,000만불 중 해외채권 발행 수수료 미화 430,500불을 공제한 미화 19,569,500불을 A사의 계좌로 송금 받은 후, 같은 해 11. 8. D증권사의 중개로 C증권사에게 위 해외채권을 인수한 E사로부터 미화 1,000만불의 해외전환사채를, 같은 달 9. 미화 700백만불의 신주인수권부사채와 미화 300만불의 전환사채 총 미화 2,000만불의 해외채권을 재매입하여 처음부터 유로시장에서 해외채권을 발행하여 외자를 유치한 것처럼 코스닥시장에 허위공시를 하여 유가증권의 매매에 있어서 중요한 사실에 관하여 고의로 허위의 표시 또는 오해를 유발하게 하는 표시를 하고,

- 피고인 甲은 같은 달 10. 위 미화 700만불 상당의 해외신주인수권부사채를 신주인수권과 사채로 분리하여 신주인수권 1개당(신주인수권 1개당 미화 10만불에 해당하는 신주인수권의 행사가 가능) 미화 6만불씩 신주인수권 70개 전체를 미화 420만불(한화 476,448,000원 상당)에 A사로부터 매입함으로써 향후 주가 상승시

그 신주인수권을 행사하는 방법으로 그 차익이나 대주주 지분을 확보하는 재산상의 이득을 취득함으로써 부당한 이득을 얻기 위하여 위와 같이 미화 2,000만불 상당의 해외채권을 발행하여 외자를 유치한 것으로 **허위공시하여 고의로 허위의 사실을 유포하였다고 본 사례**²¹⁵⁾.

(7) 주식공모안내 광고에 허위사실 기재

(서울고등법원 2004. 4. 2. 선고 2003노3374 판결(확정))

- 상장회사 A의 대표이사인 피고인은 1999. 9. 17. **M경제신문**에 “공모금액 9억원, 모집예정 주식수 30,000주, 1주당 모집가액 30,000원(액면가 5,000원), 청약기간 1999. 9. 16. ~ 9. 21.까지”로 된 A사 주식공모안내 광고를 내면서 실제로는 A사의 주식가격이 50만원에 이를 수 있다는 점에 대한 명확한 근거가 없고 주식공모에 청약한 투자자들에게 증자에 참여할 수 있는 독점적인 권리를 부여할 수 있는 것도 아니며, 위 투자자들을 위 회사의 계열사인 B사의 주주로 등재하여 주는 것도 아님에도 불구하고, 위 광고에 “**A사 1주당 가격이 앞으로 50만원이상 될 수밖에 없는 3가지!!!** 1) 지하철 터널 플래쉬 광고 : D사의 지하철 터널 광고 기술 독점, 국내 특허사용권 인수 2) 광고기대수익 : 2002년 부산아시안게임 광고설치권 확보, 3) 인터넷 증권정보 : 회원 10,000명 확보, 연내 5-10만명 회원 가입목표”라고 기재하고, 위 광고의 참고사항란에 “이번에 주식공모에 참여하시는 주주에게는 1999. 10.중 유상증자(5,000원), 11-12월 중 무상증자에 참여할 수 있는 권리를 드립니다. 이번 주식공모에 참여하시는 주주님께서는 70,000주(기존 40,000주, 주식공모 30,000주) 중 지분비율대로 계열사 B사의 총주식 75% 중 지분비율에 따라 주주로 등재해 드립니다. 계열사 B사의 주식공모는 10월중에 할 예정입니다.(공모가격은 적어도 10만원 이상 예상)”이라고 기재하고,
- 1999. 12. 3. **M경제신문**에 “공모가격 1주당 30,000원, 발행주식수 33,000주, 청약기간 1999. 12. 3. - 12. 11.까지”로 된 주식추가공모안내 광고를 내면서 실제로는

215) 증권거래법 제188조의4 제2항 제3호(시세조종), 제4항 제1호(사기적부정거래) 적용

의향서만을 체결한 것에 불과함에도 불구하고, “E짜이버 중국과 500만불 짜이버 무역계약 체결”이라고 기재하는 등으로 부당한 이득을 얻기 위하여 허위사실을 유포²¹⁶⁾한 사례.

(8) 적대적 M&A를 가장

가. 서울고등법원 2008. 10. 15. 선고 2008노1447 판결

(허위사실 유포·위계 등 사용)²¹⁷⁾

- 사실은 피고인 甲이 M&A의사 없이 차명으로 A사 주식 310만주를 매수하였고, 피고인 乙 또한 자신의 처 및 지인 명의로 위 주식 748,000주를 장내에서 매수하였음에도 마치 서로 지분 경쟁을 통하여 경영권을 확보하려는 것처럼 가장하여 주가를 상승시켜 피고인 乙은 원리금 상환 압박에서 벗어나고 차명으로 보유 중인 A사의 주식을 고가에 처분하고, 피고인 甲도 보유 중인 주식을 고가로 처분하기로 마음먹고 甲, 乙은 공모하여, 누구든지 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 부당한 이득을 얻기 위하여 고의로 허위사실을 유포하거나 위계를 쓰는 행위를 하여서는 아니 됨에도,

216) 항소심법원은 항소이유에 대한 판단에서, 원심이 적법하게 조사·채택한 증거들에 의하면, 피고인은 1999. 9.경 사업전환의 필요성에서 광고사업을 위하여 C사를 금 3억 2천만 원에 인수하기로 하고 계약금 2,500만 원만을 지급한 상태에서 그 인수자금을 마련하기 위하여, 당시 A사는 대구지하철공사와 지하철 터널 내의 플래쉬 광고를 설치할 수 있는 계약을 체결하였을 뿐 A사가 그러한 광고사업을 하기 위해서는 많은 자금을 투자하여 광고주와 계약을 하고 광고를 만들어 광고주에게 제안하여 광고사업권을 따는 방법으로 사업을 하여야 하는데 그와 같은 실적이 전혀 없었고, A사나 B사 모두 2002 부산아시아안게임 광고설치권을 확보한 사실이 없으며, A사의 1999년 매출액은 ARS 증권정보제공을 통하여 금 547만 원에 불과하고, 회원도 10,000명이 아니어서 그 주가가격이 50만 원에 이를 수 있다는 점에 대한 근거가 전혀 없고, 당시 B사라는 계열사는 없으며 그 후로도 피고인이 A사의 주주들을 B사의 주주로 등재해주는 것도 아님에도 불구하고, 1999. 9. 17.자 금 9억 원의 주식공모를 하기 위한 안내 광고에 원심 판시와 같이 기재한 사실, 다시 피고인은 1999. 12. 3. 신문에 당시 사실은 중국과 500만 달러 상당의 사이버무역 계약을 체결한 것이 아니라 의향서를 교환한 상태였음에도 불구하고 원심 판시와 같이 주식추가공모안내 광고에 원심 판시와 같이 기재한 사실을 인정할 수 있다고 설시

217) 대법원 2008. 10. 15. 선고 2008도9866 판결로 확정.

- ① B사의 최대주주인 피고인 甲은 2004. 1. 19. 인터넷 언론매체 등에 제일교포인 丙이 보유주식도 없고 단지 명의만 차용한 사람임에도 ‘동인이 장외에서 A사 주식 310만주를 매수한 다음 일본인 2명이 30 ~ 40억 원의 자금을 동원하여 회사의 50% 이상의 주식을 확보하여 경영에 참가할 것이다’라고 보도하게 하고, ② A사의 대주주인 C사의 대주주이자 A사의 실제 경영자인 피고인 乙은 2004. 1. 19. 인터넷 경제지 D를 통하여 사실은 2003. 12. 10.부터 2004. 1. 16.까지 사이에 차명 계좌를 이용하여 장내에서 매수하였고, 다른 M&A 중개회사로부터 인수요청을 받은 사실이 없음에도 ‘장외에서 개인투자자로부터 25만 9,000주를 주당 860원에 매수했으며 가능한 모든 수단을 동원하여 경영권을 지켜가겠다’, ‘사업관련이 있는 대기업 5곳에 지분 인수요청을 했으며 이를 긍정적으로 검토하고 있는 것으로 안다’, ‘이번 M&A가 있기 전에도 M&A중개회사 여러 곳으로부터 우리가 인수할 당시 가격(주당 590원)보다 3~4배 정도 비싼 가격으로 인수제의를 들어왔지만 사업에 대한 기대가 컸기 때문에 처분하지 않았다’고 보도하게 하여 허위사실을 유포하고, ③ 피고인 甲은 2004. 1. 27. 금융감독원 전자공시시스템을 이용하여 대량보유보고 및 소유주식보고를 함에 있어 ‘위 丙이 경영참가 목적으로 A사 발행 주식 총수의 19.5%에 해당하는 310만주를 장외로 매수하였다’고 공시하고, ④ 피고인 乙은 2004. 1. 27. 위 丙의 대량보유보고가 허위인 사실을 알고 있음에도 ‘A사의 최대주주가 C사에서 丙으로 변경되었다’고 허위의 최대주주변경공시를 하고, ⑤ 피고인 甲은 2004. 1. 30. 인터넷 경제지 D를 이용하여 ‘이날 A사 주식 60만주를 주당 1,080원에 장외에서 추가로 매수했다, 이번 매입으로 보유주식 수는 총 370만주로 늘어나게 됐다’, ‘A사의 경영권 방어 의지가 예상보다 강한 것으로 보여 다음주 수요일부터 약 40억 원을 들여 장내매입에 나설 것’이라고 하고, ⑥ 피고인 乙은 이에 대하여 사실은 2003. 11. 5.부터 2004. 1. 6.까지 사이에 피고인의 처의 계좌로 장내에서 489,000주를 매수하였음에도 ‘위 주식을 주당 1,050원에 丁으로부터 장외에서 매수하였다’, ‘지분매입을 부탁한 대기업 중 한 곳에서 매우 긍정적인 답변을 받았다’, ‘지분 매입을 위해 현재 20억 원 가량의 금융권대출을 알아보고 있는데 내주 중에는 받을 수 있을 것 같다’고 허위사실을 유포하고, ⑦ 피고인 乙은 2004. 1. 30. D신문사를 이용하여 사실은 丙으로부터 임시주주총회

요구를 받은 사실이 없음에도 ‘임시주총 요구를 받았으나 이에 응하지 않겠다’라는 취지로 허위사실을 유포하였으며, ⑧ 피고인 甲은 같은 날 ‘오늘 60만주를 장외에서 주당 1,100원에 추가 매수하였다’라고 허위사실을 보도하게 하고, ⑨ 피고인 甲은 2004. 2. 3.과 2004. 2. 5. 금융감독원 전자공시시스템을 이용하여 위 언론보도 내용과 같이 C사가 丁으로부터 주식을 장외에서 매집하였다고 공시하여 위 丙과 기존의 A사 대주주인 C사가 경영권 확보를 위해 지분 경쟁을 벌이는 것처럼 허위사실을 유포하는 등의 방법으로 주가를 340원에서 1,445원으로 상승시켜 약 22억 5,000만원 상당의 부당이득을 취한 사례.

나. 서울중앙지방법원 2006. 1. 12. 선고 2005고합420 판결
(허위표시·오해유발 표시)²¹⁸⁾

- 피고인 甲은 1987. 6. 4.부터 2001. 3. 31.까지 증권회사 직원으로 근무하다가 2002년 8월경부터 한국증권업협회 등록법인인 A사에 대한 적대적 '인수·합병(M&A)'을 시도해 오던 자인바, A사를 인수합병하기 위한 주식매집 과정에서 대규모의 자금이 필요하였으나 그 자금을 조달할 방법이 없자, 다수의 차명계좌를 동원하여 대량의 허수고가매도주문을 내는 방법으로 주가를 하락시켜 저가에 주식을 매집하면서 보유목적을 “M&A”로 공시하는 한편, 자본금 전액을 자신이 투자하여 실질적으로 지배하고 있는 B사모펀드 명의로 A사 주식을 매집하면서 보유목적을 “M&A”로 공시한 다음, 언론을 상대로 마치 자신과는 전혀 무관한 별개의 인수합병 세력인 B사모펀드와 공동으로 A사를 인수하기로 한 것처럼 허위사실을 유포함과 동시에 주가를 끌어올리기 위한 시세조종성 주문을 병행하는 방법으로 인수합병을 추진함과 동시에 일반투자자들의 매매거래를 유인함으로써 주가를 인위적으로 상승시킨 후 적정한 시기에 보유 중인 주식을 매도하여 부당한 차익을 실현하기로 마음먹고,

218) 구 증권거래법 제188조의4 제2항 3호(“당해 유가증권의 매매에 있어서 중요한 사실에 관하여 고의로 허위의 표시 또는 오해를 유발하게 하는 표시를 하는 행위”)를 적용한 사례로, 대법원 2008. 4. 24. 선고 2007도9476 판결로 확정.

- 사실은 B사모펀드가 피고인 甲이 A사에 대한 적대적 인수합병을 시도하면서 그 펀드 명의로 A사 주식을 매수함으로써 보유주식 공시의무를 회피하기 위해 이름만 빌린 것이므로 피고인 甲의 특수관계인에 해당됨에도 불구하고, 2004. 2. 12. 안양 우체국에서 A사 주주들에게 B사모펀드 명의로 의결권대리행사 권유서류를 발송하면서 “2대주주 B사모펀드 및 3대주주 甲의 예상 우호지분현황(2004. 2. 7. 현재)”이라는 제목 하에, “B사모펀드 1,856,820주(10.85%), 甲의 예상 우호지분 7,344,132주(42.95%)”라고 기재하고, 의결권대리행사 권유서류상의 추천 선임이사 명단을 피고인 甲이 이미 작성하여 A사에 제출한 바 있는 “주주제안권 행사 및 주총안건 상정의 건”이란 제목의 서류에 포함된 이사명단과 동일하게 기재하고, 같은 달 13일 인터넷 언론사인 C사와의 전화인터뷰에서 “A사 지분 5.44%를 보유해 3대 주주에 올라섰고, 이 회사 지분을 추가로 매입하여 정기주주총회에서 표대결을 통한 경영권 인수에 나서겠다. 지난 1월 이 회사 지분 10.85%를 인수하여 2대 주주로 올라선 B사모펀드를 우호지분으로 끌어들었으며, 이를 포함 약 53% 가량의 우호지분을 확보해 놓은 상태여서 표대결에서 승리할 자신이 있다.”라고 하고, 같은 달 18일 C사와의 전화인터뷰에서 “B사모펀드와 나는 개인적인 관계가 없음에도 회사 측에서 이를 문제 삼으려 하고 있다. 이 부분에 대해 회사 측에 법적인 책임을 물을 예정이다.”라고 하여 이를 기사화하게 하는 등 마치 B사모펀드는 피고인과 전혀 별개의 독립된 인수합병 세력으로 존재하였는데 그 무렵 우연한 기회에 양대 대주주가 공동으로 A사를 인수하기로 합의한 것인양 가장함으로써 A사 주식의 매매에 있어서 중요한 사실에 관하여 고의로 허위의 표시 또는 오해를 유발하게 하는 표시를 한 사례.

(9) 호재성 글을 지속적으로 게시하면서 보유주식 매도

(서울중앙지방법원 2012. 11. 29. 선고 2012고합142 판결)

- 피고인 甲은 증권사들로부터 합계 9억원의 스타론을 받으면서 담보로 제공한 A주식 9만주가 담보비율 미달로 자동반대매매될 위험에 처하게 되고, 향후 계속적인 주가 하락이 예상되자, 자신이 대표이사로 있는 B투자자문사의 회원들이 A주식을 매도

하지 못하도록 하여 주가가 급락하는 것을 막고, 자신이 보유하고 있던 A주식을 회원들 몰래 매도하여 단기적으로 차익을 실현하고 향후 보다 낮은 가격에 위주식을 재매입하기로 마음을 먹고, A사 향후 주가에 호재가 될 수 있는 언론기사들을 계속적으로 게재하여 회원들에게는 주가변동에 관계없이 A주식을 처분하지 말고 2012년 이후까지 장기보유하라고 투자자문을 하면서도, 정작 피고인은 2010. 4.말경부터 2010.7.초경 사이에 B와 피고인 명의 계좌에 보유하고 있던 A주식 총 203만주 중 159만주를 회원들 몰래 매도하여 위계를 사용하고, 그로 인하여 23억원 상당의 손실을 회피한 사안에서, 피고인의 행위가 부정한 수단, 계획 또는 기교에 해당할 뿐만 아니라, A주식의 매매를 목적으로 B회원들에게 위계를 사용한 것에 해당한다고 판시.

(10) 금광 개발사업과 관련한 허위 보도자료 배포

(서울중앙지방법원 2012. 5. 4. 선고 2011고합440,514(병합) 판결)

- 금광 개발사업은 절차적으로는 ① 개발회사가 일단 몽골 정부로부터 탐사면허를 받은 후, ② 지표지질조사 및 지구화학탐사, 물리탐사를 거쳐 금광이 존재할 것으로 예측되는 범위를 대략적으로 정한 다음, ③ 트렌치탐사와 시추탐사로 암석을 발굴하여 금광의 존재 및 범위를 확정하고, ④ 이를 근거로 몽골 정부에서 확인을 받아 매장량을 등록한 뒤, ⑤ 몽골 정부로부터 채광면허를 받고, ⑥ 기술개발타당성평가 보고서 및 환경영향평가 보고서 등 추가자료를 몽골 정부에 제출하여 몽골 정부의 심의를 통과하는 과정을 거쳐야 하고, ⑦ 이후 실제로 금을 생산하기 위하여는 채광설비, 선광설비 등 기계 설비를 갖추어야 하는데, A사는 몽골 보하트 금광에 대하여 몽골 정부의 확인을 받아 매장량을 등록하고 몽골 정부로부터 보하트 금광에 대한 채광면허를 발급받았으나, 2010년 7월경까지도 금 생산에 필요한 설비를 발주하지 못하였고, 기술개발타당성평가 보고서 및 환경영향평가 보고서의 심의를 위한 절차도 지연되고 있었기 때문에 2009년경에는 금을 생산하는 것이 불가능함에도 피고인 甲은 A사와 업무협약을 체결한 2009.4.경부터 인터넷 언론 매체 등을 통하여 자신이 대주주로 있는 B사가 몽골의 금광 개발사업에 진출한다는 것을 적극적으로 알리기 시작하였고, B사 주가는 2009.4.경 550원에서 등락을

거듭하다가 몽골 보하트 금광에서 시험생산을 개시하였다는 취지의 2009. 6. 5.자 기사가 보도되면서 급등하여 2009. 9. 1.경 2,650원에 이른 사안에서 피고인 甲 등에게 주식의 매매를 유인할 목적으로 매매를 함에 있어서 중요사실인 B사의 몽골 보하트 금광 개발사업의 진행 상황에 대하여 거짓의 표시를 하였다고 판시.²¹⁹⁾

(11) 증권방송을 통해 매수추천을 하는 방법으로 위계를 사용

(서울중앙지방법원 2013. 7. 5. 선고 2013고합55, 97(병합) 판결)²²⁰⁾

- 2005년경부터 증권방송에 출연하며 증권방송 전문가로 활동해 온 피고인 甲은 처음부터 방송에서 추천할 종목을 저가에 미리 매수하여 둔 다음(① 방송추천 종목 사전 매집 단계), 방송 프로그램에 출연하여 위와 같이 미리 위 주식을 매수해 둔 사실을 숨긴 채 그 종목을 추천하는 방송을 하고 자신의 유료회원들에게 인터넷 방송이나 문자메시지 등을 통해 계속하여 이를 매수하도록 추천(② 방송 등 추천 단계)하면서, 자신은 주가가 오르면 곧바로 이를 되파는 수법(③ 매도단계)으로 거래 차익을 얻기로 계획한 후,

219) B사, 몽골 금광회사 50% 인수라는 제목으로 “회계법인이 평가한 매출총계는 3조 3,700억 원이며 하반기부터 채굴이 가능해 약 40%대의 영업이익을 기대하고 있다”는 취지의 기사가 보도된 것과 관련하여서는 실제 회계법인이 예상한 매출총계(8,392억 원)와 기사에 기재된 매출총계의 차이가 거액이긴 하나, 위 매출총계 자체는 예상 수치인데다가 실제 회계법인이 예상한 매출총계 또한 8,392억 원으로 상당히 거액이어서, 이를 과장한 것을 두고 일반 투자자들이 투자 여부 등을 결정함에 있어서 고려할 중요정보에 관하여 거짓의 표시를 하였다고까지 평가하기 어렵다고 판시하는 등 공소사실 중 일부에 대하여는 허위사실 기재로 보기 어렵다는 이유로 일부무죄(이유)가 선고되었으나, 항소심(서울고등법원 2012. 11. 2. 선고 2012노1467)은 ① 보도자료 상의 매출총계와 회계법인이 예상한 매출총액의 차이는 4배 정도로 그 차액도 2,530,000,000,000원으로서 지나치게 거액인 점, ② 보도자료 상의 매출총계가 ‘회계법인이 평가한 매출총계’라고 명시하고 있는 점, ③ 일반투자자들이 투자 여부를 결정할 때 매출총계가 8천억 원인지 3조가 넘는 거액인지 여부는 중요한 정보라고 보는 것이 보다 일반적인 판단으로 보이는 점 등을 고려하면, 위 보도자료는 명백히 ‘허위’ 사실을 유포한 것이고, 이는 일반투자자들에게 중요한 요소라고 보이므로, 이와 달리 판단한 원심에는 사실오인 및 범리오해의 위법이 있다고 할 것이라고 판시하며 원심을 파기함

220) 대법원 2014. 2. 4. 선고 2013도16236 판결로 확정

- 2011. 2. 10.경 자신의 컴퓨터를 이용하여 HTS 주문방식으로 차명계좌인 T명의의 D증권 계좌 등 3개 계좌를 이용하여 방송에서 추천할 S사 주식 20,000주를 매수한 다음 같은 달 13.경 정규방송에 출연하여 위 주식을 미리 매수한 사실을 숨기고 위 S사에 대하여 “도로 방음벽 국내 1위 기업으로서 정부 지원으로 태양광 EVA 시트를 개발, 양산 체제에 들어갔으며, 중국에 이를 초도 수출하는 등의 이유로 2011년도에는 매출액이 1,700억 원, 영업이익이 200억 원에 달하는 등 창사 이래 최대 실적 예상”된다는 취지로 일반 투자자들에게 동 종목을 추천하고, 같은 달 14.경 인터넷 증권방송을 통해서도 유료회원들을 대상으로 위 종목을 오늘의 공략 주로 설정하여 수회 매수 추천을 하고, 그 과정에서 그러한 사정을 모르는 매수 추종자들의 유입에 따라 주가가 단기간에 상승하자, 미리 매수해 두었던 위 주식을 전량 매도하면서 위와 같이 인터넷 방송 등을 통해 계속하여 매수 추천하는 등 **위계를 사용**하여, 2011. 2. 10.경부터 2011. 4. 26.경까지 합계 97,165,553원 상당의 부당이득을 취득한 사례

(12) 시세조종과 위계가 결합된 경우

(서울남부지방법원 2011. 4. 6. 선고 2011고단365 판결)²²¹⁾

- 피고인 甲은 유사투자자문업체의 대표로서 인터넷에 “A투자클럽”이라는 주식추천 사이트를 운영하는 자이고, 피고인 乙은 위 회사에 소속된 사이버 애널리스트로 근무하던 자로서, 피고인들은 2007. 4. 3.경부터 투자금을 교부받고 일임매매 계약을 체결한 투자자들 명의의 계좌(11개 계좌)를 통하여 주식회사 B의 주식을 사전매입하여 시세조종을 하여 주식을 고가로 끌어올린 후 피고인 甲이 운영하는 인터넷 “A투자클럽” 회원들을 상대로 위 주식이 유망한 것처럼 추천하여 이들을 상대로 미리 매수한 주식을 고가에 팔아 부당한 이익을 얻을 것을 마음먹고,
- 피고인들은 공모하여 2007. 4. 9.경부터 같은 달 11.경까지 위 주식 244,103주를 매도하는 과정에서 부당한 이익을 얻기 위하여, “A투자클럽” 회원들에게 “1차

221) 서울남부지방법원 2011. 7. 1. 선고 2011노480판결로 확정

목표가 9,000원, 저점 매수준비” 등의 문자메세지를 발송하고, “동 종목은 다른 여타 급등주와는 달리 매수기회를 제공한다”는 등의 매수추천을 하여 회원들로 하여금 위 주식을 매수토록 하면서 반대로 자신들은 미리 매수한 주식을 고가에 매도함으로써 부당한 이득을 얻기 위하여 위계를 사용한 사례.

(13) 패소사실을 숨기고 승소할 것이라는 내용의 보도자료를 배포

(대전지방법원 천안지원 2011. 5. 25. 선고 2011고합228, 217(병합) 판결)

- 피고인 甲은 2009. 4. 3.경 본건 회사 전 최대주주 (주)AA와 본건 회사의 주식 및 경영권 양수도계약을 체결하고 계약금 및 중도금을 지급하면서 본건 회사를 실질적으로 인수하는 과정에서 본건 회사의 유상증자를 실시하기로 하고 2009. 6. 15. 및 같은 달 16. 진행될 유상증자에 청약자를 유인할 목적으로 피고인 乙과 공모하여, 당시 주식시장에서 자전거테마주가 유행하고 있는 것에 착안하여 2009. 6. 2. 경 해외 특허소송 등으로 유명해진 자전거부품 개발·생산업체 (주)AB와 투자계약을 체결하였으나, (주)AB가 2009. 6. 9.경 독일법원에서 진행된 특허소송에서 패소함에 따라 위와 같은 (주)AB와의 투자계약을 제대로 이행할 의사나 능력이 없음에도 불구하고, 유상증자 청약 첫날인 2009. 6. 15.경 “(주)AB와 투자협약을 체결하여 향후 특허소송 승소금액의 일정비율을 지급받게 될 것”이라는 내용의 보도자료를 배포하여 금융상품의 매매를 목적으로 위계를 사용한 사례.

3. 무죄판결 사례

(1) 외국인의 법인명의 주식 매입 (대법원 2010. 12. 9. 선고 2009도6411 판결)

□ 사실관계

- 피고인 甲은 A사 인수과정에서 피고인 乙(외국국적자)에게 해외자금 및 해외계좌를 이용하게 해 줄 것과 해외페이퍼컴퍼니 명의로 유상증자 등에 참여해달라고 부탁하고 피고인 乙은 이를 승낙하면서 외국인 투자자들이 A사에 정상적인 투자를

한 것과 같은 외양을 갖추게 함으로써 주가상승을 통한 시세차익을 얻기로 공모하여, 피고인들은 2006. 9. 27.경 및 2006. 9. 28.경 피고인 乙의 자금을 이용하여 외국계 투자은행 C사 명의로 A사 주식 29만 2,936주(발행주식 총 수의 9.52%)를 매수하고, 2006. 9. 28.경 제3자 배정 유상증자에 3개 해외페이퍼컴퍼니 명의로 참여하여 A사 주식 50만주를 인수함으로써, 마치 해외기관투자자나 다수의 해외 펀드 투자를 유치한 듯한 외양을 갖추고, 피고인들은 2006. 9. 27.경부터 2007. 4. 3.경까지 C사 명의로 A사 주식 합계 55만 5,587주를 매매하고, 위 3개 페이퍼컴퍼니 명의로 A사 주식 합계 72만 3,812주를 매매하였음에도 대량보유보고 및 소유주식 상황변동보고를 하지 않거나 대량보유보고를 하면서 누락하여 보고하는 등으로 일반투자자들로 하여금 외국인들의 정상적인 투자나 지분변동이 있는 것과 같은 오해를 유발하였음.²²²⁾

□ 판시내용

- 구 증권거래법 제188조의4 제4항 제1호는 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 ‘부당한 이득을 얻기 위하여 고의로 허위의 시세 또는 허위의 사실 기타 풍설을 유포하거나 위계를 쓰는 행위’를 금지하고 있는바, 여기서 ‘위계’라 함은 거래 상대방이나 불특정 투자자를 기망하여 일정한 행위를 유인할 목적의 수단, 계획, 기교 등을 말하는 것이고(대법원 2008.5.15.선고 2007도11145판결 참조), ‘기망’이라 함은 객관적 사실과 다른 내용의 허위사실을 내세우는 등의 방법으로 타인을 속이는 것을 의미한다. 그런데 원심판결 이유에 의하면, 원심은 그 판시의 여러 간접사실 내지 정황에 비추어 피고인 甲의 외국법인 명의를 이용한 주식거래의 계산주체 혹은 손익의 귀속주체는 검사가 공소사실에 적시한 피고인 丁이 아니라 피고인 甲자신이라는 제1심의 판단을 그대로 유지하고 있고, 나아가 원심이 적법하게 채택한 관련 증거들에 의하면 피고인 甲은 외국 국적을 가진 사람으로서 이 사건 주식거래 이전부터 외국계 투자은행에 계좌를 개설하여 금융자산을 관리하거나 자신이 직·간접적으로 운영하고 있는 외국법인의 명의를 이용하여 국내외 자산에 투자하여 온 사실을 알 수 있는바, 원칙으로 주식거래에 있어서는 실명에

222) 이에 대하여는 자본시장법 제178조 제1항 제2호를 적용.

의한 거래가 강제되지 아니할 뿐만 아니라 투자자가 자신의 투자 동기나 계획 등을 스스로 시장에 공개하여야 할 의무가 없다는 점을 감안할 때, 원심이 인정한 바와 같이 외국인인 피고인 甲이 자신의 자금을 가지고 그의 계산 하에 실재하는 외국 법인 명의 혹은 계좌를 이용하여 일반적인 주식시장에서 이 사건 A사 주식을 매수 하였다면 그 행위는 객관적 측면에서 모두 사실에 부합하는 것으로서 아무런 허위 내용이 없으므로 위 법리에 비추어 이와 같은 행위를 기망행위에 해당하는 것이 라고 볼 수는 없다.

- 따라서 피고인들이 이 사건 주식거래를 함에 있어 관련 외국법인의 실체를 과장하거나 그에 관한 허위의 정보를 제공하는 등 허위사실을 내세웠다는 특별한 사정이 없는 이상, 원심이 유죄 인정의 근거로 들고 있는 사실(단 아래의 허위 사실유포 행위는 제외)만으로는 피고인 甲의 위와 같은 투자행태를 법률이 금지하는 위계의 사용에 해당한다고 단정하기에 부족하다. 한편 원심이 근거로 드는 사실 중 신주인수권부사채 매매와 관련한 허위사실유포의 행위는 아래 (4)항에서 보는 바와 같이 주식의 처분을 통하여 시세차익을 실현하는 단계에서 이루어진 것이므로, 그와 같은 행태로 인하여 그 이전의 주식취득과 관련된 외국법인 명의를 이용한 주식거래 행위가 소급하여 기망행위에 해당하게 된다고 볼 수도 없다며 원심판단을 파기한 사례.²²³⁾

223) 과기환송심(서울고등법원 2011. 8.18. 선고 2010노3506 판결)에서, 검사는 피고인 乙의 자금을 이용한 개인투자임에도 C사(외국계투자은행)의 자기자산투자계정으로 거래가 이루어진 점을 들어, 피고인들이 글로벌 투자은행이 지속적으로 대규모의 기관투자를 하는 외관을 갖추는 위계를 사용하였다고 공소사실을 변경하였으나, 법원은 C사가 고객분리계정을 사용하지 않고 자기자산투자계정을 이용하여 A사 주식을 매입한 것은 편의상 관행적으로 해오던 것이고, C사 계좌를 이용하여 A사 주식을 매입하더라도 5% 안에서의 거래는 공시하지 않기 때문에 주식투자자들은 외국인 지분이 늘어났다는 정도만 알 뿐 구체적으로 어느 외국인이 매수했는지, 개인인지 기관투자자인지를 알 수 없다는 점 등을 들어, 피고인들이 고의로 C사로 하여금 '자기자산투자계정'으로 주식을 취득하도록 하였거나 C사의 '자기자산투자계정'이 활용될 것임을 사전에 알고 있으면서 위계를 쓰는 행위를 하였다고 단정하기 어렵다고 판시(무죄).

(2) 인터뷰보다 과장된 기사 보도

(서울중앙지방법원 2006. 9. 29. 선고 2006고합115 판결)²²⁴⁾

□ 사실관계

- 피고인의 사용인인 甲이 2003. 11. 5.부터 2004. 3. 2.까지 사이에 피고인의 계산으로 증권거래소 상장법인인 A사의 보통주 합계 7,772,000주를 매수하고, 2004. 3. 3. 甲의 계산으로 A사 우선주 8,300주를 매수한 뒤, 2004. 12. 3. 위 주식들을 전부 매도하는 과정에서, 실제로는 피고인 스스로가 A사에 대하여 적대적 M&A를 시도할 의사가 없고, 다른 외국인 투자자들이 적대적 M&A를 시도할 의사가 있는지 여부를 확인하지 않았음에도 불구하고 시장에서 A사 주식을 M&A 테마주로 부상 시키기로 마음먹고,
- 2004. 3. 8. A사의 홍보담당 상무에게 A사가 보유하고 있는 B사 주식 매각, 우선주의 소각 등을 요구하면서 요구사항이 받아들여지지 않을 경우 적대적 M&A 가능성이 있다고 말하여 A사를 압박하는 한편, A사 관계자와의 접촉 사실 및 요구사항을 신문사 기자에게 알려 보도되게 하는 등 수차례의 언론 접촉을 통해 A사 주식이 시장에서 M&A 테마주로 부각되거나 인식되도록 하면서 A사 측의 대응과 A사 주가 추이 등을 관찰하던 중 2004. 11. 26. A사에서 보통주 2.5%를 포함한 자사주 취득 공시를 하자,
- 2004. 11. 29. 20:08경부터 45분 정도 이루어진 D일보 기자와의 전화 인터뷰에서 “A사가 자기 주식을 취득하는 것은 자기방어를 위해서이다. A사 주식은 훌륭한 가치를 지녔기 때문에 만약 현 경영진이 회사의 평가를 높이는 방안을 강구하지 않는 한 다른 투자자가 주식을 사서 주가를 높일 수 있도록 경영진 바꾸기를 시도할 수 있을 것이다. 지금 회사 경영진이 하는 것을 보면 피고인은 경영진을 지지하기 힘들 것이다. 그러니 누군가가 적대적 M&A를 한다면 우리는 아마도 지금 경영진을 지지하지 않을 것이다. 예를 들어 S가 A사와 M&A를 한다면 피고인은

224) 대법원 2008. 5. 15. 선고 2007도11145 판결로 확정

S를 지지할 것이다.”라고 언급함으로써, 2004. 12. 1.자 D일보에 ‘A사, 외국인에 M&A될 수도’라는 제목으로 위 인터뷰 내용을 토대로 작성된 기사가 보도되게 하고, 이로 인해 그 때부터 2거래일에 걸쳐 A사 보통주 및 우선주의 주가가 상승 또는 보합세를 유지하고 거래량도 평소의 두 배 이상으로 늘어나자 보도 이틀 후인 2004. 12. 3. 피고인이 보유하고 있던 A사 보통주 7,772,000주 및 甲이 보유하고 있던 A사 우선주 8,300주를 전부 매도하여 피고인이 7,248,940,852원, 甲이 28,943,530원 상당의 부당이득을 취득함으로써 피고인의 업무와 관련하여 사용인인 甲이 유가증권의 매매에 관한 위계를 사용한 혐의로 기소되었음.

□ 법원의 판단²²⁵⁾

(가) M&A 가능성을 부각시키기 위해 위계를 사용하였는지 여부

- 甲의 발언은 D일보 기자가 사전에 준비한 질문에 대한 답변과정에서 나온 내용의 일부로서, 위 발언내용만 발췌하여 보면 마치 인터뷰의 주된 내용이 A사에 대한 적대적 M&A의 가능성과 이에 대한 피고인의 지지 의사에 치우쳐 있는 듯한 인상을 주지만, 위와 같은 발언 전후로 甲이 ‘X펀드 등 다른 주주들과 A사 M&A에 관하여 논의한 사실이 없다’, ‘경영진이 올바른 방향으로 움직이기 시작했고, 우리는 경영진과 같이 일하기를 선호한다’, ‘다른 외국인투자자나 기업의 M&A 시도에 대하여는 알지 못한다’고 여러 차례 말한 점 등 앞에서 인정한 이 사건 인터뷰의 구체적인 내용과 전체적인 맥락에 비추어 보면, 위 기재 발언은 ‘A사 주식이 매우 저평가되어 있기 때문에 경영진이 주주가치를 높이는 방안을 검토하지 않는다면 M&A가 시도될

225) **2심**(서울고등법원 2007. 12. 3. 선고 2006노2304 판결)은 증권거래법 제188조의4 제4항 제1호에서 금지하고 있는 ‘위계를 쓰는 행위’인지 여부를 판단함에 있어서도 객관적인 사정에 의하여 그것이 위계에 해당하는지 여부를 가려야 할 것(대법원 2003. 11. 14. 선고 2003도 686 판결 참조)이고, 그 행위자의 내심의 의사를 기준으로 판단할 것은 아니라고 할 것이므로, 설령 甲이 이 사건 인터뷰 당시 주가나 거래량을 끌어올릴 의사를 가지고 있었다고 하더라도, 인터뷰 내용에 허위사실이나 일반 투자자를 오인하게 할 만한 내용이 없었다면 이 사건 인터뷰를 한 사실만으로 위계를 사용한 경우에 해당한다고 볼 수 없다고 할 것인데, 이 사건 인터뷰 내용에 허위사실이나 기만적인 요소는 없었다고 할 것이므로, 검사의 주장은 이유 없다고 판시하였으며, 대법원도 甲이 가정적·원론적 발언을 한 것에 불과하고 보도 내용이 인터뷰에서 한 발언내용 그대로라고 볼 수도 없는 점 등을 들어 위계로 볼 수 없다고 판시하여 무죄로 인정한 원심판결을 확정

가능성이 있고, M&A가 실제로 시도될 경우 피고인이 M&A 시도 세력의 제안을 검토하여 현 경영진을 지지하지 않을 수도 있다'는 정도의 가정적·원론적 발언에 불과한 것으로 판단된다.

(나) 주식을 계속 보유할 것처럼 기망함으로써 위계를 사용하였는지 여부

- 甲이 이 사건 기사가 보도된 이틀 후에 피고인 및 甲이 보유하고 있던 A사 주식 전량을 시장에서 매도한 사실은 인정되나, 특정기업의 주식 중 상당 지분을 보유한 대주주라고 하더라도 조만간 주식을 매도할 가능성이 있다는 이유만으로 언론과의 인터뷰를 삼가거나 그 인터뷰에서 주식 보유를 전제로 한 발언을 하지 말아야할 신의칙상 의무가 있다고 볼 수 없고, 더욱이 甲은 이 사건 인터뷰에서 'A사 보통주 및 우선주를 매도할 의사가 없고, 앞으로도 계속 보유하겠다'고 명시적으로 언급한 바도 없다.

(다) 주가를 상승시키기 위한 목적의 인터뷰가 위계에 해당하는지 여부

- 甲이 이 사건 인터뷰 직전에 '적대적 M&A에 관하여는 공격적으로 답변하겠다'는 취지로 말한 점, 이 사건 기사가 보도된 직후 기사에 만족한다는 반응을 보인 점, 그 다음날 A사 보통주의 주가에 대하여 실망했다는 반응을 보인 점에 비추어 보면, 甲이 이 사건 인터뷰를 한 목적에 A사 주가를 상승 또는 견인시키려는 의도가 포함된 것이 아닌가 의심이 들긴 하나, 설사 甲에게 그러한 목적이 있었다고 하더라도 이 사건 인터뷰의 내용에 아무런 허위나 기만적 요소가 있다고 볼 수 없는 이상 그러한 내심의 목적을 가지고 인터뷰에 응하였다는 사정만으로 이 사건 인터뷰를 한 것이 위계에 해당한다고 할 수도 없다고 판시한 사례.

(3) 인터넷게시판 종목토론폰방에서 과장된 표현 사용

(서울중앙지방법원 2012. 9. 21. 선고 2012고합662 판결)²²⁶⁾²²⁷⁾

226) 본건에서, 인터넷 게시판에 유아동복을 판매하는 코스닥 상장회사 T가 "아동복지주"라는 글들을 게시하고, 코스닥 상장회사 U의 대표이사가 대선후보와 친분이 두터운 사이라는 식의 근거없는 글들을 게시하는 등의 방법으로 풍문을 유포한 혐의에 대해서는 유죄를 인정함.

227) 서울고법 2013. 1. 17. 선고 2012노3290 판결로 확정.

□ 사실관계

- 피고인들은 2007년 대선을 앞두고 당시 유력 대선후보였던 甲후보의 건설공약과 관련하여 토목회사인 A, B 등이 테마주로 분류되면서 위 회사들의 주가가 회사의 실질가치와는 무관하게 36배, 16배로 비정상적으로 급등한 것을 비롯하여 대선 후보로 예상되는 유력 정치인 및 그들이 내세우는 정책과 직접적인 관련성이 없더라도 특정 종목과 유력 정치인과의 인적, 정책적 관련성을 그럴싸하게 엮어서 대선 테마주라는 풍문을 유포하게 되면 실제로 그 종목이 대선 테마주로 분류되어 주가가 급등한다는 것을 인식하고, 2012년 대선을 앞두고, 위와 같이 정치인 테마주로 시장에서 분류되도록 하는 방법으로 주가를 끌어올리고 이를 이용하여 매매 차익을 극대화하기로 마음먹고,
- 2011. 8. 3.부터 8. 12.까지 코스닥 상장회사로서 압력밥솥, 가습기 등 가정용품 제조업체인 (주)D의 주식 395,170주(7억원 상당)를 매입한 다음, (주)D의 대표이사인 丙이 유력 대선후보 예상자 乙이 졸업한 H대의 경영대학원 출신이라는 점과 위 회사가 유아용 제품도 일부 판매하고 있는 점을 부각시켜 위 회사를 새로운 乙 인척주 및 乙의 저출산 복지정책 테마주로 만들어 위 회사의 주가를 끌어올릴 목적으로, 2011. 8. 13.부터 8. 15.까지 ‘강추이종목’ 게시판과 종목토론폰방에 「화요일 오전 9시에 대선주 평정주 공개합니다」 등의 제목으로 새로운 테마주 공개를 사전 공지한 후 2011. 8. 16.부터 같은 달 23.까지 ‘강추이종목’ 게시판과 종목토론폰방에 ‘D 대표이사 丙이 H대 경영대학원 출신으로 乙 인척주’, ‘乙 테마 저출산 복지주’, ‘세력이 싹쓸이한 유아전문업체’, ‘일단 5배 가고나서 진검승부’ 등의 내용으로 총 118회에 걸쳐 (주)D 및 위 회사의 주가와 관련된 근거 없는 글들을 계속적으로 게시하고, 주식동호회 회원들로 하여금 위 게시글에 댓글을 달거나 위 게시글을 추천하도록 함으로써 풍문을 유포하는 등, 2011. 6. 1.부터 2012. 2. 14.까지 기간 동안 거래소와 코스닥에 상장된 (주)D 등 17개 종목의 주식을 매매함에 있어 위와 같은 방법으로 조직적, 반복적으로 풍문을 유포하고, 그로 인하여 매수세가 유인되어 주가가 상승하면 보유 주식을 매도하여 차익을 실현함으로써 합계 49억 1,106만원의 부당이익을 취득한 혐의로 기소되었음

□ 법원의 판단

- 법원은 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제178조 제2항 및 제443조 제1항 제9호에서 규정하고 있는 ‘풍문’이라 함은 ‘시장에 알려짐으로써 주식 등 시세의 변동을 일으킬 수 있을 정도의 사실로서 합리적 근거가 없는 것’을 의미하며, ‘유포된 사실의 출전(出典)이 있는지 여부 역시 합리적 근거 유무 판단의 한 요소에 지나지 않는 것이기는 하지만, 적어도 공간(公刊)된 자료나 기업의 공시자료, 관련 신문 기사의 내용을 그대로 전재(全載)하는 것은 해당 자료의 허위성을 명백히 인식하고서 그에 편승하기 위한 것이라는 등의 특단의 사정이 없는 한 위 죄가 성립될 여지는 없다고 보아야 할 것이다’라고 판시한 후²²⁸⁾,
- ‘이 사건에서 피고인들은 인터넷 게시판에 글을 게시하면서 자신이 직접 글을 작성한 것이 아니라, 대부분 다른 인터넷 기사나 인터넷 사이트에서 캡처한 화면을 게시하고 그 중 강조하고자 하는 부분에 빨간색으로 밑줄을 긋거나, 캡처한 화면 중간이나 하단 글상자에 해당 기사와 관련있는 회사명, 왜 그 회사 주가가 상승할 것인지 등을 기재하는 방식을 사용하여, 해당 회사의 임원 등이 대선 출마가 유력한 정치인과 관련이 있거나, 당해 회사의 사업이 유력 정치인이 강조하는 정책과 관련이 있으며, 그 정치인이 대선을 향한 행보를 계속하고 있음을 보임으로써, 위 주식가격이 대선 테마주로 상승할 것이라는 식의 글을 게시하였는데,
- 이러한 피고인들의 게시물들은 첫째, 대선후보 정치인과 당해 회사 임원과의 인맥 관계, 정치인의 정책 관련 발언과 행보, 당해 회사의 사업내용 등의 기초사실이 기업의 공식적인 공시자료이거나 신문 등 언론사의 홈페이지에 게시된 보도자료로서 나름대로 객관적인 근거를 갖고 있으며 피고인들은 그 내용을 수정함이 없이 그대로 캡처하여 이를 인용하고 있고, 둘째, 거기에 가필된 부분은 피고인들 개인의 전망이나 예측에 해당하는바, 색깔이나 필체를 달리하여 캡처된 내용과 혼선을

228) 풍문의 개념과 관련한 법원의 구체적인 판단에 대해서는 본 판례집의 ‘풍문의 개념’ 부분을 참조

일으킬 우려가 없음을 알 수 있으므로, 특단의 사정이 없는 한, 위 공시자료나 보도 자료의 게시 자체를 합리적 근거가 없다고 볼 수 없는 것이고, 거기에 부가된 피고인들의 단순한 의견제시나 미래에 대한 예측만 가지고서 앞서 본 ‘풍문’에 해당한다고 선불리 단정할 수는 없으며,

- 나아가, 피고인들이 주로 글을 올린 ‘강추이종목’ 게시판은 주로 개인투자자들이 어떤 특정 종목의 가격상승이 예상되니 추천한다는 취지의 의견을 개진하기 위한 공간으로서, 대부분 글을 올리는 투자자가 자신이 보유하고 있는 주식을 추천할 것이라는 점은 어렵지 않게 예상할 수 있으므로, ‘강추이종목’ 게시판에서 개인 투자자가 자신이 보유한 주식에 대하여 별다른 근거 없이 장래에 주가가 상승할 것이라는 의견을 올리는 행위가 자유롭게 이루어지고 게시판을 보는 대부분의 사람들 역시 이를 용인하고 보는 것이며, 이러한 게시판의 특성상 별다른 의미 없이 쓰게 되는 과장된 표현들(예를 들어 “세력 매집” 등)은 주식 등 시세의 변동을 일으킬 수 있을 정도의 허위 또는 합리적 근거가 없는 사실이라고 볼 수 없을 것 이라고 판시하면서, 무죄를 인정한 사례.



제 4 장

부당이득 산정

제1절 부당이득의 개념

제2절 미공개중요정보 이용의 부당이득 산정

제3절 시세조종의 부당이득 산정

제4절 부정거래의 부당이득 산정



제4장 부당이득 산정

제1절 부당이득의 개념

1. 부당이득의 범위²²⁹⁾

(1) 부당이득의 해석 (서울고등법원 2011. 6. 9. 선고 2010노3160 판결)

(의의) 불공정거래행위에 대한 형사처벌 구성요건인 '위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액'은 무형적 이익, 소극적 이득 및 장래의 이득이 포함되는 포괄적 개념임

- 자본시장법 제443조에서 규정하는 '위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액'은 유가증권의 처분으로 인한 행위자의 개인적이고 유형적인 경제적 이익에 한정되지 않고, 기업의 경영권 획득, 지배권 확보, 회사 내에서의 지위상승 등 무형적 이익 및 적극적 이득 뿐 아니라 손실을 회피하는 경우와 같은 소극적 이득, 아직 현실화되지 않는 장래의 이득도 모두 포함하는 포괄적인 개념으로 해석하는 것이 옳다 (대법원 2002. 7. 22. 선고 2002도1696 판결 등 참조)고 판시.

(2) 합병시 주식매수청구권 행사규모 축소

(서울고등법원 2011. 6. 9. 선고 2010노3160 판결)²³⁰⁾

- A사 대표이사인 피고인이 시세조종행위를 통하여 A사에 대한 주식매수청구권 행사 규모를 줄임으로써 절감된 주식매수비용 상당 이익(9,040,901,457원)이 발생하였고,

229) **자본시장법 제443조(벌칙)** ① 다음 각 호의 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 금액 이하의 벌금에 처한다. (이하 생략)

230) 대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도8109 판결로 확정

여기에서 이 사건 거래에 투입된 비용(4,115,203,835원)을 공제하면 4,925,697,622원의 이익을 취득하였다고 기소된 사안에서,

- 우선 A사의 손실 회피액을 대표이사인 피고인의 손실 회피액과 동일시 할 수 없고, 가사 견해를 달리하여 그와 같이 볼 수 있다고 하더라도 주식매수청구권이 행사되는 경우에는 A사가 그 주식을 취득하게 되고 그 주식의 시가 상당액은 손실에서 공제되어야 할 것이므로 주식매수청구권이 행사되지 않은 금액 상당을 모두 이득하였다고 보기 어려운 점, 피고인이 증권예탁원으로부터 주주들이 약 10,222,278,621원 상당의 주식을 매수청구할 예정이라는 취지의 ‘이사회 결의사항 반대의사 통지서’를 송달 받았다고 하더라도 실제 매수청구권의 행사규모가 얼마가 될지 여부는 확정된 것이 아니므로 위 금액 전부에 대하여 매수청구권이 행사되었을 것이라는 가정 하에 위반행위로 인한 이익 등의 액수를 산정하는 것은 부당하다는 이유로 부당이득액에 대한 범죄의 증거가 없는 때에 해당한다고 관시한 사례.

(3) 합병시 지분희석 방지 등 (서울중앙지방법원 2008. 2. 1. 선고 2007고합71 판결)

- 피고인 등 A은행의 甲측 사외이사들은 B카드에 대한 감자가 사실상 불가능하다는 사정을 알면서도 실제 감자를 실행할 의사 없이 그리고 감자에 대한 진지한 검토 없이, B카드의 주가를 떨어뜨림으로써 A은행과 甲에 부당한 이익을 얻게 하는 것을 주된 목적으로 하여 마치 감자의 가능성이 크거나 감자가 진지하게 검토되고 있는 것처럼 발표하여 A은행이 B카드에 대한 흡수합병을 추진하는 과정에서 B카드의 주가를 떨어뜨린 후 합병결의를 함으로써 **주식매수청구권 비용을 절감²³¹⁾하며, 합병 비용을 유리하게 하여 A은행 최대주주인 甲의 지분희석을 줄이는²³²⁾** 등의 부당한

231) 이 사건 사기적 부정거래로 인하여 B카드의 주가가 하락한 결과 A은행은 B카드의 합병반대주주들에 대한 주식매수청구권 가격이 낮아진 만큼 합병비용을 절감하는 재산상 이익을 얻었다고 볼 수 있으므로, 감자계획 발표가 있었던 다음날인 2003. 11. 24. 합병결의를 했을 경우의 주식매수청구권 가격과 실제 합병결의를 한 2003. 11. 28.의 주식매수청구권 가격의 차액에 주식매수청구권을 행사한 주식수를 곱한 금액을 부당이득으로 판단

232) 甲은 실제 합병결의를 하여 보유하게 된 지분을 50.53%와 현실적으로 합병결의가 가능했던 시점의 지분을 50.31%의 차이인 0.22%만큼 덜 희석되는 재산상이익을 취득, 상장회사의 가치는 특별한 사정이 없는 한 주식의 시가총액과 같은 것으로 봄이 상당하고 이 사건 합병 후 A은행의 주식 시가총액은 합병 효력발생일 이후의 합병 신주 최초 상장일의 주가를 기준

이익을 얻은 것으로 본 사례.

(4) 매각제한을 받지 않는 합병신주 취득

(서울고등법원 2011. 6. 9. 선고 2010노3160 판결)²³³⁾

- 피고인이 매각제한을 받지 않는 A사의 합병신주를 취득한 것이 자본시장법 위반 행위로 얻은 이익이라고 한다면 그 이익액은 매각제한을 받지 않는 A사의 합병신주의 가치에서 매각제한을 받는 A사의 합병신주의 가치를 공제한 금액이라고 보아야지 B사 구주 인수대금을 공제한 금액으로 볼 수는 없다²³⁴⁾. 가사 검사가 A사 합병신주를 취득한 그 자체를 자본시장법 위반행위로 얻은 이익으로 보아 공소제기한 것으로 보더라도, 합병신주가 상장되는 경우 그 상장 자체의 효과로 인하여 주가에 상당한 정도의 변동이 발생할 여지가 있는 점, 상장 전일 종가를 기준으로 합병신주의 가치를 산정하는 것이 반드시 피고인에게 유리하다고 볼 수도 없는 점, 피고인이 매각제한이 없는 합병신주를 상장 즉시 처분할 의사를 가지고 있었던 것도 아니고 실제 주식시장에서 단기간에 처분이 가능하다고 보이지도 않으므로 합병신주 자체가 상장 직후 처분이 될 수 있다는 가정 하에 그 가치를 산정하는 것은 부당한 점 등을 고려할 때, 합병신주의 상장 전일 종가를 기준으로 합병신주의 가치를 산정한 원심판결은 합리성을 수긍하기 어렵다고 판시한 사례.

(5) 주식가치 유지 및 경영권 유지

(서울중앙지방법원 2011. 9. 22. 선고 2011고합268 판결)²³⁵⁾

- 피고인은 乙, 丙, 丁, 戊와 공모하여 2009. 6. 9.부터 2009. 12. 30.까지 A사 주식에 대하여 고가매수주문, 허수매수주문, 시종가관여주문, 통정매매를 하는 방법 등으로

으로 평가함이 합리적이므로 결국 시가총액 [(기발행주식 총수 + 합병신주) x 합병신주 상장일의 종가] 의 0.22%를 부당이득으로 판단

233) 대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도8109 판결로 확정

234) 1심에서는 이익액을 837,274,540원(=A사 합병신주 상장 전일인 2009. 11.6. 종가 3,460원을 기준으로 한 피고인의 자금으로 배정받은 합병신주 631,799주의 평가액 2,186,024,540원 - B사 구주 인수대금 1,348,750,000원)으로 산정하였다.

235) 대법원 2012. 6. 28. 선고 2012도3782판결로 확정

A사 주식의 매매거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 그 시세를 변동시키는 행위를 함과 동시에 A사 주식의 매매 기타 거래와 관련하여 부정환 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위를 하여 **반대매매를 막음으로써 피고인 소유 주식의 가치를 일정 수준으로 유지함과 동시에 경영권을 유지하는 액수미상의 부당이득을 취하였다**고 판시한 사례.

2. 위반행위와 이익간의 인과관계

(1) 인과관계의 개념 (대법원 2009. 7. 9. 선고 2009도1374 판결)²³⁶⁾²³⁷⁾

(의의) 불공정거래행위에 대한 형사처벌 구성요건인 '위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액'을 산정할 때는 가액을 엄격하고 신중하게 산정함으로써 죄형균형 원칙, 책임주의 원칙이 훼손되지 않도록 유의하여야 함

- 236) 원심(서울고등법원 2009. 1. 23. 선고 2008노2564 판결)은 “증권거래법 제207조의2 조항은 형사처벌을 위한 법정형에 관한 조항이지, 손해배상책임의 범위를 정하기 위한 조항이거나 위반행위와 직접적인 인과관계가 있는 이익액을 박탈하려는 조항이 아니”라고 전제하고, “증권거래법 제207조의2 제1항 단서 및 제2항 소정의 ‘위반행위로 얻은 이익’이라 함은 그 위반행위와 관련된 거래로 인한 이익을 말하는 것으로서, 반드시 그 위반행위와 직접적인 인과관계가 있는 것만을 의미하는 것은 아니고, 그 위반행위가 개입된 거래로 인하여 얻은 이익에 해당하는 것이면 이에 해당한다”고 판시하여 인과관계가 불필요하다는 취지로 판시하였으나, **대법원은 원심이 인용한 대법원 2004. 9. 3. 선고 2004도1628 판결은 2002. 4. 27. 법률 제6695호로 증권거래법이 개정되어 제207조의2 제2항의 징역형 가중처벌 조항이 신설되기 전의 사안에 대한 것으로서 공소사실에 기재된 피고인의 여러 허위사실 유포행위 중 일부가 무죄로 판단된 상황에서 공소사실 기재와 같은 이익액을 그대로 인정할 수 있는지가 쟁점이 된 사안이고, 또 대법원 2005. 4. 15. 선고 2005도632 판결은 일부 계좌들만 시세조정행위에 제공되고 다른 계좌들은 이에 제공된 바 없다고 하더라도 다른 계좌들을 이용한 거래로 얻은 이익을 위반행위로 인한 이익에 해당한다고 볼 수 있는지가 쟁점이 된 사안에 대한 것으로, 이들 판시 자체에 의하더라도 ‘위반행위로 얻은 이익’은 **위반행위와 직접적인 관련이 있는 이익에만 한정되는 것이 아니라는 취지일 뿐임을 알 수 있으므로, 구 증권거래법 제207조2, 제214조에서 정한 ‘위반행위로 얻은 이익’의 위반행위와 이익 사이에 인과관계가 필요하지 않다는 논리의 근거로 삼을 수 없다고 판시****
- 237) 최근 **대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도8109 판결**에서도 「자본시장법 제443조 제1항 단서 및 제2항에서 규정하고 있는 ‘위반행위로 인한 이익’이란 그 위반행위와 관련된 거래로 인한 이익을 말하는 것으로서 위반행위로 인하여 발생한 위협과 **인과관계가 인정되는 것을 의미한다**”고 판시하여 기존 입장을 재확인

- 형법 제17조는 “어떤 행위라도 죄의 요소되는 위험 발생에 연결되지 아니한 때에는 그 결과로 인하여 벌하지 아니한다.”라고 선언하여 범죄행위와 인과관계가 인정되지 않는 결과는 형사 처벌의 근거가 될 수 없음을 분명히 하고 있고, 위와 같이 구 증권거래법 제207조의2, 제214조는 ‘위반행위로 얻은 이익’을 범죄구성요건의 일부로 삼아 그 가액에 따라 그 죄에 대한 형벌을 매우 가중하고 있으므로, 이를 적용할 때에는 위반행위로 얻은 이익의 가액을 엄격하고 신중하게 산정함으로써 범죄와 형벌 사이에 적절한 균형이 이루어져야 한다는 죄형균형 원칙이나 형벌은 책임에 기초하고 그 책임에 비례하여야 한다는 책임주의 원칙이 훼손되지 않도록 유의하여야 할 것인바(대법원 2007. 4. 19. 선고 2005도7288 전원합의체 판결 등 참조), 구 증권거래법 제207조의2와 제214조에서 정한 ‘위반행위로 얻은 이익’이라 함은 그 위반행위와 관련된 거래로 인한 이익을 말하는 것으로서 위반행위로 인하여 발생한 위험과 인과관계가 인정되는 것을 의미한다고 볼 것이다.

(2) 인과관계 판단기준 (대법원 2010. 12. 9. 선고 2009도6411 판결)

(의의) ‘위반행위로 얻은 이익’은 통상 “위반행위로 인한 총수입-관련 거래로 인한 총비용”의 방법으로 산정하나 이러한 산정이 부당하다고 볼 사정이 있는 경우 위반행위와 인과관계 있는 이익만을 구분하여 산정(입증책임은 검사 부담)

- 구 증권거래법(2007.8.3.법률 제8635호 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 부칙 제2조로 폐지)제207조의2와 제214조에서 정한 ‘위반행위로 얻은 이익’이란 위반행위로 인하여 발생한 위험과 인과관계가 인정되는 이익을 의미하고, 여기에는 공범에게 귀속된 이익도 포함된다. 통상적인 경우에는 위반행위와 관련된 거래로 인한 총수입에서 그 거래를 위한 총비용을 공제한 차액을 산정하는 방법으로 인과관계가 인정되는 이익을 산출할 수 있으나, 구체적인 사안에서 위반행위로 얻은 이익의 가액을 위와 같은 방법으로 인정하는 것이 부당하다고 볼 만한 사정이 있는 경우²³⁸⁾에는 사기적 부정거래 행위를 근절하려는 같은 법 제207조의2와 제214조의

238) 시세조종기간 중에 정상적인 주가변동요인에 의한 주가상승분이나 위반행위자와 무관한

입법 취지와 형사법의 대원칙인 책임주의를 염두에 두고 위반행위의 동기, 경위, 태양, 기간, 제3자의 개입여부, 증권시장 상황 및 그 밖에 주가에 증대한 영향을 미칠 수 있는 제반 요소들을 전체적·종합적으로 고려하여 인과관계가 인정되는 이익을 산정하여야 하고, 그에 관한 증명책임은 검사가 부담한다고 판시.²³⁹⁾

(3) 인과관계를 폭넓게 인정한 사례

가. 광주고등법원 2008. 7. 10. 선고 2007노281 판결

- A사 주식은 조류독감 테마주에 해당하고 사스(SARS, 중증급성호흡기증후군)나 조류독감(AI) 발생시 주가가 오른 적이 있는 사실, 조류독감의 예방 및 치료와 관련이 있는 업체인 아래의 회사들의 주가동향을 살펴보면 2005. 9. 28.부터 2005. 10. 13. 사이에 장차 조류독감이 발생할 가능성이 높은 사정에 의하여 A사의 주가는 265%, B사의 주가는 261%, C사의 주가는 251%가 각 상승한 사실, A사는 2005. 10. 5. RFID Tag 시제품을 개발 중인 D대학교 乙교수와 기술이전 협약을 체결하였고, 같은 날 증권선물거래소에서 이에 대한 공시가 이루어진 사실, A사의 주식은 그 다음날인 2005. 10. 6.부터 폭등하기 시작해서 연속 7회 상한가를 기록하였는데, 당시 조류독감 관련업체의 주식 중 연속해서 상한가를 기록한 주식은 A사의 주식 하나뿐이었던 사실을 인정할 수 있는바, 위 인정사실에 비추어 보면, 조류독감과 A사의 RFID Tag 기술이전 협약 체결 사실 양자 모두가 A사의 주가 상승의 원인이 되었다.
- 증권거래법 제207조의2 제1항 단서 및 제2항 소정의 '위반행위로 얻은 이익'이라 함은 반드시 그 위반행위와 직접적인 인과관계가 있는 것만을 의미하는 것은

제3자가 야기한 변동요인에 의한 주가상승분이 존재하는 등 총수입에서 총비용을 공제하는 방법으로 이익을 산정하는 것이 부당하다고 볼 만한 사정이 인정되지 않는다고 본 사례로는 서울중앙지방법원 2014.1.16. 선고 2013고합1150 판결(서울고등법원 2014. 5. 1. 선고 2014노360 판결 및 대법원 2014. 7. 24. 선고 2014도5948 판결로 확정)

239) 자본시장법 하에서도 동일한 내용으로 판시(대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도8109 판결 참조)

아니고, 그 위반행위와 관련된 거래로 인하여 얻은 이익에 해당하는 것이면 이에 해당되는 것으로 해석하는 것이 타당한바(대법원 2004. 9. 3. 선고 2004도1628 판결, 2005. 4. 15. 선고 2005도632 판결, 헌법재판소 2003. 9. 25. 선고 2002헌바69, 2003헌바41 전원재판부 결정 등 참조), 그렇다면, A사의 추가상승에 RFID Tag 기술개발 완료 및 이전 이외에 조류독감 등 다른 요인이 작용하였다라고 피고인이 얻은 이익은, RFID Tag 기술개발 완료 및 이전 이외에 다른 요인에 따른 추가상승분을 공제하여, 미공개정보인 RFID Tag 기술이전 협약 체결 사실 발표와 직접적인 인과관계가 있는 이익에 한정할 것은 아니고, 피고인은 위 증권거래법 위반행위와 관련된 A사의 주식거래로 인하여 얻은 이익 671,196,805원 모두에 대하여 형사책임을 부담하는 것이라고 판시한 사례.

나. 서울중앙지방법원 2008. 12. 10. 선고 2008노3093 판결²⁴⁰⁾

- 증권거래법 제207조의2 제1항 단서 및 제2항 소정의 ‘위반행위로 얻은 이익’이라 함은 거기에 함께 규정되어 있는 ‘손실액’에 반대되는 개념으로서 당해 위반행위로 인하여 행위자가 얻은 이윤 즉 그 거래로 인한 총 수입에서 그 거래를 위한 총 비용을 공제한 차액을 말하고, 그 위반행위와 관련된 거래로 인한 이익을 말하는 것으로서, 반드시 그 위반행위와 직접적인 인과관계가 있는 것만을 의미하는 것은 아니고, 그 위반행위가 개입된 거래로 인하여 얻은 이익에 해당하는 것이면 이에 해당되는 것이다(대법원 2002. 6. 14. 선고 2002도1256 판결, 2005. 4. 15. 선고 2005도632 판결 등 참조). 살피건대, 피고인은 A사가 무상증자를 실시한다는 사실을 알고 2006. 10. 31.부터 같은 해 11. 7.까지 이 사건 주식 639주를 매수하고, A사의 무상증자의 실시에 관한 내용이 공시된 이후인 같은 해 11. 10. 334주를, 같은 해 11. 13. 620주(2006. 10. 31. 전에 매수한 주식 315주 포함)를 각 매도한 사실,

240) 피고인은 미공개정보 이용으로 인한 **부당이득은 당해 미공개정보와 인과관계가 있는 주가 변동 부분만을 그 기준으로 삼아 산정되어야 할 것임에도**, 원심이 피고인이 매도한 당시의 단가를 기준으로 시세차익을 산출하고 이를 모두 부당이득이라고 판단한 것과 이를 전제로 법정형을 산정하여 형을 선고한 것은 법리를 오해하여 판결에 영향을 미친 위법이 있다고 주장

무상증자의 실시에 관한 내용이 공시된 이후 이 사건 주식의 가격이 큰 폭으로 상승한 사실을 인정할 수 있는바, 위 인정사실에 의하면, 피고인이 위 무상증자의 사실을 알고 이 사건 주식을 매수한 후 무상증자의 실시에 관한 내용이 공시된 이후 이 사건 주식을 매도함으로써 얻은 차액을 이 사건 위반행위가 개입된 거래로 인하여 얻은 이익이라고 봄이 상당하다고 판시.

(4) 인과관계를 좁게 인정한 사례

가. 서울고등법원 2011. 8. 18. 선고 2010노3506 판결

- 부당이득 산정에 있어서 만연히 주식거래에서 피고인들이 취득한 각 시세차익 전체를 이익으로 볼 것이 아니라 그 차익과 각 위반행위로 인한 위험과 사이에 인과관계가 있는지를 가려 그와 관계없는 부분은 이익에서 제외되어야 한다. A사 주가상승의 원인이 피고인들의 증권거래법위반(시세조종, 부정거래행위 등) 행위, 재벌3세인 피고인 甲의 투자 공식화로 인한 주식시장의 기대심리, B사의 A사를 통한 우회상장으로 인한 주가상승 요인 등이 복합적으로 작용한 결과이므로 부당이득에 대한 범죄의 증명이 없는 경우에 해당한다고 판시.

나. 대법원 2010. 4. 15. 선고 2009도13890 판결

- A사 대표이사인 甲이 허위·과장된 사실을 언론매체를 통하여 계속적으로 유포할 경우 그러한 사실이 확대 재생산되어 주가에 커다란 영향을 미칠 수 있다는 것은 충분히 예견되는 상황에서, 乙이 2007. 5.경부터 甲의 언론 인터뷰 내용을 기초로 강연 등을 통하여 A사 주식의 매수를 권유한 사안에서, 당시 乙이 운영하는 H투자연구소의 회원수 및 회원의 매수비중, 2007. 9.경부터 A사 주가의 비정상적 상승 움직임이 가속화되었던 점 등을 전체적·종합적으로 고려할 때, 乙의 강연으로 A사의 주가상승에 어느 정도 영향을 미쳤다고 하더라도 2007. 8. 31.경까지는 乙이 강연으로 A사 주가상승에 개입하였다고 볼 수 없으므로 2007. 8. 31. 이전의 주가

상승은 모두 甲의 허위사실 유포 및 허위·부실 표시 문서 이용행위와 **인과관계가 인정**되어 이로 인한 이득액 전부에 대하여 피고인의 죄책이 인정된다. 다만, 2007. 9.경부터는 乙이 강연을 통하여 주가상승에 개입한 것으로 보이므로, **2007. 9. 1. 이후의 주가 상승은 그 전부가 甲의 행위와 인과관계가 인정된다고 볼 수 없고 달리 인과관계가 인정되는 이득액을 특정할 방법이 없다고** 판시한 사례.

다. 서울고등법원 2011. 6. 9. 선고 2010노3160 판결²⁴¹⁾

- 피고인이 유상증자에서 원금보장약정과 차명을 이용하여 부정하게 A사 신주를 취득하는 행위로 1,268,351,562원(=차명으로 배정받은 주식을 매각한 금액 5,268,348,522원 - 차입금 3,999,996,960원)의 이익을 취득하였다고 기소된 사안에서, **피고인이 주식을 처분하기 직전인 2009. 6. 2. 이명박 대통령이 한-아세안 특별정상회의 행사장에서 수소연료전지 자동차 기술에 대하여 “This is our dream.”이라고 설명했다는 소식이 전해지면서 수소에너지 관련주들의 거래량과 주가가 급등한 사실이 있어, 피고인이 주식을 처분한 2009. 6. 4.과 2009. 6. 5.의 주가상승분에는 이명박 대통령의 위와 같은 발언으로 인한 상승분도 포함되어 있으므로 이를 제외하여야 할 것이나, 당시 주가 중 피고인의 위반행위와 인과관계가 인정되는 부분만을 분리하여 그 이익액을 산정하기에 충분하지 않으므로 결국 이 부분 위반행위로 인한 이익액은 산정할 수 없는 경우에 해당한다고** 판시한 사례.

라. 서울고등법원 2005. 10. 21. 선고 2005노684 판결²⁴²⁾

- 경영권 양수도 계약이 체결되고 증권업계 유명인사인 丙이 최고경영자로 영입되었다는 언론보도(2002. 10. 18.)가 나가고 난 이후 최대주주 변경 공시, 10개 자회사 모두 흑자를 거두고 있는 알짜 기업이라는 보도(2002. 12. 12.) 등이 있는 기간 동안 **약 400% 이상의 주식 상승이 꾸준히 있었던 사안에서, 법원은 허위공시가**

241) 대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도8109 판결로 확정

242) 대법원 2006. 4. 8. 선고 2005도8643 판결로 확정

있었던 다음날인 12. 13. 주가가 전날보다 100%이상 상승했다는 사정만으로는 그와 같은 주가상승에 위 허위공시가 어느 정도의 영향을 미쳤는지 알 수 있는 아무런 자료가 없으므로 위와 같은 주가상승이 전적으로 허위공시로 인한 효과임을 전제로 피고인의 그로 인한 이익액이 증권거래법 제207조의2 제2항 소정의 가중적 처벌 요건인 5억원을 넘는지 여부는 물론 그 이익액이 얼마인지를 따져보는것 자체가 불가능하므로 제2항이 아닌 제1항을 적용해야 한다고 판시.

마. 서울중앙지방법원 2012. 12. 28. 선고 2011고합414 판결

- 시세조종 사례의 대부분은, 그 동기가 일련의 매수 및 매도 주문 등 해당거래 행위 자체로 일정한 차익을 취하기 위한 것이 대부분이지만, 그 외에도 거래행위 자체로부터 이익을 취하고자 함이 아니라, 회사의 경영진(혹은 대주주)이 증자나 전환사채·신주인수권부사채의 발행 등 회사의 자금조달을 용이하게 하기 위한 것, 경영권 양수도에 즈음하여 교섭조건을 자신에게 유리하게 조성하기 위한 것, 편법으로 저가에 주식을 양도·상속시켜주기 위한 것, 이 사건처럼 회사의 합병을 성사시키기 위한 것 등 실로 다양한 동기가 있을 수 있으나,
- 위와 같은 다양한 시세조종의 동기를 이루는 목표가 성취됨으로 인한, 혹은 성취되었을 경우를 가정한 경제적 이익은, 대부분의 경우 모든 주주들에게 공통적으로 귀속되는 것이고, 그 이익이 자본시장법 소정의 위반행위와 관련된 거래 상대방의 손실과 대응관계에 있지도 아니하며 주가의 등락과 무관한 다른 특별한 사정과 결합하여 나타나게 되는 것인바, 특별한 사정이 없는 한 '위반행위와 관련된 거래로 「인한」 이익'에 포함시킬 수 없다고 보아야 할 것인데,
- 이 사건 피고인들이 A주식 시세조종을 하게 된 주된 동기는 회사의 부담을 최소화시키고 합병을 성사시키고자 하는 것이었고, 그로 인하여 피고인들이 개인적으로 얻게 되는 궁극적 이익은 결국에는 A사와 B사의 합병을 통한 합병평가차익인 사실은 인정되나, 합병평가차익의 계산의 근거가 되는 합병주가는 이미 피고인들이

A주식 시세조종을 하기 이전에 외부기관의 평가에 의하여 산출된 것이고, 합병 절차는 이사회 결의, 주주총회 결의, 합병반대주주의 주식매수청구, 채권자보호 절차 등 여러 절차가 필요하고 이러한 합병에 필요한 모든 절차들 중 어느 하나라도 흠결할 때에는 합병이 성공할 수 없다는 점에서, 위와 같은 동기의 존재만으로는 공소사실 기재와 같은 합병평가차익과 이 사건 각 위반행위로 인하여 발생한 위험 사이의 인과관계를 인정하기에 부족하다고 판시(이유무죄).

바. 서울남부지방법원 2014.10.2 선고 2014고단1821 판결²⁴³⁾

- 피고인이 판시와 같은 주식거래로 위 공소사실 기재와 같은 매매차익을 얻은 사실은 인정되나, 위 증거에 의하여 인정되는 다음과 같은 사정, 즉 ① A주식은 정부나 공공기관이 발주하는 정보화 사업에 대기업 계열회사가 참여하는 것을 금지하는 내용의 소프트웨어산업진흥법개정안이 2012.5경 국회를 통과하고 정치권에서 경제민주화가 대선공약으로 거론되면서 그 주가가 피고인이 위 회사의 주식을 거래할 무렵 상승추세에 있었던 점, ② B주식은 신공항 후보지 부근의 토지를 보유한 업체로서 새누리당 대선후보가 대선을 앞두고 신공항 관련 발언을 할 것이라는 기대감에 그 주가가, 피고인이 거래하던 기간 중에 상승하였던 점, ③ C주식의 경우 A주식과 같은 시스템통합 업체로서 A와 같은 이유로 대선 관련 테마주로 분류되어 그 주가가, 피고인이 위 주식을 거래할 무렵 상승추세에 있었고 대선 관계자의 경제민주화 발언에 영향을 받기도 한 점, ④ C주식의 경우 화폐개혁 테마주로 분류되어 2013.3.13.경 정부의 화폐개혁 검토 관련 뉴스가 보도되자 주가가 상승하는 등 관련 기사가 주가에 영향을 미쳤으므로 그 이후의 주가변동이 오로지 피고인의 시세조종에 의하여 이루어졌다고 보기는 어려운 점 등을 종합하면, 피고인이 이 부분 주식거래와 관련하여 얻은 매매차익 전부가 그의 시세조종행위로 인한

243) 서울북부지방법원 2014.9.26. 2011고합204, 서울중앙지방법원 2015.5.29.선고 2014고합329 판결도 시세조종은 유죄로 인정되 부당이득액에 대한 인과관계는 피고인의 시세조종행위로 인한 주가상승분에 의한 이익액과 그와 관계없는 요인으로 인한 주가상승분에 의한 이익액이 분리되어 있지 않으므로, 부당이득액을 피고인의 시세조종으로 인하여 발생한 위험과 인과관계가 인정되는 것으로 보기 어렵다고 보아 범죄의 증거가 없는 경우로 판시한 같은 취지의 판결임

위험과 인과관계가 있는 것이라고 단정할 수 없고, 피고인의 시세조종행위로 인한 주가상승분 이외에 주식시장에서의 정상적인 주가변동요인 또는 피고인과 무관한 외부적 요인에 의한 주가상승분 역시 존재한다고 판단되므로, 그 부분을 공제하여 피고인의 이 부분 시세조종행위로 얻은 이익을 산정하는 것이 타당할 것이나, 검찰에서 제출한 증거만으로는 피고인이 이 부분 주식거래로 얻은 매매차익 중에서 이 부분 시세조종행위로 인한 위험과 인과관계가 인정되는 부분만을 분리하여 산정하기에 충분하지 않으므로, 결국 이 부분 공소사실은 피고인이 시세조종으로 얻은 이익액을 산정할 수 없는 경우에 해당한다고 판시(시세조종을 하여 금액불상의 부당이득을 취득한 것으로 판시)

제2절 미공개중요정보 이용의 부당이득 산정

1. 부당이득액의 개념 (대법원 2006. 5. 12. 선고 2004도491 판결)

(의의) 미공개정보 이용행위로 얻은 이익은 순 매매이익(총 매도금액 - 총 매수금액 - 거래비용)을 의미

- 구 증권거래법 제207조의2에서 정한 “위반행위로 얻은 이익”이라 함은 거기에 함께 규정되어 있는 “손실액”에 반대되는 개념으로서 당해 위반행위로 인하여 행위자가 얻은 이득 즉, 그 거래로 인한 총 수입에서 그 거래를 위한 총 비용을 공제한 차액을 말하므로, 미공개정보 이용행위로 얻은 이익은 그와 관련된 유가증권거래의 총 매도금액에서 총 매수금액 및 그 거래비용을 공제한 나머지 순 매매이익을 의미한다(대법원 2002. 6. 14. 선고 2002도1256 판결, 2005. 4. 15. 선고 2005도632 판결 등 참조)고 판시.

2. 부당이득액의 매도단가 산정방식

(1) 정보공개 후 최초형성 최고가

(서울중앙지방법원 2011. 4. 7. 선고 2010고합775 판결)

- 검사는 이 사건 미공개정보 이용행위로 인하여 피고인 甲이 얻은 이익을 ‘(공시 이후 최초 형성된 최고가일 종가 - 가중평균 매수단가) × 매수 주식수’의 방식으로 산정하였는바,²⁴⁴⁾ 유가증권의 시장가격은 어느 특정 요인에 의하여 형성되는 것이 아니고 당해 회사의 재정상태나 사업현황, 경제상황의 변화, 풍문 등 매우 다양한

244) 피고인 甲은 이 사건 위반행위로 얻은 이익액은 위반행위와 인과관계가 인정되는 범위 내에서만 인정되어야 함에도, ‘공시 이후 최초 형성된 최고가일 종가’를 기준시점으로 삼아 주가상승분 전액을 위반행위로 얻은 이익액으로 간주하는 것은 **책임주의 원칙에 반한다고 주장**

요인의 영향을 받아 형성된다 할 것인데, 검사가 제시한 위 산정 방식은 중요정보로 인한 영향뿐만 아니라 그 정보를 이용하여 거래를 한 시점과 공시 후 최초 형성된 최고가일 사이에 시장에 유입되는 모든 정보의 영향을 모두 이익액 산정 과정에 포함시킬 수밖에 없다는 점에서 일정한 한계가 있어 보이나, 유가증권의 시장가격이 위와 같이 매우 다양한 요인에 의해 영향을 받는다는 점에서 다른 요인을 모두 배제한 채 오로지 어느 특정 요인에 의한 주가 변동분을 객관적으로 산정하는 것은 기술적으로 곤란한 것으로 보이는 점, '위반행위로 얻은 이익'이란 위반행위와 직접적인 인과관계가 있는 것만을 의미하는 것이 아니라 그 위반행위가 개입된 거래로 인하여 얻은 이익을 의미하는 것인 점, 통상 호재성 정보가 공개되면 그 회사의 주가가 상승하는 것이 일반적이고 그 상승세가 멈추거나 하락세로 돌아서는 시점에 그 호재성 정보가 주가에 충분히 반영되어 더 이상 영향을 미치지 않는 상태가 된 것으로 평가할 수 있다는 점, 사기적 부정행위를 근절하고자 하는 입법취지를 종합하여 보면, 미공개정보를 이용하여 주식거래를 한 시점과 공시 후 최초 형성된 최고가일 사이에 '주가에 중대한 영향을 미칠 수 있는 요인'이 추가로 발생하였다는 등의 특별한 사정이 없는 이상 위 산정 방식에 의한 이익액은 미공개 정보 이용행위와 인과관계가 인정되는 이익액으로 봄이 상당하므로, 위 산정 방식은 적정한 것으로 보이고, 책임주의 원칙에 반하는 것으로 볼 수 없다.

- A사의 사업총괄 부사장 겸 등기이사인 피고인 甲은 2007. 10. 6. A사 재무담당 상무인 乙로부터 'A사의 폴리실리콘 제조설비의 추가 증설 목적의 1,600억 원 투자' 관련 정보가 기재된 '폴리실리콘 투자금액 증액 관련 공시 및 기업설명회 대응방안'이라는 문건을 보고받고, A사가 위 정보를 2007. 10. 12. 17:08경 증권선물거래소 게시판에 공시하기 전인 2007. 10. 10.부터 같은 달 12.까지 평소 관리하던 丙 명의의 차명계좌로 A사 주식 합계 8000주를 1,880,648,000원에 집중적으로 매수 하였는바, ① 피고인 甲이 위 정보를 이용하여 A사의 주식을 매수한 것은 2007. 10. 10.부터 2007. 10. 12.까지이고, 위 정보는 2007. 10. 12. 17:13경 공시되었으며, 이후 A사의 주가는 2007. 10. 17. 299,000원까지 상승하였다가 이후 하락한 점, ② 위 주식 매수 시점과 최초 형성 최고가일인 2007. 10. 17.까지 A사의 주가에

중대한 영향을 미친 것으로 볼만한 A사의 호재성 또는 악재성 정보, 제3자의 개입이나 증권시장의 변동이 있었던 것으로 보이지 아니하는 점, ③ A사의 주가는 2007. 10. 17. 이후에도 대체로 상승세를 이어가 B석유화학이 태양광 발전소재 산업에 진출한다는 기사(A사 입장에서 악재성 정보로 볼 수 있다)가 나오기 전날인 2007. 11. 1. 364,000원까지 상승한 점 등에 비추어 보면, 피고인이 시설투자 정보를 이용하여 얻은 이익액을 위 정보 공시 후 최초 형성된 최고가일의 주가인 299,000원을 기준으로 산정한 것은 적정하다고 보이므로, 피고인 甲의 이 부분 주장은 이유 없다고 판시한 사례²⁴⁵⁾.

(2) 최종 처분행위시 주가 (대법원 2006. 5. 12. 선고 2004도491 판결)

- 피고인이 2001. 4. 24. 이 사건 미공개정보를 이용하여 X기금으로부터 A사 발행의 전환사채 1구좌를 甲명의로 인수하고 그 인수대금 1,095,779,918원을 지급하고, 피고인은 2001. 6. 중순경 B사의 대주주로서 임원인 乙등과의 사이에 피고인이 위 전환사채 1구좌를 B사에 양도하는 대신 위 회사의 주식 50만 주를 양수하기로 하는 내용의 계약을 체결하고, 2001. 6. 21. 위 회사의 주식 30만 주를 이전받았으나, 나머지 20만 주를 그 약정시기(2002. 5. 30.부터 2002. 6. 30.까지 사이에 피고인이 청구한 날 이후 5일 이내) 이전에 이 사건 미공개정보 이용행위가 적발됨으로써 이전받지 못하였으며, 피고인은 위 30만 주 중 16만 주를 2001. 6. 26.부터 2001. 7. 19.까지 사이에 743,361,720원에 매각하고 그에 관한 증권거래세 및 수수료로 5,203,515원을 지출하여 그 차액 738,158,205원을 취득하고, 피고인은 나머지 14만 주 외에 2001. 7. 20. 이후 위 회사의 주식 3만 주를 추가로 매수하여 2002. 4. 26.까지 그 중 15만 주를 645,858,320원에 매각하고 그에 관한 증권거래세 및 수수료로 4,521,005원을 지출하여 그 차액 641,337,315원을 취득한 사안에서,

245) 서울중앙지방법원 2015. 1. 8. 선고 2014고단4038판결에서도 “공시 후 최초 형성된 최고가일 사이에 주가에 중대한 영향을 미칠 수 있는 요인이 추가로 발생하였다는 등의 특별한 사정이 없는 한 ‘미공개정보 공시 이후 최초 형성된 최고가’를 기준으로 산정하는 방식은 적정하고 책임주의 원칙에 반하지 아니한다.”고 판시

- 피고인에게 가장 유리한 방법으로 피고인이 이 사건 미공개정보 이용행위로 얻은 이익을 계산하면, 위 2001. 7. 19.까지의 16만 주 매각으로 취득한 738,158,205원, 그 이후 매각한 15만 주에 추가로 매수한 3만 주가 모두 포함되어 위 30만 주 중 12만 주만 매각된 것으로 보아 위 매각으로 취득한 금액 중 12만 주에 해당하는 513,069,852원, 보유 중인 나머지 2만 주를 마지막 매각일인 2002. 4. 26.의 주가를 기준으로 평가한 31,200,000원(2만주 × 1, 560원), 아직 이전받지 못한 20만 주를 그 약정이행기간 동안의 가장 낮은 주가를 기준으로 평가한 190,000,000원(20만주 × 950원, 피고인은 원심에 이르러 위 20만 주를 포기한다는 내용의 확약서를 제출하였으나, 이는 범죄 종료 후에 받은 이익을 포기한 것에 불과하므로, 이 사건 이익액의 산정에 있어서 고려하여야 할 사정은 아니다)의 합계액에 위 인수 대금 1,095,779,918원을 공제한 376,648,139원이 되는바, 위와 같은 이익액은 비록 원심이 산정한 608,850,396원 또는 공소장 기재 577,734,002원보다 작기는 하나, 원심이 피고인에 대하여 선고한 벌금 3억 5,000만 원은 위 이익액에 의하여 산정되는 정당한 형의 범위 안에 있는 것이 명백할 뿐더러 그 형의 양정도 적정한 것으로 보이므로, 결국 원심의 이익액 산정과과정에서의 잘못은 판결 결과에 아무런 영향이 없다고 판시한 사례.

(3) 타 정보의 공개 전일 증가

(서울중앙지방법원 2007. 7. 20. 선고 2007고합159 판결)²⁴⁶⁾

- A제약의 주가는 A제약이 B바이오의 유상증자에 참여한다는 사실이 공시된 2005. 7. 11. 이후 급등하기 시작하여 같은 달 18. 8,200원에 이를 때까지 계속 상승하였으나, 한편 위 사실이 공시된 뒤인 2005. 7. 12. B바이오가 세계 최초로 인간 유전자를 가진 형질전환 복제돼지를 생산하는 데 성공하여 이 사실이 2005. 7. 13. 이후 언론에 대대적으로 보도된 점, 변호인 제출의 증거(복제돼지 관련 보도 자료)의 기재에 의하면 당시 A제약과 마찬가지로 B바이오 업체의 유상증자에 참여

246) 피고인에게 유리한 방식으로, 미실현이익(보유주식) 뿐 아니라 실현이익(기처분 주식)을 산정함에 있어서도 2005. 7. 12. 증가를 기준으로 평균매도단가를 산정하였음(대법원 2010. 5. 13. 선고 2007도9769 판결로 확정).

했던 C사와 D사의 경우 주가가 공시 당일은 상한가를 기록하였으나 그 다음날에는 하락했던 점 등에 비추어 위 상승분 중 2005. 7. 13. 이후 부분은 이 사건 미공개 정보로 인한 것이라기보다는 오히려 B바이오가 위 복제돼지를 생산하는 데 성공했다는 사실이 언론에 대대적으로 보도된 것에 기인한 것으로 봄이 상당하며, 위 피고인들이 이러한 사실까지 미리 예측하였다고 볼 만한 증거가 부족하므로, A계약 주가 상승분 중 2005. 7. 13. 이후 부분은 위 피고인들의 이익액을 산정함에 있어 포함하여서는 안 될 것이다. 그렇다면, 위 피고인들의 평균 매도단가는 B바이오의 복제돼지 생산 소식이 A계약의 주가에 반영되기 전인 2005. 7. 12. 종가인 5,080원을 기준으로 산정하는 것이 합리적이라 판시한 사례.

(4) 미실현이익 (서울고법 2014. 7. 24. 선고 2014노1034 판결)

(의의) '위반행위로 얻은 이익'은 미공개정보를 이용하여 매수하였다가 처분하지 않고 보유 중인 주식의 평가이익(미실현이익)이 포함되며, 당해 정보공개로 인한 효과가 주가에 반영되는 기간의 종가를 기준으로 산정함

- 호재성 미공개정보 이용행위와 관련하여 위반자가 얻은 이익은, 당해 정보공개로 인한 효과가 주가에 직접 반영되는 기간 중 위반자의 주식처분행위가 있었다면 그 처분행위시를 기준으로, 위 기간 중 위반자의 주식처분행위가 없었다면 그 기간의 종가를 기준으로 하여 그 때까지 미공개정보를 이용한 구체적 거래로 인하여 발생한 이익(실현이익)과 미공개정보를 이용하여 매수하였다가 처분하지 않고 당시 보유 중인 대상 주식의 평가이익(미실현이익)을 포함하여 산정함이 타당하다.
- 비록 피고인이 미공개정보를 이용하여 매수했던 주식의 대부분인 58,314주를 매도하는 과정에서 실제 이익을 얻지 못하였더라도 이는 피고인이 이 사건 정보의 공개로 인하여 주가가 상승하는 적정한 시기에 위와 같이 매수했던 주식을 매도함으로써 이익을 구현할 수 있었음에도 더 많은 차익을 노리다가 결과적으로 손해를 입게 된 것으로 보이고, 이와 같은 후발적 사정은 이 사건에서 금지되는 미공개정보 이용

행위와 아무런 관계가 없는 점 등에 비추어 볼 때, 위 주식 58,314주에 대하여는 앞서 본 법리에 따라 이 사건 정보 공개로 인한 효과가 주가에 직접 반영되는 기간의 종기를 기준으로 한 평가이익을 미실현이익으로 산정하여 구 증권거래법 제217조의 '위반행위로 인한 이익'에 포함시켜야 할 것이라고 판시.²⁴⁷⁾

3. 손실회피액의 매도단가 산정방식

(1) 정보공개 후 최초형성 최저가

(서울중앙지방법원 2007. 5. 30. 선고 2007노346 판결)

- '위반행위로 인한 손실회피액'이라 함은 당해 위반행위로 인하여 행위자가 회피하게 된 손해액을 말하고, 따라서 행위자가 정보공개 이전에 매도한 주식의 총 매도금액에서 거래수수료, 증권거래세 등 그 거래를 위한 총비용을 공제한 나머지 금액과 **정보 공개 이후에 최초로 형성된 최저가**에 따라 산정한 주식의 총 매도금액에서 거래수수료, 증권거래세 등 그와 같은 거래를 위하여 행위자가 지출하였을 것으로 예상되는 총비용을 공제한 나머지 금액의 차액을 의미한다고 판시한 사례.

(2) 정보공개 후 주가가 안정화된 시점의 주가

가. 서울고등법원 2008. 6. 24. 선고 2007노653 판결²⁴⁸⁾

- 얻은 이익 또는 회피한 손실액이 5억 원 이상 또는 50억 원 이상이라는 것이 범죄

247) 원심(서울중앙지방법원 2013고합604판결)은, 피고인이 매수한 주식을 처분하여 얻은 총수입에서 그러한 거래를 위하여 지출한 총비용을 공제한 차액이 이익액이라는 전제에서, 그러한 실질적인 처분행위를 고려하지 않고 정보공개시점 이후 최고 주가가격을 기준으로 미실현이익을 산정한 것은 잘못이며, 특히 피고인은 실제 처분과정에서 상당한 손실을 보았을 뿐 어떠한 이익도 취득하지 못하였다고 판시하였으나, 항소심은 위와 같이 원심판결을 파기하였고, 대법원 2015. 2. 12. 선고 2014도10191판결로 확정됨

248) 1심(서울중앙지방법원 2007. 2. 9. 선고 2006고합332 판결)은 '위반행위로 회피한 손실액'이란 만일 위반행위자가 **악재성 미공개정보**를 공개 이전에 몰랐더라면 기존의 보유 주식을 공개 이후까지 계속 보유할 것이었으므로 '미공개정보를 이용하여 당해 정보 공개 이전에 보유

구성요건의 일부로 되어 있고 그 가액에 따라 그 죄에 대한 형벌도 매우 가중되어 있는 경우에, 이를 적용함에 있어서는 얻은 이익이나 회피한 손실의 가액을 엄격하고 신중하게 산정함으로써, 범죄와 형벌 사이에 적절한 균형이 이루어져야 한다는 죄형균형 원칙이나 형벌은 책임에 기초하고 그 책임에 비례하여야 한다는 책임주의 원칙이 훼손되지 않도록 유의하여 회피손실액을 산정하여야 하고(대법원 2007. 4. 19. 선고 2005도7288 판결 참조), 나아가 어느 정보가 공개되어 그 영향으로 인하여 주가가 상승 또는 하락함으로써 이익을 얻거나 손실을 회피하였는지 여부는 해당 정보가 충분히 시장에 공개된 이후 주가가 안정화된 시점을 기준으로 판단하여야 할 것이라고 판시.²⁴⁹⁾

나. 창원지방법원 2013. 5. 30. 선고 2012고합558, 567, 581, 2013고합35(각 병합) 판결

□ 사실관계

- 피고인 甲은 A사의 재정팀장으로 근무하면서 A사의 코스닥상장 추진업무를 담당하였는데, 2009.4.20.경 A사의 대표이사, 경영지원본부장 등의 지시를 받고 매출액을 과다계상하고 손실액을 과소계상하는 등 허위의 재무제표를 작성 후 공시한 바 있음.²⁵⁰⁾

주식을 처분함으로써 얻은 현실적인 매각대금 총액에서 ‘그와 같이 처분된 물량을 계속 보유하고 있었다고 할 때 당해 정보의 공개가 주가에 영향을 미친 후의 보유주식의 평가금액 총액을 공제한 액수로 파악하는데 별다른 어려움이 없고 오히려 그렇게 파악하는 것이 더 보편적인 태도이므로 금융감독원의 산정방식인 “(가중평균 매도단가 - **정보공개후 최초 형성 최저가**) x 매매일치수량”이란 산식은 건전한 상식에 의하여 도출해 낼 수 있는 보편 타당성을 지닌 것으로 이 산식을 사용하여 미공개정보 이용행위 회피손실액을 산정하는 것은 매우 합리적이라고 판시하였으나, **항소심은 ‘최초형성 최저가’가 아닌 ‘주가안정시점의 주가’를 기준으로 판단하였다.**

- 249) 유상증자에 관한 내용이 2003. 10. 30. 공시된 이후 L카드의 주가가 2003. 10. 31.에 12,050원(-2,100원), 2003. 11. 3.에 11,300원(-750원)으로 떨어져 주가가 급격하게 하락하였으나, 위와 같이 주가가 하락한 이후 곧바로 상승하기 시작하여 불과 4일 만에 거의 위 유상증자에 관한 내용이 공시되기 이전의 수준으로 회복된 다음 약 8일 동안 거의 같은 수준을 유지하여, L카드의 실적악화로 인한 유상증자를 중요정보로 인정하면서도 피고인들의 정보이용 혐의를 부인(무죄확정).

- 피고인 甲은 2011.8.22.경(B사와 A사 매각을 위한 계약을 진행하는 과정에서) B사의 주식양수도계약 담당자로부터 A사에 대한 회계법인 실사 결과 상당한 규모의 회계오류가 발견되었으니 주식양수도계약을 연기하고 추가실사를 진행하자는 말을 듣고, 위와 같은 회계오류가 단순한 계산착오가 아닌 상당한 규모의 분식회계 때문임을 파악하고 있는 상태에서 이와 같은 미공개정보가 그대로 알려질 경우 주가가 대폭 하락할 것으로 예상하여 같은 달 24.경 피고인 및 차명계좌에 보유하고 있던 A사 주식을 매도하여 159,730,564원 상당의 손실을 회피.

□ 판시내용

- 피고인은 회계오류로 인한 영향이 모두 시장에 공개된 현재 A사의 주가는 11,000원 내지 15,000원 사이에서 변동하고 있으므로 손실회피액 산정의 기준시점을 현재로 보면 회피손실액이 공소장 기재보다 훨씬 적은 규모라는 취지로 주장하나,
 - 어느 정보가 공개되어 그 영향으로 인하여 주가가 상승 또는 하락함으로써 이익을 얻거나 손실을 회피하였는지 여부는 해당 정보가 충분히 시장에 공개된 이후 주가가 안정화된 시점을 기준으로 판단하여야 할 것인데,
- ① 한국거래소는 2011.9.6. A사의 분식회계 등을 이유로 주식거래를 정지시켰고 2011.9.7. 분식회계 사실이 공개된 사실, ② 한국거래소는 2011.12.7. 분식회계 등을 이유로 A사에 대하여 상장폐지 결정을 한 사실, ③ A사의 주식거래가 2012.7.11. 다시 재개되었고 그 후 형성된 일일종가 중 최초로 형성된 최저가는 2012.7.18.자로 8,400원인 사실 등이 인정되는 바, 이러한 사실에 의하면 A사의 분식회계 사실이 공개될 무렵 바로 주식거래가 정지되었다가 약 10개월 정도 경과한 다음에 거래가 재개되었으므로 검사가 2012.7.18. 기준으로 최초 형성된 최저가인 8,400원을 기준으로 회피손실액을 산정한 것은 위와 같은 분식회계 관련정보가 충분히 시장에 공개된 후 상당한 기간이 지난 시점을 기준으로 한 것이어서 타당하다고 판시한 사례.

250) 실제 A사는 2009.4.30. 한국거래소에 상장을 신청하여 상장요건을 최종 확인받고 상장 성공함.

4. 정보전달자의 부당이득 (서울고법 2014. 7. 24. 선고 2014노1034 판결)

□ 사실관계

- 피고인 甲은 상장법인의 등기이사(내부자)로서 친동생인 피고인 乙(1차 정보수령자)에게 상장법인의 미공개 중요정보를 전달하여 乙로 하여금 상장법인의 주식을 매수하게 함으로써 정보를 이용하게 하였고, 피고인 乙은 甲으로부터 전달받은 정보를 이용하여 본인이 직접 주식을 매수하여 이익을 취한 이외에 본인의 장인 丙(2차 정보수령자)에게 전달하여 丙으로 하여금 주식을 매수하게 하여 정보를 이용하게 하였음.

□ 판시사항

- 타인으로 하여금 미공개정보를 이용하게 하는 유형의 범죄에 있어 그 정보를 이용한 타인을 정보제공자인 내부자나 제1차 정보수령자의 공범으로 보아 그가 취득한 이익을 내부자나 제1차 정보수령자의 이익으로 간주할 수는 없다.
- 피고인 乙의 이익을 피고인 甲의 이익으로 보거나, 丙의 이익을 피고인 乙의 이익으로 볼 수는 없다고 판시.²⁵¹⁾

251) 법원은 피고인 甲과 乙이 각각 미공개정보를 전달하여 이용하게 한 혐의 자체에 대해서는 유죄로 인정하였으나, 정보수령자의 부당이득을 정보전달자의 부당이득으로 간주하지 아니함으로써 가중처벌 조항의 적용에 대해서는 부인함(대법원 2015. 2. 12. 선고 2014도10191 판결로 확정)

제3절 시세조종의 부당이득 산정

1. 부당이득의 산정방식²⁵²⁾

(1) 순매매이익 (대법원 2002. 6. 14. 선고 2002도1256 판결)

(의의) 현실거래로 인한 시세조종행위로 얻은 이익은 순 매매이익(총 매도금액 - 총 매수금액 - 거래비용)을 의미

- 증권거래법 제207조의2 단서 소정의 '위반행위로 얻은 이익'이라 함은 거기에 함께 규정되어 있는 '손실액'에 반대되는 개념으로서 당해 위반행위로 인하여 행위자가 얻은 이윤 즉 그 거래로 인한 총 수입에서 그 거래를 위한 총 비용을 공제한 차액을 말하고, 따라서 현실거래로 인한 시세조종행위로 얻은 이익은 그 시세조종행위와 관련된 유가증권 거래의 총 매도금액에서 총 매수금액 외에 그 거래를 위한 매수수료, 매도수수료, 증권거래세(증권거래소의 경우 농어촌특별세를 포함) 등의 거래비용²⁵³⁾도 공제한 나머지 순매매이익을 의미한다고 판시.

252) 대법원 판결 중에는 '원심이 위반행위로 얻은 이익을 산정함에 있어서 피고인들이 시세조종행위 개시 이전부터 보유하고 있던 주식이나 그 종료시점 이후에도 계속 보유한 주식은 고려함이 없이, 기록상 확인되는 시세조종기간 동안의 총매수량과 총매도량의 일치수량에 평균매도단가와 평균매수단가의 차액을 곱한 금액에서 거래비용을 공제한 금액으로 계산한 다음 이를 토대로 벌금형을 선고 하였는바 이와 같은 방법으로 산정한 조치는 잘못이라고 할 것이나, 이는 피고인들에게 오히려 유리하므로 피고인들만이 상고한 이 사건에서는 그러한 잘못이 판결에 영향을 미칠 수 없다'고 판시한 경우도 있다(대법원 2004. 3. 11. 선고 2002도 6390 판결)

253) 양도소득세(대법원 2003. 11. 14. 선고 2003도686 판결), 시세조종행위를 위해 외부청약 과정에서 청약자들에게 지급하기로 한 청약환불금(대법원 2004. 5. 28. 선고 2004도1465 판결), 대출금 이자(대법원 2005. 12. 9. 선고 2005도5569 판결) 등은 공제대상인 거래비용에 포함되지 아니함

(2) 평가이익 포함 (대법원 2005. 11. 10. 선고 2005도6523 판결)

(의의) '위반행위로 얻은 이익'은 시세조종행위 종료 시점 당시 보유 중이던 시세조종 대상 주식의 평가이익(미실현이익)까지 포함

- 위반행위자가 시세조종행위 종료 시점까지 처분하지 않고 있는 보유 주식이 있을 경우에 그와 같은 이익을 산정함에 있어서는, 시세조종행위 개시 후 종료시점까지의 구체적 거래로 인한 이익은 물론 시세조종행위 종료 시점 당시 보유 중이던 시세조종 대상 주식의 평가이익²⁵⁴⁾까지도 모두 포함되어야 할 것이고(대법원 2003. 12. 12. 선고 2001도606 판결 등 참조), 피고인이 주장²⁵⁵⁾하는 바와 같이 시세조종행위 종료 시점 당시 보유 중이던 시세조종 대상 주식의 평가이익을 제외한 채 이익을 산정하여야 한다고 할 수는 없으므로, 피고인이 제1차 시세조종행위로 얻은 이익을 산정하여 보건대, ① 피고인이 이 사건 시세조종행위로 매수한 주식 4,002,793주의 총 매수금액은 22,984,934,300원이고, ② 그 중 시세조종 종료 시점인 2002. 1. 7.까지 매도한 주식 2,962,560주의 총 매도금액은 17,579,073,770원이며, ③ 거래로 인한 수수료, 거래세 등 거래비용은 93,301,229원이고, ④ 피고인이 시세

- 254) **대법원 2005. 3. 24. 선고 2004도8651 판결**에서는, 증권거래법 개정 법률 시행 이후에 시세조종행위에 동원된 주식을 매도함으로 인하여 발생한 이익은 그 매수시기에 상관없이 모두 증권거래법 시행 이후의 '위반행위로 얻은 이익'에 포함된다고 평가한다면, 증권거래법 시행 이전에 시세조종행위가 시작되어 시행 이후까지 계속하여 주가가 상승하고 있는 경우, 증권거래법 시행 이전에 매수하였으나 증권거래법 시행 당시 매도하지 않고 보유하고 있는 주식에 대하여도 증권거래법 시행 이전에 이미 발생한 주가 상승으로 인한 평가이익까지 모두 증권거래법 시행 이후 발생한 이익으로 산정하게 됨으로써, 이익액을 기준으로 가중 처벌 규정을 두고 있는 증권거래법의 적용에 있어 피고인에게 불이익한 결과를 초래하게 되어 부당하고, 따라서 시세조종행위에 동원된 주식 중 증권거래법 시행 이전에 매수 및 매도가 모두 이루어져 구체적으로 발생한 이익(실현이익)은 물론 증권거래법 시행 이전에 매수하였으나 증권거래법 시행 당시 매도하지 않고 보유하고 있는 주식의 평가이익(미실현이익)까지도 증권거래법 시행 이전의 이익으로 봄이 상당하다고 판시
- 255) **피고인**은, 시세조종행위와 관련하여 이익을 산정함에 있어서는 주식거래의 총 매도금액에서 총 매수금액 및 그 거래비용을 공제하는 방법에 의하여야 할 것인데, 피고인이 제1차 시세조종행위와 관련한 총 주식 매도금액은 17,579,073,770원이고, 총 주식 매수금액은 22,984,934,300원, 거래비용은 93,301,229원이므로, 결국 위와 같은 이익 산정방법에 의하면 피고인이 위 시세조종행위로 인하여 얻은 이익이 전혀 없다고 주장

조종 종료 시점에 매도하지 않고 보유하고 있던 주식 1,040,233주의 당일 종가인 주당 5,500원(매수단가 5,742원보다 주가가 하락하여 오히려 손실이 발생)을 고려한 평가이익은 5,721,281,500원인 사실을 인정할 수 있으므로, 피고인이 제1차 시세조종행위로 취득한 총 이익을 계산하면 합계 222,119,741원 상당(계산식 : ② + ④ - ① - ③)이라고 판시.

(3) 미실현이익을 포함시키는 것이 죄형법정주의에 위배되는지 여부

(의의) 부당이득에 미실현이익을 포함시키더라도 죄형법정주의 위배는 아님

- 피고인들이 ‘범죄구성요건인 위반행위로 얻은 이익에 실제로 구현되지 않은 미실현 이익을 포함시키는 것은 죄형법정주의에 위배된다’고 주장한 사안에서, 구 증권거래법 제207조의2와 자본시장법 제443조에서 정한 위반행위로 얻은 이익에는 실현 이익과 미실현이익이 포함된다고 보아야 할 것이고, 위 법률조항의 입법취지와 내용 등에 비추어 볼 때 이러한 해석이 법률의 문언적 한계를 넘어 수범자에게 예측할 수 없는 불이익을 가하는 것이라고 보이지 아니한다. 따라서 위반행위로 얻은 이익에 미실현이익을 포함시키는 것이 죄형법정주의에 위배된다는 피고인들의 주장 역시 이유 없다고 판시. (서울고등법원 2014. 6. 19. 선고 2012노4058·2014노841 (병합) 판결)

(4) 시세조종기간 특정

(의의) 시세조종기간은 위반행위로 얻은 이익의 가액을 좌우할 수 있으므로 엄격하고 신중하게 특정함으로써 죄형균형 원칙, 책임주의 원칙이 훼손되지 않도록 유의하여야 함

- 구 증권거래법 제207조의2 제1항 단서 및 제2항과 자본시장법 제443조 제1항 단서 및 제2항은 ‘위반행위로 얻은 이익’을 범죄구성요건의 일부로 삼아 그 가액에 따라

형벌을 가중하고 있으므로, 이를 적용할 때에는 위반행위로 얻은 이익의 가액을 엄격하고 신중하게 산정함으로써 책임과 형벌 사이의 비례원칙 등을 훼손하지 않도록 유의하여야 하는바(대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도8109 판결 등 참조), 구체적인 사건에서 **위 이익의 가액을 좌우하는 시세조종기간을 특정함에 있어서도 같은 원칙이 적용되어야 할 것이다.** 구 증권거래법 제188조의4 및 자본시장법 제176조가 금지하는 시세조종행위란 본래 정상적인 수요·공급에 따라 자유경쟁 시장에서 형성될 시세 및 거래량을 시장요인에 의하지 아니한 다른 요인으로 인위적으로 변동시킬 가능성이 있는 거래를 말하는 것으로서, 시세조종행위가 이루어진 기간을 정함에 있어서는 해당 주식의 가격 및 거래량의 동향, 전후의 거래 상황, 거래의 경제적 합리성과 공정성, 시장관여율의 정도, 지속적인 증가관리 등 거래의 동기와 태양을 종합적으로 고려해야 할 것이다. (서울고등법원 2014. 6. 19. 선고 2012노4058·2014노841(병합) 판결 및 서울고등법원 2015. 1. 15. 선고 20133노3751 판결 등 참조)

- 피고인들의 고가매수주문 등이 2008. 9. 19. 무렵까지 계속된 점, 2008. 8. 28. 주식시장 종료 당시 7,827,106주를 보유하고 있었고(N 총 발행주식수는 2006. 6. 25. 기준 26,653,589주이다) 위 잔여 보유주식 대부분을 2008. 9. 17.경까지 처분 하였는바, 피고인들이 이처럼 상당한 수량의 주식을 2008. 8. 28. 이후 단기간 내에 매매함에 따라 N 주식의 시세 및 거래량이 인위적으로 변동될 가능성이 없다고 단정하기 어려움에도 이러한 가능성을 반박할 객관적인 자료가 제시되지 아니하고 있는 점, AI²⁵⁶⁾는 피고인 A이 2008. 8. 30. 캐나다로 출국한 사정을 시세조종행위의 종기로 200. 8. 28.로 보는 한 근거로 들고 있지만, 위 출국시점 이후에도 피고인들이 N주식을 계속하여 거래하였던 점 등을 고려하여 2008. 8. 28.을 시세조종기간의 종기로 본 원심의 판단을 배척한 사례(서울고등법원 2014. 6. 19. 선고 2012노4058·2014노841(병합) 판결²⁵⁷⁾)
- 피고인 등의 Z 주식에 대한 고가매수주문 등이 2009. 6. 24. 무렵까지 계속된 점,

256) 금융감독원 조사원을 지칭

257) 대법원 2014. 10. 15. 선고 2014도8111 판결로 확정

일반적으로 시세조종행위 기간이란 대상 주식의 매집기, 추가상승기, 매도기에 이르는 일련의 기간 전체를 말하는 것인데, 결국 2009. 6. 22. ~ 2009. 6. 26. 기간은 시세조종행위 기간 중 매도기에 해당하는 기간으로 보아야 하는 점, AC는 2009. 6. 22. 이후에도 Z 주식의 주가 유지를 위하여 여러 모로 노력하였다는 취지로 진술하는 등 여러 사정상 2009. 6. 22. 이후에도 피고인 및 AC 등이 Z 주식의 시세조종에 관여하였다고 볼 여지가 있다는 점 등을 고려하여 2009. 6. 19.을 시세조종기간의 종기로 본 원심의 판단을 배척한 사례(서울고등법원 2015. 1. 15. 선고 2013노3751 판결²⁵⁸⁾)

(5) 시세조종행위 종료일로부터 단기간 내에 주식처분이 이루어진 경우에는 미실현이익이 아닌 실현이익으로 평가

(서울고법 2010. 6. 18. 선고 2010노514 판결²⁵⁹⁾)

□ 원심의 판단

- 이 사건 시세조종행위는 피고인이 단일 종목에 관하여 하루에도 수십 내지 수백 차례씩 사고팔기를 반복하면서, 시가 및 종가 관여 주문 또는 허수주문을 하거나 피고인이 관리하는 계좌 간에 가장매매를 하는 등의 방법으로 이루어졌는데, 위와 같은 비정상적인 거래형태는 원심이 인정한 시세조종기간 이후로도 최종 거래종료일까지 지속적으로 이루어짐
- 검사는 피고인이 해당 종목에 관하여 주식거래를 시작한 시점으로부터 주가가 정점에 이른 시점 또는 이와 근접한 시점까지 시세조종행위가 있었다고 보아 그 시점을 기준으로 실현이익 및 미실현이익을 산정하였고, 원심 또한 같은 태도를 유지함

258) 대법원 2015. 3. 31. 선고 2015도1462 판결로 확정

259) 대법원 2010. 10. 15. 선고 2010도8297 판결로 확정

□ 항소심의 판단

- ① 피고인은 원심이 인정한 시세조종행위 종료일 이후로도 비교적 단기간에 걸쳐 해당 종목의 주식거래를 반복하였는데, 그 이전 거래와 그 이후의 거래는 거래방식, 태양, 거래횟수, 거래량 등에서 별다른 차이가 있는 것으로 보이지 않는 점, ② 이 사건 조사를 담당한 금융감독원 직원도, 주가조작의 경우 일반적으로 주식매집을 통하여 주가를 끌어올려 최고가를 기록한 이후에는 이익실현을 위하여 주식을 처분할 뿐 새로이 매수를 하지는 않는데 반하여, 피고인은 최고가 시점 이후로도 계속 매도매수를 반복하였고, 피고인의 그와 같은 행위 또한 시가에 어느 정도 영향을 미칠 수 있음을 인정하면서 시세조종행위 기간을 최고가 시점을 기준으로 정하게 되면 행위자가 실제로 얻은 이익보다 훨씬 많은 금액이 이익액으로 산정될 가능성이 있다고 진술하고 있는 점 등에 비추어 보면, 피고인의 시세조종행위는 해당 종목별 거래기간의 종료될 때까지 계속된 것으로 봄이 상당

- 그리고 설령 피고인의 시세조종행위가 원심 인정의 기간 내에만 이루어졌다고 보더라도, 미실현이익의 산정은 시세조종행위를 통하여 인위적으로 주가를 끌어올린 후 주식을 처분하지 아니하고 계속 보유하는 등의 사정으로 현실적인 이익실현이 이루어지 않는 경우 시세조종행위가 종료되었을 때의 주가로 주식을 처분할 수 있었다고 보아 그로 인한 이익액을 산정하는 것인데, 이 사건과 같이 시세조종행위 종료일로부터 비교적 단기간 내에 주식처분이 이루어져 실현이익의 산정이 용이한 경우에 있어서는 피고인이 더 높은 매도차익을 남길 수 있었음에도 매도시점을 잘못 선택하여 실제 이익액이 시세조종행위 종료일 당시를 기준으로 하는 경우에 미치지 못하였다는 점이 명확히 입증되는 등의 특별한 사정이 없는 한, 시세조종행위 자체가 종료된 시점이 아니라 시세를 상승시키는 행위와 상승된 시세를 통하여 이익을 실현하는 행위 사이의 시간적 계속성과 상호연관성을 고려하여 그러한 주식의 처분이 종료된 시점을 기준으로 하여 실현이익을 파악하는 것이 합리적인 뿐만 아니라 사기적 부정거래로 인한 이익 자체를 취득하지 못하게 함으로써 이를 근절하려는 구 증권거래법 또는 범죄수익의 몰수추징을 규정한 범죄

수익은닉의 규제 및 처벌 등에 관한 법률의 입법취지에도 부합한다고 할 것임

- 따라서 이 사건 시세조종행위를 통한 이익액의 산정은 피고인이 실제로 주식을 처분하여 얻은 이익을 토대로 산정되어야 할 것임

(6) 시세조종행위 종료 후 손실은 이익 산정에서 미고려

(대법원 2010. 6. 24. 선고 2010도4453 판결)

- ‘위반행위로 얻은 이익’의 산정에 있어서는 시세조종행위 개시후 종료시점까지의 구체적 거래로 인한 이익(실현이익) 및 시세조종행위 종료 시점 당시 보유 중이던 시세조종 대상 주식의 평가이익(미실현이익) 등이 모두 포함되어야 할 것이므로, 시세조종행위 종료 후 피고인 등이 보유하고 있던 주식을 매도하여 손실을 보았다는 사정이 있다 하여 이와 달리 볼 수 없다고 판시.²⁶⁰⁾

(7) 시세조종행위와 무관한 자기주식에서 발생한 평가이익은 이익 산정에서 미고려 (대법원 2014. 5. 16. 선고 2012도11971 판결)

□ 원심의 판단

- 원심은, 피고인 甲 등이 A사의 주가를 인위적으로 부양하기 위한 목적 하에 경영권의 안정적 확보를 위하여 A사의 자기주식 취득에 나서게 된 점, A사가 취득한 자기주식 중 상당량이 시세조종에 사용된 차명 계좌들과의 통정·가장매매를 통해 거래된 점, 상장회사의 자기주식 취득은 가장·통정매매, 고가·허위매수, 종가 관여주문과 함께 시세조종범행의 수단으로 종종 사용되어 왔고, A사의 자기주식 취득이 주가 상승 및 안정에 영향을 미친 점, 피고인 甲 등의 시세조종을 통해 A사의 주가가 상승할 경우 A사는 취득한 자기주식의 주가상승으로 인해 시세차익을

260) 피고인은 시세조종행위 이후 보유 주식을 매도하여 큰 손실을 보았으므로 통상적인 방법으로 이득을 산정하는 것이 부당하다고 볼 만한 사정이 있어 미실현이익을 제외하고 이득액을 산정해야 한다고 주장.

연게 되고, 이러한 이익은 사실상 시세조종 행위를 통한 피고인 甲 등의 부당이득이라는 측면에서 달리 볼 이유가 없는 점, A사가 자기주식을 취득하는 데 사용한 자금은 피고인 甲 등이 시세조종행위를 하는 과정에서 취득한 자금으로부터 조달된 점을 종합하여 보면, A사의 자기주식 취득행위가 적법하다거나 피고인 甲 등이 시세조종행위 종료 이후에도 취득한 자기주식을 처분하지 아니하고 보유하고 있다는 사정이 인정되더라도 그러한 사정만으로 자기주식 취득분을 피고인 甲 등의 부당이득액 산정에서 제외할 수는 없다고 판단

□ 항소심의 판단

- [이 사건 자기주식 취득과 시세조종범행의 관계] 원심 판시에 따르면 자기주식 취득이 시세조종 범행에 종종 수반된다는 취지로 실시되어 있으나, 기록상 나타나는 자기주식 취득의 배경과 시행 경위 및 전후 정황 등에 비추어 A사의 이 사건 자기주식 취득은 비록 시기적으로 시세조종 기간 중에 실시되기는 하였으나, 외자유치와 관련된 경영권 방어 등을 위한 독자적인 경영상 판단에 따라 행하여진 정상적인 기업 활동으로 봄이 상당하고, 또한 주가를 인위적으로 부양 또는 유지시킨다는 시세조종의 본래 목적을 위하여 모든 경우에 필연적으로 자기주식 취득이 수반되는 것도 아니며, 피고인 甲 등의 입장에서 처분상의 제약이 있어 신속한 매각을 통해 시세차익을 확보하거나 환가된 자금을 추가 시세조종 범행에 활용하는 데 현저한 지장이 있는 자기주식 취득을 선호할 만한 사정이 있었다고 볼 수도 없는 점
- [이 사건 자기주식의 보유 현황] A사가 취득한 자기주식 90만주는 처음 매수된 이래 지금까지 처분되거나 추가 시세조종성 거래 등에 이용된 사실이 일체 없고, 이는 A사가 회사 차원의 경영상 판단에 따라 위 자기주식을 취득된 것이며, 피고인 甲등이 시세조종 행위를 통하여 개인적 이득을 취할 목적으로 위 자기주식을 보유하게 된 것이 아님을 보여준 점

- [이 사건 자기주식의 귀속 주체] 무엇보다 이 사건에 있어 A사가 취득한 자기주식 90만주는 피고인 甲과 나머지 공범들이 이 사건 범행으로 얻은 이익에 해당되지 않으며, A사의 법인격이 사실상 형해화되어 있다거나 피고인 甲 등이 A사의 법인 계좌를 이용하여 차명으로 자기주식 90만주를 소유하고 있다는 등의 특별한 사정이 존재한다고 볼 만한 입증 자료가 없는 이상 A사가 보유한 위 자기주식은 피고인 甲을 포함한 공범 전체의 개인 재산에 속한다고 볼 수 없는 점 등 사정에 의하면, A사가 취득한 90만주의 자기주식에 관하여 피고인 甲 등이 시세조종 기간 종료일에 형성된 가격에 이를 처분하여 미실현이익을 향유할 수 있음을 전제로 하여 이 사건 범행으로 피고인 甲 등이 얻은 부당이득을 계산한 원심판결에는 법리를 오해하여 결론에 영향을 미친 위법이 있음.

□ 대법원의 판단

- 항소심에서 판단한 사정(① 피고인 회사가 자기주식을 적법하게 취득한 점 ② 시세조종 기간중에 취득한 것이기는 하나 외자유치와 관련된 경영권 방어 등을 위한 독자적 경영상 판단에 따라 행해진 정상적인 기업활동인 점 ③ 피고인 甲등의 입장에서 처분상의 제약이 있어 환가된 자금을 추가 시세조종 범행에 활용하는데 현저한 지장이 있는 점 ④ 취득한 자기주식 90만주는 처음 매수한 이래 처분되거나 추가 시세조종정 거래 등에 이용된 사실이 일체 없는 점 등 을 들어 이 사건 자기주식 취득행위로 인한 미실현이익이 이 사건 범행과 관련된 거래로 인한 이익에 포함되지 않는다고 판단한 것은 정당하고, 거기에 상고이유 주장과 같이 추가조작으로 인한 이익을 계산함에 있어 법리를 오해한 위법은 없다.

한편 법인의 대표자 등이 그 법인의 기관으로서 법인의 업무에 관하여 자본시장법 제443조에 정한 위반행위를 한 경우에는 그 위반행위로 인하여 법인이 얻은 이익도 법인의 대표자 등의 위반행위로 얻은 이익에 포함된다고 할 것이다(대법원 2011.12.22. 선고 2011도12041 판결 참조). 따라서 항소심이 피고인 회사가 보유한 이 사건 자기주식은 피고인 甲을 포함한 공범 전체의 개인재산에 속한다고 볼 수

없다는 이유를 들어 위 자기주식으로 인한 이익이 피로인 甲과 나머지 공범들이 이 사건 범행으로 얻은 이익에 해당하지 않는다고 판단한 것은 잘못이나, 이 사건 자기주식 90만주에 관한 미실현이익 부분의 이유 무죄가 인정되는 이상, 항소심의 위와 같은 잘못이 판결 결과에 영향을 미친 것은 아니다.

(8) 사건연구방식(event study)에 의한 이득액 산정을 요구한 사례

- 원심은 이 사건 유상증자 관련 이득액의 구체적인 산정에 대하여, 검사가 이 사건 시세조종행위가 없었을 경우의 기준주가로 삼은 2010. 10. 5. 종가 676원은 이 사건 시세조종행위가 시작되기 전일 종가로서 이를 기준으로 부당이득을 계산함이 타당하고, 할인율인 25% 역시 2010. 10. 4.자 유상증자 결정 공시 당시의 할인율 30%에 비하여 피고인들에게 불리하지 아니하므로, 검사가 산정한 이 사건 유상증자 관련 이득액은 이 사건 시세조종행위와 인과관계 부당이득액 범위 내에 있다고 봄이 상당하다고 판단하여 이 부분 공소사실을 그대로 유죄로 인정하였다.

이 사건 유상증자의 발행가격은 그 기준주가인 청약일 전 제3거래일부터 제5거래일까지의 가중산술평균주가를 기초로 결정된다. 그러므로 이 사건 시세조종행위가 없었을 경우의 이 사건 유상증자의 기준주가에 관하여 보건대, 시세조종행위가 없었을 경우 형성되었으리라 인정되는 주가(정상주가)의 산정은, 전문가의 감정을 통하여 그와 같은 시세조종행위가 발생하여 그 영향을 받은 기간(사건기간) 중의 주가동향과 그 사건이 없었더라면 진행되었을 주가동향을 비교한 다음 그 차이가 통계적으로 의미가 있는 경우 시세조종행위의 영향으로 주가가 변동되었다고 보고, 사건기간 이전이나 이후의 일정 기간의 종합주가지수, 업종지수 및 동종업체의 주가 등 공개된 지표 중 가장 적절한 것으로 바탕으로 도출한 회귀방정식을 이용하여 사건기간 동안의 정상수익률을 산출한 다음 이를 기초로 사건기간 중의 정상주가를 추정하는 금융경제학적 방식 등의 합리적인 방법에 의할 수 있다(대법원 2004. 5. 28. 선고 2003다69607, 69614 판결 등 참조). 이 사건 유상증자 청약일인 2010. 11. 16. 전 제3거래일부터 제5거래일의 가중산술평균주가가 그로부터 1개월 이상

전인 이 사건 시세조종행위 시작 전날의 주가에 머물렀을 것이라고 당연히 상정할 수 없는 것임은 물론, 그 사이 증권시장의 일반적인 호황으로 인한 주가상승요인 등이 존재하였을 여지도 있으므로(실제로 이 사건 시세조종기간 중 KOSPI 지수가 약 200포인트 상승하였다), 검사 주장의 위 기준주가를 그대로 받아들일 수는 없고, 결국 이 사건 시세조종행위가 없었을 경우의 기준주가는 앞서 본 법리에 따라 전문가의 감정 등을 통한 합리적인 방법으로 산정해보아야 할 것이다. (서울고등법원 2015. 1. 23. 선고 2014노1579·2014노3421(병합) 판결)

2. 매수단가 산정방식

(1) 매수단가 산정의 시기(始期)

(서울중앙지방법원 2006. 1. 12. 선고 2005고합420 판결)

- 피고인은 스스로 이미 2002년 초순경부터 A사를 인수·합병하기 위한 준비를 하고 있었고, 자신의 명의로 주식을 매집할 경우 대상회사에서 사전에 경계할 것에 대비하여 특수관계인의 명의로 보유중이던 주식을 전량 매도하고 새로운 차명계좌들을 이용하여 대량으로 주식을 매수한 점, 피고인은 자신이 직접 특수관계인 명의계좌를 이용하여 매매주문을 하였으며, 매집과정에서 수많은 시세조종 주문이 제출된 점, 피고인은 특수관계인 명의계좌들을 이용하여 시세조종 주문을 통해 저가에 주식을 대량으로 매집하였다가 인위적으로 주가를 상승시킨 후 차명계좌 보유주식을 전량 매도하여 상당한 이익을 실현하였고, 그 이득금을 이용하여 재차 주식을 매입한 것으로 보이는 점, '시세조종기간'이란 매집기에서 주가상승기, 매도기에 이르는 일련의 기간 전체를 의미하는 것이지, 주가상승기에서 매도기에 이르는 이익실현기간만을 따로 떼어내어 지칭하는 것은 아닌 점 등에 비추어 볼 때, 이 사건에 있어서 시세조종이 시작된 '시기'는 최초로 고가허수매도주문이 시작된 2002. 11. 4.로 봄이 상당하고, 시세조종 기간의 시기가 2004. 2. 2.임을 전제로 하는 피고인의 위 주장들은 받아들이지 아니한다고 판시.

(2) 시세조종 이전에 취득한 주식

(서울중앙지방법원 2006. 1. 13. 선고 2005고합238 판결)²⁶¹⁾

- 관련 증거들에 의하면 B인베스트먼트 컨소시엄(구성원: B조합, C사, D사)은 2002. 10. 15.경 E은행 등 채권단으로부터 A사의 경영권, 주식 및 전환사채 등을 2,203 억원에 인수하기로 하는 M&A계약을 체결하였는데, B컨소시엄 구성원 사이에서 A사 주식 9,994,200주는 B조합이, 4,538,300주는 C사가, 416,700주는 D사가 각 보유하고, A사 전환사채 15억 상당은 B조합이, 90억 상당은 C사가, 35억 상당은 D사가 각 보유하기로 한 점, C사가 전환사채를 전환 청구하여 발행주식이 늘어나자 이를 공시한 점에 비추어 B컨소시엄이 E은행 등 채권단으로부터 A사의 경영권, 주식 및 전환사채를 인수하였다는 점도 공시가 된 것으로 보이는 점, 원래 B컨소시엄을 구성할 당시부터 B조합은 C사의 A사에 대한 경영권을 침해하지 않기로 하였고, 이에 따라 B조합이 2002. 11. 25.경 피고인 甲에게 위 조합 지분 주식 중 9,949,200주를 주당 2,200원(감자 및 액면분할 후 550원)인 21,888,240,000원에 장외 매각하면서 계약서에 C사의 A사에 대한 경영권 침해금지조항을 기재하였으므로 甲도 이를 잘 알고 있었던 점,
- 피고인 甲은 B조합으로부터 매수할 218억원 상당의 A사 주식을 전매할 구체적인 방안을 마련하지 못하였음에도 구체적인 자금확보 없이 2002. 11. 25.경 B조합으로부터 약 218억원 상당의 A사 주식을 매수하면서 계약금 25억원을 지급하고 잔금은 2003. 1. 8.까지 지급하기로 약정하였고, 甲은 2003. 1. 10.경부터 2003. 3. 21.경 까지 사채업자 등으로부터 주식담보대출로 142억원을 대출받는 등의 방법으로 잔금을 마련한 점으로 볼 때 甲은 2002. 11. 25.경 B조합으로부터 약 218억원 상당의 A사 주식을 매수할 당시부터 이미 사채업자 등으로부터 인수할 주식을 담보로 대출받은 자금으로 잔금을 지급하기로 예정하고 있었다고 볼 수 있고,

261) 시세조종 관여전 보유주식의 매수단가는 최초관여일 전일 종가를 기준으로 하는 것이 원칙이나, 다만, 이는 시세조종과 무관하게 취득하여 보유중인 주식에 대한 산정근거일 뿐, 시세조종 직전에 취득한 주식과 같이 시세조종과 직접적인 관련성이 인정되는 주식의 경우에는 실제 매수단가를 적용하는 것이 바람직하다는 취지 (대법원 2005도632 판결도 同旨)

피고인 甲은 처음부터 주가조작을 위하여 B조합으로부터 시세인 1,000원보다 낮은 가격인 550원에 A사 주식을 매수한 다음, 위 주식 및 주식을 담보로 취득한 자금 등을 이용하여 장내에서 주가를 조작하는 방법으로 이 사건 시세조종의 범행을 저질렀다고 봄이 상당하므로 시세조종을 통하여 얻은 부당이득액을 계산함에 있어 장외에서 주식을 매수한 가격인 550원을 기초로 하는 것이 합리적이라고 판시한 사례.

(3) **발행신주** (대법원 2004. 5. 28. 선고 2004도1465 판결)

- 피고인 등은 처음부터 구조조정과 관련한 제3자 배정 방식의 신주 발행 및 청약자 모집을 의미하는 ‘발행시장’ 부분과 구조조정 완료 후 확보한 신주 및 이를 담보로 취득한 자금 등을 이용하여 주가를 조작하는 것을 의미하는 ‘유통시장’ 부분을 연계시켜 시세조종하기로 계획하였고, 그 전체적인 계획하에 구주 매집과 신주 발행 단계를 포함한 이 사건 시세조종을 하였다고 봄이 상당하므로, 신주 발행이 주가 조작을 위한 수단으로 이용되었다고 볼 수 있고, 그렇다면 시세조종을 통하여 얻은 이익을 계산함에 있어 발행시장을 통하여 입고된 주식의 평균 취득단가를 신주 발행가인 550원으로 보는 것이 합리적이라고 판시.

(4) **담보로 취득한 주식** (서울고등법원 2006. 9. 21. 선고 2006노59 판결)

- 피고인들의 시세조종행위가 종료된 2003. 11. 14. 이후에도 2003. 12. 11.까지 거의 한 달 가량 거래량이 크게 늘어난 상황이었고 주가도 1,000원대 이상을 유지하고 있었는데, 12일 코스닥시장본부에서 A사의 자금약화설과 관련한 조회공시요구 및 주권매매거래정지를 공시하고, 다음날인 13일 자금약화설 조회공시 등의 영향으로 15일 1,000원 이하로 하락하였고, 30일에는 705원, 금융감독원의 조사기간 마지막 날인 2004. 1. 5.에는 620원으로 하락하였다. 이와 같이 2003. 12. 15.부터 주가가 폭락한 것은 피고인들의 시세조종행위의 영향력이 사라져서 폭락한 것이라기보다는 A사의 내부 사정에 영향을 크게 받은 것이라고 보인다. 그런데 이 사건 공소사실

에서는 피고인들의 시세조종행위의 영향력이 소멸한 2003. 12. 18. 종가인 620원을 매수가로 보아 이익을 산정하였는바, 이는 합리적인 근거가 없이 자의적으로 그 기준을 설정한 것이라고밖에 볼 수 없다.

- 또한 당심 증인의 증언에 의하더라도 시세조종 전일의 종가를 매수가격으로 추정하는 방법, 시세조종행위 종료 후 최초로 형성된 최저가격을 매수가격으로 추정하는 방법, 2003. 12. 18.까지 형성된 주가의 평균을 매수가격으로 추정하는 방법에 의하면, 모두 그 이득액이 5억 원 미만이 되는 점 등을 고려한다면, 원심이 이 부분 공소사실에 관하여 무죄로 판단하여 증권거래법 제207조의2 제2항이 아닌 동조 제1항을 적용한 것에 아무런 위법이 없다고 판시한 사례.

(5) 시세조종에 의하지 않고 취득한 주식의 평가액 산정 (서울중앙지방법원 2010.10.7. 선고 2009고합1489, 2010고합20(병합), 2010고합345(병합) 판결)

- 시세조종행위에 의하지 아니하고 취득한 주식의 경우에도 시세조종행위로 인하여 주가가 상승한 경우 그 상승한 이익은 시세조종행위로 인하여 취득한 이익에 포함되고, 여기서 ‘시세조종행위로 인하여 취득한 이익’이라 함은 시세조종행위로 인하여 상승한 주식의 평가액을 의미한다고 봄이 상당하다.
- 피고인 甲이 2007.6.29. A사와 C사 사이에 체결된 주식매매계약에 따라 B사 주식을 1주당 6,650원에 취득할 것이 예정되어 있는 상황²⁶²⁾에서 2007.7.2.경부터 이 사건 시세조종 범행을 저질렀음을 알 수 있는 바, 비록 이 사건 주식의 실제 취득일은 잔금지급일인 2007.8.22.이기는 하나, 피고인 甲은 2007.6.29. 이 사건 주식매매계약을 체결하고, 그 후 2007.7.2.부터 이 사건 주식의 가치를 높이기 위하여 이 사건 시세조종 범행을 저질렀으므로 이러한 이 사건 시세조종행위로 인하여 주가가 상승하였다면 그 가액 상승분은 시세조종행위로 인한 위반행위로 얻은 이익에 포함되는 것으로 볼 수 있다.

262) 피고인 甲은 2007.6.20. B사에 대한 입찰절차에 A사 명의로 참여하여 우선협상대상자로 선정되었고, 같은 해 6.29. C사로부터 B사 주식을 인수하기로 하는 주식매매계약을 체결함.

- 그러나 이 사건 시세조종 직전일인 2007.6.29.의 B사 주식의 종가 9,700원은 이 사건 시세조종의 영향을 받지 않고 시장의 원리에 의하여 형성된 가격이므로 피고인 甲이 그 가격 이하에 이 사건 주식을 취득하였다고 하더라도 그 취득행위 자체가 시세조종행위로 평가되지 않는 이상 그 취득가액(6,650원)과 위 시세조종 직전일의 종가인 9,700원 사이의 차액은 이 사건 시세조종행위와 아무런 인과관계가 인정되지 아니하여 이 사건 시세조종행위로 인한 위반행위로 얻은 이익에서 공제되어야 한다고 판시.

3. 시세조종에 사용되지 않은 혐의자의 다른 계좌에서 발생한 이익

(1) 시세조종의 계획으로 장외매수한 주식

(대법원 2005. 4. 15. 선고 2005도632 판결)

- 시세조종에 사용된 계좌를 통한 거래에서는 손실이 발생하였고 다른 계좌들은 불공정거래에 제공된 바 없다고 하더라도 다른 계좌에서의 거래로 얻은 이익이 시세조종행위 등이 개입된 거래로 인하여 얻은 이익으로 평가되는 이상 위반행위로 인한 이익에 해당된다고 할 것인데, 피고인은 처음부터 재상장이 예정된 위 회사 주식을 장외에서 저가에 대규모로 매수하고 재상장 후 주식시장에서 시세조종 등을 통하여 주가를 높게 형성시킨 다음 보유 주식을 처분하여 이익을 얻기로 계획하고 그 계획 아래 위 회사 주식의 장외매수를 포함한 시세조종 행위를 하였다고 봄이 상당하므로 피고인이 시세조종행위 등을 통하여 얻은 이익을 계산함에 있어 **장외에서 매수한 전체 주식의 가격²⁶³⁾을 기초로** 장내에서 거래한 전체 주식의 시세조종 행위 등으로 인한 이익액을 산정하는 것이 합리적이라고 판시한 사례.

263) 피고인은 2002. 11. 11.부터 같은 해 12. 4.까지 사이에 주식을 장내매매하여 모두 279,987,918원의 손실을 보았으나, 2002. 11. 1. 장외에서 개인투자자들로부터 매수한 1주당 1,170원을 기준으로 하여 장내 매매한 전체 거래량을 살펴보면 같은 기간 동안에 모두 2,028,610주를 매수하고 10,494,200주를 매도하여 2,663,785,366원의 부당이득을 취득

(2) 시세조종과 무관하게 보유한 주식

(서울중앙지방법원 2006. 1. 12. 선고 2005고합420 판결)

- 피고인은 A사에 대한 인수, 합병을 목적으로 그 주식을 매집하기 시작하였고 그 목적은 본건 주식 매매거래 전체 기간을 통하여 일관되게 유지되어 온 것으로 보이는 바, 그 매수과정과 이후 일부 주식에 대한 매도과정에서 엇보이는 시세조종성 거래를 고려한다고 하더라도, 그 매도를 통해 적극적으로 이익을 취한 부분과 주식의 취득 및 지분확대를 통해 기업을 인수하는 적대적 인수, 합병의 취지에 부합하게끔 주식을 매수한 채 그대로 보유하고 있는 주식 부분을 분리해서 고려함으로써 피고인의 본건 주식거래를 이른바 인수, 합병을 가장한 소위 작전세력들의 주식거래와는 명확히 구별할 필요성이 있는 점, 일부 변칙거래가 엇보이기도 하지만, 다른 계좌들과는 달리 적극적인 시세조종성 거래나 적시 매도 등을 통해 그 이익을 실현할 수 있었을 것으로 보이는 기간에도 대부분의 주식을 매도하지 않고 그대로 보유하고 있었던 점, 그 결과로 그 보유를 통해 오히려 손실을 본 점, 통상의 시세조종으로 인한 증권거래법 위반죄에 있어서 그 보유주식은 이를 전체적인 시세조종이라는 불법의 결과물로 파악하여 시세조종 기간의 종기를 기준으로 형성된 가격을 기초로 그 시기에 매도한 것으로 가정하여 그 매도가액을 산정한 후 이를 기초로 미실현 이익을 계산하여 이를 이익액에 포함시키지만, 본 사안과 같은 적대적 인수, 합병은 주식의 매집을 그 본질로 하기 때문에 그 매수된 주식을 경영권 유지의 목적으로 그대로 보유하고 있는 경우까지 시세조종의 종기에 매도한 것으로 가정한 미실현 이익을 시세조종의 이익액으로 보아야 한다는 논리를 일관되게 관철하게 된다면 적대적 인수, 합병의 과정에서 일부 변칙적 주식거래가 있을 경우에는 피고인이 지분취득의 목적으로 취득한 주식 전체를 불법이익의 원천으로 보게 되는 부당한 결과에 이르게 되는 점 등에 비추어 보면 피고인이 매도한 일부 주식을 제외한 나머지 주식에 대하여도 시세조종으로 인한 이익이 발생한 것으로 보는 것은 부당하다고 본 사례.

4. 공범자의 부당이득

(1) 공범 전체가 취득한 이익을 합산

(의의) 법정형의 기준이 되는 이익은 범행에 가담한 공범 전체가 취득한 이익을 의미 또한, 일부 범인의 계좌에서 손실이 발생하였다도 공범 전체로서는 이익이 발생한 경우 그 손익을 정산한 전체 이익을 기준으로 법정형 적용

가. 대법원 2005. 8. 16. 선고 2005도2710 판결

- 여러 사람이 공동하여 증권거래법 제207조의2에서 정한 시세조종 등 불공정거래 죄를 범한 경우 그 범행으로 인한 이익은 **범행에 가담한 공범 전체가 취득한 이익을 말하는 것**이지 범행에 가담한 각 범인별로 얻은 이익을 말하는 것이 아니므로, 피고인과 위 가담자들이 A사 주식을 시세조종하여 함께 6억 3,200만원 상당의 이익을 취한 사실이 앞서 든 증거들에 의하여 명백히 인정되는 이상, 피고인에 대하여 증권거래법 제207조의2 제2항 제2호를 적용한 원심의 조치는 정당하다고 인정한 사례.

나. 대법원 2005. 12. 9. 선고 2005도5569 판결

- 원심은 A사 주식에 대한 시세조종 등 불공정거래 행위에 관하여 피고인 甲이 피고인 乙, 丙등과 공모하여 총 264,933,958원의 이익을, 피고인 乙이 丁과 공모하여 총 255,807,552원의 이익을, 각 취득한 사실을 인정한 다음, 위 피고인들에 대하여 병과된 벌금형은 증권거래법 규정에 따라 위 각 이득액의 3배에 상당하는 금액 이하의 벌금형으로서 정당하고, **각자 실질적으로 분배받은 이익만을 벌금형 산정의 기초가 되는 이득액으로 보아야 한다거나 이득액에서 공제될 수 없는 대출금 이자 등 불상의 경비까지 공제하여야 한다는 주장은 독자적인 견해로서 받아들일 수 없다고** 판시.

다. 대법원 2008. 6. 26. 선고 2007도10721 판결

- 여러 사람이 공동하여 증권거래법 제207조의2에서 정한 시세조종 등 불공정거래 죄를 범한 경우 그 범행으로 인한 이익 또는 회피한 손실액은, 범행에 가담한 공범 전체가 취득한 이익 또는 회피한 손실액을 말하는 것이지 범행에 가담한 각 범인 별로 얻은 이익 또는 회피한 손실액을 말하는 것이 아니므로, 비록 시세조종에 가담한 공범 중 일부 범인의 거래계좌에서는 손실이 발생하였다고 하더라도 다른 공범의 거래계좌에서 발생한 이익이 그 손실액을 초과하여 전체로서는 이익이 발생하였다면 손익을 정산한 전체 이익을 기준으로 하여 공범 전체가 위 조항에서 정한 법정형의 책임을 면할 수 없는 것이다.
- 이러한 법리에 따라 이 사건에 관하여 보건대, 원심 및 당심에서 적법하게 조사하여 채택한 증거들에 의하면 ① 이 사건 시세조종 거래에 사용된 계좌들을 통한 현실 거래로 인한 이익 -256,045,002원(거래비용 97,536,324원을 공제한 액수임), 시세조종행위 종료 시점 당시(2004. 4. 30.) 보유 중이던 이 사건 회사 주식의 평가이익 -21,460,339원, 乙로부터 송금받은 금액 468,230,000원(피고인 甲이 乙 소유의 이 사건 회사 주식 314,615주를 주당 2,400원에 매수하고 자신의 지시에 의하여 乙등으로 하여금 매도하게 한 다음 乙로부터 주식 매도금액에서 위 매수금액을 공제한 금 483,130,000원을 송금받은 이상 그 중 丙계좌에 입금시킨 14,900,000원을 공제한 위 금원은 이 사건 시세조종 거래로 인하여 얻은 이윤에 해당한다고 할 것)을 합한 금 190,724,659원인 사실, ② 별지 혐의계좌내역 기재 중 순번 22번 계좌를 통하여 얻은 순이익액은 현실거래로 인한 이익액 45,197,351원(거래비용 4,089,590원을 공제한 금액임)인 사실, ③ 별지 혐의계좌내역 기재 중 순번 19, 20번(다만 20번 계좌의 경우 2003. 10. 30.부터 2004. 1. 30.까지의 거래분만 포함) 계좌를 통하여 얻은 순이익액은 현실거래로 인한 이익액 78,543,599원 ④ 별지 혐의 계좌내역 기재 중 순번 7, 11, 12번 기재 계좌를 통하여 얻은 순이익액은 현실거래로 인한 이익액 합계 -127,916,357원인 사실을 인정할 수 있으므로 결국 피고인들이 이 사건 시세조종 거래로 인하여 얻은 순이익액은 186,549,252원

(190,724,659원+45,197,351원+78,543,599원-127,916,357원)이라고 판시(이 사건 변경된 공소사실에 기재된 위반행위로 인한 이익액보다 축소되었지만 위와 같이 인정되는 이익액이 2천만원을 초과하는 이상 증권거래법 제207조의2 단서 규정을 적용하는 데는 아무 문제가 없다고 할 것. 대법원 2004. 3. 26. 선고 2003도7112 판결 참조)한 사례.

(2) 승계적 공동정범의 경우

가. 가담이후에 대한 책임 (대법원 2005. 1. 28. 선고 2004도6805 판결)²⁶⁴⁾

- 피고인은 일명 작전세력과 ‘데이계약’을 체결하고 작전세력의 매도물량을 받아주기로 한 자인 바, 작전세력의 시세조종 기간은 2002. 2. 15.부터 2002. 10. 9.까지 이루어진 반면, 이 사건 데이계약은 2002. 8. 20.경 체결되었고, 피고인은 위 계약이 체결된 이후에 이 사건 시세조종행위에 가담하였다는 것인데, 피고인의 행위는 증권거래법 제188조의4 소정의 불공정거래행위의 포괄일죄를 구성하는 행위이고 일반적으로 포괄일죄의 범행 도중에 공동정범으로 범행에 가담한 자는 비록 그가 그 범행에 가담할 때에 이미 이루어진 중전의 범행을 알았다 하더라도 그 가담 이후의 범행에 대하여만 공동정범으로서 책임을 진다고 할 것이다(대법원 1997. 6. 27. 선고 97도163 판결 등 참조). 따라서 피고인이 위 범행에 가담할 때에 이미 이루어진 공동피고인들의 시세조종 행위의 범행을 알았다고 하더라도 **그 가담이후의 범행에 대하여만 공동정범으로서 책임을 진다고 할 것이고** 따라서 위 시기 이후에 발생한 시세차익에 대하여만 그 책임을 부담한다고 하여야 할 것이고, 이 사건과 같이 공동피고인들이

264) 이와 유사한 사례(대전고등법원 2005. 12. 9. 선고 2005노66 판결)에서, 피고인 甲이 乙과 사이에 A사 주가를 끌어 올려주기로 하고 乙로부터 위 회사의 자사주 약 37만주를 피고인 甲이 관리하는 차명 증권계좌로 넘겨받기로 한 것은 2002. 6월 초순경인 사실을 인정할 수 있으므로, 피고인 甲이 乙등과 순차 공모하여 A사 주식의 시세조종행위 범행에 공동정범으로 가담한 시점은 2006. 6월 초순경 乙에게 A사의 주가를 끌어 올려주겠다고 한 이후라고 보아야 할 것이다. 따라서 원심으로서는 이 부분 공소사실 중 위 시점 이전의 시세조종행위에 대해서는 피고인 甲에 대하여 공동정범으로서의 책임을 지워서는 아니된다고 할 것이므로, 원심판결은 포괄일죄의 공동정범에 관한 법리를 오해하거나 사실을 오인하여 판결에 영향을 미친 위법이 있다고 판시.

시세조종 행위로 인한 시세차익을 본격적으로 실현시키기 이전에 피고인이 그들의 시세조종행위 의사를 인식, 인용하고 이미 이루어진 사정을 이용하면서 그들의 시세조종 범행에 참가하여 그 궁극적 목적인 시세차익을 실현시키려고 한 경우라도 달리 볼 것은 아니다. 따라서 원심²⁶⁵⁾은 포괄일죄에 있어서 승계적 공동정범에 관한 법리를 오해하여 판결에 영향을 미친 위법이 있다고 판시한 사례.

나. 전체기간에 대한 책임 (서울고등법원 2004. 2. 9. 선고 2003노3094 판결)²⁶⁶⁾

- 포괄일죄의 일부에 공모공동정범으로 가담한 자는 비록 그가 그때에 이미 이루어진 종전의 범행을 알았다 하여도 그 가담 이후의 범행에 대해서만 공모공동정범으로서 책임을 지는 것이 원칙으로(대법원 1997. 6. 27. 선고 97도163, 1982. 6. 8. 선고 82도884 판결 등 참조), 이는 형법상의 추인 또는 사후고의를 인정할 수 없고, 선행자에 의하여 단독으로 행하여진 결과에 대하여는 후행자의 행위지배를 인정할 수 없다는 점이 그 근거일 것이다. 그러나 허위매수주문, 통정매매 등에 의한 시세조종행위를 내용으로 하는 증권거래법 제188조의4의 각 항과 각 호 위반죄의 경우, 이는 불공정거래행위에 해당하는 수 개의 행위를 단일하고 계속된 범의 하에서 일정기간 계속하여 반복한 범행이라 할 것이고, 특히 이 사건의 경우와 같이 다수의 공범들이 상당한 기간에 걸쳐 주식의 매수·매도를 반복하면서 시세조종을 하는 범죄의 경우에는 선행자가 후행자의 매도를 전제로 주식을 매수할 것이며, 후행자 역시 선행자의 매수 없이 그 주식을 매도할 수는 없을 것인 점, 이 사건 A사 주식 시세조종은 대량으로 유상증자 받은 주식을 시세조종을 통해 매도함으로써 이익을 도모하려고 한 것인 점, 처음부터 가담한 다른 공범들의 구주와 신주인수, 그에

265) 2심은 피고인이 이 사건 범행으로 인하여 취득한 이익이라고 다두고 있는 4억 원은 구법 제207조의2 단서 소정의 구성요건요소로서의 '위반행위로 얻은 이익'이 아니라 피고인이 '개인적으로 실제 취득한 이익'에 불과하며, 피고인이 다른 공범자들과 공모하여 범죄사실을 범한 것이므로 피고인 및 다른 공범자들이 구법 제188조의4 규정에 위반한 행위로 얻은 이익은 약 150억 원 정도라고 할 것이니, 피고인에 대하여 구법 제207조의2 단서의 법정형 범위 내에서 벌금형을 부과.

266) 앞의 대법원 2005. 1. 28. 선고 2004도6805 판결 및 대전고법 2005. 12. 9. 선고 2005노66 판결과 비교

이은 해당 피고인들의 일련의 허수매수주문, 고가매수주문, 통정매매 등을 통해 주식 시세조종이 순차적·중첩적으로 이루어진 점 등을 고려하여 보면, 주가조작이 행하여진 전체기간의 중간에 범죄에 개입한 자라고 하더라도, 이들은 선행자의 행위를 인식하고 이를 이용하려는 의사의 연락이 있었다고 할 것이고(공동가공의 의사의 존재), 선행자의 선행행위로 만들어진 상황을 이용하면서(공동가공의 행위의 존재) 실행에 참가한 것이라고 볼 것이다. 피고인은 2002. 6.경 상피고인들을 만나 그들로부터 A사 주식에 대한 시세조종행위를 통해 주가를 끌어올리려고 한다는 사실을 들어서 잘 알면서 같은 해 6. 26.부터 B증권회사 지점에서 관리하던 10여 명 명의의 증권계좌를 이용하여 상피고인이 시키는 대로 A사 주식 시세조종을 위한 매매주문을 한 사실을 인정할 수 있으므로, 증권거래법위반죄의 범행이 가지는 위와 같은 특성에 비추어 피고인으로서도 전체 기간 동안의 시세조종 행위로 인한 책임을 져야 할 것이라고 판시한 사례.

5. 범행에 가담하지 않은 제3자에게 귀속하는 이익

(1) 범행에 가담하지 아니한 제3자에게 귀속되는 이익 불포함

(의의) 범행에 가담하지 않은 제3자에게 귀속된 이익은 '위반행위로 얻은 이익' 불포함

- '위반행위로 얻은 이익'은 당해 위반행위로 인하여 행위자가 얻은 이익을 의미하고, 여러 사람이 공동으로 시세조종 등 불공정거래의 범행을 저지른 경우 그 범행으로 인한 이익은 범행에 가담한 공범 전체가 취득한 이익을 말하는 것일 뿐, 범행에 가담하지 아니한 제3자에게 귀속되는 이익은 이에 포함되지 아니함(대법원 2011. 7. 14. 선고 2011도3180 판결, 2011. 4. 28. 선고 2010도7622 판결, 대법원 2011. 10. 27. 선고, 2011도8109 판결 등 참조).

(2) 피고인과 차명계좌 명의인의 자금이 혼재되어 피고인에게 귀속되는 이익을 특정할 수 없는 경우

- 피고인이 ① 명의인들의 자금만이 입금된 타인 명의의 증권계좌를 이용하여 주식 시세조종 등의 행위를 한 경우 제반 사정²⁶⁷⁾에 비추어 이를 통해 얻은 거래 이익은 위 명의인들에게 귀속된 것으로 보일 뿐 피고인에게 귀속되었다고 볼 수 없고, ② 피고인과 명의인들의 자금이 혼재되어 있는 타인 명의의 증권계좌를 이용하여 주식 시세조종등의 행위를 한 경우 위 계좌에서 발생한 이익 중 피고인에게 귀속되는 부분을 특정할 수 없다는 이유로, 피고인에 대한 일부 구 증권거래법(2007.8.3. 법률 제8635호 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 부칙 제2조로 폐지)위반의 공소 사실을 무죄로 인정한 원심판단을 수긍한 사례.(대법원 2011. 2. 24. 선고 2010도 7404 판결)

(3) 시세조종행위에 이용된 모든 계좌에서 발생한 이익이 모두 피고인에게 귀속된 것으로 추단할 수 있는지 여부(소극)

(의의) 시세조종에 이용된 계좌에서 발생한 이익이 모두 피고인에게 귀속되었다고 당연히 추단할 수 없고, 이 점에 대한 입증 필요

- 구 증권거래법 제207조의2에서 정한 ‘위반행위로 얻은 이익’은 당해 위반행위로 인하여 행위자가 얻은 이익을 의미하고, 여러 사람이 공동하여 시세조종 등 불공정거래의 범행을 저지른 경우 그 범행으로 인한 이익은 범행에 가담한 공범

267) ① 명의인들이 개설하여 피고인에게 제공한 계좌들의 입금액은 전부 위 명의인들의 자금으로 보이고, ② 위 계좌명의인들은 피고인에게 인터넷 주식매매 접속을 위한 공인인증서 사본, 비밀번호 등만을 전달하였고, 증권계좌로부터의 출금 또는 금원이체를 위하여 필요한 보안 카드와 그 비밀번호는 제공하지 아니하여 피고인은 위 계좌들로부터 자금출금 또는 계좌이체를 할 수 없었고, ③ 위 명의인들이 피고인 등에게 계좌관리를 맡기면서 운용결과 발생하는 이익은 전액 계좌명의인들에게 귀속하며 손실의 위험 또한 계좌명의인들이 부담하기로 약정된 점, ④ 위 계좌에서 발생한 이익이 피고인에게 전달된 흔적은 찾을 수 없는 점 등

전체가 취득한 이익을 말하는 것일 뿐, 범행에 가담하지 아니한 제3자에게 귀속되는 이익은 이에 포함되지 아니한다(대법원 2011. 2. 24. 선고 2010도7404 판결, 대법원 2011. 4. 28. 선고 2010도7622 판결 등 참조). 그런데 검사가 제출한 증거에 의하면 이 부분 시세조종행위에 39개의 계좌가 이용된 사실은 인정되나, 그러한 사정만으로 위 계좌들에서 발생한 이익이 모두 피고인들에게 귀속되었다고 추단할 수는 없고, 달리 이 점을 인정할 만한 증거는 없으며, 오히려 기록에 의하면, ① 피고인 A는 수사과정부터 일관되게 P, Q, R, S 명의 계좌에서 발생한 이익만 자신에게 귀속되었다고 주장하는 점, ② AI는 원심에서 금융감독원의 고발 내용은 이 부분 시세조종행위에 사용된 모든 증권계좌에서 발생한 이익을 합산하여 이루어졌는데, 실제로 피고인들을 비롯한 공범들에게 귀속된 이익이 얼마인지는 확실하지 않다고 진술한 점(공판기록 1권 249면), ③ 이 부분 시세조종행위에 이용된 일부 계좌를 피고인 B에게 전달한 AJ은 검찰에서 시세조종에 이용된 계좌 중 AK, AL 명의의 계좌는 자신에게 이익이 귀속되고, AM, AN, AO, AP 명의의 계좌는 각 명의인들에게 이익이 귀속된다는 취지로 진술한 점(증거기록 8권 2807면 이하), ④ AG은 검찰에서 자신의 계좌를 피고인들에게 위탁하여 손해를 입었다는 취지로 진술한 점(증거기록 8권 2824면 이하) 등 N 시세조종에 이용된 계좌에서 발생한 이익을 피고인들이 모두 취득하였다고 보기 어려운 사정이 드러난다. (중략) 시세조종행위에 사용된 계좌들에서 발생한 모든 이익을 피고인들이 취득하였다고 볼 수도 없으므로, 피고인들이 공소사실 기재와 같이 이 부분 시세조종행위를 통하여 10,364,223,974원 상당의 이익을 얻었다고 인정할 수 없고, 달리 이를 인정할 증거가 없다고 판시.(서울고등법원 2014. 6. 19. 선고 2012노4058·2014노841(병합) 판결)

- 원심은, ○ 시세조종 관련 계좌 전부를 피고인들의 차명계좌로 보고, 이 계좌들에서 발생한 이익을 모두 포함하여 피고인들이 위반행위로 얻은 이익을 산정하였다. 그러나 위와 같은 7명 명의 16개 계좌를 제외한 나머지 증권계좌에 관하여 보건데, 주식회사 AT, AU, AV, T, AW 투자회사, AX 투자회사 명의 계좌에서 발생한 이익은 피고인들과 AE의 시세조종에 가담하지 아니한 제3자에게 귀속되는 것임이

인정되고(증거기록 9권 70면, 472면 이하), 나머지 계좌들도 그 고인들에게 관리를 맡긴 위탁계좌로서 그 계산의 주체가 피고인들이 아닐 가능성을 배제하기 어렵다(증거기록 9권 70면, 241면)고 판시.(서울고등법원 2014. 6. 19. 선고 2012노 4058·2014노841(병합) 판결)

(4) 시세조종행위로 인한 이익이 일임매매 고객에게 귀속된 경우²⁶⁸⁾

(서울고등법원 2008. 11. 26. 선고 2008노1251 판결(확정))

- 피고인 甲이 이 사건 주식의 시세조종에 이용한 계좌 중 乙명의의 계좌의 경우는, 당심 중인 乙의 증언에 의하여 인정할 수 있는 다음과 같은 사정, 즉 乙은 甲이 B증권에 근무할 당시에 계좌를 개설하여 300,000,000원을 입금하고, 甲에게 일임매매를 부탁한 점, 甲이 그 후 C투자증권으로 직장을 옮기면서 C투자증권에 乙명의의 계좌를 개설하고, B증권 계좌에 남아 있던 주식을 모두 C투자증권 계좌로 이전한 사실, 甲이 그 C투자증권 계좌를 이용하여 이 사건 공소사실 기재와 같이 시세조종거래를 하였고, 그 이후에도 위 C투자증권 계좌를 통하여 계속 일임매매 약정에 따라 주식거래를 한 사실, 乙은 이 사건 시세조종행위가 종료되고 한참 지난 2006. 12. 14. 甲과의 일임매매약정을 해지하고 위 C투자증권 계좌에 남아 있던 주식을 모두 인출한 사실 등을 종합하여 보건대, 위 계좌는 비록 피고인 甲이 관리하였던 계좌이기는 하나, 그 계좌의 수익은 甲이 아니라 乙에게 바로 귀속된다고 봄이 상당하다. 그렇다면, 乙명의의 계좌의 운영을 통하여 발생한 부당이득의 귀속

268) 서울중앙지방법원 2010. 9. 3. 선고 2010고합280 판결(확정)도, 乙은 2008. 5. 14. 피고인 甲으로부터 A사 주식거래에 대한 권유를 받은 후 자신이 운영하는 회사인 K사 명의 계좌에 K사 자금 약 10억 원을 입금한 후 계좌와 인증서 등을 건네준 사실, ② 乙은 위 계좌의 거래를 피고인 甲에게 일임하였고, 피고인 甲이 위 계좌를 통하여 A사 주식을 매매한 사실, ③ 위 계좌 및 자금 제공 당시 피고인 甲과 乙은 위 계좌에서 이익이 발생할 경우 乙이 갖기로 하였고, 손해가 발생할 경우 원금을 보장하기로 하는 약정은 하지 아니한 사실, ④ 이후 위 계좌를 통하여 A사 주식을 매수한 뒤 이를 처분하여 발생한 원금과 이익금이 모두 K사에 입금된 사실, ⑤ 위 계좌에서 발생한 이익이 피고인 甲에게 전달되지 않은 사실이 인정된다고 전제하고, 피고인 甲의 시세조종으로 그 판시 K사 명의 계좌에서 발생한 이익은 시세조종 범행의 공범이 아닌 K사에 귀속된 것으로 피고인 甲이 취득한 것으로 볼 수 없다고 판시.

주체는 피고인 甲이 아니라 계좌의 명의자인 乙이라 할 것이므로, 乙명의의 계좌에서 발생한 이득도 피고인 甲이 취득한 부당이득금액에 포함된다고 본 1심판결은 그 점에서 위법하며,

- 피고인 甲의 행위가 증권거래법 제207조의2 제1항 본문의 구성요건에 해당하는지를 따짐에 있어서는 실제 이득을 얻었는지 여부가 아무런 문제가 되지 아니하므로 甲이 乙의 계산으로 시세조종행위를 한 부분도 유죄로 인정되나, 같은 항 단서 조항을 적용하여 위반행위로 인하여 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 3배에 해당하는 금액이 20,000,000원을 초과하는지 여부를 따져서 그 이익 또는 회피손실액의 3배에 상당하는 금액 이하의 벌금에 처할 경우에는 乙의 이익으로 귀속되는 부분을 제외하고, 피고인 甲의 이익으로 귀속되는 부분만을 계산하여야 한다고 판시한 사례.

6. 법인 대표자의 위반행위로 인해 이익이 법인에게 귀속된 경우

(서울고등법원 2015. 1. 23. 선고 2014노1579·2014노3421(병합) 판결²⁶⁹⁾)

(의의) 법인의 대표자가 i) 대표기관으로서 ii) 업무에 관하여 위반행위를 한 경우에는 형식상 제3자인 당해 법인에게 이익이 귀속되었더라도 행위자의 이득으로 판단

- 법인의 대표자 등이 그 법인의 기관으로서 그 법인의 업무에 관하여 자본시장법 제443조에 정한 위반행위를 한 경우에는 그 위반행위로 인하여 법인이 얻은 이익도 법인의 대표자 등의 위반행위로 얻은 이익에 포함되고(대법원 2011. 12. 22. 선고 2011도12041 판결 참조), 나아가 회사의 실질적 대표자가 회사에 대한 지배력에 기하여 회사의 주식에 대한 시세조종행위를 한 결과 생긴 이익이 회사에 귀속되었다 하더라도 그 이익을 행위자인 실질적 대표자 및 공범들이 얻은 것으로 볼 수 있으며(대법원 2013. 7. 11. 선고 2011도15056 판결의 사안 참조), 대표자 등의 시세조종행위가 회사와 무관한 차명계좌를 통한 대출금 등으로 이루어진

269) 현재 상고심 계속중(사건번호 미상)

경우라 하더라도 그와 같은 시세조종행위로 인하여 회사에 귀속된 이익을 대표자 등의 위반행위로 얻은 이익에 포함시킬 수 있다(대법원 2014. 5. 16. 선고 2012도 11971 판결의 사안 참조).

이 사건²⁷⁰⁾ 시세조종에 사용된 자금을 피고인 AK이 지인 등을 통하여 개인적으로 마련하였고, 이 사건 시세조종이 피고인 AC, A 등 명의의 10개 계좌에 의하여 이루어졌다고 하더라도, ① 피고인 회사의 자본금이 중소기업 창업지원법 등 관련 규정상의 창업투자회사 등록요건인 50억 원에 미달하여 피고인 회사가 창업투자회사로서 영업활동을 금지당할 위기에 이르자, 자본금 50억 원을 회복하여 창업투자회사의 지위를 유지하고 신규 투자조합 설립 및 사업정상화 등을 위한 자금을 마련하기 위하여 이 사건 유상증자를 안정적으로 성공시켜야 한다는 피고인 회사의 필요 때문에 저질러진 점, ② 피고인 AK은 피고인 회사의 실질적인 경영주이자 대표이사라는 지위와 업무에 기하여 이 사건 시세조종을 계획·주도하였고, 피고인 AC, A도 피고인 회사의 주요주주 등으로서 피고인 회사를 위한 이 사건 유상증자를 성공시켜야 할 직접적인 이해관계에 따라 그 실행에 가담하였던 점, ③ 이 사건 시세조종행위는 2010. 10. 4. 이 사건 유상증자가 공시되고 그 다음날 주가가 급락하자 2010. 10. 6.부터 청약종료일인 2010. 11. 18.까지 사이에 피고인 회사의 목표 발행가액을 맞추기 위해 피고인 회사의 주가 추이에 따라 하루도 빠짐없이 실행 되었으므로, 그 구체적인 실행행위도 이 사건 유상증자와 밀접하게 연결되어 이루어진 점 등을 종합하여 보면, 이 사건 유상증자 관련 이득을 피고인 AK, AC, A의 부당이득에 포함시킬 수 있다고 할 것이다.

270) 피고인들은 이 사건 시세조종행위로 인하여 피고인 회사의 일반공모 유상증자 발행가액이 상승하였다고 하더라도 그로 인한 이익은 피고인들이 아니라 제3자인 피고인 회사에 귀속되는 것이라고 주장하였음

7. 기 타

(1) 양벌규정 적용 (대법원 2003. 12. 12. 선고 2001도606 판결 등)

- 원심은, 증권거래법 제207조의2 단서에 의한 벌금은 시세조종과 관련하여 발생한 이익을 기준으로 하여 산정하는 것으로, 그 이익의 귀속주체가 누구인지는 문제되지 않는 것이며, 또 주식매도를 통한 현실적인 시세차익을 얻은 바가 없더라도 인위적인 주가상승 자체로 이미 이익이 발생하는 것이고, 이 사건 시세조종기간 동안 A증권이 보유하고 있었던 B전자 주식이 300만주 가량이었고, 이 기간 동안 종합 주가지수와 전기전자업종지수가 하락하고 있는 상황이었는에도 B전자 주가는 최저 14,800원에서 최고 32,000원까지 상승하였으므로 A증권이 시세조종의 결과 얻은 주가상승이익만 하더라도 500억 원 이상(300만 주 주가상승액 17,200원)으로서, 제1심이 A증권에 대하여 선고한 벌금액은 법정 벌금형 범위내임이 분명하다고 판시하여 제1심을 그대로 유지하였는바,
- 증권거래법(2002. 4. 27. 법률 제669호로 개정되기 전의 것) 제207조의2 제2호는 같은 법 제188조의4의 규정에 위반한 자는 10년 이하의 징역 또는 2천만 원 이하의 벌금에 처한다고 규정하고, 다만, 그 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 3배에 해당하는 금액이 2천만원을 초과하는 때에는 그 이익 또는 회피손실액의 3배에 상당하는 금액 이하의 벌금에 처한다고 규정하고 있고(이 사건 이후 개정된 현재의 증권거래법 규정은 위 이익 또는 회피한 손실액에 따라 행위자를 가중 처벌하고 있다), 같은 법 제215조는 법인의 대표자, 법인 또는 개인의 대리인·사용인 기타 종업원이 그 법인 또는 개인의 업무에 관하여 제207조의2 내지 제212조의 위반행위를 한 때에는 행위자를 벌하는 외에 그 법인 또는 개인에 대하여도 각 해당 조의 벌금형을 과한다고 규정하고 있는바, 법인의 대표자가 법인의 기관으로서 그 법인의 업무에 관하여 위와 같은 증권거래법 규정 위반의 행위를 한 경우 그 법인에 대하여 병과되는 증권거래법(2002. 4. 27. 법률 제669호로 개정되기 전의 것) 제207조의2 소정 벌금형은 그 법인이 대표자의 위반행위로

인하여 얻은 이익 또는 회피한 손실액을 기준으로 그 상한이 정하여진다고 보아야 한다. 원심의 표현에 납득이 가지 않는 부분이 있으나, 결과적으로 피고인 A증권에 대한 벌금형을 정함에 있어 A증권이 얻은 이익 또는 회피한 손실액을 기준으로 하여야 한다는 점에서 그 판단은 정당하다고 판시.

(2) 법 개정 전후에 걸쳐있는 경우 (대법원 2005. 3. 24. 선고 2005도44 판결)

- 증권거래법(2002. 4. 27. 법률 제6695호로 개정되기 전의 것, 이하 ‘구법’이라 한다) 제207조의2 단서는 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 3배에 해당하는 금액이 2천만 원을 초과하는 때에는 그 이익 또는 회피한 손실액의 3배에 해당하는 금액 이하의 벌금에 처한다고 규정하고 있음에 반하여, 2002. 4. 27. 시행된 개정 증권거래법(이하 ‘개정법’이라 한다) 제207조의2 제2항에서는 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액이 5억원 이상 50억원 미만인 경우와 50억 원 이상인 때를 구분하여 가중처벌하는 규정을 두고 있는바, 포괄일죄인 시세조종행위가 개정법 시행 전후에 걸쳐 있는 경우 개정법 시행 이후의 범행으로 인하여 얻은 이익 또는 회피한 손실액이 개정법 제207조의2 제2항 소정의 구성요건을 충족하는 때에는 개정법 제207조의2 제2항을 적용하여 처벌할 수 있으나, 그렇지 않은 경우에는 법률불소급의 원칙상 구법 제207조의2를 적용하여 처벌하여야 하는데(대법원 1990. 2. 23. 선고 89도1935 판결, 1986. 7. 22. 선고 86도1012 전원합의체 판결 등 참조),
- 원심이 유지한 제1심판결은 수사보고에 첨부된 부당이득 내역서에 기하여 피고인 등이 이 사건 시세조종행위를 통하여 2002. 2. 15.부터 같은 해 4. 26.까지 합계 43,943,064원의 이익을, 2002. 4. 27.부터 같은 해 10. 9.까지 합계 149억 76,178,687원의 이익을 얻었다고 인정한 다음, 이 사건 범죄사실에 대하여 개정법 제207조의2 제2항 제1호를 적용하여 처벌하였다.
- 그러나 ‘위반행위로 얻은 이익’ 산정의 기초가 된 위 부당이득 내역서는 이익 산정의 근거 및 내역이 명확하지 않은데다가, 개정법 시행 이전에 매수 및 매도가

모두 이루어진 150,950주에 대하여 그 매수단가가 1,342.17원, 매도단가가 1,067.44원으로 매수단가가 매도단가보다 높은 것으로 되어 있어 43,943,064원의 손실이 발생한 것으로 보임에도 오히려 동액 상당의 이익이 발생하였다고 되어 있어 그 신빙성을 인정하기 어려울 뿐만 아니라, 개정법 시행 이후에 시세조종행위에 동원된 주식을 매도함으로써 인하여 발생한 이익은 그 매수시기에 상관없이 모두 개정법 시행 이후의 '위반행위로 인한 이익'에 포함된다고 평가한다면, 이 사건과 같이 개정법 시행 이전에 시세조종행위가 시작되어 시행 이후까지 주가가 계속 상승하고 있는 경우, 개정법 시행 이전에 매수하였으나 개정법 시행 당시 매도하지 않고 보유하고 있는 주식에 대하여도 개정법 시행 이전에 발생한 주가 상승으로 인한 평가이익까지 모두 개정법 시행 이후 발생한 이익으로 산정하게 됨으로써, 이익액을 기준으로 가중처벌 규정을 두고 있는 개정법의 적용에 있어 피고인에게 불이익한 결과를 초래하게 되어 부당하고, 따라서 시세조종행위에 동원된 주식 중 개정법 시행 이전에 매수 및 매도가 모두 이루어져 구체적으로 발생한 이익(실현 이익)은 물론 개정법 시행 이전에 매수하였으나 개정법 시행 당시 매도하지 않고 보유하고 있는 주식의 평가이익(미실현이익)까지도 개정법 시행 이전의 이익으로 봄이 상당하다고 할 것임에도, 위 부당이득 내역서는 매도시점만을 기준으로 하여 2002. 2. 15.부터 같은 해 4. 26.까지의 매매일치수량인 159,950주, 즉 매수 및 매도가 모두 개정법 시행 이전에 이루어진 수량만 이익 산정에 반영하고, 개정법 시행 이전에 매수하였으나 개정법 시행 당시 매도하지 않고 보유하고 있는 수량인 1,134,330주에 대한 주가 상승으로 인한 평가이익(미실현이익)은 전혀 반영하지 않고 있어 적법한 이익 산정방식이라고 할 수도 없다. 그럼에도 불구하고 원심은, 개정법 시행 당시 보유하고 있던 A사 주식의 평가이익을 산정하여 보지 아니하고 또 위 부당이득 내역서의 이익 산정의 근거 및 내역을 제대로 따져보지 아니한 채, 위와 같이 부적법한 이익 산정방식에 의하여 산정된 결과만을 기초로 개정법 시행 이후의 이익이 50억원 이상이라고 인정하여 증권거래법 개정 전후에 걸친 피고인의 시세조종행위를 포괄일죄로 보아 개정법 제207조의2 제2항 제1호를 적용하여 처벌 하였으니, 이러한 원심의 조치에는 심리를 다하지 아니하였거나 포괄일죄에 관한 법리를 오해한 위법이 있고, 이는 판결에 영향을 미쳤음이 명백하다고 판시하며 파기환송한 사례.

(3) 현물이 입·출고된 경우

(서울중앙지방법원 2010. 9. 3. 선고 2010고합280 판결)²⁷¹⁾

- 검사가 피고인 甲 및 K사가 이 사건 시세조종 행위로 인하여 얻은 이익을 산정함에 있어, 시세조종 관련 계좌에서 주식이 입고되거나 출고된 경우에는 해당일의 종가로 위 계좌에서 그 입·출고수량만큼의 주식이 매수되거나 매도된 것으로 간주하여 이를 근거로 각 계좌별 순매매손익을 계산함으로써 이 사건 시세조종행위로 인하여 얻은 이익의 합계를 35억 1,800만 원 상당으로 산정하여 기소한 사례에서,
- 각 계좌에서 주식이 입출고되었다는 사정만으로 해당 주식이 위 계좌에서 같은 날 유상으로 취득되거나 처분되었다고 볼 수 없는 점, 입고 당일의 종가보다 높은 가격으로 매수하였던 주식을 계좌에 입고시킨 경우, 위와 같은 계산방법에 의하면 해당주식의 취득가액이 실제 매수가격에 비하여 낮아짐으로써 손익산정에 있어 피고인에게 불리한 결과가 발생하는 점, 출고 후 출고 당일의 종가보다 주가가 하락한 상태에서 주식을 처분하는 경우, 위와 같은 계산방법에 의하면 해당주식의 처분가액이 실제 매도가격에 비하여 높아짐으로써 손익산정에 있어 피고인에게 불리한 결과가 발생하는 점, 출고 후 실제로 주식이 처분될 경우 매도수수료, 거래세 등 비용이 손익에서 공제되어야 할 것임에도 불구하고 위와 같은 계산방법에 의할 때 그러한 거래비용이 반영되지 않는 점 등에 비추어 볼 때, 검사의 위와 같은 계산방법이 앞서 본 법리에 따른 원칙적인 이익산정 방법에 준하여 피고인이 실제 취득한 이익의 정도를 적절히 반영할 수 있는 적절한 이익액의 산정방법이라고 볼 수 없다고 판시.²⁷²⁾

271) 대법원 2011. 7. 14. 선고 2011도3180으로 확정(서울중앙지방법원 2011. 7. 28. 선고 2010고합1756 판결도 同旨)

272) 또한 “주식이 다른 증권계좌로부터 입고되거나 다른 증권계좌로 출고된 경우에는 관련 계좌에 대한 조회를 통하여 실제 매수·매도가격을 추가로 밝히는 것이 가능한 점, 출고 후 실제 매도 여부 및 매도가격을 입증할 수 없는 경우에는 시세조종행위 기간 중 최저가로 매도된 것으로 보거나 이를 미실현이익으로 평가하여 시세조종행위 종료 시점의 가격으로 평가이익을 산정하는 등 피고인에게 유리한 방식으로 손익을 산정하는 것이 가능”하다고 판시

(4) 매매수수료를 공제하지 않은 점 등을 이유로 추정형을 선택하지 않은 사례

(대전지방법원 2012.4.25. 선고 2011고단4115판결)

- 검사는 각 시세조종 행위 당시를 기준으로 이익을 산정할 경우 피고인이 98,462,208원의 시세차익을 이득을 얻었다고 주장하나, 검사의 추정 구형액에는 피고인이 지출한 매매수수료가 공제되지 아니하였으므로 부당이득액이 정확하다고 볼 수 없는 점, ELW의 경우 만기의 주가가 ELW의 행사가보다 높은 경우에만 행사할 수 있고, 행사가에 미치지 못하는 경우에는 ELW는 무효, 상장폐지되어 거래가 이루어지지 못하는데, 피고인이 보유한 ELW는 모두 만기일에 행사하지 못하게 되어 상장폐지가 되었는데, 따라서 현재 피고인이 ELW를 보유함으로써 취득한 이득이 전혀 없는 점, 일반적인 주식의 시세조종과는 달리 ELW는 본래부터 투기적 요소가 강한 종목이고, 특히 피고인이 거래한 ELW는 모두 시장가와 행사가의 차이가 커서 만기에 행사하게 될 가능성이 거의 없는 외가격 종목에 해당하여 시장교란의 효과가 경미하다고 보이는 점 등을 고려하여 이 사건에서 임의적인 것이어서 그 선택 여부가 법원의 재량에 맡겨져 있는 범죄수익의은닉의규제 및처벌등에관한 법률 제10조의 추정을 꼭 하여야 할 필요성이 있다고 보이지는 않는다. 따라서 피고인에 대하여 추정을 선고하지 아니하되, 검사가 주장하는 부당이득액은 피고인에 대하여 벌금을 병과함에 있어 양형 사유로 사용하기로 한다.

제4절 부정거래의 부당이득 산정

1. 주가상승을 위한 부정거래

가. 서울중앙지방법원 2011. 9. 22. 선고 2011고합268 판결²⁷³⁾

- 허위표시 문서이용 및 허위사실 유포에 의한 부정거래행위 이전부터 보유 중인 주식의 경우 부정거래행위로 인하여 취득한 이익은 부정거래행위로 인하여 상승한 주식의 평가액을 의미하는 것이라고 보아야 하는바, 이 사건 유가증권신고서는 장 마감 이후인 2007. 7. 16. 17:23에 공시된 사실이 인정되므로, 위 시점 이전까지의 주가변동은 이 사건 부정거래행위와 무관하다고 판시.

나. 서울중앙지방법원 2008. 8. 14. 선고 2008고합164 판결

- 증권거래법 제207조의2 단서에서 정하고 있는 ‘위반행위로 얻은 이익’이라 함은 거기에 함께 규정되어 있는 ‘손실액’에 반대되는 개념으로서 당해 위반행위로 인하여 행위자가 얻은 이윤이라 할 것이므로, 그 이득액은 당해 위반행위와 인과관계 있는 범위 내에서 산정되어야 한다. 증거들에 의하면, ① 피고인 甲은 2005. 9. 2.경 사채업자 乙로부터 96억 9,290만 원을 차용하여 A사의 유상증자에 직접 참여하였고, 丙 등 22명 명의의 신주 427만주를 배정받아 이를 乙에게 담보로 제공하였던 사실(유상증자 당시의 1주당 평가액은 2,270원이었다), ② 피고인 甲은 2005. 11. 10. 공개시연회에서 허위사실을 유포하거나 위계를 사용하였고, 이에 따라 그 무렵부터 A사의 주가가 급등하였던 사실, ③ 한편 乙은 피고인 甲으로부터 위 대여금을 변제받지 못하자 공개시연회 개최 이전에 위 주식 중 1,837,083주를 매도하여 일부 채권의 변제에 충당하였고, 이에 2005. 11. 10.경에는 2,432,917주(= 4,270,000주 - 1,837,083주)만을 계속 보관하고 있었던 사실, ④ 공개시연회 직전인 2005. 11. 9.의

273) 대법원 2012. 6. 28. 선고 2012도3782판결로 확정

A사 주식의 종가는 4,300원이었던 사실, ⑤ 그 후 피고인 甲은 2005. 11. 22.부터 2006. 4. 12.까지 사이에 乙을 통해 위 주식 2,432,917주를 합계 36,449,981,280원에 처분하였고, 그 처분대가로 乙에 대한 잔존 채무를 변제하였으며, 그 후 남은 금원은 乙로부터 다시 돌려받았던 사실을 인정할 수 있다. 위 인정사실에 의하면, 피고인 甲이 허위사실을 유포함으로써 취득한 이득액은 2005. 11. 10. 현재 보유하고 있던 주식의 실제 처분대가에서 허위사실 유포행위 직전의 당해 주식의 시가 상당액과 주식 거래로 인한 수수료, 거래세 등을 공제한 금액이라고 할 것이고, 그 실제 금액은 25,748,140,864원(= 36,449,981,280원 - 10,461,543,100원(2,432,917주 × 4,300원) - 수수료 131,562,968원 - 거래세 108,734,348원)이 된다고 판시한 사례.

다. 서울고등법원 2009. 1. 22. 선고 2008노2315 판결 (허위사실유포 전·후 취득한 주식의 매수단가)

- 피고인 甲, 乙, 丙, 丁 등이 A사가 바이오 벤처기업으로 비상장회사인 B사를 계열사로 편입한 것과 바이오산업 진출을 공표한 2005. 5.경에는 줄기세포 치료제 등 바이오산업에 대한 사회적 이상 열풍(이른바 ‘황우석 신드롬’)이 불던 시기였는데, 이들은 2005. 5. 30. A사 사무실에서, 사실은 B사의 필리핀 내 수출을 담당하던 C사가 2005. 1. 25. 필리핀 식품의약국(BFAD)으로부터 필리핀 관련규정에 따라 ‘진단용 칩’은 별도의 등록을 필요로 하지 않는 품목임을 확인받았을 뿐 ‘진단용 칩’의 우수성 또는 품질을 인정받아 그 수출, 판매허가를 받은 것이 아니고, 2005. 5. 13. 및 2005. 5. 26. 2회에 걸쳐 위 C사의 담당자인 戊로부터 ‘진단용 칩’의 필리핀 수출권 사업추진 포기를 통지받아 필리핀 내 수출, 판매가 불가능하였음에도 불구하고, 경제신문 기자들에게 “A사의 계열사인 B사가 2005. 1. 25. ‘진단용 칩’의 판매허가를 필리핀 식품의약국으로부터 받았으며, 2005. 7.부터 검사실 설치와 더불어 검사가 실시될 예정이다.”라는 취지의 허위의 보도자료를 배포하여 경제신문 등에 보도되도록 한 것을 비롯하여 2005. 5. 30.부터 2005. 8. 9.경까지 사이에 총 12회에 걸쳐 허위 보도자료 또는 필요한 표시가 누락되거나 과장된

보도자료를 배포하여 경제신문 등에 보도 되도록 한 사안에서,

- 피고인 甲의 경우, 이 사건 보도자료가 작성, 배포되기 전에 A사 주식 3,167,187주를 취득한 후 이 사건 보도자료가 작성, 배포된 이후에 A사 주식 100만 주를 매도한 사실, 이 사건 보도자료가 작성, 배포되기 전 거래일의 종가는 3,380원이고, 이 사건 보도자료가 작성, 배포된 마지막 날인 2005. 8. 9.의 종가는 5,460원인 사실이 인정되고, 이러한 경우 피고인 甲이 취득한 A사 주식의 매수단가를 최초 관여일 전일의 종가인 3,380원으로 하여 부당이득을 산정하여야 함에도 불구하고, 1심은 피고인 甲이 취득한 A사 주식의 매수단가를 1,347원²⁷⁴⁾으로 하여 부당이득을 산정하는 잘못을 범하였고,
- 피고인 乙의 경우, 이 사건 보도자료가 작성, 배포된 이후에 A사 주식 80만 주를 1주당 1,250원에 취득한 사실, 그런데 이 사건 보도자료가 작성, 배포되기 전 거래일의 종가는 이미 3,380원이었던 사실이 인정되고, 이러한 사실에 비추어 보면, 피고인 乙의 A사 주식 1주당 취득 가액과 이 사건 보도자료의 작성, 배포 전 거래일의 종가 사이의 차액 발생은 이 사건 보도자료의 작성, 배포로 인한 것이 아니어서 그 인과관계가 없다고 판단됨에도 불구하고, 1심은 피고인 乙이 취득한 A사 주식의 매수단가를 위 1,250원²⁷⁵⁾으로 하여 부당이득을 산정하는 잘못을 범하였다고 판시²⁷⁶⁾.

274) 금감원 및 검찰은 피고인 甲의 부당이득 산정과 관련하여 허위사실을 유포하기 이전인 2002. 5. 20.부터 2004. 12. 1.까지 취득한 A사 주식 3,167,187주(20.20%)에 대하여 평균 매수 단가(1,347원)를 적용하여 매수금액을 산정하였고 1심에서도 이러한 매수단가 산정 방식을 인정했으나, 2심에서는 허위사실 유포 이전에 이미 취득한 주식의 경우 사기적부정 거래 최초 관여일 전의 종가(3,380원, 2005. 5. 27.)를 적용하여 부당이득을 산정해야 한다는 취지로 판시하면서 벌금을 50억 원에서 40억 원으로 감액

275) 금감원 및 검찰은 피고인 乙의 부당이득 산정과 관련하여 허위사실 유포(2005. 5. 30.) 이후인 2005. 6. 3. 피고인 乙이 현물출자 제3자배정 유상증자로 취득한 A사 주식의 매수단가를 실제 취득금액(1,250원)을 적용하여 매수금액을 산정하였고 1심에서도 이러한 매수단가 산정 방식을 인정했으나 2심에서는 보도자료가 작성, 배포되기 전 거래일의 종가(3,380원)를 적용하여 부당이득을 산정해야 한다는 취지로 판시하면서 벌금을 25억 원에서 20억 원으로 감액

276) 대법원 2011. 10. 27. 선고 2009도1370 판결로 확정

라. 서울중앙지방법원 2008. 9. 19. 선고 2008고합475 판결

(100% 무상증자시 주식매수 가격)

- 피고인이 허위사실을 유포하기 시작한 2007. 2. 27. 종가 기준으로 A사의 주가는 1주당 7,760원이었고, 이는 100% 무상증자를 실시하기 전이어서 피고인이 매각한 주식 중 피고인 본인 명의의 400,000주를 무상증자 이전의 주식 수로 환산하면 200,000주가 되므로, 시세조종행위 개시 당시의 피고인 본인 명의 주식의 가치는 1,552,000,000원(200,000주×7,760원)이 되고,
- 한편, 피고인은 2007. 3. 초경 乙소유의 30,000주를 240,000,000원에 매수하였다가, 2007. 3. 22.자 100% 무상증자 후의 주식 60,000주 중 15,000주를 2007. 3. 22.경 乙에게 증여한 후 나머지 75%인 45,000주 만을 乙의 차명으로 피고인이 보유하고 있었으므로, 위 45,000주의 취득비용은 240,000,000원의 75%에 해당하는 180,000,000원으로 봄이 상당하다고 판시한 사례.

2. 주가하락을 위한 부정거래

(서울고등법원 2011. 10. 6. 선고 2011노806 판결)²⁷⁷⁾

- L펀드는 A은행 주식 51%를 보유한 최대주주이고 B카드사는 A은행의 자회사이며, 피고인 甲은 L펀드측의 추천에 따라 임명된 A은행의 사외이사인바, B카드사가 2003. 11. 중순경 유동성 부족으로 부도위기에 직면하자 L펀드측은 A은행과 B카드사의 합병을 추진키로 결정하면서 감자없는 합병을 결정하고도, 합병발표시 감자 검토 계획을 발표하여 주가를 급락시킨 사안에서,
- (A은행의 이익액) 이 사건 감자 검토 발표로 인하여 B카드사의 주가가 하락한 결과 A은행은 B카드사의 합병 반대주주들에 대한 주식매수청구권 가격이 낮아진 만큼 합병비용을 절감하는 재산상 이익을 얻었다. 이 사건 발표는 2003. 11. 21.(금)

277) 대법원 2008도6335 판결의 파기환송심

증권시장 종료 후 있었으므로 2003. 11. 21.까지 주가가 하락한 부분은 이 사건 사기적 부정거래행위의 영향을 받은 것으로 볼 수 없는 점, 따라서 그 다음 주 월요일인 2003. 11. 24. 합병결의를 하여 2003. 11. 21. 종가를 기준으로 주식매수청구권 가격을 결정하는 것까지는 법적으로 허용된다고 볼 수 있는 점 등을 종합해 보면, 이 사건에서 A은행이 얻은 이익액은 2003. 11. 24. 합병결의를 하였을 경우와 비교하여 산정하는 것이 합리적임.²⁷⁸⁾

- (L펀드의 이익액) 이 사건 부정거래행위로 인한 B카드사의 주가하락으로 A은행은 보다 유리한 합병비율을 적용받게 되었고, 그 결과 B카드의 주주들에 대하여 상대적으로 더 적은 수의 합병 신주를 발행하게 됨으로써 **B은행의 최대주주이던 피고인 L펀드는 A은행에 대한 지분율이 상대적으로 덜 희석되는 재산상 이익을 얻었다.** L펀드는 합병의 효력이 발생하는 2004. 2. 28.(합병기일)자로 A은행에 대한 지분율이 0.22%(2003. 11. 28. 합병결의를 하여 보유하게 된 지분을 50.53%(주식매수청구권 행사된 수량 고려하여 산정)- 2003. 11. 24. 합병결의를 하였을 경우 보유하게 되었을 지분을 50.31%(주식매수청구권 행사된 수량을 고려하여 산정))만큼 덜 희석되는 재산상 이익을 얻었다고 판시.²⁷⁹⁾

278) 본 사안에서 검사는 합병추진 결의를 한 날인 2003. 11. 20. 합병결의를 할 수 있었음을 이유로 그날 합병결의를 한 경우와 비교하여 그 경우 지급하여야 할 주식매수청구권 비용에서 2003. 11. 28. 합병결의를 하여 실제로 지급하게 된 주식매수청구권 비용을 뺀 금액 상당을 이익액으로 보아 공소제기하였으나, 법원에 따르면, A은행이 얻은 이익액은 약 123억 7,577만 원(합병에 반대하여 주식매수청구권을 행사한 주식 수 8,852,485주 × (2003. 11. 24. 합병결의 했을 경우의 주식매수청구권 가격 5,402원 - 2003. 11. 28. 합병결의를 함에 따른 실제 주식매수청구권 가격 4,004원), 1만 원 이하 버림) 상당이 됨

279) 결국 L펀드가 얻은 이익액은 2004. 2.28. A은행 주식의 시가총액 4조 5,465억 원[(기 발행 주식 총수 638,924,931주 + 합병 신주 5,981,895주 = 644,906,826주) × 합병 신주 상장일인 2004. 3. 16. 종가 7,050원]의 0.22%에 해당하는 100억 250만 원 상당이 됨

3. 구체적인 사례

(1) 일임계좌에서 발생한 이익 포함여부

(서울고등법원 2013. 12. 6. 선고 2013노2382 판결)²⁸⁰⁾

- ‘위반행위로 얻은 이익’은 당해 위반행위로 인하여 행위자가 얻은 이익을 의미하고, 여러 사람이 공동으로 시세조종 등 불공정거래의 범행을 저지른 경우 그 범행으로 인한 이익은 범행에 가담한 공범 전체가 취득한 이익을 말하는 것일 뿐, 범행에 가담하지 아니한 제3자에게 귀속된 이익은 이에 포함되지 아니한다(대법원 2011. 4. 28. 선고 2010도7622판결 등 참조).
- 다음과 같은 사정들 ① Y의 남편인 DC는 2010년경 피고인에게 이 사건 계좌의 거래를 일임받아 운용하여 줄 것으로 요청하였고, 이에 따라 피고인은 2010년경부터 이 사건 계좌를 통하여 주식을 매매하여 온 점, ② 피고인이 이 사건 계좌를 운용한 실적이 좋지 않은 관계로 DC이 큰 손실을 보게 되자, DC은 피고인에게 M에 진정을 하겠다고 하면서 지속적으로 손실보전을 요구한 점, ③ 피고인은 DC과 사이에 2011. 2. 23. ‘Y가 피고인에게 2009. 11. 23.부터 위탁한 이 사건 계좌의 기초자산은 5억 3,500만원이며, 피고인은 2011. 6. 30.까지 이 사건 계좌의 잔고가 3억 5,000만원이 되도록 하며, 부족할 시 피고인이 그 부족액만큼 직접 입금하여야 한다.’는 내용의 합의서를 작성하였고, 위 합의서는 같은 달 24. 공증인가 법무법인

280) ‘피고인은 2005년경부터 증권방송 전문가로 활동하면서 처음부터 방송에서 추천할 종목을 저가에 미리 매수하여 둔 다음 증권방송 프로그램에 출연하여 위와 같이 미리 위 주식을 매수해 둔 사실을 숨긴 채 그 종목을 추천하는 방송을 하고 자신의 유료회원들에게 인터넷 방송이나 문자메세지 등을 통해 계속하여 이를 매수하도록 추천하면서, 자신은 주가가 오르면 곧바로 이를 되파는 수법으로 거래 차익을 얻기로 계획하고, 자신의 컴퓨터를 이용하여 HTS 주문방식으로 차명계좌인 U명의로의 A증권 계좌, W명의로의 A증권 계좌, Y명의로의 A증권 계좌 등 3개 계좌를 이용하여 위와 같은 방법으로 미리 매수한 주식을 전량 매도하여 97,163,553원의 부당이득 취득한 혐의’로 기소된 사안에서, 피고인은 Y명의로의 A증권 계좌에서 발생한 이익의 귀속주체는 Y의 남편인 DC이므로 이 사건 사기적 부정거래행위로 인하여 피고인이 얻은 이익을 산정함에 있어 이 사건 계좌에서 발생한 이익을 제외하여야 한다고 주장한 사례

산지에서 공증이 이루어진 점, ④ 피고인과 DC은 다시 2011. 9. 5. '㉞ 피고인은 이 사건 거래계좌의 잔고가, 2011. 10. 31.까지 4억원 만큼, 같은 해 11. 30.까지 4억 5,000만원 만큼, 같은 해 12. 30.까지 5억원 만큼, 2012. 1. 31.까지 5억 3,500만원 만큼 각 충족되게끔 하여야 하며, 부족할 시 피고인이 그 부족액만큼 직접 입금 하여야 한다. ㉞ 위 ㉞항 기재의 각 약정기일의 각 약정금액 초과액에 대하여 Y는 피고인의 요청 시 그 초과금액 범위 내에서 피고인의 계좌로 이체 송금한다. ㉞ 위 ㉞항 기재의 각 약정기일 이후 이 사건 계좌의 잔고가 각 약정금액 미만 시 Y는 이 사건 계좌의 매매를 3일간 정지시킬 수 있다.'는 내용의 합의서를 작성하였고, 위 합의서는 같은 달 8. 공증인가 법무법인 산지에서 공증이 이루어진 점, ⑤ 피고인은 2011. 11. 11. DC에게 액면금 1억 5,000만원, 지급기일 2011. 11. 30. 발행인 피고인, 수취인 DC으로 된 약속어음 1매를 발행하면서 어음금의 지급을 지체하는 경우에는 즉시 강제집행을 받더라도 이의가 없음을 인낙하는 취지가 기재된 약속어음 공정증서를 작성하여 주기도 한 점 등을 종합하여 보면, 피고인은 자신이 이 사건 계좌를 운용하면서 발생한 손실을 보전하여 주기 위하여 DC과 사이에 위 ③항, ④항 각 기재와 같이 손실보전 약정을 체결하였고, 이 사건 계좌를 이용한 각 사건 사기적 부정거래로 인하여 얻은 부당이득으로 DC에 대해 위 손실 보전 약정에 따른 채무를 변제하였다고 봄이 상당하다.

- 그렇다면, 이 사건 계좌의 운용을 통하여 발생한 부당이득의 귀속주체는 DC이 아니라 피고인이라 할 것이므로, 이 사건 계좌에서 발생한 이득도 피고인이 취득한 부당이득 금액에 포함된다고 본 원심 판결은 그 결론에 있어 정당하다.

(2) 법인의 대표자 등이 법인의 업무에 관하여 위반행위를 한 경우 법인이 얻은 이익도 대표자의 이익에 포함

(서울동부지방법원 2014. 12. 23. 선고 2014노1025 판결)

- 자본시장법 제443조 제1항 단서 및 제2항에서 정한 '위반행위로 얻은 이익'은 원칙적으로 당해 위반행위로 인하여 행위자가 얻은 이익을 의미하고, 범행에 가담하지

아니한 제3자에게 귀속되는 이익은 이에 포함되지 아니한다 할 것이나, 법인의 대표자 등이 그 법인의 기관으로서 그 법인의 업무에 관하여 같은 법 제443조에 정한 위반행위를 한 경우에는 그 위반행위로 얻은 이익도 법인의 대표자 등의 위반행위로 얻은 이익에 포함되는바(대법원 2011. 12. 22. 선고 2011도12041 판결 등 참조), 이 사안의 경우 피고인이 F의 대표이사로서 F의 유상증자와 관련하여 중요사항을 거짓으로 기재함으로써 이익을 얻고자 하는 행위를 한 것이므로 F의 이익도 당연히 피고인이 얻은 이익에 포함되고, 피고인 개인에게 귀속되는 재산상 이득으로 한정할 것은 아니다.

(3) 유상증자 대금 전체를 부당이득으로 볼 수 없다는 사례

(서울동부지방법원 2014. 12. 23. 선고 2014노1025 판결)

- 원심(서울동부지방법원 2014. 7. 10. 선고 2012고단3348 판결)은 ‘피고인이 실질적 운영자인 주식회사 F는 거래처들에 대하여 보유한 매출채권(25,055,000,000원, 총자산의 52.2%)의 회수가 불가능하여 매출채권 전액에 대해 대손충당금으로 설정해야 할 상황이 되어 관리종목으로 지정될 상황에 처해 있음에도, 피고인은 F의 2010년도 1분기 보고서를 제출하면서 매출채권 25,055,000,000원 상당 전액에 대하여 대손충당금으로 설정하지 않고 1,277,000,000원만을 대손충당금으로 설정하여 23,778,000,000원 상당을 과소계상하는 방법으로 거짓으로 재무제표를 작성, 공시한 뒤, 2010. 5. 28. 모집금액 999,000,000원 상당의 전환사채를 모집에 따른 청약권유서류를 작성하고, 2010. 9. 30. 모집금액 999,000,240원 상당의 제3자 배정 유상증자에 따른 청약권유서류를 작성하고, 2010. 7. 29. 모집금액 8,737,500,000원 상당의 유상증자에 따른 증권신고서를 작성하고 이를 각 공시하여 10,735,500,240원 상당의 재산상 이익을 얻었다’고 판시하여 유상증자대금 전체를 부정거래행위의 부당이득액으로 보았으나, 항소심에서는 다음과 같은 이유로 부당이득액을 알 수 없는 경우에 해당한다고 판시.
- 자본시장법 제443조에서 정한 ‘위반행위로 얻은 이익’이란 그 위반행위와 관련된

거래로 인한 이익을 말하는 것으로서 위반행위로 인하여 발생한 위험과 인과관계가 인정되는 것을 의미한다. 통상적인 경우에는 위반행위와 관련된 거래로 인한 총수입에서 그 거래를 위한 총비용을 공제한 차액을 산정하는 방법으로 인과관계가 인정되는 이익을 산출할 수 있겠지만, 구체적인 사안에서 위반행위로 얻은 이익의 가액을 위와 같은 방법으로 인정하는 것이 부당하다고 볼 만한 사정이 있는 경우에는, 사기적 부정거래행위를 근절하려는 위 법 제443조의 입법 취지와 형사법의 대원칙인 책임주의를 염두에 두고 위반행위의 동기, 경위, 태양, 기간, 제3자의 개입 여부, 증권시장 상황 및 그 밖에 주가에 중대한 영향을 미칠 수 있는 제반 요소들을 전체적·종합적으로 고려하여 인과관계가 인정되는 이익을 산정해야 하며, 그에 관한 입증책임은 검사가 부담한다(대법원 2009. 7. 9. 선고 2009도1374 판결, 대법원 2010. 12. 9. 선고 2009도6411 판결 등 참조). 나아가 위 법 제443조 제1항 단서 및 제2항은 '위반행위로 얻은 이익'을 범죄 구성요건의 일부로 삼아 그 가액에 따라 그 죄에 대한 형벌을 가중하고 있으므로, 이를 적용할 때에는 위반행위로 얻은 이익의 가액을 엄격하고 신중하게 산정함으로써 범죄와 형벌 사이에 적절한 균형이 이루어져야 한다는 죄형균형 원칙이나, 형벌은 책임에 기초하고 그 책임에 비례하여야 한다는 책임주의 원칙을 훼손하지 않도록 유의하여야 한다(대법원 2011. 7. 14. 선고 2011도3180 판결 등 참조).

- 원심은 피고인에 대한 부정거래로 인한 자본시장법 위반 행위에 대하여 10,735,500,240원 상당의 유상증자대금을 받아 금전, 그 밖의 재산상의 이익을 얻고자 하는 행위를 하였다고 인정하여 유상증자대금 전액에 대하여 유죄로 판단하였다. 그런데, 기록에 의하여 인정되는 다음과 같은 사정, ① F가 회계처리를 적정하게 하여 관리종목으로 지정되었다고 했을 경우 유상증자를 통한 자금유치가 전액 불가능하였다는 점에 대한 증거가 없는 점, ② 당시 F의 주력 사업분야인 쇠고기 수입 및 유통업은 미국산 쇠고기 수입반대를 위한 촛불집회 등으로 인해 일시적인 어려움에 처해 있었던 것으로 보이고 촛불집회 이후 미국산 쇠고기에 대한 국민들의 인식이 개선되어 미국산 쇠고기에 대한 수요가 점차 살아나고 있는 국면이었던 점, ③ F는 2009. 11. 10. 볼리비아 내 2개의 광구를 소유한 아미코사의

지분 51%를 인수하여 신규사업에 진출하여 새로운 수익이 기대되었던 점, ④ 2010. 7. 29.자 증권신고서에 따른 유상증자(모집금액 8,737,500,000원) 청약기간 직전인 2010. 7. 29. 단일판매공급계약 체결이라는 호재성 공시가 제출되기도 했었던 점, ⑤ 위와 같은 호재들은 단기차익을 노리는 일반투자자들에게 주거래처인 G의 부도사실을 압도할 만큼의 호재로 작용할 가능성을 배제할 수 없는 점 등을 종합하면, 공소사실 기재와 같이 납입된 증자대금을 전액 부당이득액으로 산출할 수는 없고, 달리 위 기간 동안의 증자대금 전액 중에서 피고인의 판시 범죄사실 기재 범행과 인과관계가 인정되는 부분만을 구분하여 특정할 수 있는 증거도 없다. 그렇다면 피고인의 이 사건 부정거래행위로 인하여 피고인이 취득한 이익에 관한 증명이 없다고 할 것이므로, 이 부분은 재산상 이익을 얻고자 부정거래 행위를 하였으나 그 이익액을 알 수 없는 경우에 해당하는바, 피고인이 10,735,500,240원 상당의 유상증자대금 전체를 이득하였다고 본 원심판결에는 법리를 오인하여 판결에 영향을 미친 위법이 있다.



제 5 장

양벌규정의 적용



제5장 양벌규정의 적용

1. 위반자가 사업자인 경우 대표자에 대한 양벌 적용

(대법원 1995. 5. 26. 선고 95도230 판결)

(의의) 양벌규정은 행위자의 처벌규정임과 동시에 법인 또는 사업자에 대한 처벌규정임

- 산업안전보건법 제67조 제1호, 제23조 제1항, 제69조 제4호, 제42조 제1항 소정의 벌칙규정의 적용대상은 사업자임이 그 규정 자체에 의하여 명백하나, 한편 같은 법 제71조²⁸¹⁾는 법인의 대표자 또는 법인이나 개인의 대리인, 사용인(관리감독자를 포함한다), 기타 종업원이 그 법인 또는 개인의 업무에 관하여 제67조 내지 제70조의 위반행위를 한 때에는 그 행위자를 벌하는 외에 그 법인 또는 개인에 대하여도 각 본조의 벌칙규정을 적용하도록 양벌규정을 두고 있고, 이 규정의 취지는 같은 법 제67조 내지 제70조의 위반행위를 사업자인 법인이나 개인이 직접 하지 않은 경우에는 그 행위자와 사업자 쌍방을 모두 처벌하려는 데에 있으므로, 이 양벌규정에 의하여 사업자가 아닌 행위자도 사업자에 대한 각 같은 법 제67조 제1호, 제69조 제4호 벌칙규정의 적용대상이 됨.

281) **산업안전보건법 제71조 (양벌규정)** 법인의 대표자 또는 법인이나 개인의 대리인·사용인(관리감독자를 포함한다) 기타 종업원이 그 법인 또는 개인의 업무에 관하여 제67조 내지 제70조의 위반행위를 한 때에는 그 행위자를 벌하는 외에 그 법인 또는 개인에 대하여도 동조의 벌금형을 과한다. 다만, 관리감독자가 위반의 계획을 알고 그 방지에 필요한 조치를 하였거나 위반행위를 알고 그 시정에 필요한 조치를 하였을 때에는 그러하지 아니하다.

2. 대표자, 대리인, 사용인 기타 종업원의 범위²⁸²⁾

(1) 판단 기준 (서울중앙지방법원 2008. 2. 1. 선고 2007고합71 판결)

- 증권거래법 제215조 양벌규정에서 ‘대표자, 대리인, 사용인 기타 종업원’에 해당하는지 여부는 직책이나 명칭, 위임, 고용계약의 사법상 효력 등 형식적인 기준에 의하여 판단할 것이 아니라 그가 일정한 권한을 가지고 실제로 본인을 위하여 행위를 하였느냐는 실질적인 관점에서 판단하여야 한다고 판시한 사례.

(2) 고용계약 없는 보조자 (대법원 1993. 5. 14. 선고 93도344 판결)

- 증권거래법 제215조 제2항 소정의 법인의 종업원에는 법인과 정식의 고용계약이 체결되어 근무하는 자 뿐만 아니라 그 법인의 대리인, 사용인등이 자기의 보조자로서 사용하고 있으면서 직접 또는 간접으로 법인의 통제·감독하에 있는 자도 포함한다고 할 것이다. 기록에 의하면 피고인회사의 안동지점 대리 甲은 위 지점의 업무가 폭주하자 위 지점에 상시 출입하는 고객이었던 乙로 하여금 위 지점의 업무인 투자상담, 주식매도·매수주문수령, 전화받기, 그밖의 심부름 등을 하게 하여 위 지점의 업무를 보조하게 하였으며, 위 乙이 위 지점장 이하 직원들의 통제, 감독하에 있음으로써 피고인회사의 간접적 통제·감독하에 있었음이 인정된다.
- 따라서 원심이 위 乙이 피고인회사의 직원 또는 임원으로 채용된 적은 없다 하더라도 이 사건 범행기간동안 피고인회사의 명시적 또는 묵시적 승인하에 피고인회사의 직원과 동일한 업무를 수행하면서 사실상 그 직원으로 행세하여 온 사실을 인정한 다음, 위 법조 소정의 “법인의 대리인, 사용인 기타의 종업원”이라 함은 반드시 법인의 내부규정에 따라 정식 채용절차를 거친 직원 또는 임원에 한정되는

282) **자본시장법 제448조(양벌 규정)** 법인(단체를 포함한다. 이하 이 조에서 같다)의 대표자나 법인 또는 개인의 대리인, 사용인, 그 밖의 종업원이 그 법인 또는 개인의 업무에 관하여 제443조부터 제446조까지의 어느 하나에 해당하는 위반행위를 하면 그 행위자를 벌하는 외에 그 법인 또는 개인에게도 해당 조문의 벌금형을 과(科)한다. 다만, 법인 또는 개인이 그 위반행위를 방지하기 위하여 해당 업무에 관하여 상당한 주의와 감독을 게을리하지 아니한 경우에는 그러하지 아니하다.

것이라고 할 수 없다는 이유로 피고인을 유죄로 인정한 1심판결을 유지하였음은 위 법리에 비추어 정당하다고 판시²⁸³⁾

3. 업무관련성

(1) 판단 기준

(의의) 업무관련성을 인정하기 위해서는 i) 객관적으로 법인의 업무를 위한 행위, ii) 주관적으로 법인의 업무를 위한다는 의사가 필요

위 요건을 판단함에 있어서는 적법한 업무범위, 행위자의 직책이나 직위, 범법행위와 적법한 업무 사이의 관련성, 범법행위의 동기와 사후처리, 범법행위에 대한 법인의 인식 여부 또는 관여 정도, 범법행위에 사용된 자금의 출처와 그로 인한 손익 귀속 여하 등 제반사정을 심리하여 결정

가. 서울고등법원 2011. 10. 6. 선고 2011노806 판결

- 구 증권거래법 제215조에서 법인을 처벌하기 위한 요건으로 규정한 ‘법인의 업무에 관하여’ 행한 것으로 보기 위해서는 객관적으로 법인의 업무를 위하여 하는 것으로 인정할 수 있는 행위가 있어야 하고, 주관적으로는 대표자가 법인의 업무를 위하여 한다는 인식을 가지고 행위를 한 경우이어야 한다고 판시.

나. 대법원 1997. 2. 14. 선고 96도2699 판결

- 관세법 제196조에 따라 법인의 임직원 또는 피용자의 범칙행위에 의하여 법인을 처벌하기 위한 요건으로서 ‘법인의 업무에 관하여’ 행한 것으로 보기 위하여는 객관적으로 법인의 업무를 위하여 하는 것으로 인정할 수 있는 행위가 있어야 하고, 주관적으로는 피용자 등이 법인의 업무를 위하여 한다는 의사를 가지고 행위함을 요하며, 위 요건을 판단함에 있어서는 법인의 적법한 업무의 범위, 피용자 등의

283) 또한 위 乙은 고객인 丙으로부터 유가증권의 종류·종목 및 매매의 구분과 방법에 관하여 결정을 받지 아니하고 일임매매를 함으로써 증권거래법 제107조 제1항을 위반한 사실도 인정

직책이나 직위, 피용자 등의 범법행위와 법인의 적법한 업무 사이의 관련성, 피용자 등이 행한 범법행위의 동기와 사후처리, 피용자 등의 범법행위에 대한 법인의 인식 여부 또는 관여 정도, 피용자 등이 범법행위에 사용한 자금의 출처와 그로 인한 손익의 귀속 여하 등 여러 사정을 심리하여 결정하여야 한다고 판시.

(2) 법인 및 대주주에 대한 업무 관련성

(서울중앙지방법원 2008. 2. 1. 선고 2007고합71 판결)

- 법인을 처벌하기 위한 요건으로서 규정한 ‘법인의 업무에 관하여’ 행한 것으로 보기 위해서는 객관적으로 법인의 업무를 위하여 하는 것으로 인정할 수 있는 행위가 있어야 하고 주관적으로는 피용자 등이 법인의 업무를 위하여 한다는 의사를 가지고 행위를 한 경우이어야 한다(대법원 2006. 6. 15. 선고 2004도1639 판결 등). 회사의 대주주 측 이사가 이사로서의 업무를 수행하는 과정에서 법 위반행위를 한 경우 그것이 자신을 이사로 선임해 준 대주주의 이익을 위한 것이라 하더라도 이를 가지고 곧바로 그 대주주의 업무에 관한 것으로 볼 수는 없다고 할 것이나, 그 대주주가 회사에 대한 자신의 영향력을 이용하여 이사에게 업무집행을 지시하는 이른바 업무집행지시자²⁸⁴⁾에 해당하고 그 대주주에게 회사의 이익과 구별되는 독자적인 이익이 존재하는 등과 같은 특별한 사정이 있는 경우에는 이를 객관적으로 그 대주주의 업무에 관한 것으로 볼 수 있다고 판시한 사례.

4. 법인 등의 귀책사유 (헌법재판소 2011. 4. 28. 선고 2010헌가66 결정)

- 이 사건 법률조항²⁸⁵⁾은 법인이 고용한 종업원 등이 일임매매 제한규정을 위반하는 행위를 한 사실이 인정되면 곧바로 그 종업원 등을 고용한 법인에게도 종업원 등에 대한 처벌조항에 규정된 벌금형을 과하도록 규정하고 있다. 즉, 이 사건 법률조항은

284) 상법 제401조의2 제1항 제1호 소정의 ‘회사에 대한 자신의 영향력을 이용하여 이사에게 업무집행을 지시한 자’에는 자연인 뿐 아니라 법인인 지배회사도 포함된다(대법원 2006. 8. 25. 선고 2004다26119 판결)

285) **증권거래법 제215조 (양벌규정)** 법인의 대표자, 법인 또는 개인의 대리인, 사용인 기타 종업원이 그 법인 또는 개인의 업무에 관하여 제207조의2 내지 제212조의 위반행위를 한 때에는 행위자를 벌하는 외에 그 법인 또는 개인에 대하여도 각 해당 조의 벌금형을 과한다.

종업원 등의 범죄행위에 대한 법인의 가담 여부나 이를 감독할 주의의무의 위반 여부를 법인에 대한 처벌요건으로 규정하지 아니하고, 달리 법인이 면책될 가능성에 대해서도 규정하지 아니하고 있어, 결국 종업원 등의 일정한 행위가 있으면 법인이 그와 같은 종업원 등의 범죄에 대해 어떠한 잘못이 있는지를 전혀 묻지 않고 곧바로 영업주인 법인을 종업원 등과 같이 처벌하는 것이다.

- 형벌은 범죄에 대한 제재로서 그 본질은 법질서에 의해 부정적으로 평가된 행위에 대한 비난이다. 만약 법질서가 부정적으로 평가한 결과가 발생하였다고 하더라도 그러한 결과의 발생이 어느 누구의 잘못에 의한 것도 아니라면, 부정적인 결과가 발생하였다는 이유만으로 누군가에게 형벌을 가할 수는 없다. 이와 같이 ‘책임없는 자에게 형벌을 부과할 수 없다.’는 형벌에 관한 책임주의는 형사법의 기본원리로서, 헌법상 법치국가의 원리에 내재하는 원리인 동시에 헌법 제10조의 취지로부터 도출되는 원리이고, 법인의 경우도 자연인과 마찬가지로 책임주의원칙이 적용된다.
- 그런데 이 사건 법률조항에 의할 경우, 법인이 종업원 등의 위반행위와 관련하여 선임·감독상의 주의의무를 다하여 아무런 잘못이 없는 경우까지도 법인에게 형벌이 부과될 수밖에 없게 된다. 이처럼 이 사건 법률조항은 종업원 등의 범죄행위에 관하여 비난할 근거가 되는 법인의 의사결정 및 행위구조, 즉 종업원 등이 저지른 행위의 결과에 대한 법인의 독자적인 책임에 관하여 전혀 규정하지 않은 채, 단순히 법인이 고용한 종업원 등이 업무에 관하여 범죄행위를 하였다는 이유만으로 법인에 대하여 형사처벌을 과하고 있는바, 이는 다른 사람의 범죄에 대하여 그 책임유무를 묻지 않고 형벌을 부과하는 것으로서, 헌법상 법치국가의 원리 및 죄형법정주의로부터 도출되는 책임주의원칙에 위배된다(헌재 2009. 7. 30. 2008헌가14286)고

286) 헌법재판소 2009. 7.30.자 2008헌가14 결정의 별개 위헌의견은 「사행행위 등 규제 및 처벌 특별법」(2006. 3. 24. 법률 제7901호로 개정된 것) 제31조 중 법인의 대표자 관련 부분과 위조항 소정의 대리인·사용인 기타의 종업원 중 위와 같은 자 관련 부분은 헌법에 위반되지 아니하나, 그 이외의 대리인·사용인 기타의 종업원 관련 부분은 ‘책임 없는 형벌 없다’는 책임원칙에 위반되고, 설령 위 조항이 그 이외의 대리인·사용인 기타의 종업원에 대한 선임감독상의 과실이 있는 법인을 처벌하는 규정으로 보더라도 과실밖에 없는 법인을 고의의 본법과 동일한 범정형으로 처벌하는 것은 각자의 책임에 비례하는 형벌의 부과라고 보기 어려우므로 결국 헌법에 위반된다고 판시.

관시한 사례.²⁸⁷⁾

5. 범죄유형별 양벌규정 적용

(1) 미공개정보이용 관련

가. 서울고등법원 2008. 6. 24. 선고 2007노653 판결²⁸⁸⁾

- 증권거래법 제215조는 법인 또는 개인의 대리인·사용인 기타 종업원이 그 법인 또는 개인의 업무에 관하여 제207조의2의 위반행위를 한 때에는 행위자를 벌하는 외에 그 법인 또는 개인에 대하여도 각 해당 조의 벌금형을 과한다고 규정하고 있는데, 만약 피고인 甲이 여러 명의 주식을 관리하던 중 주요주주인 乙의 사용인 내지 대리인으로 일하면서 A카드의 중요한 정보를 취득한 다음, 피고인 丙의 대리인으로서 피고인 丙이 보유하고 있는 A카드의 주식을 매도하면서 위 정보를 이용하였다면, 피고인 甲은 증권거래법 제188조의2 제1항 제5호, 제207조의 제1항 제1호, 제2항의 규정으로, 피고인 丙은 같은 법 제215조의 양벌규정에 의하여 처벌될 수 있다고 본 사례.

나. 서울중앙지방법원 2006. 8. 18. 선고 2006노1559 판결

- B은행은 2000년 10월경 A사에 5억원을 투자하면서 주식 33,333주를 보유하게 되었는데, 자금난을 겪던 A회사가 2001년 9월경 타 회사와 합병을 결정하자, A회사에 투자하고 있던 B은행은 동 합병에 동의하면서, A회사의 대표이사 乙과 사이에 위 회사가 합병 후 3개월 내에 B은행이 정하는 수익률을 유지하지 못할 경우

287) 자본시장법에서는 책임주의 원칙을 반영하여 **단서 조항을 신설**함으로써 위헌소지를 해소.

288) 피고인 甲이 주요주주인 乙회장의 대리인으로서 미공개정보 이용행위금지의 주체로 인정되는 경우라도 피고인 甲이 미공개정보를 이용하여 처분하는 주식이 반드시 주요주주인 乙회장의 소유일 필요는 없고, 피고인 甲이 함께 관리하고 있는 피고인 丙 소유의 주식을 처분한 경우에도 미공개정보이용행위금지에 관한 증권거래법위반죄가 성립된다고 판시

그 차액을 대주주인 乙이 보상하기로 약정하였고, 2001년 12월경까지 A사의 주가가 거의 오르지 않자 B은행은 乙에게 차액보상을 요구했으나 乙은 기한 연장을 요청하며 이행하지 않았음.

- B은행 丙과장은 2003. 4. 8. 차액보상 문제를 논의하고자 A사의 丁차장에게 전화를 걸었으나, 丁차장은 회사가 중요한 상태에 직면하였으니 자세한 내용은 대표이사와의 의논하라고 하는 등 평소와 다른 태도를 보였고, 이를 이상하게 생각한 丙은 이를 B은행 투자금융부 부부장 피고인 甲에게 보고하고 A사에서 기획팀장으로 근무하다 퇴사한 戊에게 전화를 하여 위 회사의 사정을 알아봐 달라고 부탁하였고, 이에 대해 戊는 丙에게 ‘위 회사가 결제시간이 지나 결제를 하는 등 자금사정이 좋지 않다’는 취지로 답변을 하였고, 이러한 보고를 들은 피고인 甲은 2003. 4. 9. 다시 A사의 대표이사 乙에게 전화를 걸어 乙로부터 ‘자금난을 겪고 있다’는 말을 들었음. 위와 같은 정보를 바탕으로 피고인 甲은 2003. 4. 10. B사 소유 A사의 주식을 모두 매각하였고 같은 날 乙도 소유 주식 전부를 매각하였으며, A사는 2003. 4. 15. 최종부도 처리 된 사례에서 B은행에 양벌규정 적용.

다. 대법원 2007. 7. 26. 선고 2007도4716 판결

- 피고인 甲은 A사의 대표이사로서 B사의 경영권 양수를 추진하던 중 2004. 9. 22. 경영권 양도에 관한 B사 주주총회 결의의 정족수를 충족시키기 위하여 A사 계산으로 4억원 상당의 B사의 주식 200만주를 매수하였고, A사는 경영권을 인수하기 위하여 컨소시엄을 구성한 후 2004. 10. 18.경 제3자배정 액면미달 발행방식에 의해 250억원을 유상증자한 다음 B사의 경영상황을 개선하고 A사측의 경영권 인수를 위하여 차등 무상감자를 실시하기로 하는 내용의 ‘신주인수계약’을 B사와 체결하였으며 B사는 2004. 12. 3. 이사회를 개최하여 감자계획을 확정하고, 12. 4. 공시하였는바, 甲은 컨소시엄에 참여하여 신주인수계약을 체결하였던 자로 B사의 주가가 2004. 11. 23.경 210원으로 상승하자 감자결정 공시 이전인 2004. 11. 23.부터 30.까지 8회에 걸쳐 1주당 210원에서 215원 가격으로 A사 소유의 주식 전부를 매도하여 32,739,290원 상당의 손실을 회피한 사례.

라. 대구지방법원 2005. 7. 22. 선고 2005노1343 판결

- A은행 직원인 甲과 乙은 공모하여 甲은 2003. 8. 7. A은행 여신관리팀 사무실에서 A은행과 2002. 2. 27. 경영정상화 약정을 체결한 B사의 여신관리담당자로부터 B사의 예상 감자 비율 및 감자에 대한 이사회 결의 예정일 등이 기재된 'B사 제11차 채권금융기관 운영위원회 서면결의 안건 및 사전회의자료'를 전달받자 즉석에서 A은행이 보유하고 있는 B사 주식의 매매거래를 담당하고 있는 자금운용팀의 乙에게 위 자료를 팩스로 전송하였고 乙은 팩스를 받은 즉시 C증권의 A은행 명의의 증권계좌를 통하여 B사 주식 235,710주를 평균 단가 2,025원에 매도하여 B사의 감자에 관한 이사회 결의 사실이 공시된 2003. 9. 9. 이후 최저가인 주당 1,260원(2003. 9. 16. 종가)과 대비하여 총 178,181,410원의 손실을 회피한 사실을 인정한 사례.

마. 서울고등법원 2008. 11. 13. 선고 2007노1034 판결²⁸⁹⁾

- A사의 대표이사인 피고인 甲은 2003. 12. 초순경 B연구원에서 '나노광전소자'기술을 개발한 사실을 알고, 같은 달 15.경 B연구원에 기술이전대가로 50억 원을 제시하여, 같은 달 16.경부터 계약실무협의를 진행하여 계약 조건을 협의하고, 같은 달 17.경부터 같은 달 22.까지 계약서 초안 및 수정안을 작성하는 등 B연구원과 사이에 기술이전계약을 체결할 것이 확실시됨에 따라, 일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보인 위 기술이전계약 체결 정보를 이용하여 A사의 주식을 매매하기로 마음먹고, 2003. 12. 22.경 A사 사무실에서 그 무렵 피고인 甲이 개설한 乙 명의의 차명계좌를 이용하여 피고인 甲 및 A사의 자금으로 A사 주식 364,000주를 매수하여 위 기술이전계약 체결 사실이 공시된 이후인 2004. 2. 2.경부터 같은 달 23.경까지 위 주식을 집중 매도함으로써 319,461,567원(= 총 매도대금 771,006,015원 - 총 매수대금 444,370,000원 - 수수료 및 거래세 합계 7,174,508원) 상당의 이득을 취득한 사례.

289) 대법원 2009. 5. 28. 선고 2008도11164 판결로 확정

(2) 시세조종 관련

가. 대법원 2003. 12. 12. 선고 2001도606 판결

- 피고인 A증권사 대표이사이던 피고인 甲이 같은 회사 상무이사이던 원심 공동 피고인과 공모하여, A증권이 보유하고 있던 B전자 주식회사 발행의 전환사채 2,500억원 상당 및 A증권의 상품계정 등에서 보유 중이던 B전자 주식 300만 주의 처분을 추진하기 위하여 위 각 회사들과 같은 계열사인 C중공업 주식회사와 D상선 주식회사로부터 자금을 받아 이를 이용하여 B전자의 주식 시세를 올리기로 마음 먹고, 1998. 5. 26.부터 같은 해 11. 12.까지 사이에 A증권에 개설된 C중공업과 D상선 명의의 계좌에서 주식을 매매하는 과정에서, 유가증권 시장에서의 매매 거래를 유인할 목적으로 종가결정을 위한 동시호가시간대에 53회에 걸쳐 합계 1,425,680주의 고가 매수주문을 내어 종가를 고가에 형성시키고, 1,023회에 걸쳐 합계 3,472,180주에 대하여 직전체결가 및 상대호가 대비 고가매수주문을 내어 장중 시세를 인위적으로 상승시키는 시세변동 거래행위를 하고, 567회에 걸쳐 합계 2,103,290주에 대하여 장중접속 매매시 매매체결가능성이 없는 허위의 대량매수 주문을 내어 매수세가 성황을 이루고 있는 듯이 보이게 하고, 60회에 걸쳐 합계 302,070주에 대하여 시초가 형성을 위한 동시호가시 호가잔량만 공개되는 점을 이용하여 매매체결가능성이 없는 낮은 가격에 대량의 허위 매수주문을 내 매수세가 성황을 이루고 있는 듯이 보이게 하여, 유가증권의 매매거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 한 사례.

나. 대법원 2004. 1. 27. 선고 2003도5915 판결

- A사 대표이사 겸 1대 최대주주 피고인 甲은 여러 증권회사들로부터 피고인의 지분율을 높이고 자금을 조달하기 위하여 해외 BW를 발행할 것을 권유받고 있던 중 2000. 6. 경 B투자증권 투자자금본부장(상무이사) 乙로부터 해외 BW를 발행함에 있어 A사의 재무구조, 대외신인도 등을 고려할 때 큰 규모의 해외 BW를 발행하면 팔리지 않으니 형식적으로는 발행규모를 미화 3,000만 불(사채와 신주인수권

분리형)로 하되 그 중 미화 1,500만불 상당의 해외 BW는 해외에 매각하지 아니하고 B증권사에서 보유한 후 A가 재인수를 하기로 하는 한편, A사는 이 부분 상당에 대한 매입대금을 B증권사로부터 받는 즉시 B증권사의 금융상품에 가입하는 형식을 취하여 B증권사에 지급한 후 A사의 재인수대금으로 사용하기로 하고 나머지 1,500만 불에 상당하는 해외 BW만 실질적으로 발행하되, 다만 신주인수권은 실제로 총 300개(1개당 미화 10만 불)를 발행하여 그 중 50%는 B증권사로부터 위 피고인이 취득하여 추후 주식으로 전환하여 지분율을 높이자는 제안을 받고 이를 승낙하였는바,

- 피고인 甲은 자신의 경영권 확보 및 자금조달을 목적으로 해외 BW를 발행하되, A사의 신용도, 재무구조 및 국내외의 지명도 등에 비추어 실제로는 미화 약 1,500만 불만을 발행하기로 하고 나머지 1,500만 불에 대하여는 이면약정에 의하여 형식적으로 발행하는 모양새만 갖춘 것일 뿐이고, 나머지 500만 불에 대하여도 실제로는 B증권사의 자금 부담을 덜어주기 위하여 1개월간 B증권사의 환매조건부채권에 가입하여 주었음에도 불구하고, 이면약정 등에 관한 아무런 언급 없이 단순히 A사의 해외 BW의 발행규모를 미화 3,000만불로만 공시한 것은 허위로 해외 BW를 증액시켜 공시한 것이라고 보아야 할 것인 점, 유가증권 매매에 있어서 미화 3,000만 불 규모의 해외 BW 발행이 성사된다는 것은 기업에 대한 신용이나 수익성 등이 해외 금융시장에서 인정받은 것이 되어 주식의 가치가 상승할 것으로 기대할 수 있는 중요한 사항인 점, 위 피고인이 해외 BW를 발행한 목적은 위 피고인의 지분율을 높이고 자금을 조달하려는 데에 있었던 점 등에 비추어 보면, 이 사건 공시 당시 위 피고인에게 유가증권의 매매거래를 유인할 목적이 있었음을 추단할 수 있다고 할 것이고,
- 또한 피고인 甲은 2000. 6. 경 B증권사의 상무 乙과 해외 BW의 발행에 대하여 협의를 하면서 신주인수권의 행사가격을 3,000원으로 결정하였는데 당시 A사의 주식 가격은 3,100원대에 머물고 있었고 7. 초순경에도 3,500원대까지 유지하였으나 2000. 7.말경 약 2,400원대로 하락하여 당초의 계획대로 해외 BW 발행을 추진하는

것이 어렵게 되자, 사채발행을 원활하게 하기 위하여 A사 주식의 가격을 인위적으로 올릴 목적으로 A사의 우리사주조합장인 피고인 丙에게 A사의 주식을 매수할 것을 지시하여 丙은 2000. 8. 2. 13:52경 A사 인사총무팀 사무실에서 HTS를 통해 자신명의의 증권계좌를 이용하여 A사 주식 4,000주에 대하여 직전가 보다 10원 높은 2,720원에 고가 매수 주문을 한 것을 비롯하여 그때부터 2000. 8. 29.까지 사이에 185회에 걸쳐 A사 주식 1,035,700주 고가매수주문을, 56회에 걸쳐 225,550주 현재가 고정주문을, 4회에 걸쳐 53,000주 증가결정주문을, 16회에 걸쳐 400,000주 허위매수주문을 각 함으로써 유가증권의 매매거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 그 시세를 변동시키는 매매거래를 한 사례에서 증권거래법 제188조의4 제2항 제1호 및 제3호의 시세조종행위에 대하여 양벌규정 적용.

(3) 부정거래 관련 (서울고등법원 2011. 10. 6. 선고 2011노806 판결)²⁹⁰⁾

- L사는 A은행 주식 51%를 보유한 최대주주이고 B카드사는 A은행의 자회사이며, 피고인 甲은 L펀드측의 추천에 따라 임명된 A은행의 사외이사인바, B카드사가 2003. 11. 중순경 유동성 부족으로 부도위기에 직면하자 L펀드측은 A은행과 B카드사의 합병을 추진기로 결정하면서 감자없는 합병을 결정하고도, 합병발표시 감자 검토 계획을 발표하여 주가를 급락시킨 사안에서,
- (L사) 피고인 L사는 L펀드가 A은행 인수계약을 체결한 뒤 A은행 주식의 보유를 목적으로 설립한 회사로서 당시 A은행의 지분 51%를 보유한 지배회사였던 점, 피고인 L사는 L펀드측이 추천하는 과반수의 이사들을 통하여 A은행 이사회를 지배 하면서 사실상 그 의사결정권을 행사하였던 점, 피고인 L사의 대표자인 M을 비롯한 L펀드측 이사들이 A은행 이사회의 결의를 거쳐 한 이 사건 발표로 인하여 피고인 L사는 합병 후 A은행에 대한 지분율이 상대적으로 덜 희석되는 재산상 이익을 얻게 되었는데, 이는 A은행의 이익과는 구별되는 독자적이고 직접적인 이익인 점 등을 종합하면, M 등 L펀드측 이사들이 위계로써 한 이 사건 발표는 객관적으로 L사의

290) 대법원 2008도6335 판결의 파기환송심

업무에 관한 행위이고, 주관적으로도 L사의 업무를 위하여 한다는 인식을 가지고 한 행위라고 보아야 한다고 보아 **L사에 대해 양벌규정 적용.**

- (A은행) 피고인 甲 등이 실질적으로 피고인 A은행의 대표자로서 피고인 A은행의 업무에 관하여 이 사건 증권거래법 위반행위를 하였다는 이유로 공소제기²⁹¹⁾되었으나, 이 사건 당시 피고인 A은행은 부행장 乙이 행장 직무대행으로서 대내외적으로 대표권과 경영권을 행사하였던 점, 피고인 甲 등은 모두 A은행 비상근 사외 이사였던 점, 상법상 이사회는 회사 업무에 관한 의사결정기관이고, 반면 대표 이사가 업무집행기관으로 대외적으로 회사를 대표하는 바, **이사회를 통하여 이사들이 회사의 주요 경영사항을 결정한다고 하여 이사들을 하나로 묶어 사실상의 대표자로 인정하는 것은 회사의 의사결정기능을 수행할 뿐인 이사회**의 행위를 대외적인 업무집행행위인 대표행위로 의제하는 것으로 회사의 기관 체계에 관한 상법 규정에 반하며 **형사처벌의 범위를 무리하게 확대하는 것으로 허용될 수 없는 점 등을 종합하여 보면, 피고인 甲 등을 피고인 A은행의 대표자라고 볼 수는 없다고 보아 A은행에 대하여는 양벌규정을 부적용.**

291) 검사는 당초 피고인 甲 등이 피고인 A은행의 등기이사로서 A은행의 업무에 관하여 이 사건 증권거래법 위반행위를 하였다는 취지로 기소하였으나, 파기환송심에서는 구 증권거래법 제215조의 양벌규정과 관련한 헌법재판소의 결정(헌법재판소 2011. 4. 28. 선고 2010헌가66 결정) 취지를 반영하여 피고인 甲 등이 실질적으로 피고인 A은행의 대표자로서 A은행의 업무에 관하여 이 사건 증권거래법 위반행위를 하였다는 내용으로 공소장을 변경



제 6 장

기타 관련 판결



제6장 기타 관련 판결

1. 금융감독원 문답서의 증거능력

(의의) 금감원 소속 검사역이 작성한 피고인에 대한 문답서의 증거능력 유무를 최초로 판단하여 증거능력을 인정한 대법원 판결

가. 대법원 2015. 2. 26. 선고 2014도16973

- 금융감독원 소속 검사역이 피고인을 상대로 작성한 문답서를 유죄의 증거로 채택한 원심²⁹²⁾ 판결에 대하여, 피고인이 “금융감독원 소속 검사역 안OO은 자본시장법 제427조 제1항의 ‘위반행위의 혐의가 있는 자를 심문할 수 있는 권한’이 없으므로 위 안OO이 작성한 모든 문답서, 안OO에 대한 검찰 진술조서 및 안OO에 대한 증인신문조서는 위법수집증거로서 모두 증거능력이 인정되지 않는다”라고 주장²⁹³⁾

292) 1심 서울중앙지방법원 2014. 5. 23. 선고 2013고합1331 판결, 2심 서울고등법원 2014. 11. 20. 선고 2014노1652 판결은 모두 “피고인의 문답서”를 증거로 채택

293) 피고인은 상고이유를 개진하면서 “서울고등법원은 2012. 1. 13. 선고한 2011노433사건에서 자본시장법 제427조에서 금융위원회 소속 ‘조사공무원’에 대해 검찰총장의 지명, 형사소송법의 준용 등을 별도로 규정한 입법취지를 고려하면, 위 조사공무원은 일종의 특별사법경찰관리로 볼 수 있으나, 이에 비하여 금융감독원장에게 위탁된 자본시장법 제426조 상의 조사업무를 수행하는 금융감독원 소속 ‘조사역’은 그 권한이 ‘장부·서류 그 밖의 물건에 대한 조사권(제1항)’과 ‘조사사항에 관한 사실과 상황에 대한 진술서의 제출, 조사사항에 관한 증언을 위한 출석, 조사에 필요한 장부·서류, 그 밖의 물건의 제출’요구권(제2항)만이 인정되며, 그 지명절차에 관하여 특별한 규정도 없어 특별사법경찰관리로 보기 어렵다. (중략) 박OO(금융감독원 조사역)가 앞서 본 바와 같이 자본시장법 제426조의 ‘이 법에 위반한 사항이 있는 경우에 관계자에게 조사사항에 관한 증언을 위한 출석 등의 요구권’이 있고 위 관계자에 ‘위반행위의 혐의가 있는자가 포함된다’고 하더라도, 혐의자에 대한 심문행위는 일종의 수사행위로서 특별사법경찰관리로 볼 수 있는 자본시장법 제427조상의 조사공무원에게만 있는 것이므로, 조사공무원이 아닌 조사역에 불과한 박OO가 자본시장법 제426조에서 정한 위와 같은 권한에서 벗어나 같은 법 제427조 제1항의 ‘혐의자를 심문할 수 있는 권한’은 없다고 봄이 상당하다고 인정한 후 그렇다면 박OO에게 자본시장법 제427조 제1항의 위반행위의 혐의가 있는 자를 심문할 수 있는 권한이 없는 이상 피고인 전OO를 출석시키거나 전화통화 등의 방법으로 조사하는 행위는 권한 없는 자의 심문행위이고, 따라서 그와 같은

하며 상고한 사안에서,

- 대법원은 “상고이유의 주장과 같이 금융감독원 소속 검사역이 작성한 문답서 등의 증거능력, 공동정범이나 자본시장법 제443조에 정한 ‘위반행위로 얻은 이익’에 관한 법리를 오해하는 등으로 판결 결과에 영향을 미친 위법이 없다”고 판시하여 금감원 검사역이 피고인을 상대로 작성한 문답서의 증거능력을 인정한 원심판결을 수긍한 사례

나. 서울중앙지방법원 2013. 12. 5. 선고 2013고단3067

□ 사실관계

- 피고인 甲은 2010. 11. 3.경부터 2012. 2. 15.경까지 사채업자 및 저축은행으로부터 107억원 상당의 자금을 조달하면서 본인 및 특수관계인 명의의 A사 주식을 담보로 제공하였는데, 경영악화 등으로 인해 A사의 주가가 지속적으로 하락하여 반대매매가 될 위기에 처하자 다른 공동피고인들과 공모하여 통정·가장매매, 고가매수 주문, 물량소진 주문, 시종가관여 주문, 허수매수 주문 등 시세조종을 하였음.

□ 판시내용

- 피고인 甲은 금융감독원 소속 조사역(乙)이 피고인들을 시세조종 혐의로 보고 금융감독원에 출석시켜 추궁하고 문답서를 작성한 행위는 권한없는 자에 의해

경위로 작성된 위 문답서 및 녹취록은 위법수집증거로서 증거능력을 인정할 수 없다고 할 것이고 나아가 검사 작성의 박OO에 대한 진술조서와 원심 증인 박OO의 원심 법정진술 중 피고인 전OO의 진술 부분 또한 위와 같이 위법한 절차에서 박OO가 피고인 전OO로부터 들은 전문진술에 불과하여 역시 위법수집증거로서 그 증거능력이 없다고 보아야 할 것이다. 라고 판시하였고 대법원에서 상고기각으로 확정되었습니다. 위 고등법원의 판시내용에 의하면 금융감독원 자본시장조사1국 시장감시팀 소속 검사역에 불과한 안OO은 자본시장법 제427조 제1항의 위반행위의 혐의가 있는 자를 심문할 수 있는 권한이 없으므로 위 안OO이 작성한 모든 문답서, 안OO에 대한 검찰 진술조서 및 안OO에 대한 증인신문조서는 모두 증거능력이 존재하지 아니한다고 보아야 할 것인바, 이에 기초하여 피고인에 대한 유죄판결을 선고한 원심에는 명백하게 법리오해의 위법이 존재한다고 보아야 할 것입니다.”라고 주장

이루어진 위법한 심문이므로, 금융감독원 조사역(乙)이 작성한 문답서 및 검사가 작성한 乙에 대한 진술조서 중 피고인들의 진술에 관한 부분 등은 **위법수집증거로서 증거능력이 없다**고 주장하나,

- 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 및 동법 시행령에 의하면, 시세조종에 관하여 증권선물위원회가 시정명령, 수사기관에 대한 고발 등 법령이 정한 조치를 취할 수 있도록 하고 있고, 금융감독원 소속 조사역은 이에 필요한 조사활동의 일환으로 시세조종 혐의자를 금융감독원에 출석시켜 시세조종 혐의에 관하여 자세히 따져 물으면서 그 조사내용을 문답서의 형태로 작성할 수 있는 권한이 있는 것으로 해석되므로 위와 같은 조사활동은 적법하다.
- 금융감독원 소속 조사역은 수사기관이 아니므로 乙이 작성한 문답서는 형사소송법 제313조 제1항 소정의 수사기관 이외의 자가 피고인 또는 피고인 아닌 자의 진술을 기재한 서류에 해당하는데, 문답서의 작성자인 乙의 증언에 의해 진정성립이 인정될 뿐 아니라 진술자인 피고인들도 법정에서 진정성립을 인정하는 취지의 증언을 하였으며, 진술인들이 임의로 금융감독원에 출석하여 조사를 받은 것으로 그 진술에 특신상황도 있는 것으로 인정되므로 위 문답서는 증거능력이 있다고 판시.

2. 증권회사가 주가연계증권의 중도상환조건 성취를 방해한 사안

(대법원 2015. 5. 14. 선고 2013다2757 판결)

(의의) ELS의 약정 평가기준일에 위험회피거래를 함에 있어서 증권회사의 투자자 보호 의무를 인정한 판결

- 민법 제2조, 제150조 제1항, 구 증권거래법(2007. 8. 3. 법률 제8635호 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 부칙 제2조로 폐지) 제52조 제3호, 구 증권거래법 시행령(2008. 7. 29. 대통령령 제20947호 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령 부칙

제2조로 폐지) 제36조의3 등의 규정 취지에 비추어 보면, 증권회사는 유가증권의 발행, 매매 기타의 거래를 함에 있어 투자자의 신뢰를 저버리는 내용 또는 방법으로 권리를 행사하거나 의무를 이행하여 투자자의 보호나 거래의 공정을 저해하여서는 안 되므로 투자자와의 사이에서 이해가 상충하지 않도록 노력하고, 이해상충이 불가피한 경우에는 투자자가 공정한 대우를 받을 수 있도록 적절한 조치를 취함으로써 투자자의 이익을 보호하여야 하며, 정당한 사유 없이 투자자의 이익을 해하면서 자기 또는 제3자의 이익을 추구하여서는 안 된다. 따라서 증권회사가 약정 평가기준일의 기초자산 가격 또는 지수에 연계하여 투자수익이 결정되는 유가증권을 발행하여 투자자에게 판매한 경우에는, 증권회사가 기초자산의 가격변동에 따른 위험을 회피하고 자산운용의 건전성을 확보하기 위하여 위험회피거래를 한다고 하더라도, 약정 평가기준일의 기초자산 가격 또는 지수에 따라 투자자와의 사이에서 이해가 상충하는 때에는 그와 관련된 위험회피거래는 시기, 방법 등에 비추어 합리적으로 하여야 하며, 그 과정에서 기초자산의 공정한 가격형성에 영향을 끼쳐 조건의 성취를 방해함으로써 투자자의 이익과 신뢰를 훼손하는 행위를 하여서는 안 된다.

- 甲 주식회사의 보통주를 기초자산으로 하여 중간평가일의 종가인 평가가격이 발행일의 종가인 기준가격보다 높거나 같을 경우 중도상환금을 지급하는 추가연계증권을 발행하여 乙 등 투자자에게 판매한 丙 증권회사가 중간평가일의 장 종료 무렵 기준 가격에 미치지 못하는 가격으로 대량의 매도 주문을 함에 따라 장 종료 10분 전까지 기준가격을 상회하던 甲 회사의 보통주 가격이 기준가격 아래로 떨어져 중도상환조건의 성취가 무산된 사안에서, 丙 회사의 행위가 乙 등에 대한 투자자 보호의무를 게을리한 것으로서 신의성실에 반하여 추가연계증권의 중도상환조건 성취를 방해한 것이라고 볼 여지가 충분한데도 이와 달리 본 원심판결에 위험회피 거래에서의 신의칙상 주의의무 등에 관한 법리오해의 잘못이 있다고 한 사례.

3. 투자자가 입은 손해를 산정하는 방법

(대법원 2015. 5. 14. 선고 2013다11621 판결)

(의의) 민사소송인 손해배상청구소송에서 투자피해자의 손해액을 산정함에 있어, 위법행위가 없었더라면 취득 당시 형성되었으리라고 인정되는 정상주가와 위법행위로 인하여 형성된 주가로서 그 투자자가 주식 취득을 위하여 실제 지급한 금액과의 차액 상당을 손해액으로 본 사례

- 허위사실 유포 등의 행위로 인하여 형성된 가격으로 발행시장 또는 유통시장에서 주식을 취득한 투자자가 그러한 불법행위를 이유로 민법상 손해배상청구를 하는 경우, 투자자가 입은 손해는 그와 같은 위법행위가 없었더라면 취득 당시 형성되었으리라고 인정되는 정상주가와 위법행위로 인하여 형성된 주가로서 투자자가 주식 취득을 위하여 실제 지급한 금액과의 차액 상당(투자자가 정상주가 이상의 가격으로 매도한 경우에는 실제 지급한 금액과 매도주가와와의 차액 상당)으로 볼 수 있다. 여기서 정상주가를 산정할 때에는, 전문가의 감정을 통하여 그와 같은 위법행위의 영향을 받은 기간(사건기간) 중의 주가동향과 위법행위가 없었더라면 진행되었을 주가동향을 비교하여 그 차이가 통계적으로 의미가 있는 경우 위법행위의 영향으로 주가가 변동되었다고 보고, 사건기간 이전 또는 이후 일정 기간의 종합주가지수, 업종지수 및 동종업체의 주가 등 공개된 지표 중 가장 적절한 것을 바탕으로 도출한 회귀방정식을 이용하여 사건기간 동안의 정상수익률을 산출한 다음 이를 기초로 사건기간 중의 정상주가를 추정하는 금융경제학적 방식 등의 합리적인 방법에 의할 수 있다.

4. 증권관련 집단소송 허가 (대법원 2015. 4. 9. 선고 2013마1052 판결)

(의의) ELS의 헤지 증권사가 ELS의 기초자산을 대량매도하여 상환조건 성취를 무산시켰고, 그 결과 그전에 ELS를 매수하여 보유하고 있던 투자자가 손해를 입었다면, 그 투자자는 자본시장법 제179조 제1항에 의한 손해배상청구를 할 수 있고 이를 증권관련 집단소송에 의하여 하는 것도 가능하다고 한 사례

- 증권관련 집단소송법은 대량으로 발행·유통되는 증권과 관련하여 불법행위가 자행되면 집단적인 피해를 발생시키는 반면 개별 피해자의 손해 규모는 상대적으로 작아 피해자 개개인이 소송을 통하여 구제받는 것을 기대하기 어려운 점을 고려하여 투자자의 피해를 효율적으로 구제함과 아울러 이를 통하여 기업의 경영투명성을 확보하기 위하여 제정된 법으로서, 제3조 제1항 제3호에서 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 ‘자본시장법’이라 한다) 제179조에 따른 손해배상청구에 관하여 증권관련집단소송을 허용하고 있다.

특정 시점의 기초자산 가격 또는 그와 관련된 수치에 따라 권리행사 또는 조건성취의 여부가 결정되거나 금전 등이 결제되는 구조로 되어 있는 금융투자상품의 경우에 사회통념상 부정하다고 인정되는 수단이나 기교 등을 사용하여 그 금융투자상품에서 정한 권리행사나 조건성취에 영향을 주는 행위를 하였다면, 이는 그 금융투자상품의 거래와 관련하여 부정행위를 한 것으로서 자본시장법 제178조 제1항 제1호를 위반한 행위에 해당하고, 그 위반행위로 인하여 그 금융투자상품의 투자자의 권리의무의 내용이 변경되거나 결제되는 금액이 달라져 투자자가 손해를 입었다면 그 투자자는 그 부정거래행위자에 대하여 자본시장법 제179조 제1항에 따라 손해배상을 청구할 수 있다.

- 이 사건 주가연계증권은 투자자에게 상환될 금액이 기초자산의 상환기준일 종가에 따라 결정되는 구조로 되어 있으므로, 상대방이 자본시장법 제178조 제1항 제1호를 위반하여 기초자산인 에스케이 보통주의 주가를 인위적으로 하락시킴으로써 이 사건 주가연계증권의 상환조건 성취가 무산되었고 그로 인하여 이 사건 주가연계증권을 보유한 투자자들이 만기에 투자금 중 일부만 상환받아 손해를 입었다고 주장하며 손해배상을 구하는 재항고인들의 청구는 자본시장법 제179조 제1항에 따른 손해배상청구에 해당한다고 할 것이다. 그럼에도 원심은, 재항고인들이 2008. 4. 25. 이 사건 주가연계증권을 취득한 이후 만기까지 소극적·수동적으로 보유하고 있었을 뿐 상대방이 2009. 4. 22. 그 기초자산인 에스케이 보통주를 대량으로 매도한 행위로 인하여 이 사건 주가연계증권을 매매·교환하거나 담보로 제공하는 등 적극적으로

거래한 사실이 없다는 이유로, 재항고인들은 자본시장법 제179조에 따른 손해배상 청구권을 행사할 수 없고 그 결과 이 사건 소송허가신청은 증권관련 집단소송법 제3조가 정한 요건을 갖추지 못하였다고 판단하였는바, 이는 자본시장법 제179조 제1항이 정한 손해배상청구권자의 범위에 관한 법리를 오해하여 판단을 그르친 것이다.

불공정거래편

» 금융용어 해설 및
판례색인



금융용어 해설³²⁸⁾

계속기업가치

기업의 경영활동이 현재와 미래에 계속되리라는 전제하에서 그 기업이 다른 기업 또는 개인에 대하여 가지는 가치를 말함. 계속기업으로서의 가치가 그 자산 가치 또는 청산 가치를 초과한 때 그 초과분을 영업권에 해당

고가매수주문

직전가 혹은 상대호가와 대비하여 고가로 매수주문을 반복적으로 내어 시세를 인위적으로 상승시키는 주문

공개매수

경영권 지배를 목적으로 특정기업의 주식을 공개적으로 매수하는 적대적 M&A방식

공매도

현재 주식을 보유하고 있지 않으면서 주식을 매도하는 것. 주가가 하락할 것으로 예상하고 주식을 빌려 매도한 후, 실제로 주가가 하락했을 때 주식을 사들여 공매도분을 결제함으로써 시세차익을 얻는 것을 주목적으로 함. 또는 현재 보유하고 있는 주식의 가격 하락에 따른 위험을 방지하기 위한 목적으로도 사용됨

관리(대상)종목

영업정지 또는 부도발생 등과 관련해 주권의 상장폐지 기준에 해당되는 종목으로서 일반 투자자에게 주의를 환기시켜 투자에 참고하도록 하기 위해 시장운영주체인 증권거래소나 코스닥증권시장이 지정한 종목

294) 매일경제 홈페이지(www.mk.co.kr) 경제용어, 두산백과사전(www.doopedia.co.kr), 한국거래소 홈페이지(www.krx.co.kr) 증권용어사전을 참고하여 정리한 내용임

낙아웃옵션(Knock-out option)

옵션의 한 종류. 기초자산의 가격이 오를 때 일정 가격까지는 이를 기초로 한 옵션의 가치도 상승하나, 그 이상이 되면 가치가 크게 하락한 형태로 수익이 고정되는 옵션

단일가격매매

시가(始價) 및 종가(終價) 결정시 또는 매매거래 정지후 재개시에는 중요 정보를 동시에 반영하기 위한 대량의 호가가 접수되고 가격이 급변하는 경향이 있음. 이에 따라 해당 시점에는 효율적 균형가격 발견을 위해 대량의 호가를 집중시켜 단일 가격으로 동시에 체결시키는 방식이 적용됨

델타헤지(Delta hedge)

특정 자산의 가격이 변하면 그 자산을 기초로 하는 옵션의 가치도 변동하게 되는데, 이러한 상관관계를 이용하여 옵션 등을 매매함으로써 기초자산 가격변동위험으로부터 보유포지션을 보호하는 기법

동시호가

가격제한폭 제도로 인해 주가가 상한가 또는 하한가로 결정되고 그 이상 또는 그 이하의 가격으로는 매매거래가 불가능한 상황인 경우에는 시간우선원칙에 따라 우선 접수된 특정 주문만 대량 체결되고 그 이후에 접수된 주문은 1주도 체결되지 않게 될 가능성이 있음. 따라서, 이러한 특수한 상황에서 다수의 투자자가 공평하게 체결될 수 있도록 상한가 주문간 또는 하한가 주문간 시간우선원칙을 배제하고 일정한 수량씩 배분하는 제도(시간우선원칙의 예외)

매도 1호가/매수 1호가

매도자가 가장 싸게 팔고자 하는 가격/매수자가 가장 비싸게 사고자 하는 가격

바이아웃(Buy out)

기업을 인수하여 기업가치를 높인 후 다시 기업을 되팔아 고수익을 올리고자 하는 방법

반대매매

고객이 증권회사의 돈을 빌리거나 신용 융자금으로 주식을 매입한 후 빌린 돈을 약정한

만기 안에 변제하지 못할 경우 고객의 의사와 상관없이 주식을 강제로 일괄 매도 처분하는 것

보호예수

주로 증권회사가 투자자의 유가증권을 의뢰받아 보관하는 업무로서 유가증권의 도난이나 분실, 화재 등 사고위험을 방지하고 매매시 편리함을 도모하고자 마련됨

블록딜(Block deal)

거래소 시장 개시전 또는 마감후 대량의 주식을 보유한 매도자와 이를 매수할 수 있는 매수자 간에 거래를 체결시켜 주는 제도. 거래소 시장에서 한꺼번에 대량의 주식이 거래될 경우 발생할 수 있는 주식시장에서의 주가 급등락을 막기 위한 방안

사건연구(Event study)

정상적인 상황 하에서의 주가를 추정한 후, 불공정거래 행위 후의 주가와 정상 주가를 비교하여 그 차액을 부당이익으로 보는 방법. 정상주가는 사건기간 전후 일정 기간의 종합주가지수, 업종지수 및 동종업체의 주가 등 공개된 지표 중에서 가장 적절한 것을 바탕으로 도출한 회귀방정식을 이용하여 산출함

상대호가

현재 가장 낮은 가격으로 매수(도)할 수 있는 최우선 매도(수) 1호가

상한가 매수주문

주가가 상한가를 시현하고 있을 때 상한가로 대량의 매수주문을 내어 상한가가 지속되도록 하는 주문. 일반투자자들이 상한가 매수잔량을 보고 투자판단을 하는 상황에서 상한가가 익일에도 이어지도록 하는 효과가 있음

시가(始價)관여주문/종가(終價)관여주문

시가관여주문이란 시가(始價)를 결정하기 위해 단일가 매매가 적용되는 시간(08:50~09:00)의 시세조종 주문, 종가관여주문이란 종가를 결정하기 위해 단일가 매매가 적용되는 시간(14:50~15:00)의 시세조종 주문

시가(始價) 또는 종가(終價)는 일정시간 동안 접수된 호가간에 거래가 가장 많이 이루어질

수 있는 하나의 가격으로 가격·시간 우선원칙에 따라 매매 체결됨. 즉, 접수된 호가중 가장 높은 가격의 매수호가와 가장 낮은 가격의 매도호가간에 순차적으로 체결하여 거래가 가장 많이 이루어질 수 있는 하나의 가격으로 매매체결가격이 결정되며, 가격이 결정된 이후 가격, 시간순으로 호가간 우선순위를 정한 후 선순위 호가부터 수량을 체결시키게 됨

시장가 주문

현 시점에서 가장 유리한 가격조건 또는 시장에서 형성되는 가격으로 매매를 하고자 하는 주문. 시장가 주문시에는 주문자가 주문 수량은 정하나 주문 가격은 정하지 않으며, 지정가 주문에 우선하여 체결

신주인수권부사채(BW)

신주를 정해진 가격에 배정받을 수 있는 권리가 부여된 채권(債券). 이 채권을 가진 사람은 일정 기간 후에 신주배정을 청구할 수 있음. 신주인수권의 분리유통성 여부에 따라 분리형과 비분리형으로 나누어지고 신주인수권의 행사청구방법에 따라 현금납입형과 대용납입형으로 분리됨. 신주인수권부사채는 신주인수권행사에 의한 주식매입으로 자본이득을 기대할 수 있으므로 낮은 표면이자율로 발행이 가능

스캘퍼(Scalper)

시세변동을 이용해 이익을 실현하고자 하는 초단기 거래자를 말함. 대개 이들의 보유기간은 매우 짧은 시간에 그치며 보유기간도 보통 하루를 넘지 않음. 단기매매를 할 뿐만 아니라 거래규모도 커 시장유동성을 제고시킨다는 평가를 받기도 하지만 단지 단기간의 낙폭만을 이용해 거래를 하기 때문에 주가의 연속성을 훼손한다는 비난을 받고 있기도 함

스탁론(Stock loan)

증권회사가 투자자의 보유주식을 담보로 제휴 저축은행이나 캐피탈사 등을 통해 자금을 대여하는 주식연계신용대출

역외펀드

국내에서 자금이 조성되는 역내펀드와 비교되는 개념으로 주식투자 대상국이 아닌 제3국에서 조성되는 주식투자용 기금. 예를 들어, 한국증시에 투자하기 위해 일본이나 유럽, 미국 등지에서 조성된 펀드가 역외펀드임

옵션(Option)

특정 자산을 만기일이나 만기일 이전에 미리 정한 행사가격으로 매입 또는 매도할 수 있는 권리

우회상장

비상장기업이 상장기업을 인수·합병하는 방법 등을 통해 증권시장에 진입하는 것

유로클리어(Euroclear)

국제예탁결제기관. 1968년말 모건 개런티사에 의해 설립된 유로본드(통화국 외에서 발행하는 통화국 화폐표시 채권. 대부분 유럽지역에서 발행되므로 이런 이름이 붙음) 결제기관을 말함. 이 기관이 설립되기 전까지는 우편송달제도에 의해 유로본드의 인도와 결제가 이루어졌는데, 이 기관이 설립되면서 동 증권의 인도와 결제를 위한 계정이체방식이 확립돼 유로본드 거래가 활성화되기 시작

의견거절

채무제표에 대한 감사인의 의견을 진술하는 감사의견 가운데 하나임. 감사의견에는 이 밖에도 적정, 한정 등이 있음. 감사인은 ①감사의견을 형성하는데 필요한 합리적인 증거를 얻지 못하여 채무제표 전체에 대한 의견표명이 불가능한 경우, ②기업의 존립에 의문을 제기할 만한 객관적인 사항이 중대한 경우 ③감사인이 감사를 수행함에 있어서 독립성이 결여되어 있는 경우 “의견거절” 하게 됨

이익소각

배당 가능한 이익으로 자사의 주식을 사들여 소각하는 것으로, 소각 후에는 주식수가 줄어들게 됨

일임계좌

고객이 직접 원하는 종목의 유가증권을 원하는 수량만큼 사고파는 대신 유가증권 매매와 관련된 모든 행위를 증권회사 임직원에게 맡기는 것을 일임매매라고 하고, 이러한 일임매매 약정이 체결된 계좌를 일임매매계좌라고 함

사전거래

대량으로 주식을 거래할 때 사용하는 방법으로 매매를 중개하는 증권회사가 같은 주식을 동일가격에 동일수량의 매도·매수 주문을 내어 매매거래를 체결시키는 것

적대적 인수합병

상대기업의 동의 없이 강행하는 기업인수합병

전환사채(CB)

보통사채와 마찬가지로 확정이자를 지급하지만 일정한 조건 아래 발행회사의 주식으로 전환할 수 있는 선택권(option)이 부여된 사채. 전환사채는 투자자에게 수익성과 기업에의 참가 가능성이라는 두 가지 장점을 부여함으로써 투자유인을 제공하고 있음. 전환사채의 소유자는 주식시세가 전환가격을 상회하는 경우 주식으로 전환해 이익을 얻을 수 있고 유리한 전환의 기회가 없을 경우는 사채를 계속 보유해 상환을 받을 수 있음

제3자배정 유상증자

유상증자의 신주인수방법 중 하나로, 발행회사가 주주 이외의 제3자 중에서 특정한 자에 대하여 신주인수권을 주어 증자신주를 인수하게 하는 방법

지정가 매수

투자자가 지정한 가격 또는 그 가격보다 유리한 가격으로만 매매체결을 시키는 주문

청산가치

현재 시점에서 기업의 영업활동을 중단하고 청산할 경우 회수 가능한 금액의 가치

페이퍼 컴퍼니

물리적 실체가 없이 서류형태로 존재하며 회사의 기능을 수행하는 회사. 페이퍼 컴퍼니는 세금과 기업활동 유지비 등 제반 경비를 절감하기 위해 케이만 군도 등 국제적인 조세 회피지역에 주로 설립됨. 특정 프로젝트를 위해 설립되는 경우에는 해당 프로젝트 완료시 자동적으로 해산됨

호가관여율

전체 주문 중에서 시세조종 주문 등이 차지하는 비율(시세조종주문 주식수/전체 주문

주식수)

LBO(Leveraged Buy-Out) : 기업인수를 위한 자금조달 방법의 하나로 매수할 기업의 자산을 담보로 금융기관으로부터 매수자금을 조달하기 때문에 적은 자금으로도 기업을 인수할 수 있음. 매수한 자산을 다시 매각할 경우 매수자금 전액을 자기자금으로 했을 때보다 몇 배의 이익을 얻을 수 있다는 점에서 자산매각 가격이 오를 가능성이 있는 경우 LBO가 흔히 사용됨

KIKO option

Knock-In-Knock-Out 옵션의 영문 첫글자를 딴 것으로 환율변동에 따른 위험을 피하기 위한 환헤지 상품. 약정환율과 변동의 상한(Knock-In) 및 하한(Knock-Out)을 정해놓고 환율이 일정한 구간 안에서 변동한다면 약정환율을 적용받는 대신, 하한 이하로 떨어지면 계약을 무효로 하고, 상한 이상으로 올라가면 약정액의 1~2배를 약정환율에 매도

Snow ball

환율변동에 따른 기업의 환차손익을 다루는 상품 중 하나로, 키코(KIKO)와 달리 한 달 단위로 행사가격이 바뀐다. 즉, 환율이 떨어지면 행사가격이 오르지만 환율이 오르면 행사가격은 내려간다. 약정환율을 900원으로 설정한 뒤 다음달 환율이 1000원으로 올랐다면 약정환율과의 차이인 100원 내려간 800원이 그 달의 행사가격이 됨. 결과적으로 기업이 1000원에 달러를 구매 은행에는 200원이나 싸게 달러를 팔아야 하기 때문에 기업은 달러당 200원의 손해를 보게 됨

판례색인

[대법원 판례]

대법원 1993. 5. 14.	93도344	.....	375
대법원 1994. 4. 26.	93도695	.....	3, 4, 40, 54
대법원 1994. 10. 25.	93도2516	.....	138
대법원 1995. 5. 26.	95도230	.....	374
대법원 1995. 6. 29.	95도467	.....	4, 9, 24, 49, 93
대법원 1995. 6. 30.	94도2792	.....	4, 35
대법원 1997. 2. 14.	96도2699	.....	376
대법원 1998. 12. 8.	98도3051	.....	109
대법원 2000. 11. 24.	2000도2827	.....	24, 26, 54
대법원 2001. 1. 19.	2000도4444	.....	271
대법원 2001. 1. 25.	2000도90	.....	69
대법원 2001. 6. 26.	99도2282	.....	117
대법원 2001. 11. 27.	2001도3567	.....	113
대법원 2002. 6. 14.	2002도1256	.....	123, 202, 331
대법원 2002. 7. 22.	2002도1696	.....	200, 271, 286
대법원 2002. 7. 26.	2001도4947	.....	179, 182
대법원 2002. 7. 26.	2002도1855	.....	200
대법원 2002. 12. 10.	2002도5407	.....	289
대법원 2003. 6. 24.	2003도1456	.....	27
대법원 2003. 9. 2.	2003도3455	.....	268
대법원 2003. 11. 14.	2003도686	.....	67, 234, 242, 282, 331
대법원 2003. 12. 12.	2001도606	.....	179, 357, 382
대법원 2004. 1. 27.	2003도5915	.....	165, 250, 382
대법원 2004. 3. 11.	2002도6390	.....	331

대법원 2004. 3. 26.	2003도7112	48
대법원 2004. 5. 28.	2004도1465	331, 343
대법원 2004. 7. 9.	2003도5831	104, 105, 117
대법원 2004. 10. 28.	2002도3131	128, 159, 199
대법원 2004. 12. 10.	2004도4429	213
대법원 2005. 1. 28.	2004도6805	181, 349, 350
대법원 2005. 2. 25.	2004도7479	132
대법원 2005. 3. 24.	2004도8651	358
대법원 2005. 3. 24.	2005도44	332
대법원 2005. 3. 25.	2004다30040	105
대법원 2005. 3. 25.	2004도8221	40
대법원 2005. 4. 15.	2005도632	199, 345
대법원 2005. 4. 29.	2005도1835	43
대법원 2005. 8. 16.	2005도2710	347
대법원 2005. 9. 9.	2005도4653	21, 44
대법원 2005. 11. 10.	2005도6523	332
대법원 2005. 12. 9.	2005도5569	161, 331, 347
대법원 2006. 2. 9.	2005도8652	233, 337, 238, 240
대법원 2006. 2. 23.	2005도8645	96
대법원 2006. 4. 8.	2005도8643	252, 318
대법원 2006. 4. 14.	2003도6759	209, 236
대법원 2006. 5. 11.	2003도4320	4, 29, 98
대법원 2006. 5. 12.	2004도491	24, 322, 324
대법원 2007. 3. 30.	2007도877	191, 202
대법원 2007. 7. 12.	2007도3782	63
대법원 2007. 7. 26.	2007도4716	36, 63, 380
대법원 2008. 4. 24.	2007도9476	115
대법원 2008. 5. 15.	2007도11145	302
대법원 2008. 6. 26.	2007도10721	348
대법원 2008. 10. 15.	2008다9866	292
대법원 2008. 11. 27.	2008도6219	11, 33, 53, 90

대법원 2008. 12. 11.	2006도2718	134
대법원 2009. 2. 12.	2008도6551	178
대법원 2009. 4. 9.	2009도675	104, 105, 118, 192, 201
대법원 2009. 5. 28.	2009도1153	11
대법원 2009. 5. 28.	2008도11164	11, 381
대법원 2009. 7. 9.	2009도1374	234, 236, 246, 271, 276, 313
대법원 2009. 11. 26.	2008도9623	16, 17
대법원 2009. 12. 10.	2008도6953	71
대법원 2010. 2. 25.	2009도4662	10, 25, 78, 84, 87
대법원 2010. 4. 15.	2009도13890	317
대법원 2010. 5. 13.	2007도9769	6, 59, 80, 325
대법원 2010. 6. 24.	2007도9051	118
대법원 2010. 6. 24.	2010도4453	195, 337
대법원 2010. 10. 15.	2010도8297	335
대법원 2010. 10. 27.	2009도1370	21
대법원 2010. 12. 9.	2009도6411	107, 108, 235, 240, 288, 299, 314
대법원 2011. 1. 13.	2010도9927	180
대법원 2011. 2. 24.	2010도7404	353
대법원 2011. 3. 10.	2008도6335	213, 214, 279
대법원 2011. 6. 30.	2010도10968	264
대법원 2011. 7. 14.	2011도3180	217, 351, 360
대법원 2011. 7. 28.	2008도5399	82, 233, 262
대법원 2011. 10. 27.	2009도1370	59, 351
대법원 2011. 10. 27.	2011도8109	130, 215, 216, 219, 221, 223, 245, 267, 310, 313, 318, 364
대법원 2012. 6. 28.	2012도3782	222, 250, 312, 362
대법원 2012. 11. 29.	2012다1745	126, 128
대법원 2014. 2. 4.	2013도16236	297
대법원 2014. 5. 16.	2012도11971	337
대법원 2014. 5. 29.	2011도11233	51
대법원 2014. 10. 15.	2014도8111	334
대법원 2015. 1. 30.	2014도14072	204

대법원 2015. 2. 26. 2014도16973	388
대법원 2015. 3. 31. 2015도1462	335
대법원 2015. 4. 9. 2013마1052	392
대법원 2015. 5. 14. 2013다2757	390
대법원 2015. 5. 14. 2013다11621	392
대법원 2015. 6. 11. 2014도11280	157

[하급심 판결]

■ 서울고등법원 판결

서울고등법원 2002. 5. 23. 2000노1542	160
서울고등법원 2003. 2. 17. 2002노2611	3, 27
서울고등법원 2003. 12. 16. 2003노2316	350
서울고등법원 2004. 2. 9. 2003노3094	253, 291
서울고등법원 2004. 4. 2. 2003노3374	140
서울고등법원 2004. 6. 23. 2004노714	140
서울고등법원 2005. 1. 14. 2004노2572	42, 96
서울고등법원 2005. 6. 30. 2005노566	42, 96
서울고등법원 2005. 9. 14. 2005노827	40
서울고등법원 2005. 7. 12. 2004노2874	196
서울고등법원 2005. 10. 19. 2005노1123	252, 318
서울고등법원 2005. 10. 21. 2005노684	252, 318
서울고등법원 2006. 9. 21. 2006노59	343
서울고등법원 2007. 5. 10. 2007노322	39, 254
서울고등법원 2007. 6. 7. 2007노495	46
서울고등법원 2007. 6. 8. 2007노402	46, 55
서울고등법원 2007. 7. 5. 2007노782	36
서울고등법원 2007. 10. 19. 2007노1819	47
서울고등법원 2007. 10. 26. 2007노1733	7, 59

서울고등법원 2007. 12. 3.	2006노2304	234, 303
서울고등법원 2008. 5. 1.	2008노334	34
서울고등법원 2008. 6. 4.	2008노145	233, 235, 240, 262
서울고등법원 2008. 6. 24.	2008노518	280
서울고등법원 2008. 6. 24.	2007노653	16, 53, 61, 327, 379
서울고등법원 2008. 10. 10.	2008노1552	18
서울고등법원 2008. 10. 15.	2008노1447	292
서울고등법원 2008. 11. 13.	2007노1034	12, 381
서울고등법원 2008. 11. 26.	2008노1251	194, 354
서울고등법원 2009. 1. 6.	2008노1506	104, 105, 122, 192
서울고등법원 2009. 1. 9.	2008노2243	11
서울고등법원 2009. 1. 22.	2008노2315	278, 363
서울고등법원 2009. 1. 23.	2008노2564	246
서울고등법원 2009. 2. 5.	2008노210	243
서울고등법원 2009. 3. 19.	2008노2314	62
서울고등법원 2009. 5. 15.	2008노3397	78, 84, 87
서울고등법원 2010. 4. 1.	2010노215	195
서울고등법원 2010. 6. 18.	2010노514	335
서울고등법원 2010. 8. 6.	2010노565	135, 185
서울고등법원 2011. 6. 9.	2010노3160	130, 215, 216, 219, 221, 223, 245, 267, 310, 318
서울고등법원 2011. 7. 8.	2011노441	13, 23, 57, 58
서울고등법원 2011. 8. 18.	2010노3506	124, 317
서울고등법원 2011. 10. 6.	2011노806	365, 376, 384
서울고등법원 2011. 10. 27.	2009도1370	278
서울고등법원 2011. 12. 2.	2011노1043	22, 81, 89
서울고등법원 2012. 6. 28.	2012누3782	278
서울고등법원 2013. 1. 17.	2012노3290	272, 304
서울고등법원 2013. 3. 22.	2012노3764	272
서울고등법원 2013. 7. 4.	2012노4066	247
서울고등법원 2013. 12. 6.	선고 2013노2382	367

서울고등법원	2014.	5. 30.	선고 2014노465판결	152
서울고등법원	2014.	6. 19.	선고 2012노4058 · 2014노841(병합)	203
서울고등법원	2014.	7. 24.	선고 2014노1034	326, 330
서울고등법원	2014.	9. 19.	선고 2014노800	151
서울고등법원	2015.	1. 15.	선고 2013노3751	205
서울고등법원	2015.	1. 15.	선고 2014노2593	205
서울고등법원	2015.	1. 23.	선고 2014노1579·2014노3421(병합)	355

■ 대전고등법원 판결

대전고등법원	2005.	12. 9.	2005노66	349, 350
--------	-------	--------	---------	----------

■ 광주고등법원 판결

광주고등법원	2008.	7. 10.	2007노281	73, 315
--------	-------	--------	----------	---------

■ 서울지방법원 판결

서울지방법원	2000.	2. 11.	99고단13171	211
서울지방법원	2000.	5. 12.	2000고단2008	165
서울지방법원	2000.	7. 6.	2000고단2425	77
서울지방법원	2001.	10. 9.	2000고단6720	48
서울지방법원	2002.	1. 23.	2001고단10894	74
서울지방법원	2002.	3. 6.	2002고단1118	140
서울지방법원	2002.	6. 11.	2002고단4430	41
서울지방법원	2002.	7. 3.	2002노4911	212
서울지방법원	2002.	8. 14.	2001노12288	282
서울지방법원	2002.	8. 26.	2002고단6077	39
서울지방법원	2002.	10. 9.	2002노1793	110
서울지방법원	2002.	10. 16.	2002노5285	106, 200
서울지방법원	2002.	10. 30.	2002노2509	201
서울지방법원	2003.	1. 8.	2002고단11557	210
서울지방법원	2003.	1. 15.	2002노9639	186

서울지방법원 2003. 4. 10. 2002고합1086 167, 190
 서울지방법원 2003. 5. 14. 2003노1891 34
 서울지방법원 2003. 6. 25. 2002노9772 57
 서울지방법원 2003. 8. 26. 2003고합94 48
 서울지방법원 2003. 12. 17. 2003노5398 39, 132

■ 서울중앙지방법원 판결

서울중앙지방법원 2004. 3. 18. 2004고합147 49
 서울중앙지방법원 2004. 4. 9. 2004고합267 213
 서울중앙지방법원 2004. 4. 16. 2004고합261 173
 서울중앙지방법원 2004. 4. 29. 2004고합114 187
 서울중앙지방법원 2004. 9. 10. 2004고합305 180
 서울중앙지방법원 2004. 9. 10. 2004고합700 139
 서울중앙지방법원 2005. 2. 16. 2004고정2896 44
 서울중앙지방법원 2005. 4. 28. 2005고합65 249
 서울중앙지방법원 2005. 7. 8. 2005고합108 237, 240
 서울중앙지방법원 2006. 1. 12. 2005고합420 294, 341, 346
 서울중앙지방법원 2006. 1. 13. 2005고합238 342
 서울중앙지방법원 2006. 8. 18. 2006노1559 40, 65, 68, 379
 서울중앙지방법원 2006. 9. 29. 2006고합115 302
 서울중앙지방법원 2006. 12. 19. 2006고합729 170
 서울중앙지방법원 2007. 1. 12. 2006고합770 106
 서울중앙지방법원 2007. 1. 26. 2006고합1411 44
 서울중앙지방법원 2007. 2. 9. 2006고합332 60, 80, 327
 서울중앙지방법원 2007. 5. 30. 2007노346 327
 서울중앙지방법원 2007. 6. 21. 2007고합433 48
 서울중앙지방법원 2007. 6. 22. 2007고합11 174
 서울중앙지방법원 2007. 7. 20. 2007고합159 59, 80, 325
 서울중앙지방법원 2007. 7. 27. 2007고합245 47
 서울중앙지방법원 2007. 12. 21. 2007고합569 82, 242, 249

서울중앙지방법원	2008.	2.	1.	2007고합71	.....	213, 214, 311, 375, 377
서울중앙지방법원	2008.	6.	5.	2007고합1428	.....	18
서울중앙지방법원	2008.	8.	14.	2008고합164	.....	362
서울중앙지방법원	2008.	9.	19.	2008고합475	.....	365
서울중앙지방법원	2008.	11.	27.	2008고합236	.....	3, 10, 25, 78, 84, 88
서울중앙지방법원	2008.	12.	10.	2008노3093	.....	19, 316
서울중앙지방법원	2009.	1.	22.	2008고합567	.....	107, 166, 242
서울중앙지방법원	2009.	1.	22.	2008고합569	.....	107, 166
서울중앙지방법원	2009.	8.	14.	2008고합1308, 2009고합290	.....	362
서울중앙지방법원	2010.	1.	19.	2009고단7160	.....	51
서울중앙지방법원	2010.	2.	5.	2009고합690	.....	122, 142, 185, 264
서울중앙지방법원	2010.	9.	3.	2010고합280	.....	125, 172, 354, 360
서울중앙지방법원	2010.	10.	7.	2009고합1489, 2010고합20, 2010고합345	.....	344
서울중앙지방법원	2010.	10.	29.	2010고합305, 412	.....	215
서울중앙지방법원	2011.	1.	28.	2010고합11	.....	126, 128
서울중앙지방법원	2011.	1.	28.	2010고합1459	.....	23, 126, 128
서울중앙지방법원	2011.	4.	7.	2010고합775	.....	22, 89, 322
서울중앙지방법원	2011.	8.	10.	2011노1250	.....	51
서울중앙지방법원	2011.	9.	22.	2011고합268	.....	222, 250, 278, 312, 362
서울중앙지방법원	2011.	10.	27.	2010고단6001	.....	31
서울중앙지방법원	2011.	11.	18.	2011고합441	.....	148
서울중앙지방법원	2012.	5.	4.	2011고합440, 514	.....	296
서울중앙지방법원	2012.	6.	25.	2012고단2326	.....	225
서울중앙지방법원	2012.	9.	21.	2012고합662	.....	272, 304
서울중앙지방법원	2012.	11.	16.	2012고합270	.....	163
서울중앙지방법원	2012.	11.	29.	2012고합142	.....	141, 295
서울중앙지방법원	2012.	12.	28.	2011고합414	.....	118, 319
서울중앙지방법원	2013.	7.	5.	2013고합55, 97	.....	297
서울중앙지방법원	2013.	7.	19.	2012고합766, 955, 965, 966, 967, 1169, 1786	.....	178
서울중앙지방법원	2013.	7.	26.	2013고합12	.....	32

서울중앙지방법원	2013. 8. 26.	2013고합2341	176
서울중앙지방법원	2013. 9. 12.	선고 2013고단1010	42
서울중앙지방법원	2013. 10. 7.	선고 2013고단3944	193
서울중앙지방법원	2013. 11. 12.	선고 2012고정6485	151
서울중앙지방법원	2013. 12. 5.	2013고단3067	389
서울중앙지방법원	2014. 1. 16.	2013고합1150	315
서울중앙지방법원	2014. 2. 20.	2012고합725	151, 205
서울중앙지방법원	2014. 3. 18.	선고 2014고단177	175
서울중앙지방법원	2014. 4. 4.	선고 2013고합604	83
서울중앙지방법원	2014. 5. 23.	선고 2013고합1331	388
서울중앙지방법원	2014. 5. 28.	선고 2014고단151	261
서울중앙지방법원	2013. 8. 26.	선고 2013고단2341	176
서울중앙지방법원	2014. 9. 17.	선고 2013고단4824	147
서울중앙지방법원	2014. 10. 10.	선고 2014노2613	204
서울중앙지방법원	2015. 1. 8.	선고 2014고단4038	324
서울중앙지방법원	2015. 2. 3.	선고 2014고단3518	231
서울중앙지방법원	2015. 5. 29.	선고 2014고합329	119, 320

■ 서울동부지방법원 판결

서울동부지방법원	2005. 12. 7.	2005고정1942	50
서울동부지방법원	2006. 8. 18.	2006고단1047	50, 55
서울동부지방법원	2009. 11. 27.	선고 2009고합231	369
서울동부지방법원	2011. 12. 30.	2011고합221, 279	5, 94
서울동부지방법원	2013. 4. 24.	선고 2013고정525	255
서울동부지방법원	2014. 12. 23.	선고 2014노1025	368

■ 서울남부지방법원 판결

서울남부지방법원	2004. 10. 15.	2004노948	98
서울남부지방법원	2005. 5. 19.	2004고단926	43
서울남부지방법원	2010. 8. 2.	2010고합27	189

서울남부지방법원	2011.	4.	6.	2011고단365	298	
서울남부지방법원	2011.	7.	1.	2011노480	298	
서울남부지방법원	2011.	10.	7.	2011고합226	131	
서울남부지방법원	2012.	1.	19.	2010고단3627	115	
서울남부지방법원	2014.	4.	30.	선고 2014고단627	168	
서울남부지방법원	2014.	8.	7.	선고 2013고합447-1	15	
서울남부지방법원	2014.	8.	13.	선고 2014고합136	173	
서울남부지방법원	2014.	10.	2.	선고 2014고단1821	155, 320	
서울남부지방법원	2015.	5.	13.	선고 2015고단1228	177	
서울남부지방법원	2015.	5.	14.	선고 2015고단834,892(일부)(병합)	176	
서울남부지방법원	2015.	6.	11.	선고 2014고합424	169	
■ 서울북부지방법원 판결						
서울북부지방법원	2004.	9.	2.	2004노484	44, 66	
서울북부지방법원	2014.	9.	26.	2011고합204	320	
■ 서울서부지방법원 판결						
서울서부지방법원	2001.	12.	6.	선고 2001고단2003	253	
서울서부지방법원	2009.	10.	28.	선고 2009고단1608	227	
서울서부지방법원	2014.	11.	7.	선고 2014고합216	235, 257	
■ 의정부지방법원 판결						
의정부지방법원	고양지원	2009.	11.	6.	2009고단1319	37
■ 인천지방법원 판결						
인천지방법원	2014.	9.	17.	선고 2013고단7638	229, 256	
■ 수원지방법원 판결						
수원지방법원	2003.	7.	25.	2003고단1044, 1999	38, 76	
수원지방법원	2005.	1.	14.	2004고단2946	43	

수원지방법원	2005. 5. 12.	2009고합342	107
수원지방법원	2007. 8. 10.	2007고단2168	48, 94
수원지방법원 성남지원	2007. 10. 24.	2007고단1954	40, 47, 64
수원지방법원	2007. 12. 26.	2007고단4009	46
수원지방법원	2008. 7. 30.	2008노1134	75
수원지방법원	2008. 8. 29.	2008고합112	21, 65, 276
수원지방법원	2010. 4. 23.	2010고합72	35
수원지방법원 안양지원	2010. 10. 20.	2010고합65	244
수원지방법원 안산지원	2011. 1. 21.	2010고합184	81
수원지방법원 성남지원	2012. 11. 23.	2011고단1945	40
수원지방법원	2013. 1. 31.	2012고합699	144
수원지방법원 성남지원	2013. 8. 22.	선고 2012고합308	184
■ 대전지방법원 판결			
대전지방법원	2004. 4. 23.	2003노3303	163
대전지방법원 천안지원	2011. 5. 25.	2010고합228	93
대전지방법원 천안지원	2011. 5. 25.	선고 2011고합228, 217(병합)	299
대전지방법원	2012. 4. 25.	선고 2011고단4115	361
■ 청주지방법원 판결			
청주지방법원	2008. 5. 7.	2008노195	35
■ 대구지방법원 판결			
대구지방법원	2005. 7. 22.	2005노1343	37, 66, 97, 381
대구지방법원	2014. 5. 30.	선고 2013고단6217	226
■ 부산지방법원 판결			
부산지방법원	2005. 1. 25.	2004고단6886	239
부산지방법원	2013. 5. 31.	선고 2013고정1485	150

■ 창원지방법원 판결

창원지방법원 2003. 8. 14. 2003고단951 97
창원지방법원 2013. 5. 30. 2012고합558, 567, 581, 2013고합35 328

■ 광주지방법원 판결

광주지방법원 2013. 7. 9. 선고 2013고정924 171

[헌법재판소 결정례]

헌법재판소 2011. 4. 28. 2010헌가66 377

■ 집필반

<불공정거래편 집필반>

자본시장조사1국

김현열 국장
이해봉 부국장
황진하 팀장
진무성 선임검사역(변호사)
이상수 선임검사역(변호사)

자본시장조사2국

조효제 국장
김강일 부국장
김대혁 선임검사역(변호사)

특별조사국

조철래 국장
김대준 팀장
이영혜 선임검사역(변호사)

※ 문의 : 자본시장조사1국 사건관리팀
☎ 02) 3145-5590

<기업공시편 집필반>

기업공시국

장준경 국장
이해송 팀장
이화석 선임조사역(변호사)

기업공시제도실

오영석 실장
오의용 팀장
정민희 조사역(변호사)

※ 문의 : 기업공시국 기업공시조사팀
☎ 02) 3145-8468