

현실거래에 의한 시세조종행위*

윤 영 신

(한국법제연구원 수석연구원)

【 초 록 】

지금까지 우리나라에서는 시세조종행위는 나쁘므로 엄격하게 규제되어야 하는 것이 당연한 것으로 여겨져 온 것으로 보이지만, 현실거래에 의한 시세조종행위의 규제에는 이러한 일방적인 시각으로 접근할 수 없는 면이 있다. 현실거래는 외부에 나타나는 행위는 투자판단에 기한 매매거래활동과 구별하기가 어려우므로 적절한 투자활동인지 시세조종행위로 보아야 할 것인지가 명확하지 않기 때문이다. 이러한 불명확성으로 인해서 현실거래에 의한 시세조종행위의 규제에서는 규제로 인한 부작용, 즉 적법한 투자활동이 위반에 대한 우려 때문에 억제됨으로써 발생하는 사회적 비용이 수반되게 되고, 이와 같은 측면은 규제에서 간과되어서는 아니 된다는 특색이 있다.

그러나 지금까지 우리나라에서는 이러한 현실거래에 의한 시세조종행위의 특색에 착안하여 규제범위를 어떻게 설정하여야 할 것인가에 대하여 충분한 분석이 이루어지지 못하였다. 이 글은 위법한 시세조종행위와 적법한 거래행위를 구별하는 분석의 틀을 제공하고자 하였다. 시세조종행위의 규제로 인한 사회적 비용은 위반에 대한 제재가 엄격할수록 더 커진다는 측면에 착안하여, 주관적으로 유인목적을 가진 행위에 대해서는 형사처벌과 같은 엄격한 제재를 가하고 그보다 더 넓게 객관적으로 시장을 교란하는 행위에 대해서는 엄격한 제재는 하지 않고 좀 더 가벼운 행정적 제재를 가하도록 하는 방안을 생각해 볼 수 있을 것이다. 다만 이러한 논의는 위법행위의 정도에 따른 다양한 제재방안이 전제가 되어야 한다.

*이 글은 이중기 박사와 함께 수행한 한국법제연구원 2000년 연구과제 “증권거래법상 시세조종행위의 요건 및 제재에 관한 연구”의 일부임.

【차 례】

I. 서 론

II. 현실거래에 의한 시세조종행위 규제의 범위

1. 위법한 시세조종행위와 적법한 거래행위 구별의 기준
2. 구체적 사례에의 적용
3. 구별기준의 문제점
4. 구별기준 설정의 출발점

III. 미국법상 현실거래에 의한 시세조종행위

1. 규제의 구조
2. 34년법 제9조 (a)항 (2)호
3. 사기금지조항
4. 학계에서의 논의
5. 분 석

IV. 일본법상 현실거래에 의한 시세조종행위 규제

1. 판례 및 학설
2. 평 가

V. 현실거래에 의한 시세조종행위 규제의 방향

1. 행위의 악성과 제재의 비례
2. 제재방법의 다양화

VI. 결 론

I. 서 론

자유롭고 공정한 시장은 증권거래에 있어서 핵심적인 전제조건이다. 투자자들은 증권의 시장가격이 왜곡되지 않았다는 것을 신뢰하여 투자를 한다. 이와 같은 신뢰의 담보는 투자자보호 및 더 나아가 건전한 증권시장의 유지를 통한 국민경제 발전을 위한 가장 기본적인 바탕이라고 할 수 있다. 그런데 증권의 가격에 영향을 미치는 행위는 다양한 종류가 있을 수 있다. 이 중에는 자연적인 수요·공급의 법칙에 따라 증권가격의 상승 또는 하락을 가져오는 행위도 있지만, 이와 상관없이 인위적으로 가격을 조작하는 행위도 존재한다. 후자는 증권시장에 대한 투자자의 신뢰를 상실시킴으로써 투자자들이 시장을 떠나도록 만드는 요인이므로 규제되어야 한다.

인위적으로 가격을 조작하는 방법은 여러 가지가 있을 수 있다. 가장매매나 통정매매 또는 허위의 정보를 유포하는 등의 방법을 사용할 수도 있고, 실제로 현실거래를 함으로써 인위적 가격조작을 하기도 한다. 가장매매나 통정매매, 허위의 정보유포 등의 경우에는 외부적으로 악성을 가지는 행위가 있고, 그러한 행위가 이루어지는 이유가 시세조종을 위한 것 이외에 다른 목적을 생각하기 힘들기 때문에 이들을 금지해야 한다는 데 쉽게 의견의 일치를 볼 수 있다. 그러나 현실거래에 의한 시세조종에 있어서는 문제가 복잡해진다. 현실거래가 있는 경우에는 과연 그 행위가 진정한 투자활동의 일환으로 행해진 것인지 아니면 인위적으로 시세를 조작하기 위해 행해진 것인지를 판단하는 것이 쉽지 않다. 행위의 외관은 모두 실제로 거래가 이루어졌다는 동일한 모습을 가지기 때문이다. 따라서 현실거래에 의한 시세조종의 규제에 있어서는 적법한 거래행위인가 아니면 위법한 시세조종행위인가를 구별하는 기준과 관련하여 여러 가지 의문이 발생한다. 즉 그와 같은 기준을 과연 세울 수 있는 것인가, 만약 세울 수 있다면 현실거래에 의한 시세조종행위는 다양한 스펙트럼상에 위치하고 있을 터인데 그 중 어떠한 행위에 대해서 어느 정도의 제재를 가하여야만 적절한 투자활동을 위축시키지 않으면서도 투자자와 나아가 국민경제 전체에 악영향을 미치는 시세조종행위를 규제할 수 있을 것인가가 문제된다.

이 글은 바로 위와 같은 문제에 대한 답을 찾아서 시세조종행위에 대한 규제가 좀 더 명확하게 이루어질 수 있도록 하는 것을 목적으로 한다. II에서는 우선 현실거래에 의한 시세조종행위 규제에서의 문제점이 무엇인가에 대해 좀 더 자세히 고찰한 후, III, IV에서는 논의를 전개하기 위한 기초로서 현실거래에 의한 시세조종행위의 요건에 대한 미국과 일본의 현행법상의 해석에 대해 살펴보고, V에서는 현행법의 해석태도에 대한 문제의식에 기초하여 우리나라에서의 현실거래에 의한 시세조종행위의 규제방향에 대하여 고찰한다.

II. 현실거래에 의한 시세조종행위 규제의 범위

1. 위법한 시세조종행위와 적법한 거래행위 구별의 기준

증권의 거래는 그 영향이 큰가 작은가는 차이가 있지만 시세에 영향을 미칠 수 있다. 유가증권시장에서 대량으로 증권을 계속하여 매수하면 시세가 변동하게 될 수 있지만, 이를 모두 시세조종행위로서 규제해서는 아니 된다는 것은 당연하다. 투자판단에 기해 주식을 매수하여 가격상승의 이익을 누리하고자 하는 행위는 유가증권시장이 원래 의도하고 있는 행위이기 때문이다. 미국 34년법 입법에 관한 의회 보고서에서도 “투자를 위하여 대량으로 주식을 취득하려고 하거나 보유하는 주식을 대량으로 처분함으로써 시장가격에 영향을 미친다는 사실을 인식하고서 그러한 취득 또는 처분을 하는 행위는 위법하지 않다”는 점을 명시하고 있다.¹⁾ 문제는 증권시장에서의 현실거래는 외관으로 봐서는 투자판단에 기한 정당한 거래인지 아니면 시세를 조종하는 행위로서 금지되어야 할 것인지 판단하기 어렵기 때문에, 적법한 거래행위와 위법한 시세조종행위를 구별하는 기준을 설정하기 힘들다는 것이다. 현

1) H.R. Report. No. 1,383, 73d Cong., 2d Sess. 20(1934)(Lowenfels "Section9(a) (1) and 9(a)(2) of the Securities Exchange Act of 1934: An Analysis of Two Important Anti-Manipulative Provisions under the Federal Securities Laws." 85 Nw.U.L.Rev.698,709에서 재인용).

실거래에 의한 시세조종행위를 규제하는 미국 34년법 제9조 (a)항 (2)호나 이를 받아들인 일본 증권거래법 및 우리나라 증권거래법 제188조의4 제2항 제1호에서 ‘유인목적’의 입증을 요구하고 있는 것도 바로 무엇을 기준으로 위법과 적법한 행위를 구별할 것인가에 대한 고민에서 규정된 것이다. 또한 이와 같은 유인목적의 해석에 대한 여러 가지 학설의 대립은 시세조종행위를 판정하는 기준설정이 얼마나 어려운가를 반증한다.

그렇다면 무엇을 기준으로 하여 위법한 시세조종행위와 적법한 거래행위를 구별할 것인가가 문제되는데, 이 기준은 왜 시세조종행위를 규제하여야 하는가라는 근본적인 질문과 관련하여 설정될 수 있다. 자연적인 수요·공급에 의하여 가격이 결정되는 자유·공개시장(open and free market)의 보호가 투자자의 신뢰를 담보하여 증권시장형성의 기초가 되는데, 증권의 시장가격에 영향을 미침으로써 시장을 교란하여 이러한 기초를 흔드는 행위를 시세조종행위로 규제하여야 한다는 시각이 있을 수 있다. 이상적인 시장에서의 증권가격은 시장에 참여하는 모든 사람들의 당해 증권의 가치에 대한 판단 전체를 반영하는 것이어야 하는데, 이를 교란하는 경우에는 거래행위자의 동기가 무엇인가는 불문하고 문제삼는 것이라고 할 수 있다(이를 편의상 시장교란설이라고 한다).

또 한편으로는 사기적 의사가 있는 경우를 시세조종행위로서 규제하여야 한다는 측면도 존재한다. 즉 거래행위자가 증권의 가치에 대한 내심의 판단과는 달리 거래행위를 함으로써 가격에 영향을 미치고, 변동된 가격을 이용하여 타인에게 오인을 유발시켜서 이익을 얻고자 하는 사기적 의사가 있으므로 규제되어야 한다는 것이다. 이러한 입장은 거래행위자의 의도라는 주관적 측면에 초점을 맞추고 있는 것이다. 이와 같은 시각에서도 규제범위에 대해서는 다시 두 가지 입장이 있을 수 있다. 하나는 투자자들에게 오인을 유발하여 투자자들이 거래를 하도록 함으로써 증권시장에서 이익을 얻고자 하는 의사에서 행해진 행위를 규제하여야 한다는 입장이다(이를 편의상 편취설이라고 한다). 다른 하나는 변동된 가격을 이용하면 되는 것이지 반드시 투자자들이 거래를 하도록 유인하고자 할 필요는 없고, 시장 외에서 다른 방법을 이용하여 이익을 얻고자 하는 행위도 포함하여 규제되어야 한다는 입장이다(이를 편의상 가격이용설이라고 한다).

문제는 어떠한 시각을 가지느냐에 따라 동일한 행위가 위법한 시세조종행위로 판정될 수도 있고, 적법한 거래행위로 판정될 수도 있다는 것이다. 이하에서는 이해의 편의를 위하여 구체적인 예를 들어 각 기준을 적용했을 경우 위법성 여부에 대하여 살펴보겠다.

2. 구체적 사례에의 적용

여기서 예로 드는 사례는 순전히 현실거래만이 있는 경우이다. 많은 경우 시세조종행위는 현실거래만으로 실행되는 경우는 드물고 가장매매, 통정매매나 기타 허위표시가 함께 이루어지게 된다. 이와 같은 경우에는 행위의 악성을 쉽게 인정할 수 있어서 별문제가 되지 않으므로, 여기서는 다른 행위태양은 존재하지 않고 순전히 현실거래만이 있는 경우를 상정한다.

(사례 1) 주식을 매수하여 가격을 상승시킨 후 매수한 주식을 상승된 가격으로 팔고자 하는 계획하에서 폐장 무렵에 거래를 집중시키고 순차 고가주문을 하는 등의 방법으로 주식을 매수하고, 주식의 가격이 급등하자 매수한 주식을 매도하였고, 그 후 가격이 폭락한 경우

(사례 2) 시가로 유상증자를 할 것을 계획하고 있는 회사에서 증자프리미엄을 많이 얻기 위하여 당해 회사의 주식을 매집하여 가격을 상승시킨 경우²⁾

(사례3) 증권회사의 펀드매니저가 펀드의 수익률에 따라 크리스마스보너스를 지급받기로 하였는바, 폐장 직전에 당해 펀드의 포트폴리오에 포함되어 있는 증권에 대해 대량주문을 하여 시세기록표에 높은 증가가 기록되도록 함으로써(painting the tape) 펀드의 자산가치를 부풀려서 보너스를 지급받은 경우³⁾

(사례4) 신규상장법인의 경우에는 이미 상장되어 있는 법인과는 달리 매수주문만 먼저 받아 매수주문가격이 높은 순서로 주문가격과 수량을 나열한 후 주문수량을 순차적으로 합산하여 총 매수주문량의 2분의 1에 해당하는 주문수량이 속하는 주문가격을 상장당일의 기준으로 결정하는 방식을 채택하고 있다. 그런데 신규상장된 법인의 주식가격이 8천원 내지 8천5백원이 적정선이란 사실을 알면서도 당해법인의 이사가 고가의 매수주문을 하여 기준가가 공모가액의 2.4배에 달하는 14,500원에 결정되도록 하였는바, 이 때 상장당시 총발행주식수가 184만주에 이르는 회사의 주식에 대하여 740주의 매수주문을 냈고, 그 중 540주만이 매매계약이 체결된 경우⁴⁾

(사례5) 컴퓨터를 이용하여 시장들간의 가격차이를 파악하고, 이 차이에 대응하여 자동적으로 대량의 거래가 이루어질 수 있도록 한 프로그램트레이딩의 경우

(사례 1)은 흔히 시세조종행위라고 생각되는 것 중 가장 전형적인 행위라고 할 수 있다. 이러한 행위는 시장교란설, 가격이용설, 편취설 어떠한 기준에 입각하더라도 규제범위에 포함될 것이다.

(사례 2)도 어느 입장에 서더라도 규제될 수 있다. 여기서 형성된 증권가격은 모든 시장참여자의 총체적 가치판단을 반영한 가격이 아니고, 행위자의 거래행위의 결과인바, 시장교란이라고 할 수 있다. 그리고 이러한 가격을 이용하여 유상증자 프리미엄이란 경제적 이익을 얻고자 하는 의사가 있었는데, 이는 증권시장에 투자자들을 끌어들이므로써 가능하고,

2) 이는 뒤의 IV.1. (1)에서 설명한 일본의 협동사료사건의 사안을 참조한 것이다.

3) 이는 미국의 SEC v. Choset, SEC Litigation Release No. 10,036(june 15, 1983)사건을 참조한 것이다(The1, "Regulation of Manipulation under Section 10(b): Security Prices and the Text of the Securities Exchange Act of 1934," 1988 Colum. Bus. L. Rev. 359, 419에서 재인용).

4) 실제로 이는 신정제지사건(1994. 10. 25 대법언 93도2516(법원공보 제981호, 119면)의 사안을 참조한 것이다. 대법원은 이 사건에서 최초로 상장되는 주식의 경우에는 상장기준가에 영향을 미치는 거래를 하였다고 하더라도 유가증권 시장에서 기형성된 주식가격이 없으므로 현재 증권거래법 제188조의 4에서 규제하는 유가증권의 시세를 변동시키는 매매거래행위에는 속하지 않는다는 취지로 판시하였다. 증권거래법 제188조의4에서 규제하는 시세조종행위는 거래소시장에서 이미 거래되고 있는 주식의 가격을 조종하는 행위이지, 상장을 위해 처음 결정되는 기준가 결정방법에는 적용될 수 없다는 것이 법원의 해석이라고 할 수 있다. 유통시장에서의 시세조종행위만을 규제대상으로 좁게 해석하는 대법원의 태도에는 찬동할 수 없지만, 판결문에서 나타난 행위 외에 어떠한 사정이 있었는가에 따라 시장교란설, 편취설, 유인목적설을 택할 때 결론이 달라질 여지가 있다고 생각된다. 위의 사례는 이론적 분석을 위해 사례에서 언급한 것 외의 다른 행위는 없는 것으로 가정한것이다.

이 행위를 통하여 증권시장은 직접적으로 영향을 받게 되기 때문이다.

(사례 3)도 시장교란이라고 할 수 있음은 마찬가지이다. 그러나 편취설에 의하면 규제대상에 포함되지 않게 된다. 이 경우에는 거래행위자가 가격을 이용하여 이익을 얻고자 한 의사는 있었다. 그러나 오인유발의 대상은 증권시장에의 참여자가 아니라 사용자이다. 펀드매니저는 투자자들을 유인하고자 하는 목적은 가지고 있지 않았고, 이 거래는 폐장 직전에 행해짐으로써 다른 투자자들이 오인을 일으켜서 거래를 하게 될 시간적 여유도 없었다.

(사례 4)와 (사례 5)는 시장교란설에 의하면 규제대상이 되지만, 가격이용설이나 편취설에 의하면 규제할 수 없다. (사례 5)의 경우에는 갑자기 시장에서 소화할 수 없는 대량의 수요나 공급을 창출시킴으로써 일시적으로 가격이 변동하게 되는데, 이는 모든 시장참여자의 가치판단이 반영되었다기보다는 당해 거래행위자의 시장지배에 의해 당해 거래행위자의 가치판단만으로 가격이 형성된다는 점에서 시장을 교란하는 것이라고 볼 수 있을 것이므로, 시장교란설에 의하면 규제대상이 된다. 그러나 (사례 4)나 (사례 5)에서는 두 사례 모두 다른 투자자를 시장에 끌어들이도록 하고자 하는 의사나 시장 외에서 가격을 이용하여 이익을 얻겠다는 의사는 없으므로 편취설이나 가격이용설에 의하면 규제되지 않는다.

3. 구별기준의 문제점

그렇다면 위의 시세조종행위 규제범위를 결정하는 기준의 문제점은 무엇인가? 시장교란설에 의하면 행위자의 의사는 문제가 되지 않고, 결과만으로 판단을 한다. 이 입장은 일단 정상적인 가격이 있다는 것을 전제로 하고 있으면서 이 가격에서 괴리시키는 결과를 가져오는 행위를 규제하고자 하는 것인데, 과연 무엇이 정상적인 가격인지가 분명하지 않다. 이러한 불명확성은 필연적으로 규제범위의 불명확성으로 귀결된다. 규제범위의 불명확성은 어떠한 행위든지 사후적으로 시장을 교란한 것이라는 명목으로 규제하게 될 위험이 있을 뿐 아니라, 더 문제가 되는 것은 이로 인하여 사전적으로 적절한 투자활동이 위축될 위험이 크다는 것이다. 규제로 인한 이익보다 비용이 더 커질 위험이 있다는 것이다.

규제로 인하여 적절한 투자활동이 위축될 위험은 시장교란설의 입장뿐 아니라 가격이용설이나 편취설 어느 입장에서도 정도의 차이는 있지만 역시 존재한다. 이 입장에서는 시세조종행위인가를 내심의 의사에 의해 결정하여야 하는데, 내심의 의사는 결국 외부에 나타난 행위를 기준으로 하여 판단할 수밖에 없을 것이다. 그런데 현실거래의 경우에는 객관적으로 악성이 있는 행위가 있는 것이 아니므로, 상당히 의심스러운 경우라고 할지라도 실제로 진정한 투자의사로서 행위를 하는 경우가 있을 수 있다. 아래의 예가 바로 그러한 경우라고 할 수 있을 것이다.

(사례 6) 타인에 대한 채권의 담보로서 주식을 보유하고 있는 상황에서 그 주식의 가격이 1만원으로 하락하자 당해 주식을 순차 고가매수 등의 방법을 사용하여 계속적으로 매수하였지만, 매수동기는 당해 주식의 가치가 1만 5천원이라고 생각하였기 때문이고 매수물량을 확보하기 위해 순차 고가매수 등의 방법을 사용한 경우

(사례 7) T회사에 대하여 A회사가 적대적 인수를 위한 공개매수를 행하자 T회사가 B회사와의 합병을 추진하였는데, B회사가 T회사의 주식을 매수하여 주식의 가격이 상승하여 A회사의 공개매수가 실패한 경우. 그러나 B회사는 A회사와의 합병을 성사시키기 위하여 의

결권을 확보할 목적으로 주식을 매수하였던 경우

(사례 8) 앞의 (사례 1)과 마찬가지로 폐장무렵에 거래를 집중시키고 순차 고가매수주문을 하는 등의 방법으로 주식을 매수하고, 주식의 가격이 급등하자 매수한 주식을 매도하였고, 그 후 가격이 폭락한 경우. 그러나 실제로 증권가격이 상승할 것이라는 투자판단에 기해 행위한 경우.

적절한 투자활동이 위축될 위험은 특히 위반에 대한 제재가 강할수록 더 커지는데, 현재 증권거래법상 시세조종행위의 금지규정 위반에 대해서는 형사처벌을 할 수 있다. 따라서 시세조종행위 규제에 있어서는 적절한 거래의 위축으로 인한 비용에 대해서도 주의를 기울여야 한다. 한편, 편취설이나 가격이용설의 경우에는 시장을 교란시키는 행위에 대해서는 제재를 가할 수 없다는 결론이 되는바, 규제범위가 너무 좁게 됨에 따라 억제적 기능을 충분히 수행하지 못할 위험이 있다.

그렇다면 적절한 투자활동을 위축시키는 비용을 최소화하면서 시장의 완전성을 유지할 수 있는 최적점을 찾아야 할 것인데, 과연 그 방법이 무엇이겠는가가 문제의 핵심이다.

4. 구별기준 설정의 출발점

지금까지 우리는 적법한 거래행위와 위법한 시세조종행위를 구별하는 일의적인 기준을 찾아왔고, 외국의 사례 등을 분석하여 우리법의 해석에서 참고할 때에도 이러한 시각을 가지고 접근하여 왔다고 생각한다. 그러나 외국의 사례들은 형사처벌을 하는 경우뿐만 아니라 비교적 악성이 덜한 위반행위에 대해 각종 다양한 행정제재를 가하는 경우를 포괄하고 있는바, 여기에서 일의적인 기준을 도출한다는 것은 중요한 부분을 간과한 것이 아닌가 하는 의문이 있다. 현실거래에 의한 시세조종행위에 있어서는 제재를 우려하여 적법한 거래행위가 위축될 위험성이 제재의 엄중함의 정도에 따라 달라진다. 그렇다면 위반에 대한 제재의 성격, 즉 형사처벌과 같은 비교적 엄중한 제재인가 아니면 비교적 가벼운 행정적 제재를 할 것인가에 따라 구별기준을 엄격하게 할 것인지 완화하여야 할 것인가라는 측면에서 고찰의 시각을 달리하는 것도 생각해 볼 수 있을 것이다.

III. 미국법상 현실거래에 의한 시세조종행위

1. 규제의 구조

미국법상 시세조종행위의 규제는 크게 시세조종행위를 특정하여 규제하는 34년법 제9조와 일반적으로 불공정한 행위를 모두 규제하는 33년법과 34년법의 각종 사기금지조항에 의해 이루어지고 있다.

34년법 제9조는 (a)항 (1)호에서 가장매매 및 통정매매를 금지하고, (2)호에서 현실거래에 의한 시세조종행위를 금지하며, (3)호 및 (4)호에서는 유포행위 및 허위표시에 의한 시세조종행위를 금지하고 있다. 사기금지조항에 의한 시세조종행위 규제는 34년법 제10조

(b)항 및 이에 근거하여 제정된 Rule 10b-5, 제14조 (e)항, 제15조 (c)항 및 33년법 제17조 (a)항에 의해 이루어지고 있다. 이 중 34년법 제14조 (e)항은 공개매수, 제15조 (c)항은 브로커와 딜러 등 증권전문가(securities professionals)의 장외시장에서의 불공정행위, 33년법 제17조 (a)항은 증권의 공모라는 한정된 상황을 전제로 하므로, 실제로 대부분의 시세조종사건은 34년법 제9조 (a)항 (2)호와 제10조 (b)항 및 이에 근거한 Rule 10b-5 위반으로 다루어지고 있다.⁵⁾

이러한 규제체제를 유가증권의 종류에 따라 나누어보면 전국증권거래소에 등록된 증권에 대해서는 34년법 제9조 (a)항 (2)호와 사기금지조항이 모두 적용된다. 반면에 장외에서 거래되는 증권에 대해서는 사기금지조항만이 유일한 규제수단이다. 34년법 제9조 (a)항 (2)호가 명시적으로 전국증권거래소에 등록된 증권에 대한 시세조종행위만을 규제대상으로 함을 밝히고 있기 때문이다. 다만 장외에서 거래되는 증권에 대해서 제9조 (a)항 (2)호 요건에 해당하는 행위가 있다면 사기금지조항에도 위반하는 것이라고 봄으로써 실질적으로는 거래소에 등록된 증권인가의 여부를 불문하고 동일한 수준의 규제가 이루어지고 있다.⁶⁾

2. 34년법 제9조 (a)항 (2)호

(1) 입법과정

증권거래법이 제정되기 이전에도 시세조종행위가 전혀 규제를 받지 않는 것은 아니었다. 보통법상의 사기법리에 의한 규제가 이루어졌다. 그러나 이러한 규제만으로는 부족하다는 인식이 확산되어 갔고, 특히 ‘작전’ (pool operation)이 만연하고 이러한 작전이 1929년의 증권시장붕괴의 원인 중의 하나라는 비판이 쏟아짐에 따라 1933년과 1934년에 증권법과 증권거래소법이 제정되기에 이르렀다.

34년법 제9조 (a)항 (2)호는 SEC가 “34년법의 핵심” (the very heart of the act)이라고 한 것으로서, 제정의 목적은 ‘작전’ 을 위법하게 하는 것뿐 아니라 “증권에 대한 모든 행위가 허상이 아닌 진정한 수요를 반영한 것임을 공중에게 납득시킴” 으로서 증권시장에 대한 신뢰를 회복하기 위한 것이었다.⁷⁾ 증권거래의 규제필요성을 규정하고 있는 34년법 제2조에 의하면 ‘공정하고 정직한 시장의 유지’ (maintenance of fair and honest markets)를 언급하고 있는바, 여기에서부터 제9조 (a)항 (2)호는 자유·공개시장 보호를 목적으로 하는 조문이라는 해석을 도출해 낼 수 있다.

(2) 제9조 (a)항 (2)호 시세조종행위 요건의 개관

34년법 제9조 (a)항 (2)호에 의하면 ① ‘누구든지 단독으로 또는 타인과 공동으로’ ‘전국증권거래소에 등록된 증권에 대한’ ‘일련의 거래’ 를 할 것, ② 유가증권의 ‘매매거래가 성황’ 을 이루고 있는 듯한 외관을 창출하거나 ‘시세를 변동시키는’ 것, ③ 타인의 매수 또는

5) Lowenfels, supra note 1, at 706.

6) Loss, Fundamentals of Securities Regulation 857-858(2d ed., 1988)(Barrett & Co., 9 SEC 319, 328(1941)를 인용).

7) Stock Exchange Practices, Report of Com. on Banking & Currency. S. Rep. No.1455, 73d Cong., 2d Sess.(1934) 54(Ibid., at 853에서 재인용).

매도를 ‘유인할 목적’ 이 있는 경우 시세조종행위에 해당되는바,⁸⁾ 현재 판례 및 SEC의 결정 및 학설에서 어떻게 이 요건을 구체화시키고 있는가를 살펴보기로 한다.

1) 행위의 주체 및 거래행위

우선 첫 번째 요건인 시세조종행위의 주체는 증권전문가뿐 아니라 누구든지 될 수 있다. 시세조종행위는 단독으로 또는 수인이 공동으로 할 수도 있다. 여기서 ‘공동으로’ 라는 용어는 공동의 계획 또는 공모(conspiracy)보다 넓은 개념으로 이해되고 있다.⁹⁾ 제9조 (a)항 (2)호에서는 ‘일련의’ (a series of) 거래를 요건으로 하고 있지만, 판례에 의하면 단지 3회의 거래만이 있었던 경우도 이 요건을 충족시킨 것으로 보았고,¹⁰⁾ 더 나아가 2회의 거래로도 충분할 것이라는 등¹¹⁾ 융통성 있는 해석을 하고 있다.

오히려 문제가 될 수 있는 경우는 주문을 하였지만 매매거래의 체결에까지는 이르지 못한 때이다. 미국에서는 매매뿐 아니라 주문을 내는 행위까지도 규제하기 위해서 매매(purchase or sales)란 용어 대신 ‘거래’ (transaction)라고 규정하고 있고, 그 이유는 경매시장 (auction market)에서는 주문이 체결되지 않은 경우에도 “체결된 매매거래와 마찬가지로 가격에 영향을 미침으로써” 통상적으로 다른 시장참여자가 주문가격을 올리도록 하는 결과를 초래하기 때문이라고 설명하고 있다.¹²⁾ 또한 매매거래는 반드시 자신을 위해서 하는 경우만을 가리키는 것이 아니고 일임매매계좌를 위해 대리인으로서 거래행위를 하는 경우뿐 아니라 타인을 위하여 또는 타인의 요청에 의하여 실행하는 경우도 포함한다.¹³⁾

제9조 (a)항 (2)호는 전국증권거래소에 등록된 증권을 거래하는 것만을 요건으로 하고 있으므로 실제 거래행위는 장외시장에서 이루어진 경우도 시세조종행위로 규제한다.¹⁴⁾ 예를 들자면 증권거래소 외에서 매도옵션이나 매수옵션을 거래한 경우 증권거래소에 등록이 되어 있는 당해 매도 또는 매수옵션의 대상증권에 대한 시세조종이 된다는 것이다.¹⁵⁾ 이러한 해석은 특히 증권거래가 다양해지는 현대의 시장구조하에서 의미가 깊다.

2) 거래의 성황 또는 시세의 변동

현실거래에 의한 시세조종행위가 되기 위해서는 거래가 성황을 이루는 듯한 외관을 창출

8) 34년법 제9조 (a)항 (2)호의 원문은 다음과 같다.

"It shall be unlawful for any person... (2) To effect, alone or with one or more other persons, a series of transactions in any security registered on a national securities exchange creating actual or apparent active trading in such security or raising or depressing the price of such security, for the purpose of inducing the purchase or sale of such security by others."

9) Loss, supra note 6, at 853.

10) Ibid., at 854(Kidder, Peabody & Co., 18 SEC 559, 568(1945)를 인용).

11) Ibid.

12) Ibid(Kidder, Peabody & Co., 18 SEC 559, 568-570(1945)를 인용).

13) Lowenfels, supra note 1, at 708(kidder, Peabody & Co., 18 SEC 559, 568 인용).

14) Ibid., at 706(In re Wright, 3 SEC 190, 213(1938), rev'd on other grounds. 112 F.2d 89(2d Cir. 1940), order reinstated on remand, 12 SEC 100(1942), aff'd 134 F.2d 773(2d Cir. 1943)을 인용).

15) Ibid(Michael Batterman, Ragnar Option Corporation, Victor Sperandeo, Exchange Act Release No. 12,278,9 SEC Docket(CCH) 307(Mar. 29, 1976, amended Nov.2, 1976)을 인용).

하거나 시세를 변동시키는 거래이어야 한다. 미국의 실제 사건에서는 시세변동이 문제되지 않았던 사건이 없었지만, 양 요건 중 하나만 충족시키는 경우에도 금지 위반이 성립한다는 점은 명백하다.¹⁶⁾ 미국에서는 가격변동의 정도는 미미하더라도 상관없지만,¹⁷⁾ 아무리 적은 정도라도 가격의 변동이 있어야 한다고 해석하고 있다.¹⁸⁾ 가격변동은 행위자에 의하여 야기되었다는 것이 입증되어야 하는데, 그 징표로서는 ① 행위자가 가격을 주도하는 지위에 있다는 것(price leadership), ② 당해 증권의 시장을 지배하는 것(dominion and control of the market), ③ 당해 증권 유동물량의 감소, ④ 행위자가 거래를 종료한 후 시장의 붕괴를 들고 있다.¹⁹⁾

3) 유인목적

실제로 위의 두 가지 요건을 입증하지 못하여 시세조종행위 위반에 대한 제재를 가하지 못하는 경우는 별로 없고, 현실거래에 의한 시세조종의 입증에 있어서는 유인목적의 입증이 가장 어렵고 핵심적인 부분이다. 투자를 위한 증권매수와 시세조종을 위한 증권의 매수 모두 행위의 외관상으로는 구별할 수 없기 때문에, 유인목적이란 바로 위법한 시세조종행위와 적법한 거래행위를 구별하는 기준으로 채택된 것이다.

34년법 제정 당시 하원에 제출된 법률안에서는 “당해 증권의 가격을 상승시키거나 하락시키는(raising or depressing)” 의도만을 주관적 요건으로 요구하고 있었다.²⁰⁾ 그러나 자신의 거래에 의해 증권의 시장가격이 영향을 받지 않는다고 생각하고 투자하는 사람은 없기 때문에 위와 같은 규정에 의한다면 모든 투자자를 범죄자로 만들 수 있다는 우려가 제기되어 상원과 하원의 법률안 조정과정에서 ‘유인목적’이 삽입된 것이다.²¹⁾

실제 판례나 학계의 분석을 살펴보면 시세변동거래와 유인 목적을 명확하게 나누어서 고찰하고 있는 것으로는 보이지 않는다. 아마도 시세를 변동시키는 모든 거래가 금지되는 것이 아니라는 점을 염두에 두고 논의를 전개하다보니 양자의 명확한 구분 없이 고찰하고 있는 것이 아닐까 짐작된다. 여하간 유인목적의 해석이 시세조종행위 여부 판단에 있어서 핵심적인 기준이 되므로 향을 나누어서 고찰하겠다.

(3) 유인목적의 해석

유인목적은 시세조종행위 여부 판단에 있어서 가장 중요한 기준인데, 실제로 타인의 주관적 의도를 직접적으로 입증하는 것은 거의 불가능하기 때문에 문제가 된다. 위원회는 대개의 경우, 즉 자백이 없는 이상 시세조종의 목적(manipulative purpose)은 정황증거에 기초하여 추정되어야 하고,²²⁾ 이를 부정하고자 하는 측에서 반대증거를 입증하여야 한다고 한

16) Loss, supra note 6, at 854.

17) Loss & Seligman, Securities Regulation, vol.3(3rd ed., 1991) n.31, at 3966(United States v. Stein, 456 F.2d 844, 846(2d Cir. 1972), cert. denied, 408 U.S. 922; Kidder, Peabody & Co., 18 SEC 559, 571(1945) (50달러의 주식에서 1/2 point)등을 인용).

18) ibid., n.31, at 3966.

19) Lowenfels, supra note 1, at 708(Resch-Cassin & Co., 362 F. Supp. at 976을 인용).

20) The1, supra note 3, at 429 n. 298(73d Cong., 2d Sess. 9(a) (3) 인용).

21) 黒沼悦郎, “取引による相場操縦の悪性について,” 『企業の健全性確保と取締促の責任』(1997), 51면.

22) Loss & Seligman, supra note 17, at 3969(Federal Corp., 25 SEC 227, 230(1947) 인용).

다.²³⁾ 그렇다면 어떠한 정황이 있는 경우에 유인목적이 추정될 수 있을 것인가? 지금까지의 판례나 SEC의 결정례를 분석하면 시세조종의 동기(motive)가 요건을 충족시키는 일련의 거래(requisite transaction)와 결합된 경우에 일응 시세조종의 목적이 추정된다고 정리할 수 있다.²⁴⁾ 제9조 (a)항 (2)호 조문에서는 “다른 사람으로 하여금 증권을 매수 또는 매도하도록 유인할 목적” (for the purpose of inducing the purchase or sales by others) 이라고 규정하고 있지만, 이를 문언대로 해석하여 투자자들을 시장에 끌어들이는 목적이라고 해석하고 있지는 않은 것 같다.

판례라든가 SEC의 결정례에서 동기가 존재한다고 판단한 경우로서는 현재시가보다 높은 가격으로 상당한 양의 증권을 매수할 옵션을 보유하고 있는 경우,²⁵⁾ 시세조종자가 소유자이거나 또는 best-efforts 인수인으로서 분매계획을 가지고 있는 주식에 대해 현재 시가보다 높은 가격에 분매를 하고자 하는 경우,²⁶⁾ 순조롭지 못한 공모(sticky offering) 이후 인수인에게 남아 있는 주식에 대해 현재시가보다 높은 가격으로 분매를 하고자 하는 경우,²⁷⁾ 대출상환압력을 받고 있는 은행대출에 대하여 담보로 제공된 증권의 가치를 높이고자 하는 경우,²⁸⁾ 공개매수를 성공시키거나²⁹⁾ 또는 저지하고자³⁰⁾ 하는 경우, 워런트 행사의 대상이 되는 주식의 가격을 변동시켜서 워런트 행사를 촉발시킴으로써 자금을 조달하려는 경우³¹⁾ 등이 있다.

다음으로 어떠한 행위가 있을 때 유인목적이 있다는 추론이 내려질 수 있을 것인가. 판례 및 SEC의 결정례는 다음과 같은 경우를 들고 있다. 단계적으로 높아지는 가격으로 연속적으로 대량의 주식의 매수,³²⁾ 1일 중 시초와 최종 거래를 빈번하게 실행함,³³⁾ 가장매매와 통정매매,³⁴⁾ 허수대량매수주문,³⁵⁾ 일정한 날에 거래되는 주식의 거의 전부를 매수하거나 시세기록표에 증가가 고가로 형성되도록 매수를 하거나, 시세기록표에 증가가 고가로 형성

23) Ibid., at 3970(Alabama Farm Bureau Mutual Casualty Co., Inc. v. American Fidelity Life Ins. Co., 605 F.2d 602(5th Cir. 1979); Seagoing Uniform Corp. v. Texaco, Inc., 705 F. Supp. 918, 935 (S.D.N.Y. 1989)를 근거로 들고 있다).

24) Loss, supra note 6, at 855.

25) Loss & Seligman, supra note 17, at 3970(Charles C. Wright, 3 SEC 190, 206(1938), rev'd on other grounds sub nom. Wright v. SEC, 112 F.2d 89(2d Cir. 1940), order reinstated on remand, 12 SEC 100(1942), aff'd sub nom. Wright v. SEC, 134 F.2d 733(2d Cir. 1943). "옵션 행사에 관하여 이해관계를 가지고 있는 자가 시장에서 매수를 하는 것은 시장가격을 상승시키고 거래활동을 증가시키고 옵션의 대상이 되는 주식을 이익을 남기고 분매하고자 하는 목적을 나타낸다. ").

26) Ibid., at 3970(Federal Corp., 25 SEC 227(1947)인용).

27) Ibid., at 3971(Halsey, Stuart & Co., Inc., 30 SEC 106, 109 112-14, 124(1949)인용).

28) Ibid., at 3971(Op. Gen. Counsel, Sec. Ex. Act Rel. 3056(1941) 인용).

29) Ibid., at 3971(Davis v. Pennzoil Co., 438 Pa. 194, 207-08, 264 A.2d 597, 603(1970) 인용).

30) Ibid., at 3971(Crane Co. v. Westinghouse Air Brake Co., 419 F.2d 787-99(2d Cir. 1969), cert. denied, 400 U.S. 822 인용).

31) Ibid., at 3971(Collins Sec. Corp., 46 SEC 20,25(1975), remanded on other ground sub nom. Collins Sec. Corp. v. SEC 562 F.2d 820(D.C.Cir. 1977) 인용).

32) Ibid., at 3971 n.52(United States v. Minuse, 114 F.2d 36(2d Cir. 1940) 인용).

33) Ibid., at 3972 n.52(R.J.Koeppe & Co. v. SEC, 95 F.2d 550, 552(7th Cir. 1938) 인용).

34) Ibid.(United States v. Minuse, 114 F.2d 36(2d Cir, 1940) 인용).

35) Ibid.(F.S. Johns & Co., Inc., 43 SEC 124, 136 n.14 (1966), aff'd sub nom. Dlugash v. SEC, 377 F.2d 517(2d Cir. 1967), and per curiam sub nom. Winkler v. SEC, 377 F.2d 517(2d Cir. 1967) 인용).

되도록 하기 위해서 거래소에서 매수하고 매수물량의 대부분을 장외에서 매도하여 외부에 알려지는 것을 가능한 피하고 유동물량을 감소시키는 것,³⁶⁾ 주식의 파킹,³⁷⁾ 차명계좌나 타인의 계좌를 자신의 계좌처럼 이용하여 주식매매거래를 압도적으로 지배하는 것,³⁸⁾ 2인의 arbitrageur가 5인의 트레이더와 함께 대량의 매수주문을 폐장 직전에 다수의 증권거래소에 넘으로써 실제 수요·공급과 일치하지 않는 가격의 상승을 초래,³⁹⁾ 일련의 매수가 다른 종류의 기법과 결합하여 주식의 공급을 감소시키거나 완전히 고갈시킴(대규모 소유자와 주식을 시장에 내놓지 않겠다는 합의를 하는 것과 같이)⁴⁰⁾ 오해를 유발시키는 과장된 자료(bullish literature)를 유포함⁴¹⁾ 또는 당해 증권을 추천하도록 대가를 지급함,⁴²⁾ 매수인에게 손실보증⁴³⁾ 또는 시세조종의 핵심적인 단계에서 발행이나 배당을 선언하는 행위가 그러하다.⁴⁴⁾

매수한 주식을 즉시 재매도하는 것이 시세조종금지규정 위반의 필수불가결한 요소는 아니지만,⁴⁵⁾ 그와 같은 사실은 목적의 존부 판단에서 증거가치가 매우 높다.⁴⁶⁾ 실제로 위원회는 만족할 만한 설명이 없는 경우에는 “일련의 거래로 주식을 매수하여 가격을 상승시킨 자가 그의 매수의 진정한 효과가 다른 시장요인에 의해 사라지기 전에 주식을 처분한 경우에는”⁴⁷⁾ 시세조종의 목적이 추정된다고 결정을 하고 있다.⁴⁸⁾

36) Ibid(Crane Co. v. Westinghouse Air Brake Co., 419 F.2d 787, 793-95(2d Cir. 1969), cert. denied, 400 U.S. 822) (Westinghouse Air Brake에 대한 공개매수를 방어하기 위하여 Air Brake가 우호적 제3자의 조력을 받음. Standard는 방어수단으로서 대량의 주식을 당시 시가보다 높은 가격으로 매수하면서, 동시에 취득한 주식 중 상당량을 낮은 가격으로 장외에서 매각함. “제안된 공개매수의 성공에 실질적·직접적인 금전적 이해관계를 가지는 자가 시장에서 가격상승을 가져오는 행위를 한 경우”에는 일응 시세조종의 목적이 추정될 수 있다. 여기서는 동기뿐 아니라 이것이 일련의 시세조종 행위의 요건이 되는 거래와 결합하고 있다. Standard는 Air Brake의 주주가 Crane의 공개매수청약에 응하는 것을 방해할 수 있도록 계산된 가격으로 주식을 매수하여 Air Brake의 주식매매를 지배하면서, 동시에 주식을 장외에서 매도한 것을 공중에게 숨겼다).

37) Ibid(United States v. Corr, 543 F.2d 1042, 1046(2d Cir. 1976) 인용).

38) Ibid(Barry Lefko, 47 SEC 373-375(1980) 인용).

39) Ibid(SEC v. Choset, Litig. Rel. 10,036, 28 SEC Dock. 172(1983) 인용).

40) Ibid., at 3973 n.53(R.A. Holman & Co. v. SEC, 366 F.2d 446, 450(2d Cir. 1966) (인수인, 그의 친척과 관련인에게 주식을 분매하고 after market에서 신속하게 다시 사들여서 가격이 1주일 사이에 3배 상승한 경우); Aurelius F. De Felice v. Minuse, 114 F.2d 36(2d Cir. 1940); M.S. Wien & Co., 23 SEC 735, 743-744(1946) (자기매매업자가 시세를 조종할 동기를 가지고 단기간 내에 막대한 수량의 증권을 매수함으로써 다른 자기매매업자의 물량을 모두 흡수함); 가격을 상승시키는 시도에 착수하기 직전에 통상적인 trading position보다 상당히 많은 수량을 매수함(Barrett & Co., 9 SEC 319, 327(1941). 결과적으로 유동물량이 고갈되었다는 것은 매수 자체에서부터 추론되는 시세조종의 목적의 존재를 추가적으로 뒷받침한다).

41) Ibid., at 3973(United States v. Minuse, 114 F.2d 36(2d Cir. 1940) 인용).

42) Ibid., at 3974(R.J. Koepe & Co., Inc. v. SEC, 95 F.2d 550(7th Cir. 1938): United States v. Minuse, 114 F.2d 36(2d Cir. 1940) 인용).

43) Ibid(United States v. Minuse, 114 F.2d 36(2d Cir. 1940) 인용).

44) Ibid(Collins v. United States, 157 F.2d 409(9th Cir. 1946) 인용).

45) Ibid(Federal Corp., 25 SEC 227, 231(1947) 인용).

46) Ibid(Op. Gen. Counsel, Sec. Ex. Act Rel. 3056(1941) 인용).

47) Ibid(Thorton & Co., 28 SEC 208, 223(1948), aff'd per curiam sub nom. Thorton v. SEC, 171 F.2d 702(2d Cir. 1948) 인용).

48) Ibid., at 3975("이러한 이유로, 위원회의 General Counsel은 주식의 공급을 취득하여 자신의 매수 이외의 다른 원인으로 추후 증권가격이 상승하여 이익이 실현되면 주식을 처분한다는 선의의 목적을 가지고 일련의 거래를 실시하여 증권의 가격을 상승시킨 자는 거래소이건 또는 장외에서이건 증

반면에 유인목적이 존재하지 않는다고 판시된 사건도 다수 있는데, 특히 주식의 매수가 공개적인 방법으로 충분한 공시하에 이루어진 경우에는 동기를 추론하는 데 주저하고 있고,⁴⁹⁾ 이익이 실현된 것이 아닌 경우 동기를 추론하는 것을 주저하였다.⁵⁰⁾ 또한 피고의 거래대양이 전체적으로 보아 합리적인 경우, 법원은 시세조종주장을 허용하지 않았고,⁵¹⁾ 피고의 거래의 유일한 목적이 가격에 영향을 미치는 것임이 확실하지 않은 경우 유죄주장을 기각하였다.⁵²⁾

3. 사기금지조항

(1) 요 건

직접적으로 시세조종행위에 대해 규정하고 있는 34년법 제9조 (a)항 (2)호 외에도 시세조종행위의 규제에서는 포괄적 금지조항으로서의 사기금지조항들이 이용될 수 있다. 특히 장외거래증권에 대해서는 사기금지조항만이 적용될 수 있다. 미국 33년법 및 34년법은 여러 부분에 걸쳐 ‘시세조종적 행위’ (manipulation)를 금지하는 일반조항을 두고 있지만, 무엇이 ‘시세조종적 행위’ 인지에 대해 정의하고 있지 않다. 결국 ‘시세조종적 행위’란

권을 처분하기 전에 그의 최종 매수일로부터 충분한 시간이 경과하여 그의 매수의 효과가 시장에서 사라지고 시장에서 그 자신의 활동에 영향을 받지 않은 수요와 공급에 따른 외부요인에 의하여 독립적인 가격수준이 설정되도록 하여야 한다고 하였다 “ (Op. Gen. Counsel, Sec. Ex. Act Rel. 3056(1941)). "매수인의 매수효과가 사라졌다고 하기 위해서는 얼마나 시간이 지나야 하는가를 미리 말하는 것은 불가능하다. 해답은 무엇보다도 시장의 성격, 매수활동이 계속된 기간, 매수활동의 태양, 시가 상승의 정도, 유동물량, 공급량 등에 달려 있다. 매수활동 기간은 수주 또는 수개월일 수 있다. 매수로 인하여 실제로 거의 모든 공급이 소진되었다면, 시세조종의 목적이 없다는 추론을 받으면서 재매도가 행해질 수 있는지 말하기가 어렵다”).

49) *Trane v. O'Conner Securities*, 561 F. Supp. 301(S.D.N.Y. 1983). 즉 피고는 risk arbitrage로서 Trane의 증권을 9개월간 활발히 거래하여 발행주식의 15%정도를 취득하였다. 법원은 피고의 행위가 시세에 영향을 미쳤음을 인정하였지만, 다음과 같은 이유로 대규모 투자자가 시세조종적 행위를 한 것이 아니라고 판시하였다. “(피고는) 공개시장에서 주식을 매수하고 매도하였다. 피고가 pink sheet(장외거래주식들에 대하여 market maker들의 도매호가를 기록한 일간지)에 거래상황을 조장한 책임이 있다거나 O'Conner의 활발한 거래 이후 시장이 붕괴하였다는 증거가 없다..... (피고는) Trane 주식의 시장을 지배한 것이 아니었다. 피고는 단순히 이익을 기대하여 Trane 증권을 거래한 것이다.”

50) *Alan Bennett Harp.*, 34 SEC Docket 344(1985).

51) *In re College Bound Consolidated Litigation* 1995 WL 450486, at 14(S.D.N.Y. July 31, 1995) (Rule 10b-5 위반의 시세조종행위라는 주장을 기각함. “경제적 합리성이 없다”는 이유로). 또한 *Chris-Craft Indus. v. Piper Aircraft Corp.*, 480 F.2d 341, 383(2d Cir.) (“투자자의 매수 또는 매도의 동기가 증권에 대한 인위적인 수요 또는 공급을 창출하는 것이 아닌 이상, 위법한 시장조작은 성립하지 않는다”), cert. denied 414 U.S. 910(1973). 이 사건은 Bangor Punta사와 Chris-Craft가 경쟁적으로 주식을 대량으로 매수함으로써 주가가 상승하였다. 그 결과 Chris-Craft의 Piper Aircraft 주주들에 대한 주식교환청약의 가치가 상승하고, 그에 따라 Piper Aircraft의 주가가 상승하여 Bangor Punta사가 인수가격을 올려야 한 경우이다. 법원은 뮤추얼펀드의 주식매수는 부적법한 동기를 가지고 있다는 것이 입증되지 않았고, 현명한 투자라고 생각하였기 때문에 주식을 매수한 것이라고 하였다.

52) *United States v. Mulheren: In re College Bound Consolidated Litigation*.

판례에 의하여 개념이 형성되어야 하는 문제인데, 법원은 일관하여 사기 또는 기망(fraud or deception)이 있는 경우에만 ‘시세조종적 행위’에 해당된다는 입장을 취하고 있다.⁵³⁾ 물론 법원이 이러한 한정적인 해석을 하는 것을 비판하는 견해도 있지만,⁵⁴⁾ 여하간 현재 연방대법원의 해석에 따르면 기망, 부실표시 또는 불공시가 요건이 되고 있다.

Ernst & Ernst v. Hochfelder 판결에서 연방대법원은 ‘시세조종적 행위’란 “증권의 가격을 통제하거나 증권에 인위적으로 영향을 줌으로써 투자자를 기망하기 위한 의도된 행위”라고 판시하였다.⁵⁵⁾ Santa Fe Industries, Inc. v. Green 판결에서도 ‘시세조종적 행위’란 일반적으로 “시장활동에 인위적으로 영향을 미침으로써 투자자를 오도하는 가장매매, 통정매매 또는 가격고착(rigged price)과 같은 관행”을 의미하고, 제10조 (b)항에서 ‘사기적’(deceptive), ‘시세조종적’(manipulative)이라는 용어를 사용한 것은 기망, 부실표시 또는 불공시의 존재를 요하는 것이라고 판시하였다. 이러한 요소가 없을 경우에는 단순한 충실의무의 위반만으로는 제10조 (b)항의 위반이 되지 않는다고 판시하였다.⁵⁶⁾

시세조종적 행위를 이와 같은 의미로 해석하는 것은 34년법 제10조 (b)항 및 이에 근거한 Rule 10b-5의 해석에 관한 사안에서뿐 아니라, 공개매수에 있어서 시세조종적 행위를 금지하는 34년법 제14조 (e)항의 해석에서도 마찬가지이다. 연방대법원은 Schreiber v. Burlington Northern Inc. 사건⁵⁷⁾에서 부실표시나 불공시가 없는 경우에는 시세조종적 행위가 없다고 판시하였다. 이 사안은 Burlington Northern사가 El Paso의 주식에 대한 적대적 공개매수를 하여 대상회사의 주주들이 공개매수에 응모하였는데, 다시 경영진과의 협상을 통하여 재차 우호적 공개매수를 하고 첫 번째 공개매수를 취소한 사안이었다. 두 번째 공개매수는 응모한 주식의 수가 초과되어 안분비례에 의해 대금지급을 받게 되었는바, 첫 번째 공개매수가 취소되지 않았더라면 주주가 받게 되었을 액수보다 적은 액수를 받게 되자 Schreiber가 Burlington Northern사 등을 ‘시세조종적인’(manipulative) 시장의 왜곡행위를 하였다고 제소하였다. 여기에 대해 연방대법원은 첫 번째 공개매수를 취소한 데 있어서 부실표시, 불공시나 기망이 없다는 이유로 Schreiber의 청구를 기각하였다.⁵⁸⁾

그렇다면 Rule 10b-5를 통한 시세조종행위의 규제는 사기적 행위를 금지한다는 차원에서 규제가 이루어지는 것으로서, 단순히 시장의 완전성을 침해하는 행위를 규제하는 것과는 다른 차원의 문제라고 할 수 있을 것이다.

(2) 제9조 (a)항 (2)호와의 관계

53) Cox, Hillman & Langevoort, Securities Regulation 656(2d ed., 1997); 시세조종적 행위의 해석에 대한 미국 판례를 소개한 글로는 서종남, “증권거래의 시세조종의 규제에 관한 연구-미국의 연방증권법을 중심으로,” 건국대학교 대학원 박사학위논문(1999), 30-37면 참조.

54) 이 문제에 대해서는 뒤의 III.4. (2)참조.

55) 425 U.S. 185, 199(1976).

56) Santa Fe Industries, Inc. v. Green, 430 U.S. 462, 476(1977).

57) Cox, Hillman & Langevoort, supra note 53, at 909-910(472 US 1(1985) 인용).

58) Ibid., at 910(법원은 이와 같은 판단의 근거로서 ①제14조 (e)항은 Williams Act에 의해 추가된 부분인데, Williams Act의 입법취지가 공개매수에 대해 적절한 정보가 제공되도록 하는 것이고, ② ‘시세조종적’이란 용어를 ‘불공정’(unfair)또는 ‘인위적’(artificial)이란 용어로 해석하게 되면 공개매수절차에서 불명확성이 증가하게 된다. ③의회는 증권관계법 제정의 기본적인 입법취지가 공시를 확보하는 대신 실질적 보호장치를 좁게 인정하는 것인데, 동일한 의회가 공개매수에서는 실질적 공평을 보장하도록 입법하였다고 보기는 힘들다는 것을 들고 있다).

우선 제9조 (a)항 (2)호에 의한 시세조종행위의 요건으로서는 ‘유인목적’이 있어야 하지만, 유인목적의 입증할 필요는 없다. United States v. Charney 사건에서⁵⁹⁾ 자산을 매수하려는 회사가 대상회사의 경영진으로 하여금 자신의 자산매수제의를 받아들여도록 압력을 가하기 위해서 대상회사의 주식을 시장에서 대량매도함으로써 대상회사의 주가를 인위적으로 하락시킨 것에 대하여 피고의 형사책임이 문제되었다. 기소장에는 피고인의 목적이 타인의 주식 구입 또는 매각을 유인한 것이라는 기재가 없었는바, 사실심법원이 공소를 기각한 데 대하여 제9항소법원에서는 Rule 10b-5에서는 그러한 요건은 요구되지 않는다고 판시하였다.⁶⁰⁾ 바로 이러한 점 때문에 현실거래에 의한 시세조종행위에 대한 소추를 사기금지조항에 근거하여 행하는 경우가 많다.

한편, 34년법 제9조가 적용되는 경우에도 위원회와 법원은 수차에 걸쳐 증권이 조작된 가격으로 매매되었고, 시세조종적 행위에 대한 공시가 없는 경우에는 사기금지조항의 위반에도 해당됨을 밝히고 있다.⁶¹⁾

4. 학계에서의 논의

(1) 규제불요론

미국에서는 시세조종적 행위를 규제하는 법을 별도로 둘 필요가 없다는 견해가 주장되고 있다. Fischel과 Ross가 주창하고 있는 견해이다.⁶²⁾ 이들은 현실거래에 의한 시세조종적 행위를 객관적으로 정의하는 것이 불가능하므로 행위자의 의도에 따라 주관적으로 정의할 수밖에 없다는 데서 출발하여, 행위자의 의도에 의해서만이 위법성 여부를 판단할 수 있는 행위를 법으로써 규제하는 것은 어렵기도 하거나 비용도 많이 들 뿐 아니라 현실거래에 의한 시세조종은 실제로 실패할 위험성 때문에 발생도 많지 않다는 것을 이유로 규제가 필요하지 않다는 주장을 한다.

Fischel과 Ross에 의하면 시세조종적 행위는 일반적으로 ① 수요와 공급의 자유로운 작용에 간섭하거나, ② 타인들이 거래를 하도록 유인하거나, ③ 증권이 가격을 인위적인 수준에 이르도록 하는 행위를 의미하는 것으로 정의되고 있지만,⁶³⁾ 그 어느 것도 시세조종적 행위를 객관적으로 정의하기에는 부족하다고 한다. ①과 같은 정의는 모든 거래는 수요와 공급의 작용에 영향을 미치므로 적법한 거래와 불법적인 거래가 구별되어야만 어떠한 행위가 ‘간섭’인가를 알 수 있다는 순환논리에 빠진다.⁶⁴⁾ ②는 너무 넓은 범위의 행위가 시세조종

59) 537 F.2d 341(9th Cir. 1976).

60) 판결에 의하면 유인목적은 요건이 아니고 피고인이 당해 주식의 가격을 의도적으로 인하한 것으로 충분하다고 하고 있다. 이 논리에 의하면 Rule 10b-5의 경우에도 시장의 완전성을 침해하는 행위를 규제하는 것으로도 해석될 수 있을 것이다. 그러나 이 판결은 연방대법원에서 Rule 10b-5위반이 되기 위해서는 기망, 부실표시, 불공시가 필요하다는 판례가 형성되기 전의 것이므로, 인위적 조작목적만으로 기망의 의도가 인정될 수 있을지는 의문이다(黑沼悅郎, 전제 각주 21의 논문, 502면 참조).

61) Loss, supra note 6, at 858(Coplin v. United States, 88 F.2d 652, 661-64(9th Cir. 1973)등을 인용).

62) Fischel & Ross, "Should the Law Prohibit 'Manipulation' in Financial Markets?" 105 Harv. L. Rev. 503(1991).

63) Ibid.

행위로서 금지되도록 한다. 즉 이 정의에 의하면 거래의 양 당사자들이 증권의 가치에 대해서로 달리 평가하거나 위협에 대한 선호도가 다르거나 유동성의 정도에 관해서 다른 선호도를 가지고 있는 등의 이유로 거래가 성립하는 경우에도 다른 당사자를 거래에 끌어들이는 것이 되므로 시세조종행위에 해당된다는 결론이 된다. 또한 회사가 자신의 주식의 가치에 대해 시장에 신호를 보내는 행위, 예를 들자면 자기주식취득이라든가, 더 나아가 정보를 제공하는 행위도 거래량을 증가시키므로, 즉 타인을 유인하는 것으로 취급될 수 있다는 점이 문제이다.⁶⁵⁾ ③은 어떠한 것이 인위적인 가격인가를 정의하기 힘들다는 난점이 있다. 가격변동을 발생시킬 것을 의도한 거래에 의하여 가격이 변동되는 경우를 인위적 가격변동이라고 정의하는 것이 가능할지 모르지만, 이러한 경우가 항상 해로운 것만은 아니다. 예를 들어 회사가 시장에 신호를 보내기 위해서 저평가되어 있는 자기주식을 취득하는 경우는 가격이 변동되지만, 이를 인위적이라고 하여서는 안된다. 그렇다면 ‘올바른’(correct) 가격수준에 이르도록 하는 것은 시세조종이 아니라고 정의하는 방법을 생각해 볼 수 있는데, 이러한 정의도 무엇이 올바른 가격수준인가를 정의하는 것에 문제가 있다.⁶⁶⁾ 또한 이러한 정의는 정보를 보유하고 있는 자가 그 이익을 향수하는 것을 불가능하게 한다는 점에서도 문제가 있다.⁶⁷⁾

그렇다면 시세조종행위에 대한 ‘객관적’인 정의를 하는 것이 불가능하고, 행위자의 의도에 따라 구별할 수밖에 없다는 결론이 되는바, Fischel과 Ross는 시세조종적 행위를 ① 가격을 일정한 방향으로 변동시킬 것을 의도한 거래이고, ② 거래행위자가 자신의 거래가 없다면 가격이 이러한 방향으로 변동되지 않을 것이라고 생각하였으며, ③ 이익이 거래행위를 한 자가 가치 있는 정보를 소유하고 있기 때문이 아니라 단지 가격을 변동시킬 수 있는 능력에서 유래한 것이어야 한다고 정의될 수 있을 것이라고 한다.⁶⁸⁾

그렇다면 위에서 살펴본 것처럼 시세조종에 대해서는 객관적인 정의가 없고, 행위자의 의도에 따라 시세조종행위인가 여부가 결정되게 되는데, 내심의 의사라는 불명확한 기준에 따라 위법성을 판단할 수밖에 없는 현실거래에 의한 시세조종행위를 법으로 규제할 필요가 있겠는가에 대해 Fischel과 Ross는 다음과 같은 이유로 회의를 표명하고 있다. 첫째, 그들은 현실거래에 의한 시세조종은 성공할 확률이 매우 낮기 때문에 규제를 하지 않는다고 하더라도 실제로 그렇게 많이 발생하지 않는다고 주장한다. 현실거래에 의한 시세조종행위가 성공하기 위해서는 거래로 인하여 증권가격이 상승하고, 자신이 매수한 가격보다 높은 가격으로 매도를 할 수 있어야 하는데, 이 두 조건을 동시에 충족시키는 것이 쉽지 않으므로 자기억제력을 가진다는 것이다.⁶⁹⁾ 둘째, 시세조종행위는 행위자의 의도라는 주관적 요소에 의해 결정되는 것이므로 적발하는 것이 불가능하지는 않을지 모르지만 매우 어렵다. 그렇기 때문에 법률에 의하여 시세조종행위를 규제하는 경우에는 일반적으로 의도 외에도 객관적인 증

64) Ibid.

65) Ibid., at 507-508.

66) Ibid., at 509(Easterbrook 판사는 장기적인 수급관계로부터 형성되는 가격을 올바른 가격으로 보아, 여기서부터의 괴리를 기준으로 하고 있지만, 장기적 수급의 방향은 사전에 확실히 알 수 없고, 장기적 수요·공급과 단기적 수요·공급을 구별하는 것도 문제가 있다. 다른 방법으로서 모든 중요한 정보가 공시되었다고 가정한 경우의 가격을 올바른 가격이라고 정의한다면, 문제가 되는 거래 자체가 중요한 정보이기 때문에 역시 순환론에 빠지게 된다).

67) Ibid., at 508-509.

68) Ibid., at 510.

69) Ibid., at 512-519.

거를 필요로 하는데, 현실거래는 정상적인 거래인지 아니면 시세조종의도를 가지고 행해진 것인지를 판단하기 곤란하다는 것이다. 보통 시세조종을 하기 위해서는 폐장무렵에 거래를 집중시킨다든가 순차고가주문을 하는 등의 행위를 하는데, 이러한 행위는 시세조종의도가 아닌 경우에도 얼마든지 행해질 수 있기 때문이다.⁷⁰⁾ 셋째, 시세조종행위를 금지하는 것은 사회적 비용이 많이 소요된다. 우선 주관적 의도에 따라 규제 여부가 결정되기 때문에 규제를 집행하는 비용이 크다. 또한 시세조종행위에 대한 규제에 인하여 사회적으로 바람직한 거래가 억제되는 기회비용이 발생한다. 예를 들자면 시세조종의 우려 때문에 공모 전에 空賣를 금지하는 등 일률적인 행위제한을 하기 때문에 바람직한 거래도 전적으로 금지되고, 이러한 특정적 금지가 없는 경우에도 시세조종행위금지규정에 위반할 것이 우려되어 정상적인 투자활동이 이루어지지 못하게 되는 부작용이 있다. 특히 시세조종적 행위에 대한 제재는 형사처벌이나 평생동안 증권업이나 트레이더를 할 수 없는 것과 같은 심각한 제재도 가능하므로 정상적인 거래행위도 억제하게 될 가능성이 더욱 크다. 이러한 사회적 비용을 고려한다면 시세조종행위를 법으로 금지하는 것은 금지로 인하여 얻을 수 있는 이익보다 비용이 더 많이 소요되므로 규제가 불필요하다는 것이다.⁷¹⁾

그렇다고 해서 Fischel과 Ross가 모든 시세조종적 행위에 대하여 어떠한 제재도 필요하지 않다고 주장하는 것은 아니다. 시세조종적 행위가 ‘사기’ (fraud)에 해당되는 경우에는 사기로써 규제하면 되는 것이지, 별도의 법령에 의한 시세조종적 행위 규제가 필요하지 않다는 것이다. Fischel과 Ross는 통상적으로 시세조종적 행위라는 명목으로 규제되고 있는 행위 중 가장매매와 통정매매는 사기에 해당한다고 보고 있고, 따라서 별도의 규정을 둘 필요 없이 사기개념으로 충분히 규율될 수 있다고 한다.⁷²⁾ 반면, 현실거래에 의한 시세조종적 행위는 전통적인 사기개념에는 맞지 않으므로⁷³⁾ 별도의 규정을 두어 규제할 것인가를 따져봐야 하지만, 위에서 언급한 것과 같은 이유로 규제할 필요가 없다는 결론을 내리고 있다.

다만, 위에서 언급한 규제불요론의 근거는 증권을 매수하여 가격이 상승하도록 한 후 가격이 하락하기 전에 높은 가격으로 증권을 매도하는 것과 같이 행위자의 이익이 거래 자체

70) Ibid., at 519-521.

71) Ibid., at 522-523.

72) Ibid., at 510.

73) 시세조종적 행위가 사기와 의 관계에 대해서도 Fischel과 Ross는 날카로운 분석을 하고 있다 (Ibid., at 510-512). Fischel과 Ross는, Easterbrook 판사는 시세조종적 행위는 사기의 일종이라고 하고(Easterbrook, "Monopoly, Manipulation, and the Regulation of Futures Markets," 59 J. Bus. S103(1986)), Ross는 사기와 관계되어 있지만 법적인 분석으로서는 그 일부는 아니라고(Loss, supra note 6, at 843)하고 있지만, 아직 명확하게 분석된 바가 없다고 하면서 시세조종적 행위와 사기를 비교하였다. 그에 따르면 가장매매와 통정매매는 사기의 일종이지만, 현실거래에 의한 시세조종적 행위는 전형적인 사기와는 차이가 있다고 한다. 전형적인 사기는 허위의 진술(false statement)이라는 나쁜 행위(bad act)와 기망한다는 의도(intent to defraud)양자가 존재하는 행위이다. 반면에 현실거래에 의한 시세조종행위는 증권의 가격이 그의 행위가 없다면 그와 같은 방향으로 움직이지 않을 것이라고 생각하는 나쁜 의도는 존재하지만, 나쁜 행위는 존재하지 않는다. 왜냐하면 현실거래는 그와 같은 의도 없이도 이루어질 수 있기 때문에, 객관적으로 나쁜 행위라고 할 수 없기 때문이다. 따라서 양자는 구별될 수 있다고 한다. 그리고 허위진술의 경우와 달리 불공시는 현실거래와 마찬가지로 매매하기 때문에 일견 불공시 사건에서는 사기와 시세조종적 행위의 차이가 없는 것으로 보이지만, 이때에도 양자는 구별될 수 있다고 한다. 왜냐하면 불공시는 공시의무가 있는 경우(duty to speak)에만 문제가 되는데, 공시의무는 객관적 기준, 예를 들자면 충실의무를 부담하고 있는 것과 같은 사실로부터 발생하기 때문에 객관적으로 판단되는 나쁜 행위가 있다고 할 수 있기 때문이다.

에서부터 유래하는 ‘거래에 기인한 시세조종적 행위’ (trade-based manipulation)에 적합한 설명인데, 행위자의 이익이 거래행위 자체에서 유래하는 것은 아니고, 일정한 날의 증권의 종가가 얼마 이상이면 보너스를 받는다는 것과 같은 계약상의 권리에 기해 이익을 얻게 되는 경우, 즉 ‘계약에 근거한 시세조종적 행위’ (contract-based manipulation)의 경우에는 달리 생각할 측면이 있기는 하지만 결론적으로는 법적인 규제는 도움이 되지 않으리라고 판단하고 있다.⁷⁴⁾ 즉 거래에 기인한 시세조종적 행위는 위에서 언급한 것과 마찬가지로 실패할 위험이 크기 때문에 자기억제력을 가지는 데 반하여, 계약에 근거한 시세조종적 행위는 이익의 실현의 가능성이 크기 때문에 자기억제력이 크지 않다는 점에서 차이가 있으므로, 거래에 기인한 시세조종적 행위보다 규제의 필요성이 높다. 그러나 이러한 경우에는 계약에서 시세조종적 행위의 발생을 방지할 수 있고, 법령에서 규제하는 경우의 비용을 생각해 볼 때 법적 규율이 효과적이지 않다는 것이다.

또한 증권의 애널리스트가 주식을 매수한 후 그 종목을 추천하여 가격을 상승시킨 후 매도하는 것과 같이 공시와 거래를 연결시킨다면 현실거래에 의한 시세조종적 행위의 성공가능성이 높으므로 규제할 필요가 있는 것이 아닌가라는 인식에 대해서도, 이는 사기으로써 규제할 문제이지 시세조종적 행위라는 개념을 도입하는 것은 도움이 되지 않는다고 주장한다.⁷⁵⁾

(2) 제10조 (b)항 및 Rule 10b-5의 확대적용

반면에 Steve Thel은 Fischel과 Ross의 시세조종행위 불요론의 근거를 반박하면서, 더 나아가 사기금지조항에 의한 시세조종적 행위에 대한 현재 법원의 태도, 즉 기망행위가 존재하는 경우로 한정하여 적용하는 것에 반대하고 사기금지조항을 넓게 해석할 것을 주장한다.⁷⁶⁾

우선 Thel은 현실거래에 의한 시세조종적 행위가 Fischel이나 Ross가 생각하는 것만큼 자기억제력이나 규제비용이 크지 않고 시세조종적 행위를 어느 정도 객관적 기준으로 판정할 수 있다고 주장한다.⁷⁷⁾ Thel은 사람들이 일반적으로 생각하는 것보다 현실거래에 의해 증권의 가격에 영향을 미치는 것이 어렵고, 거래에 기인한 시세조종적 행위에서 이익을 실현하는 것이 어렵다는 점은 인정하지만, Fischel이나 Ross가 인식하는 정도로 증권가격에 영향을 미치는 것이 힘든 것이 아니고, 가격에의 영향력을 이용하여 이익을 거둘 수 있는 가능성이 상당히 존재한다고 한다. 이러한 가능성은 ‘계약에 기인한 시세조종적 행위’의 경우뿐 아니라 ‘거래에 기인한 시세조종적 행위’에서도 Fischel이나 Ross가 생각하는 것보다 크므로 현실거래에 의한 시세조종적 행위의 자기억제력이 충분하다고 보기 힘들다고 한다. 따라서 시세조종적 행위를 방지하기 위한 장치가 필요한데, Fischel이나 Ross는 법령에 의한 규율의 비용이 이익보다 크기 때문에 그러한 규율이 불필요하다고 하지만, Thel은 그 비용이 너무 과장되었을 가능성이 있다고 하면서 법령에 의한 규율의 필요성을 주장한다.

74) Fischel & Loss, *supra* note 62, at 523-525.

75) *Ibid.*, at 525-526.

76) Thel, Regulation of Manipulation; Thel, "The Original Conception of Section 10(b) of the Securities Exchange Act," 42 *Stan. L. Rev.* 385(1990) (이하 Original Conception이라 약함); Thel, "\$850,000 In Six Minutes"이라 약함).

77) Thel, "\$85,000 In Six Minutes," *supra* note 76, at 224-262.

법령에 의한 규율의 형태는 가격에 영향을 미치기 위해 통상 이용되는 거래관행을 거래의 이유를 불문하고 금지하는 객관적인 규칙을 설정하는 것이 바람직하다는 의견을 표명하고 있다.⁷⁸⁾ 즉 내부자거래의 규제에서 행위자의 의도를 불문하고 내부자의 단기매매차익의 반환을 규정하는 것과 같은 형식의 규율을 하여야 한다는 것이다. 그러나 이와 같은 객관적인 규제를 하는 경우에도 거래의 관행과 시장은 항상 변화하기 때문에 발생가능한 모든 시세조종적 행위를 예상하여 규칙을 제정하는 것은 불가능하고, 따라서 행위자의 주관을 기준으로 하여 의도적인 시세조종적 행위(intentional manipulation)를 규제하는 규율이 필요하다고 한다. 이러한 규율은 법률보다는 상황의 변화에 따라 용이하게 수정될 수 있는 행정부의 규칙에 의해 이루어지는 것이 바람직하나, 이러한 체제는 1930년대에 증권관계법의 입법당시에 제10조 (b)항 및 이의 위임을 받은 Rule 10b-5에 의해 이미 설정되어 있었다고 한다.⁷⁹⁾

그리고 이 경우 34년법 제10조 (b)항 및 이에 근거한 Rule 10b-5의 해석에 대해서는 현재 법원의 태도와는 달리 널리 시장의 완전성을 해치는 행위를 규제하는 것으로 더 넓게 해석하여야 한다고 주장한다.⁸⁰⁾ 현재 미국의 연방대법원은 앞서도 언급한 것처럼 제10조 (b)항은 기망(deception)행위만을 규제하는 것이고, 충분한 공시가 이루어진 경우에는 제10조 (b)항의 위반이 되지 않는다는 일관된 입장을 취하고 있다. 이와 같은 해석은 34년법의 근본적인 목적이 매수인위험부담의 원칙(philosophy of caveat emptor)을 공시주의로 대체하는 것에 있다고 보는 것이고, 이것이 일반적인 관념이다.⁸¹⁾ 그러나 The1은 34년법의 근본적인 목적은 충분한 공시가 이루어지도록 하는 것 이상이라고 주장함으로써, 제10조 (b)항의 해석을 달리하여야 한다고 한다.⁸²⁾ 그는 근거로서 ① 제10조 (b)항의 범문상 이와 같은 해석을 할 근거가 없다. ② 의회의 입법의도가 의도적인 기망행위를 규제하자는 것이었다면, 제10조 (b)항에서 이와 같은 행위가 위법하다고 규정하였을 터인데, 제10조 (b)항은 그와 같이 규정하지 않고 SEC에 포괄적인 규칙제정권을 부여함으로써 규제를 위임하고 있다. ③ 34년법은 충분한 정보가 제공되도록 하는 공시를 가장 우선적인 목적으로 하는 입법이 아니고, 증권의 시장가격이 투자자 및 나아가 국민경제 전반에 대해 가지는 중요성에 비추어 정부가 개입하여 증권시장에 대한 신뢰를 유지하고 증권전문가의 행위를 통제하도록 하기 위한 입법이다. 34년법 규정의 대부분은 오히려 공시와 관계없고, 34년법의 입법필요성을 규정한 제2조에서는 정보공시의 중요성에 관해서는 언급하고 있지 않고, 시장에서의 가격이 얼마나 중요한 의미를 가지는가에 대해서만 언급하고 있다. 이러한 점들을 살펴볼 때, 제10조 (b)항은 기망행위를 규제하는 것이 아니라, 증권가격에 영향을 미치는 행위를 규제하기 위한 것이고, 그 목적을 달성하기 위해 SEC에 규제권한을 부여하는 근거를 규정한 것이라고 한다.⁸³⁾

78) The1은 이러한 규제가 명확성을 제공할 수는 있지만 너무 넓게 규제함으로써 바람직한 거래가 이루어지지 못하도록 하는 부작용이 있을 수 있다는 저을 인정한다. 그러나 비용을 최소화하고 규제 이익을 극대화할 수 있는 적절한 규제점을 찾는 것이 가능하다는 것을 전제로 한다(The1, \$85,000 In Six Minutes, Ibid., at 289). 그리고 이러한 객관적 기준은 나쁜 의도를 갖지 않지만 일시적으로 시장가격을 교란하는 행위를 규제할 수 있다는 장점을 가지고 있다고 한다.(Ibid., at 288-289).

79) Ibid., at 219.

80) The1, Original Conception, supra note 76 참조.

81) Ibid., at 388.

82) Ibid., at 388-394 참조.

83) Ibid., at 461. The1은 법원이 Rule 10b-5를 좁게 해석하는 것으로 방향을 바꾼 취지를 완전히

(3) 시사점

Fischel과 Ross는 기본적으로 증권의 가치에 대한 평가는 각 개인마다 다를 수 있으므로 인위적 가격(artificial price)이란 존재하지 않는다는 것을 전제로 하고 있다고 볼 수 있다. 시세조종적 행위는 그렇다면 행위자의 의도에 의하여 정해질 수밖에 없다는 것은 날카로운 지적이라고 생각한다. 행위자의 의도라는 주관적 내심의 사정을 기준으로 적법과 위법을 판별할 수밖에 없는 행위를 법령에 의해 규율하게 되면 바람직한 투자행위를 위축시키는 부작용이 초래된다는 점도 통찰력 있는 지적이라고 할 수 있다. Fischel과 Ross는 여기에 근거하여 법령에 의한 규율 자체가 불필요하다고 주장하고 있다. 우리나라에서도 시세조종적 행위가 법령에 의한 규율이 필요하지 않을 정도로 자기억제력이 충분히 있는가는 의문이고, 따라서 이와 같이 극단적인 의견을 취하기는 힘들다고 하더라도, 적어도 법령에 의한 규율을 함에 있어서는 위에서 언급한 측면이 고려되어야 한다. 즉 법령에 의한 규율의 비용을 최소화하도록 하기 위한 노력이 필요한데, 법령에 의한 규제에 의하여 바람직한 투자행위가 위축될 가능성을 감소시키기 위해서는 형사처벌과 같은 심각한 제재는 주관적 의도가 어느 정도 확실하고 나쁜 경우에만 가해져야 할 것이다.

반면, Fischel이나 Ross는 시세조종적 행위인가를 결정하는 주관적 의도의 입증은 외부에 나타나는 거래행위가 무색적 성질을 가지기 때문에 매우 어렵다는 것을 강조하고 있지만, 거래행위를 전체적으로 파악한다면 Fischel과 Ross가 생각하는 것만큼 많은 비용이 드는 것은 아닐 수 있다는 점에서는 The1의 입장도 경청할 만하다고 생각된다. 또한 The1의 견해처럼 시장가격의 교란 자체가 해악을 가져오는 측면도 존재한다고 생각된다. 이러한 행위는 거래행위자의 동기와 상관없이 증권시장의 가격기능을 저해함으로써 시장에 참여하는 투자자뿐 아니라 그 가격을 참조하는 잠재적 투자자, 그와 같은 가격에 의해 자원배분이 왜곡됨으로써 국민경제 전반에 위해를 가한다는 점 또한 적절한 지적이라고 생각된다. 그러나 시장의 완전성을 침해하는 모든 행위에 대해 제재를 가하는 것, 특히 형사처벌과 같은 심각한 제재가 가해질 수 있다는 가능성은 적절한 투자활동을 위축시킨다는 바람직하지 못한 외부효과가 발생한다는 점도 간과되어서는 아니 될 것이다.

5. 분 석

현재 미국 34년법 제9조 (a)항 (2)호에 의해 금지되는 시세조종행위는 유인목적을 가진 행위로 한정되는데, 판례나 SEC의 결정례에 의하면 유인목적은 거래의 동기와 동기를 추론할 수 있는 일정한 행위들에서부터 추론하고 있다. 법조문에서는 ‘유인’이라는 용어를 사용하고 있지만, 투자자를 시장거래에 끌어들이는 것과 같이 용어의 사전적 의미로 한정하여 해석하고 있지는 않고, 실제로는 좀 더 널리 증권가격에의 영향을 미쳐서 이를 이용하는 행위를 규제하는 것으로 보인다. 즉, 앞의 II. 1의 문제제기에서 언급한 가격이용설과 유사한

부정하는 것은 아니다. 즉 Rule 10b-5가 너무 비대해져다는 점 때문에 법원이나 의회의 개입필요성이 인정될 수도 있다고 한다. 그러나 개입을 하고자 한다면 행정법의 원리상 법률에서 위임할 수 있는 행위의 범위의 문제로 다를 수 있을지는 모르지만, 법원의 태도와 같이 SEC의 권한제한을 용어의 해석이라는 방법을 통해서 해서는 안된다고 비판한다(The1, \$85,000 In Six Minutes, supra note 76, at 439).

입장이라고 볼 수 있을 것이다. 그런데 또한 제9조 (a)항 (2)호의 입법취지는 자유·공개시장을 보호하기 위한 것이라고 하고 있는바, 이에 의하면 시장을 교란하는 모든 행위를 규제하여야 한다는 결론이 될 수 있다. 한편, 제10조 (b)항 및 Rule 10b-5에 대해서는 기망이 있는 경우로 더욱 더 한정하여 해석하고 있는 현실이다. 이와 같이 혼란스러운 규제현실은 역으로 무엇을 시세조종행위로서 금지하여야 할 것인가가 얼마나 어려운 문제인가를 나타낸다고 할 수 있을 것이다.

그런데 문제는 유인목적을 판례나 SEC의 결정례와 같이 해석하면 시세조종행위의 한계가 모호해질 우려가 있다는 점이다. 어떠한 외부적인 행위에 대해서 사후적인 판단으로써 얼마든지 동기를 인정할 수 있는 경우가 많을 것이기 때문이다. 이러한 점을 우려하여 동기를 뒷받침하는 일정한 행위들이 있을 것이 요구되지만, Fischel이나 Ross가 지적한 것처럼 이러한 행위들이 이루어진 경우도 투자판단에 기한 투자행위로서 이루어졌을 가능성은 얼마든지 있다. 위법한 거래의 경계가 모호하다는 점은 앞에서 언급한 것처럼 심각한 제재와 결합할 때에는 투자행위를 위축시킬 가능성이 커진다. 규제에 의한 부작용을 최소화시키기 위해서는 투자를 위축시키는 효과는 최소화하면서 제재라는 위협에 의해 위반행위의 발생을 예방할 수 있는 적절한 기준을 찾아야 할 것인데, 현재의 제9조 (a)항 (2)호의 해석에 따른 시세조종행위의 범위가 형사처벌과 같은 심각한 제재를 하는 것이 적절한 대상인가는 검토가 필요하다.

우선 미국에서 시세조종행위 규제범위에 관한 판례나 결정례들은 반드시 위반에 대한 제재로서 형사처벌을 하는 경우만으로 한정하여 논의가 전개된 것은 아니다. 기본적으로 시세조종행위에 대해서는 형사처벌이 가능하지만, 넓게 증권관계법 위반에 대해서는 SEC의 청구에 의한 법원의 유지명령과 같은 비교적 가벼운 제재를 하기도 하는바, 이러한 맥락에서 시세조종행위에 관한 판례나 SEC의 결정례가 형성되었다. 그렇기 때문에 형사처벌의 대상이 되어야 할 시세조종행위의 범위를 판단할 때에도 이 기준이 적절하다고는 할 수 없을 것이다.

또한 이러한 판례들은 시세조종행위에 대한 다양한 제재수단이 마련되기 전에 형성된 것이라는 점도 고려요소가 될 수 있을 것이다. 현재 미국에서 불공정행위 규제 위반에 대한 제재 또는 구제수단으로는 형사처벌 외에 행정적 제재 및 민사상의 손해배상청구를 할 수 있다. 행정적 제재는 증권관계기관 및 그 종사자에게만 가할 수 있는 것이 아니고, 위반행위를 한 자 누구에게든지 적용이 된다. 그 내용도 민사제재금제도(civil money penalties)를 포함한 다양한 제재수단이 존재한다. 이에 따라 위반행위의 악성에 따라 다양한 제재가 이루어질 수 있다. 그런데 미국에서 이와 같은 제재의 체제가 확립된 것은 1991년 증권법의 개정에 의해서였다. 그 이전에는 민사제재금제도는 존재하지 않았고, 제9조 (a)항 (2)호를 위반한 경우에는 일반인에게는 형사처벌만이 유일한 제재수단이었다. 이런 상황에서라면 편취행위나 가격을 이용하는 행위에까지는 이르지 못하지만 시장을 교란하는 행위가 있을 때, 제9조 (a)항 (2)호를 좁게 해석한다면 어떠한 제재도 가할 수 없는 경우가 발생하였을 것이고, 이러한 점을 참작하여 제9조 (a)항 (2)호에 의한 규제범위를 넓혀서 해석한 측면도 있을 것이라고 짐작할 수도 있을 것이다. 그렇다면 규제체제가 정비된 새로운 상황하에서는 새로운 체제에 맞추어서 다시 규제범위를 생각해 볼 수 있을 것이다. 특히 형사처벌은 죄형법정주의에 따라 엄격한 해석이 필요할 터인데 이를 모호한 기준에 따라 적용하는 것은 다시 생각해 볼 여지가 있다.

IV. 일본법상 현실거래에 의한 시세조종행위 규제

1. 판례 및 학설

현실거래에 의한 시세조종행위는 일본에서는 증권거래법 제159조 제2항에 의해 규제되는데, 유가증권시장과 장외시장을 분리하여 별도의 항으로 규정되어 있다는 점을 제외하고는 우리나라의 규정과 거의 동일하다.⁸⁴⁾ 일본의 현실거래에 의한 시세조종행위의 해석에 있어서도 문제는 적법한 거래행위와 위법한 시세조종행위를 어떠한 기준에 의해 구별할 것인가이다. 시세조종행위의 요건은 미국이나 우리나라와 유사하게 ① 일련의 매매거래의 존재, ② 거래盛況의 오인 또는 시세변동거래의 존재, ③ 유인목적을 들고 있다. 그런데 여기서 시세조종행위 인정의 결정적 기준을 인위적인 가격변동에서 찾을 것인가 아니면 유인목적, 그 중에서도 특히 투자자를 끌어들이고자 하는 목적에서 찾을 것인가에 관해 기본적인 입장 대립이 있다.

일본에서는 시세조종행위에 대하여 현재까지 수개의 판례가 있는데, 이 논점과 직접적으로 관련되는 대표적인 사건은 協同飼料사건과 藤田觀光사건을 들 수 있으므로 이 사건에 대한 판례 및 학설의 입장을 살펴보겠다.

(1) 協同飼料사건

1) 사실관계

협동사료사건은 일본 증권거래법이 제정된 이래 시세조종죄로서 최초로 기소된 사건이었다. 협동사료주식회사는 동경증권거래소 제1부에 상장되어 있는 회사인데, 재무내용의 개선 및 투자를 위한 다액의 자금수요가 있어 자본시장으로부터 급히 30억엔 정도의 자금을 조달하기로 하였다. 1987년 7월경 증권회사 간부에게 자금조달안의 작성을 의뢰하여 일부 주주할당과 일부 일반공모에 의한 신주발행을하기로 하였다. 그런데 신주발행에 의해 30억엔

84) 일본증권거래법은 제159조 제1항에서 가장매매와 통정매매에 관해 규제하고, 제2항에서 증권거래소에 상장된 유가증권에 관하여 제4-2항에서는 장외매매유가증권의 현실거래에 의한 시세조종과 풍설유포 및 허위표시에 의한 시세조종행위를 금지하고 있다. 이 중 현실거래에 관한 규정의 내용은 다음과 같다.

②누구든지, 증권거래소에 상장된 유가증권에 관하여, 유가증권시장에서의 유가증권의 매매거래 등을 유인할 목적으로, 다음에 기재한 행위를 하지 못한다.

1. 단독으로 또는 타인과 공동으로, 당해 유가증권의 매매거래 등이 번성하다고 잘못 알게하거나 당해유가증권 등의 시세를 변동시키는 일련의 유가증권의 매매거래 등 또는 그 위탁이나 수탁을 하는 것.

④-2 누구든지, 장외매매유가증권의 장외매매거래를 유인할 목적으로 다음에 기재한 행위를 하지 못한다.

1. 단독으로 또는 타인과 공동으로, 당해 장외매매유가증권의 매매거래가 번성하다고 잘못 알게하거나 시세를 변동시키는 일련의 매매거래 또는 그 위탁이나 수탁을 하는 것.

의 자금을 조달하기 위해서는 신주의 공모가액이 적어도 200엔 정도이어야 하였고, 공모가액이 200엔이 되기 위해서는 권리락 전의 주가가 280엔 정도일 것이 요구되었는데, 당시 협동사료의 주가는 170엔 내지 180엔 선에서 거래되고 있었다. 이에 따라 협동사료의 부사장 등은 수개의 증권회사 간부의 협력을 얻어 7월 27일부터 9월 26일까지 합계 614만 9천주를 계속하여 각종 방법을 통하여 매수하였고, 10만 4천주를 가장매매하였다. 매수는 피고회사 또는 자회사의 자금을 동원하여 종업원의 친목단체나 종업원 명의로 매입하기도 하고 직접 취득하기도 하였다. 취득한 주식을 안정주주라고 할 수 있는 관련금융기관이나 사업법인 등에 매도하여 부동주를 감소시킴과 함께 자금을 회수하여 다시 주식을 매입하였다. 그 결과 협동사료의 주가는 권리락 전일에 256엔이 되었다.⁸⁵⁾

2) 판 결

협동사료사건에 대해서는 제1심인 동경지방법재판소의 판결과⁸⁶⁾ 제2심인 동경고등재판소의 판결이⁸⁷⁾ 결론적으로 피고의 유죄를 인정하였지만, 유죄 인정의 기준, 즉 적법한 거래와 위법한 시세조종행위를 구분하는 기준을 다른 것에서 구하고 있고, 최고재판소는⁸⁸⁾ 제1심판결의 이론을 지지하였다.

(가) 동경지방법재판소 판결

동경지방법재판소는 유인목적은 “시장의 실세와 매매거래의 상황에 관한 제3자의 판단을 그릇되게 하여 제3자를 시장에서의 매매거래에 끌어들이 목적, 즉 본래 자유공개시장에서의 수요·공급 내지 자유경쟁원리에 의하여 형성되어야 할 시세를 인위적으로 변동시키고자 하는 의도를 가지고 선량한 투자자를 시장에서의 매매거래에 참가시킬 목적” 이라고 판시하였다.

한편, 시세를 변동시키는 거래는 증권거래법 제159조 제2항 제1호가 매매거래 외에 위탁, 수탁을 함께 금지하고 있는 것에 비추어 시장가격을 변동시킬 가능성이 있는 거래를 넓게 지칭하는 것이라고 판시하였다.

이 논리에 의한다면 시세를 변동시킬 가능성이 있는 행위 중 제3자의 판단을 그릇되게 하여 제3자를 시장에 ‘끌어들일’ 목적이 있는가 여부에 따라 시세조종행위여부를 판단한다.

(나) 동경고등재판소 판결

동경고등재판소에서는 유인목적은 “유가증권시장에서 당해 유가증권의 매매거래를 하도

85) 본 사안에서는 주가조작에 의하여 끌어올려진 시세를 안정시킬 목적으로 10월 2일부터 11월 8일까지 합계 86만 6천주를 매수하였다. 즉 위법한 안정조작을 행한 것인데, 이 글에서는 현실거래에 의한 시세조종부분에 대해서만 살펴보기로 한다.

86) 東京地裁昭48特(わ)357號, 昭 59. 7. 31 刑二五部判決, 『判例時報』1138號(1985. 2. 21), 25면 이하.

87) 東京高裁昭五九(う)一六五〇號, 昭63. 7. 26 刑二部判決, 『判例時報』, 1305號(1989. 5. 21), 52면 이하.

88) 最高裁昭六三(わ)一一〇二號, 平6. 7. 20三小法廷決定, 『判例時報』, 1570號(1994. 12. 11), 51면 이하

록 제3자를 끌어들이는 의도”라고 판시하면서, 그 목적은 “유가증권시장에서 당해 유가증권의 매매거래를 하도록 제3자를 끌어들이는 것을 인식하는 것으로 충분하다”고 하였다. 변동거래는 “단순히 거래 자체가 시세를 변동시킬 가능성이 있는 거래가 아니고 시세를 지배할 의도를 가지고 행하는 시세변동가능성이 있는 거래”라고 실시하였다.

동경고등재판소 판결은 법조문상의 유인목적의 독자적인 의미가 있는 구별기준으로 삼지 않는 것으로서 제3자를 시장에 끌어들이는 것을 목적으로 할 필요는 없고 단지 자신의 행위로 인하여 제3자가 시장에 들어올 수 있다는 점을 ‘인식’하는 것으로 충분하다고 한다. 대신 위법한 시세조종행위와 적법한 거래와의 구별기준의 중점을 변동거래에서 찾고 있다. 변동거래는 1심법원에서 말하는 것과 같이 단순히 가격을 변동시킬 가능성이 있는가라는 객관적인 사실판단이 아니고, 여기에 ‘시세를 지배할 의도를 가지고 행하는’이라는 주관적 요건을 덧붙임으로써 가격이 인위적으로 조작되었는가 여부를 증시하는 것이다.

(다) 최고재판소 판결

최고재판소는 “증권거래법 제125조 제2항 제1호(현재 제159조 제2항 제1호에 해당된다) 후단은 시세를 변동시키는 일련의 매매거래 등을 전부 위법한 것으로 하는 것이 아니라, 이 중 매매거래를 유인할 목적, 즉 인위적 조작을 가하여 시세를 변동시키에도 불구하고 투자자에게 그 시세가 자연적인 수요·공급에 의하여 형성된 것으로 오인시켜서 유가증권시장에서의 매매거래에 끌어들이는 목적을 가지고 시세를 변동시킬 가능성이 있는 매매거래 등을 금지하는 것으로 해석된다”고 함으로써 제1심판결과 마찬가지로 위법성을 판단하는 기준을 유인목적에 두고 있다.

3) 판결에 대한 분석

이 사건에서 피고인은 수사단계에서 유인 목적을 자백하였으나, 공판의 단계에서 진술을 번복하고 일련의 매매거래를 주주안정화공작의 일환으로서 행하였다고 주장하였는데, 법원은 진술조서의 임의성에 문제가 없다고 함으로써 유인 목적을 인정하였다.⁸⁹⁾ 그러나 유인 목적의 해석에 관한 법원의 이론전개는 학계에서 많은 찬반논의를 불러일으켰다. 제1심판결과 최고재판소의 판결은 기존의 일본의 시세조종죄 요건에 대한 다수설의 입장을 택한 것이라고들 해석하고 있는데, 다수설과 최고재판소 판결은 대량으로 증권의 매수주문을 하면 당해 증권의 가격이 상승하는 것은 당연한 시장원리이기 때문에 자신의 거래로 인하여 매매거래를 유인한다는 것을 인식하는 것만(인위적 조작목적)으로는 충분하지 않고,⁹⁰⁾ 투자자들을 오인하도록 하여 유가증권시장에서의 매매거래에 끌어들이는 경우에 위법한 시세조종행위가 된다는 것이라고 할 수 있다.

다수설은 유인 목적을 입증하는 것은 매우 어려우므로 객관적인 상황증거로부터 유가증권거래의 동기가 추인되는 경우에는 유인 목적이 없다는 것을 행위자가 증명하여야 한다고 하는바,⁹¹⁾ 미국의 34년법 제9조 (a)항 (2)호의 해석을 받아들인 것이라고 할 수 있다.

그러나 실제로 협동사료사건의 제1심판결과 최고재판소 판결은 미국의 판례나 SEC의 결

89) 黒昭悦郎, 전계 각주 21의 논문, 488면.

90) 神崎克郎, 『證券取引の法理』(1987), 551면, 鈴木竹雄·河本一郎, 『證券取引法』, 新版(1984), 532면; 田中誠二·堀口亘, 『コメンタル證券取引法』, 増訂版(1985), 423면.

91) 神崎克郎, 상계서, 552면; 鈴木竹雄·河本一郎, 상계서, 532면, 다만 田中誠二·堀口亘, 상계서, 434면에서는 미국의 경우와 동일하게 해석할 수 없다고 하고 있다.

정례와는 약간 다른 입장을 취하고 있는 것으로 보인다. 미국의 시세조종에 관한 법조문에서는 ‘유인’(inducing)이라는 용어를 사용하고 있지만, 판례에서는 유인이라는 용어를 다른 사람을 거래하도록 끌어들이는 것으로 한정하여 해석하지 않고 동기와 거래의 태양을 기준으로 시세를 조작하고 이를 이용하는 목적으로 해석하고 있는 것으로 보인다(이 글의 분류에 의하자면 가격이용설에 가까운 것으로 보인다). 그러나 일본의 협동사료사건의 제1심 및 최고재판소 판결은 법조문을 문리해석하여 동기와 거래의 태양과 같은 상황증거로부터 인위적 조작 목적을 넘어서 투자자들을 오인하도록 하여 유가증권시장에서의 매매거래에 끌어들이는 목적까지를 추론해내고 있다(이 글의 분류상으로는 편취설의 입장에 가까운 것으로 보인다). 그러면서도 여기에 대한 명확한 논리전개를 하고 있지 않다.⁹²⁾

(2) 藤田觀光사건

1) 사실관계

등전관광사건은⁹³⁾ 채무를 반환하기 위해서 매집하였던 등전관광주식회사의 주식을 상대 거래로서 제3자에게 매도하기로 합의하였는데, 제3자가 시가보다 높은 가격으로 매수하게 되면 세무상 문제가 발생하므로 주식의 시가를 합의된 가격수준까지 올릴 필요가 있었던바, 주식을 매수함으로써 주가가 상승한 사건이다.

2) 판 결

이 사건에 대해서는 1심판결만이 존재하는데 동경지방법재판소의 판결은 위법한 시세조종 행위의 구별기준을 유인목적에서 구한 점은 협동사료사건의 제1심판결과 최고재판소 판결과 궤를 같이하고 있지만, 유인목적의 내용을 인위적으로 시세를 조작하는 목적이라고 해석함으로써 실질적 내용에 있어서는 오히려 협동사료사건의 제2심판결과 유사한 입장을 취하고 있다.

즉 동경지방법재판소는 모든 매매거래에서 타인을 유인하는 것이 어느 정도 수반되기 때문에 유인이라는 것에 중점을 두어서 위법행위 여부를 판단할 수는 없고 자연적이고 정상적인 수급관계를 어지럽히는 것에서 금지의 근거를 찾아야 된다는 취지를 표명하면서, “증권거래법 제125조 제2항 제1호의 유인목적이란⁹⁴⁾ 그 유인이라고 하는 말 자체에 의미가 있는 것은 아니고, 매매거래가 번성하다고 보이게 하거나 유가증권의 시세를 변동시키는 매매거래가 의도적·목적적으로 행하여졌다는 것을 추상적으로 표현한 것으로서, 인위적으로 매매거래가 번성하다고 보이게 하거나 인위적으로 유가증권의 시세를 조작하려고 하는 목적이라고

92) 일본에서는 제2심판결을 적극적으로 평가하는 입장도 있고(古川元時, “相場操縦について—協同飼料事件を中心として,” 『研修』, 485號(1988)), 반면에 전체적으로는 2심판결과 마찬가지로 적법한 거래와 위법한 거래를 구분하는 기준을 ‘변동거래’에서 구하지만, 부분적으로 2심판결을 비판하고 있는 견해도 있다(黒川弘務, “相場操縦罪(變動操作)における誘引目的および變動取引の意義,” 『商事法務』, No.1342(1993. 12. 15), 12-15면).

93) 東京地裁平二特(わ)一三六二號, 平 5. 5. 19 刑事第入部判決, 『判例タイムズ』, No.817 (1993. 8. 1), 221면 이하.

94) 일본 증권거래법의 개정에 의하여 시세조종에 관한 규정이 제125조에서 현재와 같이 제159조로 변경되게 되었다.

말을 바꾸는 것이 가능하다고 해석된다. ...그 목적의 존부는 물론 당사자의 진술에 의해 명확하게 될 수 있지만, 그러한 진술이 없어도 거래의 동기, 매매거래의 태양, 매매거래에 부수한 사정으로부터 추측하여 판단하는 것은 충분히 가능하고, 그 경우에는 매매거래의 태양이 경제적 합리성을 가졌는가가 인위적으로 시세를 조작하려는 목적을 규명하는 데 중요한 의미를 가진다” 고 하였다.

다음으로 ‘변동거래’에 대해서는 협동사료사건의 제1심이나 최고재판소 판결과 마찬가지로 “유가증권시장에 있어서 당해 유가증권의 시세를 변동시킬 가능성이 있는 매매거래를 가리킨다고 해석해야 한다”고 하면서, “그것에 해당하는가는 실제의 시세의 움직임의 상황은 물론, 당해 기간중의 매매거래 전체에서 점하는 당해 매매거래의 비율, 당해 매매거래의 태양 등의 사정을 고려하여 판단하여야 한다”고 판시하였다.

이 판결에서는 인위적 조작목적이라는 주관적 요소를 협동사료사건의 항소심판결에서는 변동거래의 요건으로 파악함으로써 변동거래를 적법행위와 위법행위를 구분하는 기준으로 삼고 있는 데 반하여, 등전관광사건에서는 유인목적의 내용으로 봄으로써 형식적으로는 유인 목적을 위법성 판단의 기준으로 삼고 있다는 점에서 차이가 있다.

2. 평 가

위에서 언급한 판례 및 학설의 대립은 결국 시세조종행위의 입증을 쉽게 할 수 있도록 함으로써 규제범위를 넓게 인정할 것인가 아니면 엄격하게 인정하여야 할 것인지의 어느 입장에 서는가에서 출발한 것이라고 할 수 있다. 결국 이 글의 처음 부분인 문제제기에서 언급한 것처럼, 시세조종행위를 어떠한 시각에 입각하여 규제할 것인가에 대해 서로 다른 입장을 취하고 있는 것이라고 볼 수 있다.

협동사료사건의 제1심판결과 최고재판소 판결은 단순한 인위적 시세변동뿐 아니라 타인을 매매거래에 끌어들이는 목적이 있어야만 시세조종행위에 해당된다는 입장이다. 반면에 협동사료사건의 제2심판결은 시세조종행위 규정을 인위적 시세조작을 규제하기 위한 것이라는 시각에 입각한 것이라고 할 수 있다. 등전관광사건판결도 형식적으로는 협동사료사건 제1심판결과 유사한 것으로 보이지만, 그 실질에 있어서는 협동사료사건의 제2심판결과 마찬가지로 인위적 시세조작을 규제하고자 하는 완화된 해석을 하고 있다고 볼 수 있다.

협동사료사건 제1심 및 최고재판소 판결의 논지를 등전관광사건에 적용한다면 피고의 행위는 다른 투자자들을 거래에 끌어들이는 목적이 있었던 것은 아니라고 판단할 여지가 있다. 이는 ‘끌어들인다’는 것의 의미를 어떻게 파악하는가와 관련된 문제인데, 다른 투자자들로 하여금 거래를 하도록 하여 그 시장에서부터 이익을 얻겠다는 의미, 즉 ‘시장’을 기망하여 편취한다는 의미로 해석할 수 있을 것이다.

이러한 의미로서 해석한다면 협동사료사건에서는 시세를 조종하여 유상증자에 투자자들이 참여하도록 함으로써 시장에서 편취를 하려는 의도가 있는 것으로 판단할 수 있다. 그러나 등전관광사건에서는 인위적으로 가격을 올리고자 하였으나, 다른 투자자들로 하여금 거래를 하도록 할 목적은 없다고 볼 수 있으므로, 시세조종죄로써 처벌할 수 없을 것이다.

그렇다고 해서 등전관광사건에서 어떠한 제재도 필요하지 않다고 할 수는 없을 것이다. 협동사료사건이나 등전관광사건은 모두 시세조종죄, 즉 형사처벌이 문제가 된 사안이므로, 구성요건을 엄격하게 해석하여야 한다는 원칙상 위와 같은 행위에 대해 형사처벌을 하는 것이 상당한가에 대해서는 의견의 대립이 있을 수 있다. 그러나 등전관광사건과 같은 유형의

행위는 시장의 완전성을 침해하는 행위임은 명백하므로 적어도 행정적 제재와 같은 다른 제재를 가하는 것을 생각해 볼 수 있을 것이다.

V. 현실거래에 의한 시세조종행위 규제의 방향

1. 행위의 악성과 제재의 비례

(1) 우리나라의 규제방향

II에서 언급한 시세조종행위 규제의 범위를 정하는 기준은 어느 것이나 완전할 수 없다. 따라서 중요한 점은 적절한 투자활동을 위촉시키는 비용을 최소화하면서 시장의 완전성을 유지할 수 있는 최적점을 찾아야 한다는 것이다. 그와 같은 방안으로서 고려해 볼 수 있는 것은 시세조종행위의 규제범위를 정하는 기준을 달리 설정하고, 각 범위에 대해 행위의 악성에 비례한 적절한 정도의 제재가 이루어질 수 있도록 하는 방안이다. 규제범위의 불명확성으로 인하여 적절한 거래가 위촉되는 비용은 제재가 심각할수록 커지기 때문에, 시세조종의 의사가 상당히 명백하게 드러나는 경우에만 형사처벌과 같은 엄격한 제재를 가하여야 할 것이다. 반면, 시장교란행위에 대해서 어떠한 제재도 없다면 시장교란행위발생을 억제하는 효과를 거둘 수 없으므로 여기에 대해서도 제재를 하기는 하지만, 시장교란행위는 규제범위가 넓기 때문에 행정적 제재와 같은 비교적 가벼운 제재를 함으로써 규제에 의한 비용을 감소시키도록 하는 것이다. 즉 형사처벌을 하는 시세조종행위는 현재와 같이 유인목적이 필요한 것으로 하고, 그 해석도 일반적으로 유인목적이 상당히 확실하게 드러난다고 판단되는 경우로 한정하는 것이다.⁹⁵⁾ 이와는 달리 시장을 교란하는 행위에 대해서는 행정적 제재를 가하는 것이다.

다만 여기에는 전제조건이 있다. 현재 우리나라에서 시세조종행위에 대한 제재수단은 형사처벌, 행정적 제재로 나눌 수 있다. 행정적인 제재는 증권관련업무에 종사하는 자만을 대상으로 하므로 일반 투자자에 의한 시세조종행위에는 현행법상으로는 행정적 제재가 불가능하다. 또한 증권관련업무에 종사하는 자에 대해서는 행정적인 제재를 가할 수 있지만, 내용은 부족한 점이 많다. 현행법하에서는 시세조종행위에 대한 가장 실효적인 제재수단은 형사처벌이 되고 있다.

그런데 실제로 시장을 교란한다고 판단되는 사안에서도 사안의 경중에 따라 형사처벌을 하기에는 적당하지 않은 경우가 많이 있다. 그렇다고 해서 형사처벌을 하지 않는다면, 일반 투자자가 이와 같은 행동을 한 경우에는 어떠한 제재도 받지 않게 된다는 결과가 되고, 증권관련업무를 하는 자가 이와 같은 행위를 한 경우에는 미약한 제재만을 받게 된다는 데

95) 예를 들자면 앞에서 언급한(사례1)이나 (사례8)의 경우, 즉 폐장무렵에 거래를 집중시키고 순차고가주문을 하는 등의 방법으로 주식을 매수하고, 주식의 가격이 급등하자 매수한 주식을 매도하였고, 그 후 가격이 폭락한 경우라든가, T회사에 대하여 A회사가 적대적 인수를 위한 공개매수를 행하자 T회사가 B회사와의 합병을 추진하였는데 B회사가 T회사의 주식을 매수하여 주식의 가격이 상승하여 A회사의 공개매수가 실패하였는데 B회사가 장내에서 T회사의 주식을 매수하면서 장외에서 이 주식을 비밀리에 매도한 경우를 들 수 있을 것이다.

레마가 있다고 생각한다. 따라서 시세조종행위의 규제범위의 기준을 달리 규정하고, 거기에 대해 행위의 악성에 비례한 제재를 가할 수 있기 위해서는 다양한 제재수단 이용가능성이 전제되어야 한다.

이와 같이 제재의 종류에 따라 위법행위의 기준을 달리 정하는 입법의 예를 영국에서 2000년 새로 제정된 금융산업및금융시장에관한법률2000(이하 통합금융법이라 칭함)에서 찾아볼 수 있다.

(2) 영국의 2000년금융산업및금융시장에관한법률

영국에서는 시세조종행위라는 개념을 구체적으로 사용하고 있지는 않다. 우리의 불공정행위에 해당되는 행위를 구분하지 않고 넓게 규제하는 태도를 취하고 있는데, 이 중 시세조종행위에 가장 직접적으로 적용될 수 있는 부분을 살펴보면, 과거에는 시세조종행위에 대해서 1986년금융산업법 제47조(Financial Services Act 1986 s.47)에서 형법적 규제만을 하고 있었는데, 통합금융법에서는 형법적 규제체계 외에도 시장남용에 대한 별도의 행정적·민사적 규제체제를 확립하고, 양자의 구성요건을 달리 규정하였다.

새로이 도입된 행정적·민사적 규제체제는 시장보호를 목적으로 하는 것으로서, 시세조종행위와 내부자거래에 대해 기존의 형법적 규제체제로서는 적절히 대응하기 어려운 시장남용 유형 혹은 영역—즉 시장의 완전성을 해치는 행동이지만 내부자거래나 시세조종의 범죄를 구성하지는 않고 또한 형사범죄로 취급하기에도 적절하지 않은 행동유형 혹은 영역—이 존재한다는 인식에 기인하여 도입되었다.

시세조종행위에 대한 형사처벌은 일정한 목적을 필요로 하고 있다(통합금융법 제397조 (3)항). ① 관련투자의 가격이나 가치 혹은 그 시장에 대하여 오인을 유발하는 행위를 하거나 혹은 행위과정에 참여하는 자가, ② 그러한 오인을 유발하여 타인에 대해 그 투자의 취득·처분·양수 혹은 인수를 혹은 그러한 행위의 중지를, 혹은 그 투자에 의해 부여된 권리의 행사 혹은 행사 중지를 유도할 목적으로 행위한 경우 오인유발죄라는 형사범죄가 성립한다. 즉 시장 혹은 시장이용자를 남용하겠다는 분명한 인식이 존재하는, 상대적으로 좁은 범위의 매우 심각한 위법행위를 대상으로 하는 것이다.

반면, 새로운 행정적·민사적 규제체제는 형사처벌의 대상행위보다 더 넓은 범위의 행위에 의하여 시장신뢰, 시장의 완전성, 시장의 효율성 등이 손상되는 경우를 대상으로 한다. 즉 통합금융법은 제118조 (1)항에서 포괄적 ‘시장남용’(Market Abuse)의 개념을 정의하고 있는데, 정보오용(misuse of information), 문제되는 투자의 공급이나 수요 혹은 가격이나 가치에 대하여 오해를 유발시킬 가능성이 있는 오해유발행위(false or misleading impression), 시장왜곡행위(market distortion)는 목적의 존재를 불문하고 시장남용행위로서 유지청구, 원상회복청구, 민사제재금부과, 위반사실공표 등 다양한 시장보호조치의 대상이 된다.⁹⁶⁾

96) 통합금융법 제118조의 시장남용에 관한 조문은 다음과 같다.

(1) For the purposes of this market abuse is behaviour(whether by one person alone or by two or more persons jointly or in concert)-

(a) which occurs in relation to qualifying investments traded on a market to which this section applies;

(b) which satisfies any one or mere of the conditions set out in subsection (2); and

영국이 형사처벌의 대상이 되는 시세조종행위의 요건을 ‘오인유발’의 목적에 두고 있다는 점은 단순히 가격을 인위적으로 조작하는 것과 같은 시장질서를 왜곡시키는 행위가 아니라, 전체로서의 투자자를 기망하여 다른 투자자의 거래를 유발시킨다는 점에 초점을 두고 있다는 것을 나타낸다고 볼 수 있을 것이다.

2. 제재방법의 다양화

앞에서 시세조종행위를 좁게는 유인목적을 가진 행위와, 넓게 시장을 교란하는 행위로 나누어 각각 제재를 달리 규정하자는 주장은, 일단 전제조건으로서 현재 우리나라에서 규정되어 있는 제재수단을 다양화할 것이 요구된다.

(1) 현행법상의 제재

1) 현행법상의 제재의 개요

현행법상 시세조종행위 금지규정 위반에 대해서는 형사처벌과 행정적 제재 및 민사상의 손해배상청구가 가능하다.

(가) 벌 칙

시세조종행위에 관한 제188조의4에 위반한 자는 10년 이하의 징역 또는 2천만원 이하의 벌금에 처한다. 다만, 그 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 3배에 해당하는 금액이 2천만원을 초과하는 때에는 이익 또는 회피손실액의 3배에 상당하는 금액 이하의 벌금에 처한다(제207조의2).

(c)which is likely to be regarded by a regular user of that market who is aware of the behaviour as a failure on the part of the person or persons concerned to observe the standard of behaviour reasonably expected of a person in his or their position in relation to the market.

(2)The conditions are that-

(a) the behaviour is based on information what is not generally available to those using the market but which, if available to a regular user of the market, would or would be likely to be regarded by him as relevant when deciding the terms on which transactions in investment of the kind in question should be effected;

(b) the behaviour is likely to give a regular user of the market a false or misleading impression as to the supply of, or demand for, or to the price or value of, investments of the kind in question;

(c)a regular user of the market would, or would be likely to regard the behaviour as behaviour which, or would be likely to, distort the market in investments of the kind in question.....

(5) Behaviour is to be disregarded for the purposes of subsection (1) unless it occurs-

(a) in the United Kingdom; or

(b) in relation to qualifying investments traded on a market to which this section applies which is situated in the United Kingdom or which is accessible electronically in the United Kingdom.

(나) 손해배상청구

시세조종행위에 관한 제188조의4에 위반한 자는 그 위반행위로 인하여 형성된 가격에 의하여 유가증권시장 또는 협회중개시장에서 당해 유가증권의 매매거래 또는 위탁을 한 자가 그 매매거래 또는 위탁에 관하여 입은 손해를 배상할 책임을 지고(제188조의5 제1항), 이러한 손해배상청구권은 청구권자가 위반행위가 있었던 사실을 안 때부터 1년, 그 행위가 있었던 때부터 3년간 이를 행사하지 아니한 경우에는 시효로 인하여 소멸한다(제188조의5 제2항).

(다) 행정적 제재

현행 증권거래법에서는 시세조종행위규정 위반을 구체적으로 들어서 위반에 대한 행정적 제재를 가한다는 규정은 없다. 다만, 증권업종사자에 대한 감독차원에서 일반적인 행정적 제재를 가할 수 있을 뿐이다. 우선 금융감독원장은 증권회사의 업무와 재산에 대하여 검사를 하고 보고서를 금융감독위원회에 제출하여야 하는데, 증권거래법 등의 위반사실이 있는 경우에는 그 처리에 관한 의견서를 첨부하여야 한다(제53조 제1항 및 제4항). 금융감독위원회는 위의 보고서와 의견서를 심의하여 증권회사가 법 제55조 제1호의 허가취소사유에 해당되는 경우에는 허가취소를, 기타 업무집행상 위법 또는 부당한 행위를 한 때에는 영업의 전부 또는 일부의 정지명령, 임원의 해임요구 기타 대통령령이 정하는 조치를 하여야 한다(제53조 제5항). 이러한 조치는 지점이나 영업소의 폐쇄 또는 영업정지, 기관경고 또는 기관주의, 임원에 대한 직무정지·경고 또는 주의요구, 직원의 면직·정직·감봉·견책·경고 또는 주의요구, 경영 또는 업무방법의 개선요구 또는 권고, 변상 또는 시정요구, 위법내용의 공표요구, 각서징구, 법위반의 경우 고발 또는 수사기관에의 통보, 다른 법률을 위반한 경우 관련기관 또는 수사기관에의 통보 등이다(시행령 제36조의2).

또한 증권선물위원회는 시세조종행위금지규정 위반사항이 있는 경우 조사를 할 수 있고, 조사결과 위반사실이 있는 때에는 시정명령 기타 대통령령이 정하는 조치를 할 수 있다(제206조의3 제1항 및 제4항). 이 경우 대통령령이 정하는 조치란 증권관계기관 또는 그 임직원에게 대해서는 위의 시행령 제36조의2 각호의 조치이고, 증권관계기관 또는 그 임직원이 아닌 자에 대하여는 시행령 제36조의2 제7호 내지 제11호의 조치, 즉 각서징구, 관련기관이나 수사기관에 대한 고발이나 통보 등만을 할 수 있다.

2) 현행법상 제재의 문제점

시세조종행위에 대한 손해배상청구를 하는 자는 ① 시세조종행위, ② 시세조종행위로 형성된 가격으로 거래 또는 위탁을 한 사실, ③ 손해를 입증해야 하는데⁹⁷⁾ 이러한 입증은 쉽지 않다. 이러한 점은 미국에서도 마찬가지로 민사책임규정은 사문화된 규정이라고 한다.⁹⁸⁾ 이러한 민사책임에 의한 제재는 별론으로 하더라도, 현재 시세조종행위에 대한 제재수단은 종류가 한정되어 있다는 점에 문제가 있다.

(가) 증권관계기관 외의 행위자에 대한 제재수단 부족

우선 증권관계기관이 아닌 일반 투자자가 시세조종행위를 한 경우에는 형사처벌이 거의 유일한 제재방법이다. 행정적 제재로서는 각서징구라는 실효성 없는 수단만이 가능할 뿐이

97) 김건식, 『증권거래법』(2000), 330면.

98) Loss, supra note 6, at 920.

다. 이에 따라 시세조종행위의 악성의 정도에 따른 처벌이 이루어질 수 없다. 형사처벌은 쉽게 인정할 수 없고, 그렇다고 해서 시장을 교란하는 행위를 그대로 처벌하지 않을 수도 없는 딜레마가 발생하게 된다.

(나) 증권관계기관에 대한 제재수단의 한정

이러한 점은 증권관계기관 및 증권업종사자의 경우에도 마찬가지이다. 이들에 대해서는 몇 가지 행정적 제재가 규정되어 있지만, 영업정지와 같은 무거운 제재와 주의, 경고와 같은 가벼운 제재만이 규정되어 있어, 행위 정도에 비례한 제재가 이루어지지 못하고 있다. 영업정지나 허가취소와 같은 제재는 매우 극단적인 것으로서 당해 위반과는 관계가 없는 고객, 증권관계기관의 주주, 근로자에게 손해가 될 수 있으므로 함부로 사용할 수 없는 데 반하여 다른 행정적 제재수단은 실효성이 없는 경우가 많다. 이와 같은 제재수단의 한정은 앞서도 밝힌 바와 같이 시세조종행위 판단기준 자체에 영향을 주어 혼란을 일으킬 수 있다.

(2) 개선방향

이러한 문제점은 다양한 제재방법을 도입하여 위반행위의 정도에 비례한 제재가 이루어질 수 있도록 함으로써 개선될 수 있다. 이러한 문제는 우리나라에만 국한된 것이 아니었다. 미국에서도 우리나라와 동일한 문제점을 가지고 있다가 1990년 증권집행구제와저가주개선법(The Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990; 이하 집행법이라고 약함)에 의하여 종래의 증권법을 개정함으로써 제재방법을 다양화하였다. 또한 2000년 제정된 영국의 통합금융법에서도 기존의 형사처벌 외에 새로이 행정적·민사적 제재수단을 도입하였다. 이들 국가의 제재방법을 기초로 하여 우리나라의 제재방법 다양화의 개선방안에 대하여 고찰하겠다.

1) 미국법상 시세조종행위에 대한 제재

미국에서도 시세조종행위에 대한 제재는 형사·행정·민사 세 가지 방면에서 이루어질 수 있다는 점은 우리와 동일하다. 이 중 주목할 만한 것은 행정적 제재방법이다. 위에서도 언급한 것처럼 미국에서도 SEC의 법집행수단이 한정되어 있기 때문에 효과적인 증권관련법의 집행이 이루어지지 못한다는 비판에 따라 1990년 행정적 제재방법이 새로이 정비되어 다양화되었기 때문이다. 따라서 이하에서는 미국에서 증권관련법 위반에 대한 행정적 제재방법에 대해 고찰한다.

미국의 집행법에서는 기존의 제재방법에 추가하여 법원에 증권관련법 위반행위에 대해 민사제재금(civil money penalties)제도, 중지명령(cease-and-desist order)제도, 부당이득금 환수제도(disgorgement)와 공시를 요하는 기업에의 이사 및 임원(officer) 자격의 박탈제도와 같은 다양한 제재수단을 새로이 도입하였다.⁹⁹⁾

(가) 민사제재금제도

이 중 특히 민사제재금제도는 벌금형이라는 형사처벌 외에 새로운 금전적 제재방법을 규

99) 민사제재금제도에 관한 우리나라의 문헌으로는 박정유, “민사제재금(Civil Money Penalties) 제도에 관한 고찰 - 미국의 ‘34년 증권거래법을 중심으로,’” 『증권조사월보』, 233권:235권 (1996. 9. 11); 박삼철, “유가증권 불공정거래의 효율적 규제방안 - 입법론을 중심으로,” 『증권조사월보』, 230호 (1996. 6) 참조.

정하였다는 점에 의의가 있는 것으로서, 시세조종행위 등과 같은 경제적 성격의 행위에 대해서는 금전적인 제재방법이 효과적인 제재수단인데, 벌금형은 형사절차라는 점에서 여러 가지 한계를 가지고 있으므로¹⁰⁰⁾ 좀 더 융통성 있는 금전적 제재수단을 제공한 것이다. 민사제재금은 부과대상자에 따라 SEC가 재량으로 부과할 수 있는 경우와(34년법 제21B조), SEC가 법원에 민사제재금의 부과를 신청하여 법원에서 결정하는 경우(34년법 제21조 (d)항 (4)호)의 두 가지로 나뉜다. SEC가 부과주체가 되는 경우는 증권전문가가 고의로 증권관계법을 위반하거나, 위반을 교사·방조하거나, 자신의 감독하에 있는 자의 증권관계법 위반을 방지하기 위한 감독의무를 제대로 하지 못한 경우이다. 반면에, 법원의 결정에 의한 민사제재금의 부과는 부과대상자의 범위에 제한이 없이 누구든지 증권관계법을 위반한 경우에 가능한 제도이다. 민사제재금의 액수도 법원의 결정에 의한 경우이든 SEC가 결정하는 경우이든 그 위반의 정도에 따라 최대한도를 3단계로 나누어서 규정하고 있다(제21조 (d)항 (3)호 (B)).¹⁰¹⁾

과거에는 증권전문가가 아닌 일반인에게는 제재수단이 형사처벌밖에 없었으므로 일반인에 대한 제재는 ‘전부 아니면 전무’가 될 수밖에 없었고, 따라서 경미한 위반에 대해서는 전혀 제재가 가해질 수 없다는 한계를 가지고 있었다. 따라서 법원의 결정에 의한 민사제재금 제도는 이와 같은 문제점을 해결하는 하나의 방안으로서 중요한 의미를 갖는다.

(나) 부당이득금 환수제도

집행법에 의한 증권법의 개정 전에는 SEC가 행정절차에서 위반행위로 인한 부당이득금의 환수를 명할 수 있는 권한이 규정되어 있지 않았다. 부당이득금의 환수는 법원에 유지명령을 신청함으로써 가능하였을 뿐이었다.¹⁰²⁾ 그러나 집행법에서는 행정절차에 의한 민사제재금의 부과절차(34년법 제21B조 (e)항)와 SEC의 중지명령절차(34년법 제21C조 (e)항)에서 부당이득금의 반환을 명할 권한이 있음을 명시하였다.

(다) SEC의 중지명령제도

100) 미국법상 형사절차의 경우에는 합리적 의심의 정도를 넘어서는 (beyond reasonable doubt) 엄격한 입증이 요구되고, 형사배심절차를 거쳐야 하는 등의 한계가 있다.

101) 첫 번째 단계는 단순한 위반의 경우로서, 자연인은 5천 달러, 그 이외의 자는 5만 달러의 액수와 위반행위로 인하여 피고인이 얻은 금전적 이득의 액수 중 많은 것을 한도로 하여 결정할 수 있다. 두 번째 단계는 사기, 기망, 시세조작이 있거나 또는 규제요건을 고의 또는 중대한 부주의로 무시한 경우(fraud, deceit, manipulation, or deliberate or reckless disregard of a regulatory requirement)로서, 자연인에 대해서는 5만 달러, 그 이외의 자는 25만 달러의 액수와 이득액 중 많은 것을 한도로 한다. 세 번째 단계는 앞의 두 번째 단계의 요건을 충족시키는 외에 위반이 직접적 또는 간접적으로 타인에게 상당한 손해를 입히거나 또는 상당한 손해의 위험을 가져온 경우로서, 자연인에 대해서는 10만 달러 그 이외의 자에 대해서는 50만 달러의 액수와 이득액 중 많은 것을 한도로 한다. SEC결정에 의한 경우에도 민사제재금의 액수의 최대한도는 법원의 결정에 의한 민사제재금의 경우와 마찬가지로 3단계로 나누어서 규정하고 있다. 위반행위의 정도에 관해서는 민사제재금의 경우와 동일한 기준을 이용하고 있다. 그러나 최대한도액에 관해서는 법원결정에 의한 민사제재금의 경우에는 일정액수와 피고인의 이득액 중 많은 것을 한도로 하였는데 반하여, 위원회의 행정절차에서의 민사제재금에서는 이득액은 문제되지 않고 일정한 액수로만 정해져 있다.

102) 다만, SEC는 부당이득금을 반환하지 않는 것을 조건으로 제재를 가한다는 명령을 함으로써 사실상 부당이득금을 환수하여 왔다(Ferrara, Ferrigno & Darland, "Hard Ball! The SEC's New Arsenal of Enforcement Weapons," 47 Bus. Law. 33, 55(1992)).

집행법에 의한 증권법 개정 전에는 위반행위가 이루어지고 있거나, 이루어지려고 하는 경우에 이를 중단시킬 수 있는 방법은 법원에 유지명령을 신청하는 방법밖에 없었다. 집행법에서는 SEC의 권한을 넓혀서 법원을 개재시키지 않고 SEC가 직접 중지명령을 내릴 수 있는 권한을 명시함으로써 좀 더 융통성 있는 법집행이 가능하도록 하였다. 중지명령제도는 청문절차를 거쳐야 하는지 또는 청문절차 없이 SEC가 일방적으로 명령을 발할 수 있는가에 따라 정식 중지명령(permanent cease-and-desist order)과 잠정적 중지명령(temporary cease-and-desist order)로 나뉜다. 정식 중지명령은 증권전문가뿐 아니라 누구든지 증권관계법이나 규칙 등을 위반하거나 위반하려는 경우에 내려질 수 있다(34년법 제21C조 (a)항). 정식 중지명령절차에서 위반행위가 심각하게 자산을 낭비하거나 전용하거나, 투자자에게 중대한 손해가 되거나 또는 상당하게 공익을 해하는 경우에는 잠정적 중지명령을 내릴 수 있다. 잠정적 중지명령의 경우에도 원칙적으로는 통지나 심문절차를 거쳐야 하지만, SEC가 통지나 심문절차가 비현실적이거나 공익에 반한다고 판단하는 경우에는 이를 생략하고 일방적으로 중지명령을 내릴 수 있다. 이처럼 신속한 제재가 가능한 대신, 잠정적 중지명령은 증권전문가에 대해서만 내려질 수 있다(34년법 제21C조 (c)항).

(라) 이사자격 박탈 등 기타 형평법상의 구제방법

집행법에 의한 증권관계법의 개정 이전에도 증권관계법의 위반행위를 하였거나 하려고 하는 자에 대해서는 법원에 유지명령을 신청할 수 있었다(34년법 제21조 (d)항 (1)호). 이와 더불어 형평법상의 구제방법으로서 법원은 부당이득금의 환수(disgorgement), 자산동결(asset freeze), 관리인의 선임(appointment of receivers of trustees) 등을 할 수 있었다.

집행법에서는 위와 같은 기존의 구제방법 외에도 새로운 제재수단을 추가하였다. 법원은 유지명령을 내리는 경우, 제10조 (b)항을 위반한 자는 34년법 제12조에 따라 증권을 등록한 회사나 제15조 (d)항에 따라 계속공시의무를 부담하는 회사의 이사나 임원이 될 자격을 박탈하는 결정도 내릴 수 있다(제21조 (d)항 (2)호). 영구적으로 또는 일정기간 동안만 자격을 박탈할 수도 있고, 여기에 조건을 부가하거나 무조건적으로 할 수도 있다.

2) 영국법상 시세조종행위에 대한 제재

2000년에 새로이 제정된 통합금융법에서는 앞서서도 논한 것처럼 시세조종행위를 형사처벌의 대상이 되는 경우와 행정적 제재의 대상이 되는 경우로 나누어서 별도의 요건에 따라 규제하고 있다. 과거에는 시세조종행위에 대하여 형사처벌이 가해지는 경우만이 규정되어 있었고, 시세조종행위에 대하여 특별히 행정적 제재를 규정하고 있지는 않았다. 다만, 우리의 체제에서 생각하자면 영업을 하기 위해 허가를 얻어야 하는 자들이라고 볼 수 있는 영업인격昇(=authorised person)에 대해서는 인격昇> 卬 영업에 대한 규율차원에서 일반적인 행정적 제재를 가할 수 있었을 뿐이었다. 따라서 영업인.허가자 외에 일반투자자가 시세조종행위를 한 경우에 대해서는 우리와 마찬가지로 형사처벌 외에 행정적인 제재를 가할 수 있는 방법이 없었다. 통합금융법에서는 이러한 문제점을 인식하여 새로운 행정적 제재방법을 도입하였다.

우선 금융감독기관의 신청에 의하여 법원이 장래의 행위를 금지하는 예방적 유지명령을 내릴 수 있게 되었고(제381조), 민사제재금제도도 새로이 도입하였다. 미국의 경우와 달리 시장참가자 누구에 대해서도 통합금융감독기관이 단독으로 민사제재금을 부과할 수 있고(제123조 (1)항), 민사제재금 부과에 대신하여 당해 행위자의 시장남용참가 사실을 공표할 수

도 있다(제123조 (3)항). 통합감독기관이 법원에 유지명령이나 뒤에서 언급할 부당이득금 반환명령을 신청할 때 관련자에 대한 민사제재금 부과도 같이 신청할 수 있고(제123조 (1)항), 이 경우 법원은 적절한 액수의 민사제재금을 통합금융감독기관에 지급할 것을 명령할 수 있다(제129조 (2)항).

또한 제재로서의 성격을 가지는 행정처분 외에, 특이한 제도로서 피해자의 손해를 회복시켜 주는 방법으로서 개개인에 의한 손해배상청구가 아니라 통합금융감독기관이 개개의 피해자를 대위하여 부당이득을 환수하여 개개의 피해자에게 나누어주는 것과 같은 구제수단을 규정하고 있다. 즉 통합금융감독기관의 신청에 따라 법원의 결정으로써 적절한 금액을 금융감독기관에 지급하도록 명할 수 있고(제381조 (1)항 및 (2)항, 제383조 (4)항),¹⁰³⁾ 또는 동일한 상황에서 금융감독기관의 재량에 의하여 시장남용행위자에게 원상회복조치를 이행할 것을 명령할 수 있다(제385조 (1)항).

앞에서 언급한 민사제재금의 경우에는 금융감독기관의 행정절차에서 부과되긴, 아니면 법원의 결정으로써 부과되긴 모두 통합금융감독기관에 귀속되어 통합금융감독기관의 규제비용으로 사용되게 된다. 그러나 원상회복금은 시장남용피해자에게 분배된다는 점에서 근본적인 차이가 있다. 즉 제재의 성격이 아니라 피해자를 구제하는 성격을 가진 것이다.

3) 일본법상 시세조종행위의 제재

일본법상의 시세조종행위에 대한 제재는 우리나라와 기본적으로 동일하지만, 미국의 유지명령제도를 모방한 대장대신의 신청에 기한 법원의 금지 또는 정지명령제도가 규정되어 있다는 점에서 우리나라와 차이가 있다(일본 증권거래법 제192조). 이 규정은 증권회사 등에 대해서는 원래 증권거래법의 다른 규정에 의하여 업무정지명령을 발할 권한이 있으므로 큰 의미를 가지지 못하지만, 그 이외의 자의 위반, 특히 행위주체가 시세조종행위 등과 같이 ‘누구도’ 라고 규정되어 있는 경우에는 당해행위를 금지 또는 정지시키기 위해 필요한 규정이라고 평가하고 있다.¹⁰⁴⁾

4) 개선방안

미국과 영국의 예에서 살펴본 것처럼 시세조종행위금지규정의 위반, 넓게는 증권관계법의 위반에 대해서는 다양한 제재수단의 규정을 통하여 법집행을 담보하고 위반의 정도에 따른 제재를 가하고 있다. 이와 같은 필요성은 우리나라에서도 충분히 인정될 수 있는데, 문제는 어떠한 범위내에서 위와 같은 제도를 받아들일 수 있겠는가이므로 이에 대해 살펴보겠다.

(가) 민사제재금제도

제재수단의 다양화에서 가장 우선적으로 고려될 사항은 민사제재금제도의 도입이라고 생각된다. 경제적 이득을 목적으로 하는 행위에 대해서 가장 효과적인 제재수단은 경제적 불이익을 가하는 것이라고 할 수 있기 때문이다. 우리나라에서도 이러한 제재수단의 필요성은 존재한다. 미국의 민사제재금제도를 도입할 때 고려하여야 할 것은 현재 우리나라에서 행정

103) 금융감독기관은 법원의 명령에 따라 지급받은 원상회복금액을 법원이 지정한 자격자(qualifying person)에게 분배하여야 한다(제383조 (5)항). 자격자는 발생된 이익에 기여하였거나 혹은 손해나 불리한 효과를 당하였다고 법원이 인정할 자이다(383조 (10)항).

104) 野村證券株式會社法務部, 用村和夫 編, 『注解證券取引法』(1997), 1330면.

상 의무이행의 확보 또는 위반에 대한 처벌로서 부과되는 제재와 이론적 정합성이 유지되어야 한다는 점이다.

미국의 증권관계법령 위반행위에 대하여는 법원의 유지명령절차와 중지명령절차에서 부당이득금의 환수가 이루어질 수 있고, 민사제재금은 이와 중복하여 부과될 수 있는 것이므로, 기본적으로 위반행위에 대한 처벌 내지 의무이행확보수단으로서의 기능을 주로 가진다고 볼 수 있다.¹⁰⁵⁾ 그렇다면 우리나라법상 이러한 기능을 가진 제재수단으로서는 과징금을 상정할 수 있다.

‘과징금’은 실정법상 여러 곳에서 각각 규정하고 있고, 그 성격도 완전히 동일한 것이 아니라 정확하게 정의할 수는 없지만, 크게 두 가지 유형으로 구분할 수 있다. 하나는 고유의 과징금제도로써 일반적으로 일정한 행정상의 의무를 위반함으로써 그 위반자에게 일정한 경제적 이익이 발생하게 되는 경우에 그 이익을 박탈하여 오히려 경제적 불이익을 가하는 일종의 행정제재금을 말한다.¹⁰⁶⁾ 주로 경제법상의 의무위반에 대해 부과되며 간접적으로 의무이행을 강제하는 효과를 가진다.¹⁰⁷⁾ 다음으로 변형된 형태의 과징금으로서, 원래의 과징금이 경제법상의 의무위반 행위 자체로 얻은 불법한 이익을 박탈하는 행정제재금인 데 대하여, 인격昇¹⁰⁸⁾ 擯¹⁰⁹⁾ 등 법률에 의한 의무위반을 이유로 단속상 그 인격昇¹¹⁰⁾ 擯¹¹¹⁾ 정지하여야 할 경우에 이를 정지시키지 아니하고 사업을 계속하게 하되, 사업을 계속함으로써 얻은 이익을 박탈하는 행정제재금의 성격을 가진 것도 있다.¹⁰⁸⁾

민사제재금이란 바로 고유한 의미의 과징금의 성격을 가지고 있다고 할 수 있을 것이고, 특히 증권관계기관에 대한 과징금은 여기에 아울러 변형된 형태로서의 과징금의 성격도 가지는 것으로 파악할 수 있을 것이다. 따라서 민사제재금과 같은 역할을 하는 제재수단을 우리나라에 도입하는 데 이론상 문제는 없으리라고 보인다.

이 경우 과징금부과의 대상범위를 어떻게 할 것인가, 부과를 어떻게 할 것인가가 문제된다. 제재의 대상범위에서는 인격昇¹¹²⁾ 擯¹¹³⁾ 등을 통하여 행정기관의 직접적인 규제를 받는 자가 아닌 일반인이 시세조종행위를 한 경우에도 과징금을 부과할 수 있을 것인가가 문제될 수 있다. 시세조종행위의 규제는 건전한 증권시장의 유지를 통하여 국민경제 전체의 발전을 도모하고자 하는 공익적 성격을 가진 규범이라고 할 수 있다. 과징금제도는 바로 이러한 의무이행을 확보하기 위한 제도이므로 일반인도 과징금 부과대상으로 할 수 있다고 판단된다.

다음으로 과징금부과의 주체를 누구로 할 것인가가 문제된다. 우리나라에 현재 법령상 규정되어 있는 과징금제도는 순수한 행정작용의 일환으로서 행정기관이 행정절차에 따라 부과한다. 그런데 미국에서 일반인에게 민사제재금을 부과할 때에는 행정기관인 SEC의 청구에 의하여 법원이 부과여부를 결정하도록 하고 있으므로, 행정기관이 행정절차에서 일반인에게 과징금을 부과하는 데 문제가 없을 것인가라는 의문이 있을 수 있다. 이는 논리필연적인 것은 아니고 입법정책의 문제로 보인다. 위에서 살펴본 바와 같이 영국에서 통합금융감독기관에서 일반인을 포함하여 위반행위자에게 민사제재금을 부과할 수 있도록 하고 있는 점이 근거가 될 것이다.

105) 박정유, 전제 각주 99의 논문(I), 62면.

106) 오준근, 『조세의 금전지급의무의 투명성제고를 위한 법제정비방안』, 한국법제연구원 연구보고 98-5(1998. 5), 61면; 박영도·박수현, 『과징금제도의 현황과 개선방향』, 한국법제연구원 연구보고 93-1(1993), 3면 이하 참조.

107) 박상희·김명연, 『과태료제도의 현황과 개선방안』, 한국법제연구원 연구보고 94-8(1994), 35면.

108) 상계서, 35-36면.

(나) 부당이득금의 환수

미국이나 영국에서는 시세조종행위로 인하여 얻은 경제적 이익을 환수하여 피해자 구제에 이용하는 제도를 두고 있다. 양국 모두 법원의 결정뿐 아니라 행정절차에서 부당이득금의 환수를 결정할 수 있기까지 하다. 이 제도는 결국 감독기관이 피해자의 개별적인 소송을 대위하는 것이라고 할 수 있다. 이 제도의 도입은 논리적인 측면에서 문제가 있는 것으로는 보이지 않는다. 현행 증권거래법에서도 내부자의 단기매매차익반환청구를 증권선물위원회가 대위할 수 있도록 규정하고 있다(제188조 제3항). 그러나 이 제도의 도입여부는 실행가능성을 따져서 정책적인 판단을 하여야 할 사항으로 보인다. 내부자거래의 경우와는 달리 이 제도의 도입은 감독기관의 인적·물적 자원의 한계 및 피해자의 확정 등 실제적인 문제가 수반되기 때문이다. 피해자의 구제는 사인에게 맡겨두지만, 집단소송제도의 도입이라든가 아니면 손해배상청구소송의 요건에 대한 재검토를 통하여 구제를 쉽게 하는 방안으로 해결하는 것이 나올 것으로 판단된다.

VI. 결 론

지금까지 우리나라에서는 현실거래에 의한 시세조종행위의 범위를 어떻게 설정할 것이며, 그와 같은 행위에 대하여 어떠한 제재를 가할 것인가에 대해 엄밀하게 따져보는 태도가 부족하다는 느낌이 있다. 막연히 시세조종행위는 나쁘므로 엄격하게 규제되어야 한다는 의견이 지배적인 것이 아닌가라는 생각이 든다. 이러한 태도는 시세조종행위에 대해 제재를 가함으로써 유사한 행위의 발생을 억제한다는 한 가지 측면만을 보고 있다는 점에서 문제가 있다.

그러나 현실거래에 의한 시세조종행위의 규제에는 이러한 일방적인 시각으로 접근할 수 없는 면이 있다. 현실거래는 적절한 투자활동의 일환으로 이루어질 수도 있고, 위법한 시세조종행위로써 이루어질 수도 있다는 점 때문이다. 가장매매나 통정매매, 허위표시를 이용하는 시세조종행위는 외부에 드러나는 행위 자체가 객관적으로 나쁜 행동이라는 것을 명확하게 알 수 있기 때문에 엄격하게 규제할 필요가 있다. 이 경우에는 위법행위 발생의 억제라는 측면에서 접근하면 충분한 것이고, 규제로 인하여 적절한 거래활동이 위축될 위험성을 생각할 필요가 없기 때문이다. 그러나 현실거래는 외부에 나타나는 행위는 투자판단에 기한 매매거래활동과 구별할 수 없기 때문에(혹은 이와 달리 구별이 가능하다는 입장을 취한다고 하더라도 구별이 몹시 어렵기 때문에) 위법성의 판단이 매우 불명확하게 될 수밖에 없다. 이러한 불명확성으로 인해서 현실거래에 의한 시세조종행위의 규제에서는 규제로 인한 부작용, 즉 적절한 투자활동이 위반에 대한 우려 때문에 억제됨으로써 발생하게 되는 사회적 비용이 수반되게 되고, 이와 같은 측면은 규제에서 간과되어서는 안 된다.

그렇다면 규제로 인한 부작용을 최소화하면서 억제적 효과를 거둘 수 있는 적절한 조화점을 찾는 것이 현실거래에 의한 시세조종행위 규제의 핵심이라고 할 수 있을 것이다. 부작용을 최소화하기 위해서는 현실거래에 의한 시세조종행위의 규제범위를 좁게 인정하면 될 것이다. 예를 들자면 투자자들에게 오인을 유발하여 거래를 하도록 함으로써 증권시장에서 이익을 얻고자 하는 행위와 같이 악성이 강하면서 상당히 명확하게 이러한 악성을 알 수 있는 경우에만 시세조종행위로서 제재를 가하는 것이다. 그러나 이와 같은 경우에는 시장을 교란

하는 모든 행위를 제재하지 못하므로 시장질서유지를 통한 공익의 보호에 소홀해진다는 단점이 있다. 반대로 억제적 효과를 최대한 거두기 위해서는 모든 시장교란행위를 규제하는 것이 바람직하지만, 여기에는 규제로 인한 비용이 증가한다는 문제가 있다.

그렇다면 일의적인 기준으로 현실거래에 의한 시세조종행위의 위법성을 판정하는 것이 아니라, 현실거래에 의한 시세조종행위의 규제로 인한 비용은 위반에 대한 제재가 엄격할수록 더 커진다는 측면에서 착안하여 두 가지 기준을 병행하여 사용하는 방법을 상정해 볼 수 있을 것이다. 즉 유인목적을 가진 행위에 대해서는 형사처벌과 같은 엄격한 제재를 가하고, 그보다 더 넓게 시장을 교란하는 행위에 대해서는 엄격한 제재는 하지 않고 좀 더 가벼운 행정적 제재를 가하도록 하는 것이다. 이 경우 형사처벌의 대상이 되는 행위는 유인목적이 상당히 명확하게 드러나는 경우로 한정하여 인정하여야 할 것이다. 영국에서 2000년에 제정된 금융산업및금융시장에관한법률에서도 이와 같은 접근방식을 취하고 있는 것은 우리에게 많은 시사점을 제공하고 있다고 생각된다.

이와 같은 접근방법을 택한다고 하더라도 현실거래에 의한 시세조종행위의 만연에 대해 걱정할 필요는 크지 않을 것이다. 시세조종은 대부분 가장매매나 통정매매, 허위표시 등의 행위와 같이 이루어는 것이 일반적이라 할 수 있으며, 순전히 현실거래만에 의한 시세조종은 행위자에게 그만큼 위험부담이 있으므로 매우 드물기 때문이다. 따라서 외부적으로 명확하게 악성이 드러나는 방식에 의한 시세조종행위를 엄격하게 규제함으로써 시세조종행위의 발생을 억제할 수 있는 효과는 어느 정도 거둘 수 있을 것이다.

다만, 여기서 유념하여야 할 사항은 이와 같은 논리전개는 현행법과는 달리 증권관계법 위반에 대한 다양한 제재방법이 전제가 되어야만 한다는 것이다.