

# 증권거래법상 시세조종행위의 요건 및 제재에 관한 연구

2000. 9

연구책임자:윤영신(수석연구원)

공동연구자:이중기(한림대학교 법학과 조교수)

**한국법제연구원**

## 目 次

제 1 장 서 론 .....	5
제 2 장 현실거래에 의한 시세조종행위 규제의 범위 .....	7
제 1 절 시세조종행위 규제의 범위 .....	7
제 2 절 구체적 사례 .....	9
제 3 절 구별기준의 문제점 .....	11
제 3 장 미국법상 현실거래에 의한 시세조종 .....	15
제 1 절 규제의 구조 .....	15
제 2 절 34년법 제9조(a)항(2)호 .....	16
1. 입법과정 .....	16
2. 제9조(a)항(2)호 시세조종행위 요건의 개관 .....	17
3. 유인목적의 해석 .....	20
제 3 절 사기금지조항 .....	25
1. 요 건 .....	25
2. 제9조(a)항(2)호와의 관계 .....	27
제 4 절 학계에서의 논의 .....	28
1. 규제불요론 .....	28
2. 제10조(b)항 및 Rule 10b - 5의 확대적용 .....	33
3. 시사점 .....	35
제 5 절 분 석 .....	36

제 4 장 일본법상 현실거래에 의한 시세조종행위 규제 .....	39
제 1 절 판례 및 학설 .....	39
1. 協同飼料사건 .....	40
2. 藤田觀光사건 .....	46
제 2 절 평 가 .....	50
제 5 장 현실거래에 의한 시세조종행위 규제의 방향 .....	53
제 1 절 행위의 악성과 제재의 비례 .....	53
1. 우리나라의 규제방향 .....	53
2. 영국의 2000년금융산업및금융시장에관한법률 .....	54
제 2 절 제재방법의 다양화 .....	58
1. 현행법상의 제재 .....	58
2. 개선방안 .....	61
제 6 장 결 론 .....	75
부 록 : 영국의 시장남용 규제체제 .....	77
참고문헌 .....	135

## 제1장 서론

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 기본적 바탕이라고 할 수 있다. 그런데 증권의 가격에 영향을 미치는 행위는 다양한 종류가 있을 수 있다. 이 중에는 자연적인 수요, 공급의 법칙에 따라 증권 가격의 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. 가장 매매나 통정매매 또는 허위의 정보를 유포하는 등의 방법을 사용할 수도 있고, 실제로 현실거래를 함으로써 인위적 가격조작을 하기도 한다. 가장 매매나 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 스펙트럼 상에 위치하고 있을 터인데 그 중 어떠한 행위에 대해서 어느 정도의 제재를 가하여야만 적절한 투자활동을 위축시키지 않으면서도 투자자와 나

## 제1장 서론

아가 국민경제 전체에 악영향을 미치는 시세조종행위를 규제할 수 있을 것인가가 문제된다.

이 보고서는 바로 위와 같은 문제에 대한 답을 찾아서 시세조종행위에 대한 규제가 좀 더 명확하게 이루어질 수 있도록 하는 것을 목적으로 한다. 제2장에서는 우선 현실거래에 의한 시세조종행위 규제에서의 문제점이 무엇인가에 대해 좀 더 자세히 고찰한 후, 제3장과 4장에서는 논의를 전개하기 위한 기초로서 현실거래에 의한 시세조종행위의 요건에 대한 미국과 일본의 현행법상의 해석에 대해 살펴보고, 제5장에서는 현행법의 해석태도에 대한 문제의식에 기초하여 우리나라에서의 현실거래에 의한 시세조종행위의 규제방향에 대하여 고찰한다.

## 제 2 장 현실거래에 의한 시세조종행위 규제의 범위

### 제 1 절 시세조종행위 규제의 범위

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 있던 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<sup>1)</sup>.

문제는 증권시장에서의 현실거래는 외관으로 보서는 투자판단에 기한 정당한 거래인지 아니면 시세를 조종하는 행위로서 금지되어야 할 것인지 판단하기 어렵기 때문에, 적법한 거래행위와 위법한 시세조종행위를 구별하는 기준을 설정하기 힘들다는 것이다. 현실거래에 의한 시세조종행위를 규제하는 미국 34년법 제9조(a)항(2)호나 이를 받아들인 일본 증권거래법 및 우리나라 증권거래법 제188조의4제2항제1호에서 ‘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

1) Lowenfels, “Section 9(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, 709(H.R. Report. No. 1,383, 73d Cong., 2d Sess. 20 (1934)를 인용함).

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 시세교란행위설이라고 한다.)

또 한편으로는 나쁜 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 나쁜 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 유인목적설이라고 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 있다. 이하에서는 이해의 편의를 위하여 구체적인 예를 들어 각 기준을 적용했을 경우 위법성 여부에 대하여 살펴보겠다.

## 제 2 절 구체적 사례

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.

(사례1) 주식을 매수하여 가격을 상승시킨 후 매수한 주식을 상승된 가격으로 팔고자 하는 계획 하에서 폐장 무렵에 거래를 집중시키고 체증식 고가주문을 하는 등의 방법으로 주식을 매수하고, 주식의 가격이 급등하자 매수한 주식을 매도하였고, 그 후 가격이 폭락한 경우

(사례2) 시가로 유상증자를 할 것을 계획하고 있는 회사에서 증자프리미엄을 많이 얻기 위하여 당해 회사의 주식을 매집하여 가격을 상승시킨 경우<sup>2)</sup>

(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 경우<sup>3)</sup>

(사례4) 신규상장 법인의 경우에는 기상장된 법인과는 달리 매수주문만 먼저 받아 매수주문 가격이 높은 순서로 주문가격과 수량을 나

---

2) 이는 뒤의 제3장 제1절 1.에서 설명할 일본의 험동사료사건의 사안을 참조한 것이다.

3) 이는 미국의 SEC v. Choset, SEC Litigation Release No. 10,036 (June 15, 1983)사건을 참조한 것이다(The, "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; 이 논문은 이하에서는 The, Regulation of Manipulation으로 인용함).

열한 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, 이때 상장당시 총발행주식수가 184만주에 이르는 회사의 주식에 대하여 740주의 매수주문을 냈고, 그 중 540주만이 매매계약이 체결된 경우.<sup>4)</sup>

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

(사례1)은 흔히 시세조종행위라고 생각되는 것 중 가장 전형적인 행위라고 할 수 있다. 이러한 행위는 시장교란설, 가격이용설, 유인목적설 어떠한 기준에 입각하더라도 규제범위에 포함될 것이다.

(사례2)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, 이 행위를 통하여 증권시장은 직접적으로 영향을 받게되기 때문이다.

(사례3)도 시장교란이라고 할 수 있음은 마찬가지이다. 그러나 유인목적설에 의하면 규제대상에 포함되지 않게 된다. 이 경우에는 거래행위자가 가격을 이용하여 이익을 얻고자 한 의사는 있었다. 그러나 오인유발

---

4) 실제로 이는 신정제지사건(1994.10.25 대법원 93도2516 (법원공보 제981호, 119면)의 사안인데, 원심은 주식 상장기준가의 조작행위에 해당한다고는 할 수 있을지언정 증권거래법의 규율대상인 주식의 시세를 변동시키는 매매거래행위에 해당한다고는 할 수 없다는 이유로 무죄를 선고하였고 대법원은 이를 확인하였다. 이러한 결론에 이르게 된 논리전개가 자세하지 않은 점은 불만이나, 시세조종죄가 될 수 없다는 결론은 타당하다고 생각한다.

의 대상은 증권시장에의 참여자가 아니라 사용자이다. 펀드매니저는 투자자들을 유인하고자 하는 목적은 가지고 있지 않았고, 이 거래는 폐장 직전에 행해짐으로써 다른 투자자들이 오인을 일으켜서 거래를 하게될 시간적 여유도 없었다.

(사례4)와 (사례5)는 시장교란설에 의하면 규제대상이 되지만, 가격이 용설이나 유인목적설에 의하면 규제할 수 없다. (사례5)의 경우에는 갑자기 시장에서 소화할 수 없는 대량의 수요나 공급을 창출시킴으로써 일시적으로 가격이 변동하게 되는데, 이는 모든 시장참여자의 가치판단이 반영되었다기 보다는 당해 거래행위자의 시장지배에 의해 당해 거래행위자의 가치판단만으로 가격이 형성된다는 점에서 시장을 교란하는 것이라고 볼 수 있을 것이므로, 시장교란설에 의하면 규제대상이 된다. 그러나 (사례4)나 (사례5)에서는 두 사례 모두 다른 투자자를 시장에 끌어들이도록 하고자 하는 의사나 시장 외에서 가격을 이용하여 이익을 얻겠다는 의사는 없으므로 유인목적설이나 가격이용설에 의하면 규제되지 않는다.

### 제 3 절 구별기준의 문제점

그렇다면 위의 시세조종행위 규제범위를 결정하는 기준의 문제점은 무엇인가? 시장교란행위설에 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 시장교란행위설의 입장뿐 아니라 가격이용설이나 유인목적설 어느 입장에서는 경우에도 정도

의 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 나쁜 행위가 있는 것이 아니므로, 행위가 상당히 의심스러운 경우라고 할지라도 실제로 진정한 투자회사로써 행위를 하는 경우가 있을 수 있다. 아래의 예가 바로 그러한 경우라고 할 수 있을 것이다.

(사례7) 타인에 대한 채권의 담보로서 주식을 보유하고 있는 상황에서, 그 주식의 가격이 1만원으로 하락하자 당해 주식을 계속적으로 매수하는 경우. 당해 주식의 가치가 1만오천원이라고 생각하여 매집하는데, 매수물량을 확보하기 위해 체증식 고가매수 등의 방법을 사용한 경우.

(사례8) T회사에 대하여 A회사가 적대적 인수를 위한 공개매수를 행하자 T회사가 B회사와의 합병을 추진하였는바, B회사가 T회사의 주식을 매수하여 주식의 가격이 상승하여 A회사의 공개매수가 실패한 경우. 이 경우 B회사는 A회사와의 합병을 성사시키기 위하여 의결권을 확보하기 위하여 주식을 매수한 경우.

(사례9) 앞의 (사례1)과 마찬가지로 폐장무렵에 거래를 집중시키고 체증식 고가주문을 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 유인목적설이나 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.

## 제 2 장 현실거래에 의한 시세조종행위 규제의 범위

## 제 3 장 미국법상 현실거래에 의한 시세조종

### 제 1 절 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)에 의해 이루어지고 있다. 이 중 34년법 제14조(e)항은 공개매수의 경우, 제15조(c)항은 브로커와 딜러 등 증권전문가(securities professionals)의 장외시장에서의 불공정행위의 경우, 33년법 제17조(a)항은 증권의 공모의 경우라는 한정된 상황을 전제로 하므로, 실제로 대부분의 시세조종사건은 34년법 제9조(a)항(2)호와 제10조(b)항 및 이에 근거한 Rule 10b-5위반으로 다투어지고 있다.<sup>5)</sup>

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.<sup>6)</sup>

5) Lowenfels, 전제논문, 706면.

6) Loss, Fundamentals of Securities Regulation 857-858 (2d ed. 1988)

## 제 2 절 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)”라고 한 것으로서 제정의 목적은 ‘작전’을 위법하게 하는 것 뿐 아니라 “증권에 대한 모든 행위가 허상이 아닌 진정한 수요를 반영한 것임을 공중에게 납득시킴”으로써 증권시장에 대한 신뢰를 회복하기 위한 것이었다.<sup>7)</sup> 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)는 자유·공개시장 보호를 목적으로 하는 조문이라는 해석을 도출해 낼 수 있다.

이러한 관념에 입각한다면 범죄의도 또는 ‘나쁜’ 목적(‘bad’ purpose)이 있어야만 제9조(a)항(2)호의 위반이 되는 것은 아니고,<sup>8)</sup> “증권이 어떠한 이유에서 더 높은 가격으로 거래되어야 한다는 선의의 믿음(bona fide belief)에서”<sup>9)</sup> 시세조종적 계획이 실행된 경우에도 위반이 될 수 있다. 시세조종자와 관계가 없는 타인이 다른 시기에 시세조종자가 상승시킨 가격과 동일한 가격수준에서 거래를 한 경우에도 시세조종규정 위

---

(Barrett & Co., 9 SEC 319, 328 (1941)을 인용함)

7) Loss, 전게서, 853면 (Stock Exchange Practices, Report of Com. on Banking & Currency, S. Rep. No.1455, 73d Cong., 2d Sess. (1934) 54 인용).

8) 위의 책, 853면(Harold T. White (White, Weld & Co.), 3 SEC 466, 513 (1938)을 인용함).

9) 위의 책, 3967면 n. 37(Sec. Ex. Act Rel. 3956 (1941) 인용).

반이 됨에는 관계가 없다.<sup>10)</sup> 시세조종의 목적이 다른 사람이 높은 가격으로 매수를 함으로써 달성되었다는 것을 입증할 필요는 없다. 즉, 손해여부는 제9조(a)항(2)호 위반의 요건은 아니다.<sup>11)</sup>

## 2. 제9조(a)항(2)호 시세조종행위 요건의 개관

34년법 제9조(a)항(2)호에 의하면 i) '누구든지 단독으로 또는 타인과 공동으로' '전국증권거래소에 등록된 증권에 대한' '일련의 거래'를 할 것, ii) 유가증권의 '매매거래가 성황'을 이루고 있는 듯한 외관을 창출하거나 '시세를 변동시키는' 것, iii) 타인의 매수 또는 매도를 '유인할 목적'이 있는 경우 시세조종행위에 해당되는바,<sup>12)</sup> 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.<sup>13)</sup> 제9조(a)항(2)호에서는 '일련의'(a series of) 거래를 요건으로 하고 있지만, 판례에 의하면 단지 3회의 거래만이 있었던 경우도 이 요건을 충족시킨 것으로 보았

10) 위의 책, 3967면.

11) 위의 책, 3975면 (Harold T. White, 3 SEC 466, 540-541 (1938); see also Sec. Ex. Act Rel. 3056 (1941); Russel Maguire & Co., Inc., 10 SEC 332, 350-352 (1941); Sidney Tager, 42 SEC 132, 137-138 (1964)(장외시장의 시세조종사건에서 "시장가격이 상승함으로써 투자자가 손해를 입지 않았다는 것은 중요하지 않다")를 인용함).

12) 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"

13) Loss, 전게서, 853면.

고,<sup>14)</sup> 더 나아가 2회의 거래로도 충분할 것이라는 등<sup>15)</sup> 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.<sup>16)</sup> 또한 매매거래는 반드시 자신을 위해서 하는 경우만을 가리키는 것이 아니고 일임매매계좌를 위해 대리인으로서 거래행위를 하는 경우뿐 아니라 다른 자를 위하여 또는 다른 자의 요청에 의하여 실행하는 경우도 포함한다.<sup>17)</sup>

제9조(a)항(2)호는 전국증권거래소에 등록된 증권을 거래하는 것만을 요건으로 하고 있으므로 실제 거래행위는 장외시장에서 이루어진 경우도 시세조종행위로 규제한다.<sup>18)</sup> 예를 들자면 증권거래소 외에서 매도옵션이나 매수옵션을 거래한 경우 증권거래소에 등록이 되어 있는 당해 매도 또는 매수옵션의 대상증권에 대한 시세조종이 된다는 것이다.<sup>19)</sup> 이러한 해석은 특히 증권거래가 다양해지는 현대의 시장구조하에서 의미가 깊다.

---

14) 위의 책, 854면 (Kidder, Peabody & Co., 18 SEC 559, 568 (1945)를 인용).

15) 위의 책, 854면.

16) 위의 책, 854면 (Kidder, Peabody & Co., 18 SEC 559, 568-570 (1945)을 인용).

17) Lowenfels, 전계논문, 708면 (Kidder, Peabody & Co., 18 SEC 559, 568 인용).

18) 위의 글, 706면 (*In re Wright*, 3 S.E.C. 190, 213 (1938), *rev'd on other grounds*, 112 F.2d 89 (2d Cir. 1940), *order reinstated on remand*, 12 S.E.C. 100 (1942), *aff'd* 134 F.2d 773 (2d Cir. 1943)을 인용).

19) 위의 글, 706면 (Michael Batterman, Ragnar Option Corporation, Victor Sperandeo, Exchange Act Release No. 12,278, 9 S.E.C. Docket (CCH) 307 (Mar. 29, 1976, amended Nov. 2, 1976)을 인용함).

## (2) 거래의 성황 또는 시세의 변동

현실거래에 의한 시세조종행위가 되기 위해서는 거래가 성황을 이루는 듯한 외관을 창출하거나 시세를 변동시키는 거래이어야 한다. 미국의 실제 사건에서는 시세변동이 문제되지 않았던 사건이 없었지만, 양 요건 중 하나만 충족시키는 경우에도 금지 위반이 성립한다는 점은 명백하다.<sup>20)</sup> 미국에서는 가격변동의 정도는 미미하더라도 상관없지만,<sup>21)</sup> 아무리 적은 정도라도 가격의 변동이 있어야 한다고 해석하고 있다.<sup>22)</sup> 가격 변동은 행위자에 의하여 야기되었다는 것이 입증되어야 하는데, 그 징표로서는 i) 행위자가 가격을 주도하는 지위에 있다는 것(price leadership) ii) 당해 증권의 시장을 지배하는 것(dominion and control of the market) iii) 당해 증권 유동물량의 감소 iv) 행위자가 거래를 종료한 후 시장의 붕괴를 들고 있다.<sup>23)</sup>

## (3) 유인목적

실제로 위의 두 가지 요건을 입증하지 못하여 시세조종행위 위반에 대한 제재를 가하지 못하는 경우는 별로 없고, 현실거래에 의한 시세조종의 입증에 있어서는 바로 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 기준으로서 채택된 것이다.

34년법 제정 당시 하원에 제출된 법률안에서는 “당해 증권의 가격을 상승시키거나 하락시키는(raising or depressing)” 의도만을 주관적 요건으로 요구하고 있었다.<sup>24)</sup> 그러나 자신의 거래에 의해 증권의 시장가

20) Loss, 전게서, 854면.

21) Loss & Seligman, 전게서, 3966면 n.31(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 ½point) 등을 인용함).

22) 위의 책, 3966면 n.31.

23) Lowenfels, 전계논문, 708면(Resch-Cassin & Co., 362 F. Supp. at 976을 인용함)

격이 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.<sup>25)</sup>

실제 판례나 학계의 분석을 살펴보면 시세변동거래와 유인목적과를 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 항을 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,<sup>26)</sup> 이를 부정하고자하는 측에서 반대증거를 입증하여야 한다고 한다.<sup>27)</sup> 그렇다면 어떠한 정황이 있는 경우에 유인목적이 추정될 수 있을 것인가? 지금까지의 판례를 분석하면 시세조종의 동기(motive)가 요건을 충족시키는 일련의 거래(requisite transaction)와 결합된 경우에 일응 시세조종의 목적이 추정된다고 정리할 수 있다.<sup>28)</sup> Federal

24) Thel, Regulation of Manipulation, 429면 n.298 (73d Cong., 2d Sess. §9(a)(3)인용).

25) 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役の責任』(1997), 51면.

26) Loss & Seligman, 전게서, 3969면 (Federal Corp., 25 SEC 227, 230 (1947) 인용).

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

28) Loss, 전게서, 855면.

Corporation 사건에서 위원회는 “증권의 모집계획의 성공여부에 대하여 직접적으로 금전적 이해관계를 가지는 자가 모집대상인 증권과 동일한 종류의 기발행된 증권의 가격을 상승시키는 행위를 하였음이 입증된 경우에는 일응 시세조종에 해당된다(prima facie case)”라고 결정하였다.<sup>29)</sup> SEC도 “희망, 믿음, 그리고 동기는 법적인 의미에서 ‘목적’은 아니다. … 그러나 희망, 믿음, 동기가 객관적으로 시장의 지지, 가격의 상승, 더 높은 가격에서의 매매와 재고의 보호를 초래하는 행위에 의하여 실행된 경우에는 ‘목적’이 추론되어야 한다”<sup>30)</sup>는 것을 강조하였다.

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 결정례를 보면 동기가 존재한다고 판단한 경우로서는 현재 시가보다 높은 가격으로 상당한 양의 증권을 매수할 옵션을 보유하고 있는 경우<sup>31)</sup>, 시세조종자가 소유자이거나 또는 best-efforts 인수인으로서 분매계획을 가지고 있는 주식에 대해 현재 시가보다 높은 가격에 분매를 하고자 하는 경우<sup>32)</sup>, 순조롭지 못한 공모(sticky offering) 이후 인수인에게 남아있는 주식에 대해 현재 시가보다 높은 가격으로 분매를 하고자 하는 경우<sup>33)</sup>, 대출상환압력을 받고 있는 은행대출에 대하여 담보로 제공된 증권의 가치를 높이고자 하는 경우,<sup>34)</sup> 공개매수를 성공시

29) Loss & Seligman, 전게서, 3969면 n.42 (Federal Corp., 25 SEC 227, 230 (1947)을 인용함).

30) 위의 책, 3970면 (Halsey, Stuart & Co., Inc., 30 SEC 106, 124 (1949) 인용).

31) 위의 책, 3970면 (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.”).

32) 위의 책, 3970면 (Federal Corp., 25 SEC 227 (1947)인용).

33) 위의 책, 3971면 (Halsey, Stuart & Co., Inc., 30 SEC 106, 109 112-14, 124 (1949)인용).

키거나<sup>35)</sup> 또는 저지하고자<sup>36)</sup> 하는 경우, 워런트 행사의 대상이 되는 주식의 가격을 변동시켜서 워런트 행사를 촉발시킴으로써 자금을 조달하려는 경우<sup>37)</sup> 등이 있다.

그렇다면 다음으로 어떠한 행위가 있을 때 유인목적이 있다는 추론이 내려 질 수 있을 것인가. 판례 및 SEC의 결정례는 다음과 같은 경우를 들고 있다. 단계적으로 높아지는 가격으로 연속적으로 대량의 주식의 매수,<sup>38)</sup> 일일 중 시초와 최종 거래를 빈번하게 실행함,<sup>39)</sup> 가장매매와 통정매매,<sup>40)</sup> 허수대량매수주문,<sup>41)</sup> 일정한 날에 거래되는 주식의 거의 전부를 매수하거나 시세기록표에 증가가 고가로 형성되도록 매수를 하거나, 시세기록표에 증가가 고가로 형성되도록 하기 위해서 거래소에서 매수하고 매수물량의 대부분을 장외에서 매도하여 외부에 알려지는 것을 가능한 피하고 유동물량을 감소시키는 것<sup>42)</sup>, 주식의 파킹,<sup>43)</sup> 차명계좌

34) 위의 책, 3971면 (Op. Gen. Counsel, Sec. Ex. Act Rel. 3056 (1941)인용).

35) 위의 책, 3971면 (Davis v. Pennzoil Co., 438 Pa. 194, 207-08, 264 A.2d 597, 603 (1970)인용).

36) 위의 책, 3971면 (Crane Co. v. Westinghouse Air Brake Co., 419 F. 2d 787, 792 - 99 (2d Cir. 1969), cert. denied, 400 U.S. 822인용).

37) 위의 책, 3971면 (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).

38) 위의 책, 3971면 n.52 (United Ststes v. Minuse, 114 F. 2d 36 (2d Cir. 1940) 인용).

39) 위의 책, 3972면 n.52 (R. J. Koeppel & Co. v. SEC, 95 F. 2d 550, 552 (7th Cir. 1938) 인용).

40) 위의 책, 3972면 n.52 (United Staes v. Minuse, 114 F. 2d 36 (2d Cir. 1940) 인용).

41) 위의 책, 3972면 n.52 (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).

42) 위의 책, 3972면 n.52 (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 Brake 가 우호적 제3자의 조력을 받음. Standard는 방어수단으로서 대량의 주식을 당시 시가보다 높은 가격으로 매수하면서, 동시에 취득한 주식중 상당량을 낮은 가격으로 장외에서 매각함. “제한된 공개매수의 성공에 실질적, 직접적인 금전적 이해관계를 가지는 자가 시장에서 가격상승을 가져오는 행위를 한 경우”에는 일용 시세조종의 목적이 추정될 수 있다.

나 타인의 계좌를 자신의 계좌처럼 이용하여 주식매매거래를 압도적으로 지배하는 것,<sup>44)</sup> 2인의 arbitrageur가 5인의 트레이더와 함께 대량의 매수주문을 폐장 직전에 다수의 증권거래소에 넘으로써 실제 수요·공급과 일치하지 않는 가격의 상승을 초래,<sup>45)</sup> 일련의 매수가 다른 종류의 기법과 결합하여 주식의 공급을 감소시키거나 완전히 고갈시킴(대규모 소유자와 주식을 시장에 내놓지 않겠다는 합의를 하는 것과 같이)<sup>46)</sup> 오해를 유발시키는 과장된 자료(bullish literature)를 유포함<sup>47)</sup> 또는 당해 증권을 추천하도록 대가를 지급함<sup>48)</sup> 매수인에게 손실보증<sup>49)</sup> 또는 시세조종의 핵심적인 단계에서 발행이나 배당을 선언하는 행위가 그러하다.<sup>50)</sup>

---

여기서는 동기뿐 아니라 이것 일련의 시세조종행위의 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.)

43) 위의 책, 3972면 n.52 (United States v. Corr, 543 F.2d 1042, 1046 (2d Cir. 1976) 인용함)

44) 위의 책, 3972면 n.52 (Barry Lefko, 47 SEC 373, 374-375 (1980) 인용)

45) 위의 책, 3972면 n.52 (SEC v. Choset, Litig. Rel. 10,036,28 SEC Dock. 172 (1983) 인용)

46) 위의 책, 3973면 n.53 (R. A. Holman & Co. v. SEC, 366 F.2d 446, 450 (2d Cir. 1966) (인수인, 그의 친척과 관련인에게 주식을 분매하고 after market 에서 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).

47) 위의 책, 3973면 (United States v. Minuse, 114 F. 2 36 (2d Cir. 1940) 인용함).

48) 위의 책, 3974면 (R. J. Koeppe & Co., Inc. v. SEC, 95 F.2d 550 (7th Cir. 1938); United States v. Minuse, 114 F. 2 36 (2d Cir. 1940) 인용함).

49) 위의 책, 3974면 (United States v. Minuse, 114 F. 2 36 (2d Cir. 1940) 인용함).

50) 위의 책, 3974면 (Collins v. United States, 157 F. 2d 409 (9th Cir. 1946) 인용함).

매수한 주식을 즉시 재매도하는 것이 시세조종금지규정 위반의 필수불가결한 요소는 아니지만<sup>51)</sup> 그와 같은 사실은 목적의 존부 판단에서 증거 가치가 매우 높다.<sup>52)</sup> 실제로 위원회는 만족할만한 설명이 없는 경우에는 “일련의 거래로 주식을 매수하여 가격을 상승시킨 자가 그의 매수의 진정한 효과가 다른 시장요인에 의해 사라지기 전에 주식을 처분한 경우에는”<sup>53)</sup> 시세조종의 목적이 추정된다고 결정을 하고 있다.<sup>54)</sup>

반면에 유인목적이 존재하지 않는다고 판시된 사건도 다수 있는데, 특히 주식의 매수가 공개적인 방법으로 충분한 공시하에 이루어진 경우에는 동기를 추론하는데 주저하고 있고,<sup>55)</sup> 이익이 실현된 것이 아닌 경우 동기를 추론하는 것을 주저하였다.<sup>56)</sup> 또한 피고의 거래태양이 전체적으

51) 위의 책, 3974면 (Federal Corp., 25 SEC 227, 231 (1947) 인용함).

52) 위의 책, 3974면 (Op. Gen. Counsel, Sec. Ex. Act Rel. 3056 (1941) 인용함).

53) 위의 책, 3974면 (Thorton & Co., 28 SEC 208, 223 (1948), *aff'd per curiam sub nom. Thorton v. SEC*, 171 F. 2d 702 (2d Cir. 1948) 인용함).

54) 위의 책, 3975면 (“이러한 이유로, 위원회의 General Counsel은 주식의 공급을 취득하여 자신의 매수 이외의 다른 원인으로 추후 증권가격이 상승하여 이익이 실현 되면 주식을 처분한다는 선의의 목적을 가지고 일련의 거래를 실시하여 증권의 가격을 상승시킨 자는 거래소이건 또는 장외에서이건 증권을 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.”)

55) *Trane v. O'Conner Securities*, 561 F. Supp. 301 (S.D.N.Y. 1983)(즉, 피고는 risk arbitrager로서 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) 공개 시장에서 주식을 매수하고 매도하였다. 피고가 pink sheet (장외거래주식들에 대하여 market maker들의 도매호가를 기록한 일간지)에 거래 상황을 조장한 책임이 있다거나 O'Conner의 활발한 거래 이후 시장이 붕괴하였다는 증거가 없다. … (피고는) Trane 주식에 대한 인위적 수요를 창출하거나 공중의 손해가 되는 투자를 유인하기 위하여 … Trane 주식의 시장을 지배한 것이 아니었다. 피고는 단순히 이익을 기대하여 Trane 증권을 거래한 것이다.”)

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

로 보아 합리적인 경우, 법원은 시세조종주장을 허용하지 않았고,<sup>57)</sup> 피고의 거래의 유일한 목적이 가격에 영향을 미치는 것임이 확실하지 않은 경우 유죄주장을 기각하였다.<sup>58)</sup>

### 제 3 절 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 판례에 의하여 개념이 형성되어야 하는 문제인데, 법원은 일관하여 사기 또는 기망(fraud or deception)이 있는 경우에만 ‘시세조종적 행위’에 해당된다는 입장을 취하고 있다.<sup>59)</sup> 물론 법원이 이러한

57) *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 Piper Aircraft사를 인수하기 위한 행위과정에서 발생한 것인데, 수개의 뮤추얼펀드사가 Chris Craft의 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 것을 입증되지 않았고, 현명한 투자라고 생각하였기 때문에 주식을 매수한 것이라고 하였다.

58) *United States v. Mulheren*; *In re College Bound Consolidated Litigation*,

59) 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 박사학

한정적인 해석을 하는 것을 비판하는 견해도 있지만,<sup>60)</sup> 여하간 현재 연방대법원의 해석에 따른다면 기망, 부실표시 또는 불공시가 요건이 되고 있다.

Ernst & Ernst v. Hochfelder판결에서 연방대법원은 ‘시세조종적 행위’란 “증권의 가격을 통제하거나 증권에 인위적으로 영향을 줌으로써 투자자를 기망하기 위한 의도된 행위”라고 판시하였다.<sup>61)</sup> Santa Fe Industries, Inc. v. Green판결에서도 ‘시세조종적 행위’란 일반적으로 “시장활동에 인위적으로 영향을 미침으로써 투자자를 오도하는 가장 매매, 통정매매 또는 가격고착(rigged price)과 같은 관행”을 의미하고, 제10조(b)항에서 ‘사기적’(deceptive), ‘시세조종적’(manipulative)라는 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.<sup>62)</sup>

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.사건<sup>63)</sup>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 받게되었는데, 첫 번째 공개매수가 취소되지 되지 않았더라면 주주가 받게 되었을 액수보다 적은 액수를 받게 되자 Schreiber가 Burlington

---

위논문 (1999), 30 - 37면 참조.

60) 이 문제에 대해서는 뒤의 제3장 제4절 2. 참조.

61) 425 U.S. 185, 199 (1976).

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

63) Cox 등, 전제서, 909 - 910면 (472 US 1 (1985) 인용함).

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.<sup>64)</sup>

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

## 2. 제9조(a)항(2)호와의 관계

우선 제9조(a)항(2)호에 의한 시세조종행위의 요건으로서는 ‘유인목적’이 있어야 하지만, 유인 목적을 입증할 필요는 없다. United States v. Charney사건에서<sup>65)</sup> 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 기재를 하지 않았는데, 사실심법원이 공소를 기각한데 대하여 제9항소법원에서는 Rule 10b-5에서는 그러한 요건은 요구되지 않는다고 판시하였다.<sup>66)</sup>

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

65) 537 F.2d 341 (9th Cir. 1976).

66) 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-5 위반이 되기 위해서는 기망, 부실표시, 불공시가 필요하다는 판결이 형성되기 전의 것이므로, 인위적 조작목적만으로 기망의 의도가 인정될 수 있을 지는 의문이다.(黑沼悅郎, 전계논문, 502면 참조).

바로 이러한 점 때문에 현실거래에 의한 시세조종행위에 대한 소추를 사기금지조항을 근거로 하는 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.<sup>67)</sup>

## 제 4 절 학계에서의 논의

### 1. 규제불요론

미국에서는 시세조종적 행위를 규제하는 법을 별도로 둘 필요가 없다는 견해가 주장되고 있다. Fischel과 Ross가 주창하고 있는 견해이다.<sup>68)</sup> 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 하거니와 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 i) 수요와 공급의 자유로운 작용에 간섭하거나 ii) 타인들이 거래를 하도록 유인하거나 iii) 증권의 가격을 인위적인 수준으로 이르도록 하는 행위를 의미하는 것으로 정의되고 있지만,<sup>69)</sup> 그 어느 것도 시세조종적 행위를 개관적으로 정의하기에는 부족하다고 한다. i)과 같은 정의는 모든 거래는 수요와 공급의 작용에 영향을 미치므로 적법한 거래와 불법적인 거래가 구별되어야만 어떠한 행위가 ‘간섭’인가를 알 수 있다는 순환논리에 빠진다.<sup>70)</sup> ii)는 너무 넓은 범위의 행위가 시세조종행위로서 금지되도록 한

67) Loss, 전게서, 858면 (Coplin v. United States, 88 F.2d 652, 661-64 (9th Cir. 1973) 등을 인용함).

68) Fischel & Ross, “Should the Law Prohibit “Manipulation” in Financial Markets?“, 105 Harv. L. Rev. 503 (1991).

69) 위의 글, 507면.

다. 즉, 이 정의에 의하면 거래의 양당사자들이 증권의 가치에 대해 서로 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.<sup>71)</sup> iii)은 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.<sup>72)</sup> 또한 이러한 정의는 정보를 보유하고 있는 자가 그 이익을 향수하는 것을 불가능하게 한다는 점에서도 문제가 있다.<sup>73)</sup>

그렇다면 시세조종행위에 대한 ‘객관적’인 정의를 하는 것이 불가능하고, 행위자의 의도에 따라 구별할 수밖에 없다는 결론이 되는데, Fischel 과 Ross는 시세조종적 행위를 i)가격을 일정한 방향으로 변동시킬 것을 의도한 거래이고 ii)거래행위자가 자신의 거래가 없다면 가격이 이러한 방향으로 변동되지 않을 것이라고 생각하였으며 iii)이익이 거래행위를

70) 위의 글, 507면.

71) 위의 글, 507 - 508면.

72) 위의 글, 509면 (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).

73) 위의 글, 508 - 509면.

한 자가 가치 있는 정보를 소유하고 있기 때문이 아니라 단지 가격을 변동시킬 수 있는 능력에서 유래한 것이어야 한다고 정의될 수 있을 것이라고 한다.<sup>74)</sup>

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.<sup>75)</sup> 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 증거를 필요로 하는데, 현실거래는 정상적인 거래인지 아니면 시세조종의도를 가지고 행해진 것인지를 판단하기 곤란하다는 것이다. 보통 시세조종을 하기 위해서는 폐장무렵에 거래를 집중시킨다든가 채증식 고가주문을 하는 등의 행위를 하는데, 이러한 행위는 시세조종의도가 아닌 경우에도 얼마든지 행해질 수 있기 때문이다.<sup>76)</sup> 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 금

74) 위의 글, 510면.

75) 위의 글, 512 - 519면.

76) 위의 글, 519 - 521면.

지되고, 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.<sup>77)</sup>

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.<sup>78)</sup> 반면 현실거래에 의한 시세조종적 행위는 전통적인 사기개념에는 맞지 않으므로<sup>79)</sup> 별도의 규정을 두어 규제할 것인가를 따져봐야 하

77) 위의 글, 522 - 523면.

78) 위의 글, 510면.

79) 시세조종적 행위와 사기와 관계에 대해서도 Fischel과 Ross는 날카로운 분석을 하고 있다(Fischel & Ross, 전계논문, 510 - 512면). Fischel과 Ross는, Easterbrook판사는 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, Fundamentals of Securities Regulation 843 (2d ed. 1988))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 애매하기 때문에 일견 불공시 사건에서는 사기와 시세조종적 행위의

지만, 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 자체에서부터 유래하는 ‘거래에 기인한 시세조종적 행위’(trade-based manipulation)에 적합한 설명인데, 행위자의 이익이 거래행위 자체에서 유래하는 것은 아니고, 일정한 날의 증권의 증가가 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.<sup>80)</sup> 즉, 거래에 기인한 시세조종적 행위는 위에서 언급한 것과 마찬가지로 실패할 위험이 크기 때문에 자기억제력을 가지는데 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.<sup>81)</sup>

---

차이가 없는 것으로 보이지만, 이 때에도 양자는 구별될 수 있다고 한다. 왜냐하면 불공시는 공시의무가 있는 경우(duty to speak)에만 문제가 되는데, 공시의무는 개관적 기준, 예를 들자면 충실의무를 부담하고 있는 것과 같은 사실로부터 발생하기 때문에 개관적으로 판단되는 나쁜 행위가 있다고 할 수 있기 때문이다.

80) 위의 글, 523 - 525.

81) 위의 글, 525 - 526면.

## 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.<sup>82)</sup>

우선 Thel은 현실거래에 의한 시세조종적 행위가 Fischel이나 Ross가 생각하는 것만큼 자기억제력이나 규제비용이 크지 않고 시세조종적 행위를 어느 정도 객관적 기준으로 판정할 수 있다고 주장한다.<sup>83)</sup> Thel은 사람들이 일반적으로 생각하는 것보다 현실거래에 의해 증권에 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 기한 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. 법령에 의한 규율은 가격에 영향을 미치기 위해 통상 이용되는 거래관행을 거래의 이유의 불문하고 금지하는 객관적인 규칙을 설정하는 것이 바람직하다는 의견을 표명하고 있다.<sup>84)</sup> 즉, 내부자거래의

82) 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—The Mechanics of Securities Manipulation", 79 Cornell L. Rev. 219 (1994)(이하 \$85,000 In Six Minutes이라 약함).

83) Thel, \$85,000 In Six Minutes, 224 - 262면.

84) Thel은 이러한 규제가 명확성을 제공할 수는 있지만 너무 넓게 규제함으로써 바람

규제에서 행위자의 의도를 불문하고 내부자의 단기매매차익의 반환을 규정하는 것과 같은 형식의 규율을 하여야 한다는 것이다. 그러나 이와 같은 개관적인 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 바람직한 바, 이러한 체제는 1930년대에 증권관계법의 입법당시에 제10조(b)항 및 이의 위임을 받은 Rule 10b-5에 의해 이미 설정되어 있었다고 한다.<sup>85)</sup>

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.<sup>86)</sup> 현재 미국의 연방대법원은 앞에서도 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.<sup>87)</sup> 그러나 The1은 34년법의 근본적인 목적은 충분한 공시가 이루어지도록 하는 것 이상이라고 주장함으로써, 제10조(b)항의 해석을 달리 하여야 한다고 한다.<sup>88)</sup> 그는 근거로서 i) 제10조(b)항의 법문상 이와 같은 해석을 할 근거가 없다. ii) 의회의 입법의도가 의도적인 기망행위를 규제하자는 것이었다면, 제10조(b)

---

직한 거래가 이루어지지 못하도록 하는 부작용이 있을 수 있다는 점은 인정한다. 그러나 비용을 최소화하고 규제이익을 극대화 할 수 있는 적절한 규제점을 찾는 것이 가능하다는 것을 전제로 한다(The1, \$85,000 In Six Minutes, 289면). 그리고 이러한 객관적 기준은 나쁜 의도를 갖지 않지만 일시적으로 시장가격을 교란하는 행위를 규제할 수 있다는 장점을 가지고 있다고 한다(위의 글, 288 - 289면).

85) 위의 글, 219면.

86) The1, Original Conception 참조.

87) The1, Original Conception, 388면.

88) 위의 글, 388 - 394면 참조.

항에서 이와 같은 행위가 위법하다고 규정하였을 터인데, 제10조(b)항은 그와 같이 규정하지 않고 SEC에 포괄적인 규칙제정권을 부여함으로써 규제를 위임하고 있다. iii)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 관계 없고, 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 규제권을 부여하는 근거를 규정한 것이라고 한다.<sup>89)</sup>

### 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 수 밖에 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

89) 위의 글, 461면. The1은 법원이 Rule 10b-5를 좁게 해석하는 것으로 방향을 바꾼 취지를 완전히 부정하는 것은 아니다. 즉, Rule 10b-5가 너무 비대해졌다는 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, 439면).

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 경청할만하다고 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.

## 제 5 절 분 석

현재 미국 34년법 제9조(a)항(2)호에 의해 금지되는 시세조종행위는 유인목적 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, 제2장의 문제제기에서 언급한 가격이용설과 유사한 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 Rule10b-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 앞에서도 언급한 것처럼 심각한 제재와 결합할 때에는 투자행위를 위축시킬 가능성이 커진다. 규제로 인한 부작용을 최소화시키기 위해서는 투자를 위축시키는 효과는 최소화하면서 제재라는 위협에 의해 위반행위 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 때

에도 이 기준이 적절하다고는 할 수 없을 것이다.

또한 이러한 관례들은 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 개정 에 의해서였다. 그 이전에는 민사제재금제도는 존재하지 않았고, 제9조(a)항(2)호에 위반한 경우에는 일반인에게는 형사처벌만이 유일한 제재수단이었다. 이런 상황에서라면 투자자를 유인하거나 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 형사처벌을 죄형법정주의에 따라 엄격한 해석이 필요할 터인데 이를 모호한 기준에 따라 적용하는 것은 다시 생각해 볼 여지가 있다.

## 제 4 장 일본법상 현실거래에 의한 시세조종행위 규제

## 제 1 절 판례 및 학설

현실거래에 의한 시세조종행위는 일본에서는 증권거래법 제159조2항에 의해 규제되는데, 유가증권시장과 장외시장을 분리하여 별도의 항으로 규정되어 있다는 점을 제외하고는 우리나라의 규정과 거의 동일하다,<sup>90)</sup> 일본의 현실거래에 의한 시세조종행위의 해석에 있어서도 문제는 적법한 거래행위와 위법한 시세조종행위를 어떠한 기준에 의해 구별할 것인가이다. 시세조종행위의 요건은 미국이나 우리나라와 유사하게 첫째, 일련의 매매거래의 존재, 둘째, 거래성황의 오인 또는 시세변동거래의 존재, 셋째, 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 수 개의 판례가 있는데, 이 논점과 직접적으로 관련되는 대표적인 사건은 협동사료사건과 등진관광사건을 들 수 있으므로 이 사건에 대한 판례 및 학설의 입장을 살펴보겠다.

90) 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.

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

1. 단독으로 또는 타인과 공동으로, 당해 유가증권의 매매거래등이 번성하다고 잘못 알게 하거나 당해유가증권등의 시세를 변동시키는 일련의 유가증권의 매매거래등 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 알게 하거나 시세를 변동시키는 일련의 매매거래 또는 그 위탁이나 수탁을 하는 것

## 1. 協同飼料사건

### (1) 사실관계

협동사료사건은 일본 증권거래법이 제정된 이래 시세조종죄로서 최초로 기소된 사건이었다. 사안은 다음과 같다. 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 30억엔의 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 9000주를 계속하여 매수하였고, 10만 4000주를 가장매매하였다. 매수는 피고회사 또는 자회사의 자금을 동원하여 종업원의 친목단체나 종업원 명의로 매입하기도 하고 직접 취득하기도 하였다. 취득한 주식을 안정주주라고 할 수 있는 관련금융기관이나 사업법인등에 매도하여 부동주를 감소시킴과 함께 자금을 회수하여 다시 주식을 매입하였다. 그 결과 협동사료의 주가는 권리락 전일에 256엔이 되었다.<sup>91)</sup>

피고회사의 주식매매거래 총량은 동년 4, 5월 경 월간 150만주 내지 260만주 정도에 지나지 않았으나, 동년 6월 이후 9월경까지 거래총량은 약 580만주, 1050만주, 710만주, 460만주 등으로 급팽창하였고, 권리락 후인 동년 10월 이후에는 10월이 약 120만주, 11월이 50만주, 12월이 30만주로 급감하였다. 시장개장 전부터 전일의 증가보다 높은

91) 본 사안에서는 주가조작에 의하여 끌어올려진 시세를 안정시킬 목적으로 10월 2일부터 11월 8일까지 합계 86만 6000주를 매수하였다. 즉, 위법한 안정조작을 행한 것인데, 이 글에서는 현실거래에 의한 시세조종부분에 대해서만 살펴보기로 한다.

가격의 매수주문을 낸 행위, 적속매매(증권거래소에서 시간에 구애되지 않고 매매하되, 파는 사람과 사는 사람의 부르는 값이 일치될 때마다 그 값으로 매매를 성립시키는 거래)의 동향을 보면서 직전 가격보다 상당히 높은 가격으로 대량매수주문을 내고, 주문 가격 이하의 매수주문을 사버렸고, 가격을 1엔씩 높인 매수주문을 동시각에 한테 모아 발주하고, 적속매매의 동향을 보면서 매수주문의 잔량의 가격을 높게 변경하거나 또는 점차로 고가로 변경하여 매수하고, 가장매매등의 매수방법을 취하기도 하였다.

## (2) 판 결

협동사료사건에 대해서는 제1심인 동경지방법재판소의 판결과<sup>92)</sup> 제2심인 동경고등재판소의 판결이<sup>93)</sup> 결론적으로는 피고의 유죄를 인정하였지만, 유죄 인정의 기준, 즉 적법한 거래와 위법한 시세조종행위를 구분하는 기준을 다른 것에서 구하고 있고, 최고재판소는<sup>94)</sup> 제1심판결의 이론을 지지하였다.

### 1) 동경지방법재판소판결

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

한편 시세를 변동시키는 거래는 증권거래법 제159조제2항제1호가 매매거래 외에 위탁, 수탁을 함께 금지하고 있는 것에 비추어 시장가격을 변동시킬 가능성이 있는 거래를 넓게 지칭하는 것이라고 판시하였다.

92) 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.

93) 東京高裁昭五九(う)一六三〇號, 昭63. 7. 26刑二部判決, 『判例時報』 1305號 (1989.5.21) 52면 이하.

94) 最高裁昭六三(あ)一一〇二號, 平 6. 7. 20三小法廷決定, 『判例時報』 1507호 (1994.12.11) 51면 이하.

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

## 2) 동경고등재판소판결

유인목적을 “유가증권시장에서 당해 유가증권의 매매거래를 하도록 제3자를 끌어들이는 의도”라고 판시하고, 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 판시하였다.

## 3) 최고재판소판결

최고재판소는 “증권거래법 제125조제2항제1호(현재 제159조제2항제1호에 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 수요공급에 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 유인목적을 자백하였으나, 공판의 단계에서 진술을 번복하고 일련의 매매거래를 주주안정화공작의 일환으로서 행하였다고 주장하였는데, 법원은 진술조서의 임의성에 문제가 없다고 함으로서 유인목적을 인정하였다.<sup>95)</sup> 그러나 유인목적의 해석에 관한 법원의 이론전개는 학계에서 많은 찬반논의를 불러일으켰다. 제1심판

---

95) 黒沼悦郎, 전계논문, 488면.

결과 최고재판소의 판결은 기존의 일본의 시세조종죄 요건에 대한 다수설의 입장을 택한 것이라고들 해석하고 있다. 다수설은 대량으로 증권의 매수주문을 하면 당해 증권의 가격이 상승하는 것은 당연한 시장원리이기 때문에 자신의 거래로 인하여 매매거래를 유인한다는 것을 인식하는 것만으로는 충분하지 않다고 하면서,<sup>96)</sup> 유인 목적을 입증하는 것은 매우 어려우므로 객관적인 상황증거로부터 유가증권거래의 동기가 추인되는 경우에는 유인 목적이 없다는 것을 행위자가 증명하여야 한다는 견해이다.<sup>97)</sup> 미국의 34년법 제9조(a)항(2)호의 해석을 받아들인 것이라고 할 수 있다.

그러나 실제로 협동사료사건의 제1심판결과 최고재판소판결은 미국의 판례나 SEC의 결정례와는 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. 그러나 일본의 협동사료사건의 제1심 및 최고재판소판결은 법조문을 문리해석하여 동기와 거래의 태양과 같은 상황증거로부터 인위적 조작 목적을 넘어서 투자자들을 오인하도록 하여 유가증권시장에서의 매매거래에 끌어들이는 목적까지를 추론해내고 있다. 그러면서도 여기에 대한 명확한 논리전개를 하고 있지 않다.

동경고등재판소 판결은 위법한 시세조종행위와 적법한 거래와의 구별 기준을 중점을 변동거래에서 찾고 있다. 변동거래는 1심법원에서 말하는 것과 같이 단순히 가격을 변동시킬 가능성이 있는가라는 객관적인 사실 판단이 아니고, 여기에 ‘시세를 지배할 의도를 가지고 행하는’이라는 주관적 요건을 덧붙임으로써 적법한 거래와의 구별기준으로 삼고 있다. 가격이 인위적으로 조작되었는가 여부를 중시하는 것이다. 여기서는 법문상

96) 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.

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

의 유인목적은 독자적인 의미가 있는 구별기준으로는 삼지 않는다. 제3자를 시장에 끌어들이 것을 목적으로 할 필요는 없고, 단지 자신의 행위로 인하여 제3자가 시장에 들어올 수 있다는 점을 ‘인식’하는 것으로 충분하다고 하고 있다. 투자목적으로 대량거래를 하는 경우에도 거래량의 압력에 의해 제3자가 시장에 들어올 수 있고, 대량거래를 하는 자는 이를 인식할 수 있다. 따라서 이러한 해석에 의한다면 유인목적에 의하여 적법한 거래와 위법한 시세조종행위를 구별할 수는 없는 것이다.

이러한 제2심판결을 적극적으로 평가하는 입장도 있다.<sup>98)</sup> 여기서는 제2심판결이 유인 목적을 과거의 통설과 같이 ‘유인’이라는 문언에 얽매어 해석하지 않고 의도적으로 작위를 가하여 시세를 변동시킨다는 의미로 보고 있다고 해석하고, 유인목적규정은 단순히 거래와 시장을 연결하는 기능을 할뿐이므로 만약 당해 거래가 시장에서 이루어진 것이라면 유인목적규정은 불필요하다고 해석한다. 또한 변동거래에 대해서 제2심판결이 ‘시세를 지배할 의도’를 가지고서 하는 거래로서 한정을 가하고 있지만, 그 의미는 ‘인위적 조작목적’을 가리키는 것으로 해석하고 있다. 이에 의하면 인위적 조작목적으로 충분하고 그 이상으로 목적을 한정할 필요가 없다고 한다.<sup>99)</sup> 즉 이 보고서에서 언급한 시장교란행위를 넓게 금지

98) 古川元晴, “相場操縦について一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). 이 견해는 시세조종죄가 투자자의 개별재산에 대한 범죄가 아니라는 것은 명백하므로, 시세조종행위가 위법한 근거는 자연적인 수요공급에 의하여야 할 시세가 인위적으로 변동된데 있는 것이지 제3자의 매매거래가 유인된다는 것이 아니므로 유인목적이 위법성판단의 기준이 될 수 없다고 함으로써 제2심판결과 동일한 입장을 취하고 있다. 변동거래는 단순히 ‘시세를 변동시킬 가능성이 있는 거래’ 전체를 의미하는 것이 아니고 시세를 시장원리에 의하지 않은 요인에 의하여 인위적으로 변동시킬 수 있는 정형을 가진 거래이어야 하는데, 이의 해석에서 협동사료사건의 항소심판결이 ‘시세를 지배할 의도를 가지고 하는’ 주관적 요소를 가미하여 정의한 점이 이론적으로 타당하지 않다고 비판한다. 따라서 변동거래는 행위자의 일련의 거래를 전체적으로 봐서 일반적으로 시세가 이상한 등락을 보이는가, 전체적인 거래수단이 시장원리에 비추어 부자연한 내용을 포함하여 통상의 거래관념에 비추어 생각해 볼 때 이상하다고 인정될 것인가, 만약 전체적인 모습이 명확하다면 일반투자자로서는 시장에서의 매매거래 등에 관한 판단을 달리 하였을 것이라고 인정되는가 등을 감안하여 객관적으로 판단하여야 한다고 주장한다.

하는 것으로 해석하는 입장과 같은 것으로 보인다. 1992년 증권거래심의회위원회의 중간보고서에서도 협동사료사건에 대한 제2심판결의 입장을 지지하고 있다.<sup>100)</sup> 유인목적이란 “행위자 스스로가 매매를 행하면 타인이 이에 연결되어 매매거래를 하도록 끌어들이질지도 모른다는 것을 인식하는 것으로 족하다”는 것이다.<sup>101)</sup> 그렇다면 위법거래와 적법거래의 구별은 ‘시세를 변동시키는 거래’인가 여부에 달려 있게 되는데, 증권거래심의회위원회의 그와 같은 거래의 판단기준으로서 중간보고서는 협동사료사건에서 예시하고 있는 구체적인 거래형태 즉, i)개장 전부터 전일의 종가보다 높은 가격으로 매수주문을 하는 행위 ii)적속매매의 동향을 봐서 직전의 가격보다 높은 가격의 매수주문을 내면서 매수주문의 잔량의 가격을 높이는 행위 iii)시간에 따라 순차적으로 가격을 1엔씩 높여서 매수주문을 하는 행위 iv)비교적 높은 가격으로 가장매매를 하는 행위 v)매수지정가주문에 의해 주가의 가격하락을 저지하는 매매를 하는 행위 외에도, i)시장의 상승상황에 따라 즉각 추격매수 등의 계속 반복 ii)하루 중 가장 중요한 시간대인 종가부근에서의 관여사항 iii)하루 중 동일종목의 매매의 반복상황 등을 함께 검토하여 종합적으로 판단하여야 한다고 한다.<sup>102)</sup>

99) 古川元晴, “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) 55면, 67면 (黒沼悦郎, 전계논문, 490면에서 재인용).

100) 日本鍛工事件, 三菱地所事件, 協同飼料事件 및 野村證券에 의한 東京急行電鐵株의 대량추천판매사건 등이 계속하여 발생하자 이 문제에 대한 입법적 해결이 필요하다는 인식하에서 1987년 證券取引審議會 중에 不公正取引特別部會를 설치하여 연구를 하였다. 그 결과 1992년 1월에 중간보고서가 나오게 되었는데(“相場操縦的行為禁止規定等のあり方の検討について(中間報告書)”, 『商事法務』 No.1275 (1992. 2. 15), 35면부터 게재되어 있음), 그 내용은 대개 협동사료사건의 제2심판결을 지지하는 것이었다. 보고서는 ‘유인목적’의 입증에서는 적극적인 의사의 입증까지는 필요 없고, 제3자가 끌어들이질 가능성을 의식하는 것을 입증하면 충분하고, 위법한 거래와 적법한 거래를 구별하는 기준으로서 유인목적의 존재를 강조하는 것은 적당하지 않다고 결론짓고 있다. 이 보고서는 협동사료사건의 최고재판소 판결이 나오기 전에 제출되었다.

101) 河本一郎·大武泰男, 『證券取引法讀本(第3版)』 (1998) 226면.

102) 證券取引審議會不公正取引特別部會, “相場操縦的行為禁止規定等のあり方の検討について(中間報告書)”, 『商事法務』 No.1275 (1992. 2. 15), 36면.

## 2. 藤田觀光사건

### (1) 사실관계

등전관광사건은<sup>103)</sup> 채무를 반환하기 위해서 매집하였던 등전관광주식 회사의 주식을 상대거래로서 제3자에게 매도하기로 합의하였는데, 제3자가 시가보다 높은 가격으로 매수하게 되면 세무상 문제가 발생하므로 주식의 시가를 합의된 가격수준까지 올릴 필요가 있었던 사건이다. 피고인은 A는 광진그룹을 설립하여 유가증권의 매매거래를 하였는데, 투기매매자로서 유명한 자였다. 1985년 동급전철주식회사가 등전관광의 주식 1700만주를 취득하자 등전관광의 대표이사 C와 상무이사 D는 그 대책으로서 동년 10월경 피고에게 동급전철로부터 자사의 주식을 매수하는 공작을 의뢰하였다. 등전관광의 주식을 매수하는 공작을 위해 D는 용자를 알선하여 피고 A가 지배하는 광진그룹에 100억엔을 차용할 수 있도록 해 주었다. 피고 A의 공작의 결과 동급전철은 750만주를 포기하여 이중 500만주는 등전관광의 친회사가 양수하고, 250만주는 광진그룹이 취득하게 되었다. 그런데 100억엔의 채무반환이 문제되었는바, 광진그룹으로부터 100억엔을 회수할 가능성이 없자 D는 비도건설에게 광진그룹이 보유하고 있는 등전관광주식을 매수하여 줄 것을 의뢰하였다. 비도건설은 광진그룹의 채무에 대해 보증을 하고 있다는 점, 등전관광과 업무 제휴를 계속할 필요성, 피고 A와의 협력관계를 고려하여 당시 3,200원 대이던 등전관광의 주식을 5200엔으로 상대거래하기로 합의하였다. 그런데 매수인인 비도건설이 시가보다 높은 가격으로 거래하면 그 차액이 증여로 취급되어 과세될 우려가 있었으므로 상대거래의 시점에서 주식의 시가가 5200엔이 되도록 할 필요가 있었다.

등주식의 1990년 3월 19일부터 4월 18일까지의 동경증권거래소에 있어서 거래의 동향을 보면, 주가는 최고가가 4월 11일의 3900엔이고, 최저가가 3월 22일 3100엔이었다. 일일 매매가 성립된 거래량은 3월 22

103) 東京地裁平二特(わ)一三六二號, 平 5.5. 19刑事第八部判決. 『判例タイムズ』 No.817 (1993.8.1) 221면 이하.

일의 76만 2000주와 4월 2일의 10만 7000주를 제외하고는 10만주를 초과한 적이 없고, 1만주에 달하지 못한 날도 있었다.

A 등이 매수를 행한 4거래일에 있어서 등전관광주식의 동경증권거래소에서의 시가의 추이를 보면 1990년 4월 19일에는 A의 매수개시 전의 가격 3780엔부터 종가의 3900엔까지 120엔 상승하였고, 20일에는 종가가 4400엔으로 전일의 종가에 비하여 500엔 상승하였고, 23일에는 종가가 4890엔으로 전거래일의 종가에 비하여 490엔 상승하였고, 24일에는 A의 매수종료시의 주가가 5200엔으로 전일의 종가와 비교하여 310엔 상승하였다. 피고 A 등의 1990년 4월 19일부터 24일까지 등전관광주식의 매수가 동경증권거래소에서의 매수주수 및 거래량 전체에서 차지하는 비율은, 19일이 3만 2000주로서 47.1%, 20일에는 9만 5000주로서 52.2%, 23일에는 35만 6000주로서 66.8%, 24일에는 15만 8000주로서 62.2%였다.

## (2) 판 결

동경지방법재판소는 위법한 시세조종행위의 구별기준을 유인목적에서 구한 점을 협동사료사건의 제1심판결과 최고재판소 판결과 궤를 같이하고 있지만, 유인목적의 내용을 인위적으로 시세를 조작하는 목적이라고 해석함으로써 실질적 내용에 있어서는 오히려 협동사료사건의 제2심판결과 유사한 입장을 취하고 있다.

등전관광 사건에서 변호인단은 유인목적이란 제3자를 매매거래에 끌어들이는 목적이요 ‘끌어들일’이라고 한 이상은, 행위자의 주관에 있어서 능동적, 의식적으로 제3자로 하여금 어떠한 행위를 하도록 끌어들이는 것을 가리키는바, 겨누는 것이 필요하고, 증권거래법이 현실매매에 관하여 유인목적이 있는 경우에 위법이라고 한 취지는 증권시장의 메카니즘을 이용하여 시세조종에 의하여 변동시킨 가격에 의한 매매거래에 일반투자자를 끌어들이는 것에 의하여 일반투자자에게 불이익을 부담시키면서 유가증권시장에 있어서 자기의 이익을 도모하는 행위를 금지하려고 하는 것이라고 해석해야 하고, 본건에서 피고인 A는 상승시킨 주가를 이용하여

시장에서 일반투자로부터 불법이익을 얻으려는 의도는 없었기 때문에 유인 목적을 가지지 않는다고 주장하였다. 그러나 법원은 시세조종행위 규제의 목적이 자유롭고 공정한 증권시장 유지를 통하여 투자자를 보호하고 증권시장을 통한 국민경제의 적절한 운영에 있다는 것을 전제로 유인 목적을 변호인단의 주장과 같이 좁게 해석한다면 입법 목적을 달성할 수 없다는 이유로 변호인단의 주장을 배척하였다.

그러면서 유인 목적을 내용을 협동사료사건과 같이 다른 사람을 ‘끌어들이는’ 것으로 좁게 해석하지 않고 인위적 조작목적이라고 파악하였다. 즉, “타인의 매매거래를 유인하는 것 자체는 어떠한 매매거래에도 다소간 수반되는 것이고, 자연적이고 정상적인 수급관계에 기한 매매거래가 타인의 매매거래를 유인하는 경우가 있다고 하여도 그 자체는 배제되어야 하는 것은 아니기 때문에 일반적으로 타인의 매매거래를 유인하는 목적이 있다는 것 자체로부터는 동조 2항1호가 금지하려고 하는 위법한 매매거래를 이끌어낼 수 없다. 그렇다면 차라리 그 유인의 원인이 되는 매매거래의 상황과 유가증권의 시세의 상황을 만들어내는 매매거래 자체에서 자연적이고 정상적인 수급관계를 어지럽히는 것으로서 금지되는 근거를 찾아야 한다고 해석된다. 따라서 그러한 자연적이고 정상적인 수급관계를 어지럽히는 매매거래란 인위적으로 매매거래가 변성하다고 보이게 하거나 또는 인위적으로 유가증권의 시세를 조작하려고 하는 목적하에서 행해진 매매거래라고 할 수 있다. 따라서 증권거래법 125조2항1호의 유인목적이란<sup>104)</sup> 그 유인이라고 하는 말 자체에 의미가 있는 것은 아니고, 매매거래가 변성하다고 보이게 하거나 유가증권의 시세를 변동시키는 매매거래가 의도적, 목적적으로 행하여졌다는 것을 추상적으로 표현한 것으로서, 인위적으로 매매거래가 변성하다고 보이게 하거나 인위적으로 유가증권의 시세를 조작하려고 하는 목적이라고 말을 바꾸는 것이 가능하다고 해석된다. … 그 목적의 존부는 물론 당사자의 진술에 의해 명확하게 될 수 있지만, 그러한 진술이 없어도 거래의 동기, 매매거래의 태

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

양, 매매거래에 부수한 사정으로부터 추측하여 판단하는 것은 충분히 가능하고, 그 경우에는 매매거래의 태양이 경제적 합리성을 가졌는가가 인위적으로 시세를 조작하려는 목적을 규명하는데 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 기간 중의 매매거래 전체에서 접하는 당해 매매거래의 비율, 당해 매매거래의 태양 등의 사정을 고려하여 판단하여야 한다.”고 판시하였다.

법원은 인위적 조작목적의 위법성 판단의 기준으로 삼는다는 점에서는 협동사료사건의 항소심판결과 궤를 같이하고 있다. 그러나 인위적 조작목적이라는 주관적 요소를 협동사료사건의 항소심판결에서는 변동거래의 요건으로 파악함으로써 변동거래를 적법행위와 위법행위를 구분하는 기준으로 삼고 있는데 반하여, 등전관광사건에서는 유인목적의 내용으로 봄으로써 형식적으로는 유인목적의 위법성 판단의 기준으로 삼고 있다는 점에서 차이가 있다. 즉, 법원은 협동사료사건의 항소심에서 유인목적과 관련하여 ‘유인’이라는 말에는 별반의 의미가 없고 차라리 유인의 원인이 되는 변동거래가 어떠한 의도로 행해졌는가에 착안하였다는 점은 예리한 고찰이라고 할 수 있지만, “유가증권시장을 지배할 의도를 가지고 하는’ 시세변동이라는 것은 내용이 막연할 뿐 아니라 변동거래에 주관적 요소와 객관적 요소의 2가지를 함께 담음으로써 행위에 위법성을 부여하기 위하여 주관적 요소가 요구되고 있는 취지를 애매하게 할 우려가 있다고 생각되기 때문에, 그 주관적 요소는 차라리 주관적 요건인 유인목적의 내용으로서 이해하고 그 내용은 위와 같이(즉, 인위적 조작목적으로) 해석하는 것이 상당하다”고 하였다.

“또 시세조종죄는 자유롭고 공정한 증권시장의 확보, 유가증권시장의 공정한 가격형성의 확보라는 일반적, 추상적 이익을 보호법익으로 하는 것이기 때문에 일련의 변동거래에 관하여 유인목적이 있는 경우에는 유

가증권시장의 공정을 해칠 위험성이 있는 것으로서 성립하는 소위 추상적 위험범이라고 해석되고, 일련의 매매거래가 현실로 타인의 매매거래를 유인하였는가는 묻지 않는다고 판시하였다.”<sup>105)</sup>

## 제 2 절 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 보고서의 처음 부분인 문제제기에서 언급한 것처럼, 시세조종행위를 어떠한 시각에 입각하여 규제할 것인가에 대해 서로 다른 입장을 취하고 있는 것이라고 볼 수 있다.

---

105) 법원은 이와 같은 해석론을 전개한 후 이 사건에서 “...피고인 A가 본건 매수를 행한 직접의 목적이 등전관광주의 시장가격을 인위적으로 끌어올리는 것 자체에 있기 때문에 피고인 A는 인위적으로 시세를 조작할 목적이 있었다는 것은 명백하다.” “또, 피고인 A는 자기가 행한 일련의 본건 매수가 변동거래에 해당한다는 것도 충분히 인식하였다는 것도 인정된다.” “또 본건 매수의 태양은 약간의 예외를 제외하고는 모두 주문이 직전의 매매체결가격과 동일하든가 그것보다 높은 가격으로 발주되었고, 소위 시세상황판(어떤 시점에 있어서 매수주문과 매도주문의 분포상태의 표시)상 고가에 의한 매수였음이 인정되고, 예외적으로 직전의 매매체결가보다 낮은 가격으로 발주된 것 중에는 4월 23일 전장에 있어서 직전의 매매체결가보다 50엔 낮은 4550엔으로 2만주의 매수주문, 동일의 후장개시전에 전장의 증가 4730엔보다 30엔 낮은 4700엔으로 2만주의 매수주문, 24일 후장에 직전의 매매체결가보다 40엔 낮은 5050엔으로 2만주의 매수주문을 한 것처럼 소위 하한선저지로서 발주된 것임이 인정된다. 이는 직전의 매매체결가보다 낮은 가격으로 대량의 매수주문을 넣으로써, 일반의 투자자에게 매수세가 강하다는 인상을 부여하여 이들을 안심시켜 매수주문을 내도록 함으로써 시세가 하락하는 것을 인위적으로 방지하는 것을 노린 것이다. 주가를 상승시키는 경우의 테크닉의 일종이라고 이해할 수 있다.” 위의 “4월 20일에는 상한가를 기록하였고, 4월 23일에도 거의 상한가에 근접한 가격을 기록하였다는 것, <23일의 490엔의 매수종료는 A가> 동일의 후장종료까지의 극히 짧은 시간에 합계 4만주라고 하는 대량의 매수주문을 내어 4900엔에서 매수를 종료시킨 것, 4월 24일 전장에서 5200엔에 주문을 내고, 그 후장에서 20만주라는 대량의 매수주문을 내서 5200엔으로 매매가 성립하면 즉시 그 남은 주문을 취소시킨 것도 인정된다. 이들 일련의 본건 매수의 태양을 보아도, 본건 매수가 등전관광주의 주가에 관하여 A가 인위적으로 시세를 조작하려는 목적으로 행하여졌다는 것을 추인시키기에 충분하다.”고 판시하였다.

협동사료사건의 제1심판결과 최고재판소판결은 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 최고재판소판결의 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 한다는 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, 시세조종죄로서 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.

## 제 4 장 일본법상 현실거래에 의한 시세조종행위 규제

## 제 5 장 현실거래에 의한 시세조종행위 규제의 방향

### 제 1 절 행위의 악성과 제재의 비례

#### 1. 우리나라의 규제방향

제2장에서 언급한 시세조종행위 규제의 범위를 정하는 기준은 어느 것이나 완전할 수 없다. 따라서 중요한 점은 적절한 투자활동을 위축시키는 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 위축되는 비용은 제재가 심각할수록 커지기 때문에, 시세조종의 의사가 상당히 명백하게 드러나는 경우에만 형사처벌과 같은 엄격한 제재를 가한다. 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.<sup>106)</sup> 이와는 달리 시장을 교란하는 행위에 대해서는 행정적 제재를 가하는 것이다.

106) 예를 들자면 앞에서 언급한 (사례1)이나 (사례9)의 경우, 즉, 폐장무렵에 거래를 집중시키고 채증식 고가주문을 하는 등의 방법으로 주식을 매수하고, 주식의 가격이 급등하자 매수한 주식을 매도하였고 그 후 가격이 폭락한 경우라든가, T회사에 대하여 A회사가 적대적 인수를 위한 공개매수를 행하자 T회사 B회사와의 합병을 추진하였는데 B회사가 T회사의 주식을 매수하여 주식의 가격이 상승하여 A회사의 공개매수가 실패하였는바, B회사가 장내에서 T회사의 주식을 매수하면서 장외에서 이 주식을 비밀리에 매도한 경우를 들 수 있을 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, 일반투자자가 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 딜레마가 있다고 생각한다.

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

## 2. 영국의 2000년금융산업및금융시장에관한법률

최근 영국에서 시세조종행위 규제에 대한 법개정이 있었는데, 여기의 배경이 되는 논리가 바로 시세조종행위 규제의 범위를 어떻게 확정할 것인가에 따라 제재를 달리 규정하는 것이므로, 영국의 최근 개정법의 내용에 대하여 살펴보기로 한다.

### (1) 영국 2000년금융산업및금융시장에관한법률 제정의 배경

1998년 7월 영국 재무부(The Treasury)는 1997년부터 준비해 온 통합금융감독법안인 금융산업및금융시장에관한법률안(Financial Services and Market Bill)을 의회에 제출하였다. 이 법률안은 여러 부분에서 수정을 거친 후 상하양원의 심의를 통과하고 2000년 6월 여왕의 서명을 받음으로서 2000년금융산업및금융시장에관한법률(Financial Services

and Markets Act 2000, 이하 통합금융법이라고 약함)로서 탄생되었다. 이로써 영국에서는 은행, 증권, 보험, 자산운용 등 금융산업과 증권 시장 상품시장 등 금융시장 전체에 관한 감독권한을 갖는 단일규제기관인 통합금융감독기관(Financial Services Authority)이 정식으로 출범하게 되었다.<sup>107)</sup> 1986년 Big Bang 이후 증권시장의 규제를 담당해왔던 1986년금융산업법(Financial Services Act 1986), 보험시장규제를 담당해왔던 1982년보험회사법(Insurance Companies Act 1982), 은행규제를 담당해왔던 1987년은행법(Banking Act 1987) 등은 이제 통합금융감독법인 통합금융법에 의해 폐지되게 된다.

## (2) 시세조종행위에 대한 제재의 구분

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 살펴보기로 한다.

영국에서는 위에서 언급한 금융감독기관과 금융감독법규의 통합음직임 속에서 시세조종행위 규제체제와 내부자거래 규제체제에<sup>108)</sup> 대해서도 재검토가 이루어졌고, 이들 규제체제에 큰 변화가 발생하였다. 즉, 과거에는 시세조종행위에 대해서 1986년금융산업법 제47조(Financial Services Act 1986 s.47)에서 형법적 규제만을 하고 있었는데, 통합금융법에서는 형법적 규제체계외에도 시장남용에 대한 별도의 행정적, 민사적 규제체제를 확립하고, 양자의 구성요건을 달리 규정하였다.

새로이 도입된 행정적, 민사적규제제도는 시장보호를 목적으로 하는 것으로서, 시세조종행위와 내부자거래에 대한 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 -

107) 금융관련법규의 통합에 앞서 감독기관의 통합이 먼저 선행되었기 때문에 통합금융감독기관은 통합금융법의 의회통과 이전에도 존재하였다.

108) Criminal Justice Act 1993 Part V.

이 존재한다는 인식에 기인한다. 형사범죄는 시장 혹은 시장이용자를 남용하겠다는 분명한 인식이 존재하는 상대적으로 좁은 범위의 매우 심각한 위법행위를 대상으로 하지만, 시장신포, 시장의 완전성, 시장의 효율성 등은 그 밖의 범위의 위법행위에 의해서 손상될 수 있다. 따라서 새 행정적, 민사적 규제체제는 형벌적 행위대상보다 더 넓은 유형 혹은 범위의 위법행위를 규제대상으로 하기 위하여 도입되었다.

통합금융법은 제118조1항에서 포괄적 ‘시장남용(Market Abuse)’의 개념을 정의하고 있다. 이 조항에 의해 통합금융감독기관은 시장의 완전성을 해할 수 있는 ‘시장남용’의 발생 혹은 발생우려가 있는 경우 융통성 있는 판단재량을 확보하게 되고, 그 행동에 대해 유지청구, 원상회복청구, 민사제재금부과, 위반사실공표 등 다양한 시장보호조치를 취할 수 있게 된다.

통합금융법이 정의하고 있는 ‘시장남용’은, 다음 각 호의 요건(‘지정요건’, ‘남용요건’, ‘관할요건’)을 충족시키는 ‘행위’(behaviour)로서, 문제된 시장의 ‘정기이용자’(a regular user of that market)가 볼 때 그 시장에서 그와 같은 지위에 있는 자에게 기대되는 ‘행위기준’(standard of behaviour)을 준수하지 않았다고 판단될 가능성이 있는 단독 혹은 타인과 공동한 행위이다(통합금융법 제118조(1)항, (2)항 및 (5)항).<sup>109)</sup>

---

109) 통합금융법 제118조의 시장남용에 관한 조문은 다음과 같다.

- (1) For the purposes of this Act, 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 more of the conditions set out in subsection (2); and
  - (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 which 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 investments of the kind in question should be effected;

개정된 법률상 다음에 해당되는 행위는 시장남용행위가 되는데 목적의 존재는 요구되고 있지 않다. i) 남용적인 행위의 첫 번째 요건은 정보오용(misuse of information)이다. ‘정보오용’은 시장에 이용가능하지 않지만 시장의 정기이용자에게 이용이 가능하였다면 문제된 투자의 거래 조건 결정에 관련이 있는 것으로 간주될 수 있는 정보를 행위자가 이용한 경우이다(통합금융법 제118조(2)항(a)호). 시장이용자들은 일정 종류의 정보는 모든 시장이용자들이 동일한 조건에서 이용할 수 있어야 한다고 기대한다. 특정 시장참가자들만이 그러한 정보에 접근할 수 있는 경우 그들이 그 정보를 자신의 이익을 위해 이용할 수 있게 된다면 시장에 대한 신뢰는 사라질 수 있을 것이다. ii) 남용적인 행동의 두 번째 유형은 오해유발외관(false or misleading impression)이다. ‘오해유발외관’은 행위가 시장의 정기이용자로 하여금 문제된 투자의 공급이나 수요 혹은 가격이나 가치에 대하여 오해를 유발시킬 가능성이 있는 경우이다(통합금융법 제118조(2)항(b)호). 시장이용자들은 시장에서 거래할 때 시장에 보고되는 일정 유형의 정보 혹은 거래가 시장의 힘(market force)을 반영하는 정확한 정보라고 기대할 수 있어야 한다. 시장에 보고되는 거래 혹은 정보가 시장작동을 정확히 반영하지 않는 경우 시장이용자들은 시장에서의 거래 혹은 정보의 정확성을 신뢰하지 않게 되고 시장에 대한 신뢰는 사라지게 될 것이다. iii) 세 번째 요건은 시장왜곡가능성(market distortion)이다. ‘시장왜곡가능성’은 행위가 시장의 정기이용자의 관점에서 볼 때 문제된 시장을 왜곡할 가능성이 있다고 간주할

---

(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 as 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 would, 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.

수 있는 경우이다(통합금융법 제118조(2)항(c)호). 시장이용자들은 투자의 수요와 공급에 따라 가격이나 가치가 결정된다고 즉 시장의 힘에 의한 가격 메카니즘이 존재한다고 기대할 수 있어야 한다. 만약 누가 시장의 힘의 작동에 개입한다고 생각하는 경우, 시장이용자들은 가격 메카니즘과 시장가격에 대하여 신뢰를 가지지 않게 될 것이다.

이와는 달리 시세조종행위에 대한 형사처벌은 일정한 목적을 필요로 하고 있다(통합금융법 제397조(3)항). i) 관련투자의 가격이나 가치 혹은 그 시장에 대하여 오인을 유발하는 행위를 하거나 혹은 행위과정에 참여하는 자가 ii) 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.

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.

## 제 2 절 제재방법의 다양화

앞에서 시세조종행위를 좁게는 유인목적을 가진 행위를 규제하는 것과, 넓게 시장을 교란하는 행위를 규제하는 것으로 나누어 각각 제재를 달리 규정하고자 하는 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.

## ① 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).

## ② 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(제188조의5제1항), 이러한 손해배상청구권은 청구권자가 위반행위가 있었던 사실을 안 때부터 1년, 그 행위가 있었던 때부터 3년간 이를 행사하지 아니한 경우에는 시효로 인하여 소멸한다(제188조의5제2항).

## ③ 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(제53조제1항 및 제4항). 금융감독위원회는 위의 보고서와 의견서를 심의하여 증권회사가 법 제55조제1호의 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(제53조제5항). 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 임직원에 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 ①시세조종행위 ②시세조종행위로 형성된 가격으로 거래 또는 위탁을 한 사실 ③손해를 입증해야 하는데<sup>110)</sup> 이러한 입증은 쉽지 않다. 이러한 점은 미국에서도 마찬가지로서 민사책임규정은 사문화된 규정이라고 한다.<sup>111)</sup> 이러한 민사책임에 의한 제재는 별론으로 하더라도, 현재 시세조종행위에 대한 제재수단은 종류가 한정되어 있다는 점에 문제가 있다.

### ① 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 뿐이다. 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.

110) 김건식, 『증권거래법』(2000) 330면.

111) Loss, 전거서, 920면.

## ② 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, 행위정도에 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 없는데 반하여 다른 행정적 제재수단은 실효성이 없는 경우가 많다. 이와 같은 제재수단의 한정은 앞서서도 밝힌 바와 같이 시세조종 행위 판단기준 자체에 영향을 주어 혼란을 일으킬 수 있다.

## 2. 개선방안

이러한 문제점은 다양한 제재방법을 도입함으로써 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 다양한 제재방법을 다양화하였다. 또한 2000년 제정된 영국의 통합금융법에서도 기존의 형사처벌 외에 새로이 행정적, 민사적 제재수단을 도입하였다. 이하에서는 이들 국가의 제재방법에 대해 살펴보고, 이를 바탕으로 우리나라의 제재방법의 다양화방안에 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 주목할만한 것은 행정적 제재방법이다. 위에서도 언급한 것처럼 미국에서도 SEC의 법집행수단이 한정되어 있기 때문에 효과적인 증권관련법의 집행이 이루어

지지 못한다는 비판에 따라 1990년 행정적 제재방법이 새로이 정비되어 다양화되었기 때문이다. 따라서 이하에서는 미국에서 증권관련법 위반에 대한 행정적 제재방법에 대해 고찰한다.

### 1) 개 관

1990년 법개정은 기존의 SEC의 법집행수단이 한정되어 있으므로 위반행위의 정도에 비례하는 제재를 가할 수 없다는 점과 기존의 제재수단으로서 증권관계기관에 대한 충분한 제재가 될 수 없으므로 제재수단을 다양화하여야 한다는 것을 배경으로 하였다.

법개정 이전에 SEC는 독자적으로 제재를 가할 수 있었던 것이 아니고 법원에 유지명령(injunction)을 신청하거나 기타 형평법상의 각종 구제를 신청할 수 있었을 뿐이었다. 집행법에서는 기존의 제재방법에 추가하여 법원에 증권관련법 위반행위에 대해 민사제재금(civil money penalties)제도, 중지명령(cease-and-desist order)제도, 이득환수제도(disgorgement)와 공시를 요하는 기업에의 이사 및 임원(officer) 자격의 박탈제도와 같은 다양한 제재수단을 새로이 도입하였다.<sup>112)</sup>

### 2) 민사제재금제도

집행법에서는 SEC가 33년법, 34년법, 투자회사법, 투자자문업법 위반에 대해 법원에 민사제재금부과를 신청할 수 있다고 규정하고 있다. 민사제재금제도는 벌금형이라는 형사처벌 외에 새로운 금전적 제재방법을 규정하였다는 점에 의의가 있다. 시세조종행위 등과 같은 경제적 성격의 행위에 대해서는 금전적인 제재방법이 효과적인 제재수단인데 벌금형은 형사절차라는 점에서 여러 가지 한계를 가지고 있으므로<sup>113)</sup> 좀 더 융통성 있는 금전적 제재수단을 제공한 것이다. 민사제재금은 부과 대상

112) 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.

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

자에 따라 SEC가 재량으로 부과할 수 있는 경우와(34년법 제21B조), SEC가 법원에 민사제재금의 부과를 신청하여 법원에서 결정하는 경우(34년법 제21조(d)항(4)호)의 두가지로 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.

#### ① 법원의 결정에 의한 민사제재금

법원의 결정에 의한 민사제재금은 누구든지 34년법과 그에 따른 규칙에 위반한 경우에 SEC가 법원에 신청함으로써 이루어진다.<sup>114)</sup> SEC의 중지명령에 위반한 경우에도 SEC는 법원에 민사제재금의 부과를 신청할 수 있다.<sup>115)</sup> 법원은 ‘적절한 증명’(proper showing)이 있으면 민사제재금의 부과결정을 할 수 있다. 여기서 ‘적절한 증명’이라는 용어를 유지명령의 경우에도 동일하게 규정하고 있지만, 상원의 보고서에 의하면 유지명령이나 다른 형평법상의 구제가 불가능한 경우에도 민사제재금을 부과할 수 있다고 해석하고 있다.<sup>116)</sup>

민사제재금의 액수도 각 사안의 사실관계와 상황을 고려하여 법이 정한 최대한도 내에서 법원이 결정하는데, 그 위반의 정도에 따라 최대한도를 3단계로 나누어서 규정하고 있다(제21조(d)항(3)호(B)). 첫 번째 단계는 단순한 위반의 경우로서, 자연인은 5천달러, 그 이외의 자는 5만달러의 액수와 위반행위로 인하여 피고인이 얻은 금전적 이득의 액수 중 많은 것을 한도로 하여 결정할 수 있다. 두 번째 단계는 사기, 기망, 시세조작이

114) 34년법 제21조(d)항(3)호에서는 내부자거래에 관련된 규정의 위반을 제외한 증권관계법 위반에 대해 적용된다고 규정하고 있는데, 그 이유는 내부자거래 위반에 대해서는 제21A조에서 별도로 제재방법에 대해 규정하고 있기 때문이다.

115) 중지명령 불이행의 위반의 건수는 위반일 하루하루가 하나의 독립적인 위반행위를 구성한다(34년법 제21조(d)항(3)호(D)목).

116) Ferrara, Feffigno & Darland, “Hardball! The SEC’s New Arsenal of Enforcement Weapons”, 47 Bus. Law. 33, 44 (1991)(S. Rep. No. 337, 101st Cong., 2d Sess. 2 (1990) at 16 인용).

있거나 또는 규제요건을 고의 또는 중대한 부주의로 무시한 경우(fraud, deceit, manipulation, or deliberate or reckless disregard of a regulatory requirement)로서, 자연인에 대해서는 5만달러, 그 이외의 자는 25만달러의 액수와 이득액수 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 10만달러 그 이외의 자에 대해서는 5십만달러의 액수와 이득액수 중 많은 것을 한도로 한다.

민사제재금의 부과신청은 다른 구제수단과 병존적으로 할 수도 있다(제21조(d)항(3)호(C)(iii)). 민사제재금은 국고에 귀속되고(동조(ii)), 민사제재금 부과명령을 받은 자가 이를 이행하지 않는 경우에는 위원회는 법무부장관에게 이송하여 법무부장관이 법원에 소를 제기하여 추심한다(동조(ii)).

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 민사제재금제도는 이와 같은 문제점을 해결하는 하나의 방안으로서 중요한 의미를 갖는다.

## ② SEC의 행정절차에서의 민사제재금 부과권한

위와는 달리 증권전문가에 대해서는 법원의 개입 없이 SEC가 행정절차에서 직접 민사제재금을 부과할 수 있다(34년법 제21B조). 증권전문가들이 직접 증권관계법을 위반한 경우뿐만 아니라, 교사·방조한 경우, 등록관련서류에 부실표시가 이루어지도록 한 경우에도 민사제재금을 부과할 수 있고, 더 나아가 직접적인 위반자가 이들의 감독하에 있는 경우에 위반을 막기 위한 감독의무를 다하지 못한 때에도 민사제재금의 부과가 공익에 합치한다면 이를 할 수 있음을 명시하였다(34년법 제21B조(a)),

이 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.

SEC의 행정절차에서의 민사제재금은 국고에 귀속되는가에 대해 명시하고 있지 않다. 제재금 납부의무 불이행시의 추심방법에 대해서도 규정하고 있지 않다. 그러나 법원에의 신청을 통한 강제집행은 가능할 것이다.

SEC의 행정절차에서의 민사제재금부과는 기존에 증권관계기관 및 그 관련자에 대하여 너무 강한 제재와 약한 제재밖에 없어서 위반행위의 정도에 비례한 제재가 이루어지지 못하였다는 점을 개선하였다는 점에서 의미가 있다.

### 3) 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.<sup>117)</sup> 그러나 집행법에서는 행정절차에 의한 민사제재금의 부과 절차(34년법 제21B조(e)항)와 SEC의 중지명령절차(34년법 제21C조(e))에서 부당이득금의 반환을 명할 권한이 있음을 명시하였다.

### 4) SEC의 중지명령제도

집행법에 의한 증권법 개정 전에는 위반행위가 이루어지고 있거나, 이루어지려고 하는 경우에 이를 중단시킬 수 있는 방법은 법원에 유지명령을 신청하는 방법밖에는 없었다. 그러나 유지명령절차에서는 경우에 따라 증권을 등록한 발행인의 이사 및 임원으로 취임하는 것을 금지하기도 하므로, 이것 때문에 소송이 길어지거나 화해가 어려운 측면이 있는 등 융통성 있는 제재가 어려웠다. 집행법에서는 SEC의 권한을 넓혀서 법원을 개재시키지 않고 SEC가 직접 중지명령을 내릴 수 있는 권한을 명시

117) 다만 SEC는 부당이득금을 반환하지 않는 것을 조건으로 제재를 가한다는 명령을 함으로써 사실상 부당이득금을 환수하여 왔다(Ferrara 등, 전계논문, 55면).

함으로써 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.

① 정식 중지명령

정식 중지명령은 증권전문가뿐 아니라 누구든지 증권관계법이나 규칙 등을 위반하거나 위반하려는 경우에 내려질 수 있다. 정식 중지명령을 내리기 위해서는 통지를 하고 심문절차를 거쳐야 한다. 그 내용은 위반 행위 또는 위반하려고 하는 행위를 중지하는 소극적인 것뿐 아니라, 위반행위가 발생하는 것을 방지하기 위한 적극적인 조치를 취할 것도 요구할 수 있다(34년법 제21C(a)).

② 잠정적 중지명령

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).

5) 유지명령 및 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 부당이득의 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 12조에 따라 증권을 등록한 회사나 제15조(d)항에 따라 계속공시의무를 부담하는 회사의 이사나 임원이 될 자격을 박탈하는 결정도 내릴수 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 앞서도 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 영업인·허가자(authorised person)에 대해서는 인·허가된 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. 또한 제재로서의 성격을 가지는 행정처분 외에, 피해자의 손해를 회복시켜주는 방법으로 개개인에 의한 손해배상청구가 아니라 통합금융감독기관이 개개의 피해자를 대위하여 부당이득을 환수하여 개개의 피해자에게 나누어주는 것과 같은 구제수단을 규정하고 있다.

### 1) 유지명령

통합금융법에 의하면 다음 두 가지 경우에 법원은 금융감독기관의 신청에 의하여 장래의 행위를 금지하는 예방적 유지명령을 내릴 수 있다.

첫째, 누구든지 시장남용에 참가할 가능성이 있거나, 혹은 이미 시장남용행위에 참가하였지만 재발가능성이 있는 경우로서, 이 때에는 ‘시장남용참가’를 금지한다(제381조(1)항). 둘째, 누구든지 시장남용에 참가하거나 참가하였고 자신의 재산을 처분 기타 거래를 할 가능성이 있는 경우로서, 이 때에는 ‘재산의 처분 기타 거래’를 금지한다(제381조(3)항 및 (4)항). 또한 누구든지 시장남용에 참가하였거나 참가하고 있고, 이에 대한 구제를 위해 취해질 수 있는 조치가 있는 경우에는 금융감독기관의 신청에 따라 법원은 시정조치를 명할 수 있다(제381조(2)항). 시정조치에는 시장남용의 효과가 확대되는 것을 방지하는 것뿐만 아니라 완화하는 조치도 포함되는데(제381조(6)항), 광고에 대한 정정명령과 같은 것이 그 예이다.

## 2) 민사제재금의 부과 또는 남용행위 참가사실의 공표

통합금융법에서는 새로이 민사제재금제도를 도입하였다. 미국에서는 민사제재금을 부과대상자가 증권관계기관과 그 관련자이나 아니면 이들과 외의 일반투자자를 포함하는 넓은 범위의 자들인가를 기준으로 하여, 전자에 대해서는 SEC가 행정절차에서 부과할 수 있도록 한데 반하여, 후자의 경우에는 SEC는 단지 신청만 할 수 있을 뿐이고 법원의 사법절차에서 결정되도록 하고 있는데 반하여, 영국에서는 이와 같은 구별 없이 시장참가자 누구에 대해서도 통합금융감독기관이 민사제재금을 부과할 수 있고, 이와 아울러 법원도 또한 민사제재금 부과를 할 수 있다는 점이 특징이다.

좀 더 자세히 살펴보자면, 통합금융감독기관은 누구든지 시장남용행위에 참여하거나 또는 이를 요구, 조장한다고 인정하는 경우에, 이들에 대해 민사제재금을 부과할 수 있다(제123조(1)항). 통합금융감독기관은 민사제재금 부과에 대신하여 당해 행위자의 시장남용참가 사실을 공표할 수도 있다(제123조(3)항). 통합금융감독기관이 민사제재금을 부과하기 위해서는 먼저 경고통지(warning notice)를 보내서(제126조(1)항), 제재대상자가 반박을 할 수 있는 기회를 제공하여야 한다.

이와 같이 통합금융감독기관이 단독으로 민사제재금을 부과하는 외에, 법원에 유지명령이나, 뒤에서 언급할 부당이득금반환명령을 신청할 때 관련자에 대한 민사제재금부과도 같이 신청할 수 있다(제129조(1)항). 법원은 시장남용관련자에 대한 민사제재금부과가 적절하다고 인정하는 경우, 적절한 액수의 민사제재금을 통합금융감독기관에 지급할 것을 명령할 수 있다(제129조(2)항).

### 3) 시장남용피해자에 대한 원상회복 조치

영국에서는 법원의 결정 또는 금융감독기관의 재량에 의하여 시장남용 행위자에게 원상회복조치를 이행할 것을 명령할 수 있다. 앞에서 언급한 민사제재금의 경우에는 금융감독기관의 행정절차에서 부과되건, 아니면 법원의 결정으로써 부과되건 모두 통합금융감독기관에 귀속되어 통합금융감독기관의 규제비용으로 사용되게 된다. 그러나 원상회복금은 시장남용피해자에게 분배된다는 점에서 근본적인 차이가 있다. 즉, 제재의 성격이 아니라 피해자를 구제하는 성격을 가진 것이다.

원상회복금 제도는 통합금융감독기관의 신청에 의하여 법원이 반환을 명령하는 경우와, 통합금융감독기관이 직접 반환을 명하는 경우가 있다. 전자는 (a)(i)시장남용에 참가했거나 또는 (ii)자신이 직접 참가했으면 시장남용이 될 수 있는 행동에 대하여 작위 또는 부작위로 타인에게 참가하도록 요구(require)하거나 조장(encourage)한 자에 대하여, (b)(i)시장남용의 결과 이익이 발생하였거나 (ii)시장남용의 결과 손해나 기타 불리한 효과가 타인에게 발생한 경우에 통합금융감독기관이 적절한 금액을 통합금융감독기관에 지급하도록 법원에 신청할 수 있는 제도이다(제381조(1)항 및 (2)항). 법원은 발생한 이익, 손해, 불리한 효과의 정도 등을 고려하여 적절한 금액을 금융감독기관에 지급하도록 명할 수 있다(제383조(4)항). 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 인정한 자이다(제383조(10)항).

통합금융감독기관의 법원에 대한 원상회복금지급명령신청은 피해자의 소제기권에 영향을 미치지 아니한다(제383조(9)항).

금융감독기관은 동일한 상황에서 법원에 명령을 신청하는 대신 직접 원상회복금의 지급을 명할 수도 있다. 이 경우 금융감독기관은 경고통지를 하여 이의를 제기할 기회를 부여하여야 한다(제385조(1)항).

### (3) 일본법상 시세조종행위의 제재

일본법상의 시세조종행위에 대한 제재는 우리나라와 기본적으로 동일하지만, 미국의 유지명령제도를 모방한 법원의 금지 또는 정지명령제도가 규정되어 있다는 점에서 우리나라와 차이가 있다. 일본 증권거래법 제 192조에서는 법원은 긴급한 필요가 있고, 공익 및 투자자보호를 위하여 필요하고 적당하다고 인정되는 때에는 대장대신의 신청에 의하여, 법률 또는 법률에 기한 명령에 위반한 행위를 하거나 그러한 행위를 하려는 자에 대하여, 그 행위의 금지 또는 정지를 명령할 수 있다고 규정하고 있다.

이 규정에 대해서는 증권거래법의 다른 규정에 의하여 증권회사에 대한 업무정지명령을 발할 권한이 인정되기 때문에 법원에 금지 또는 정지명령을 신청할 필요가 없다거나, 일본에서는 행정지도에 의하여 우선 업무정지를 명하는 것이 가능하므로 불필요한 규정이라는 비판도 있다.<sup>118)</sup> 그러나 이 규정이 증권회사 등에 대해서는 큰 의의를 가지지 못한다는 것은 타당하지만, 그 이외의 자의 위반, 특히 행위주체가 시세조종행위 등과 같이 ‘누구도’라고 규정되어 있는 경우에는 당해행위를 금지 또는 정지시키기 위해 필요한 규정이라고 평가하고 있다.<sup>119)</sup> 법원의 금지 또는 정지명령에 위반하는 경우에 실력으로써 위반행위를 금지할 수는 없지만, 3년 이하의 징역 또는 300만엔 이하의 벌금 또는 이를 병과할 수 있다는 벌칙을 규정함으로써 금지 또는 정지 명령의 준수를 강제하고 있다.

118) 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 (證取研·昭和43年9=10月合併號 43면의 小林과 早川 발언을 인용함).

119) 위의 책, 1330면.

#### (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.

##### 1) 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 행정상 의무이행의 확보 또는 위반에 대한 처벌로서 부과되는 제재와 이론적 정합성이 유지되어야 한다는 점이다.

미국의 증권관계법령 위반행위에 대하여는 법원의 유지명령절차와 중지명령절차에서 부당이득의 환수가 이루어질 수 있고, 민사제재금은 이와 중복하여 부과될 수 있는 것이므로, 기본적으로 위반행위에 대한 처벌내지 의무이행확보수단으로서의 기능을 주로 가진다고 볼 수 있다.<sup>120)</sup> 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 두가지 유형으로 구분할 수 있다. 하나는 고유의 과징금제도로서 일반적으로 일정한 행정상의 의무를 위반함으로써 그 위반자에게 일정한 경제적 이익이 발생하게 되는 경우에 그 이익을 박탈하여 오히려 경제적 불이익을 가하는 일종의 행정제재금을 말한다.<sup>121)</sup> 주로 경제법상의 의무위반에 대해 부과

120) 박정유, 전계논문( I ), 62면.

되며 간접적으로 의무이행을 강제하는 효과를 가진다.<sup>122)</sup> 다음으로 변형된 형태의 과징금으로서, 원래의 과징금이 경제법상의 의무위반 행위 자체로 얻은 불법한 이익을 박탈하는 행정제재금인데 대하여, 인·허가사업 등 법률에 의한 의무위반을 이유로 단속상 그 인·허가사업을 정지하여야 할 경우에 이를 정지시키지 아니하고 사업을 계속하게 하되, 사업을 계속함으로써 얻은 이익을 박탈하는 행정제재금의 성격을 가진 것도 있다.<sup>123)</sup>

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 도입하는데 이론상 문제는 없으리라고 보인다.

이 경우 과징금부과의 대상범위를 어떻게 할 것인가, 부과 주체를 어떻게 할 것인가가 문제된다. 제재의 대상범위에서는 인·허가등을 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 도모하고자하는 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

121) 오준근, 『조세의 금전지급의무의 투명성제고를위한 법적정비방안』, 한국법제연구원 연구보고 98-5 (1998. 5) 61면; 박영도·박수현, 『과징금제도의 현황과 개선방향』, 한국법제연구원 연구보고 93-1 (1993), 35면 이하 참조.

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

123) 위의 글, 35-36면.

일반인에게 과징금을 부과하는데 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.

## 2) 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(제188조제3항). 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 쉽게하는 방안으로 해결하는 것이 나올 것으로 판단된다.

제 5 장 현실거래에 의한 시세조종행위 규제의 방향

## 제6장 결론

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 한가지 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 시세조종행위로서 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 적법한 투자활동이 위반에 대한 우려 때문에 억제됨으로써 발생하게 되는 사회적 비용이 수반되게 되고, 이와 같은 측면은 규제에서 간과되어서는 안된다.

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 이

익을 얻고자 하는 행위와 같이 악성이 강하면서 상당히 명확하게 이러한 악성을 알 수 있는 경우에만 시세조종행위로서 제재를 가하는 것이다. 그러나 이와 같은 경우에는 시장을 교란하는 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 금융산업및금융시장에관법률에서도 이와 같이 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 현실이다. 순전히 현실매매만에 의한 시세조종은 행위자에게 그만큼 위험부담이 있기 때문에 쉽게 감행할 수 있는 것은 아니기 때문이다. 따라서 외부적으로 명확하게 악성이 드러나는 방식에 의한 시세조종행위를 엄격하게 규제함으로써 시세조종행위의 발생을 억제할 수 있는 효과는 어느 정도 거둘 수 있을 것이다.

# 부 록

영국의 시장남용 규제체제  
- 시세조종행위의 규제를 중심으로 -

## 제 6 장 결 론

이 글은 통합금융감독체계의 정립에 있어 큰 진전을 보이고 있는 영국의 “Financial Services and Markets Act 2000” 체제하에서 시장남용이 어떻게 규제되고 있는가를 살펴보는 것을 그 목적으로 한다

## I. 영국의 금융산업 및 금융시장 규제에 대한 배경설명

1998년 7월 영국 재무부(The Treasury)는 1997년부터 준비해 온 통합금융감독법안인 Financial Services and Markets Bill(금융산업 및 금융시장에 관한 법률안, 이하 FSMB)을 의회에 제출했다. 이 FSMB는 여러 차례의 수정을 거친 후 상하양원의 심의를 통과하고 2000년 6월 여왕의 서명을 받음으로서 Financial Services and Markets Act 2000(금융산업 및 금융시장에 관한 법률, 이하 FSMA 2000)로서 탄생되었다. 이로서 영국에서는 은행, 증권, 보험, 자산운용 등 금융산업과 증권시장, 상품시장 등 금융시장을 망라한 FSMA 2000 이라는 통합된 단일금융감독법 체제가 형성되었고, 이러한 법체제하에서 통합감독권한을 갖는 단일규제기관인 Financial Services Authority(이하 FSA)가 정식으로 출범하게 되었다.<sup>1)</sup> 따라서 1986년 Big Bang 이후 증권시장의 규제를 담당해 왔던 Financial Services Act 1986, 보험시장규제를 담당해왔던 Insurance Companies Act 1982, 은행규제를 담당해왔던 Banking Act 1987 등은 이제 통합금융감독법인 FSMA 2000에 의해 대체되게 되었다.

---

1) 금융감독법규의 통합에 앞서 감독기구의 통합이 먼저 선행되었기 때문에 FSA는 FSMA 2000의 의회통과 이전에도 존재하였었다. 감독기구의 통합에 있어 제1차적으로 FSA가 이미 1997년 10월에 증권시장 감독기구인 Securities and Investments Board (SIB)을 보강 재구성하여 설립되었고, 제2차적으로 Bank of England Act 1998 에 의해 은행감독권이 Bank of England로부터 FSA로 이전되는 조치가 취해졌다. 그 뒤 비은행감독기구의 권한을 FSA로 이양하는 관련금융감독법규의 개정이 있었다고, 마침내 FSMA 2000의 의회통과로 금융관련감독법규도 하나의 단일법으로 통일되게 되었다.

이러한 금융감독기구 및 금융감독법규의 통합움직임 속에서 시세조종 행위 규제체제(Financial Services Act 1986 section 47) 및 내부자거래 규제체제(Criminal Justice Act 1993 Part V)에 대해서도 재검토가 이루어졌고, 이들 규제체제에 대해서 큰 변화가 발생했다. 그것은 시세조종행위, 내부자거래에 대한 형법적 규제체제와는 다른 구성요건을 갖는 별도의 민사적/행정적 규제체제를 확립한 것이다. 새로운 규제체제는 시세조종, 내부자거래 등의 행위를 시장남용으로 규정하고, 시장남용의 규제명분으로서 시장보호를 내세우고 있다. 그 결과 영국에서는 시장남용행위에 대해 시장보호적 구성요건을 갖는 민사적 혹은 행정적 '시장남용' 규제체제와 형법적 구성요건을 갖는 형법적 규제체제가 중첩적으로 적용되게 되었고, 각각의 구성요건에 해당될 경우 민사적 원상회복금(XII. 참조) 혹은 행정적 민사제재금(XI. 참조)의 부과와 더불어 형벌의 부과가 병행적으로 이루어 질 수 있게 되었다.

### 1. 민사적/행정적 규제체제의 도입배경

시장남용에 대한 민사적/행정적 규제체제의 추가적 도입은, 시세조종행위 및 내부자거래에 대한 기존의 형법적 규제체제(Financial Services Act 1986 s.47, Criminal Justice Act 1993 Part V)로서는 적절히 대응하기 어려운 시장남용 유형 혹은 영역 - 즉 시장의 완전성을 해치는 행위이지만 내부자거래나 시세조종의 범죄에 해당하지는 않고 또한 형사범죄로 취급하기에도 적절하지 않은 행위유형 혹은 영역 - 이 존재한다는 인식에 기인한다. 형사범죄는 시장 혹은 시장이용자를 남용 혹은 이용하겠다는 분명한 인식이 존재하는 매우 심각한 위법행위를 대상으로 하지만, 시장신뢰, 시장의 완전성, 시장의 효율성 등은 그 밖의 위법행위에 의해서도 손상될 수 있다. 따라서 새 민사적/행정적 규제체제는 형벌적 행위대상보다 더 넓은 유형과 범위의 위법행위를 FSA 규제대상으로 끌어들이기 위하여 도입되었다.

## 2. 새 규제체제의 특징

새로운 시장남용 규제체제의 특징 중 하나는 민사적/행정적 규제대상 혹은 범위를 확장한 점이다. 즉 기존의 규제체제하에서 형벌적 행위대상 밖의 행위는 오직 FSA 인가자(authorised persons) 혹은 인증투자거래소(Recognised Investment Exchange, 이하 RIE)회원 (RIE members)인 경우에만 FSA 혹은 RIE에 의한 규제대상이 되었고, 비인가자 혹은 비회원은 오직 형법적 규제대상만이 되었다. 하지만, 새 시장남용 규제체제하에서는 “시장에 참여하는 한” 비인가자 혹은 비회원에 대해서도 FSA의 행정적 민사적 규제가 미치게 되었다. 이러한 규제대상 혹은 범위의 확장을 위하여 FSMA 2000은 ‘시장의 보호’(market protection), ‘시장남용’(market abuse), ‘시장이용자’(market users) 등의 개념도구들을 사용하고 있다.<sup>2)</sup> 즉 새 규제체제는 규제명분으로서 ‘시장보호’를 내세우고 ‘시장보호’를 위해서 인가자·비인가자, 회원·비회원 등을 포함한 모든 ‘시장이용자’의 ‘시장남용’을 그 규제대상으로 한다. 영국정부의 견해에 의하면, 금융중심지로서의 영국시장의 지위는 영국시장의 개방성과 경쟁력뿐만 아니라 공정하고 투명한 시장이라는 평판을 토대로 이룩되었고 이러한 시장에 대한 신뢰(market confidence)를 계속 유지하기 위해서는 ‘시장이용자’의 ‘시장남용’으로부터 ‘시장을 보호’하는 것이 필수적이 된다(FSA, Consultation Paper 59 Market Abuse (2000), (이하 CP 59), para.1.1).

2) ‘시장보호’에 대한 강조는 FSMA 2000 2조가 ‘시장신뢰’(market confidence; confidence in the financial market)를 FSA의 규제감독목표의 첫 번째로 규정하고 있는 것에서도 찾아볼 수 있다.

규제명분으로서 ‘시장보호’의 필요성은 인가자(authorised persons)가 아닌 자에 의한 시장남용이 일어났을 때 현저해 진다. 예를 들어 시장남용이 인가자인 금융업계 종사자들에 의해 저질러진 경우, 그 행위는 인가자의 규제대상 행위(regulated activities)이므로 규제기관의 손길이 쉽게 미칠 수 있다(IX.1. 참조) 하지만 시장에는 이들 보다 훨씬 넓은 범위의 시장이용자 (market users)들이 참여하고 있고 이들은 행정규제의 대상이 아니기 때문에 이들의 행위에 대한 형사소추는 별론으로 하고 행정규제의 손길은 미치지 않게 되는 경우가 발생한다. 따라서 ‘시장을 보호’해야 할 규제기관의 능력이 ‘시장이용자’들의 활동을 전부 커버하지 못하는 영역이 발생하게 된다.

새로운 민사적/행정적 시장남용 규제체제의 두 번째 특징은 규제대상이 되는 ‘시장남용’ 개념에 대한 투명성 혹은 명확성을 기존규제체제에서 보다 크게 증진시킨 점이다. FSMA 2000은 FSA에 대하여 제정법상 포괄적 ‘시장남용’ 개념을 보충하기 위한 ‘시장행위준칙’(Code of Market Conduct, 이하 Code)의 제정을 명하고 있는데, 기존 규제체제하에서 규제기관들이 규정하고 있는 것보다 더 자세한 내용의 시장행위 유형들이 ‘시장행위준칙’에 제시 서술되고 있다. 따라서 시장이용자들은 자신들에게 기대되는 행위유형과 행위기준에 대한 명확한 참고자료를 갖게 될 것이다. 아울러 새 규제체제는 ‘시장남용’이 인정된 경우 취할 수 있는 FSA의 조치권 행사에 대해서도 투명성과 명확성을 높이도록 하고 있다. FSMA 2000은 시장남용에 대한 민사제재금부과 및 위반사실공표에 관한 FSA의 정책방향을 ‘민사제재금정책설명서’(statement of policy on penalties)를 통해 발표하도록 명하고 있고(XI.1.(2)), FSA는 이것을 집행안내서(Enforcement Manual)의 한 장(one chapter)으로 구성할 예정이다.

FSMA 2000하에서 규제체제의 투명성과 명확성은 FSA가 FSMA 2000과 FSMA 2000규칙의 운영방식, FSA의 역할 등에 대해 일반적으로 발할 수 있는 지침(guidance) 발행권한에 의해 더욱 높아졌다.(FSMA 2000 s.157). ‘시장행위준칙’(Code)에도 FSA의 지침 발행권한에 의해 발행된 설명지침(explanatory guidance)이 제정법상 시장남용행위와 행위준칙상 남용행위유형을 더 상설하고 있다.

### 3. 정 리

결론적으로 영국 정부가 새로운 민사적/행정적 규제체제를 도입함으로써 의도하는 것은 내부자거래나 시세조종행위에 대해 형사소추와 같은 엄격한 형사절차를 포기하고 그것을 대신할 수 있는 손쉬운 대안을 제공하는 것이 아니라, 기존의 형벌체제로 규제하기 어려운 영역을 새로운 방법으로 처리하기 위한 추가적 노력이라고 볼 수 있다. 따라서 기존의 형벌체제에 대한 영국정부의 인식은 형사규제는 필요하고도 중요하며 시

장에 관한 범죄가 발생한 경우 앞으로도 형사소추노력은 계속될 것이라는 것이다. 실제, 적어도 시세조종에 관한 기존의 형벌체제는 효율적이었던 것으로 평가되고 있다.

이하에서는 FSMA 2000에 의해 도입된 민사적/행정적 시장남용 규제체제의 구조, 시장행위준칙에 서술된 시장남용행위유형, 시장남용 규제체제와 다른 규제체제와의 관계, 시장남용행위에 대한 민사적/행정적 제재, 그리고 시세조종행위에 대한 FSMA 2000의 형벌적 규제체제 등에 대해 상세히 살펴본다(이 글에서는 시장남용의 유형 중 우리법상의 시세조종행위에 해당하는 “오인유발”에 의한 시장남용 및 “시장왜곡”에 의한 시장남용에 대해서만 살펴보고, 우리법상의 내부자거래에 해당하는 “정보오용”에 의한 시장남용에 대해서는 별도의 기회에 다루고자 한다).

## II. ‘시장남용’의 개념과 규제체제

FSMA 2000은 118조1항에서 일반적 적용가능성을 갖는 포괄적 ‘시장남용’ 개념을 정의하고 있다. 이 조항에 의해 FSA는 시장의 완전성을 해칠 수 있는 ‘시장남용’의 발생 혹은 발생우려가 있는 경우 융통성 있는 판단재량을 확보하게 되고, 그 행위에 대해 유지청구, 원상회복청구, 민사제재금부과, 위반사실공표 등 다양한 시장보호조치를 취할 수 있게 되었다.

FSMA 2000이 정의하고 있는 ‘시장남용’(market abuse)은, 다음 각 호의 행위요건(‘지정요건’, ‘남용요건’, ‘관할요건’)을 충족시키는 ‘행위’(behaviour : IV. 4. 참조)으로서 문제된 시장의 ‘정기이용자’(a regular user of that market : IV. 3. 참조)가 볼 때 그 시장에서 그 지위에 있는 자에게 기대되는 ‘행위기준’(standard of behaviour : IV. 3. 참조)을 준수하지 않았다고 판단될 가능성(likely to be regarded by)이 있는 단독 혹은 타인과 연대한 행위(behaviour)이다(FSMA 2000 s.118(1), (2), (5));

- (i) 지정요건: 행위가 ‘지정시장’(prescribed markets)에서 거래되는 ‘지정투자’(qualifying investments)에 ‘관하여’ 발생할 것;
- (ii) 남용요건: 행위가, ‘관련정보’(relevant information: V. 4. (3) 참조)에 기하여 행해지거나(정보오용), ‘지정투자’의 공급이나 수요 혹은 가격이나 가치에 관한 오인을 유발할 가능성이 있거나(오인 유발), 혹은 당해 시장을 왜곡할 가능성이 있을 것(시장왜곡);
- (iii) 관할요건: 행위가, 영국 내에서 발생하거나, 혹은 영국 내에 위치한 지정시장 혹은 영국 내에서 전자적으로 접근가능한 지정시장에서 거래되는 지정투자와 관련하여 발생할 것.

즉 ‘시장남용’은 시장행위자의 어떤 행위가 지정요건, 남용요건, 관할요건 등의 행위요건에 해당하면서 동시에 그 행위자의 행위기준에 이르지 못할 때(즉 과실이 있을 때), 성립하게 된다. 이하에서는 각 항목에 대해서 살펴보자.

#### 1. 규제대상 행위자: 시장남용 참여자, 남용참여 요구자 혹은 조장자

FSA의 시장남용규제는 ‘시장남용에 참여하는 자’(a person engaged in market abuse) 모두에게 적용된다(FSMA 2000 s.123(1)). 따라서 FSMA 2000에 의한 인가자(authorised person)뿐만 아니라 비인가자(예. 개인소비자)도 시장이용자(market user)로서 시장남용에 참여하는 한 시장남용의 제재를 받을 수 있다(I. 2. 참조). 시장남용 참여자는 개인이나 법인의 구별이 없으며, 단독행위이든 수인의 행위이든 문제가 되지 않고, 다수의 행위자간에도 연대 혹은 통모 여부도 문제되지 않는다(FSMA 2000 s.118(1), (9)).

FSMA 2000은 또 타인에 대해 시장남용 ‘참여’를 ‘요구’ 또는 ‘조장’한 자도 시장남용규제의 대상으로 한다. 즉 자신이 참여했으면 시장남용이 될 수 있는 행위에 타인으로 하여금 참여하도록 ‘요구’(require)하거나 ‘조장’(encourage)하는 경우 시장남용의 제재를 받을 수 있다(FSMA 2000 s.123(1)(b): 자세한 것은 VII. 참조). 또 규제대상이 되는 시장남용 참여자의 ‘행위’(behaviour)에는 작위(action)와 부작위(inaction)가 모두 포

함되므로(FSMA 2000 s.118 (10)), 작위와 부작위에 의한 시장남용 참여가 모두 가능하고, 또 작위 부작위에 의한 시장남용 참여의 ‘요구’ ‘조장’도 가능하다(FSMA 2000 s.123(1)(b)). ‘행위’에는 행위과정(course of conduct)도 포함되는데 행위의 자세한 양태 혹은 의미에 대해서는 뒤에서 살펴보기로 한다(IV. 4. 참조).

## 2. 지정요건 : ‘지정시장’에서의 ‘지정투자’에 ‘관한’ 행위

### (1) 지정시장과 지정투자

FSMA 2000은 FSA의 시장남용 규제관할권의 행사범위를 ‘지정시장’에서 거래되는 ‘지정투자’에 ‘관하여’ 발생하는 행위로 제한하고 있는데, ‘지정시장’의 지정과 ‘지정투자’의 지정은 재무부가 명령(Order)으로서 정하도록 하고 있다(FSMA 2000 s.114(3), (4)). 1999년 6월에 발표된 재무부 지정시장 및 지정투자 명령 초안(Financial Services and Markets Act [ ] (Market Abuse) (Prescribed Markets and Qualifying Investments) Order [ ])에 따르면, ‘지정시장’은 영국의 인증투자거래소(UK RIEs)<sup>4)</sup>의 규칙에 의해 설립된 모든 시장(예를 들어 LSE 시장의 경우 주된 시장과 AIM(Alternative Investment Market) 등)을 말하고, ‘지정투자’는 각 지정시장의 규칙에 의해 거래되는

3) 재무부는 의회에 제출된 FSMB가 심의중이었던 1999년 6월경에 시장지정명령 제정근거규정이었던 FSMB clause 95(3), (4)을 반영하는 명령 초안 Financial Services and Markets Act [ ] (Market Abuse) (Prescribed Markets and Qualifying Investments) Order [ ]을 작성하여 질의절차(consultation process)에 부친바 있다. 이제 FSMA 2000이 의회심의를 통과해 법으로 확정되었으므로, 명령제정 근거규정인 FSMA 2000 s.114(3)을 반영하는 최종명령이 곧 발표될 것이다.

4) 명령초안에는 UK RIEs로서 London Stock Exchange Limited, London International Financial Futures and Options Exchange, London Metal Exchange, International Petroleum Exchange, O M London Exchange Limited, Tradepoint Financial Networks Plc 등이 열거되어 있다. Coredeal은 명령초안의 UK RIEs 명단에는 포함되어 있지 않지만, 그후에 RIE 지위를 인정받았으므로 재무부명령 최종안에는 Coredeal도 UK RIEs 명단에 포함될 것으로 예상된다.

모든 종류의 투자를 말한다. 따라서 UK RIE의 규칙에 의해 개설된 모든 종류의 시장에서 거래되는 모든 투자는 ‘지정투자’가 되게 되고, 그 투자와 관련하여 남용적 행위가 있게 되는 경우 ‘시장남용’이 될 수 있다.

1) 지정투자의 범위 (Code 초안 (IV. 2 참조) para.1.12.4)

투자가 발행되기 전에 발행을 전제로(on a “when issued” basis) 투자에 대한 거래가 일어나는 경우 그 투자는 다음의 조건에 해당되면 지정시장에서 거래되는 지정투자로 간주될 수 있다:

- (a) 발행전 거래가 지정시장의 규칙의 적용을 받거나
- (b) 그 투자가 발행후 지정시장에서 거래되는 지정투자가 될 경우.

투자가 발행을 전제로 거래되는가는 투자가 발행전에 조건부로 거래되는가 여부에 달려있다.

2) 투자의 의미와 범위

‘투자’(investments)의 의미와 범위에 대해서는 FSMA 2000 s.22 와 Schedule 2: Regulated Activities, Part II Investment 에서 상세히 규정하고 있는데, ‘지정투자’로 지정될 수 있는 ‘투자’의 의미도 동일한 것으로 해석한다(FSMA 2000 s.118(10)). ‘투자’에는 상품(commodity)도 포함된다.

(2) 지정투자에 ‘관하여’ 발생한 행위 : 지정투자와 관련상품

시장남용에 해당하려면 지정투자에 ‘관하여’ 행위가 발생해야 한다 (s.118(1)(a)). 지정투자에 ‘관하여’ 행위가 발생한 것으로 간주되기 위해서는 그 지정투자의 대상(subject matter)인 어떤 것, 그 지정투자의 가치나 가격을 참고하여(by reference to) 가격이나 가치가 결정되는 어떤 것(s.118(6)(a)), 혹은 대상(subject matter)이 그 지정투자인 어떤 것(지정 혹은 비지정 투자)에 ‘관하여’ 행위가 발생하면 된다 (s.118(6)(b)). Code 초안에서는 여기의 어떤 것에 해당하는 상품을 ‘관련상품’(relevant product)이라고 언급한다. 따라서 이러한 지정투자에 관하여 발생하는 행위에는 ‘지정투자’와 관련된 장외거래를 포함하

여 기타 ‘관련상품’에 관한 거래가 모두 포함된다.

1) 지정투자와 관련상품 (Code 초안 para. 1.12.8)

(가) 지정투자의 대상인 관련상품

- (a) 지정시장의 상품선물계약의 대상이 되는 물리적 상품(physical commodity): 예를 들어 구리는 지정시장에서 거래되는 구리선물 계약의 대상이기 때문에 구리선물계약에 관하여 관련상품이 된다.
- (b) FTSE Eurotop 100 index를 구성하는 주식: 각 구성주식들은 지정시장에서 거래되는 지수옵션계약(option on the index)의 대상이기 때문에 지수옵션계약에 관하여 관련상품이 된다.

(나) 지정투자의 가격 가치를 참고하는 관련상품

- (c) 주가지수: 주가지수의 가치는 주식의 가격 혹은 가치를 참조하여 결정되기 때문에 주가지수는 지정투자인 주식에 대하여 관련상품이 된다.
- (d) 지정투자인 주식으로 전환 혹은 교환될 수 있는 사채: 사채가격이나 가치는 지정투자인 주식의 가격이나 가치를 참조하여 결정되기 때문에, 전환사채나 교환사채는 지정투자인 주식에 대하여 관련상품이 된다.
- (e) 지정투자에 따라 가격이 결정되는 OTC sterling swap 혹은 FRA (Forward Rate Agreement)
- (f) 지정투자에 대한 spread bets: 예를 들어 LSE의 주식에 대한 spread bet 은 주식의 가격차이를 참조하여 가격이 결정되는 관련상품이다. 하나 이상의 주식에 대한 spread bets의 경우에는 하나 이상의 지정투자를 참고하여 가격 혹은 가치가 결정되는 경우가 된다.

(다) 대상이 지정투자인 관련상품

- (g) 지정투자에 대한 equity warrants: 예를 들어 LSE 상장주식을 대상으로 하는 OTC equity option은 자체는 지정투자자가 아니나 그 대상이 지정투자인 경우이다.

2) 관련상품의 판단 : UK RIE와 다른 거래소의 상품  
(Code 초안 para.1.12.9)

어떤 상품(혹은 상품가치나 가격)이 지정투자와 상호관계가 있거나, 혹은 대상을 같이한다는 이유만으로 그 상품이 지정투자에 관한 관련상품이 되지는 않는다. 예를 들어, 구리는 LME의 구리계약에 대해서는 관련성이 인정되지만, 구리제련회사의 주식에 관하여는 관련상품이 되지 않는다. 마찬가지로 FTSE Eurotop 100 index를 구성하는 마드리드 증권거래소 상장주식은 이 지수에 대한 LIFFE 지수옵션계약(option on the index)에 관하여 관련상품이 되지만, EU 증권거래소는 지정시장(즉 UK RIE가 개설한 시장)이 아니기 때문에 마드리드 증권거래소의 계약은 LIFFE 지수옵션계약에 관하여 관련상품이 되지 않는다. 또 LIFFE에 Bund 선물계약이 거래되고 또 동일한 거래가 EU 증권거래소에서 거래된다는 사실 때문에 EU 증권거래소의 선물계약이 LIFFE 선물계약의 관련상품이 되지는 않는다. 하지만 관련 Bund는 LIFFE 계약에 관하여 관련상품이 된다.

3. 남용요건

앞에서 본 것처럼, 새로운 시장남용 규제체제하에서 ‘시장남용’으로 인정되기 위해서는 행위가 다음 3가지 남용조건(정보오용, 오인유발, 혹은 시장왜곡) 중 하나 이상을 충족시키는 남용적인 것이어야 한다(FSMA 2000 s.118(1)(b)와 (2)). 이하에서는 FSMA 2000에 나타난 제정법상 남용조건에 대해 살펴보고 Code에 상설된 남용요건에 대해서는 뒤에서 자세히 살펴보기로 한다(V. VI. 참조).

(1) 정보의 오용

시장남용으로 인식될 수 있는 첫 번째 조건은 정보오용(misuse of information)이다. ‘정보오용’은 시장에 이용가능하지 않지만 시장의 정적이용자에게 이용이 가능했다면, 문제된 투자의 거래조건을 결정함에

있어 관련이 있는 것으로 간주될 수 있는 정보를 행위자가 이용한 경우이다(FSMA 2000 s.118(2)(a)). 시장이용자들은 일정한 종류의 정보는 모든 시장이용자들이 동일한 조건에서 이용할 수 있어야 한다고 기대한다. 그러한 정보에 접근할 수 있는 특정 시장참여자들만이 그러한 정보를 이용할 수 있게 된다면 시장에 대한 신뢰는 사라질 수 있을 것이다.

### (2) 오인유발 : 시장정보의 정확성 침해

남용적 행위의 두 번째 조건은 오인유발(giving a regular user a false or misleading impression)이다. ‘오인유발’은 행위가 시장의 정기이용자로 하여금 문제된 투자의 공급이나 수요 혹은 가격이나 가치에 대해 오인을 하게 하는 경우이다(FSMA 2000 s.118(2)(b)). 오인유발에 대한 자세한 설명은 V. 2. 참조). 시장이용자들은 시장에서 거래할 때 시장에 보고되는 일정 유형의 정보 혹은 거래가 시장의 힘(market force)을 반영하는 정확한 정보라고 기대할 수 있어야 한다. 시장에 보고되는 거래 혹은 정보가 시장상황을 정확히 반영하지 않는 경우, 시장이용자들은 시장에서의 거래 혹은 정보의 정확성을 신뢰하지 않게 되고 시장에 대한 신뢰는 사라지게 될 것이다.

### (3) 시장왜곡 : 시장의 힘에 개입 - 가격신뢰

세 번째 남용적 행위 조건은 시장왜곡(market distortion)이다. ‘시장왜곡’은 시장의 정기이용자의 관점에서 볼 때 행위가 문제된 투자의 시장을 왜곡하는 경우이다(FSMA 2000 s.118(2)(c)): 시장왜곡에 대한 자세한 설명은 VI. 2. (1) 참조). 시장이용자들은 투자의 수요 공급에 따라 투자의 가격이나 가치가 결정된다고, 즉 시장의 힘에 의한 가격메카니즘이 작동한다고 기대할 수 있어야 한다. 만약 누군가가 시장의 힘에 개입한다고 생각하는 경우, 시장이용자들은 가격메카니즘과 시장가격에 대하여 신뢰를 갖지 않게 될 것이다.

#### 4. 규제대상 ‘행위기준’과 ‘행위기준’의 판단: 정기이용자 기준

시장행위자의 어떤 행위가 시장남용으로 인정되기 위해서는 그 행위가 지정요건, 남용요건, 관할요건 등 행위요건을 충족시켜야 할 뿐만 아니라 정기이용자 요건도 충족시켜야 한다.

##### (1) ‘행위기준’의 준수: 시장관련 지위에 따른 행위기준의 준수

FSMA 2000은 당해 시장에 관하여(in relation to the market) 그 지위에 있는 자에게 합리적으로 기대되는 ‘행위기준’(standard of behaviour)을 준수할 것을 요구하고 있다. 따라서 시장남용 규제는 문제된 자가 그 시장관련 지위에서 기대되는 ‘행위기준’을 준수하지 않은 경우(즉 과실이 있는 경우)에만 적용된다(FSMA 2000 s.118 (1)(c)). 그런데 이 행위기준은 그 시장의 ‘정기이용자’(a regular user of that market)가 행위자의 지위에 있는 자에게 합리적으로 기대할 수 있는 수준에 의해 결정된다. (FSMA 2000은 오인유발가능성의 판단 또 시장 왜곡가능성의 판단에 있어서도 시장의 ‘정기이용자’를 기준으로 하고 있다(s.118(2)(b)와 (c)). FSMA 2000은 시장의 ‘정기이용자’를 ‘문제된 시장에서 문제된 투자를 정기적으로 거래하는 합리적인 사람’이라고 정의하고 있다(FSMA 2000 s.114(10): 정기이용자에 대한 Code의 자세한 설명에 대해서는 IV.3. 참조).

어떤 시장의 가정적인 정기이용자가 합리적으로 기대할 수 있는 행위 수준을 행위기준으로 하는 경우, 인가자에 대해서는 문외한인 시장이용자에 대해서 보다 더욱 높은 수준의 행위기준을 요구할 것이므로 그 행위기준 위반의 입증은 더욱 용이하게 될 것이다.

##### (2) 행위 ‘목적’의 불요

방금 본 것처럼 FSMA 2000은 민사적/행정적 ‘시장남용’의 판단에 있어 시장관련지위에 따른 행위기준 준수를 요구하고 있고, 행위자의 주관

적인 목적 (intent)을 요구하지는 않는다. 하지만, 일정한 경우에는 행위기준 준수여부의 판단이 행위자의 목적 유무에 달려있는 경우가 있다 (IV. 3. (5) 참조).<sup>5)</sup>

### III. 시장행위준칙

#### 1. ‘시장행위준칙’의 기능

앞에서 본 바와 같이 FSMA 2000은 ‘시장남용’ 전반에 대해 포괄적 적용가능성을 갖는 새로운 제정법적 기준(statutory precept)을 규정함으로써 FSA에 대해 융통성 있는 시장남용 판단재량을 부여하고 있다. 그런데 이러한 포괄조항에 의한 새로운 제정법적 체제는 이 체제의 영향을 받는 금융산업종사자 혹은 금융시장이용자에게는 불명확성을 증대시킬 수 있다. 따라서 FSMA 2000은 인가자들 혹은 금융시장이용자들에게 좀 더 명확한 지침을 제공하기 위하여, 제정법적 기준을 위반할 가능성이 높은 행위유형과 제정법적 기준을 위반하지 않는 행위유형을 개괄적으로 보여주는 ‘시장행위준칙’(Code of Market Conduct)의 제정을 명하고 있다(FSMA 2000 s.119(1)).

하지만 이러한 명확성 제시의 필요성 때문에 시장신뢰를 침해하는 행위에 대한 FSA의 융통성 있는 판단재량이 손상되어서는 안될 것이다. 즉 Code에 규정된 내용은, 제정법적 기준을 준수하거나 위반할 수 있는 행위유형(types of conduct) 혹은 행위기준(standard of conduct)을 완전히 망라하고 있는 것으로 간주되지 않는다.

#### 2. ‘시장행위준칙’의 제정과 개정절차

FSMA 2000은 어떤 행위가 s.118의 요건을 충족시키는 시장남용에 해당하게 되는가를 판단함에 있어 적절한 지침으로서 작용할 수 있는 시

---

5) 물론 시세조종행위의 형사처벌을 위해서는 형사규제체제가 요구하는 목적(purpose)을 입증해야 한다 (XIII. 참조).

장행위준칙을 제정 발행할 것을 FSA에게 명하고 있다(FSMA 2000 s.119(1)). FSA는 이에 따라 이 Code 에 특히 ‘시장남용’에 해당하는 행위를 특정해서 서술하거나 시장남용에 해당하지 않는 행위(Code에 safe harbour로 언급된 행위)을 특정해서 서술할 수 있고, 또 어떤 행위가 시장남용에 해당하는가 여부를 판단함에 있어 고려해야 할 요소들을 정할 수 있다(FSMA 2000 s.119(2)). 또 다른 종류의 사람, 사례 혹은 상황에 대해 각기 다른 조항을 규정할 수도 있다(FSMA 2000 s.119(3)).

또 Code의 내용은 시장의 유행과 시장관행의 발전을 반영하는 것이어야 하므로 FSA는 예를 들어 받아들이기 어려운 시장관행이 유행할 위험성이 발생한 경우 혹은 감독기관의 판단이 필요한 시장관행이 발생한 경우 그 때 그 때 Code를 개정 혹은 대체함으로써 제정법적 기준에 의해 기대되는 행위기준이 무엇인가를 명확히 할 수 있다(FSMA 2000 s.119(4)). 개정 혹은 대체가 있는 경우 FSA는 개정되거나 대체된 Code를 발행하여야 한다(FSMA 2000 s.119(5)).

FSMA 2000은 또한 Code의 제정 개정에 있어 시장참여자의 의견수렴을 강제하는 발간절차를 규정하고 있다. FSA는 Code를 발간하기 전에 반드시 제안된 Code 초안을 가장 대중의 관심을 유발할 수 있는 방법으로 출판하여야 하고(FSMA 2000 s.121(1)), 출판된 Code 초안에는 제안된 초안에 대한 의견을 언제까지 FSA에 제시해 달라는 통지를 표시해야 한다(FSMA 2000 s.121(2)(b)). 그리고 FSA는 최종 Code를 발간하기 전에, 위 절차에 따라 제시된 공중의 의견을 반드시 고려하여야 한다(s.121(3)). (뒤에서 살펴볼 2000년 Code 초안은 FSMA 2000에 규정된 이러한 법정절차에 따라 현재 질의절차를 밟고 있는 Code 초안이다).

### 3. ‘시장행위준칙’의 증거적 효력과 안전항 조항

‘시장행위준칙’은 모든 시장이용자들에 대해 기대하는 제정법상 ‘행위기준’을 설명하고 있기 때문에 어떤 행위가 Code를 위반한 경우 그 위반

된 행위는 제정법적인 기준 위반의 증거가 되고 Code의 준수는 제정법적 기준 위반이 없었다는 증거가 될 수 있다(Code의 증거적 효력). 특히 FSMA 2000은 어떤 자가(행위시 효력을 갖는 Code에) 시장남용에 해당하지 않는 행위이라고 서술된 방법(안전항조항: V. 7. 참조)으로 행위하는 경우, 그 행위는 FSMA 2000의 목적상 시장남용에 해당하지 않는 것으로 간주된다고 규정한다(FSMA 2000 s.122(1)). 기타의 경우에도 당해 행위시 효력을 갖는 Code는 그 행위가 시장남용에 이르는 행위로서 간주되어야 하는지를 입증하는 자료로서 이용될 수 있다(FSMA 2000 s.122(2)) (다른 규제규칙의 준수 혹은 위반의 효력에 대해서는 VIII. 참조).

(1) Code에 시장남용에 해당하지 않는다고 서술된 행위

이러한 행위는 앞에서 본 것처럼 FSMA 2000 s.122(1)에 의해 FSMA 2000의 목적상 시장남용으로서 판단될 수 없다. 따라서 Code는 이 경우 결정적 효력을 갖는다(V. 7, VI. 4. (5) 참조).

(2) Code에 시장남용으로 서술된 행위

Code는 FSMA 2000의 제정법적 기준을 충족시킬 수 있는 행위유형을 서술한 것이므로 증거적 효력을 갖는다. 따라서 Code에 시장남용으로 서술된 행위를 행한 경우 일응 시장남용으로 판단될 가능성이 매우 높아진다. 하지만 Code의 위반이 자동적으로 제정법 위반이 되는 것은 아니다.

(3) Code에 서술되지 않은 행위

FSA는 시장남용에 해당할 수 있는 모든 행위를 Code에 서술하려 하기 때문에 Code에 서술되지 않은 행위는 시장남용에 해당하지 않을 가능성이 높아진다. 하지만 Code는 FSMA 2000의 제정법상 기준을 충족시키는 모든 행위유형을 망라하여 서술하고 있는 것은 아니기 때문에 Code에 서술되지 않은 행위도 어떤 경우에는 시장남용으로 판단될 수

있다. 특히 FSA는 Code에 시장남용 판단에 있어 고려해야 할 요소를 규정할 수 있는데 이 요소를 고려하여 Code에 서술되지 않은 행위도 시장남용으로 판단할 수 있다. 또 Code에 규정된 고려요소도 모든 요소를 망라한 것은 아니기 때문에, FSA는 예외적인 경우 Code에 규정되지 않은 요소를 고려하여 Code에 서술되지 않은 행위를 시장남용으로 판단할 수 있다.

#### IV. ‘시장행위준칙’ 초안상의 행위기준과 시장남용 유형

##### 1. 2000년 ‘시장행위준칙’ 초안의 작성 경과

FSA는 1998년 6월에 영국 재무부가 곧 의회에 제출할 draft FSMB을 참조하여 ‘시장행위준칙’ 제정근거규정이 될 draft FSMB clause 57을 반영하는 ‘시장행위준칙’ 초안(draft Code of Market Conduct)를 제정했다. 이 Code 초안은 ‘질의서면 10호: 시장남용’(Consultation Paper 10 Market Abuse)과 함께 질의절차(consultation process)에 회부되었고, 그 Code 초안에 관한 질의 응답을 정리한 Feedback Statement가 1999년 3월에 발표되었다. 그 후 FSA는 2000년 6월의 FSMA 2000 의회통과에 즈음하여 Feedback Statement 이후의 발전과정을 반영한 개정 Code 초안을 2000년 7월에 제정하여 시장남용에 관한 두 번째 질의서면인 ‘질의서면 59호: 시장남용’(Consultation Paper 59 Market Abuse)과 함께 질의절차에 회부하고 있다.

앞에서 본 것처럼 FSMA 2000은 Code의 발간 전에 반드시 제안된 Code 초안을 대중적인 관심을 끌수 있는 방법으로 출판하도록 하고 있고(s.121(1)), 출판된 초안에 대해 제시된 의견은 Code를 최종적으로 발간하기 전에 반드시 고려하도록 하고 있다(s.121(3)). 여기서 살펴볼 2000년 Code 초안은 FSMA 2000의 발효후 FSA가 FSMA 2000 s.121에 따라 출판하여 대중의 의견을 묻고 있는 바로 그 Code 초안이다.

## 2. 2000년 Code 초안의 구성

FSA가 수권된 권한을 행사하여 출판한 2000년 Code 초안은 제정법상의 시장남용 규제체제의 주요 요소에 대한 지침을 상세히 규정하고 있다: 2000년 Code 초안의 1.2 What is Market Abuse, 1.3 The Regular User Test, 에서는 시장남용의 주요요소들, 특히 ‘행위기준’에 대한 자세한 지침을 설명하고 있고, Code 초안 1.4 Behaviour 에서는 ‘행위’의 의미에 대해서, Code 초안의 1.5 Misuse of Information, 1.6 False or Misleading Impressions, 1.7 Distortion에서는 남용요건에 해당하는 ‘행위유형’(정보오용, 오인유발, 시장왜곡)이 상세히 서술되어 있다. Code 초안 1.8 Statutory Exception은 시장남용체제의 ‘제정법적 적용제외’에 대해서, Code 초안 1.9 Requiring or Encouraging은 타인에 대한 시장남용 참여의 ‘요구 또는 조장’의 의미에 대해서, Code 초안 1.10 Relationship with criminal law and other regulatory requirements은 시장남용규제체제와 다른 규제체제 및 형벌체제와의 관계 등에 대해서, Code 초안 1.11 Statement of policy on penalties는 민사제재금부과와 부과액수에 관한 FSA의 ‘정책설명서’에 대해서, Code 초안 1.12 The scope of the market abuse regime은 ‘지정시장과 지정상품’, 관련상품 등에 대해서 상세히 설명하고 있다. 마지막으로 Code초안의 Definition에는 Code에 사용되는 용어에 대한 정의가 설명되어 있다.

## 3. 행위기준과 정기이용자 기준에 대한 2000년 Code 초안의 설명

시장이용자들은 시장남용 판단에 있어 고려되는 행위기준에 대한 명확한 지침을 갖고 싶어한다. 2000년 Code 초안은 시장이용자들이 참조할 수 있는 행위기준과 그 판단지침에 대하여 상세히 설명하고 있다.

### (1) 정기이용자의 의미와 판단시기

앞에서 본 것처럼 시장남용은 시장의 ‘정기이용자’(a regular user of that market)가 문제된 시장에서 행위자의 지위에 있는 자에게 합리적으로 기대하는 ‘행위기준’(standard of behaviour)에 의거하여 결정된다. 시장의 ‘정기이용자’는 ‘문제된 시장에서 문제된 투자를 정기적으로 거래하는 합리적인 사람’이라고 정의되어 있는데(FSMA 2000 s.114 (10)), Code 초안은 ‘정기이용자’는 어떤 특정이용자 혹은 실제이용자(particular or actual user)가 아니라 ‘가정적인 이용자’(hypothetical user), 즉 법원이 자주 사용하는 개념인 ‘합리적인 자’(reasonable man)에 해당하는 개념이라고 하고 있다 (Code 1.3.1, CP 59 6.6).

FSA는 또한 행위가 일어난 시점의 상황을 고려하여 행위의 시장남용 여부를 판단할 것이다. 어떤 경우 사후의 관점에서 이전에 승인된 행위가 시장남용으로 간주될 수 있는 경우가 있지만 그 행위가 그 당시의 모든 상황을 고려하여 합리적이었던 경우, 정기이용자는 그가 시장남용에 참여했다고 판단하지는 않을 것이다 (CP 59 6.16).

### (2) 인용된 행위기준과 승인가능한 행위기준 (Code 1.3.2, CP 59 6.6)

Code 초안에 따르면, 시장의 실제이용자(actual user)에 의해 수락되거나 용인되는 행위기준(accepted or tolerated standard)은 정기이용자에 의해 객관적으로 승인될 수 있는 행위기준(objectively acceptable standard)과는 다른 것이다. 시장에 보편화된 행위기준이라도 정기이용자가 기대하는 객관적으로 승인 가능한 행위기준에는 못 미칠 수 있기 때문이다. 극단적인 예를 들어 실제 시장이용자들이 정보오용을 용인하는 시장의 경우 정보오용은 실제 용인되는 행위이지만, 합리적인 정기이용자는 그 정보오용행위를 객관적으로 승인 가능한 행위이라고 판단하지 않을 것이기 때문이다. 하지만 실제 용인되는 행위기준은 정기이용자가

기대하는 승인가능행위기준을 결정하는데 있어 하나의 고려요소가 될 수는 있다.

1) 일반적 시장관행에 따른 행위 (CP 59 6.10)

일반적 시장관행(normal market practices)에 따른 행위에 대해서도 동일한 설명이 적용된다. 혼하지 않은 예이지만 실제로 SFA(Securities and Futures Authority)는 London FOX market 의 일반적 시장관행에 따른 행위에 대해서 징계조치를 취한 적이 있다. 이 사건에서 London FOX 회원사인 5개 회사는 property futures contracts에 대한 활동과 유동성에 대한 외관을 부풀리기 위한 목적으로 거래를 수행하였는데, 이 거래는 또한 London FOX의 고위간부들의 요구와 조장에 따른 것이기도 했다. 이 예는 시장참여자와 거래소 직원 모두에 의해 용인되는 시장행위가 정기이용자가 기대하는 행위기준에는 미치지 못함을 나타내는 좋은 예라고 하겠다.

2) 시장신뢰와 행위기준의 통일

시장에서 인용되는 행위기준이 승인가능행위기준과 달라서 제재를 받는 경우 시장참여자의 입장에서는 시장에 대한 신뢰를 상실할 수 있을 것이다. 따라서 FSA는 이러한 행위기준의 불일치가 지정시장에 존재하는지 여부를 항상 적극적으로 관찰하고(proactive market monitoring) 만약 존재하는 경우 승인가능한 행위기준에 대한 FSA의 견해를 밝히고 필요한 조치를 취해야 할 것이다(CP 59 6.12, VIII. 2. 참조).

(3) 정기이용자가 기대하는 행위기준의 결정요소

정기이용자가 행위자에게 기대하는 행위기준은 여러 가지를 고려하여 결정된다. 그 하나의 고려요소는 이미 본 것처럼 ‘실제 용인되는 행위기준’이다. 다른 고려요소로서 다음 사항을 들 수 있다.

(a) 투자의 성질

문제된 시장과 관련 투자의 성질(characteristics)도 기대되는 행위

기준을 결정하는데 있어 고려해야 할 요소이다. 시장관행은 시장마다 또 상품과 관련하여 달라질 수 있기 때문이다.

(b) 행위자의 시장관련 지위 (CP 59 6.15, Code 1.3.3)

문제된 자의 시장과 관련된 지위(position in relation to the market)도 또 다른 고려요소이다. 정기이용자가 기대할 수 있는 경험, 지식수준 등은 문제된 자의 시장관련지위에 따라 달라질 수 있기 때문이다. 예를 들어, 정기이용자가 비정기적으로 투자하는 개인소비자에 대해서 합리적으로 기대하는 행위기준은 거래를 영업으로 하는 거래상대방(전문가)에 대해 기대하는 행위기준과 다르기 때문이다. 이러한 맥락에서 공적기관 (public sector bodies)에 기대하는 행위기준을 결정함에 있어 정기이용자기준은 그 기관의 제정법적 혹은 공적 기능 혹은 지위를 고려하도록 한다.

(c) FSA 혹은 RIE규칙의 준수여부

또 다른 고려요소로서 지정시장 규칙의 준수여부(compliance rules of exchange)를 들 수 있다. 뒤에서 자세히 살펴보겠지만, 안전항지위가 인정되지 않는 규제규칙의 경우, 준수여부에 의해 시장남용여부가 추정되는 것은 아니고, 준수여부는 단지 시장남용 판단에 고려되는 하나의 요소로서 작용할 뿐이다(VIII. 참조). 외국시장의 경우에도 그 시장에서 용인되는 행위기준이나 규칙의 준수여부는 승인가능 행위기준의 준수여부를 결정하는데 고려요소가 될 뿐이다.

(4) 해외시장에서의 승인가능 행위기준 (Code 1.3.4)

행위는 영국외의 시장에서 일어났지만 영국의 지정시장에 영향을 끼치는 경우 영국법이 적용될 수 있다(II. (iii) 관할요건 참조). 따라서 외국시장에서 용인되는 행위이라도 그 행위가 영국 지정시장(UK RIE 시장)에 남용적 영향을 끼치는 경우 영국 지정시장에서의 시장남용에 해당할 수 있다(Code 1.12). 따라서 어떤 행위가 외국시장의 규칙을 준수했다는 사실이 자동적으로 영국 지정시장(UK RIE 시장)에 남용적 효

과가 없었다는 결정적 증거는 되지 않는다. 왜냐하면 외국시장에서의 규칙이 영국 지정시장 정기이용자가 지정시장(UK RIE 시장)에서 객관적으로 기대하는 행위기준에는 미치지 못할 수 있기 때문이다.<sup>6)</sup>

Code초안에 의하면, 영국 지정시장 정기이용자가 외국시장 거래자에게 기대할 수 있는 승인가능 행위기준은 외국시장에 보편화된 규칙(local rules), 관행(practices), 관습(conventions), 그리고 행위자의 영국 소재 여부 등을 고려하여 결정한다고 한다. 예를 들어 FTSE Eurotop index는 LIFFE 지수옵션계약의 기초가 되는데, 외국인이 FTSE Eurotop index를 구성하는 증권(즉 관련상품)을 EU Exchange(외국시장)에서 거래하는 경우(II. 2. (2) 2) 참조) LIFFE 지수옵션계약에 대해 시장남용적 영향이 있었는가 여부가 문제될 수 있다. 이때 LIFFE 정기이용자는 EU Exchange(외국시장)에서의 보편화된 행위기준, 행위자의 영국 소재여부 등을 고려하여 승인가능 행위기준을 결정할 것이다.

(5) '목적'요건 (Code 1.3.7, CP 59 6.14)

제정법상 행위기준의 정의는 의사를 그 요소로 하고 있지 않다. 따라서 어떤 행위가 시장남용에 해당하기 위해서는 의사나 목적이 필요한 것은 아니다. 하지만 일정한 경우, 문제된 행위가 기대된 행위기준에 미치는가 여부의 결정이 문제된 행위자의 의사에 의존해야 하는 경우가 있다. FSA의 '시장행위준칙' 초안은 이러한 사실을 반영하여 일정한 시장남용 유형에는 목적(purpose)이 있어야 시장남용이 성립하는 것으로 규정하고 있다(예. 정보유포에 의한 오인유발(Code 1.6.12), 매점에 의한 시장왜곡(Code 1.7.8), 가격변동에 의한 시장왜곡(Code 1.7.11) 등) 이러한 경우 목적의 존재는 정기이용자가 기대하는 행위기준의 결정에 있

---

6) 비슷한 예가 FSA Price Stabilising Rules s.2.24에 나타난다. FSA 규칙은 외국 안정조작규칙이 FSA 규칙에 상응하는 투자자보호조치를 취하는 경우에만 외국 안정조작규칙을 승인한다. 그러한 외국 시장에서의 안정조작규칙을 준수한 자는 영국시장에서도 safe harbour를 누릴 수 있겠지만, 그렇지 않은 나라의 안정조작규칙을 준수한 자는 영국시장에서 자동적으로 safe -harbour를 누릴 수 있는 것은 아니다.

어 중요한 고려요소가 될 것이다. 이 경우 그 목적은 행위의 유일한 목적일 필요는 없으나 유발적 목적(actuating purpose)이어야 한다.

#### 4. ‘행위’의 양태 (Code 1.4.1)

Code 초안은, 시장남용으로 될 수 있는 ‘행위’(behaviour)에는 다음 유형의 행위가 포함된다고 한다. 하지만 다음에 열거된 행위양태가 ‘행위’를 전부 망라한 것은 아니다. 예를 들어 행위과정(course of conduct)도 ‘행위’에 포함될 수 있기 때문이다(Code 1.6.19):

- (i) 지정투자에 대해 ‘거래’(dealing)하는 것
- (ii) 지정투자를 대상(subject matter)으로 하거나 지정투자를 참조하여 그 가격이나 가치가 결정되는, 상품(commodities) 혹은 투자(investments)에 대해 ‘거래’하는 것(II. 2. (2) 참조)
- (iii) 지정투자에 관하여 거래매개자(arranger)로서 행위(acting)하는 것
- (iv) 타인으로 하여금 ‘거래’(deal)하도록 유발(causing) 혹은 초래(procuring) 혹은 ‘조언’(advising)하는 것
- (v) 지정투자의 거래체결조건 결정에 관련된 것으로 보이는, 설명(statements) 혹은 의견표시(representations)를 하거나, 혹은 그러한 정보를 유포(disseminating)하는 것
- (vi) 회사금융에 관한 자문을 제공(providing advice)하거나 회사금융업무를 수행(conducting)하는 것
- (vii) 타인에 속한 지정투자를 ‘운용’(managing)하는 것

### V. 오인유발에 의한 시장남용

시장남용 규제체제하에서 ‘시장남용’으로 판단되기 위해서는 문제된 행위가 3가지 남용조건(정보오용, 오인유발, 혹은 시장왜곡) 중 하나 이상을 충족시켜야 한다(FSMA 2000 s.118(1)(b)와 (2)). 여기서는 오인유발에 의한 시장남용에 대해서 살펴본다. 오인유발행위는 FSMA 2000

에 “시장의 정기이용자로 하여금 문제된 투자의 공급이나 수요 혹은 가격이나 가치에 대해 오인을 하게 할 가능성이 있는 행위”이라고 정의되어 있다(FSMA 2000 s.118(2)(b)).

### 1. 오인유발행위의 금지이유 : 시장정보의 정확성 확보 (CP 59 1.7, Code 1.6.3)

지정시장에는 ‘가격결정 메카니즘’과 ‘정보유포 채널’이 존재한다. 지정시장에서 거래하는 시장이용자는 투자 가격이나 가치가 수요공급에 의한 시장의 힘을 반영한 것이라고 기대하고, 시장에 보고되는 일정 유형의 정보 혹은 거래도 시장의 힘을 반영한 ‘정확한 정보’(accurate information)라고 생각한다. 그런데 만약 누군가가 인위적인 시장행위를 작출하면 투자가 거래되는 가격이나 보고된 정보는 수요공급의 힘을 반영하지 못하게 되고, 시장이용자들은 시장상황을 오인(false or misleading impression)하게 된다. 즉 시장이용자들은 그 때부터 시장에서 형성된 가격 혹은 정보를 그 투자에 대한 투자결정의 기초로서 사용할 수 없게 된다. 이러한 결과는 시장의 완전성에 대한 신뢰를 해치게 되고 전체적인 시장활동을 저해하게 된다.

오인유발행위를 금지하는 이유는 진정한 수요공급의 힘에 의한 ‘가격결정 메카니즘’과 적절한 ‘정보유포채널’을 확보하여 ‘시장정보의 정확성’을 유지하기 위한 것이다. 이것은 투자의 가격이나 가치를 높이거나 내릴 수 있게 하는 행위 전부를 금지하기 위한 것은 아니다.

### 2. 오인유발행위의 성립요건과 고려요소 (Code 1.6.4, 1.6.5)

오인유발행위로서 시장남용에 해당하기 위해서는 문제의 행위가 (i) 오인의 효과를 (ii) 유발하게 할 가능성이 있어야 한다. 이 때 언제 오인의 효과가 발생하는가가 문제되는데, Code초안은 행위 또는 정보유포가 시장의 정기이용자에 대해 투자에 대한 수요공급의 힘을 반영하지 못한 거래수준 혹은 가격/가치수준의 외관을 야기하거나 혹은 인상을 주는 경우 오인의 효과가 발생한다고 하고 있다. 또 오인의 정도는 중대한 것

(materially false or misleading)이어야 한다. 오인효과의 유발가능성은 시장의 정기이용자가 볼 때 그 가능성이 50% 이하이더라도 현실적인 가능성(a real and not fanciful likelihood)이 있는 한 인정되고, 오인유발 외의 다른 효과가 있더라도 무방하다(Code 1.6.4).

Code 초안은 어떤 행위가 정기이용자에 대해 오인유발효과를 가지는가를 판단함에 있어 고려해야 할 요소들을 다음과 같이 열거하고 있다(Code 1.6.5):

(i) 문제된 시장의 정기이용자가 갖는 경험과 지식의 정도, (ii) 보고요건, 통지요건, 투명성요건 등을 포함한 문제된 시장의 구조, (iii) 문제된 시장의 법적 규제적 요건과 기타 승인된 시장관행, (iv) 문제된 행위자의 신원과 그 시장에서의 지위, (v) 정기이용자가 행위의 실제 성격 혹은 상황에 대해 오인할 가능성의 여부, (vi) 문제된 행위자의 활동에 대한 공시 혹은 가시성의 정도와 성질.

### 3. 오인유발행위 유형 I: 인위적 거래에 의한 오인유발

Code 초안은 오인을 유발하거나 유발하게 할 수 있는 행위 유형 4가지를 서술하고 있다.: ‘인위적 거래’에 의한 오인유발, ‘정보유포’에 의한 오인유발, ‘정보유포채널’을 통한 정보유포와 오인유발, ‘행위과정’에 의한 오인유발. 이하에서는 서술된 각 유형에 의한 시장남용과 그에 대한 안전항 규정에 대해 살펴본다. 먼저 인위적 거래에 의한 오인유발행위에 대해 살펴보자.

Code 1.6.7 다음 (1)과 (2)의 요건을 충족시키는 경우 그 행위는 시장남용에 해당한다.

- (1) 어떤 자가 지정투자 혹은 관련상품(relevant product)에 대한 거래 혹은 일련의 거래를 체결하고,
- (2) 그 자가, 그 거래(혹은 일련의 거래)의 시장에 대한 주된 효과(principal effect)가 인위적으로 지정투자 혹은 관련상품의 수요공급의 외관 혹은 가격 가치의 외관을 부풀리거나 축소시키는 것이어서, 정기이용자가 오인될 수 있다는 가능성을 알고 있거나 알 수

있는 경우

- (3) 하지만 그 거래의 주된 효과(principal effect)에도 불구하고 정기이용자가 보기에 문제된 거래 체결의 주된 이유(principal rationale)가 정당한 상사적 이유(legitimate commercial rationale)에 해당하는 경우에는 그렇지 아니다.

(1) 거래의 주된 효과와 거래의 주된 이유 : 정기이용자 기준  
(CP 59 6.61)

인위적 거래(artificial transactions)에 의한 오인유발이 성립하기 위해서는 2가지 요건이 충족되어야 한다. 하나는 거래의 ‘주된 효과’가 오인을 유발하는 것이어야 한다. 다른 하나는 거래의 ‘주된 이유’가 정당한 상사적 이유에 해당하지 않아야 한다. 따라서 동일한 주된 효과를 갖는 외견상 동일한 거래도 정당한 상사적 이유의 존부에 따라 시장남용성립 여부가 달라지게 된다. 거래의 주된 이유와 주된 효과의 판단은 시장의 정기이용자 기준에 의해 판단된다.

(2) 정당한 상사적 이유로 인정되는 경우와 인정되지 않는 경우

1) 인정되는 경우

정당한 상사적 이유가 인정되는 거래는 hedging 거래와 같이 현저한 사업적 요소(business element)를 갖는 거래이다. Code초안에는 정당한 상사적 이유가 인정되는 두가지 유형의 거래를 안전향으로서 규정하고 있다(Code 1.6.23). 하나는 투자 혹은 상품에 의한 소득 혹은 자본이득에 대한 과세의 차이를 이용하기 위한 position의 취득 혹은 해소 거래, 다른 장소에서 거래되는 투자의 가격차이를 이용하기 위한 position의 취득 혹은 해소 거래이고, 두 번째는 투자 혹은 상품에 대한 기초수요를 충족시키기 위한 지정투자 혹은 상품의 대차거래(lending or borrowing of investments)이다.

2) 인정되지 않는 경우

거래가 타인으로 하여금 지정투자 혹은 관련상품에 거래하도록 유도하

기 위한 경우(to induce others), 혹은 지정투자 혹은 관련상품의 가격을 고정 혹은 변동시키기 위한(to fix or move the price) 경우 거래의 정당한 상사적 이유가 인정되지 않는다. 거래가 이익을 얻기 위한 것이거나 손실을 회피하기 위한 경우에도 거래의 정당한 상사적 이유가 자동적으로 인정되지는 않는다(Code 1.6.8). 거래의 이유가 정당한 상사적 이유가 될 수 없는 경우는 다음의 경우를 포함한다(Code 1.6.9).

- (a) wash trade: 수익적 이익의 변화가 없거나, 혹은 관련자나 통모자 사이에서만 수익적 이익이 양도되는 지정상품 혹은 관련상품의 매도 혹은 매수
- (b) 거래의 시장위험이 상쇄되는 경우: 두번째 거래에 의해 첫번째 거래의 위험이 상쇄될 수 있는 경우 동일당사자간 혹은 동일이익을 갖는 관련당사자간의 동시적 매수 매도 혹은 매도 매수를 실행하기 위한 거래
- (c) 거래의 시장위험이 이전되지 않는 경우: 매각으로 인하여 법적 소유권이 매수인으로 넘어갔음에도 불구하고 상품에 대한 시장위험이 매도인에게 잔존하는 경우(하지만 repo 조건에 의한 매매는 사실은 담보거래이므로 예외이다)
- (d) 가장거래 (fictitious transaction)

(3) 인위적거래의 인정에 있어 고려되는 요소 (Code 1.6.10 - 11)

거래의 주된 이유가 정당한 상사적 이유로 인정되지 않는 경우, 다음 예시하는 요소들이 존재하면 거래는 오인을 유발하는 시장남용이 될 가능성이 높아진다.

- (a) 거래가 가격상승(혹은 하락)을 초래하고 거래자가 더 높은(혹은 낮은) 가격에 매각(혹은 매수)했는지 여부
- (b) 거래자가 이익을 갖는 투자에 동일 혹은 높은 가격으로 매도주문과 매수주문 거래 모두를 실행함으로써 그 투자에 대한 회전율이 증가되는 외관이 작출되었는지 여부
- (c) 계속적이고 지속적으로 이전의 시장가격으로부터 매수주문 혹은

상품가격을 높이고 있는가(혹은 매도주문 혹은 상품가격을 낮추고 있는가) 여부

- (d) 체결될 경우 이전 매도(혹은 매수)가격보다 높은(혹은 낮은)가격으로 거래가 종료되는 효과를 가지는 매수(혹은 매도)주문을 거래 종료에 임박하여 내었는가 여부
- (e) 거래가 체결된 가격이 이전의 시장가격보다 높거나 낮고 그 거래 직후 시장이 즉시 이전 시장가격으로 복귀했는가 여부
- (f) 이전의 매수(혹은 매도)주문보다 높은(혹은 낮은)매수(혹은 매도)주문을 넣었다가 거래가 체결되기 전에 철회하였는가 여부.

새로운 position을 설정하여 시장위험에 대한 노출(exposure)을 증대시키거나 혹은 position을 해소하여 시장위험을 감소시킨 정도도 행위의 오인유발가능성을 판단하는데 고려해야 할 요소이다. 이러한 요소는 그 거래에 오인유발가능성이 없음을 보여주는 역할을 한다(Code 1.6.11).

#### 4. 오인유발행위유형 II : 정보유포에 의한 오인유발

Code 1.6.12 다음의 경우 관련정보(혹은 사실인 경우 관련정보로 될 수 있는 정보)를 유포하는 행위는 시장남용에 해당한다.

- (1) 그 정보가 잘못된 정보라는 것을 알거나 알 수 있고,
- (2) 오인을 작출하기 위해 그 정보를 유포한 경우 (오인 작출 목적은 정보유포행위의 유일한 목적일 필요는 없으나 정보유포행위를 유발시킨 목적 (actuating purpose)이어야 한다)

##### (1) 목적요건 : 오인유발목적으로 유포된 정보와 단순한 소문

소문과 오인유발목적으로 유포된 정보는 실제 구별하기 어렵다. 하지만 개념적으로는 구별이 된다. 시장소문의 흐름은 제한할 수 있는 것이 아니므로 시장참여자에게 시장소문의 진위 확인의무를 부담시킬 수는 없다. 하지만 고의적으로 잘못된 정보를 유포하는 행위는 규제할 필요가

있다. 따라서 새로운 시장남용체제는 시장참여자가 오인유발목적으로 정보를 유포하는 행위를 오인유발행위로서 규제한다.

(2) 목적의 판단 : 지정투자에 대한 이익보유 (Code 1.6.13-15)

오인유발목적이 판단에 있어 고려해야 할 한가지 요소는 정보유포자가 그 정보와 관련된 지정투자에 이익을 갖고 있는가 여부이다. 정보유포자가 투자에 이익을 갖고 있는 경우 오인을 유발하기 위해 정보를 유포했을 가능성이 높다고 고려된다(Code 1.6.13). 그리고 다음의 경우 정보유포자는 지정투자에 대해 이익을 갖고 있는 것으로 된다 (Code 1.6.14) :

- (a) 직접적으로(공매도자지위 (short position) 보유를 포함) 혹은 간접적으로 지정투자의 시장가격 변화로부터 수익할 수 있는 경우
- (b) 지정투자의 가격변동으로부터 수익할 수 있는 사람으로부터 보상 받을 수 있거나, 혹은 그러한 자와 다른 방법으로 공모 혹은 관련된 경우

하지만, 지정투자에 대한 이익을 갖지 않았다고 해서 정보유포자의 오인유발목적이 부정되는 것은 아니다. 예를 들어, 투자에 이익을 갖지 않은 자도 나중에 더 낮은 가격으로 매수할 것을 기대하면서 가격하락의 외관을 유발하기 위해 잘못된 정보를 유포할 수 있다. 또 인터넷 게시판에 회사의 공개매수에 관한 잘못된 소문을 악의적으로 게시할 수 있는데, 이때에도 게시자가 그 정보가 잘못된 것이라는 것을 알 수 있었을 때에는 정보유포에 의한 시장남용이 성립하고, 투자에 대한 이익보유는 필요하지 않게 된다(Code 1.6.15, 6.66).

(3) 관련정보의 의미 (Code 1.5.10 - 11)

정보는 정기이용자가 문제된 투자의 거래조건을 결정함에 있어 관련이 있다고 간주할 수 있는 경우 관련정보가 된다. 어떤 정보가 정기이용자에 의해 관련정보로 간주될 수 있는가 여부는 각 사건의 상황에 달려있다. 다음의 요소는 그러한 결정을 함에 있어 고려될 수 있다:(a) 정보

의 특정성과 정확성 (특정성과 정확성은 단지 고려요소의 하나일 뿐이다. 따라서 특정되지 않거나 정확하지 않은 정보도 다른 요소와 결합하여 '관련정보'가 될 수 있고, 특정되었다고 해서 항상 정기이용자에 의해 관련정보로 간주되는 것은 아니다)<sup>7)</sup>, (b) 정보의 중요성, (c) 정보의 시의성, (d) 정보의 신뢰가능성 (정보제공자의 정보원에 대한 근접성), (e) 정기이용자에게 이미 이용가능한 다른 중요한 정보의 존재, (f) 문제정보가 이미 이용가능한 정보와 다른 정도 즉 참신성 등.

장래의 사태진전과 관련된 정보의 경우 추가적인 요소가 정보의 관련성을 판단할 때 고려되어야 한다: (g) 문제정보가 장래의 사태진전가능성에 대한 결론을 내리는데 필요한 근거를 제공하는가 여부, (h) 장래의 사태진전이 갖는 중요성의 정도.

### 5. 오인유발행위유형 III : 정보유포채널을 통한 정보유포와 오인유발

Code 1.6.16 다음의 경우 승인된 정보유포채널을 통한 유포를 위해 관련정보(혹은 사실인 경우 관련정보가 될 수 있는 정보)를 제출하는 행위는 시장남용에 해당한다.

- (1) 그 정보가 정기이용자에게 지정투자 혹은 관련상품의 수요 공급 혹은 가격 가치에 대하여 오인을 유발할 가능성이 있고
- (2) 그 정보를 승인된 정보유포채널에 제출할 책임이 있는 자가 정보의 정확성을 확보하기 위한 상당한 주의를 하지 않은 경우

#### (1) 과실요건

시장에 일반적으로 떠도는 소문과는 달리 승인된 정보유포채널<sup>8)</sup>을 통해 유포되는 정보에 대해서는 시장이용자들이 그 정확성과 완전성을 신뢰할 수 있어야 한다. 따라서 유포용 정보의 정확성을 확보하기 위해 정보제출의 책임이 있는 자(회사, 회사의 financial adviser, 혹은 회사

7) CP 59 6.22. 그에 반해 내부정보이용으로 인한 형사처벌을 위해서는 정보의 특정성 혹은 정확성이 그 기준으로 사용된다(Criminal Justice Act 1993 Part V 참조).

8) 영국 주식시장에서의 승인된 정보유포채널의 한 예는 Regulatory News Service이다.

홍보관련자 등)에 대해 상당한 주의의무를 부과하는 것은 정당화될 수 있다. 따라서 정보제출책임자들이 정보의 정확성에 대해 상당한 주의를 기울이지 않고서 정보를 제출하는 경우, 그들은 오인유발에 의한 시장남용에 참여한 것으로 간주될 수 있다.

(2) 착오의 경우 (Code 1.3.8 CP 59 6.67).

착오(mistake)로 거래내용이 잘못 보고 되고(예를 들어 소수점을 잘못 찍은 경우) 그 거래가 승인된 정보유포채널을 통해 시장에 전부 유포된 경우, 보고서제출자의 남용행위성립 여부는 한편으로는 그 보고서의 정확성을 확보하기 위해 기울인 주의의 정도에 달려있고 또 한편으로는 정기이용자 기준에 달려있다. 착오방지를 위해 기울인 주의가 상당한 경우라면, 시장의 정기이용자는 그 착오가 시장남용에 해당한다고는 보지 않을 것이다

6. 오인유발행위유형 IV : 행위과정에 의한 오인유발

Code 1.6.19 (1) 행위과정의 주된 효과(principal effect)가 지정투자 혹은 관련상품의 수요 공급 혹은 가격 가치에 대하여 오인을 유발할 가능성이 있다는 것을 알거나 알 수 있는 경우, 행위과정에 참여하는 행위는 시장남용이 된다.

(2) 하지만 그 거래의 주된 효과(principal effect)에도 불구하고 정기이용자가 보기에 문제된 거래 체결의 주된 이유(principal rationale)가 정당한 상사적 이유(legitimate commercial rationale)에 해당하는 경우에는 그렇지 아니하다

(1) 규제이유 (Code 1.6.20)

진술 혹은 설명이 오인을 발생시키는 것과 같은 방법으로 행위과정은 동일한 효과를 갖는 정보를 전달할 수 있다. 오인유발효과를 야기하는 행위과정은 시장의 성질에 따라 달라지는데, 상품시장의 경우 유형의 상품재고를 이동시키는 것이 한 예가 될 있다. 상품재고의 물리적 이동은

상품의 공급이나 수요 혹은 가격이나 가치에 대해 오인을 유발할 수 있고 상품선물계약에도 영향을 미칠 수 있다. 상품을 신지 않은 화물선을 이동시키는 행위도 상품선물계약에 동일한 효과를 야기할 수 있다.

### (2) 행위과정에 의한 오인유발에 있어 고려되는 요소

행위과정에 의한 오인유발로서 시장남용이 성립하는가 여부를 결정함에 있어, 다음의 요소를 고려해야 한다: (a) 문제의 행위과정이 오인을 유발할 목적으로 행해졌는가 여부, (b) 행위자가 지정투자에게 이익을 갖고 있는가 여부 등. 이러한 요소들이 존재하는 경우, 행위과정이 시장남용에 해당할 가능성은 높아진다. 오인유발목적, 투자에 대한 이익보유 등에 대해서는 위에서 살펴본 설명이 적용된다.

### (3) 주된 이유, 정당한 상사적 이유

행위의 주된 이유가 정당한 상사적 이유로 판단되는 경우 등에 대해서도 위에서 살펴본 설명이 동일하게 적용될 수 있다.

## 7. 오인유발행위에 대한 안전항 규정 (Code 1.6.23 - 1.6.25)

앞에서 본 것처럼(II. 3.) FSMA 2000은 어떤 자가(행위시 효력을 갖는 Code에) 시장남용에 해당하지 않는 행위이라고 서술된 방법(안전항조항: safe harbour))으로 행위하는 경우, 그 행위는 FSMA 2000의 목적상 시장남용에 해당하지 않는 것으로 간주된다고 규정한다(FSMA 2000 s.122(1)). Code 초안에는 오인유발행위에 대한 안전항규정으로 네가지 유형의 행위가 서술되어 있다.

- (a) Code초안은 정당한 상사적 이유(legitimate commercial rationale)를 갖는 두가지 유형의 거래(V. 3. (2) 1)참조)를 오인유발행위에 대한 안전항으로서 규정하고 있다.
- (b) Code초안은 또 지정시장의 규칙에 의해 보고서제출이 요구되거나 혹은 명시적으로 허용되는 경우 정당한 거래를 보고하는 행위(re-

quired reporting of transactions)도 그 자체로서 시장남용에 해당하지 않는 행위이라고 규정한다(Code 1.6.24).

- (c) 또 cross-trade 가 지정시장의 규칙에 의해 요구되거나 명시적으로 허용되는 경우 그 규칙에 따라 cross-trade를 실행하는 행위도 수요와 공급에 대한 오인을 유발할 수 있지만 그 자체로서는 시장남용에 해당하지 않는다(Code 1.6.25: IPE Rule G5와 G6, LIFFE Rule 4.5).
- (d) 지정시장의 규칙에 의해 지정투자자에 대한 가격제시를 특정수준으로 유지해야 하는 경우, 그러한 제시가격 유지행위(maintaining price quotation)도 오인을 유발할 수 있지만 시장남용에 해당하지 않는다 (Code 1.6.26: LSE Rule 2.33).

## VI. 시장왜곡에 의한 시장남용

앞에서도 언급했듯이, 시장남용 규제체제하에서 ‘시장남용’으로 판단되기 위해서는 문제된 행위가 3가지 남용조건(정보오용, 오인유발, 혹은 시장왜곡) 중 하나 이상을 충족시켜야 한다(FSMA 2000 s.118(1)(b)와 (2)). 여기서는 시장왜곡에 의한 시장남용에 대해서 살펴본다. 시장왜곡 행위에 대해서 FSMA 2000은 “문제된 시장의 정기이용자의 관점에 의할 때 그 시장을 왜곡할 가능성이 있다고 간주될 수 있는 행위”이라고 정의하고 있다(FSMA 2000 s.118(2)(c)).

### 1. 시장왜곡행위의 금지이유 : 시장의 힘에 대한 개입방지 (CP 59 1.8, Code 1.7.3)

시장이용자들은 투자 가격이나 가치가 투자에 대한 수요공급에 따라 결정된다고 기대한다. 즉 시장의 힘(market force)에 의한 가격 메카니즘이 작동한다고 기대한다. 만약 누군가가 시장의 힘의 움직임(operation of market force)에 개입하여 수요 공급의 상호작용을 간섭하는 경우, 시장에는 왜곡된 효과가 생길 것이고, 시장이용자들은 시장에 대하여 신뢰

를 상실하게 될 것이다. 시장왜곡행위 금지규정은 시장 메카니즘에 유해하게 작용하는 부적절한 시장왜곡행위의 시장개입을 방지하기 위한 것이다.

## 2. 시장왜곡행위의 성립요건과 고려요소

### (1) 성립요건

시장왜곡행위로서 시장남용에 해당하기 위해서는 문제의 행위가 (i) 시장왜곡을 (ii) 유발할 가능성이 있어야 한다. 언제 시장이 왜곡되는가를 정확히 정의하기는 힘들다. 시장의 내재적 특성상 가격은 개별거래에 대응하여 변하기 때문이다. 시장왜곡이 무엇을 의미하는가에 대해서 여러 가지 견해가 있지만,<sup>9)</sup> FSA는 시장의 정기이용자가 상품이 거래되는 시장의 구조와 상품을 고려할 때 주어진 시장조건에서 기대될 수 있는 통상적인 범위의 가격움직임(price movement)으로부터 벗어나는 가격 변동이 있는 경우 왜곡가능성이 있다고 한다. 그런데 시장왜곡은 시장이용자에 의한 특정한 행위과정에 기인할 수도 있지만 시장이용자가 통제할 수 없는 극단적인 시장조건에 의해 야기될 수도 있다. 또 개별거래가 시장에 영향을 미치는 정도도 시장의 종류에 따라 또 특정시기의 시장조건에 따라 크게 달라진다(CP 59 6.72). 시장왜곡 가능성은 시장의 정기이용자가 볼 때 그 가능성이 50% 이하이더라도 현실적인 가능성(a real and not fanciful likelihood)이 있는 경우 인정되고, 시장왜곡 외의 다른 효과가 있더라도 무방하다(Code 1.7.4(2)).

### (2) 고려요소

Code 초안은 어떤 행위가 시장왜곡효과를 가지는가를 판단함에 있어 고려해야 할 요소들을 다음과 같이 열거하고 있다(Code 1.7.5). :

- (a) 관련상품의 수요공급에 대한 통제를 갖는 자의 행위가 공시되는 정도와 성질 : 통제적 지위를 갖는 자에 대한 투명성이 증가할수록,

9) 가격변동이 시장에서 통상적으로 관찰되는 변동범위 밖인 경우에만 왜곡이 있다고 볼 수도 있는 반면, 가격이 완전경쟁시장을 표창하지 않으면 언제나 왜곡이 있다고 볼 수도 있다.

다른 시장이용자들이 자신의 이익보호 조치를 취할 수 있는 기회가 많아지고, 또 그들이 이익보호조치를 취할 것이라는 기대정도도 더 커진다. 이러한 상황에서는 시장왜곡의 가능성은 줄어든다.

- (b) 다른 시장이용자가 기대되는 행위기준에 상응하는 방법으로 자신의 이익보호조치를 취한 정도 혹은 해태한 정도: 지정시장의 정기이용자는 다른 시장이용자가 자신의 이익보호조치 혹은 의무이행방법을 확보할 것이라고 기대하고(long position holders에 의존해야 하는 것과 같은) 의존적 지위에 빠지리라고는 기대하지 않는다. 시장이용자가 자신의 이익보호조치를 취하면 취할수록 시장왜곡의 가능성은 줄어든다.
- (c) 통제를 갖는 자가 시장질서(orderly market)를 유지하기 위해 통제를 완화하려는 자발성(willingness)의 정도와 성질, 그리고 완화하려는 가격의 정도와 성질: 예를 들어, 현금시장과 선물시장에서의 압도적인 long position 보유자가 현금시장에서 대차 혹은 매각하려는, 혹은 선물시장에서 상응하는 상품을 인도받거나 기타 선물시장에서 인도될 수 있는 기회를 제공하려는, 자발성의 정도.
- (d) 통제를 갖는 자의 행위가 다른 시장이용자의 결제불이행을 야기할 위험성의 정도: 결제불이행의 위험성이 크면 클수록 시장의 왜곡가능성은 커진다.
- (e) 지정시장 인도메카니즘(delivery mechanism)하에서의 인도가격이 그 인도메카니즘 외에서의 그 상품 혹은 상응하는 상품의 인도가격과 차이가 나는 정도: 그 차이가 크면 클수록 왜곡의 가능성은 더 커진다.

### (3) 조기경보요소 (Code 1.7.6, CP 59 6.73)

Code초안은 이러한 일반적인 고려요소에 더하여 시장왜곡의 현재진행가능성을 보여주는 다음과 같은 조기경보요소들(early warning indicators)도 고려하여야 한다고 한다. 하지만 이러한 요소들이 존재하는 경우에도 자동적으로 시장왜곡이 인정되는 것은 아니다. 그렇지만 시장왜곡의 중요한 징표가 될 수 있으므로 이러한 요소가 발견된 경우 FSA는

현 시장상황을 주시할 가능성이 높아진다 :

- (f) 가격등 지표움직임 등이 통상적인 일별, 주별, 월별 움직임을 많이 벗어난 경우
- (g) 거래량이 기간평균보다 상당히 높거나 낮은 경우
- (h) 상당한 backwardation 이 있는 경우
- (i) repo rates 가 비정상적으로 특별한 수준인 경우
- (j) 문제된 투자에 대한 소유가 상당히 집중된 경우, 특히 그 투자의 거래가 빈번하지 않은 상황에서의 소유집중.
- (k) 시장유동성이 낮을 것으로 예상되는 때에 특히 대량거래가 체결된 경우.

### 3. 시장왜곡 유형 I :매점에 의한 시장왜곡

Code 초안은 시장왜곡을 야기하는 행위 유형 2가지를 서술하고 있다: 매점에 의한 시장왜곡, 가격이동에 의한 시장왜곡. 이하에서는 Code 초안에 서술된 각 행위유형에 의한 시장남용과 그에 대한 안전항 규정에 대해 살펴본다.

Code 1.7.8 (1) 남용적 매점(abusive squeezes)에 참여하는 행위는 시장남용이 된다.

(2) 이 준칙의 목적상 매점은 자신(혹은 자신의 공모자)에 대한 의무의 이행가격 혹은 결제가격을 왜곡하기 위해 (3)에서 언급된 상황을 이용하는 경우 발생한다.(가격 왜곡 목적은 행위의 유일한 목적일 필요는 없으나 행위를 유발시킨 목적(actuating purpose)이어야 한다.)

(3) (2)에서 언급된 상황은 (i) 자신이 관련상품의 문제된 공급에 대해, 혹은 그 지정투자 혹은 관련상품이 거래되는 시장의 인도메카니즘에 대해, 상당한 영향력을 행사하고 있으면서, (ii) 직접 혹은 간접적으로 자신(혹은 자신의 공모자)에 대한 그 지정투자 혹은 관련상품의 인도를, 혹은 자신(혹은 자신의 공모자)으로부터의 그 지정투자 혹은 관련상품의 인도 수령을, 타인에 대해 기대할 수 있는 지위를 지정시장에서 갖는 경우(hold positions on a prescribed market)를 말한다.

### (1) 성립요건

매점에 의한 시장왜곡은 (i) 상품의 공급 혹은 인도메카니즘에 대한 통제를 행사하는 자가, (ii) 지정시장에서 (인도 혹은 수령에 관한) 직접 혹은 간접적인 position을 취한 경우, (iii) 이러한 지위를 가격왜곡목적으로 이용한 때에 성립한다.

### (2) 지정시장에서의 포지션 보유 요건 (Code 1.7.9, CP 59 6.77)

매점에 의한 시장왜곡이 성립하기 위해서는 통제자가 지정시장에 직접 혹은 간접적인 position을 취하고 있어야 한다. 지정시장에서의 간접적인 position 보유는 지정시장 밖에서 지정시장 회원인 자와 거래를 하는 경우 발생할 수 있다: A가 지정시장 회원인 B와 지정시장 밖에서 거래를 한 경우, B가 A와의 거래효과를 상쇄시키기 위해 지정시장 회원인 C와 지정시장에서 back-to-back transaction을 체결한다면, A는 직접 시장에 position을 취한 사람처럼 타인을 압박할 수 있는 시장지위를 갖게 된다. 따라서 A도 매점에 의한 시장왜곡의 규제대상이 된다. 하지만 지정시장과 관련하여 position을 취하지 않은 자는 매점에 의한 시장왜곡의 규제대상은 아니다. 예를 들어, 지정시장과 관련하여 position을 취하지 않은 공급자나 생산자는 비록 지정시장에 상품(commodities) “공급을 제한”함으로써 많은 이윤을 남길 수 있지만, 이러한 자들은 시장을 “왜곡”하는 것은 아니다.

### (3) 가격왜곡 목적 요건 (Code 1.7.10)

시장에서 공급부족은 때때로 일어날 수 있고 가격은 공급부족 때문에 변화할 수 있다. 따라서 공급에 대한 상당한 영향력을 갖고 있는 것 자체로서는 시장왜곡이 되지 아니한다. 매점에 의한 시장왜곡은 시장을 매점하여 그 자신(혹은 그의 공모자)이 보유한 지정상품과 관련된 지위를 가격왜곡을 위해 이용할 때 발생한다. 이러한 가격왜곡목적은 왜곡행위의 유일한 목적일 필요는 없으나 유발적 목적이어야 한다.

지정투자 발행시 주간사가 지정투자자에 대해 short position을 취해야 할 경우가 예상될 때가 있는데, 이 때에 주간사가 잠재적인 short position을 커버하기 위해 필요한 량의 지정투자를 빌리는 행위는 허용된다. 가격왜곡목적으로 지위를 이용하는 것이 아니기 때문이다.(남용행위판단에 있어 목적의 기능에 대해서는 IV. 3. (5) 참조)

#### (4) 고려요소

행위의 시장왜곡효과 판단에 있어 고려되는 공통요소들(2. (2), (3))은 매점에 의한 시장왜곡행위의 판단에 있어서 모두 고려된다.

### 4. 시장왜곡유형 II : 가격이동에 의한 시장왜곡

Code 1.7.11 (1) 지정투자 혹은 관련상품의 가격을 자신이 유도한 왜곡된 수준으로 이동(price positioning)시킬 목적으로 거래 혹은 일련의 거래를 체결하는 행위는 시장남용에 해당한다.

(2) 왜곡된 수준은 지정투자 혹은 관련상품의 가격이 시장의 힘의 통상적 작용을 반영하는 것보다 현저히 높거나 낮은 경우 발생한다.

(3) 가격 변동 목적은 행위의 유일한 목적일 필요는 없으나 행위를 유발시킨 목적이어야 한다.

#### (1) 성립요건 : '왜곡된 수준'으로 '가격을 이동시킬 목적'

시장가격이 자신에게 유리하게 움직일 것이라는 기대하에서 거래를 이윤의 기회로 실행하는 것은 허용되어야 한다. 따라서 정상적인 가격변동을 예상하고 행하는 거래는 규제대상에서 제외된다. 하지만 시장을 왜곡하여 다른 시장이용자에게 불합리한 피해를 야기하는 행위는 금지되어야 할 것이다. 가격이동에 의한 시장왜곡이 성립되기 위해서는 '왜곡된 수준'으로 가격을 이동시키려는 행위자의 '가격이동목적'이 요구된다. '왜곡'의 의미(VI. 2. (1))와 '목적'의 기능(VI. 3. (5))에 대해서는 위에서 살펴 보았다.

## (2) 고려요소

행위의 시장왜곡효과 판단에 있어 고려되는 공통요소들(2. (2), (3))은 가격이동에 의한 시장왜곡행위의 판단에 있어서 모두 고려된다. 특히 거래 목적이 지정투자 혹은 관련상품의 가격이동이었는가 여부를 결정할 때에 고려되어야 한다. 이러한 공통요소 외에 가격이동에 의한 시장왜곡행위 판단에 있어서 특히 고려되어야 할 요소들은 다음과 같다(Code 1.7.12) :

- (a) 해당시장의 규모에 대비한 보유 position 의 규모
- (b) 해당시장의 규모에 대비한 체결거래의 규모
- (c) 해당시장의 규모에 대비한 거래의 물량
- (d) 거래시기가 시장유동성 부족시기와 일치하는 정도
- (e) 시장 혹은 신용 위험을 헤지하기 위한 목적으로 거래가 체결된 정도 : 헤징거래로 간주될 수 있는가 여부를 결정함에 있어, FSA는 그 거래가 그의 헤징모델 혹은 계산에 따른 결과와 조화되는 정도를 고려할 것이다.

## (3) 가격이동에 의한 시장왜곡행위의 예 (Code 1.7.13)

- (a) 지정투자의 가격을 왜곡된 수준으로 올리거나 내리기 위하여 일련의 거래를 체결한 다음, 이러한 가격변경으로 인한 이익 혹은 손실을 실현 혹은 회피하기 위해 반대의 거래를 행하는 것.
- (b) 지정투자의 가격 혹은 지수의 수준을 높이거나 내리는 것 : 예를 들어 지정상품의 가격 혹은 지수의 수준을 이동시켜, 가치가 지정상품의 가격 혹은 지수 수준을 참조하여 계산되는 파생상품계약에서 이익을 얻거나 손실을 회피하는 거래를 체결하는 것(관련상품에 대해서는 II. 2. (2) 참조).

(4) 오인유발효과와 가격이동효과의 증척성

어떤 상황에서는 가격이동에 의한 시장왜곡행위가 오인유발행위에 의한 시장남용행위로서의 성립요건을 동시에 갖출 수도 있다. 이 경우 시장남용 조건 두가지가 동시에 충족된다.

(5) 안정조작행위: FSA의 안정조작규칙에 따른 안정조작행위에 대해서는 안전한 규정이 존재한다(Code 1.8.3, VIII. 1. (1) 참조).

VIII. 시장남용 참여의 요구 혹은 조장에 의한  
시장남용

FSMA 2000는 어떤 자가 시장남용에 해당하는 행위에 직접 참여하는 경우뿐만 아니라 타인으로 하여금 시장남용에 참여하도록 요구하거나 혹은 조장하는 행위도 규제한다.

1. 성립요건

타인에 대한 시장남용참여의 요구 또는 조장행위는 -

- (i) 요구자 또는 조장자 자신이 직접 참여했으면 시장남용이 될 수 있는 행위에 대하여
- (ii) 작위 또는 부작위로서 타인으로 하여금 참여하도록 ‘요구’(require)하거나 ‘조장’(encourage)하는 행위이다.

2. 가정적 시장남용의 판단(Code 1.9.4, CP 59 6.83)

첫 번째 요건은 가정적 상황(hypothetical situation)에서 요구 혹은 조장자의 행위가 정기이용자기준에서 볼 때 ‘기대된 행위기준’에 미치지 못하여 시장남용행위가 되는가 여부를 판단하는 것이다. 요구자 또는 조장자가 직접 참여했다면 시장남용에 해당할 수 있는가 여부를 판단함에 있어서, 요구자 또는 조장자의 지위에 있는 자에게 기대되는 전문지

식, 기술, 경험 등이 행위수준의 결정요소로서 고려되어야 한다. 여러 고려요소에 대한 자세한 설명에 대해서는 정기이용자기준을 설명하면서 살펴보았다.

### 3. 요구 또는 조장 (Code 1.9.5, CP 59 6.84)

두 번째 요건인 남용행위참여의 ‘요구’ 또는 ‘조장’은 적극적인 조치를 취하는 작위 혹은 적극적인 조치를 취하지 않는 부작위로서 할 수 있다 (FSMA 2000 s.123(1)(b)). 조치를 취하거나 취하지 않는 것이 요구 또는 조장에 이르는가 여부는 시장관행, 조장 혹은 요구자의 전문지식, 남용행위참여자에 대한 영향력 등 여러 가지 상황에 따라 결정된다.

#### 1) 요구 또는 조장의 예 (Code 1.9.3)

(a) 작위에 의한 경우: 회사 이사가 시장이용자에게 이용가능하지 않은 관련정보를 보유하고 있으면서 그 회사 종업원에게 그 정보와 관련된 투자상품 혹은 관련상품의 거래를 지시하는 경우

(b) 부작위에 의한 경우: 사용자가 자신의 종업원 혹은 기타 자신의 통제하에 있는 자가 시장남용에 참여하고 있다는 사실을 알면서도 그 자가 관련 남용행위를 계속하도록 허용하는 경우(만약 종업원이 사용자를 위하여 행위하고 있는 경우 그 사용자는 직접 시장남용에 참여하고 있는 것으로 간주할 수도 있다.)

#### 2) 요구, 조장의 형태

타인에 대한 요구 혹은 조장은 권고, 조언, 설득, 기타 타인을 자극하는 행위 등의 형태로 행해진다. 또 시장이용자가 동등한 조건에서 취득할 것으로 기대하는 정보를 공개하는 행위도 요구 또는 조장에 해당할 수 있다. 특히, 공개매수자가 공개매수 의도를 유포하기 전에 선별적으로 공개(selective disclosure)한 것은 타인에 대한 요구 또는 조장에 해당한다(Code 1.9.5).

#### 4. 매개기관의 조장 책임 : 수탁자의 책임 (Code 6.85 - 87)

매개기관은 지정시장에서 고객을 위하여 거래를 체결한다. 이러한 매개기관(intermediaries)의 지위는 여러 가지 어려운 문제를 야기하는데, 그 하나는 매개기관은 고객의 거래가 시장남용에 해당하지 않음을 확인할 의무를 지는가에 관한 것이다: 만약 매개기관이 고객의 거래가 시장남용에 해당하지 않음을 확인하지 않은 경우, 매개기관은 ‘고객에 대해’ 시장남용행위에 참여하도록 ‘조장’한 것으로 되는가? 다음의 경우가 한 예가 된다:

(a) 매개기관이

- (i) 고객을 위한 거래의 효과가 문제된 시장을 왜곡하거나 그 투자의 가치에 대한 오인을 유발할 가능성이 있고,
- (ii) 그 거래에 정당한 상사적 이유가 없음이 분명한 것을 알고도 고객을 위한 거래를 실행한 경우

(b) 매개기관이 고객의 주문이 시장이용자에게 이용가능하지 않은 내부정보에 기한 주문인 것을 알고도 고객을 위한 거래를 실행한 경우

지금까지 FSA는 매개기관이 고객과 통모한 경우가 아닌 한 남용행위에 참여한 고객만이 규제대상이 된다고 생각했다. 하지만 일정한 RIE의 규칙은 RIE 회원(매개기관)들에게 고객의 주문에 대한 책임을 지도록 요구하고 있다. 이러한 경우라면 그 RIE의 정기이용자는 RIE 회원(매개기관)이 고객의 행위에 대해 또 거래의 성질에 대해 평가의무를 질 것이라고 기대할 수 있을 것이다. 이 경우 RIE회원(매개기관)의 고객에 대한 조장책임이 발생할 수 있다(FSA는 이 문제에 대한 자세한 지침을 나중에 공표할 예정이다 (Code 6.78)).

#### 5. 요구자 혹은 조장자의 이익취득 여부

요구자 혹은 조장자가 요구 또는 조장 대상자의 행위로부터 이익을 취하지 않은 경우에도 시장남용행위는 성립한다(Code 1.9.1).

## VIII. 규제규칙준수의 효력과 시장남용 성립 여부

FSMA 2000은 시장남용에 대해 두가지 제정법상 적용제외(statutory exceptions)를 인정한다. 하나는 앞에서 본 것처럼 Code에 시장남용에 해당하지 않는 행위이라고 서술된 방법(safe harbour: V. 7.)에 따라 행위하는 경우이다(FSMA 2000 s.122(1)). 두 번째는 규제규칙(regulatory rules)에 당해규칙을 준수하는 행위는 시장남용에 해당하지 않는다는 뜻의 조항이 포함된 경우, 그 규제규칙에 따라 행위하는 경우이다(FSMA 2000 s.118(8)). 또 FSMA 2000은 FSA로 하여금 City Code on Takeovers and Mergers를 준수하는 행위는 [일정한 경우 혹은 일정한 자에 의해 행해지는 경우] 시장남용에 해당하지 않는다는 뜻의 조항을 Code에 규정할 수 있게 한다(FSMA 2000 s.120(1)).

2000년 Code 초안은 이러한 제정법적 기준을 반영하여 FSA 규칙, RIE 규칙, 기타 다른 code of conduct 등을 준수하는 행위에 대해 일정한 효력을 인정한다. 하지만 각 규제규칙의 종류에 따라 그 효력은 달리 인정된다(CP 5959 1.11). ‘일정한’ FSA 규칙이나 RIE 규칙의 경우 안전항 지위가 인정되지만, 다른 경우에는 그 규칙의 준수 여부가 시장남용의 결정에 있어 고려되는 한 요소가 됨에 불과하다고 설명한다(Code 1.3.6).

### 1. FSA 규칙 준수와 시장남용행위 (Code 1.8.2-3, CP 59 7.1 - 7.5)

모든 종류의 FSA규칙이 안전항지위를 갖는 것은 아니다. FSMA 2000은 “규칙을 준수하는 행위는 시장남용에 해당하지 않는다는 뜻의 조항이 포함된 규칙”에 대해서만 안전항지위를 부여한다. 왜냐하면 자기자본규제규칙(capital adequacy rules)과 같은 FSA규칙들은 시장행위 규제와는 무관한 사항들을 다루고 있기 때문이다. 따라서 시장행위규제와 관련된 FSA 규칙만 안전항 지위를 갖게 되고, 그러한 FSA 규칙을 준수한 경우에만 시장남용규제의 자동적 적용제외를 인정받게 된다.

### (1) 안전항지위를 갖는 FSA규칙

2000년 Code 초안은 이러한 지위를 갖는 FSA규칙으로서 안정조작 규칙(Price Stabilising Rules), Chinese walls요건에 관한 정보통제 규칙(Control of Information Rules)을 들고 있다(Code 1.8.3). 상장규칙 (Listing Rules)에 대해서도 안전항지위가 인정되지만 상장규칙 전체가 아니고 규칙의 일정부분에 대해서만 안전항지위가 인정된다. FSA는 곧 질의절차를 밟아 상장규칙의 어느 부분에 대해 안전항지위를 인정할 것인가를 결정할 예정이다.<sup>10)</sup>

### (2) 안전항지위를 갖지 않는 FSA규칙의 준수 (Code 1.3.6)

위의 경우를 제외하면, FSA규칙을 준수했다고 하여 그 행위가 시장남용에 해당하지 않는다고 확신해서는 안된다. 왜냐하면 이러한 규칙들은 구체적으로 시장남용 행위를 규제대상으로 한 것이 아니기 때문이다. 하지만 FSA규칙준수 사실은 시장남용성립 판단에 있어 긍정적으로 고려될 수 있을 것이다.

### (3) 안전항지위를 갖지 않는 FSA 규칙의 위반

동일한 이유에서, FSA 규칙을 위반했다는 것만으로 시장남용이 있었다고 추정되지는 않는다. 하지만 FSA규칙위반 사실은 시장남용성립 판단에 있어 부정적으로 고려될 수 있다.

## 2. RIE규칙준수와 시장남용행위 (CP 59 8.1 - 8.3)

각 RIE(Recognised Investment Exchanges)가 제정한 규칙은 시장행위와 직접적으로 관련이 있는 규칙이다. 따라서 RIE 회원들은 RIE규칙을 준수한 모든 시장행위에 대해 안전항이 이용될 수 있기를 기

---

10) 상장규칙은 FSA의 일반적 규칙제정권(rule-making powers : FSMA 2000 Part X)의 행사에 의해서 제정되는 것이 아니고 UK Listing Authority(FSMA 2000 Part VI)의 자격에서 제정된 것이다.

대한다. 그런데 RIE규칙은 RIE가 제정하고 규칙준수여부의 결정도 RIE가 책임을 진다. 따라서 RIE규칙준수에 대해 안전항지위가 부여되게 되면, 시장남용에 대한 판단을 RIE가 맡는 결과가 된다. 하지만 FSMA 2000는 시장남용 규제와 시장남용 판단을 원칙적으로 FSA의 임무로 규정하고 있다. 따라서 만약 해당 RIE규칙이 포괄적으로 규정되어 있거나 RIE가 규칙해석에 있어 상당한 재량을 갖고 있는 경우라면, 이것은 포괄적 안전항지위를 부여하는 것이 될 수 있고, 이는 FSA가 위임범위를 초과하여 권한을 위임한 것에 해당할 수 있다. 따라서 RIE 규칙을 준수하는 RIE 회원들에게 안도감을 주면서도 시장남용여부에 대한 최종판단은 FSA가 유보할 수 있는 조화방안이 필요하게 된다.

FSA가 Code 초안에서 취하고 있는 조화방법은 두 가지이다. 하나는 명백히 정의된 일정한 상황에서는 RIE규칙 준수가 시장남용에 대한 안전항으로 이용될 수 있다고 Code에 명시한 것이다. 다른 하나는 RIE 규칙 준수여부는 시장남용 판단에 있어 한 고려요소가 된다고 규정한 것이다(정기이용자의 고려요소에 대해서는 IV. 3. (3) 참조).

#### (1) 안전항지위를 갖는 RIE 규칙

2000년 Code 초안이 명시적으로 안전항지위를 인정한 RIE 규칙은 cross trades에 관한 IPE Rules G5와 G6, LIFFE Rule 4.5(Code 1.6.25), 가격제시(price quotation)에 관한 LSE Rule 2.33(Code 1.6.26) 그리고 long position holder에 관한 LME Rules(Code 1.7.15)등이다.

#### (2) 안전항지위를 갖지 않는 RIE 규칙

안전항지위를 갖지 않는 RIE 규칙의 준수 혹은 위반의 효과에 대해서는 안전항지위를 갖지 않는 FSA 규칙의 준수 혹은 위반에 관한 설명이 동일하게 적용된다.

### 3. City Code의 준수와 시장남용행위

Takeover Panel은 공개매수가 진행되는 모든 과정을 독립적으로 규제한다. 그런데 Panel 의 규제대상이 되는 위법행위가 FSA의 규제대상인 시장남용행위에도 해당할 수 있다. FSA는 두 규제체제가 중첩되는 부분이 있음을 인정하고, FSA의 시장남용행위 규제필요성 때문에 Panel 의 공개매수규제의 효율성이 저해되어서는 안된다고 생각한다. 따라서 FSMA 2000은 FSA에 대하여 City Code의 특정조항을 준수하는 행위는 시장남용에 해당하지 않는다는 안전항지위를 Code에 규정할 수 있도록 하고 있다(s.120(1)). FSA는 이러한 안전항조항을 Code에 규정하기 전에 재무부의 허락을 얻어야 하고, 안전항조항이 Code에 규정된 경우 Panel로부터 City Code 해석과 운영 방법에 관하여 보고를 받도록 하고 있다 (s.120(2), (3))

FSA는 불필요하게 공개매수과정에 개입하지 않아야 한다고 생각한다. Panel이 문제의 위법행위에 대해 적절한 조치를 취할 수 있는 한, FSA는 시장남용행위 규제체제하에서의 규제권한을 행사하지 않을 것이다. 예외적으로 시장남용 규제권한을 행사하는 경우에도 항상 Panel 과 협력할 것이다. Panel과 FSA 간의 협조방안에 대한 자세한 것은 나중에 발간되는 집행안내서(Enforcement Manual)에 포함될 것이다. FSA와 Panel은 2000년 7월 현재 어떤 조항을 안전항으로 Code에 규정할 것인가를 놓고 협의중이다.

## IX. 시장남용 규제체제와 다른 FSMA 규제체제와의 관계

Code의 어떤 내용도 법적 규제적 의무 위반행위를 적법하게 하거나 허용하는 것은 아니다. 특히 Code의 어떤 내용도 다른 FSA규칙, RIE 규칙, 기타 관련규칙을 수정하거나 변경하는 효력은 없다. 따라서 어떤 행위가 Code 하에서 시장남용에 해당하지 않는 경우에도 다른 규제체제 하에서 규칙위반이 될 수 있다.

## 1. 시장남용 규제체제와 다른 FSMA 규제체제

규제목적상 ‘시장참여자’의 시장남용행위를 규제대상으로 하는 시장남용 규제체제(FSMA 2000 Part VIII)는 ‘영업인가자’(authorised persons)의 영업행위(regulated activities)를 규제대상으로 하는 인가자 규제체제(FSMA 2000 Part VI)와 규제대상자 및 규제대상행위를 달리 한다. 마찬가지로 ‘역할승인자’(approved persons)의 통제역할(controlled function)을 규제대상으로 하는 역할승인자 규제체제(FSMA 2000 Part V)도 규제목적상 시장남용 규제체제와는 별도로 운영된다. 따라서 시장남용행위에 해당하지 않는 행위라도 인가자 규제체제 혹은 역할승인자 규제체제를 위반했을 수 있고, 혹은 시장남용행위에 해당한 행위라도 다른 FSMA 규제체제는 위반하지 않았을 수도 있다. 하지만 인가자 규제체제 혹은 역할승인자 규제체제는 영업인가 혹은 역할승인을 받은 자에 대해 높은 수준의 시장행위기준을 요구하기 때문에 그 행위수준을 준수하는 행위가 시장남용에 해당되는 경우는 흔치 않을 것이다.

시장남용 판단의 맥락에서 다른 규제체제하에서 제정된 FSA 규칙을 준수한 효과가 어떠한 것인가에 대해서는 앞에서 살펴보았다(VIII. 1. (2)).

## 2. 시장남용 규제체제와 형벌체제

시장남용행위에 대한 민사적 행정적 규제체제와는 별도로 Criminal Justice Act 1933, Part V와 FSMA 2000 s.397은 내부자거래규제와 오인유발행위규제에 관한 별도의 형법적 구성요건을 갖고 있다(이 가운데 FSMA s.397에 대해서는 뒤에서 살펴본다).

### (1) 시장남용 규제와 형사소추의 조정

어떤 행위는 시장남용 규제체제의 규제대상이 되면서 동시에 FSMA 2000 s.397의 위반이 되거나 혹은 Criminal Justice Act, 1993 Part V의 위반이 될 수 있다. 이러한 경우 FSA 뿐만 아니라 여러 형

사소추기관들도 관할권을 갖게 된다. FSMA는 재무부로 하여금 이러한 상황이 발생한 경우 관련 감독기관 혹은 소추기관이 취해야 할 협조조치를 설명하기 위한 지침서면을 발행할 수 있게 한다(s.130(1)). 재무부는 이 지침서면을 발행하기 전에 Attorney - General 의 동의를 얻어야 한다(s.130(2)).

## X. 시장남용에 대한 예방적 조치와 교정적 조치

### 1. FSA의 예방적명령 신청과 법원의 심사

FSMA 2000은 법원에 대하여 두가지 종류의 예방적 가처분명령권을 부여한다. 하나는 어떤 자가 시장남용에 참여할 가능성이 있거나 혹은 시장남용에 참여한 자의 시장남용이 계속 혹은 반복될 가능성이 있는 경우, 그 자에 대한 ‘시장남용 참여’를 유지하는 명령권이다. 다른 하나는 어떤 자가 시장남용에 참여해 자신의 재산을 처분 기타 거래를 할 가능성이 있는 경우, 그 자에 대한 ‘재산의 처분 기타 거래’를 유지하는 명령권이다. 이러한 유지명령권은 High Court에 전속한다(s.381(5)).

법원의 예방적 명령을 구하는 신청은 FSA가 할 수 있다. FSA는 어떤 자에 의한 시장남용참여의 우려가 있는 경우, 혹은 시장남용에 참여하고 있는 자의 시장남용이 계속 혹은 반복될 우려가 있는 경우, 법원에 대하여 시장남용 참여를 유지하는 명령을 신청할 수 있다(s.381(1)). FSA는 또 어떤 자가 시장남용에 참여했거나 혹은 참여해 자신의 재산을 처분 기타 거래를 할 가능성이 있는 경우, 법원에 대하여 그의 모든 자산에 대한 처분 기타 거래를 유지하는 명령을 신청할 수 있다(s.381(3)(4)).

### 2. FSA의 교정적명령 신청과 법원의 심사

FSMA 2000은 또 법원에 대하여 시장남용이 일어난 경우 그 남용을 제거하기 위한 교정적 명령권을 부여한다(s.381(2)). 이러한 교정명령권도 High Court에 전속한다. 이러한 교정명령을 법원에 구하는 신청

은 FSA가 할 수 있다. FSA는 어떤 자가 시장남용에 참여했거나 참여하고 있고 그 시장남용을 ‘제거하기 위해(to remedy) 취해질 수 있는 조치’가 존재하는 경우, 법원에 대해 그 자에 대한 조치를 명하도록 신청할 수 있다. 법원이 명할 수 있는 교정적 조치에는 시장남용의 효과가 확대되는 것을 방지하는 것뿐만 아니라 완화하는 조치(to mitigate)도 포함된다(s.381(6)). 광고에 대한 수정명령(correction order)은 이러한 완화조치의 예가 될 수 있다. FSA는 법원에 예방적 혹은 교정적 명령을 신청하면서 민사제재금부과명령도 같이 신청할 수 있다 (XI. 2. 참조).

## XI. 시장남용 관련자에 대한 제재조치

시장남용행위 관련자에 대한 제재를 위해 FSA가 취할 수 있는 조치는 두 가지가 있다. 하나는 FSA가 직접 시장남용 관련자에 대해 제재조치를 취하는 것이고, 다른 하나는 법원에 대해 관련자에 대한 제재명령을 신청하는 것이다. 전자는 시장남용 규제체제에 의한 행정규제조치라고 볼 수 있고, 후자는 사법부의 판단을 구하는 것이라고 볼 수 있다.

### 1. FSA의 제재조치 : 민사제재금의 부과와 남용행위참여 사실의 공표

FSA는 어떤 자가 시장남용에 이르는 행위에 참여하고 있다고 생각하거나 혹은 타인으로 하여금 시장남용에 참여하도록 요구 혹은 조장하고 있다고 생각하는 경우, 그 남용행위참여자 혹은 요구자 조장자에 대해서 민사제재금(penalties)을 부과할 수 있다(FSMA s.123(1)). FSA는 또 민사제재금부과에 대신하여 해당자의 시장남용행위 참여사실을 공표(publish a statement)하는 방안을 선택할 수도 있다(s.123(3)).

#### (1) 제재절차

FSA가 시장남용참여자, 참여요구자 혹은 조장자에게 민사제재금부과 혹은 참여사실공표 조치를 제안할 경우, 먼저 경고통지(warning no-

notice)를 보내야 한다(s.126(1)). 민사제재금 경고통지에는 민사제재금 액수를 기재해야 하고 사실공표 경고통지에는 공표될 내용을 설명해야 한다(s.126(2), (3)). 제재대상자는 경고통지에 대한 의견을 제출할 수 있는데, FSA는 행위자가 자신의 행위가 시장남용참여 혹은 참여요구나 조장에 해당하지 않는다고 믿을만한 합리적인 이유가 있다고 판단되거나, 혹은 그러한 행위에 해당하지 않도록 모든 조치를 취하고 상당한 주의를 기울였다고 판단되는 경우, 민사제재금을 부과하지 않을 수 있다 (s.123(2)). FSA가 민사제재금부과 혹은 참여사실공표 조치를 결정한 경우, 결정통지(decision notice)를 보내야 한다(s.127(1)). 민사제재금부과 결정통지에는 민사제재금액수를 기재해야 하고, 사실공표 결정통지에는 공표내용을 설명해야 한다 (s.127(2), (3)). 제재대상자는 FSA의 제재결정에 대해서 Financial Services and Market Tribunal에서 다툴수 있다(127(4)).

## (2) 민사제재금정책설명서

FSMA 2000은 FSA에 대하여 시장남용참여, 참여요구 혹은 조장 행위에 대한 민사제재금부과 및 부과액수에 관해 민사제재금정책설명서(statement of policy)를 발행하도록 요구한다(s.124(1)). 이 FSA정책서면에는 행위자가 자신의 행위가 시장남용참여, 참여요구나 조장에 해당하지 않는다고 믿을만한 합리적인 이유가 있거나, 혹은 행위자가 그러한 행위에 해당하지 않도록 상당한 모든 조치를 취하고 상당한 주의를 기울였다고 FSA가 간주할 수 있는 상황을 예시(indication of the circumstances)하여야 한다(s.124(3)). FSA는 이 정책설명서를 나중에 확정될 FSA 집행안내서(Enforcement Manual)에 포함시킬 예정이다.

FSA는 민사제재금정책설명서의 발행에 앞서 제안된 정책설명서 초안을 대중의 눈에 가장 잘 띄는 방법으로 출판하여야 한다(s.125(1)). 출판된 정책설명서 초안에는 제안된 초안에 대한 의견표명이 행해질 수 있는 기한이 명시되어야 하고, FSA는 최종 정책설명서를 발행하기 전에 위 절차에 따라 표명된 의견을 반드시 고려하여야 한다(s.125 (2), (3)).

## 2. 법원의 제재조치 : 민사제재금부과명령

FSMA 2000은 FSA가 법원에 대해 시장남용에 대한 예방적 명령이나 교정적 명령(앞의 X. 참조) 혹은 원상회복금 지급명령(뒤의 XII. 참조)을 신청할 경우, 시장남용 관련자에 대한 민사제재금부과명령도 같이 신청하도록 허용한다(s.129(1)). 이 경우 법원은 시장남용 관련자에 대한 민사제재금부과가 적절하다고 생각하는 경우, 적절하다고 생각되는 금액의 민사제재금을 FSA에 지급하도록 명할 수 있다(s.129(2)). 따라서 예를 들어 FSA가 유지명령과 더불어 민사제재금부과명령을 함께 신청한 경우, 법원은 관련자에 대해 시장남용참여의 유지를 명하면서 동시에 민사제재금 부과를 명할 수 있다.

## 3. 제재조치와 원상회복 조치와의 관계

FSA에 의한 경우이든 법원에 의한 경우이든 간에 제재조치로서 부과된 민사제재금은 FSA에 귀속되어 FSA의 규제비용으로 사용된다. 뒤에서 보겠지만 원상회복조치로서 FSA에 지급된 원상회복금은 FSA가 다시 시장남용피해자에게 지급 혹은 분배해야 한다는 점에서 제재조치로서 부과된 민사제재금과 성질이 다르다.

## XII. 시장남용 피해자에 대한 원상회복 조치

시장남용 피해자의 원상회복을 위해 FSA가 취할 수 있는 조치는 두가지가 있다. 하나는 FSA가 직접 시장남용 관련자에 대해 원상회복금 지급을 명하는 것이다. 다른 하나는 법원에 시장남용 관련자에 대한 원상회복금 지급명령을 신청하는 것이다. 전자는 시장남용 규제체제에 의한 행정규제조치라고 볼 수 있고, 후자는 피해자를 위한 FSA의 대위소송이라고 볼 수 있다.

## 1. 법원의 원상회복금 지급명령 : FSA의 대위소송

FSMA 2000은 법원에 대해 시장남용 참여자, 참여요구자, 혹은 조장자에 대한 원상회복금 지급명령권을 부여한다. 이러한 원상회복금 지급명령권은 High Court에 전속한다(s.383(7)). 법원에 대해 원상회복금 지급 명령을 구하는 신청은 FSA가 할 수 있다.

### (1) 신청요건

(a) 관련자가 (i) 시장남용에 참여했거나 혹은 (ii) 자신이 직접 참여했다면 시장남용이 될 수 있는 행위에 대하여 작위 또는 부작위로서 타인에게 참여하도록 '요구'(require)하거나 '조장'(encourage)했고,

(b) (i) 시장남용 결과 이익이 관련자에게 발생하거나, 혹은 (ii) 시장남용 결과 손해나 다른 불리한 효과가 다른 사람들에게 발생한 경우

FSA는 '관련자'에 대해 적절한 금액을 FSA에 지급하도록 명할 것을 법원에 신청할 수 있다 (383(1), (2)):

### (2) 법원의 명령

법원은 FSA의 신청이 이상의 요건을 충족시키고 있다고 생각하는 경우, (b)(i)의 경우에는 발생한 이익, (b)(ii)의 경우 손해나 불리한 효과의 정도, (b)(i)과 (ii) 모두가 발생한 경우, 이익 그리고 손해나 불리한 효과의 정도 등을 고려한 적절한 금액(원상회복금)을 FSA에 지급하도록 관련자에 대해 명할 수 있다(s.383(4)). 하지만 법원은 관련자가 그의 행위가 시장남용참여, 참여요구 또는 조장에 해당하지 않는다고 믿을 만한 정당한 이유가 있거나, 혹은 이러한 행위가 되지 않도록 모든 조치와 주의를 기울였다고 생각하는 경우에는 관련자에 대한 원상회복금 지급을 명하지 않을 수 있다(s.383(3)).

### (3) 원상회복금의 수령자

FSA는 법원의 명령에 따라 관련자로부터 지급받은 원상회복금을 법원

이 지정한 ‘자격자’에게 지급하거나, 자격자가 수인인 경우 자격자들에게 분배하여야 한다(s.383(5)). 자격자는 법원이 판단하는 다음의 자 - 발생된 이익에 기여한 자, 혹은 손해 혹은 불리한 효과를 당한 자 - 를 말한다(s.383(10)). 결국 궁극적인 원상회복금의 수령자는 손해 혹은 불리한 효과를 당한 자 혹은 관련자의 이익발생에 기여한 자가 된다.

#### (4) 법원의 관련자에 대한 조사와 조치

법원은 FSA의 원상회복금 지급명령 신청을 받은 경우, (i) 관련자에게 이익이 발생했는지 여부, 발생한 경우 이익의 정도를 확정하기 위해, (ii) 다른 사람에게 손해나 다른 불리한 효과가 발생했는지 여부, 발생한 경우 손해나 불리한 효과의 정도 등을 확정하기 위해, 그리고 (iii) 어떠한 방법으로 원상회복금이 지급 혹은 분배되어야 하는지 등을 결정하기 위해, ‘관련자’에 대하여 필요한 설명이나 기타 정보를 요구할 수 있다(s.383(6)). 그리고 법원은 관련자가 제공하는 설명이나 기타 정보에 대해 지정된 방법으로 공증을 받을 것을 요구할 수도 있다(s.383(7)).

#### (5) 피해자에 의한 민사소송과의 관계

FSA의 원상회복금지급명령 신청은 시장남용행위와 관련된 다른 사람들의 소송제기권에 영향을 미치지 아니한다(s.383(9)).

## 2. FSA의 원상회복금 지급명령

### (1) 요건과 효과

FSA는 동일한 상황에서 법원에 명령을 신청하는 대신 직접 ‘관련자’에 대하여 ‘적정한 금액’을 ‘적격자’에게 ‘적절하다고 생각하는 방법’에 따라 지급하도록 혹은 적격자가 수인인 경우 분배하도록 명할 수 있다(s.384(1), (2)):

‘적정한 금액’은 FSA가 법원이 결정하는 것과 동일한 방법으로 결정한 적절한 금액(원상회복금)을 말한다(s.384(5)). 그리고 ‘적격자’는 발생된

이익에 기여한 자, 혹은 손해 혹은 불리한 효과를 당한 자를 말한다(s.384(6)). ‘적절한 지급 혹은 분배방법’은 FSA의 결정통지에 기재된다(s.386(2)(c)).

## (2) 원상회복금 지급명령 절차

FSA가 관련자에 대해 원상회복금 지급 혹은 분배를 명하기 위해서는 먼저 경고통지(warning notice)를 보내야 한다(s.385(1)). 경고통지에는 FSA가 관련자에게 명하고자 하는 지급금액 혹은 분배금액을 명시하여야 한다(s.385(2)). 관련자는 경고통지에 대한 의견을 제출할 수 있는데, FSA는 행위자가 자신의 행위가 시장남용참여, 참여요구나 조장에 해당하지 않는다고 믿을만한 합리적인 이유가 있다고 판단되거나, 혹은 그러한 행위에 해당하지 않도록 가능한 모든 조치를 취하고 상당한 주의를 기울였다고 판단되는 경우, 원상회복금 지급 혹은 분배를 명하지 않을 수 있다(s.385(4)). FSA가 원상회복금 지급명령을 결정한 경우, 결정통지(decision notice)를 보내야 한다(s.386(1)). 원상회복금 지급명령 결정통지에는 관련자가 지급 혹은 분배해야 할 액수를 기재해야 하고, 지급 혹은 분배의 방법을 기재해야 한다(s.386(2)). 원상회복금 지급명령을 받은 자는 FSA의 지급명령에 대해서 Financial Services and Market Tribunal에서 다툴수 있다(s.386(4)).

## XIII. 시장남용에 대한 형사제재

### 1. FSMA 2000 형벌체제의 연혁

내부자거래에 관한 형벌적 규제체제인 Criminal Justice Act 1993 Part V는 문제점이 있다고 지적되어 왔다.<sup>11)</sup> 하지만, 시세조종행위에 관한 형벌적 규제체제인 Financial Services Act 1986 s.47(오인유

11) Criminal Justice Act 1993의 내부자거래 규제체제의 문제점으로는 집행가능성이 많이 지적되었다. 특히 법 시행초기 내부자거래 조항의 문언이 불명확성을 야기했다고 한다. 물론 지급은 조항의 문언과 내용에 대한 명확성이 크게 증대되었다.

발에 관한 죄)는 시세조종행위에 대해 적절히 대응해 왔다고 평가된다. 물론 시세조종행위의 경우에도 s.47(오인유발에 관한 죄)로서 형사처벌된 사례가 많지 않아 집행가능성(enforceability)에 대한 문제점이 지적되고 있지만, FSMA 2000은 기존의 Financial Services Act 1986 s.47의 형벌적 규제체제를 그대로 답습하고 있다. 이하에서는 FSMA 2000에 규정된 시세조종행위에 대한 형사처벌요건과 방어방법을 간단히 살펴본다.

## 2. 시세조종행위에 관한 범죄유형

### (1) 오인을 유발하는 진술 등에 관한 죄

section 397

- (1) (a) 중요한 점에서 오인을 유발하거나 혹은 잘못된 것임을 알고서, 설명이나 약속 혹은 예측을 행하거나, 혹은  
(b) 설명이나 약속 혹은 예측과 관련하여, 혹은 다른 방법으로, 중요한 사항을 부정직하게 은폐하거나, 혹은  
(c) 중대한 과실로서 중요한 점에서 오인을 유발하거나 혹은 잘못된, 설명이나 약속 혹은 예측을 행한, 사람이
- (2) (a) 타인 (설명이나 약속 혹은 예측의 상대방인가 여부에 관계없이) 에 대해, 관련합의(relevant agreement)<sup>12)</sup>의 체결이나 체결의 청약을, 혹은 체결이나 체결의 청약의 중지를, 혹은 관련투자에 의해 부여된 권한의 행사 혹은 행사의 중지를, 유도할 목적으로 그 설명이나 약속 혹은 예측, 혹은 중요사항의 은폐 행위를 행한 경우, 혹은  
(b) 그 설명이나 약속 혹은 예측 혹은 그 사항의 은폐가 타인에 대

12) s.397 (9) "Relevant agreement" means an agreement-

(a) the entering into or performance of which by either party constitutes an activity of a specified kind or one which falls within a specified class of activity ;and

(b) which relates to a relevant investment...

(14) "Specified" means specified in an order made by the Treasury. [밑줄은 필자가 가한것]

해, 관련합의의 체결이나 체결의 청약을, 혹은 체결이나 체결의 청약의 중지를, 혹은 관련투자에 의해 부여된 권한의 행사 혹은 행사의 중지를, 유도할 수 있다는 점에 대하여 중대한 과실이 있는 경우, 범죄가 성립한다.

(2) 오인을 유발하는 행위 등에 관한 죄

section 397 (3)<sup>13)</sup>

- (a) 관련투자의 가격이나 가치 혹은 그 시장에 대하여 오인을 유발하게 하는, 행위를 하거나 혹은, 행위 과정에 참여한자가
- (b) 그러한 오인을 유발하게 함으로서 타인에 대해, 그 투자의 취득 처분 양수 혹은 인수, 혹은 그러한 행위의 중지를, 혹은 그 투자에 의해 부여된 권리의 행사 혹은 행사 중지를, 유도할 목적으로 행위한 경우, 범죄가 성립한다.

(3) 진술요건, 행위요건

FSMA 2000 s.397은 두가지 종류의 범죄에 관해 규정하고 있다. s.397(1), (2)는 오인을 유발하게 하는 진술(즉 설명, 약속, 예측) 혹은 은폐행위에 관해 규정하고 있고, s.397 (3)은 오인을 유발하게 하는 행위(혹은 행위과정)에 관해 규정하고 있다. 그런데, 진술 혹은 은폐는 행위 혹은 행위과정이 될 수도 있으므로, 하나의 진술(행위)에 대해서 s.397(1), (2)와 s.397(3)이 중첩적으로 적용될 가능성이 있다. 그런데 이러한 중첩적 적용가능성은, S.397(1)은 “진술이나 은폐”에 대해서 부정직 혹은 중과실등의 입증을 요구하는데 비해, s.397(3)(a)는 “행위 혹

---

13) section 397(3) Any person who does any act or engages in any course of conduct which creates a false or misleading impression as to the market in or the price or value of any relevant investments is guilty of an offence if he does so for the purpose of creating that impression and of thereby inducing another person to acquire, dispose of, subscribe for or underwrite those investments or to refrain from doing so or to exercise, or refrain from exercising, any rights conferred by those investments.

은 행위과정”에 대해서 이러한 요건들을 요구하지 않기 때문에, 해석상 어려움을 야기한다: 즉 정직한 진술(행위)는 s.397(1)에 의해서는 범죄가 될 수 없지만, s.397(3)에 의해서는 범죄가 될 수 있게 된다.

#### (4) 목적요건

오인을 유발하는 “진술 혹은 은폐”가 범죄로 성립되기 위해서는, 그 진술 혹은 은폐가 타인을 법문에 열거된 행위로 유도할 목적을 갖고 행해지거나 또는 타인을 열거된 행위로 유도할 수 있다는 점에 대해 중과실이 있어야 한다(s.397(2)). 그에 반해 오인을 유발하는 “행위 혹은 행위과정”이 범죄로 성립되기 위해서는, 그 행위 혹은 행위과정이 타인을 법문에 열거된 행위로 유도할 목적을 갖고 행해져야 한다(s.397(3) 후문).

### 3. 방어방법

s.397(1)(a)를 이유로 소추된 자는 자신의 진술이 가격안정조작규칙 혹은 정보통제규칙(VIII. 1. (1) 참조)에 따라 행해졌다는 것을 입증함으로써 자신을 방어할 수 있다(s.397(4)).

s.397(3)을 이유로 소추된 자는 자신의 행위가 언급된 사항에 관하여 잘못된 오인을 유발하지 않는다고 믿을 만한 이유가 있음을 입증하거나, 투자의 가격을 안정시킬 목적으로 가격안정조작규칙에 따라 행위했음을 입증하거나, 혹은 정보통제규칙에 따라 행위했음을 입증함으로써 자신을 방어할 수 있다(s.397(5)).

### 4. 형량

오인유발에 관한 죄를 이유로 약식기소된 경우, 6월 이하의 징역형, 혹은 제정법상 한도를 넘지 않는 벌금형, 혹은 병과되고(s.397(8)(a)), 정식기소된 경우 7년 이하의 징역형, 혹은 벌금형, 혹은 병과된다(s.398(8)(b)).

## 참고문헌

### <단행본>

- 김건식, 『증권거래법』, 두성사 (2000).
- 박상희, 김명연, 『과태료제도의 현황과 개선방안』, 한국법제연구원 연구보고 94-8 (1994).
- 박영도, 박수현, 『과징금제도의 현황과 개선방향』, 한국법제연구원 연구보고 93-1 (1993).
- 오준근, 『조세의 금전지급의무제도의 투명성제고를 위한 법제정비방안』, 한국법제연구원 연구보고 98-5 (1998).
- 장영민, 조영관, 『경제범죄의 유형과 대처방안』, 한국형사정책연구원 연구보고서 92-14 (1993).
- Cox, Hillman & Langevoort, Securities Regulation—Cases and Materials, Aspen Law & Business (2d ed. 1997)
- Lomnicka & Pow, Encyclopedia of Financial Services Act, Sweet & Maxwell (1994).
- Loss, Fundamentals of Securities Regulation, Little, Brown and Company (2d ed. 1988).
- Loss & Seligman, 3 Securities Regulation, Little, Brown and Company (3rd ed. 1991).
- Soderquist, Securities Regulation, The Foundation Press, Inc. (3rd ed. 1994).
- Zufferey, Regulation of Trading Systems on Financial Markets, Kluwer Law International Ltd. (1997)
- 神崎克郎, 『證券取引の法理』 商事法務研究會 (1987).
- 鈴木竹雄・河本一郎, 『證券取引法(新版)』 有斐閣 (1984)
- 野村證券柱式會社法務部, 用村和夫 編, 『注解證券取引法』 有斐閣 (1997).
- 田中誠二, 堀口 亘, 『全訂コメンタル證券取引法(増訂版)』 勁草書房 (1990).
- 證券法制研究會, 『逐條解説證券取引法』 商事法務研究會 (1995).

부 록 : 영국의 시장남용 규제체제

河本一郎, 大武泰男, 『證券取引法讀本(第3版)』 有斐閣 (1998).

<논 문>

박삼철, “우리나라 시세조종행위 규제에 관한 고찰”, 『증권조사월보』 제 216호 (1995.4)

박삼철, “유가증권 불공정거래규제에 관한 비교법적 고찰—내부자거래·시세 조종행위규제를 중심으로”, 『증권조사월보』 제216호 (1994.12)

박삼철, “유가증권 불공정거래의 효율적 규제방안—입법론을 중심으로”, 『증권조사월보』 제230호 (1996.6).

박정유, “민사제재금(Civil Money Penalties)제도에 관한 고찰—미국의 ‘34년 증권거래법을 중심으로’, 『증권조사월보』 제233호 (1996. 9)/ 제235호 (1996.11).

박 준, “시세조종행위의 규제”, 『인권과 정의』 제230호 (1995.10).

장영민, 조영관, “증권범죄의 현황과 형법적 대응”, 『형사정책연구』 제22호 (1995.7)

Comment, “Market Manipulation and the Securities Exchange Act”, 46 Yale L. J. 624 (1937).

Ferrara, Ferrigno and Darland, “HardBall! The SEC’s New Arsenal of Enforcement Weapons”, 47 Bus. Law. 33 (1991).

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

Goldstein, Ramshaw and Ackerson, “An Investment Masquerade: A Descriptive Overview of Penny Stock fraud and the Federal Securities Laws”, 47 Bus. Law. 773 (1992).

Levine, Mathews, Citra and Dana, “Manipulative Practices: Past, Present, and Future”, ALL\_ABA Postgraduate Course in Federal Securities Law (1990.6.18)

- Lowenfels, “Section 9(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 (1991).
- McCabe, “Puppet Masters or Marionettes: Is Program Trading Manipulative Defined by the Securities Exchange Act of 1934?”, 61 Fordham. L. Rev. s207 (1993).
- Thel, “The Original Conception of Section 10(b) of the Securities Exchange Act”, 42 Stan. L. Rev. 385 (1990).
- Thel, “\$85,000 in Six Minutes—The Mechanics of Securities Manipulation”, 79 Cornell L. Rev. 219 (1994).
- Thel, “Regulation of Manipulation under Section 10(b): Security Prices and the Text of the Securities Exchange Act of 1994”, 1988 Colum. Bus. L. Rev. 359 (1988).
- 加賀讓治, “英美法における相場操縦規制の展開(第1回-第24回)”, 『國際商事法務』 Vol.22 No.11・No.12 (1994)/ Vol.23 No.1・No.2・No.3・No.4・No.5・No.6・No.7・No.8・No.10・No.11 (1995)/ Vol.24 No.1・No.2・No.5・No.6・No.7・No.8・No.9・No.10(1996)/ Vol.25 No.2・No.3・No.5・No.6 (1997).
- 古山正明, “日本ユニシス株相場操縦事件の検討”, 『商事法務』 No.1378, (1995.1.25).
- 芳賀良, “相場操縦の目的要件について”, 『一橋研究』 18卷 4號 (1994.1.).
- 神崎克郎, “日本 ユニシス株相場操作事件”, 『商事法務』 No.1493 (1998.6. 15)
- 神崎克郎, “現實取引による相場操縦”, 『法曹』 44卷 3號 (1992).
- 神崎克郎, “協同飼料事件の最高裁決定”, 『商事法務』 No.1366 (1994.9.15).
- 證券取引審議會不公正取引特別部會, “相場操縦的行為禁止規定のあり方の検討について(中間報告書)”, 『商事法務』 No.1275 (1992.2.15).

부 록 : 영국의 시장남용 규제체제

佐々木史郎, “株價操作—變動操作と安定操作 (協同飼料株價操作事件)”, 『判例タイムズ』 No.775 (1992. 4. 1).

芝原邦爾, “協同飼料相場操縦事件最高裁決定”, 『ジュリスト』 No.1063 (1995.3.15).

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役の責任』, 有斐閣 (1997).

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 (1993.12.25).

證券取引法研究會, “相場操縦規制の再検討”, 『インベストメント』 (1995. 8)

川口恭弘, “株價維持操作と相場操縦規制”, 『近代企業法の形成と展開 (奥島孝康教授還暦記念)』 第2巻, 成文堂 (1999).

#### <자 료>

금융감독원, 증권시장의 불공정거래 사례 (1999. 6)

증권감독원 조사총괄국, 불공정증권거래판례집 (1997. 9)

協同飼料株價操作事件第1審判決, 『判例時報』 1138號 (1985.2.21)

協同飼料株價操作事件控訴審判決, 『判例時報』 1305號 (1989.5.21)

協同飼料株價操作事件上告審決定, 『判例時報』 1507號 (1994.12.11)

藤田觀光株價操作事件判決, 『判例タイムズ』 No.817 (1993.8.1)

日本ユニシス柱式相場操縦事件判決, 『資料版 商事法務』 No.128 (1994.11).

三菱地所相場操縦事件, 『判例時報』 1020號 (1982.1.1)

日本鍛工株式會社相場操縦事件, 『判例時報』 1048號 (1982.9.21)