

실무 및 사례로 본 증권범죄에서의 위법성 이해*

- 엔드바이방식, 유동성공급자의 Market Making, 투자전략적 거래 등을 중심으로 -

장인봉(증권선물거래소 과장)

【 차 례 】

I. 머리말

- II. 조사·수사실무 및 법원의 위법성 이해와 엔드바이방식의 시세조종 사례
 - 1. 불공정거래 조사실무상 위법성 이해
 - 2. 검찰 수사실무상 위법성 이해
 - 3. 법원의 위법성 이해
 - 4. 엔드바이방식의 시세조종 사례에 나타난 위법성 이해

- III. 유동성공급자의 Market Making(유동성 공급행위)에서의 위법성문제
 - 1. 증권범죄에서의 위법성조각사유
 - 2. Market Making의 위법성조각사유 해당성
 - 3. 최근 LP의 ELW관련 불공정거래 혐의사례
 - 4. 유동성공급행위의 위법성 판단기준

- IV. 증권범죄에서의 위법성 판단기준의 정립
 - 1. 형법상 위법성 판단기준의 증권범죄에의 적용
 - 2. 형법상 위법성조각사유의 증권범죄에의 적용
 - 3. 선물범죄에서의 위법성 판단기준

- V. 미국 및 일본의 증권범죄에 대한 위법성 이해
 - 1. 미국
 - 2. 일본

- VI. 자본시장통합법상 위법성 이해 및 향후 과제
 - 1. 자본시장통합법상 위법성 이해
 - 2. 향후 과제

I. 머리말

증권범죄¹⁾는 그 연혁적인 배경을 볼 때 다른 경제범죄와 마찬가지로 과거 범죄로 인식되기 보다는 행정명령위반 정도로 이해되다가²⁾ 자본시장의 발달과 더불어 그 피해액 및 대상이 커지면서 형사법적 규제가 필요한 범죄로 인식되고 처벌이 강화되어 왔다. 따라서 형사범이 분명함에도 형법상 범죄에서의 위법성문제와는 다르게 취급하여야 하지 않는가라는 의문이 들게 된다. 그렇다면 이를 논할 실익이 무엇인가 볼 때 형법상의 구성요건, 위법성조각사유 등 위법성판단기준이 증권범죄에서도 그대로 적용될 수 있는가 일 것이다. 이러한 위법성판단을 하는 주체는 궁극적으로 법원이지만 실제로는 이를 조사·수사하는 실무자들이 이를 어떻게 적용하는가에 따라 기소여부가 결정되므로 오히려 이 실무자들이 어떻게 위법성을 이해하고 판단하는가가 중요하다. 더구나 반윤리적 성격이 강한 형법상 범죄의 경우 그 판단기준이 명확할 수 있는 반면, 증권범죄는 시장특성 및 업계현실을 고려한 실무전문가

* 본고의 내용은 필자의 개인 의견이며 증권선물거래소의 공식 견해와는 무관함.

1) 증권거래법상 시세조종, 내부자거래, 분식회계 등과 같은 불공정거래를 의미하며 형사처벌의 대상이 된다는 의미에서 범죄에 해당한다고 볼 때 투자자의 이익과 공정한 증권거래질서를 침해하는 행위라고 할 수 있다. 최인섭·이천현, “한국의 증권범죄의 실태 및 대책”, 『형사정책연구』, 제14권제2호(2003), 8면; 다만, 경제법적 불법이 바로 형법적 불법이 되는 것에 대해 문제점이 지적되기도 한다. 이상돈·임철희, “내부자거래의 시장유해성과 시장의 형법비친화성”, 『형사정책연구』, 제10권제4호(1999), 110면; 2002년 금융감독위원회가 ‘증권범죄조사사무처리규정’을 제정하여 증권거래법 제188조(내부자의 단기매매차익 반환 등), 제188조의2(미공개정보이용행위의 금지) 및 제188조의4(시세조종 등 불공정거래의 금지)를 위반한 행위를 증권범죄로 정의함으로써 공식용어가 되었다. 본고에서는 증권범죄중 시세조종과 내부자거래에 국한하여 논의하고자 한다.

2) 장영민·조영관, 『증권범죄에 관한 연구』(형사정책연구원, 1996), 15-16면

들의 판단이 중요하다. 예를 들어, 허수주문의 경우 조사·수사실무자들에 의하여 현실거래에 의한 시세조종유형으로 관행화된 용어를 판례가 수용된 대표적인 케이스라고 할 수 있는 반면, 최근 판례에서 시세조종해당 여부가 문제가 된 엔드바이(End Buy)방식³⁾의 경우 조사·수사실무에서 아직은 관행화된 용어라고 할 수 없는데도 법원이 이를 전격 수용하였다는 점에서 특이한 사례로 보이므로 위법성 판단을 어떻게 했는지에 대해 살펴볼 필요가 있다.

한편, 최근에 증권시장에 도입된 유동성공급자(Liquidity Provider)가 하는 유동성공급행위, 즉 Market Making⁴⁾이 위법성조각사유인지에 대한 논란이 벌어지면서 증권범죄에서 위법성 판단기준의 중요성이 부각되는 계기가 되었다. 우리나라의 증권시장은 처음부터 거래소가 중개역할을 하고 증권사는 중개의 주선을 하는 시스템으로 출발했으므로 미국 등 선진시장에서의 시장의 수급량 및 가격변동을 조절하는 Market Maker가 따로 없고 거래소가 가격제한폭제도 등을 통해 그 역할을 수행하여 왔다. 최근 Market Maker가 없는 우리 증권시장에 유동성이 부족한 주식을 대상으로 거래를 창출함으로써 시장조성을 하는 유동성공급자제도를 도입⁵⁾하였다.

그러나, 유동성공급이라는 순기능에도 불구하고 Market Making 자체가 시장원리가 아닌 인위적인 조정의 성격이 있어 시세조종이라는 논란이 존재하는 게 사실이다. 반면에, 시장관리자가 허용한 Market Making이라는 점을 내세워 곧 위법성 조각사유에 해당할 수 있다는 반론, 즉 상황논리도 주장될 수 있다. 실제로, 불공정거래 조사실무에서 유동성공급자의 주식워런트증권의 자전거래가 통정·가장매매에 해당되는지에 대한 논쟁이 대두되고 있다. 따라서, 위법성 판단기준이 절대적인지 아니면 시장상황, 매매제도 등을 고려하여 상대적으로 결정되어야 하는지에 대한 근본적인 의문이 제기된다. 아울러 시세조종죄의 위법성조각사유인 안정조작 및 시장조성행위와 관련하여 위헌결정이 남아 따라 증권범죄에서의 위법성 조각사유에 대한 관심이 모아지면서 이러한 위법성 조각사유와 관련된 문제들을 분석함으로써 증권범죄에서의 위법성 조각사유를 포함한 위법성 판단의 문제에 대한 종합적이고 체계적인 검토와 재정립이 필요한 시점이라고 생각한다.

다음으로, 증권시장과 선물시장간의 구조적 차이(Win-win v. Zero-sum)로 인해 양시장에서의 범죄간에 고의 등에 대한 위법성 판단기준이 달라질 수 있다. 다양한 파생상품이 등장하고 거래방법이 고도화됨에 따라 시스템트레이딩(system trading)과 같은 투자전략적 거래가 등장하여 증권회사 직원 등이 증권시장에서 주문하는 경우 인위적으로 포트폴리오를 구성하지 않고도 사전에 잘 짜여진 프로그램이 시장상황에 맞게 기계적으로 주문을 제출하는 정도에 이르렀다. 이 경우 이러한 기계적 주문제출행위가 시세조종에 해당하는 경우 위법성이 인정되는지 또한 인정된다면 위법행위의 주체가 프로그래머인지 운영회사인지 등이 문제될 수 있는 것이다. 아울러, 선물거래와 도박거래간의 관계를 살펴 볼 필요가 있다. 민법 및 형법상 도박거래 자체는 불법원인급여에 속하여 여기에 참여하는 자체만으로도 보호법의 대상에서 제외됨으로써 그 거래에서 피해를 주는 행위를 범죄의 범주에 포함시키기 어렵다고 본다. 그렇

3) 기관투자자의 펀드매니저들이 소위 ‘한 건’하기 위하여 주식 보유자로부터 부정한 청탁을 받고 정상거래를 가장하여 당해 주식을 시가보다 고가로 매수주문하여 주식거래가 이뤄지게 하고 주식매도자로 하여금 거래차익을 남기도록 하여 대가를 받는 것을 말하며, 속칭 ‘물량털기’라고도 한다.

4) 우리나라의 LP가 미국 NYSE의 스페셜리스트처럼 가격 급등락시 보유물량을 공급하거나 매입하여 가격을 통제하는 기능까지는 없지만 의무호가제시를 통한 유동성공급과 risk taking을 함으로써 시장조성 즉, market making을 한다는 점에서 이 용어를 사용하기로 한다.

5) 저유동성종목의 주가 불안정성 해소를 통한 거래비용의 인하 등 질적수준 제고를 위하여 독일, 유럽 등에서 시행중인 Liquidity Provider를 '06.1.부터 도입하였다.

6) 헌법재판소 2005.5.26. 선고, 2003헌가17(에쓰오일 자사주매입사건 위헌법률제정), 위헌 이유는 제188조의4제3항의 위임사항이 시세고정·안정죄의 구성요건인지 위법성 조각사유인지 불확실하여 명확성 원칙에 위배된다는 점이었다.

다면, 증권선물시장에서의 거래는 특히, 파생상품에서 그 기초자산이 금리, 환율과 같이 높은 변동성을 가지는 경우 우연한 사건의 결과에 따라 손익이 결정된다는 점에서 도박거래와 유사하므로 증권선물거래가 민법 및 형법상 보호법익에 속한다고 보기 힘들되 증권·선물거래법에 의해 공인된 사해행위⁸⁾ 즉, 법령에 의한 정당행위로서 위법성이 조각된 거래이고, 따라서 증권범죄로 인한 피해도 Rule을 깨뜨렸다는 점에서 단속되는 것이지 거래상대방의 보호가치가 중요하기 때문은 아니라고 봐야 할 것인가? 분명 그렇지 않음은 증권·선물거래법상 목적조항에서 투자자보호가 중대한 보호가치임을 명시하고 있는 것을 보면 알 수 있다.

끝으로, 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 “자본시장통합법”)의 제정으로 현행 증권·선물거래법 보다 불공정거래에 대한 구성요건이 확장되고 처벌수준이 강화됨에 따라 예상되는 증권범죄에 대한 위법성 판단기준의 변화에 대한 고찰이 필요하다.

더구나 포괄적 사기금지조항⁹⁾이 도입됨에 따라 증권범죄에 대한 위법성 범위가 질적·양적으로 획기적으로 확대될 것으로 예상된다. 따라서 포괄적 사기금지조항의 구성요건의 추상성·광범위성으로 인하여 명확성원칙 등 죄형법정주의와의 충돌이 우려되는 게 사실이다. 결국, 증권범죄에서의 위법성에 대한 새로운 판단기준을 재정립해야 할 시점에 이른 것이고 더불어 국가의 자의적 형벌권 행사¹⁰⁾, 과잉범죄화를 경계해야 할 과제를 동시에 부담할 수밖에 없는 상황이 된 것이다.

II. 조사·수사실무 및 법원의 위법성 이해와 엔드바이방식의 시세조종 사례

1. 불공정거래 조사실무상 위법성 이해

증권범죄의 근간이 되는 불공정거래에 대한 시장감시 및 조사단계¹¹⁾에서는 ‘범죄’의 개념 이전에 ‘이상거래’¹²⁾의 개념에서 출발한다. 시장감시의 경우 증권범죄 즉, 시세조종 등 위법행위가 되는 불공정거래가 의심이 되는 비정상적인 거래양태를 감시대상으로 하는데, 여기에서는 매매거래자료, 위탁자정보 등에 의존하여 주로 주가변동률, 거래량, 주문(호가)의 움직임, 관련계좌간 관여율 등을 기준으로 정상적인 범위를 크게 벗어난 경우를 이상거래혐의 종목으로 시장감시시스템을 통해 적출하고 그 중에서 좀 더 구체화된 기준을 통해 불공정거래 혐의 여부를 판단해가는 단계적 추출방식을 활용하고 있다. 조사의 경우에도 시장감시단계 거쳐 추출된 혐의사안에 대하여 시장감시단계에서 활용하지 못했던 혐의자 문답, 자금추적 등의 새로운 수단을 활용하여 보다 정확하게 불공정거래혐의 여부를 판단하게 되지만 검찰단계에서와 같은 다양하고 강제력있는 수사기법 및 수단을 활용할 수는 없는 것이다.

7) 정순섭, “금융거래와 도박규제”, 『증권법연구』, 제7권제2호(2006), 177면 참조

8) 예를 들어, 로또등 복권 또는 경마사업 등이 해당되며, Win-Win이 가능한 증권거래에 비해 Zero Sum game인 선물거래의 경우에는 사해성의 특성이 강하다고 볼 수 있다.

9) 최근 공포('07.8.3)된 자본시장통합법은 제178조(부정거래행위 등의 금지)에서 미국 34년법 제10(b) 및 위임조항인 SEC Rule 10b-5에 규정된 내용과 유사하게 “부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위”등을 포괄적으로 열거하였다.

10) 사회윤리적·종교적 가치에 기반을 둔 전통적 형벌관이 국가의 형벌권 남용의 폐단이 지적되면서 근대사회에서 개인적 권리구제 중심으로 제한되었다가 현대복지국가로 들어오면서 환경, 교통, 보건문제로 비롯된 사회적 위험성에 근거하여 형벌권을 확장하는 경향을 보이고 있다.

11) 시장감시는 증권선물거래소가 증권시장에서 이상거래를 적발하는 시장감시 및 불공정거래혐의 여부를 확인하는 심리를 말하고, 조사는 금융감독원이 거래소 등으로부터 의뢰받은 사건을 조사하여 불공정거래 혐의를 판단하고 증권선물위원회의 최종결정을 통해 검찰이첩 등을 하는 것을 말한다.

12) 한국증권선물거래소법시행령(제5조)에서 이상거래를 ‘유가증권 또는 선물거래 품목의 가격 또는 거래량에 현저한 변동이 있거나 그 가격 등에 영향을 미칠 수 있는 공시·공문 또는 보도 등이 있는 경우’와 ‘시장에서의 공정한 거래질서를 해할 우려가 있는 거래 등 거래소의 업무관련규정을 위반할 우려가 있는 경우’로 광범위하게 정의하고 있다.

결국, 조사실무상 권한 및 수단의 한계로 인해 불공정거래협의 판단은 위법 유무의 문제가 아닌 위법 정도의 문제로 검찰이첩 여부를 판단할 수밖에 없는 것이 현실이다.

먼저, 시장감시단계에서는 불공정거래 혐의자를 대면조사할 권한이 없으므로 주관적 위법성에 대한 접근은 불가능하고 행위외관 판단을 통한 객관적 위법성 여부에 집중할 수밖에 없는 구조이다. 따라서, 시세조종의 경우에는 주가의 기간별·일별 흐름, 거래량의 흐름·집중정도, 특정호가의 회수·집중정도, 특정계좌들의 관여정도, 가격에 영향을 주는 품문 여부 등을 조사·분석한다.

시장감시업무를 담당하고 있는 한국증권선물거래소(이하 “거래소”라 한다)는 수십년간의 Knowhow를 바탕으로 위법성혐의판단을 위한 실무관행상 가이드라인을 마련하여 운영함으로써 사건간, 실무자간에 일관성 있는 혐의판단이 이루어지도록 노력하고 있다. 이러한 과정을 통해 시세조종, 내부자거래 등 증권범죄의 혐의를 조사할 필요성이 인정되는 경우 해당 사건을 금융감독당국에 이첩하고 위법성혐의는 없으나 거래소규정을 위반한 불건전한 거래¹³⁾의 경우로서 거래소회원인 증권·선물업자가 관여한 경우에는 자율규제차원에서 해당업자들에게 회원제재금, 경고, 주의 등의 징계조치를 내릴 수 있다.

다음으로 금융감독당국에 의한 조사단계에서는 불공정거래 혐의자를 직접 문답할 수 있으므로 불공정거래 혐의를 추궁할 수 있지만 대부분이 이를 부인하기 때문에 조사자의 입장에서 자금 및 주권 등을 추적하여 실질적인 수익자나 연계성을 파악하고 이를 추궁하는 방법이 주로 사용된다. 아울러 혐의자간에 친인척, 친분관계, 사업관계 등이 공모의 유력한 증거로 활용된다.

비록 혐의자를 대면조사할 수 있더라도 검찰수사정도의 심리적 압박을 통한 증거 확보가 어렵고 혐의자가 도피중이거나 이를 거부할 경우 그것마저도 불가능한 상황이며 피해자 조사의 경우 본인이 피해사실을 모르는 경우가 많으므로 문답이 큰 의미가 없게 된다. 결국 조사단계에서도 혐의자의 행태분석과 물적 증거¹⁴⁾를 통한 객관적 위법성에 비중을 둘 수밖에 없는 현실이다.

증권선물위원회(이하 “증선위”라 한다)에서 불공정거래협의를 인정되는 경우에는 검찰에 고발하거나 통보하게 되는데 양자간 차이를 보면, 전자는 불공정거래 혐의가 명확한 경우로서 검찰은 반드시 그 사건을 수사할 의무가 생기는 경우이고, 후자는 불공정거래 혐의가 상당한 경우로서 검찰은 반드시 사건을 수사할 의무가 없이 재량적으로 수사가 가능한 경우이다. 이것은 조사실무자들에게 위법성 판단이 유무의 문제가 아닌 정도의 문제로 이해되고 있음을 제도적으로 반영한 것이라고 할 수 있다.

증선위 및 금융감독원은 조사실무자의 조사결과에 대해 변호사를 포함한 자체부서의 검토, 제재심의실의 조정, 증권선물조사심의위원회 안건 상정시 검토, 증권선물조사심의위원회의 심의, 증선위의 최종 판단에 이르기까지 여러 단계를 거치게 함으로써 구조적으로 위법성협

13) 시장감시규정에서 목적성이 없지만 규제가 필요한 시세조종적 행태들, 예를 들어, 시가최고가최저가종가 등 특정종목 시세형성의 관여호가를 계속작순차적으로 제출, 시세상승하락고정안정 초래, 신규상장종목등 최저가격결정에 집중적인 관여호가 제출, 시세상승하락고정안정 후 대량으로 거래, 특정 종목의 시장수급상황에 비추어 과도한 거래로 시세 등에 부당한 영향 또는 오해 유발의 소지가 있는 거래, 거래 성립가능성이 희박한 호가의 대량제출 또는 직전가 등으로 호가제출후 반복적인 정정취소로(허수성호가) 시세 등에 부당한 영향 또는 그 우려가 있는 행위, 동일가격 호가의 일정시간 분할 제출로(분할호가) 수량배분 또는 시세 등에 부당한 영향 또는 그 우려가 있는 행위, 장종료시 가격의 최고·최저가 등 형성성을 위한 호가 제출, 당일 또는 일정기간 계속 고가 매수후 저가 매도, 저가 매도후 고가 매수 또는 동일가격으로 거래 반복, 취득·통정가장거래, 특정 종목의 시세 등의 변동을 목적으로 품문등을 유포하는 행위, 예상체결가격·수량 형성에 관여하는 호가 제출로 부당한 영향을 주거나 선물·옵션거래와 연계한 부당한 이익 취득 등을 공정거래질서 저해행위로 명시(제4조)하고 있는데 이를 통해 거래소의 위법성혐의에 대한 판단기준을 어느 정도 짐작할 수 있다.

14) 매매기록, 자금유통기록, 사적계약서, 회사내부 공시자료 등이다.

의 판단이 정확해질 수 있도록 하고 있다. 거래소의 경우에도 심리결과에 대한 사실관계 및 위법성혐의판단에 대한 전문적인 심의를 위하여 변호사를 포함한 전담팀을 운영하고 있다.

2. 검찰 수사실무상 위법성 이해

검찰의 증권범죄 수사는 불공정거래의 혐의가 있다고 증선위가 검찰에 고발¹⁵⁾하거나 통보¹⁶⁾한 경우에 주로 개시되나 제3자의 고발, 피해자의 고소 또는 자체 인지에 의하여도 개시된다. 검찰수사에는 피의자 등의 출석요구 및 조서작성, 참고인 진술, 감정위촉, 임의제출, 실황조사 등에 의한 임의조사와 체포, 구속, 압수·수색·검증, 금융거래 추적수사, 통신제한조치 등에 의한 강제수사가 있다.

검찰단계에서 증권범죄의 혐의 판단에 있어 가장 중요한 것은 증거확보이다. 즉, 법관이 증명력을 인정할 수 있는 범죄의 증거가 필요하고 임의성이 없는 자백, 성립의 진정이 인정되지 않은 피의자 진술조서 등 전문증거는 무용지물이 된다. 또한, 혐의자뿐 만 아니라 혐의 장소·물건 등에 대한 압수·수색영장에 의한 강제수사와 주변인물에 대한 탐문수사가 가능하므로 통정행위, 가장행위, 시세조종적 현실거래 등 객관적 위법성요소뿐만 아니라 고의·공모·목적 등 주관적 위법성요소에 대한 판단이 가능하다. 따라서 이러한 위법성요소를 인정할만한 충분한 증거수집과 합리적인 추론을 통해 위법성이 인정되는 경우에 비로소 형사소추를 하게 되는 것이다.

검찰이 증권범죄 위법성을 인정하는 기준을 보면¹⁷⁾ ①고가 매수주문에 의한 시세부양 즉, 직전가 또는 상대매도호가 대비 높은 가격으로 매수주문을 내어 시세상승을 유도하는 것 ②체증식 매수주문에 의한 시세부양 즉, 접속매매과정에서 직전가격보다 높은 가격으로 매수주문을 내거나 미체결 잔량을 보다 높은 가격으로 수회에 걸쳐 계속 정정 주문하는 행위 및 순차적으로 가격을 높여 매수주문을 하여 시세상승을 유도하는 것 ③고가 집중매수 주문에 의한 시세부양 즉, 접속매매과정에서 직전가격보다 상당히 높은 지정가격으로 대량매수주문을 내고 지정가격 이하의 매도주문을 모두 소화하는 방법으로 추가하락을 방지하거나 시세를 부양하는 행위로서 상한가 또는 상한가에 근접한 고가의 매수주문을 다량으로 넣으로써 동시호가 또는 장중시세를 주도하면서 시세상승을 유도하는 것 ④분할 매수주문에 의한 시세안정 및 상승유도 즉, 매수할 물량을 수회에 분할하여 매수주문하는 행위, 매수할 물량을 수회에 분할하여 매수주문함으로써 시장상황에 맞게 시세안정 및 상승을 유도하는 것 ⑤호가분포 다양화에 의한 거래성황 유도 즉, 동시호가시간대에 가격제한폭 범위 내에서 단지 매수주문량이 많은 것처럼 보이게 하기 위하여 상이한 가격으로 무수히 매수주문을 하는 행위로서 전장동시호가대비 당해 종목의 상·하한가 범위 내에서 근소한 간격의 상이한 가격으로 10~20회 이상의 매수주문을 넣으로써 호가층을 두텁게 형성하여 장중시세의 급격한 하락을 방지하는 한편, 장중매매가 계속적으로 이루어지고 있는 듯이 매수세를 유인하는 것 ⑥호가 공백시 소량 매수주문에 의한 시세안정 또는 상승 유도 즉, 매매체결 후 5~10분 이상 호가공백이 발생, 매매거래가 없을 때 현재가 또는 그 이상의 가격으로 소량매수주문을 넣으로써 시세를 안정 또는 상승 유도하는 것(이 유형은 매도호가보다 낮아, 방지할 경우 시세하락이 우려될 경우 자주 이용되는 것임) ⑦집행되지 아니한 대량의 매수(매도)

15) 고발사건의 경우 검찰은 3월내 신속히 수사할 의무가 있고, 수사종결 처분시 고발인에 대한 통지의무가 있으며, 고발자는 검찰의 무혐의처분에 대해 불복(항고·재항고)할 수 있다.

16) 통보사건의 경우 검찰은 자율적 판단에 의하여 수사여부를 결정할 수 있고, 통지의무, 무혐의처분에 대한 불복제도가 없다.

17) 이영한, “증권범죄에 대한 양형의 현황과 문제점”(재판실무자료, 2004) 12-13면

주문 즉, 시초가 결정을 위한 동시호가시 호가잔량만이 공개되는 점을 이용하여 전일종가 대비 하한가(상한가)로 매도(매수)호가잔량보다 훨씬 많은 대량의 매수(매도)주문을 내어 매수(매도)세가 성황을 이루는 것처럼 잘못 알게 하여 매수(매도)를 유인, 매도호가잔량보다 매수호가잔량이 적어 가격하락이 예상되는 경우 현재가보다 훨씬 높은 매수가로 대량매수주문을 내어 매수세가 성황을 이루고 있는 것처럼 잘못 알게 하여 시세상승을 유도한 후 체결 가격이 주문가격에 근접하면 동 주문을 취소하는 것 등을 들고 있다.

3. 법원의 위법성 이해

법원이 어떻게 위법성을 이해하고 있는가는 판례를 통해 알 수 있다. 본고에서는 증권범죄의 구성요건에 있어 죄형법정주의 적용에 대한 법원의 시각과 시세조종죄가 목적범이라는 점에 대한 법원의 해석을 살펴보고자 한다.¹⁸⁾

먼저 죄형법정주의 적용에 대한 판례들을 살펴보면, “처벌법규의 입법목적이나 그 전체적 내용, 구조 등을 살펴보아 사물의 변별능력을 제대로 갖춘 일반인의 이해와 판단으로서 그의 구성요건요소에 해당하는 행위유형을 정형화하거나 한정할 합리적 해석기준을 찾을 수 있다면 죄형법정주의가 요구하는 형벌법규의 명확성의 원칙에 반하는 것이 아닌바”라고 하면서 시세조종관련 벌금부과를 위한 부당이익 3배가 2천만원을 초과하는 경우 3배를 기준으로 하는 조항(증권거래법 제207조의2)을 “이익액을 산출해 낼 합리적 해석기준이 분명하여 처벌규정으로서 명확성을 지니는 것이어서 헌법 제12조의 죄형법정주의에 위반되지 않는다”고 판시¹⁹⁾하였고, 헌법재판소도 “죄형법정주의 원칙은 법률이 처벌하고자 하는 행위가 무엇이며, 그에 대한 형벌이 어떠한 것인지를 누구나 예견할 수 있고, 그에 따라 자신의 행위를 결정할 수 있게끔 구성요건을 명확하게 규정할 것을 요구하며 이러한 명확성의 원칙은 특히 처벌법규에 있어서 엄격히 요구되는 것이지만 이것은 입법권자가 처벌법규의 모든 구성요건을 단순한 의미의 서술적인 개념에 의하여 규정하여야 한다는 것을 의미하는 것은 아니며, 처벌의 종류와 정도에 대한 법규에 법관의 보충적인 해석을 필요로 하는 개념이 사용되었다고 하더라도 그 점만으로 헌법이 요구하는 처벌법규의 명확성에 반드시 배치되는 것이라고 볼 수 없다”라고 판시하였다.²⁰⁾ 또한, “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 구 법 제2조 제1항 각호와 제2항이 정의한 유가증권에 포함되는 모든 유가증권의 매매 기타 거래에 적용되며, 유가증권시장 또는 협회중개시장에서의 거래는 물론 장외시장에서의 직접·대면거래에 대하여도 마찬가지로 적용된다고 봄이 상당하다.”고 판시²¹⁾

18) 증권범죄의 모든 구성요건에 대한 법원의 위법성판단기준을 살펴보는 것이 필요하겠지만 여기서는 생략한다.

19) 대법원 2002. 7. 26. 선고, 2002도1855(영남제분 추가조작사건)

20) 헌법재판소 2003. 9. 25. 선고, 2002헌바69, 2003헌바41(영남제분 추가조작사건 위헌법률제청)

21) 대법원 2006. 4. 14. 선고, 2003도6759(비상장기업 추가조작사건). 물론, 죄형법정주의를 엄격히 적용하여 “최초 상장되는 주식의 경우에는 기 형성된 주식의 시세라는 것이 존재하지 않는 관계로 주식의 수익가치 등을 통해 합리적으로 계산된 금액을 훨씬 초과하여 상장 기준가를 형성하는 행위를 시세변동행위에 준하는 것으로 보아야 한다고 주장하는 듯하나 형사법체계의 근간이 되는 죄형법정주의의 원칙상 형벌법규를 부당하게 확대해석할 수는 없는 것이고, (중략) 수요와 공급의 법칙에 따라 결정되는 시세만이 있을 뿐 합리적인 주식시세란 개념을 상정할 수 없고, (중략) 결국 피고인들의 위 행위는 주식 상장 기준가의 조작행위에 해당한다고 할 수는 있을지언정 증권거래법의 규율대상인 주식의 시세를 변동시키는 매매거래행위에 해당한다고 할 수는 없는 것”이라는 입장(서울형사지법 93노655, 주22)에서 인용한 신정제지 추가조작사건의 항

하여 사실상 포괄적 구성요건일지라도 죄형법정주의상 문제되지 않음을 간접적으로 인정한 것으로 볼 수 있다.

다음으로 시세조종의 목적요건과 관련한 판례들을 살펴보면, “설령 위 회사가 일반인들에게 잘 알려지지 않은 회사이고 상장초기에 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, (중략) 피고인들의 이 사건행위를 유가증권의 매매거래가 성황을 이루고 있는 듯이 오인하게 한 행위로 보기 어렵다고 할 것이고”와 “유가증권의 매매거래가 성황을 이루고 있는 듯이 오인하게 하는 유가증권의 매매거래에 해당하는지의 여부에 관하여는 당해 유가증권의 성격, 발행주식의 총수, 종전 및 당시의 거래상황, 증권시장의 상황 등을 종합적으로 고려하여 판단하여야 한다”고 판시함으로써²²⁾ 매매거래의 성황 오인의 목적요건(제188조의4제1항) 충족을 외부적인 거래현상을 기준으로 판단하게 되는 결과 주관적 요소는 미필적 인식만으로 충분하다고 보게 된다.²³⁾ 나아가 통정·가장매매의 외형이 입증되면 위와 같은 목적을 가지고 행했다고 보는 것이 경험칙에 합당할 것이므로 통정·가장매매의 외형이 인정되면 시세조종의 목적아래서 행해졌다고 사실상 추정된다고 해석해도 무방하다는 입장이다.²⁴⁾

한편, 현실거래에 의한 시세조종(제188조의2제2항제1호)에서의 매매거래의 유인 목적에 관하여도 “매매거래를 유인할 목적이라 함은 인위적인 조작을 가하여 시세를 변동시킴에도 불구하고 투자자에게는 그 시세가 유가증권시장에서의 자연적인 수요·공급의 원칙에 의하여 형성된 것으로 오인시켜 유가증권의 매매거래에 끌어들이려는 목적을 말하는데, 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, 이러한 목적은 그 유가증권의 성격과 발행된 유가증권의 총수, 매매거래의 동기와 태양(순차적 가격상승주문 또는 가장매매, 시장관여율의 정도, 지속적인 증가관여 등), 그 유가증권의 가격 및 거래량의 동향, 전후의 거래상황, 거래의 경제적 합리성 및 공정성 등의 간접사실을 종합적으로 고려하여 판단하여야 한다”고 판시하였다.²⁵⁾ 이와 같이 대법원이 유인 목적의 입증은 거래의 동기, 태양 등을 고려하여 인정한다고 해석함으로써 기본적으로 통정·가장매매에서의 매매거래의 성황 오인의 목적에서와 같이 간접 증거에 의한 추인을 인정하는 입장이므로 유가증권시장에서 당해 유가증권의 매매거래를 하도록 제3자를 끌어들이 의도라고 해석하는 것으로 충분할 것이다.²⁶⁾

끝으로 사기적거래(제188조의4제4항)에서의 부당이득의 목적에 관하여는 “불확실한 사업 전망을 마치 그러한 계획이 확정되었거나 곧 공사에 착수할 것처럼 공표하고 그 내용을 신

소심)이 있지만 이 판례에 대해서는 입법목적에 배치되는 지나친 축소해석이라고 할 수 있어 비판이 많으며(김정수, 『현대 증권법원론』(박영사, 2002), 730면 참조), 입법 보완을 위하여 현재 제정작업중인 자본시장통합법시행령안중 ‘시세’의 개념에 ‘상장 기준가’를 포함시키도록 추진하고 있다고 한다.

22) 대법원 1994. 10. 25. 선고, 93도2516(신정제지 추가조작사건)

23) 대법원 2001. 11. 27. 선고, 2001도3567(삼익주택 추가조작사건)

24) 김정만, “시세조종행위의 규제”, 『증권거래에 관한 제문제(하)』(2001) 201면, 반면 형법에서 목적범은 본래 구성요건적 행위 그리고 그 행위에 대한 인식과 의욕만으로는 그 행위영역의 불법을 명확하게 확정짓기 어려울 때 사용하는 하나의 입법기술이라는 점을 고려하여 시세조종죄의 거래상황의 오인 목적, 거래의 유인 목적 및 부당한 이익 취득 목적은 형법적으로 의미있는 시세조종적 거래행위와 무의미한 정상적인 거래행위를 구별하는 핵심적인 표지 내지 시세조종의 범위가 지나치게 확대되는 것을 막기 위한 방지방치로 이해하는 견해들이 있다. 임철희, 전계논문 41~42면; 장영민·조영관, “증권범죄에 관한 연구” 104면 참조

25) 대법원 2003. 12. 12. 선고, 2001도606(현대전자 추가조작사건)

26) 김정만, 전계논문, 205-206면

문보도나 회사설명회 등에서의 유인물을 통하여 다시 홍보하여 회사의 주가가 상승하자 피고인이 지배하는 주식을 매도하여 상당한 경제적 이득을 얻었을 뿐만 아니라, 특히 위와 같은 허위 사실의 유포 등에 앞서 미리 사모전환사채를 인수하는 방법으로 주식의 매도에 대비하였다가 주식을 매도한 후에 위 전환사채를 주식으로 전환하여 피고인의 지분율을 유지한 점에 비추어 보면, (중략) 피고인이 필요한 회사의 운영자금을 마련하기 위하여 자신이 보유하는 주식을 매도하였다고 하더라도 그와 같은 사정은 피고인에게 부당한 이득이나 재산상의 이익을 얻을 목적이 있었다고 인정하는 데에 아무런 장애가 되지 아니한다”라고 판시²⁷⁾하고, “부당한 이득을 얻기 위한 사기적 거래행위에 해당하는지의 여부는 당해 유가증권의 성격과 발행된 유가증권의 총수, 발행회사의 경영상태와 그 주가의 동향, 그 행위자의 지위와 행위의 동기·태양, 그 행위 전후의 거래상황 등을 종합적으로 고려하여 판단하여야 한다”라고 판시²⁸⁾함으로써 역시 간접증거에 의한 추인을 인정하는 입장을 보이고 있다고 말할 수 있다.

4. 엔드바이방식의 시세조종 사례에 나타난 위법성 이해

실제로 텔타정보통신 주가조작사건에 대한 불공정거래 조사내용 및 판례에 나타난 몇 가지 쟁점에서의 조사실무자 및 재판부의 입장을 비교분석하면서 이들의 위법성에 대한 이해를 살펴보고, 특히, 엔드바이방식에 대한 법원의 위법성 판단과 관련하여 검토하고자 한다.

가. 사실관계 및 쟁점

증권사 투자상담사를 포함한 3인이 자기 자금이 전혀 없는 상태에서 특정회사를 M&A하기 위하여 우선 대주주로부터 주식을 양수받고 인위적으로 주가를 상승시킨 후, 동 주식을 사채업자에게 담보로 제공하여 조달한 자금으로 주식양수대금을 지불하고 나서 기관투자자의 펀드매니저를 매수하여 소위 엔드바이방식으로 물량을 처분하여 사채업자로부터 차입한 대금을 변제하고 부당이득을 취득한 사례이다.

동 사건의 쟁점을 보면, 첫째, 공모공동정범에 있어서 전체의 모의과정이 없었더라도 공모관계가 성립하는가 여부이고, 둘째, 개별적으로 완전한 증명력이 없는 간접증거가 전체 증거와 상호 관련하여 종합적인 고찰에 의하여 공범의 고의를 증명할 수 있는지 여부이며, 셋째, 엔드바이방식 자체만으로 위법행위 즉 시세조종요건을 충족하는지 여부라고 할 수 있다.

나. 조사내용(조사자의 위법성판단)²⁹⁾

조사실무자가 쟁점중 대주주의 공모관계성립 여부와 관련하여 위법성 혐의를 판단하게 된 근거를 보면 다음과 같다. 첫째, 주식양도계약을 맺은 대주주들이 그 계약을 체결하고도 바로 공시하지 않고 13일이 지난 시점에야 공시를 하여 증권사 투자상담사 등 혐의자 3인의 시세조종 행위를 용이하게 하였다는 점이다. 둘째, 혐의자들에게 중도금을 연기해 주면서 사채업자로부터의 주식담보대출 현장에 합석하여 주식양도대금을 직접 받았다는 점이다. 셋째,

27) 대법원 2001. 1. 19. 선고, 2000도4444(경기화학공업 주가조작사건)

28) 대법원 2001. 7. 13. 선고, 99도310(태평양종합산업 주가조작사건)

29) 금융감독원, 『증권시장 불공정거래 사례·판례집』 (2006) 참조

본인들 지분에 대한 주식담보대출을 받고자 상호저축은행에 심사를 요청하였으나 단기간 급등하여 정상적인 시세로 보기 어렵다는 이유로 거절당함으로써 충분히 주가가 인위적으로 상승하고 있는 상황임을 알 수 있는 위치에 있었다는 점이다. 넷째, 대주주들이 혐의자들의 주식담보대출뿐만 아니라 본인의 사채업자로부터의 주식담보대출을 위해서도 혐의자들과 동행하고 잔금으로 양도한 주식중 일부를 수령하고 그 처분을 혐의자들에 위임하는 등 대주주들과 혐의자들과 행동을 상당부분 같이 하였다는 점이다.

다음으로, 쟁점중 사채업자의 공범의 고의여부와 관련하여 위법성 혐의를 판단하게 된 근거를 보면 다음과 같다. 첫째, 혐의자들로부터 자금조달 의뢰를 받고 대주주의 혐의자들에 대한 양도대상 주식을 담보로 대출해주고, 혐의자들의 요청에 따라 일부 담보물을 처분해준 점이고, 둘째, 혐의자들의 요청에 따라 담보주식을 직전가대비 20%이상 높은 가격으로 매도 주문을 하고 그 체결대금으로 대출금을 상환한 후 잔금은 혐의자들에게 전달해준 점이다.

끝으로, 쟁점중 엔드바이 방식의 시세조종 요건충족 여부와 관련하여서는 특별한 언급이 없어 보이지만, 실무관행상 기관투자자 등에 물량을 떠넘기는 것은 시세조종의 이익실현단계의 유형으로 보고 있으므로 시세조종 요건의 일부로 판단하였을 것으로 추정된다.

다. 판례(법원의 위법성판단)³⁰⁾

판례에서 쟁점중 대주주의 공모관계성립 여부에 대하여는 판단하지 않은 것을 볼 때 검찰이 대주주를 기소하지 않은 것으로 보인다. 즉, 검찰수사단계에서 대주주의 공모혐의에 대하여 부인하거나 증거불충분으로 판단한 것이라고 말할 수 있다. 대신에, 판례는 증권사 투자상담사 등 피고인들의 시세조종에 부분적으로 가담한 다른 공범자들, 즉, 인수자금 조달자, 시세조종으로 확보한 부당이익의 조기회수 지원자, 인터넷 증권사이트에 허위사실 유포자 등의 공모관계성립 여부에 관하여 판단하고 있다.

다음으로 사채업자의 공범의 고의여부와 관련하여 위법성 혐의를 인정하는 근거는 다음과 같다. 첫째, 피고인들의 양수주식에 대한 담보대출 평가를 위해 미리 당해 주식의 주가와 거래량을 확인하였던 점이고, 둘째, 피고인이 당해 주식을 바로 누군가가 매수하여 갈 것이라고 하면서 매도되면 그 대금 역시 결제일 전에 선이자를 공제하고 대출하여 달라는 요청을 사채업자에게 하였다는 점이며, 셋째, 당시 해당 주식의 주가추이가 상당히 비정상적으로 급등락을 반복하고 있어 속칭 '작전주'임을 쉽게 알 수 있었던 점이고, 넷째, 대출일 다음날 피고인의 부탁으로 직전가대비 20%이상 높은 가격으로 담부주식중 일부를 매도하고 그 결제일전에 대금을 지급하여 줌으로써 피고인이 시세조종으로 인한 이익을 용이하게 조기에 회수할 수 있었던 사실을 알 수 있었다는 점이며, 다섯째, 피고인들의 각 경력과 신분, 이 사건 대출 및 주식 매도 당시의 사정 등이다. 이러한 점들을 종합하여 피고인들의 작전을 알면서도 그 범행을 용이하게 하고 이자 및 수수료 등의 이익을 취하려는 고의와 거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 기타 타인으로 하여금 그릇된 판단을 하게 할 목적이 있었던 것으로 인정된다고 판시하였다.

끝으로 쟁점중 엔드바이방식의 시세조종 요건충족 여부에 대하여는 직접적으로 밝히지는 않고 있지만 엔드바이방식이 위법이 아니라는 피고의 항변을 배척한 점, 엔드바이방식을 정의하고 주가상승 이후의 이익실현을 위한 일련의 행위로 연관시켜 이해하는 점 등을 볼 때

30) 1심(서울지법, 2002고합1086, 2003.4.10) 및 2심(서울고법, 2003노1044, 2003.8.22)을 거쳐 대법원(2003도5423, 2003.11.28)에서 시세조종, 수재 등의 유죄가 확정되었다.

사실상 시세조종행위의 일부로 인정하고 있는 것으로 보인다.

라. 위 사례에서 위법성 판단에 대한 검토

위에서 본 바와 같이 쟁점별로 여러 가지 정황증거를 동원하여 구성요건 해당성 즉 위법성을 인정하고 있는 반면, 엔드바이 방식이 시세조종 요건을 충족하는지 여부에 대하여는 조사실무단계에서나 검찰사법단계에서는 충분한 위법성 판단을 한 것으로 보이지 않는다는 점이 문제라고 생각한다.

‘허수주문’의 경우에는 판례가 조사실무를 반영하여 시세조종의 한 방식으로 지칭해오다가³¹⁾ 현대전자 주가조작사건 판결³²⁾에서 “제188조의4제2항제1호의 ‘매매거래’에 해당하지 않는다는 주장도 하고 있으나, (중략) 비록 허위매수주문 자체에 대해서는 매매계약이 체결되지 않더라도 대량의 허위매수주문이 있는 경우 일반 투자자들은 매수세가 성황을 이루고 있는 것으로 오인하게 되고, 결국 고가에 매매계약을 체결하게 되는 것이므로, 허위매수주문도 당연히 동 조항이 규정하고 있는 매매거래의 범위에 포함된다”고 함으로써 현실거래에 의한 시세조종의 구성요건인 ‘매매거래’에 속한다는 점을 명확히 하였다. 그렇다면 과연 이와 같은 수준으로 엔드바이 방식을 시세조종의 유형으로 판례가 수용한 것이라고 말할 수 있겠는가 볼 때 그렇지 않은 것으로 보인다. 왜냐하면 실제로 조사나 검찰실무에서 엔드바이나 물량털기³³⁾라는 용어는 생소해 보이고 오히려 ‘청소바지’³⁴⁾가 이와 유사한 수법을 지칭하는 용어로 사용되는 등 허수주문과는 달리 실무상 용례에서 조차 명확한 공감대가 형성되어 있지 않기 때문이다. 더구나 이전에는 이와 비슷한 행위를 파킹이라는 용어로 쓴 판례들³⁵⁾도 있기 때문에 개념정의가 확립되었다고 보기는 어려울 것이다.

그럼에도 불구하고, 판례는 M&A를 가장한 허위사실 유포, 주가상승을 위한 작전세력 동원, 엔드바이방식에 의한 고가매수 등에 참여한 자들을 하나의 공모공동정범으로 이론구성하기 위하여 엔드바이방식을 시세조종의 일부행위로서 본 것일 뿐 직접적인 시세조종의 구성요건을 충족하는지 여부에 대한 판단은 보이지 않는다. 예를 들어 엔드바이방식은 작전과 결부될 때만이 처벌할 수 있다는 것인지, 그렇다면 작전이 위 사례에서와 같이 통정·가장매매(제188조의4제1항), 현실거래에 의한 시세조종(제188조의4제2항제1호), 허위표시에 의한 시세조종(제188조의4제2항제3호) 등이 혼합된 형태일 때 엔드바이방식은 그중에 어떤 구성요건을 충족한다는 것인지 등에 대한 명확한 언급도 없다.

따라서 이러한 범죄구성요건에 대한 판단기준을 먼저 명확하게 정리하는 것이 판례 및 학계의 할 일일 것이고 그 다음에 그러한 범죄구성요건을 충족할 수 있는 관행화된 용어로서 엔드바이방식이 적절한지를 심사숙고한 후 판례에 수용하는 것이 순서라고 생각한다.³⁶⁾

31) 1996년 이래 증권거래소 및 증권감독원의 실무에서 시세조종의 전형적인 유형으로 정립되어 왔고 대한방직 주가조작사건 판결(대법원 1999.3.23. 선고, 98도4327)에 이미 등장하고 있다.

32) 서울지방법원 2001.1.17. 선고, 99노11300(현대전자 주가조작사건 항소심)

33) 물량털기는 주가조작관련 용어라기보다 보유했던 주식물량을 시장에서 팔아치우는 것을 말할 때 업계에서 흔히 쓰는 용어이다.

34) “시세조종으로 주가가 급등했을 경우 기관투자자의 펀드매니저를 돈으로 유혹해 물량을 받아가게 하는 경우”를 말한다. 이영환, 진계논문, 12면

35) 대법원 1998.12.8. 선고, 98도3051(레이디가구 주가조작사건), 주 31)에서 인용한 대한방직 주가조작사건 판결 등이다.

36) 필자의 소견으로는 엔드바이방식 자체는 고가매도주문을 내리는 작전세력과 고가매수를 사주 받은 기관투자자간의 통정매매의 한 유형이라고 보는 것이 적당하다고 생각한다. 실제로 레이디가구 주가조작사건 항소심(서울고법 98노1417)에서는 위와 유사한 형태를 “펀드매니저에게 청탁하여 통정거래 형식으로 매수하도록 하여”라고 표현하여 같은 입장을 보였다.

Ⅲ. 유동성공급자의 Market Making(유동성공급행위)에서의 위법성문제

1. 증권범죄에서의 위법성조각사유

증권범죄에서 법령에 의하여 위법성이 조각되는 정당행위의 대표적 예가 증권회사에 의한 안정조작과 시장조성행위라고 할 수 있다. 안정조작이라 함은 증권회사가 모집 또는 매출을 원활하도록 하기 위하여 청약기간의 종료일 전까지 일정한 기간동안 증권의 가격을 안정시키는 행위로서 행태는 시세조종죄 유형의 하나인 시세고정·안정행위에 해당하는 것이나 위법성이 조각되는 것이고, 시장조성이라 함은 모집 또는 매출한 증권의 원활한 시장형성을 유도하기 위하여 거래소 상장일 이후 일정기간 동안 수요·공급을 조성하는 행위로서 행태는 안정조작과 마찬가지로 시세조종죄에 해당하는 것이나 위법성이 조각되는 것이다.

물론 이러한 안정조작과 시세조종에 해당하면 아예 구성요건에 해당하지 않는 것이 아니냐는 견해가 가능한데 명확히 이러한 입장을 보이는 견해는 없고, 안정조작 또는 시장조성이 전형적인 시세고정·안정의 외관을 가질 뿐만 아니라 주가조작의 의도는 없더라도 시세고정·안정의 목적은 당연히 인정될 수 있으므로 구성요건은 충족한다고 볼 수 있다. 따라서 증권거래법 즉, 법령에 의한 정당행위로서 위법성조각사유로 보는 것이 타당할 것이다.

한편 최근에 안정조작 및 시장조성행위의 관련조항(舊증권거래법 제188조의4제3항)에 대한 위헌판결³⁷⁾이 내려졌는데 이것은 시세조종죄의 위법성조각사유 자체에 대한 위헌문제가 아니라 대통령령에 위임한 것이 무엇인지가 불분명하다는 문제였다. 즉, “누구든지 단독 또는 공동으로 대통령령이 정하는 바에 위반하여 유가증권의 시세를 고정시키거나 안정시킬 목적으로 유가증권시장 또는 코스닥시장에서의 매매거래 또는 그 위탁이나 수탁을 하지 못한다”라는 해당조항의 문구가 시세고정·안정죄의 구성요건을 위임하는 것인지 아니면 위법성 조각사유를 위임하는 것인지가 불확실하여 명확성 원칙에 위배된다는 이유로 위헌을 선언한 것이었다. 그 당시 舊동법시행령은 동 위임근거에 따라 위법성 조각사유를 정하고 있었는데 헌법재판소의 지적을 위법성 조각사유를 시행령에 위임한 것 자체가 위헌이라는 취지라고 보는 것은 지나친 확대해석이고 위임대상이 위법성조각사유임을 명확히 밝히지 않은 입법기술상의 문제를 지적한 것이라고 봄이 정확할 것이다. 대법원도 “시장조작행위라고 하더라도 유가증권의 시세를 고정시키거나 안정시킬 목적으로 하는 경우에는 같은 법 제188조의4제3항에 의하여 기간·가격 및 주체 등에 관한 엄격한 조건하에 예외적으로 허용되고”라고 판시³⁸⁾함으로써 위법성조각사유임을 인정하는 입장이라고 할 수 있다.

따라서, 정부는 그 이후 동 조항을 개정하여 시행령에 있던 안정조작 및 시장조성의 정의 조항을 법으로 이관함으로써 시행령 위임대상이 예외사항 즉, 위법성 조각사유임을 명확히 하고, 위법성조각사유의 요건은 시행령에 그대로 두었다.

그밖에 증권거래법상 위법성 조각사유 여부가 논란이 되고 있는 것으로는 자전거래, 대량거래, 주가관리³⁹⁾ 그리고 최근 도입된 유동성공급자의 유동성공급행위를 들 수 있다. 자전거래⁴⁰⁾는 가장매매의 형태⁴¹⁾를 띠고 대량거래⁴²⁾의 경우 통정·가정매매의 형태를 띠지만 거래

37) 주 6)에서 인용한 예쓰오일 자사주매입사건 위헌법률제청 판결을 재인용

38) 주35)에서 인용한 레이디가구 주가조작사건 판결을 재인용

39) 현대전자 주가조작사건에서 피고가 자신들의 행위는 정상적으로 허용된 범위내의 주가관리행위로서 사회상규에 어긋나지 아니한 행위라고 주장했지만 법원은 이를 배척하였다(대법원 2003.12.12. 선고, 2001도606).

40) 법규상 용어가 아닌 시장관행상 용어로 여기서는 동일한 거래소회원이 동일한 가격·수량조건의 매수호가와 매도호가를 내서 매매를 성립시키는 거래를 말한다. 김건식, 『증권거래법』(두성사, 2004) 319면 참조; 또한 증권선물거래소의 대량거래 네트워크(K-BloX)가 동일한 회원의 매도·매수 양방의 주문을 제출받아 매매를 성립시키는 대량거래형태가 포함된다, 증권

소가 허용한 방식에 따라 하는 경우 위법성이 조각될 수 있다는 주장⁴³⁾이 가능한 반면 주가 관리에 대하여는 예를 들어 경영진이 자사의 주가가치를 10만원으로 평가하는데 시장가격은 8만원에 머물러 있는 경우 직간접의 자사주 매입을 통해 주식을 매입하면서 가격을 10만원으로 끌어올리는 경우가 사회상규에 의한 위법성 조각사유로 될 수 있는가 생각할 때 판례의 입장처럼 명백한 시세조종으로서 처벌될 것이다.⁴⁴⁾ 따라서 주가관리는 위법성조각사유로 인정할 수 없다고 본다.⁴⁵⁾ 한편, 유동성 공급행위의 경우에도 유사한 논리가 가능한데 이는 정당행위가 법령이 아닌 거래소규정에 의해서도 허용될 수 있는가의 문제로 귀착된다. 최근 실무에서 이 문제가 쟁점화 되고 있기 때문에 따로 자세히 살펴보고자 한다.

2. Market Making의 위법성조각사유 해당성

유동성공급자(Liquidity Provider, 이하 "LP"라 한다)는 매매거래가 부진한 종목에 대하여 안정적인 가격형성을 유도하기 위하여 유동성공급계약을 체결한 증권회사가 지속적으로 매도 및 매수 호가를 제시하는 역할을 하므로 이러한 수급 불균형을 해소하는 유동성공급행위 자체를 위법성조각사유로 봐야 하는가 하는 문제가 생긴다.

이 문제는 Market Making 자체가 시세조종에 해당할 수 있는가의 문제로 바뀌볼 수 있고 아직 학설의 대립이 분명하지는 않고 시세조종에 해당함을 부정하는 것으로 보이는 견해⁴⁶⁾에 따르면 거래소규정을 준수하는 Market Making 자체는 LP자신의 매도호가 후 다시 동일가격으로 매수호가를 하여 거래를 성립시킬 수 없고 LP간에 사전담합이 금지되므로 통정매매는 아니고, 기본적으로 권리이전의 목적을 가진 호가이므로 가장매매는 아니며, 가격조작과 관련된 매매거래 유인의 목적이 아닌 거래성립의 목적이 있으므로 현실거래에 의한 시세조종은 아니라고 본다. 그럼에도 불구하고 Market Making이 시세조종요건을 충족하면 위법성을 부정하지는 않는 입장이므로 제한적인 의미에서만 위법성조각사유로 인정하는 입장이라고 말할 수 있다고 본다.⁴⁷⁾

결론적으로 Market Making이 규정이 허용하는 범위를 일탈하여 주가에 영향을 미쳐 시세조종의 요건을 충족하거나 상장법인과의 유동성공급계약관계를 이용하여 취득한 내부정보에 따라 이루어지는 경우 당연히 불공정거래로서 증권범죄가 된다는 점에 대해서는 이론이 없을 것이다. 다만, 문제가 되는 것은 LP가 내심으로 시세조종의 의도를 가지고 외관상 규정이 허용하는 범위내에서 Market Making을 하는 경우에 위법성을 조각할 수 있을 것인가이다. 현실적으로 내심을 자백하거나 시세조종의 의도가 드러나는 행위가 있지 않는 한 밝혀

선물거래소, 『주식시장매매제도의 이해』(2006), 68면

41) 반면에, 자전거래는 매매의 쌍방 당사자가 동일한 가격과 동일한 수량의 매도주문과 매수주문을 내어 매매계약을 체결시키는 행위로 거래소가 일정한 요건하에 허용한 대량거래를 말하므로 통정매매형태를 띠지만 거래유인 목적이 없으므로 시세조종에 해당하지 않는다는 견해도 있다. 임재연, 『증권거래법』(2006), 572면; 김정만, 전계논문, 197면도 유사한 입장이다.

42) 거래소규정에 따라 정규시간 또는 시간외시장에서 상대매매형태로 인정되는 대량거래를 말한다.

43) 김정만, 전계논문, 197면에서는 목적성 요건이 결여되어 구성요건 해당성이 없다는 입장이다.

44) 김정수, 전계서, 750면, 김건식, 전계서, 278면도 유사한 견해이다.

45) 주가관리라는 목적이 있다라도 실제로 시세조종인 경우가 많으므로 당해 주식의 성격, 발행주식총수, 거래규모, 금액, 거래방식, 거래상황 등을 종합하여 시세조종을 인정해야 한다는 견해(임재연, 전계서, 582-583면)도 유사한 입장이라 할 수 있다. 반면, 합법적인 주가관리가 있어 주관적 동기로 주가조작과 구분된다는 견해(임철희, 『시세조종행위의 형법적 문제에 관한 연구』(한국형사정책연구원, 2002), 39-40면)가 있어 위법성조각사유로 인정하는 듯한 입장으로 보인다.

46) 증권법학회, 『유동성공급자제도의 법률문제』(증권거래소 연구용역보고서, 2004), 91면에서 LP제도 자체는 증권거래법상 불공정거래조항과 충돌되지는 않는다고 결론을 내렸다.

47) 증권법학회, 전계서, 85면에서는 LP가 법이 금지하고 있는 시세조종행위를 행할 개연성은 일반투자자와 동일하므로 위법성조각사유로까지 명시할 필요는 없다는 입장이다.

내기 어렵고 외관상 Market Making으로 인정되는 한 위법성이 조각되는 것으로 봐야 한다고 생각한다. 그럼에도 불구하고 규정이 허용하는 Market Making의 범위가 어느 정도인지는 LP의 재량의 여지가 있으므로 Case by Case로 파악해야 하기 때문에 위법성 판단에 어려움이 존재하는 것이다.

특히, 우리나라에서 LP제도가 가장 활발히 운영되고 있는 주식워런트(Equity Linked Warrant⁴⁸), 이하 “ELW”라 한다)시장의 경우 시장참여자는 개설 당시의 예상과 달리 헤지목적의 개인투자자나 기관투자자는 사실상 전무하고, 대부분 투자목적의 개인투자자와 LP로 양분⁴⁹되고 있어 상대매매시장에 가깝고 진정한 경쟁매매 시장구조로의 변화가 필요한 상황으로 보인다.⁵⁰ 따라서, ELW의 가격이 일반 주식과 마찬가지로 완전경쟁시장의 수요와 공급에 의하여 결정되어야 함에도 LP를 포함한 소수 시장참여자들의 매도 및 매수호가간 상대매매로 ELW의 가격이 형성되는 현실이므로 최초상장시 공급독점권을 가진 LP의 매도 및 매수호가 ELW의 가격형성에 결정적인 역할을 한다고 해도 과언은 아니다.

ELW 시장이 단기간에 급성장⁵¹하였으나 이와 같은 시장구조로 인해 LP의 호가제출과 관련하여 불공정행위 의혹이 제기될 수밖에 없고 실제로 LP가 우월적 지위를 이용하여 이론가 대비 고가 매도호가 및 저가 매수호가를 제출하는 등 LP의 불건전행위로 인해 민원 및 제보가 급증하고 있다. 따라서, 최근의 불공정거래 혐의사례들을 분석하고 위법성 판단기준을 마련할 필요가 있다. 이것은 일종의 가이드라인⁵²으로서 ELW시장의 건전성 강화, 투자자 보호 및 LP의 신뢰성확보를 위하여 LP 거래의 투명성을 제고하는데 도움이 될 것이다.

3. 최근 LP의 ELW 불공정거래 혐의사례⁵³)

ELW 상장일 시초가 결정시⁵⁴) LP가 소속 증권회사 직원과 통정하여 매도·매수호가를 제출하여 이론가격 대비 고가로 시초가를 형성시켜 부당이득을 취한 혐의가 있는 사례

가. 사실관계

LP와 소속 증권회사 직원간에 직전 최우선 매수호가보다 상당히 고가로 같은 가격의 매도·매수호가로 자전거래가 이루어 졌고 LP의 높은 매수호가로 이론가격⁵⁵) 대비 83% 고평가된 시초가가 형성되었으며 이후에도 콜(Call) ELW⁵⁶)의 체결가격은 이론가격 대비 52~360%로

48) 특정주식, 주식바스켓 또는 주가지수 등을 기초자산으로 장래의 매도 또는 매수권리를 미리 정해진 조건에 따라 매매할 수 있는 증권을 말하며, 주식옵션과 유사하나 증거금, 일일정산이 없고 발행조건이 표준화되어 있지 않아 발행인별로 다르다.

49) '07년 2월 중 주식을 보유하지 않고 ELW만을 투기적으로 거래하는 개인투자자의 거래 비중이 50.1%이며 LP의 거래 비중이 49.1%를 차지한다.

50) 이와 반대로 ELW시장은 헤지 및 차익거래중심의 일반투자자 위주의 소매시장인 주식옵션시장과 다르게 투자로 이익을 보려는 소수투자자와 LP 중심의 도매시장이라는 주장이 가능하다(스위스거래소 등의 홈페이지상 ELW에 대한 소개글 참조).

51) '05.12월 시장개설시 72종목이 '07.9월 현재 1,900여종목으로 확대되었고 일평균 거래대금 약 1,800억원(거래량 2조증권)으로 세계 4위, 아시아 2위 시장으로 성장하였다.

52) 증권법학회, 전계서, 48면에서도 통정매매 등의 개연성을 방지하기 위해 거래소에 의한 가이드라인이 필요하다는 입장이다.

53) 정규윤, “ELW시장에서 LP의 투명성 제고 및 불공정거래 감독방향”, 『ELW시장 발전을 위한 워크숍』(2007) 발표자료 참조. 이 사례는 아직 불공정거래 조사가 끝나지 않았으므로 전적으로 개인적인 견해를 분명히 해둔다.

54) 상장일 시초가 결정시 시제조종에 대하여는 주 21)에서 보았듯이 ‘시제’에 포함되는지에 대한 논란의 소지는 있지만 여기서는 포함되는 것으로 보기로 한다.

55) LP가 신고한 가격변동성(과거데이터에 기초한 역사적 변동성과 현재가격을 이론적모형에 적용하여 산출한 내재적 변동성을 고려하여 산출)으로 산출한 가격을 말한다.

56) 콜ELW는 콜옵션과 마찬가지로 만기일에 주식을 살 권리가 표창된 ELW를 말한다.

고평가되었다.

상장일 시초가 형성 과정(8~9am)

- ◇ 최우선 매수호가 110원인 상황에서 LP가 820원의 매도호가를, 소속 증권회사 직원이 820원의 매수호가를 제시 * 예상체결가 820원
- ◇ LP 600원 매수호가, 750원~800원 매도호가 * 예상체결가 750원
- ◇ 일반투자자 800원 매수호가 ⇨ 호가 유인 * 예상체결가 780원
- ◇ LP 790원 매수호가 * 시초가 790원 형성

나. 특징

이 사례에 나타난 몇 가지 특징을 보면 첫째, 당시 LP 제출호가 및 보유물량, ELW의 이론 가격, 변동성 등 투자판단의 지표를 미공개했다는 점이다. 둘째, LP가 상장일 이후 수 십일간 수 십회 수 십만주에 이르는 상당히 과도한 자전거래가 지속되어 총 거래량의 수 십%, LP 총 거래량(매수) 대비 수 십%정도가 되었다는 점이고, 셋째, 양방향 호가를 제출할 의무를 위반했다는 점인데 이는 LP에게 유리한 일방향 호가만 제출하였을 가능성을 의미한다.

다. 불공정거래혐의 판단근거

첫째, ELW가격을 인위적으로 고평가시켜 부당이득을 얻으려는 의도로 시초가를 형성하고 그 이후 상당기간 동안 LP가 자전거래를 했다는 점이다. 즉, 시초가 형성시 LP와 소속 증권 회사 직원이 이론가 대비 상당히 고가의 매수호가를 제출(그것도 직전 최우선 매수호가의 7배 이상)한 것 자체가 의도적이라고 볼 수밖에 없고 당시 LP 제출호가 등이 공개되고 있지 않은 상황에서 LP의 자전거래를 통한 시가 형성은 이를 시장수요에 의하여 형성된 적정가격인 것처럼 오인하게 하는 행위로 볼 수밖에 없다. 둘째, LP와 같은 회사의 직원이 체결가능한 가격대에 매도·매수호가를 제출함으로써 통정·가장성매매임을 인정할 수 있다는 점이다.

셋째, 이론가격에 대비하여 상당히 고가로 시초가를 형성시켰으므로 시장개설초기의 시장 조성 목적이라고 보기 어렵다는 점이다. 또한, 시초가형성 이후에도 과도한 자전거래를 지속적으로 한 사실도 시장조성이라기 보다 거래유인의 목적성을 추정하게 만드는 점이다. 넷째, 실시간 기초주식 매입 등을 통한 헤지비용이 발생하여 ELW의 손익이 고정되었다고 하나, ELW 매도가격이 높을수록 LP의 손익이 증가하고 있다는 점이다.

라. 예상가능한 반론

상장 초일에 시장조성을 위한 목적이라는 주장이 가능하다. 그러나, LP는 유동성 공급의무만 있을 뿐 별도의 시장조성 의무는 존재하지 아니하고, 설사 시장조성 목적이라도 LP가 매도를 완전히 통제하는 상황에서 가격 상승을 유도하지 않고 적정가격(이론가격)에 시초가를 형성시킬 수 있음에도 불구하고 이론가격에 비하여 상당히 고가로 시초가를 형성한 점은 시장조성으로 보기에는 설득력이 떨어진다.

57) 이론가격 대비 상당히 고가매도/고가매수 호가 제출 상황에서 고가매도만 제출하는 경우 등이다.

둘째, 소속직원의 매매규모가 소액에 불과해 시가 결정에 영향을 주지 않았다는 주장이다. 그러나, 규모와 상관없이 직전최우선 매수호가보다 7배이상 고가 매수주문을 제출하여 시가를 인위적으로 상승시킨 것은 명백하고, 증권회사 직원이 이론가격 대비 상당히 고가의 매수호가를 LP와 자전거래로 제출한 것 자체가 고의적 행위로 보지 않을 수 없다.

셋째, LP가 ELW 매도포지션에 대하여 장중에도 실시간 델타헤지⁵⁸⁾를 실시하여 ELW의 시가와 상관없이 손익을 고정시켰다는 주장이다. 그러나 ELW 매도포지션에 대한 헤지비용은 ELW 가격이 아닌 기초자산 가격에 연동되므로 무관하고 ELW 매도가격이 높을수록 LP의 이익은 증가하였으므로 이 또한 설득력이 떨어진다.

결론적으로 향후 조사 및 수사단계에서 목적성과 매매양태 등을 종합하여 시세조종죄의 혐의를 판단할 것이지만, 상당히 위법성 혐의의 개연성이 큰 것으로 보인다.

4. 유동성공급행위의 위법성 판단기준

위에서 검토한 내용들을 종합해 보면, 거래소규정이 허용하는 LP의 유동성공급행위는 시세조종요건을 충족하지 않아야 한다는 제한적인 의미에서 위법성조각사유가 될 수 있더라도 외관상 위법성조각사유에 해당하지만 위법한 유동성공급행위를 어떻게 가려내느냐가 관건이 될 것이므로 여기에서 위와 같은 검토결과를 토대로 위법성 판단기준을 나름대로 제시해 보고자 한다.

기본적으로, LP제도의 취지 및 역할에 대한 충실성정도를 기준으로, 매도와 매수호가간 가격 격차가 큰 경우 이를 축소시키는 방향으로 일정 수량 이상의 호가를 제시하여 유동성을 높이고 시장가격이 이론가격과 근접하게 형성될 수 있도록 안정적인 가격 형성을 유도하고 있다고 볼 수 있는지 판단해야 한다. 다음으로 시세조종 유형별 판단기준이 필요한데 여기에서 몇 가지를 제시해 보고자 한다.

가. 통정·가장매매 우려행위(LP와 소속 증권회사 임직원이 결탁한 경우)

LP가 소속 증권회사 임직원과 결탁하여 상호거래를 하면서 ELW 시세를 인위적으로 변동시키는 경우 통정·가장매매에 의한 시세조종으로 판단될 가능성이 큼

첫째, LP가 보유하고 있는 대량의 ELW를 높은 가격으로 매도하기 위하여 LP와 소속 증권회사 임직원이 공모하여 상호 매도·매수호가를 제출하여 매매를 한 경우 거래가 성황을 이루고 있는 듯이 오인하게 하거나 또는 타인이 그릇된 판단을 하게 하였다면 위장거래에 의한 시세조종에 해당할 것이다. 여기에서 중요한 것은 LP가 지속적인 양방향 호가를 제출하는 과정에서 임직원과의 공모 여부에 대한 확인일 것이다.

둘째, LP는 매도·매수호가를 스프레드를 반영하여 상이한 가격으로 제출하므로 원칙적으로 가장매매가 발생할 수 없으나 LP가 매도·매수 양 방향에서 동일한 가격으로 호가를 제출하여 자전거래가 이루어지고 거래가 성황을 이루고 있는 듯이 오인하게 하거나 타인

⁵⁸⁾ LP가 ELW를 시장에 매각하고 매각수량(즉, 매도포지션 정도)만큼 발생하는 추가변동에 따른 LP의 손익변동 위험을 회피(헤지)하기 위하여 델타값(예를 들어 0.7이면 ELW 매각수량중 70%가 권리행사될 가능성이 있어 LP가 기초자산을 지급해야 할 것으로 예측되는 값)만큼 기초자산의 주식을 매매하는 일련의 행위를 말한다.

이 그릇된 판단을 하게 하였다면 위장거래에 의한 시세조종에 해당할 것이다. 다만, 그러나, ‘오인 목적’ 또는 ‘그릇된 판단을 하게 할 목적’이 아닌 업무상 과실 등의 사유로 발생할 개연성도 높으므로 중요한 것은 목적성 여부에 대한 확인일 것이다.

나. 현실거래에 의한 시세조종 우려행위(불건전한 호가제출)

LP가 우월적 지위를 이용하여 기초자산의 가격변화를 적절히 반영치 않고 고가매도 및 저가매수 호가를 제시함으로써 자신에게 유리한 호가를 제출하며, 빈번한 정정호가를 제출하는 경우 매매거래 성황으로 오인케 하여 유인하는 현실거래로 판단될 가능성이 큼

첫째, 호가가 없는 상황에서 유동성을 제공하기 위하여 LP가 의무호가를 제출하는 행위에 대하여는 LP의 의무호가 제출행위는 기본적으로 시장에서 거래를 성립시키고자 하는 의사 표시이므로 “매매거래를 유인할 목적”의 거래로 볼 수 없고 만약 그렇게 본다면 LP 제도 자체를 부인해야 한다는 점에서 불공정거래로 볼 수 없다. 또한 LP는 일반투자자보다 시장 정보 입수능력 및 분석력이 뛰어나고 호가를 제시하는 자체가 우월적 지위에 있다고 볼 수도 있으나, ELW의 이론가, 내재변동성 등 투자판단 지표와 LP의 호가제출 및 보유현황이 실시간으로 공개되고 있으며, LP는 기초자산의 가격 변화 등에 연계하여 기계적으로 양방향 호가를 내고 있고 투자자는 기초자산 가격의 변화 및 전망에 기초하여 LP의 호가에 대응하여 매매의사를 결정한다는 특성을 고려할 때도 매매과정에서 LP의 우월적 지위가 남용된다고 보기는 어려울 것이다.

둘째, 기초자산 가격의 급등락으로 ELW 가격이 급변동하는 경우에 대하여는 실시간 델타헤지가 곤란하여 ELW거래 성립을 피하려고 양방향 호가 스프레드⁵⁹⁾를 벌리려고 할 수 있으며, 콜ELW의 경우 매도를 줄이려고 매수호가라는 특정방향에 집중되는 등 LP의 호가가 기초자산 가격의 변화를 정상적으로 반영하지 못하더라도 불공정거래로 볼 수 없다.

셋째, LP의 기초자산 가격변동에 따른 빈번한 매매호가의 정정에 대하여는 업무 수행과정에서 당연히 발생할 수 있는 현상이므로 원칙적으로 매매거래가 성황인 것으로 오인하게 하기 위한 행위로 볼 수 없다. 즉, LP의 과도한 스프레드를 적용한 호가 제시, 빈번한 호가 정정 등을 증권거래법에서 규정한 현실거래에 의한 시세조종 행위로 볼 수는 없는 것이다.

넷째, LP가 제시하는 양방향 호가가 초기에는 높은 내재변동성을 반영하여 고가에 시세를 형성한 후, 보유 포지션을 청산을 위해 인위적으로 내재변동성을 낮추어 ELW의 가격을 하락시키는 경우 시세조종에 해당할 수 있다. 이 때 ‘기초자산 가격변동 반영의 적정성’과 ‘내재변동성 수준의 적정성* 또는 일관성’을 조사하여 LP 호가의 불공정성 여부를 판단할 필요가 있다. 예컨대, LP가 ELW의 최초 상장시 보유 물량의 고가 매도를 위하여 비정상적으로 높은 변동성을 적용한 후 점차 변동성을 낮추는 방법으로 고객의 이익을 편취하는 행위 등은 불공정거래로 볼 여지가 있다.

다. 현실거래에 의한 시세조종 우려행위(ELW와 기초자산을 연계한 경우)

59) LP가 제시하는 매도 및 매수호가간 가격차이를 말하며, 호가스프레드의 ELW 매수호가가격에 대한 비율인 호가스프레드비율은 거래소에 신고한 대로 일정한 제한을 받음. 예를 들어, ELW 시장가격이 1,000원일 때 호가스프레드비율이 10%이고 LP가 매수호가 950원을 내려면 매도호가를 1,045원(950원+95원)의 범위내에서 동시에 내야 한다.

LP가 ELW 매도포지션에 대한 헤지를 위해 기초자산인 주식(현물)을 매매하는 과정에서 현물 시세에 영향을 미쳐 ELW 시세를 인위적으로 변동시키는 경우 현실거래에 의한 시세조종으로 판단될 가능성이 큼

첫째, LP가 ELW(Call의 경우)를 매도하고 기초자산을 매수하는 경우에 대하여는 원칙적으로 ELW에 대한 가격변동의 위험을 회피하기 위한 델타헤지이므로 당연히 불공정거래에 해당하지 않는다. 다만, 유동성이 없는 기초주식자산(주식)을 단기간에 대량 매수하거나 적정 헤지수량보다 더 많은 수량으로 매수(over-hedge)하는 과정에서 기초자산의 시세에 영향을 미칠 수 있으며 이 과정에서 기초자산의 가격변동을 반영한 높은 매도호가를 제출하여 ELW 시세를 인위적으로 변동시킬 개연성이 있다. 예컨대, ELW 매도→ 헤지(기초자산 매수) → 기초자산 가격 상승 → ELW 고가 매도호가→ ELW 고가 체결로 이어지는 경우 ELW 고가매도 목적으로 기초자산의 가격을 상승시킨 것이므로 기초자산에 대한 시세조종에 해당할 수 있다. 그러나, 단지 기초자산의 가격 상승에 기초하여 LP가 고가의 ELW 매도호가를 제시한 후 불특정다수에 의해 고가로 체결되었다면 ELW에 대한 LP의 시세조종 혐의를 인정하기 어려울 것이다.

둘째, ELW의 만기 도래로 LP가 헤지목적으로 보유하던 주식을 처분하는 과정에서 최종거래일 5일의 평균가격으로 결제가격이 결정되는 점을 이용하여 5일에 걸쳐서 주식을 대량으로 매도하는 경우 기초자산의 주가 하락으로 결제가격이 낮아진다면 시세조종에 해당할 수 있다. 다만, LP가 ELW의 만기도래에 따라 헤지목적의 물량만을 처분한 경우라면 시세조종 혐의를 인정하기 어려울 것이다.

라. 기타 불건전행위의 경우

첫째, LP가 다른 투자자들의 호가제시가 저조한 호가공백을 이용하는 경우 시세조종의 개연성이 있을 수 있다. 다만, 호가공백이 큰 경우에 제시해야 하는 LP의 의무호가는 유동성을 공급함으로써 매매거래를 성립시키기 위하여 일반투자자의 호가에 맞추어 제출하는 수동적인 호가로서 시세조종에 해당될 가능성이 낮다.

둘째, LP가 허수주문 등을 제출하는 경우 시세조종의 개연성을 생각할 수 있지만 LP의 허수호가는 호가스프레드비율에 따라 호가제시 범위가 지정되어 있어 오인의 목적 또는 그릇된 판단을 하게 할 목적성을 인정하기는 어려울 것이다.

IV. 증권범죄에서의 위법성 판단기준의 정립

1. 형법상 위법성 판단기준의 증권범죄에의 적용

먼저, 위법성 판단기준이 형법과 민법상 어떻게 달라지는지 살펴볼 필요가 있다. 민법의 경우 객관적 과실에 대한 사회적 비난에 기초한 손해분배기능의 관점에서 위법성개념에 접근하고, 형법의 경우 도덕적 비난에 기초한 응징적 기능의 관점에서 접근한다⁶⁰⁾. 따라서, 민

60) 이은영, 『채권각론』(박영사, 1991) 536면 참조

법은 주관적 위법성요소인 고의와 과실의 차이를 인정하지 않고 동일하게 취급하는 경향이 강한 반면, 형법은 고의와 과실의 차이를 분명히 인식하고 제재수준이 확연하게 달라진다. 더구나 위법행위가 미수에 그친 경우 형법상은 주관적 불법성이 큰 경우 처벌이 가능한 반면, 민법상은 전혀 위법행위로 취급되지 않는다. 예를 들어, 다른 사람의 재물을 파손한 경우 민법상은 고의로 했든지 과실로 했든지 불법행위책임을 부담해야 하나 미수인 경우에는 아무런 책임이 없는데 비해, 형법상은 고의에 의한 손괴죄만이 인정될 뿐 과실인 경우에는 면책되지만 미수인 경우 처벌된다.

증권범죄의 경우에도 형법 및 민법상 위법성문제가 발생하고 원칙적으로 위와 같은 위법성 판단기준이 적용된다고 할 수 있다. 실제로 최근 주가조작과 관련한 손해배상판결⁶¹⁾에서 형법상 위법성이 인정되어 형사처벌을 받았음에도 민법상 위법성이 부정되어 민사책임이 면제된 사례가 발생하였다. 동 판결에서 “비록 형사처벌을 받은 자라도 자신의 시세조종 가담 기간에 발생한 손해에 통계적으로 의미가 있을 정도의 영향(‘상당 인과관계’를 의미하는 것으로 보인다)이 없는 한 배상책임이 없다”고 판시함으로써 민사책임의 한계를 명확히 하였다. 이 판결을 볼 때 민법상 위법성문제는 결국 손해배상책임문제로 귀착되므로 ①고의 또는 과실②가해행위③손해④인과관계의 구성요건을 모두 충족할 때만이 위법성이 인정된다고 봐야 할 것이다. 형법상 위법성은 ①과 ②만 인정되어도 충분할 수 있지만 ③과 ④가 없는 한 민법상 위법하다고 말하는 것은 의미가 없다. 즉, 민법에서의 위법성 판단기준은 타인의 재산 또는 권리에 손해나 장애를 발생시켰느냐 여부에 달려 있기 때문이다.

한편, 미국⁶²⁾, 독일⁶³⁾ 등을 중심으로 일어나고 있는 비범죄화의 확대라는 형사정책적 요청이 증권범죄에도 적용해야 한다는 입장⁶⁴⁾이 있는데 투기적 속성을 가진 증권시장의 특성 및 불특정 다수인에게 피해를 끼치는 점으로 인해 증권범죄를 강화해야 한다는 증권규제철학과 충돌될 수밖에 없을 것이다. 그러나 형법상 사기죄 등 재산범죄가 개인적 법익의 차원임과는 달리 증권범죄는 불특정 다수인이 관련된 사회적 법익의 문제이고, 위법성의 본질 측면에서도 도의적 악성 등 주관적 위법성에 중심이 있는 형법상 사기죄 등 재산범죄와 달리 건전한 시장질서에 대한 위험성 등 객관적 위법성에 기초하고 있다는 점 등을 고려할 때, 증권범죄를 특별취급하거나 그 처벌을 강화해야 한다는 것이 설득력을 가진다고 본다.

이제 구성요건 해당성과 위법성의 관계를 통해 위법성의 본질에 바탕을 둔 위법성 판단기준을 정리해 볼 필요가 있다. 형법에서 위법성판단기준은 구성요건해당성이 위법성을 징표한다는 전제에서⁶⁵⁾ 각 범죄요건의 충족여부에 대한 각론적 판단기준과, 위법성 조각사유, 허용구성요건⁶⁶⁾의 존재 등을 고려한 총론적 판단기준으로 구분할 수 있다고 본다. 이러한 인식구조는 증권범죄에서도 그대로 적용될 수 있으므로 먼저 각론적 기준으로서 증권범죄별 구성요건의 충족여부에 대한 위법성판단이 필요하고, 다음으로 형법 및 증권관계법령에서의 위법성 조각사유 적용 여부에 대한 위법성판단이 요청될 것이다.

61) 서울고등법원 2007. 7. 4. 선고, 2005나99154(모디아 주가조작사건)

62) 1962년 미국법률협회를 시작으로 음란문서, 낙태, 간통, 도박 등 피해자 없는 범죄에 대한 비범죄화를 추진해왔고, 1970년대 형법기능의 재검토 및 사회가치관의 변화 등을 반영하여 형사법개정작업이 추진되었다. 기광도, 『교통관련범죄의 비범죄화에 관한 연구』(형사정책연구원, 2000), 55-56면

63) 독일에서도 최근 구증권법(제88조)에 있던 시세사기죄가 삭제되고, 유가증권법(제20조a)에서 시세 및 시장가격의 조작행위를 질서위반행위로 규제하도록 변경됨으로써 원칙적으로 비범죄화되었다. 임철희, 전게서, 163면

64) 불공정거래행위가 투자자의 재산상 손해와 같은 부정적인 결과를 야기한다는 점에 대하여 충분한 경험적인 입증이 없는 한 비범죄화하는 것이 비례성의 원칙에 맞다는 주장이다. 이상돈·임철희, 전게논문 127면이하; 임철희, 전게서 58면

65) 이재상, 『형법총론』(박영사, 2000), 102면

66) 허용구성요건은 법익침해를 예외적으로 허용하는 위법성조각사유 등을 말하는데(이재상, 전게서, 203면이하 참조) 여기서는 논외로 한다.

끝으로 위법성의 본질과 관련하여 실질적 위법성론의 관점에서 권리나 보호법익의 침해라고 볼 때 위법성 판단은 증권범죄에서의 보호법익이 무엇인가에 따라 그 한계가 결정된다. 형법상 사기죄의 경우 보호법익이 재산·이익과 같은 개인적 법익이고, 민법상 불법행위나 부당이득 책임의 경우도 형법과 마찬가지로 보호법익이 재산·이익과 같은 개인적 법익인 반면에 증권범죄인 시세조종의 경우 증권거래법의 입법취지⁶⁷⁾를 고려할 때 투자자 보호와 공정한 가격형성을 포함한 공정한 거래질서(또는 시장의 건전성, Market Integrity)⁶⁸⁾라는 사회적 법익⁶⁹⁾이라고 할 수 있다. 그리고 이러한 보호법익이 실제로 침해받지 않더라도 시세조종의 목적 내지 고의를 가지고 시장에서 행위를 착수하는 것만으로도 범죄가 성립이 되는 추상적 위험범이라고 볼 수 있다.⁷⁰⁾ 한편, 내부자거래죄에서의 보호법익은 시세조종죄의 경우와 마찬가지로 투자자보호 및 공정한 거래질서일 뿐만 아니라 시장에 대한 투자자의 신뢰⁷¹⁾까지 포함한다고 할 수 있다. 따라서 이러한 보호법익을 얼마나 침해하고 있는가에 따라 위법성을 판단하되, 추상적 위험범임을 감안하여 손해와 같은 실제적 피해가 없더라도 어느 정도 보호법익이 침해될 우려가 명확한 경우에는 위법성이 인정되어야 할 것이다.

2. 형법상 위법성조각사유의 증권범죄에의 적용

구성요건에 해당하는 행위는 원칙적으로 위법하다고 하더라도 허용규범으로서 위법성조각사유가 존재한다.⁷²⁾ 형법상의 위법성조각사유에는 정당방위, 긴급피난, 자구행위, 피해자의 승낙 및 정당행위 등이 있는데 과연 이러한 위법성조각사유들이 증권범죄에도 그대로 적용될 수 있는지를 개별적으로 살펴볼 필요가 있다.

먼저, 정당방위⁷³⁾가 가능한지 생각해 볼 때 예를 들어 다른 사람의 시세조종으로 가격이 급등하는 경우 이러한 침해행위로부터 자기 또는 다른 투자자들의 이익을 방어하기 위하여 대량 허수매도주문을 내어 가격을 진정시키는 행위를 한다면 정당방위라고 할 수 있겠는가? 그러나 증권범죄의 속성은 가해자와 피해자간이 일대일 관계인 형법상 범죄와는 달리 가해자는 소수이고 피해자는 다수인 경우가 일반적이므로 피해자중 소수에 의하여 정당방위차원에서 시세조종을 하더라도 다른 피해자에게는 역시 새로운 유형의 피해⁷⁴⁾가 발생할 수 있고 설령 가격이 안정되어 모두가 피해를 보지 않게 되더라도 방어행위로서의 시세조종 자체가

67) 동법 제1조에서 “이 법은 유가증권의 발행과 매매 기타의 거래를 공정하게 하여 유가증권의 유통을 원활히 하고 투자자를 보호함으로써 국민경제의 발전에 기여함을 목적으로 한다”고 명시하였다.

68) 장영민·조영관, 전계서, 22면; 임철희, 전계논문, 122-124면; 임재연, 전계서, 568면도 유사한 입장이다. 한편, 김원대, 『선물·옵션거래의 시세조종죄』(경북대학교 석사학위논문, 2002), 21면에서는 대법원의 입장(2002도1885)이 개개인의 재산적 법익은 보호법익이 아니라고 판시하였다고 하면서 보호법익을 총체적 투자자 신뢰라고 하였는데 이것이 투자자보호에 내포된 재산이익을 보호법익에서 제외한다는 의미라면 문제가 있다. 왜냐하면 투자자 신뢰는 공정한 시장질서를 보호함으로써 결과적으로 보호되는 것이고 투자자보호에서 직접적으로 보호해야 할 대상은 당연히 투자자가 제일 중요시하는 재산이익이 보호법익이라고 봐야 하기 때문이다. 다만, 대법원은 사기적 부정거래(제188조의4제4항)의 경우에는 ‘투자자 일반의 증권시장에 대한 신뢰’가 보호법익이라는 듯한 태도를 취하고 있다(2003도686, 2002도1696).

69) 물론, 시세조종으로 인해 거래상대방이 입을 재산적 가치가 보호법익에 포함될 수 있으나, 그들이 대부분 불특정 다수의 투자자들이므로 이 또한 사회적 법익이라고 볼 수 있다.

70) 장영민·조영관, 『경제범죄의 유형과 대처방안』(한국형사정책연구원, 1993), 101면; 이상돈, “주가조작의 형사책임”, 『저스티스』, 제89호(2006), 99면; 김원대, 전계논문, 22면 참조

71) 이상돈·임철희, 전계논문, 105면; 神山敏雄, 『日本の証券犯罪』(일본평론사, 1999), 71면; 미국의 ‘내부자거래제법’의 입법취지도 공공의 신뢰(public confidence)와 시장의 건전성(integrity of market)을 보호하려는 것이다. 김정수, 전계서, 605면

72) 이재상, 전계서, 208면

73) 형법 제21조에서 “자기 또는 타인의 법익에 대한 현재의 부당한 침해를 방어하기 위한 행위는 상당한 이유가 있는 때에는 벌하지 아니한다”라고 명시하고 있다.

74) 시세조종으로 가격이 급등한 상황에서 매수한 투자자들에게는 가격안정이 오히려 손해가 될 것이다.

증권범죄의 보호법익인 공정한 시장질서를 침해하였다고 할 수 있으므로 정당방위는 인정되기 어렵다고 본다.

다음으로, 긴급피난은 어떠한가? 자기 또는 타인의 법익에 대한 현재의 위난을 피하기 위한 상당한 이유 있는 행위(형법 제22조)를 긴급피난이라고 하는데 이는 不正 대 正의 관계인 정당방위와는 달리 제3자의 희생에도 불구하고 이를 통한 가치의 재분배가 전체 법질서에 의하여 허용되는 것이다.⁷⁵⁾ 위에서 든 예에서 시세조종을 대항하는 방어행위가 시세조종에 해당하더라도 긴급피난에 해당할 수 있으려면 위난을 피하기 위한 상당한 이유가 존재하여야 한다. 즉, 피난행위가 법익을 보호하기 위한 유일한 수단일 것이라는 보충성의 원리, 피난에 의해 보호되는 이익이 희생되는 이익보다 우월할 것이라는 균형성의 원리 및 피난행위가 사회윤리적으로 적합한 수단일 것이라는 적합성의 원리를 충족하여야 한다.⁷⁶⁾ 그러나 방어행위로서의 시세조종은 법익보호를 위한 유일한 수단이라고 보기 어렵고, 보호하려는 자신의 주식가치가 희생되는 다른 사람의 피해보다 더 우월하다고 할 수 없으며, 피난행위로서 시세조종은 사회윤리적으로 적합하다고 볼 수 없다.

한편, 의무의 충돌⁷⁷⁾은 작위의무간에 충돌하는 경우 한쪽의 의무를 포기할 수밖에 없는 상황인데 시세조종에는 부작용의무만 있을 뿐 작위의무가 발생하지 않으므로 위법성 조각사유로서 적용될 여지가 없다. 또한 청구권을 침해당한 때에 자력에 의해 그 권리를 구체·실현하는 행위인 자구행위(형법 제23조)의 경우에도 시세조종으로 인해 자신의 청구권이 침해당한다고 보기 곤란하므로 위법성 조각사유로서 적용되기 어려울 것이다.

그렇다면 피해자의 승낙의 경우에는 어떠한가? 예를 들어, 시세조종의 피해자인 투자자들이 모두 시세조종을 승낙한다면 위법성이 조각될 수 있는가 생각할 때 시세조종죄의 보호법익의 문제로 다시 돌아갈 수밖에 없다. 즉, 보호법익인 투자자의 재산·이익을 포함한 투자자보호는 앞에서 본 바와 같이 개인이 처분가능한 개인적 법익이 아닌 사회적 법익인 것이고, 또하나의 보호법익인 공정한 시장질서는 더욱더 투자자들이 합의하여 처분할 수 없는 사회·국가적 법익인 것이다. 따라서 피해자의 승낙은 적용될 여지가 없다.

끝으로 정당행위의 경우를 살펴보면 이는 법령에 의한 행위 또는 업무로 인한 행위 기타 사회상규에 위배되지 아니하는 행위를 말한다(형법 제20조). 법령에 의한 정당행위의 경우에는 증권거래법 등 관련법령에서 허용하는 조항이 있으면 충분히 성립할 가능성이 있다.⁷⁸⁾

결론적으로 형법상 위법성 조각사유가 적용될 여지는 거의 없다고 할 것이고, 다만 위에서 본 바와 같이 안정조작·시장조성과 같은 법령에 의한 정당행위가 성립할 여지가 있다고 말할 수 있다.

3. 선물범죄에서의 위법성 판단기준

선물범죄⁷⁹⁾에서의 위법성 여부를 판단하는데 있어 먼저 문제가 되는 것은 도박거래와의 관계일 것이다. 일단 이점에 대하여는 자본시장통합법에서 금융투자업자의 선물거래에 대하여는 형법상 도박죄가 적용되지 아니함을 명시⁸⁰⁾함으로써 법령에 의한 정당행위로서 위법성

75) 이재상, 전계서, 230면

76) 이재상, 전계서, 237면

77) 형법상 명문의 규정은 없으나 위법성 조각사유로 인정하는데 학설이 일치한다. 이재상, 전계서, 243면

78) 공정거래법의 경우 제58조(법령에 따른 정당행위)에서 “이 법의 규정은 사업자 또는 사업자단체가 다른 법률 또는 그 법률에 의한 명령에 따라 행하는 정당한 행위에 대하여는 이를 적용하지 아니한다.”라고 하여 포괄적 형태로 명시하고 있다.

79) 선물시장에서의 시세조종 등 불공정거래를 말하며 넓게 보면 증권범죄에 속하나 편의상 ‘선물범죄’라고 부르기로 한다.

80) 동법 제10조(다른 법률과의 관계) ②금융투자업자가 금융투자업을 영위하는 경우에는 형법 제246조를 적용하지 아니한다.

조각사유임을 분명히 하고 있다.

다음으로 Win-win이 가능한 증권시장과는 달리 Zero-sum game인 선물시장에서 위법성을 보다 완화된 기준으로 판단해야 하는 것이 아니냐의 문제일 것이다. 선물업자의 부당권유 등 위법행위로 인한 고객에 대한 민사적 불법행위책임에 있어서는 선물거래는 고위험이므로 선물업자로 하여금 고객에게 그 고위험성을 충분히 고지·설명하여야 한다고 보아 선물업자의 주의의무를 강화하는 입장과 반대로 이미 고위험인 선물거래에 뛰어들어 고객에 관하여는 스스로 위험에 노출된 것이므로 그로 인한 손실에 관하여는 전적으로 고객이 책임을 부담하여야 한다는 입장으로 나눌 수 있다.⁸¹⁾ 판례도 선물업자의 설명의무에 관하여는 선물거래에 대한 경험이나 지식이 없는 고객에게 주가지수 선물거래의 특성과 위험성에 대한 충분한 설명을 하지 않아 책임을 인정한 입장⁸²⁾이 있는 반면, 선물·옵션거래는 위험한 투자인 만큼 증권사 직원의 권유에 따랐거나 증권사의 내부규칙까지 위반한 과도한 투자였다 해도 본인이 책임을 져야 한다는 입장이 있다.⁸³⁾

위 판례들의 입장이 달라 보이거나 자세히 보면 선물거래자체가 가진 가격급등락 등의 특성과 레버리지효과로 인한 대규모손실의 위험성을 감안해 위법성을 판단해야 한다는 전제가 깔려있음을 알 수 있다. 따라서 이러한 특성과 위험에 기초한 소위 투자전략적 거래는 위법성을 조각시켜 줄 필요성이 있는 것이고 이로 인해 손실을 받는 투자자들도 피해자가 아닌 게임의 패자로 인정해야 한다는 일종의 상황논리가 적용될 여지가 있는 것이다.

예를 들어, 알고리즘 트레이딩(algorithmic trading)의 경우 시장변동성이 현저히 줄어들어 따라 최적 매매시점을 포착하고 대량주문의 시장충격을 최소화하며 비용을 절감해주기 위해 미리 설정한 전략모델에 따라 주문을 시간과 양으로 분할하여 자동으로 제출하도록 프로그래밍된 거래⁸⁴⁾인데 이 경우 시세조종 등 범죄로 볼 것인가 아니면 위법성 조각사유를 적용할 것인가의 문제는 case by case로 봐야 할 것이다. 즉, 프로그래밍 자체의 취지가 시세조종과는 무관하고 기계적인 행위라는 점에서 시세조종의 고의요건을 충족하기는 어려워 보이나 위에서 본 판례가 당해 유가증권의 성격, 발행주식의 총수, 종전 및 당시의 거래상황, 증권시장의 상황 등을 종합적으로 고려하여 매매거래의 유인 목적 여부를 판단하는 것처럼 각각의 주문제출행위에 대한 시세조종 고의 여부를 간접증거에 의해 추인할 수 있다고 본다. 또한 이 경우 범죄의 주체를 사람이 아닌 기계나 주문제출행위와는 직접 관련이 없는 프로그래머라고 할 수는 없고 결국 그 주문을 제출한 고객 및 선물업자라고 봐야 할 것이되, 이러한 전략적 투자거래의 불공정거래관련 가이드라인, 업자의 설명의무 강화 등을 통해 투자자들에게 법적 예측가능성을 주고 범죄가 예방되도록 해야 할 것이다.

한편, 선물범죄의 특성이 여러 연계상품을 동원하여 난해하고 복잡한 투자기법을 구사한다는 점, 레버리지효과로 투입자금에 대비하여 부당이득이 엄청나다는 점 등을 고려하여 목적성 요건, 입증책임 등의 완화가 필요하다고 본다. 현행 증권거래법상 시세조종죄는 목적범인데 반해 선물거래법상 시세조종죄는 단순한 고의범으로 규정하고 있고 증권거래법상 규정된 사기적 부정거래가 선물거래법에는 없는 것을 볼 때 선물거래법이 위법성의 판단기준을 완화하고 있는 것은 바람직한 입법태도라고 말할 수 있다. 또한 선물거래의 특성을 이용하여 거래가 되지 않는 원월물을 중심으로 불법상속이나 증여를 위한 편법으로 통정매매를 하

81) 채동헌, 『증권거래와 법』(청림출판, 2006), 746면

82) 대법원 2001. 4. 2. 선고, 2000다30943

83) 대법원 2003. 1. 10. 선고, 2001다45201

84) 'Apama'라는 알고리즘트레이딩 프로그램으로 아시아태평양지역 전체 매출의 20%를 점하고 있는 미국 Progress Software 사가 hclrms 국내진출을 선언하였고, 국내 일부 증권사도 일부 도입하였으며 다수 증권사들이 준비하고 있는 상황이다.

는 경우 오인·오판의 목적 자체가 존재할 수 없으므로 목적요건을 엄격히 요구하는 경우 처벌이 불가능하게 되는 것이다.⁸⁵⁾ 그러나 자본시장통합법에서는 증권 및 선물을 이용한 시세조종을 동일 종류의 범죄유형으로 함께 규정하고 목적범으로 명시함으로써 차별을 없애 버렸다. 이러한 입법태도는 성문법국가에서 증권범죄와 선물범죄의 위법성 판단기준을 차별할 수 있도록 탄력적으로 해석하는 데는 한계가 있을 것이므로 문제가 있다고 본다. 그러나 아직 구체적으로 양자간 위법성 판단에 있어 합리적 차별기준은 명확하지 않은 현실이므로 이를 어떻게 정해야 할지가 조사실무자나 사법당국의 앞으로의 과제라고 할 수 있다.

반면, 증권거래법상 사기적 거래금지(제188조의4제4항)와 같은 일반조항을 선물거래법상은 정하고 있지 않다는 점, 현·선물을 연계한 시세조종이 선물거래법에만 존재하고 있다는 점 등 양자간 차별을 하고 있는 일부 사항은 위와 같은 차별이 필요한 사항이 아니므로 통일이 필요한데 자본시장통합법은 이를 일원화함으로써 문제를 해소하였다.

V. 미국 및 일본의 증권범죄에 대한 위법성 이해

1. 미국

가. 위법성 판단기준⁸⁶⁾

(1) 시세조종의 정의 및 유형

시세조종이란 시장가격과 거래량에 영향을 미치는 시장활동으로서 증권가격을 조종 또는 인위적으로 영향을 끼침으로써 투자자들을 속이고 기만하는 의도적이고 계획적인 행위이라고 본다.⁸⁷⁾ 가장매매, 통정매매, 가격조작 행위 등이 이에 속하고, 수요·공급의 자율적 기능에 대한 의도적 방해행위 또한 시세조종행위이다.⁸⁸⁾ 한편, 위법성판단에 있어서 중요한 기준을 제시하는 보호법익을 보면 증권거래법 §10(b)에서 SEC가 공익 또는 투자자보호를 위하여 필요·적절하다고 인정하여 정하는 규칙에 위반하여 시세조종적이거나 사기적인 책략을 사용하는 것을 위법하다고 하고 있으므로 공익 및 투자자보호가 될 수 있다. 또한 내부자거래의 경우 미국의 1984년 ‘내부자거래제재법’의 입법취지인 공공의 신뢰(public confidence)와 시장의 건전성(integrity of market)을 보호법익이라고 말할 수 있을 것이다

구체적인 유형을 살펴보면, 1) 치고 빠지기 수법(pump and dump) : 주가를 끌어올리고 그 후 보유주식을 투매하는 수법, 2) 고전적인 시세조종행위로서 i) trader나 브로커 등이 실제 또는 의견상 활동이 있는 듯한 상황 또는 주가상승·하락의 상황을 만드는 시세조종, ii) 가장매매(wash sale) : 매도·매수계좌가 동일인·단체에 의해 조종되는 것으로서 증권 소유권의 변화가 없는 거래, iii) 통정매매(matched orders) : 동일시간에 동일가격으로 동일수량의 매도·매수를 하기 위한 일치된 주문(가장매매와 달리 소유권 변화를 수반한다.)

85) 김정수, 전제서, 717면

86) International Institute For Securities Market Development(SEC Workshop April 2000, Washington D. C.), “Division of Market Comprehensive view of Office of Risk Management and control”의 번역내용을 중심으로 요약정리하였다.

87) Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185, 199(1976) 참조

88) In re Pagel, Inc., Rel. No. 34-22280(August 1, 1985), aff'd sub. nom., Pagel, Inc. v. SEC, 803 F.2d 942(8th Cir, 1986) 참조

iv) 시장의 지배·통제, v) 실제 소유증권이 있는 상태에서 매수를 하거나 매수호가를 증가시키는 경우, vi) 계좌에 증권을 예치시킴으로써 증권의 공급을 제한하는 경우 등이다.⁸⁹⁾

(2) SEC의 증권거래법 §10(b) 위반에 대한 판단기준

SEC가 시세조종을 포함한 포괄적 사기행위(§10(b)의 금지대상)로 판정하는 기준을 보면 다음과 같다. 첫째, 1인 이상의 자가 증권거래에 영향을 끼치는 것으로서, ①실제 또는 외관상 거래를 만들거나 ②가격의 상승 또는 하락을 유발하는 것이어야 한다. 또한 당해거래는 증권시장에서의 부정·사기행위로 행하는 것이어야 한다.

둘째, 단지 3번의 매수, 매수호가(또는 매수), 매도로도 충족할 수 있다. 셋째, SEC는 거래법 §10(b)와 Rule 10b-5의 고의를 증명해야 한다. 일부법원에서는 부주의로도 고의요건을 충족하는 것으로 본다. 넷째, 거래법 §9(a)(2) 규정은 시세조종행위 목적이 있을 것을 요하지만 §10(b)와 Rule 10b-5는 요하지 아니한다.⁹⁰⁾

(3) 법원의 증권거래법 §10(b) 위반의 판단기준

미국 법원이 시세조종 및 내부자거래⁹¹⁾를 포함한 포괄적 사기행위⁹²⁾로 판정하는 기준을 보면 사기성(fraud)의 존재가 필수적이고 이를 충족시키는 요건으로 materiality(중요성), scienter(인식있는 과실 내지 미필적 고의), reliance(transaction causation, 거래인과관계), loss causation(손해인과관계) 및 damages(손해)의 5가지를 판례를 통하여 확립시켜 왔다.⁹³⁾ 다만, 앞서 언급한 모디아주가조작사건 손해배상판결에서 보았듯이 민사책임과는 달리 형사책임은 반드시 ‘인과관계’와 ‘손해’를 요구하지 않으므로 materiality와 scienter만 있으면 위법성이 인정된다고 볼 수 있다.

사기성의 구성요건은 ‘인과관계’ 및 ‘손해’를 제외하고는 민사책임과 형사책임이 같다고 할 수 있지만 입증에 있어서는 민사의 경우 “preponderance of the evidence(보다 많은 가능성)”이라는 보다 완화된 기준으로 예를 들어 51%의 가능성이 있으면 적용하는 반면, 형사의 경우 “beyond reasonable doubt(합리적 의심을 넘어서)”라는 보다 엄격한 기준을 적용한다는 측면에서 양자간 위법성기준이 달라진다고 한다.⁹⁴⁾

89) Edward J. Mawod & Co. v. SEC, 591 F.2d 588,595(10th Cir. 1979) 참조

90) 증권거래법 §10(b) 규정이 주요 규정으로 이용되는 이유는 그 적용범위가 넓다는 데 있다. 동 규정은 ①장내장외거래를 포괄하고 있으며, ②증권법 §17(a) 규정과 달리 유가증권의 매도 뿐 아니라 매수도 규율하고 있으며, ③시세조종 목적을 요하지 않기 때문이다.

91) 시세조종은 증권거래법상 가장-통정매매, 현실거래에 의한 시세조종 등을 규제하는 §9(a)와 같은 명시적 조항이 있는 반면 내부자거래의 경우 명시적 조항 없이 중요정보를 공시하지 않고 거래한 부작위로서 §10(b)를 위반한 것으로 해석상 인정되고 있다(김건식·송옥렬, 『미국의 증권규제』(홍문사, 2001), 344면이하 참조). 이와 같이 증권거래법에서 내부자거래에 관한 중요한 개념들에 대해 정의를 내리고 있지 않기 때문에 1961년 Cady, Roberts사건을 계기로 내부자거래규제이론이 법원의 판결을 통해 꾸준히 발전해 왔다(김정수, 전제서 596면 참조).

92) 증권거래법 §10(b)는 “증권의 매매와 관련하여 SEC가 정하는 규정을 위반하여 사기적인 방법을 사용하는 것은 위법”이라고 선언할 뿐이고, SEC Rule 10b-5에서 “증권의 매수 또는 매도와 관련하여, 직접 또는 간접적으로, 주간통상의 수단이나, 우편, 전국적 증권거래소라는 시설을 사용하여, 다음과 같은 행위를 하는 것은 위법이다. (a)사기를 위해 어떠한 수단, 계획, 술책을 사용하는 것, (b)중요한 사실에 대하여 허위의 진술을 하거나, 표시가 이루어진 상황에 비추어 오해를 방지하기 위해 필요한 중대한 표시를 누락하는 것, (c)타인에 대하여 사기나 기망이 되거나 될 수 있는 행위, 관행, 업무방법을 행하는 것”으로 명시하고 있음(김건식·송옥렬, 전제서, 294면 참조)

93) 김병연, “미국 판례법상 시장사기이론”(증권법학회세미나 발표자료, 2003), 1면

94) IOSCO, Investigating and Prosecuting Market Manipulation(2000), 74면 참조

나. 위법성조각사유

(1) 시장조성(Market Making)

Regulation M의 Rule 103 규정은 “수동적 시장조성”을 규율한다. 나스닥 마켓메이커는 Rule 103 규정의 기준내에서 매수호가와 매수를 하는 경우 Rule 101 규정의 금지사항⁹⁵⁾에서 적용제외된다. 수동적 시장조성은 인수인으로 활동하는 브로커-딜러가 모집증권에 대해 제한적인(수동적인) 마켓메이커로 기능하도록 허용한다. 이러한 적용제외사항 외에는 증권의 매수호가와 매수를 금지할 수 있기 때문에 브로커-딜러에 의한 모집증권의 시장조성을 중지할 수 있게 된다. 따라서 이 규정은 증권의 시장가격에 영향을 끼칠 수 있는 능력을 막는 반면에 브로커-딜러가 모집증권의 유동성을 제공하도록 허용하기 위한 것이라고 할 수 있다.

또한, Rule 103 규정에서는 시장조성의 범위와 한계를 정하고 있다. 첫째, 소극적 마켓메이커는 일반적으로 현재의 높은 매수호가보다 높은 호가를 공표하지 않는다. 이러한 금지는 소극적 마켓메이커에 의해 모집된 증권의 시장가격을 상승시키거나 적극적으로 지원하는 것을 막기 위한 것이다. 만일 모든 매수호가 하락하게 되면, 소극적 마켓메이커는 즉시 이 호가를 새로운 매수호가로 하락시켜야 한다. 둘째, 브로커-딜러가 소극적 마켓메이커로 활동하는 각각의 날마다 당해증권의 일평균거래량의 30%까지 매수할 수 있다. 만일 그러한 매수거래량 한도에 도달하게 되면, 브로커-딜러는 당해 호가를 중지해야 한다. 셋째, 소극적 마켓메이커의 매수호가수량은 당해 증권의 최소호가범위 또는 일일 매수한도의 잔여 수량을 초과하지 못한다. 다만, Regulation 104 규정에 의한 안정조작을 위한 매수호가 효력을 가지고 있는 때에는 수동적 Market Making은 금지된다.⁹⁶⁾

(2) 안정조작(stabilization)

증권거래법 제9조(a)(6)에서 인수인들이 일정한 한도내에서 공모대상증권가격의 안정을 위한 거래를 하는 것을 허용하고, Regulation 104에서 허용되는 안정조작의 요건으로 첫째, 그 목적이 증권의 가격하락을 방지하는 소극적인 것일 것, 둘째, 증권의 매수주문가격은 어떠한 경우에도 발행가격을 초과할 수 없을 것, 셋째, 안정조작 시작 당시의 시장가격보다 높은 가격으로부터 시작할 수 없을 것, 다섯째, 안정조작을 수행하기전에 그 의사를 시장에 통지하고 발행증권의 사업설명서에 안정조작에 관한 내용을 공시할 것으로 정하고 있다.⁹⁷⁾

(3) 자사주 취득

Rule 10b-18에서는 회사의 자사주취득이 회사의 실질가치가 주가에 정확히 반영되는 것을 인위적으로 방해한다는 점에서 시세조종의 성격이 있음을 감안하여 일정한 조건을 만족할 경우에만 하여 제9조(a)(2) 및 제10조(b)의 시세조종 및 포괄적 사기금지조항으로부터 면제될 수 있는 안전항(safe harbor)을 명시하고 있다.

이 조항은 기본적으로 발행인과 그 관계자가 비교적 적은 금액의 주식만을 시장가격 미만으로

95) (a)항에서 증권분매에서 분매참여자 또는 그와 제휴한 매입자가 제한기간이 적용되는 기간에 분매대상이 되는 증권에 대해 직간접으로 매수호가 또는 매수하거나 다른 자료 하여금 매수호가를 제시하도록 유도하는 것을 위법으로 명시하고 있다.

96) Louis Loss & Joel Seligman, Fundamentals of Securities Regulation, Little, Brown & Company Ltd., 938

97) 김건식·송옥렬, 전계서 390면

매수할 수 있게 하는 것이다. 이 안전항을 충족시키기 위한 요건으로는 첫째, 자사주취득은 단일한 브로커·딜러를 통한 거래일 것, 둘째, 자사주취득거래가 시장의 개시 또는 종료시 30분내에 발생해서는 안될 것, 셋째, 매수가격이 시장가격을 초과해서는 안될 것, 넷째 취득주식수가 일정한 수준(일일평균거래규모의 25%)을 초과해서는 안될 것 등이다.⁹⁸⁾

2. 일본

가. 위법성 판단기준

일본에서의 증권범죄에 대한 위법성 판단기준을 살펴보려면 먼저, 보호법익을 생각해 봐야 한다. 일단은 증권거래법의 목적을 고려하여 증권거래의 공정성 및 유통의 원활성을 보호함으로써 투자자의 경제적 이익을 보호하는 것이라고 말할 수 있다고 한다.⁹⁹⁾ 다만, 내부자거래의 경우에는 증권거래심의회보고서에서 지적했듯이 ①투자자간의 공정성, ②증권시장의 공정성·건전성 및 ③증권시장에 대한 투자자의 신뢰라고 본다.¹⁰⁰⁾ 이러한 보호법익의 관점에서 증권범죄의 구성요건을 해석함으로써 제대로 위법성 판단이 이루어지는 것이다.

증권범죄의 유형별 구성요건에 대한 위법성 판단과 관련하여서는 현실거래에 의한 시세조종을 예로 들어 보고자 한다. 대장성의 증권거래심의회 불공정거래 특별부회는 협동사료사건¹⁰¹⁾에 대한 1988.7월 동경고등재판소의 판결을 토대로 1992년에 “시세조종적 행위 금지규정 등의 형태의 검토에 대해서”라는 제목으로 중간보고서를 발표하면서 유인목적의 존재를 지나치게 강조하는 것은 적당하지 않으므로 1차적으로 당해 거래가 시세를 변동시키는 거래에 해당하는지 여부를 가지고 위법한 거래와 적법한 거래를 구분하는 기준을 제시하였다.¹⁰²⁾

그 내용을 보면 동경고등재판소 판결에서 열거된 ①전장 또는 후장의 최초의 거래 이전부터 전날의 증가보다 높은 가격으로 지정하여 매수주문을 내는 것, ②직전의 가격보다 높은 가격으로 지정하여 매수주문을 내거나 매수주문중 계약이 체결되지 아니한 나머지 부분의 지정주문가격을 높게 변경하는 것, ③시간이 흐름에 따라 순차로 지정가를 1엔씩 높게 해서 매수주문을 내는 것, ④비교적 높은 가격으로 가장매매를 하는 것을 들고, 추가적으로 ⑤매수가 지정주문으로 주가의 하락을 막는 매매를 하는 것, ⑥시장의 상승기회에 편승하여 추적매수등을 반복, 계속하는 것, ⑦시장관여율의 상황, ⑧1일중 가장 중요한 시간대인 증가근처에서의 관여상황, ⑨1일중 동일종목의 매매상황 등을 들고 있다.¹⁰³⁾

위와 같은 변동거래행위에서 위법성 기준을 찾는 입장과는 다르게 일본 지방법원 및 최고재판소¹⁰⁴⁾는 유인목적에서 위법성 기준을 찾고 있다. 즉, 증권거래법상 시세조종 금지조항은 유가증권의 시장을 변동시키는 매매거래를 모두 위법이라고 하는 것은 아니고 그중에서, 인위적인 조작을 가해서 시세를 변동시키면서도 투자자에게 그 시세가 자연스런 수급관계에 의하여 형성된 것이라고 잘못 알게 해서 유가증권시장에서 매매거래를 하도록 유혹할 목적을 가지고 시세를 변동시킬 가능성이 있는 일련의 매매거래를 금지하는 것이라고 판시함으

98) 김진식·송옥렬, 전계서 394면

99) 神山敏雄, 전계서 12-13면

100) 神山敏雄, 전계서 70-71면

101) 협동사료주식회사가 1972.7. 12억엔의 유상증자를 하기 전에 공모가격을 높이기 위해 동경증권거래소시장에서 시세가 급등하도록 고가매수, 가격유지매수 등의 방법으로 거래를 한 사건이다.

102) 김월대, 전계논문, 80면

103) 김정만, 전계논문, 217-218면

104) 동경지방법판소 1973.7.31. 및 최고재판소 1988.7.10(협동사료주식회사 시세조종사건 1심 및 상고심)

로써 시세를 변동시킬 가능성으로 충분하고 유인목적의 존재가 시세조종의 핵심이라는 입장이라고 할 수 있다. 학설도 양 입장으로 갈라지나 법조문상 유인 목적을 명확히 요구하므로 유인목적이 시세조종의 핵심이되 자백이외에는 유인 목적을 입증하기 곤란하므로 거래의 동기, 거래의 태양 등으로부터 간접적으로 인정할 수 있다는 것이 통설이라고 한다.¹⁰⁵⁾

나. 위법성 조각 사유

(1) 안정조작

일본도 우리나라의 경우와 마찬가지로 안정조작을 일단 시세고정·안정을 목적으로 하는 행위로 보되 허용되는 경우를 증권거래법시행령에 해당하는 정령으로 정하도록 하고 있어 위법성 조각사유에 해당한다고 볼 수 있다.¹⁰⁶⁾ 그 허용요건을 보면 우리나라의 경우와 유사하여, ①안정조작거래(그 위탁·수탁등을 포함)는 유가증권의 모집 또는 매출을 용이하게 하기 위하여 유가증권시장에서 일련의 매매등을 하는 경우일 것, ②유가증권신고서상 인수계약자로 기재되거나 미리 통지된 증권회사일 것, ③안정조작거래의 위탁자는 발행인의 임원, 매출 유가증권의 소유자, 발행인과 밀접한 관계에 있는 회사나 그 임원 동일 것, ④사업설명서에 안정조작거래의 뜻 및 해당 장소(거래소명칭등)가 기재될 것, ⑤동법시행령에서 정하는 안정조작기간, 신고서 제출, 가격제한, 보고서 제출, 공중열람 등을 준수할 것 등이다.

(2) 자사주 취득

2001년 10월 상법개정으로 자사주취득의 목적에 의한 규제가 철폐됨에 따라 자사주거래로 인해 시세조종등에 의한 시장의 공정성등을 저해하는 일이 없도록 증권거래법에서 자사주거래가 허용되는 일정한 요건을 정하고 구체적인 요건은 내각부령으로 제정하도록 하였다. 내각부령에서 정하는 자사주취득의 금지사항은 ①1일에 2개사 이상의 증권사를 통해 매매하지 말 것, ②매매거래시간 종료 30분전 이후에 주문하지 말 것, ③시가결정전은 지정가주문으로 전일종가이하의 가격일 것이고, 시가결정후는 직전가주문으로 직전가 상회가격으로 반복해서 계속주문하지 말 것 및 당일 고가를 상회하지 말 것 등이다.

Ⅵ. 자본시장통합법상 위법성 이해 및 향후 과제

1. 자본시장통합법상 위법성 이해

자본시장통합법상 위법성 조항은 기본적으로 현행 증권거래법의 골격을 그대로 유지하되 선물거래법상 불공정거래 관련조항을 화학적으로 결합시킨 구조라고 할 수 있다. 예를 들어 통정·가장매매의 경우 대상을 증권 및 장내파생상품(선물을 포함)으로 확대했을 뿐이고, 구성요건으로는 매매가 성황을 이루는 듯 오인시킬 목적 또는 타인이 오판을 하게 할 목적을 요구하고 사전에 타인과 통정하거나 권리이전을 목적으로 아니하는 거짓으로 꾸민 행위를 객

105) 神山敏雄, 전계서, 18-21면

106) 일본 証券取引法 §159③ 및 동법 政令 §20

관적 요건으로 하고 있어 현행 증권거래법과 동일한 구조를 가지고 있다.

다만, 종전에 선물거래법에만 존재하고 있던 선물에서 이득을 볼 목적으로 현물을 시세조종하는 소위 현·선연계 시세조종유형외에 현물에서 이득을 볼 목적으로 선물에서 시세조종하는 소위 역방향 현·선연계 시세조종과 현물간에 연계하여 시세조종하는 현·현연계 시세조종을 추가신설함으로써 다양한 형태의 불공정거래를 대비하고자 하였다. 따라서 선물거래법상 불공정거래 구성요건이 증권거래법 구성요건과 일치되게 양자간 위법성판단을 동일하게 해야 할 것으로 보이나 앞에서 언급한 것처럼 선물거래법상 위법성 판단은 보다 완화된 기준을 적용하여 투자전략적 거래의 허용범위를 정해야 하고, 새로 도입된 불공정거래 유형들에 대한 위법성 판단기준을 하루빨리 정립해야 할 것이다.

한가지 문제가 되는 것은 종전에 시세조종의 유형으로만 취급했던 사기적 거래를 불공정거래에 대한 포괄적 일반조항으로 확대·보완하였다는 점이다. 물론 종전에도 이 조항을 미국의 포괄적 사기금지조항과 유사한 조항으로 해석하는 견해가 다수였던 것은 사실이다.¹⁰⁷⁾ 동조항의 구성요건을 보면 부당한 이익을 취득하려는 목적요건도 없이 “부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위”라고 행위요건을 상당히 추상적으로 정하고 있는데 이러한 구성요건 해당 여부를 어떻게 판단할 것인가가 위법성 판단의 관건이 될 것이다. 먼저 이러한 입법기술이 죄형법정주의상 명확성의 원칙과 적정성의 원칙에 위배될 소지가 있다.¹⁰⁸⁾ 그럼에도 최근 우리 사회에서 빈발하는 불공정거래사건이나 금융감독원의 조사건수의 증가 등을 고려할 때 법리논쟁이 아닌 입법정책적 차원에서 도입하여야 한다는 현실론¹⁰⁹⁾이 설득력이 있는 것도 부인할 수 없다. 또한, 일본 증권거래법상의 ‘부정의 수단’에 대하여는 최고재판소가 “유가증권의 거래에 한정하여 사회통념상 부정이라고 인정되는 일체의 수단의 개념이므로 문리상 그 의미가 명확하다고 판시한 바 있으며, 우리 형법상도 수뢰후 부정처사, 사후수뢰죄(제131조)에서 ‘부정’을 사용하고 있음을 볼 때 큰 문제는 없을 것이라고 본다.¹¹⁰⁾

최근 공판중심제로의 전환에 따라 사법부의 역할이 중요해지는 상황에서 죄형법정주의에 대한 판단은 결국 법원의 몫이고 불공정거래유형이 날로 다양화되고 예측하기 힘든 상황에서 모든 구성요건을 성문화하는 데는 한계가 있다고 볼 때, 점차 미국과 같이 판례가 구성요건을 명확히 발견해 나감으로써 죄형법정주의의 요청을 충족하는 방향으로 가야 되지 않을까 생각한다. 따라서 새로 도입한 포괄적 사기금지조항을 조속히 현대적 의미에서의 죄형법정주의에 맞게 정착시킴으로써 위헌소지를 제거해 나가는 것이 조사실무자, 사법당국, 학계 공동의 과제라고 할 수 있다.

2. 향후 과제

가. 조사실무자 및 사법당국자간 위법성이해의 공유

불공정거래 시장감시·조사실무자들과 검사, 판사 등 사법당국자들이 포럼, 세미나 등을 통해 상호간에 학문적·실무적 토론 및 교류를 하면서 위법성 이해에 대한 격차를 해소하고 공감대를 형성해나갈 수 있는 장의 마련이 중요하다.

107) 김건식, 전게서 290면; 김정수, “시세조종규제의 이론과 실제”, 『주식』 2001. 7월호, 28면 / 장영민·조영관, “증권범죄의 현황과 형법적 대응”, 72-73면; 성희환, “사기적 부정거래에서 “위계”의 적용문제”, 『증권법연구』, 제8권제1호(2007), 62면

108) 성희환, 전게논문, 76면이하 참조

109) 김정수, 전게서, 754면

110) 김원대, 전게논문, 98-99면

위에서 본 바와 같이 조사단계, 검찰단계 및 법원에서의 위법성에 대한 이해가 주어진 입증수단, 시각차 등으로 인해 조금씩 다르므로 그와 같은 사례들을 놓고 쟁점별로 토론과 의견교환 등을 거쳐 어느 정도 일관된 위법성 판단기준을 정립할 수 있다고 본다. 다행스럽게도 최근에 이러한 기회들이 거래소¹¹¹⁾, 금융감독당국 등을 중심으로 적지 않게 생기고 있고 질적으로도 심도 깊은 주제들을 다루고 있어 상당한 역할을 할 것으로 기대된다.

이러한 위법성이해의 공유를 통해 불공정거래 조사당국은 증권범죄에 대한 보다 정확한 가이드라인을 마련하여 앞에서 검토한 엔드바이방식, LP의 Market Making, 투자전략적 거래 등에 대한 위법성 판단기준을 제대로 확립해 나갈 수 있다고 생각한다.

나. 자본시장통합법상 증권범죄관련조항 정비

(1) LP의 Market Making의 위법성조각사유로의 수용

앞에서 필자가 제시한 것과 같은 형태로 LP의 Market Making에 대한 가이드라인을 만들고 불공정거래 시장감시·조사단계에서는 이것을 위법성 판단기준으로 활용하는 것이 필요하다고 생각한다.

나아가, 자본시장통합법에 시장조성·안정조작과 같이 위법성조각사유로 명시하는 것도 고려해 볼만 하다. 왜냐하면 앞에서 본 것처럼 미국의 경우 마켓메이커의 Market Making을 허용하고 있고, LP의 Market Making이 법상 허용된 증권회사의 시장조성 행위와 유사하다고 할 수 있기 때문이다. 물론, 모든 유동성공급행위를 허용하는 것이 아니라 ①목적이 시세조종이 아닌 유동성공급임이 분명할 것, ②거래소가 정하는 절차 및 요건에 따른 행위일 것 ③그 결과를 공중에 열람시킬 것 등을 요건으로 법령에 명시해야 할 것이다.

(2) 포괄적 사기금지조항의 가이드라인 등을 통한 위법성 판단기준의 명확화

실제로 거래소나 감독당국은 불공정거래 시장감시나 조사단계에서 이러한 포괄적 사기금지조항을 적용하는 것을 상당히 부담스러워 할 것이다. 앞에서 본 바와 같이 위법성판단의 근거가 되는 구체화된 객관적 구성요건이 없는 상황에서 추상적 구성요건을 충족한다고 판단하기에는 조사능력의 한계상황에서 심증만으로 선불리 판단하기는 어려울 것이다.¹¹²⁾

따라서 향후 장내뿐만 아니라 장외파생상품의 발전으로 예상되는 다양한 형태의 불공정거래에 대하여 포괄적 사기금지조항을 작동시키려면 범죄구성요건을 보완할 수 있는 감독당국에 의한 가이드라인이 필요하다. 알고리즘 트레이딩과 같은 투자전략적 거래의 경우 이러한 가이드라인이 적법한 거래와 위법한 거래를 구별하는데 상당히 유용할 것이다. 물론 여기에는 불공정거래 시장감시·조사실무자의 경험칙에 의한 판단기준만으로는 부족하고 위법성이해의 공유를 통한 사법당국의 법리에 충실한 위법성 판단기준이 반영되어야 할 것이다.

그리고 범죄예방효과를 위해서는 앞에서 본 일본 대장성의 시세조종적 행위기준과 같이 금융감독당국이 이러한 판단기준을 유형화하여 투자자들에게 가이드라인으로 제시함으로써

111) 거래소 시장감시위원회는 2005년부터 매년 건진증시포럼을 1년에 두세번씩 개최하여 업계, 학계, 법조계, 금융감독당국의 주요인사들간에 불공정거래와 관련한 주제를 발표하고 의견을 교환할 수 있는 장을 마련하고 있다.

112) 최근에는 불공정거래 조사단계에서 현행 증권거래법상 사기적 부정거래(제188조의4제2항)를 근거로 검찰에 이첩하는 경우가 늘고 검찰도 동 조항을 근거로 기소하는 예가 있으나 사법부는 일부 분식회계건등을 제외하고는 이 조항을 가지고 형사처벌하는데 아직은 적극적이지 않은 것으로 보인다.

법적 예측가능성을 높여야 할 것이다.¹¹³⁾ 가이드라인이 단순한 투자유의사항이 아닌 효과적이고 강력한 지침이 되기 위해서는 No action letter 형태로 발표할 필요가 있고 이러한 가이드라인이 유권해석과 같은 효과를 발휘할 필요하다.¹¹⁴⁾ 아울러 이러한 가이드라인은 사법당국이 엔드바이방식, Market Making, 투자전략적 거래의 위법성을 판단하는데 상당한 도움을 주게 되리라는 것은 말할 필요조차 없다.

다. 비형벌적 수단의 다양화 및 활용

증권범죄에 대하여는 형사처벌 즉, 일벌백계에 의하여 위하적 효과가 가장 확실하게 나타날 수 있지만 앞에서 본 바와 같이 불공정거래 조사단계에서 범죄 혐의가 인정된 모든 불공정거래들이 모두 법정에 서지 않는 현실에서 우리도 비형벌적 수단의 다양화를 통한 효과적인 제재효과를 강구해야 할 시점이라고 생각한다. 예를 들어 미국과 같이 제재조치를 혐의자와 협상하여 형사소추를 하지 않을 수 있는 화해제도도 고려해 볼 수 있다. 실제 공정거래위원회가 이와 비슷한 제도인 동의명령제를 추진하고 있어 시사점이 크다고 본다.¹¹⁵⁾

따라서 처벌의 필요성이 분명히 있지만 형법상 위법성을 인정하기 어려운 경우에는 다양한 행정제재수단을 통하여 규제의 사각지대를 해소하여야 한다. 형사처벌의 대상과 행정제재의 대상을 구분하는 기준은 역시 보호법익을 고려할 수밖에 없을 것이므로,¹¹⁶⁾ 공정한 시장질서, 투자자 보호 등에 미치는 위험이 구체적인 경우에는 형사처벌을 원칙으로 하고 단지 추상적인 위험에 그치는 경우에는 행정제재를 부과함으로써 국가에 의한 자의적이거나 과잉의 형벌화를 경계할 수 있다고 생각한다. 따라서 행정제재를 강화한다는 전제에서 현행 증권범죄를 추상적 위험범으로 보는 시각은 수정될 필요가 있다고 본다.

이러한 행정제재수단으로는 위에서 언급한 행정상 화해제외에도 일본이 최근에 도입¹¹⁷⁾한 것처럼 불공정거래에 대하여도 금전적 제재수단으로서 과징금을 도입할 필요가 있다고 본다.¹¹⁸⁾ 나아가 외국의 제도와 우리의 자본시장 및 규제환경을 고려한 다양한 비형벌적 수단들이 계속하여 연구되고 도입되어야 할 것이다.

[참고 문헌]

- 금융감독원, 『증권시장 불공정거래 사례·판례집』 (2006)
- 기광도, 『교통관련범죄의 비범죄화에 관한 연구』 (형사정책연구원, 2000)
- 김건식, 『증권거래법』 (두성사, 2004)
- 김건식·송옥렬, 『미국의 증권규제』 (홍문사, 2001)
- 김원대, 『선물·옵션거래의 시세조종죄』 (경북대학교 석사학위논문, 2002)
- 김정수, 『현대증권법원론』 (박영사, 2002)

113) 성희환, 전계논문 79면에서도 같은 견해이다.

114) 증권거래법조항에 대한 유권해석은 주무부처인 재경부와 법제처의 전속권한인 것이 현실이므로 최소한 금융감독위원회나 증권위가 증권범죄 관련조항에 한해서는 법령제정권 보유 등을 통해 유권해석을 행사할 수 있도록 할 필요가 있다.

115) 성희환, 전계논문 80면에서도 같은 견해이다.

116) 神山敏雄, 전계서 12면에서도 같은 견해이다.

117) 2003년 금융심의회보고서의 제안에 따라 2004년 증권거래법 개정시 발행공시 위반 및 불공정거래행위를 대상으로 과징금제도를 도입하였다.

118) 정규윤, “증권시장의 신종 불공정거래행위”, 『BFL(Business Financial Law)』 제25호(서울대금융법센터, 2007), 20면

- 이은영, 『채권각론』 (박영사, 1991)
- 이재상, 『형법총론』 (박영사, 2000)
- 임재연, 『증권거래법』 (박영사, 2006)
- 임철희, 『시세조종행위의 형법적 문제에 관한 연구』 (한국형사정책연구원, 2002)
- 장영만 · 조영관, 『경제범죄의 유형과 대처방안』 (형사정책연구원, 1993)
- 장영만 · 조영관, 『증권범죄에 관한 연구』 (형사정책연구원, 1996)
- 증권법학회, 『유동성공급자 제도의 법률문제』 (증권거래소 연구용역보고서, 2004)
- 증권선물거래소, 『주식시장매매제도의 이해』 (2006)
- 채동현, 『증권거래와 법』 (청림출판, 2006)
- 김병연, “미국판례법상 시장사기이론”(증권법학회 정기세미나 발표자료, 2003)
- 김정만, “시세조종행위의 규제”, 『증권거래에 관한 제문제(하)』 (2001)
- 김정수, “시세조종규제의 이론과 실제”, 『주식지』 2001, 7월호
- 성희환, “사기적 부정거래에서 “위계”의 적용문제“, 『증권법연구』, 제8권제1호(2007)
- 이상돈, “주가조작의 형사책임”, 『저스티스』, 제89호(2004)
- 이상돈 · 임철희, “내부자거래의 시장유해성과 시장의 형법비친화성”, 『형사정책연구』, 제10권제4호(1999)
- 이영한, “증권범죄에 대한 양형의 현황과 문제점”(재판실무자료, 2004)
- 정규윤, “ELW시장에서의 LP의 투명성 제고 및 불공정거래 감독방향, 『ELW시장 발전을 위한 워크샵』 (2007)
- 정규윤, “증권시장의 신종 불공정거래행위”, 『BFL(Business Financial Law)』, 제25호(서울대금융법센터, 2007)
- 정순섭, “금융거래와 도박거래”, 『증권법연구』 제7권제2호(2006)
- 최인섭 · 이천현, “한국의 증권범죄의 실태 및 대책”, 『형사정책연구』, 제14권제2호(2003)
- Louis Loss & Joel Seligman, Fundamentals of Securities Regulation, Little, Brown & Company Ltd.
- 神山敏雄, 『日本の 証券犯罪』 (일본평론사, 1999)
- International Institute For Securities Market Development(SEC Workshop April 2000, Washington D. C.),
“Division of Market Comprehensive view of Office of Risk Management and control”
- IOSCO, Investigating and Prosecuting Market Manipulation(2000)**
- Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S.(1979)
- Edward J. Mawod & Co. v. SEC, 591 F.2d(10th Cir. 1979)
- In re Pagel, Inc., Rel. No. 34-22280(August 1, 1985), aff'd sub. nom., Pagel, Inc. v. SEC, 803 F.2d(8th Cir, 1986)