

자본시장법상 시장질서 교란행위

- 구성요건의 분석과 주요 위반사례의 검토 -

김태진 (교수, 고려대 법학전문대학원)

I. 개관

1. 도입 배경

구성원들이 서로 일정한 내용을 약속하고 그것을 준수하는 것, 혹은 그것을 준수 하리라는 강한 믿음, 신뢰야말로 구성원 간의 정치적, 경제적 시스템을 안정적으로 뒷받침하는 핵심이 된다. 전체 시스템이 이러한 구성원의 책임과 의무로 유지될 때 구성원은 그 시스템 속에서 안전과 질서를 보장받는다.¹⁾

증권 불공정거래는 자본시장의 가격형성기능을 해치고 나아가 자본시장 내 구성원 간의 신뢰를 심각하게 훼손하는 행위이므로 자본시장이라는 전체 시스템을 보호하기 위해 증권 불공정거래를 규제하는 것은 불가피하다. 이에 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 “자본시장법”)에 따라 불공정거래의 혐의자에 대해서는 엄중한 형사책임을 부과하는 것을 원칙으로 해 왔다. 또 민사적으로는 그 불공정거래행위로 인해 형성된 가격으로 거래를 한 자 등이 입은 손해 역시 배상할 책임이 인정된다(자본시장법의 배상책임 관련 특칙: 제175조, 제177조, 제179조).

증권 불공정거래의 혐의를 인지하고, 이를 조사 내지는 수사하는 것은 금융위원회(증권선물위원회), 금융감독원 및 검찰(서울남부지방검찰청 증권·금융 수사부서 등), 한국거래소(시장감시위원회) 등 4개의 기관을 주축으로 이루어진다.²⁾

그러나 죄형법정주의에 따라 그 구성요건을 엄격하게 해석, 적용하는 과정에서, 실제로 시장에 미친 악영향이 매우 컸음에도 불구하고 구성요건 해당성이 부정되어 아무런 형사책임을 묻지 못하거나(예컨대 기소유예·불기소처분을 받거나 설령 기소되더라도 무죄판결을 받는 등), 기소되더라도 집행유예 등의 경미한 수준의 처벌을 받는 사례가 많아 기존의 증권 불공정거래 규제는 개선이 필요해 보였다.

특히 미공개 중요정보 등 이용행위(내부자거래)는 정보전달경로 선상에 있는 여러 단계의 정보수령자 중 회사관계자 등으로부터 직접 미공개 중요정보를 받은 자(1차 정보수령자)만으로 처벌범위를 한정하고 있어(자본시장법 제174조 제1항 제6호), 2차 정보수령자를 포함한 그 이후의 정보수령자들을 처벌할 수 없다는 점이 문제점으로 자주 지적되었다.³⁾

● 이 논문은 2019년 2월 15일 경영법률학회 동계학술대회에서 주제발표된 바 있다.

1) 조던 B. 피터슨 (강주현 옮김), 「12가지 인생의 법칙 - 혼돈의 해독제」, (메이븐, 2018), 364-365면.

2) 예컨대, 한국거래소의 보도자료 「불공정거래규제기관 합동워크샵」 2018년 9월 18일자 참조: <http://moc.krx.co.kr/board/MOC05030000/bbs#view=428> (2019년 2월 2일 최종방문).

3) 현실적으로 미공개정보는 여러 단계를 거치면서 확산되지만 기존의 미공개중요정보이용행위 규제로는

또 자본시장법 제176조에서 금지하고 있는 시세조종행위들은 행위 양태 뿐 아니라 주관적 요건으로서 일정한 목적성을 요하고 있음으로 인해,⁴⁾ 조사기관 내지는 수사기관이 행위자의 내심에 속하는 목적성을 의심의 여지 없이 증명하기란 쉽지 않은 데다, 금지되는 행위 유형을 열거하는 형태로 규정되어 있어 여기에 해당하지 않는 행위(특히 인공지능 기반의 초고빈도매매 등 신종 기법을 이용한 행위 등)는 시세에 부당한 영향을 분명히 미쳤음에도 불구하고 처벌이 어려운 사례가 많았다.⁵⁾

물론 비정형적인 사기적 행태를 규제하기 위해 구 증권거래법상으로 포괄적 사기

2차 정보수령자 이후의 정보수령자의 경우 이들을 공범으로도 처벌할 수 없다. 신동방 사건(2002년)에서 검찰이 정보제공자와 2차 정보수령자를 공범으로서 기소하였고 제1심, 제2심 법원은 이를 긍정하였으나, 대법원은 2인 이상의 서로 대항된 행위의 존재를 필요로 하는 범죄에서는 별도의 처벌규정이 없는 한 그 상대방에 대해 공범에 관한 형법총칙의 규정이 적용이 있을 수 없으므로 공범관계도 성립하지 않는다고 보았다(대법원 2002. 1. 25. 선고 2000도90 판결). 그러나 이후 대법원은 파루사건(2009년)에서 1차 정보수령자가 정보를 수령하여 그 정보를 거래에 막바로 이용하는 행위에 2차 정보수령자가 공동가담하였다면 그 2차 정보수령자를 1차 정보수령자의 공범으로 처벌할 수 있음을 긍정한 바 있다(대법원 2009. 12. 10. 선고 2008도6953 판결). 즉 대법원은 “(당시 증권거래법 제188조의2 제1항의) 다른 금지행위인 1차 정보수령자가 1차로 정보를 받은 단계에서 그 정보를 거래에 막바로 이용하는 행위에 2차 정보수령자가 공동 가담하였다면 그 2차 정보수령자를 1차 정보수령자의 공범으로 처벌할 수 있다”고 판시함으로써 ‘1차 정보수령자로부터 1차 정보수령과는 다른 기회에 정보를 다시 전달받은 2차 정보수령자의 이용행위’와 ‘1차 정보수령자의 이용행위에 2차 정보수령자가 공동가담하는 경우’를 구별하여 후자는 공범으로 처벌할 수 있다는 논리를 세웠다(이에 대해 구별기준이 불명확하다는 비판으로서, 윤광균, “내부자거래에서의 2차 정보수령자와 공범관계” 법조(2012. 5.) Vol. 668 (법조협회, 2012), 126면 등).

더구나 CJ E&M사건(2014년)에서 1차 정보수령자인 애널리스트들로부터 정보를 제공받은 자산운용사의 펀드매니저(2차 정보수령자)를에 대해 내부자거래로 처벌하지 못하게 되자 이러한 규제에 공백은 많은 비판을 받았다: 관련하여 김정수, 내부자거래와 시장질서 교란행위, SFL그룹, 2016, 348-350면 등.

- 4) 목적성 요건은 위법성이 없는 정상적인 거래를 시세조종행위 규제에서 제외하기 위하여 마련되었다. 현행 자본시장법 제176조에 의한 행위유형별 목적성 요건은 다음과 같다.

<표 1> 시세조종행위의 목적

행위유형	목적성요건	비고
위장거래 (가장·통정매매)	오인목적(매매가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 타인으로 하여금 그릇된 판단을 하게 할 목적)	타목적공존여부/주된 목적여부불문, 미필적 인식만으로 충분, 실제 오해 유발여부 불문.
현실거래	유인목적(매매를 유인할 목적)	상동: 한 번의 대량 매도주문, 고가 매수주문, 물량소진 매수주문, 허수 매수주문, 시·종가 관여 매수주문, 상한가 매수주문(상한가굳히기), 시장가 매수주문 등도 포함 가능.
허위표시	유인목적(매매를 유인할 목적)	-
불법 시세고정·안정	시세고정·안정 목적	이 조항은 시세조종에 해당되지 않는 안정조작 등을 일정한 범위 내 허용하려는 취지이므로 타 유형으로도 처벌가능.
현선연계	부당한 이득목적(부당한 이익을 얻거나 제삼자에게 부당한 이익을 얻게 할 목적)	-

- 5) 인간의 오감과 의한 인식과 작동 대신에 컴퓨터의 알고리즘을 기반으로 하는 고빈도거래나 스캘핑, 기타 IT산업의 기술발전으로 인해 새로운 유형의 거래기법이 등장함에 따라 이들 행위가 시세에 부당하게 영향을 미침에도 불구하고 위법성의 정도가 형사처벌 수준에 이르지 못하여 기존 형사책임의 틀만으로는 규제할 수 없는 경우가 등장하게 되었다.

행위 금지조항(구법 제188조의 4 제4항)을, 또 자본시장법을 제정하면서 사기적인 거래 전반에 대한 ‘부정거래행위’ 금지 조항(제178조 제1항 제1호) 등을 마련하여 대응하고자 하였으나, 이 또한 형사처벌을 전제하고 있어 다양한 행위를 포섭하기에는 한계가 있었다. 더구나 일반 투자자의 증권 불공정거래는 시장감시위원회에 의한 자율규제의 대상도 아니므로 시장에서 보이는 일반 투자자들의 불건전한 행태를 전부 규제하기에는 기존의 형사처벌로는 부족하였다.⁶⁾

2014년 12월 10일 드디어 기존의 증권 불공정거래 규제체계의 한계와 문제점을 보완할 목적으로⁷⁾ 자본시장법 일부 개정을 통해 ‘시장질서 교란행위’를 금지하는 규정(자본시장법 제178조의 2)이 도입되었다(2015년 7월 1일부터 시행).⁸⁾ 이로써 비록 형사적인 처벌수준에는 이르지 못하더라도 시장의 신뢰를 훼손한 불건전한 거래행위에 대해 형사처벌이 아닌 행정제재로서의 과징금을 부과함으로써 신속하고도 실효적으로 대응할 수 있게 되었다. 따라서 증권 불공정거래는 (i) 미공개 중요정보 등 이용행위 및 시세조종행위에 대한 개별적인 규제와 (ii) 시장질서 교란행위로서의 규제, 그리고 (iii) 이들 규제 사이에 발생할 수 있는 공백을 메우기 위한 포괄조항(catch all)으로서의 부정거래행위(자본시장법 제178조 제1항 제1호) 규제 등으로 대응하게 되었다.⁹⁾

2. 기존 증권 불공정거래 규제에 대한 보완

시장질서 교란행위는 (i) 내부자거래 규제를 보완하기 위한, 정보이용형 교란행위와 (ii) 시세조종행위 규제를 보완하기 위한, 시세관여형 교란행위 등 2가지 유형으로 구성된다.

먼저 종전의 내부자거래 규제를 보완하는 점으로서, 첫째, 종전에는 규제하지 않았던 자들까지도 대상으로 한다는 점을 들 수 있다. 2차 정보수령자 이후에 정보를 전달받는 여러 단계의 다차 정보수령자뿐 아니라, 회사관계자가 아닌, ‘자신의 직무와 관련하여 정보를 생산하거나 알게 된 자’ 등의 외부인도 규제대상에 포함된다.

둘째, 기존에는 처벌하지 않았던, ‘외부정보’를 이용한 경우도 정보이용형 교란행위의 범주에 포함시켰다는 점이다.¹⁰⁾ 이로써 상장법인의 외부에서 생성되었으나 주

6) 시장감시위원회에 의한 자율규제는 금융투자업자 및 거래소 회원사에 국한된다(변제호·홍성기·김종훈·김성진·엄세용·김유석 공저(이하 6인 공저), 정남성·김은집 감수, 「자본시장법 (제2판)」, (지원출판사, 2015) 748면). 다만 한국거래소가 정한 불공정거래 모니터링 시스템은 동시호가 시간 내에 의심이 드는 주문이 있을 경우 해당 증권회사가 일반 투자자에 대해 유선통보, 서면통보, 수탁거부등록 등의 조치를 하는 것은 가능하지만 어느 정도로 실효성이 있는지는 의문이다.

7) 같은 취지로 안현수, “자본시장법상 불공정거래행위 과징금 제도에 대한 고찰과 개선과제” 증권법연구 제19권 제3호 (2018. 12), 99면.

8) 김정수, 앞의 책, 346면.

9) 이러한 지적을 한 문헌으로, 김학석·김정수, 「자본시장법상 부정거래행위」(SFL그룹, 2015), 306면.

10) 이러한 한계를 보완하기 위해 장내파생상품의 대량보유 보고 관련 시세에 영향을 미칠 수 있는 정보 이용금지 규제(자본시장법 제173조의 2 제2항), 기타 공개매수, 대량취득·처분 관련 미공개정보이용금지 규제(제174조 제2항 및 제3항)를 신설하였으나 여전히 완전하게 이 문제를 해결하지 못하였다.

가에 영향력이 큰, 시장정보, 정책정보, 언론정보 등을 이용한 거래에 대해서도 불특정 다수인이 알 수 있도록 공개되기 전에 이용한다면 시장질서 교란행위로서 규제된다.

마지막으로 해킹, 절취, 기망, 협박 그 밖의 부정한 방법으로 정보를 알게 된 자의 정보이용행위(형법이나 정보통신망보호법령 등 타 법령에 의한 처벌은 논외)도 시장질서 교란행위 규제 대상으로 포섭시켰다는 점을 들 수 있다.

다음으로, 시세조종행위 규제에 대한 보완을 위해 종전에는 목적성이 없어 시세조종의 정도에는 미치지 않았다고 판단한 행위였으나 자본시장의 안정성을 저해하는, 시세를 교란하는 여러 유형의 행위들((i)허수호가 주문제출행위, (ii)가장매매, (iii)조세회피·손익이전 목적의 통정거래, (iv)기타 풍문유포·거짓계책 등의 행위)을 열거하여 ‘시세관여형 교란행위’로서 포섭하였다(자본시장법 제178조의 2 제2항).

<표 1> 전통적인 불공정거래행위와 시장질서 교란행위의 비교¹¹⁾

전통적 불공정거래행위			시장질서 교란행위		
	대상자	금지행위		대상자	금지행위
미공개 중요정보 이용	내부자, 주내부자 1차정보수령자	*회사내부정보 *미공개중요 정보이용	정보 이용형	*2차이후 다차수령자, *정보생성자, *해킹,절취,기 망,협박등부 정한방법의 정보취득자	*회사내부, 외부정보 *미공개 중요정보이용
시세조종	누구든지	목적성 있는 시세조종	시세 관여형	누구든지	목적성 없는 시세조종
부정거래	누구든지	부정한수단 계획,기교			

마지막으로 형사제재¹²⁾가 갖는 한계를 보완하기 위해, 시장질서 교란행위의 경우 자본시장법상 금융위원회가 행정제재로서 과징금을 부과할 수 있는 법적 근거를 마련하여 법원의 재판절차 없이 신속하게 제재·조치할 수 있다는 점이다(동법 제429조의 2).¹³⁾ 현행 자본시장법상 시세조종 등 불공정거래행위를 한 자에 대하여는 1년

11) 금융위원회, “‘시장질서 교란행위 규제’ 이해를 위한 설명회 개최 및 해설서 발간,” 2015. 5. 6.자 보도참고자료 내 언급된 해설서 「안전한 자본시장이용법」의 표(5면)를 토대로 수정을 가한 것임. 위 해설서는 아래 금융위원회 홈페이지의 홍보자료로서 게재되어 있음(최종 방문일자 2019. 2. 4.) : [https://fsc.go.kr/info/prf_view.jsp?bbsid=BBS0036&page=1&sch1=subject&sch2=&sch3=&sword=안전한 자본시장&r_url=&menu=7240000&no=30874](https://fsc.go.kr/info/prf_view.jsp?bbsid=BBS0036&page=1&sch1=subject&sch2=&sch3=&sword=안전한%20자본시장&r_url=&menu=7240000&no=30874)

12) 미공개 중요정보 이용행위나 시세조종행위, 부정거래행위 등을 한 자는 10년 이하의 징역 또는 그 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 1배 이상 3배 이하에 상당하는 벌금형에 처할 수 있고(동법 제443조 제1항), 징역형에 처하는 경우 벌금형을 반드시 병과하여야 하며(동법 제447조), 해당 행위를 하여 취득한 재산은 몰수하며, 몰수할 수 없는 경우에는 그 가액을 추징하도록 정하고 있다(동법 제447조의 2).

13) 제429조의2(시장질서 교란행위에 대한 과징금) 금융위원회는 제178조의2를 위반한 자에 대하여 5억원 이하의 과징금을 부과할 수 있다. 다만, 그 위반행위와 관련된 거래로 얻은 이익(미실현 이익을 포함한다. 이하 이 조에서 같다) 또는 이로 인하여 회피한 손실액에 1.5배에 해당하는 금액이 5억원

이상의 유기징역 또는 그 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 3배 이상 5배이하의 벌금형에 처하도록 하고 있고, 시장질서 교란행위를 한 자에 대하여는 과징금을 부과되 그 위반행위와 관련된 거래로 얻은 이익 또는 회피한 손실액을 기준으로 과징금을 부과하도록 정하고 있다.

이 때 시장질서 교란행위에 대해 과징금을 부과할 수 있는 한도는 5억 원으로 설정하되, 행위자의 부당이득금액이 5억 원을 초과하는 경우 그 액수의 1.5배에 상당하는 금액 이하의 과징금을 부과할 수 있도록 하고 있다.

이는 종래에 유사한 금전적 제재인 벌금형의 경우 그 위반행위로 얻은 이익(또는 회피한 손실액)의 1배 이상 3배 이하에 상당하는 벌금에 처한다고 규정하면서도, 동시에 그 위반행위로 얻은 이익(또는 회피한 손실액)이 없거나 산정하기 곤란한 경우 또는 그 위반행위로 얻은 이익(또는 회피한 손실액)의 3배에 해당하는 금액이 5억 원 이하인 경우에는 벌금의 상한액을 5억 원으로 정하고 있는 점(동법 제443조 제1항 단서) 등이 솜방망이 처벌이라는 비판이 있었기 때문이다.¹⁴⁾

3. 앞으로의 과제: 관련 자본시장법 개정안

시장질서 교란행위를 도입하고, 증권 불공정거래행위를 강력하게 규제하고 근절하겠다고 정부가 강력하게 의지를 표명했음에도 불구하고 여전히 실상은 그러하지 못한 듯 하다. 이에 증권 불공정거래 규제 전반에 대해서도 형벌에 추가하여 금전적 제재로서 과징금을 부과할 수 있도록 자본시장법의 개정을 제안하는 여러 건의 자본시장법 개정안이 현재 발의된 상태이다(예컨대 박용진 의원 대표 발의, 2017년 12월 8일).¹⁵⁾

특히 미공개중요정보이용행위, 시세조종행위 및 부정거래행위 등과 같은 불공정거래행위를 한 자에 대해 위반행위자들이 중대성이 크지 않다는 이유로 불기소되거나 기소된 혐의자 상당수에 대해 집행유예 이하의 판결이 선고되는 등 다른 경제사범들에 비하여 경미한 처벌에 그쳐 비판이 많았다. 이에 증권 불공정거래행위를 한 자에 대하여 형사처벌과 함께 금전적인 제재수단인 과징금을 부과할 수 있도록 함으로써 불공정거래행위에 대한 형사제재의 공백을 메우는 한편 부당이득을 환수하여 불공정거래행위 근절을 도모하기 위함이다.¹⁶⁾

을 초과하는 경우에는 그 이익 또는 회피한 손실액의 1.5배에 상당하는 금액 이하의 과징금을 부과할 수 있다.

14) 예컨대, “벌금 상한액이 5억원에 그쳐 솜방망이 처벌이라는 비판이 적지 않다. 자본시장법 제443조는 ‘위반행위로 얻은 이익을 산정하기 곤란한 경우 벌금의 상한액을 5억원으로 한다’고 명시했다. 조가조작으로 수십억, 수백억 원을 챙겼어도 재판에서 금액불상 처리되면 최대 5억원의 벌금만 받는 셈이다. 이 때문에 “주가조작범 입장에선 오히려 남는 장사”라는 우스갯소리도 나온다.” 이상의 내용은 송광섭, “[단독]시세조종으로 수익 챙겼는데...과징금 0원?” 매일경제 신문기사 (2018. 9. 14.자) 상세한 내용은 <http://news.mk.co.kr/newsRead.php?year=2018&no=582005> (최종 방문일자 2018. 2.10.)

15) 참고로 우리나라와 유사한 불공정거래행위 규제체계를 가진 일본의 경우 시세조종행위, 미공개중요정보이용행위, 부정거래행위 등 불공정거래행위에 대해서도 과징금납부명령이 가능하다(일본 금융상품거래법 제173조, 제174조, 제174조의 2, 제174조의 3 등).

향후 증권 불공정거래 규제에 패러다임이 어떻게 변화할지, 시장질서 교란행위 규제가 어느 정도로 활성화될지는 사례의 축적과 더불어 지켜볼 필요가 있다.

더불어 법원에서는 불공정거래행위 또는 시장질서 교란행위로 인한 부당이득액 산정기준이 불명확하여 불공정거래행위 등은 인정되지만 정확한 부당이득이 산정되지 않는다는 이유로 ‘불상의’ 부당이득만을 취득하였다고 보아 수사기관이 청구한 몰수, 추징 또는 과징금 부과를 선고하지 않는 사례가 다수 발생하고 있어 법률에서 불공정거래행위나 시장질서교란행위로 인한 부당이득액 산정방식을 정하는 내용으로 자본시장법 개정안 역시 2018년 10월 16일 제안되었다.¹⁷⁾

위 개정안의 제안이유서에 의하면 불공정거래행위나 시장질서교란행위로 인한 부당이득액 산정방식을 기본적으로는 그 위반행위를 통하여 이루어진 거래로 발생한 총 수입에서 그 거래를 위한 총비용을 공제한 차액으로 하되 각 유형별로 대통령령에서 산정방식을 정하도록 하여 법적 분쟁의 여지를 줄이고 범죄행위에 상응하는 형사처벌과 함께 철저한 범죄수의 박탈로 불공정거래행위와 시장질서교란행위를 근절하는 것을 목적으로 한다고 설명하고 있다.

그 밖에도 시장질서교란행위로 인한 부당이득에 대한 구체적인 산출방법을 대통령령으로 정하도록 규정하는 내용의 자본시장법 개정안 역시 2018년 11월 8일 제안된 상태이다.¹⁸⁾

4. 이 글의 구성

이하 시장질서 교란행위 규제(자본시장법 제178조의 2)의 각 구성요건별로 분석하면서 해석론을 전개하고 (II.항), 정보이용형과 시세관여형 교란행위 위반사례를 소개하면서 드러난 몇 가지 쟁점을 검토한다 (III.항). 그리고 시장질서 교란행위 규제와 기존 불공정거래 규제와의 조화로운 공생을 지향점으로 제시하였다.¹⁹⁾

16) 의안번호 2010734 제안자 박용진의원 등 10인

17) 국회의안정보시스템 www.likms.assembly.go.kr (의안번호 2015985, 제안자 박용진 의원 등 10인)

18) 의안번호 2016443, 제안자 이은재의원 등 10인

19) 이 글에서는 비교법적 고찰은 생략하였다. EU의 시장남용지침(Market Abuse Directive: Directive 2003/6 EC of the European Parliament and the Council of 28 January 2003 on Insider Dealing and Market Manipulation) 제정 이후 독일, 프랑스 등 EU 회원국은 과징금 부과 방식(행정제재)으로 시장남용행위를 규제하며, 호주는 금융서비스개혁법(Financial Services Reform Act, FSRA)상 미공개정보이용, 시세조종, 부정거래와 구분하여 매우 포괄적인 형태로서 시장질서 교란행위(Misleading or deceptive conduct: 금융상품이나 금융업 관련하여 허위 또는 오해를 유발하거나 사기적일 수 있는 행위)를 역시 행정제재로 규율한다. 규제방식의 패러다임에 대해 논의가 필요한 시점이다. 미국은 1934년 증권거래소법(Securities Exchange Act of 1934) 제10조(b)항과 이에 근거한 SEC Rule 10b-5를 통해 2차, 3차 정보수령자 등 다양한 불공정거래 유형을 규제하는데 1990년 증권개혁법(Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act) 제정으로 민사제재금(civil penalty) 부과가 가능해졌다(6인 공저, 앞의 책, 749-750면, 김정수, 앞의 책, 351-359면); 관련한 논의는 김병연, “내부자거래규제 관련 최근 판례의 동향: 정보수령자 규제에 관한 미국 법원의 판결의 시사점” 증권법연구 제17권 제1호, 한국증권법학회, 2016.; 오성근, “영국 금융감독청의 시장질서교란행위규제 및 과징금부과사례에 관한 검토”, 「국제법무」제8집 제1호, 제주대학교 법과정책연구원, 2016.; 맹수석, “개정 자본시장법상 시장질서 교란행위에 대한 법적 쟁점의 검토” 기업법연구 제30권 제1호, 한국기업법학회, 2016.; 신상우, “자본시장법상 내부자거래규제에 관한 개선방안:

II. 구성요건의 분석과 해석론

1. 정보이용형 교란행위

가. 규제대상인 ‘정보’

(1) 법문의 내용

자본시장법 제178조의 2에 의하면 정보이용형 교란행위에서 규정하고 있는 규제대상으로서의 ‘정보’는 다음과 같다:

가. 그 정보가 지정 금융투자상품의 매매등 여부 또는 매매 등의 조건에 중대한 영향을 줄 가능성이 있을 것
나. 그 정보가 투자자들이 알지 못하는 사실에 관한 정보로서 불특정 다수인이 알 수 있도록 공개되기 전일 것

(2) 매매등 여부 또는 매매등 조건에 중대한 영향을 줄 가능성이 있는 정보

우선 미공개중요정보 이용행위에서 이용이 금지되는 정보의 범위보다 더 넓다.

미공개중요정보 이용행위 규제는 기본적으로 상장회사의 업무 및 재무상황에 관한 정보로서 법인의 내부에서 생성된 정보로 한정된다. 따라서 해당 법인의 외부에서 형성된 정보를 이용하여 증권거래를 하여 주가에 큰 영향을 주더라도 미공개중요정보의 이용행위로는 규제할 수 없었다. 특히 시장정보(기관투자자의 대량 주문정보 등) 또는 외부정보(거액의 소송정보, 법원의 판결정보 등)를 활용하거나, 정책결정에 관여한 자가 정책정보(특정 종목 또는 업종의 매매 등 조건에 중대한 영향을 줄 수 있는 법령 제, 개정 정보, 금리·외화정책 중 산업경제 일반에 중대한 영향을 줄 수 있는 내용의 결정 정보 등)를 이용하여 주식거래를 한 경우가 관련하여 문제점으로 지적되었다. 정보이용형 교란행위에서는 이 점을 고려하여 정보의 성격이나 출처를 불문한다는 점에서, 자본시장법 제174조에 의한 규제대상정보보다 대상 범위가 더 넓다.

다만 법문상으로는 종래의 미공개중요정보에서 사용한 ‘투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보’(이하 ‘중요정보’라 한다)라는 표현 대신 ‘지정 금융투자상품의 매매등 여부 또는 매매등 조건에 중대한 영향을 줄 가능성’이라고 명시하고 있어 이것이 자본시장법 제174조의 중요성 기준과는 별개의 다른 기준인지는 명확하지 않다. 표현상 차이에 주목하여, 시장질서 교란행위에서의 정보의 중요성 개념을 달리 규정한 이유는 자본시장법 제174조의 중요성 요건을 낮추려고 한 취지이므로 양자는 다른 것으로 파악하는 견해도 있다.²⁰⁾

EU 시장남용규정을 중심으로” 증권법연구 제18권 제1호, 한국증권법학회, 2017. 등 참조.

20) 김정수, 앞의 책, 401면.

그러나 투자자가 매도(매수)할 것인지 여부를 결정하고, 또 그 매매의 조건(예컨대 주문가격 또는 주문수량)을 어떻게 결정할 것인지를 종합하여 인식하는 것이야말로 투자자의 투자판단의 핵심이다. 결국 ‘매매등 여부 또는 매매등 조건에 중대한 영향을 줄 가능성이 있는 정보’와 ‘투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보’는 같은 의미로 보아야 한다.²¹⁾

금융위원회의 입장 역시 정보이용형 교란행위를 설명하면서 정보의 성격이나 출처를 불문한다는 점을 강조하면서, 미공개중요정보이용행위 규제와 달리 지정 금융투자상품 등의 거래에 있어서 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 모든 미공개 중요정보의 이용을 금지한다고 설명하고 있다.²²⁾

따라서 기존의 판례대로 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 중요한 정보란 합리적인 투자자가 당해 유가증권을 매수 또는 계속 보유할 것인가 아니면 처분할 것인가를 결정하는 데 있어서 중요한 가치가 있는 정보, 바꾸어 말하면 일반투자자들이 일반적으로 안다고 가정할 경우에 당해 유가증권의 가격에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사실을 말한다.²³⁾ 합리적인 투자자라면 그 정보의 ‘중대성’과 사실이 발생할 ‘개연성’을 비교 평가하게 되며, 이 때 당해 거래에 관한 의사를 결정함에 있어서 중요한 가치를 지닌다고 생각하는 정보를 가리키지만, 그 정보가 반드시 객관적으로 명확하고 확실할 것까지 필요로 하지는 않는다.²⁴⁾

차이점은 정보의 성격, 출처를 불문한다는 점이므로, 정보의 중대성과 그 사실이 발생할 개연성을 충족한다면 정책정보, 시장정보 기타 외부정보 모두 여기에서의 규제대상 정보에 포함된다.²⁵⁾

(3) 미공개 정보

다음으로, 그 정보가 투자자들이 알지 못하는 사실에 관한 정보로서 불특정 다수인이 알 수 있도록 공개되기 전일 것을 요구하고 있다.

자본시장법 제174조에 의하면 미공개 요건으로서 ‘대통령령이 정하는 방법에 따라 불특정 다수인이 알 수 있도록 공개되기 전’으로 정하고 있는바, 법령상 시장의 불특정 다수인에게 공개되었다고 볼 수 있는 시점은, 먼저 적법한 공개권한이 있는 자(해당 법인 또는 그 자회사 등)가 ①법령에 따라 금융위원회 또는 거래소에 신고되거나 보고된 서류에 기재되어 있는 정보는 그 서류가 비치된 날부터 1일, ② 전자공시시스템을 통해 내용이 공개된 정보는 공개된 때부터 3시간, ③전국단위로

21) 다양한 외부정보의 중요성 여부를 판단하기 위해 기존과는 다른 표현을 사용한 것으로 보인다는 지적이 있다(김정수, 앞의 책, 402면).

22) 금융위원회·금융감독원·한국거래소·금융투자협회·한국상장회사협의회, 「안전한 자본시장 이용법-꼭 알아야 할 자본시장 불공정거래 제도 해설-」(금융위원회, 2015. 5.), 86면.

23) 대법원 1995. 6. 29. 선고 95도467 판결.

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

25) 금융위원회 등, 앞의 책, 86면.

보급되는 일간지나 경제신문에 게재된 정보는 게재된 날의 익일 0시부터 6시간, ④ 전국단위 지상파방송을 통해 내용이 방송되면 방송된 때부터 6시간, ⑤연합뉴스사를 통해 내용이 제공된 정보는 제공된 때부터 6시간이 지나간 때이며, 이 시점부터는 해당 정보는 공개된 것으로 보고 있다(시행령 제201조 제2항).

그러나 정보이용형 교란행위에서는 ‘투자자들이 알지 못하는 사실에 관한 정보로서 불특정 다수인이 알 수 있도록 공개되기 전’ 이라고만 규정하고 있을 뿐, 별도로 시장의 불특정 다수인에게 알려지는 주지기간을 따로 정하지 않고 있다. 해당 정보에 대해 공시의무를 부담하는 주체가 없거나 공시의무 자체가 존재하지 않을 수 있기 때문이다.²⁶⁾

자본시장법 제174조를 전제하고 있는 다차 정보수령자(제178조의 2 제1항 제1호가목)의 경우에는 위 주지기간의 내용을 참고할 수도 있겠으나, 기본적으로 정보이용형 교란행위의 경우 달리 준용규정이 없는 이상 자본시장법 시행령 제201조 제2항의 주지기간의 경과에 의해 해당 정보가 시장에 공개된 것으로 볼 수 없고 구체적인 정황과 사실관계에 비추어 판단해야 한다.

나. 적용대상자: ‘내부자’ 신분이 갖는 한계의 극복과 범위 확대

(1) 법문의 분석

정보이용형 교란행위 규제의 적용을 받는 대상자의 범위는 종래의 미공개중요정보 이용행위를 처벌하던 내부자 범위보다 확대되었다. 법문상 다음과 4가지 유형으로 구분된다(자본시장법 제178조의 2 제1항 제1호 가 내지 라목).

- | |
|---|
| 가. 제174조 각 항 각 호의 어느 하나에 해당하는 자로부터 나온 미공개중요정보 또는 미공개정보인 정을 알면서 이를 받거나 전득(轉得)한 자 |
| 나. 자신의 직무와 관련하여 제2호에 해당하는 정보(이하 이 호에서 "정보"라 한다)를 생산하거나 알게 된 자 |
| 다. 해킹, 절취(竊取), 기망(欺罔), 협박, 그 밖의 부정한 방법으로 정보를 알게 된 자 |
| 라. 나목 또는 다목의 어느 하나에 해당하는 자로부터 나온 정보인 정을 알면서 이를 받거나 전득한 자 |

그리고 정보수령자는 해당 미공개중요정보 또는 미공개정보가 “제174조 각 항 각 호의 어느 하나에 해당하는 자” 로부터 나온 사정을 알면서 이를 받거나 전득하였어야 한다. 자본시장법 제174조는 총 3개의 항으로 이루어져 있으며, 각 조항마다 내부자(임직원, 주요주주, 인허가권자, 계약체결자 등과 이들의 대리인·사용인 기타 종업원: 이하 달리 구분하지 않는 한, ‘내부자’ 라고 통칭한다)와 1차 정보수령자(예컨대, 동조 제1항 제6호)를 규정하고 있다.²⁷⁾

26) 김정수, 앞의 책, 403면.

27) 자본시장법 제174조 제1항의 경우 내부자(아래 1호부터 5호까지에 해당하는 자 및 이에 해당하지 아니하게 된 날부터 1년이 경과하지 아니한 자를 포함)와 1차 정보수령자(6호)까지를 규제대상으로 하고 있다(같은 항 1호 내지 6호):

1. 그 법인(그 계열회사를 포함한다. 이하 이 호 및 제2호에서 같다) 및 그 법인의 임직원·대리인으로

따라서 여기서 제174조 각 항 각 호에서 정하고 있는 18가지 경우에 속하는 자로부터 나온 미공개중요정보 또는 미공개정보인 정을 알았어야 한다. 정보의 출처에 대한 인식이 구체적일 필요는 없고, 해당 정보가 내부자로부터 나왔다는 사실을 인식할 수 있는 정도면 충분할 것으로 이해된다.

(2) 2차 정보수령자 이후 다차 정보수령자

(가) 다차 정보수령자: 단 1차 정보수령자는 배제

문언상으로만 보면 자본시장법 제178조의 2 제1항 제1호 가목의 대상자는, 내부자 (i) 또는 1차 정보수령자(ii)로부터 정보를 받거나 전득한 자이므로, (i) 내부자로부터 정보를 받거나 전득한 자라면, 1차 정보수령자와 그 전득자(2차 정보수령자)를 뜻하며, (ii) 1차 정보수령자로부터 정보를 받거나 전득한 자라면 2차 정보수령자와 그 전득자(3차 정보수령자)를 뜻한다고 해석할 수 있다. 그렇다면 1차 정보수령자는 제174조에서뿐만 아니라 정보이용형 교란행위에서의 대상자로 분류될 여지가 있다.

그러나 자본시장법 제178조의 2를 적용함에 있어서 제174조에 해당하는 경우는 배제되므로(자본시장법 제178조의 2 제1항 단서), 결국 1차 정보수령자에 대해서는 시장질서 교란행위가 아니라 미공개중요정보이용행위 금지규제(제174조)의 대상으로 보아야 한다.²⁸⁾ 금융위원회의 입장도 정보이용형 교란행위는 기존 불공정거래행위에 포함되지 않았던 2차, 3차 등의 다차 정보수령자를 규제하기 위함임을 밝혔고,²⁹⁾ 법원의 입장 역시 하급심 판결을 통해 파악한 결과 자본시장법 제174조 제1항 제1호 내지 제5호에 해당하는 자로부터 미공개중요정보를 받은 자(즉 1차 정보수령자)는 제174조 제6호에 해당하는 자로서 시장질서 교란행위에 관한 제178조의2 제1항 본문 제1호 가목 소정의 ‘받은 자’에는 포함되지 않는다고 보고 있다.³⁰⁾

서 그 직무와 관련하여 미공개중요정보를 알게 된 자

2. 그 법인의 주요주주로서 그 권리를 행사하는 과정에서 미공개중요정보를 알게 된 자

3. 그 법인에 대하여 법령에 따른 허가·인가·지도·감독, 그 밖의 권한을 가지는 자로서 그 권한을 행사하는 과정에서 미공개중요정보를 알게 된 자

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

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

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

또한 같은 조 제2항의 경우에는 공개매수예정자(그 계열회사 포함)를 중심으로, 같은 조 제3항의 경우에는 대량취득·처분을 하려는 자(그 계열회사를 포함)를 중심으로 위 내용과 유사하게 1호 내지 6호에 걸쳐 내부자 및 1차 정보수령자를 대상으로 규제하고 있다.

28) 같은 취지로, 김정수, 앞의 책 371-372면.

29) 금융위원회 보도자료 “시장질서 교란행위 규제를 위한 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 일부개정법률안 국무회의 통과” (2014. 12. 23.자) 3면.

http://www.fsc.go.kr/info/ntc_news_view.jsp?bbsid=BBS0030&page=1&sch1=subject&sword=&r_url=&menu=7210100&no=30174

나아가 라목에서는 제174조의 규제대상자가 아닌 나목과 다목의 자로부터 정보를 받거나 전득한 자까지도 규제하고 있으므로 이를 가목과 결합하여 본다면 정보수령자의 범위는 2차 정보수령자 이후의 다차 정보수령자까지로 확대되었다고 보아야 한다.³¹⁾

법문을 엄격하게 해석하여 2차 정보수령자로부터 다시 전달받은 3차 정보수령자까지로 해석함이 타당하다는 견해도 있다.³²⁾

(나) 정보의 출처에 대한 인식이 필요

또한 2차, 3차 등 다차 정보수령자는 앞서 본 바와 같이 (해당 정보가) ‘제174조 각 항 각 호의 어느 하나에 해당하는 자로부터 나온 사정을 알면서’ 수령하거나 전득하였을 것이 요구된다.³³⁾ 이 때 내부자 혹은 1차 정보수령자와 다차 정보수령자 사이에 직접적인 연관관계를 맺을 필요는 없고, 정보전달경로의 측면에서 다차 정보수령자로서는 해당 정보가 내부자로부터의 미공개 중요정보라는 점을 인식한 것으로 족하다. 최근 인터넷 게시판, 메신저, SNS, 스마트폰 등을 통하여 정보 전달 경로가 다양화되고 있는데, 이러한 매체를 통하여 취득한 정보라 하더라도 미공개 중요정보라는 점을 알면서 이를 전달받은 이상 동 정보를 이용하여 주식거래를 하거나 다른 사람으로 하여금 이용하게 할 경우 정보이용형 교란행위에 해당할 수 있다.³⁴⁾

물론 미공개 중요정보임을 알고는 있었지만, 자신의 거래에 이용하지 않았음을 행위자가 입증할 수 있다면 교란행위에 대한 책임으로부터 면책될 여지도 있다.³⁵⁾ 또한 선의의 투자자를 보호하고 불필요한 과잉 규제를 방지하기 위해 ①정보를 받거나 전달받기 전에 계약 등에 의하여 이미 거래가 예정되어 있었던 경우(그 정보 때문에 거래하게 되었다고 보기 어렵다), ② 법령에 따라 불가피하게 거래하거나 정부의 허가, 인가, 승인 등에 따라 거래하는 경우(해당 행위의 적법성·타당성이 이미 인정된 경우이다) 등 투자자 보호 및 건전한 시장질서를 해할 우려가 없는 일정한

30) 서울행정법원 2018. 7. 13. 선고 2017구합77398 판결 (이른바 ‘한미약품’ 사건).

31) 장근영, “내부자거래 규제범위의 확대-시장질서교란행위 및 정보전달행위와 거래권유행위를 중심으로-” 「경제법연구」 제15권 제3호(2016), 77면; 맹수석, “개정 자본시장법상 시장질서 교란행위에 대한 법적 쟁점의 검토” 기업법연구 제30권 제1호 (2016), 151면.

32) 이정수, “시장질서교란행위 도입과 관련한 몇 가지 쟁점들”, 「증권법연구」 제16권 제2호 (2015), 6-7면.

33) 따라서 누구라도 조회할 수 있는 종목게시판을 통해 정보를 얻은 경우나, 풍문 또는 투자분석결과를 전달받았다고 믿은 경우, 정보를 ‘우연히’ 알게 된 경우라면 내부자로부터의 미공개 중요정보라는 사정을 인식하였다고 보기는 어려우며, 나아가 자신의 투자판단으로 투자한 점이 확인되면 시장질서 교란행위로 규제되지 않는다(금융위원회, 안전한 자본시장 이용법, 44면 등).

34) 금융위원회·금융감독원·한국거래소·금융투자협회·한국상장회사협의회, 「안전한 자본시장 이용법-꼭 알아야 할 자본시장 불공정거래 제도 해설-」 (금융위원회, 2015. 5.), 44면.

35) 내부자 거래 규제의 기준으로서 정보의 ‘보유’기준과 ‘이용’기준이 있다. 우리나라는 미국과 마찬가지로 이용기준을 택하였으나, 미공개중요정보를 “보유”한 상태에서 거래하였다면 해당 정보를 이용한 것으로 추정하여 역으로 미공개 중요정보를 알고 있었지만 이용하지 않았음을 입증하도록 하는 것이 판례의 태도이다. 참고로 영국과 독일은 소유기준을 채택하였다.

행위 역시 규제대상에서 제외하고 있다(자본시장법 제178조의 2 제1항 단서, 동 시행령 제207조의 2).

(다) 과실에 의해 인식이 없는 다차 정보수령자 포함 여부

한편 2차 정보수령자를 포함한 다차 정보수령자가 해당 미공개중요정보 등이 내부자 등으로부터 나온 사정을 알지 못하였으나, 그와 같이 인식하지 못한 데에 과실 혹은 중과실이 인정된다면 정보이용형 교란행위로 규제할 수 있는지가 문제된다.

비교법적으로 보면 과실있는 정보수령자도 처벌하는 예가 있으므로 - 알았을 것으로 합리적으로 기대할 수 있는 경우(reasonably expect to know)' 까지 규제대상으로 하거나(영국), 포괄적인 해석(미국의 Rule 10b-5 등) 및 운용을 통해 행위자가 과실로 미공개 중요정보임을 알지 못한 경우까지도 포섭하고 있다 - 여기에서도 인식이 있는 경우뿐 아니라 인식하지 못한 데에 과실(중과실)이 있는 경우에는 시장질서 교란행위로 규제할 수 있다고 볼 여지도 있다.

금융위원회의 기본적인 입장은 명확하지 않으나, 전반적으로는 '과실에 의한 시장질서 교란행위'에 대해서도 과징금 부과가 가능하다는 입장이다.³⁶⁾

그러나 침익적 행정행위 역시 법문의 허용된 범위 내에서 합리적으로 해석되어야 하므로, 제178조의 2 제1항 제1호의 가목 내지 라목에서 규정한 바와 같이 "(이)를 알면서" 수령한 자 혹은 "알게 된" 자의 범위에는 과실로 인식하지 못한 경우까지 포함한다고 보기는 어렵다. 명백하게 행위자의 인식을 요구하고 있는데, 해석에 의해 과실있는 자까지 규율하는 것으로 파악하는 것은 법문의 허용된 해석범위를 넘는다. 따라서 미공개 중요정보 또는 미공개정보임을 알지 못한 자라면 설령 알지 못한 데에 과실이 있다고 하더라도 여기서의 대상자가 될 수 없다고 생각한다 (다만 행위자가 내심으로 형성한 의사 혹은 주관적 인식은 결국 구체적인 정황 증거에 의해 추정하는 방법으로밖에 증명할 방법이 없으므로 실제 사건에서는 인식하지 못한 데에 과실이 있는 경우와 인식이 있는 경우를 구별하는 것이 쉽지 않다).

과실에 의한 시장질서 교란행위는 예컨대 기준에 목적성 요건을 요하는 시세조종 행위와 달리 주관적 요건을 규정하지 않고 있는 시세관여형 교란행위에서 성립가능하다.

(라) 정보전달의 단계와 정보수령자의 인식

36) 금융위원회, 「안전한 자본시장이용법」 98면. "시장질서 교란행위의 경우 기존 불공정거래 규제에서 요구하는 고의 또는 목적 등이 없거나 명백하게 입증되지 않더라도, 그 행위 결과 시세에 부당한 영향을 미치거나 줄 우려가 있다고 인정된다면 행정벌인 과징금이 부과될 수 있습니다. 이는 시장의 건전한 질서에 막대한 해를 끼쳤음에도 그 행위가 고의가 명백히 입증되지 않았거나 과실에서 비롯되었다는 이유로 제재를 하지 않는다면 건전한 시장질서 유지와 투자자 보호를 위한 시장질서 교란행위 규제제도가 유명무실화될 우려가 있기 때문입니다. 따라서, 단순 실수에 따른 것이거나 위법성 인식이 낮은 경우 등이라 하더라도 시장질서 교란행위에 해당할 수 있습니다"

그렇다면 정보전달경로 선상에 다차 정보수령자가 다수 존재할 때 중간에 미공개 중요정보임을 인식하지 못한 행위자가 존재하나(위에서 본 바와 같이 인식 없는 선순위 정보수령자는 불가별이라고 전제할 때), 이후 단계의 다차 정보수령자는 그것이 내부자 등으로부터 나온 미공개 중요정보임을 인식한 경우 인식 있는 후순위 정보수령자를 시장질서 교란행위로 규제할 수 있을지가 문제될 수 있다(예컨대 내부자-악의의 1차 정보수령자-선의의 2차 정보수령자-악의의 3차 정보수령자로 이어지는 정보전달경로에서의 3차 정보수령자).

이 점을 다룬 선례는 아직 없지만, 미국의 경우 리모트 정보수령자의 경우 앞선 정보수령자를 처벌할 수 없는 경우라면 그 이후의 모든 정보수령자는 내부자거래의 책임이 동일하게 면제된다는 점을 근거로 하여 미국과 같이 처벌요건으로서의 정보전달체인이 끊어진 것으로 보아 처벌할 수 없다고 구성할 수도 있다.³⁷⁾

그러나 내부자와 정보수령자의 관계를 대항관계로 파악하고 있는 대법원의 입장을 고려할 때 시장질서 교란행위의 규제대상자에 해당하는지 여부는 각 행위자별로 판단되어야 하고, 그렇다면 설령 2차 정보수령자는 인식이 없었다고 하더라도 3차 정보수령자는 그 정보가 내부자로부터의 미공개 중요정보임을 인식한 것이라면 3차 정보수령자는 시장질서 교란행위의 규제대상자가 될 수 있다고 본다(사건).

과거에 회사 내부자로부터 정보를 받는 과정에서 아무것도 모르는 하수인을 중간에 끼워 넣고 정보를 수령하는 등의 방법을 통해 2차, 3차 정보수령자를 처벌할 수 없었던 범망의 헛점을 교묘히 이용하여 내부자거래규제를 빠져나갔던 것처럼, 정보전달 경로상 앞선 자의 위법한 행위를 전제로 해서 뒤의 자의 위법성이 성립한다는 관점을 유지하게 되면, 시장질서 교란행위와 관련해서도 아무것도 모르는 하수인을 중간에 개입시켜 범망을 피할 우려가 있다.

따라서 다차 정보수령자가 여전히 해당 정보가 내부자 등으로부터 나온 미공개 중요정보라는 점을 알고 취득하여 이용하거나 다른 사람에서 전달하여 이용하게 하였다면, 시장질서 교란행위의 규제대상자로 보아야 한다.³⁸⁾

(3) 직무 관련 정보생산자 또는 이를 알게 된 자

정보이용형 교란행위의 규제대상자는 회사 관계자 등으로 한정되지 않는다.

즉 ‘직무와 관련하여 정보를 생산한 자’란, 회사관계자가 아닌, 누구나 자신의 직무와 관련해서 정보를 생산하면 여기에 해당할 수 있다는 의미로 읽힌다.³⁹⁾ 다만 선의의 투자자는 보호하고 과잉 규제가 되지 않도록 법문상 그 정보의 생산과 ‘직무 관련성’을 요구하고 있으나, 그 직무의 종류, 유형, 내용을 불문하고 있으므로 사실상 정보생산자의 직무관련성은 (어떠한 경우이든) 폭넓게 인정될 것으로 이해된다. 대형 기관투자자의 펀드매니저가 운용 관련 전략정보를 작성하여 이용한 경우

37) 김정수, 앞의 책, 376면.

38) 금융위원회도 같은 입장으로 보인다(금융위원회 등, 앞의 책, 43면 참조).

39) 같은 취지로, 김정수, 앞의 책, 378-379면.

(외부정보)나 정책을 결정하는 공무원이 정부 정책 정보를 이용한 경우(정책정보) 등 대부분의 정보는 직무와 관련하여 생산된 것으로 볼 수 있기 때문이다.

한편 ‘직무와 관련하여 정보를 알게 된 자’란, 직접 정보를 생산한 자는 아니지만 직무와 관련하여 정보를 지득한 자를 의미한다.

직무관련성에 대해, 투자자의 투자판단에 중요한 영향을 미치는 미공개중요정보이면 업무관련성을 불문하고 규제대상 정보가 되고, 이러한 정보를 생산하거나 알게 된 자는 모두 규제대상에 포함된다는 견해도 있다.⁴⁰⁾

이 경우는 정보의 지득과 직무관련성이 인정되어야 하므로 직무관련성 자체가 범위를 한정하는 데에 기여한다. 오히려 해당하지 않는 경우를 떠올리면 의미가 더 분명히 파악될 것이다. 예컨대 식당의 종업원이 고객에게 음식을 서빙하는 중에 평소 잘 알고 있는 상장법인의 임원들의 대화를 우연히 듣고서 중요정보를 알게 되어 위 정보를 이용하여 해당 회사의 주식을 매수(매도)한 경우, 커피자판기 관리를 위해 상장법인을 방문한 커피공급업체 직원이 휴게실에서 직원들의 대화를 우연히 듣고 해당 회사의 미공개 중요정보를 알게 되어 해당 회사의 주식을 매수(매도)한 경우처럼, 자신의 직무 수행의 본질적 내용과는 전혀 무관하게 우연한 기회에 미공개 중요정보를 알게 된 경우는 여기에 해당하지 않는다고 보는 것이 금융위원회의 입장이다.⁴¹⁾

그런데 직무 수행의 본질적 내용과는 무관하다는 이유로 규제대상에서 제외하는 것이 바람직한지는 고민해 볼 필요가 있다.

오히려 금융당국은 한미약품 시장질서 교란행위 위반사례(2017년 5월)에서 임원간 대화를 우연히 듣게 된 △△회사 광고팀 직원(戊)에 대해 정보이용형 교란행위에 해당함을 이유로 과징금을 부과한 바 있다.⁴²⁾ 戊에 대한 과징금 부과 적용법조로서 증권선물위원회의 의결서에 의하면 戊를 그 법인의 임직원, 대리인, 즉 ‘내부자’라고 판단한 것으로 보인다(위 △△회사는 여기서 그 상장법인의 계열회사로 추측된다). 내부자의 경우에도 직무관련한 정보의 취득임을 전제하고 있으므로 직무관련성의 의미를 직무수행의 본질적 부분에 국한하지 않고 직무수행과 직, 간접적으로 밀접하게 관련이 있으면 직무관련성은 인정된다고 보아야 한다. 직무수행과정에서 우연히 정보를 알게 된 자 역시 규제대상이 된다고 해석하여야 한다. 따라서 스스로 정보를 생산한 자와 달리 정보수령자의 경우에 그 정보의 지득에 있어 직무관련성을 해당 직무의 본질적 부분에 대한 것으로 좁게 해석하는 것은 동일한 문구가 정보생산자를 수식하는지, 정보수령자를 수식하는지에 따라 상이하게 해석하는 결과가 되어 동일한 문구를 이중적 잣대로 해석하는 것이 바람직한지 의문이다.

미국의 내부자거래 규제방식은 신인의무이론과 부정유용이론으로 구별되는데, 특

40) 성희활, “2014년 개정 자본시장법상 시장질서교란행위 규제 도입의 함의와 전망”증권법연구 제16권 제1호 (2015), 153면; 맹수석, 앞의 논문, 152면..

41) 금융위원회 등, 앞의 책, 133면. 지지하는 견해로, 예컨대 김정수, 앞의 책, 381-382면, 384-385면 등.

42) 금융위원회, “00약품 시장질서교란행위자 대규모 과징금 부과조치” 2017. 5. 24.자 보도자료 참조.

히 연방대법원 판례인 United States v. O' Hagan, 521 U.S. 642 1997에서 인정된 부정유용이론(misappropriation theory)의 법리는 거래대상증권을 발행한 회사와 일정한 신인관계(fiduciary relation)를 갖지 않는 자의 미공개중요정보 이용행위를 규제하기 위하여 등장한 이론으로서, 거래대상 증권을 발행한 회사와 신인관계가 없는 자라 하더라도 증권의 가격에 영향을 미치는 미공개중요정보를 이용한 경우에는 회사 및 주주에 대한 신인의무가 아니라, 그에게 정보를 제공한 ‘정보의 원천(source of information)’에 대한 신인의무를 저버림으로써 Rule 10b-5를 위반한 것이 된다고 해석한다.⁴³⁾ 증권의 거래상대방에 대한 신인의무를 위반한 것이 아니라, 정보의 원천(고용주)에 대한 비밀유지의무를 위반함으로써 그를 기망한 것으로 보는 것이다.

다만 전반적으로 볼 때 정보이용형 교란행위 규제는 미국 판례법상 부정유용이론의 한계점을 극복한 것으로 평가할 수 있다.

우선 부정유용이론을 적용하면 정보를 생산한 정보원 자신이 그 정보를 이용한 경우에는 누구에 대한 신인의무 위반도 수반하지 않으므로 처벌대상이 되지 않는다. 그러나 투자자문업자, 증권분석가, 언론매체 종사자, 투자 관련 웹사이트 운영자 등 업계에서 어느 정도 영향력이 있는 자가 특정 주식을 다량으로 선행매수한 다음, 증권방송 등을 통해 그 증권을 유망종목으로 소개하면서 강력히 추천하고 그에 따라 시장가격이 상승하면 즉시 차익을 남기고 매도하는 행위(이른바 스캘핑행위)와 같이, 정보생산자가 스스로 정보를 생산한 다음 이를 이용하여 주식매매를 할 경우 자본시장의 공정성과 효율성이 손상될 수 있어 규제할 필요성이 인정된다.⁴⁴⁾ 현행 자본시장법상 시장질서 교란행위 규제는 규제대상자에 직무관련 정보생산자를 포함하고 있으므로, 용이하게 이러한 정보생산자들의 스캘핑행위를 시세관여형 교란행위로 규제할 수 있게 된다.⁴⁵⁾

또 정보수령자가 사전에 정보생산자로부터 해당 정보를 이용할 것을 허락받았다면 부정유용이론에 의하면 솔직한 정보이용거래는 기망적 요소가 없으므로 처벌이 불가능하지만, 자본시장법상 시장질서 교란행위는 정보수령자가 정보생산자로부터 허락을 받았는지 여부를 구별하고 있지 않다(다시 말하면 허락 여부와 상관없이 정보수령자의 정보이용행위는 규제대상이 될 수 있다).⁴⁶⁾

43) 장근영, “내부자거래 규제범위의 확대 - 시장질서 교란행위 및 정보전달행위와 거래권유행위를 중심으로-” 경제법연구 제15권 3호(2016), 74-75면. “부정유용이론에 따르면 미공개정보이용으로 손해를 입은 거래상대방에 대해 기망이 성립하는 것이 아니라 정보이용자에게 신뢰를 두고 있던 자, 즉 정보원의 신뢰가 손상되면서 그에 대하여 기망이 성립하게 된다”

44) 주식투자 관련 인지도가 있는 자가 증권방송에 출연하여 유망종목을 추천하면서 저지른 스캘핑행위에 대해, 최근 대법원은 주식매매와 관련하여 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 동시에 주식시세의 변동을 도모할 목적으로 위계를 사용하였음을 근거로 자본시장법 제1항 제1호 및 제2항에 해당한다고 판단하여 형사책임을 인정한 바 있다(대법원 2017. 3. 30. 선고 2014도6910 판결).

45) 장근영, 앞의 논문, 75면.

46) 장근영, 앞의 논문, 75면.

(4) 해킹 등 정보도용자

기존의 제174조에 의하면 법문상 해당 법인의 임직원이 회사의 업무와 관련하여 취득한 경우이거나 계약상대방이 계약을 진행하는 과정에서 정보를 얻은 경우 등 ‘직무와 관련하여 취득’ 한 경우에만 미공개 중요정보이용행위에 해당하는 것으로 한정하고 있다. 따라서 직무관련성 없이 정보를 입수한 경우까지는 미공개 중요정보 이용행위로 처벌하기 어려웠다. 더구나 해킹이나 퇴직자⁴⁷⁾에 의한 절도 등의 방법으로 부당하게 정보를 취득하였다면 그 정보 취득과 직무관련성이 없어 실제 시장에 미치는 영향이 컸음에도 불구하고 미공개 중요정보이용행위로 처벌할 수 없었다(물론 이 경우 형법 등 다른 법률의 적용을 받는 것은 논외로 한다).

그러나 뒤의 대상자 요건의 내용(자본시장법 제178조의 2 제1항 제1호 나목과 다목)을 종합하면, 정보를 스스로 생성한 자(예컨대 주식 대량취득 예정의 기관투자자)가 스스로 생성한 외부정보뿐 아니라 해킹 등 부정한 방법을 통해 나온 정보이더라도 정보이용형 교란행위에서의 규제대상인 ‘정보’에 해당한다는 점에서 정보 취득시 직무관련성 요건은 완화되었다고 할 수 있다.

다. 정보의 이용행위

(1) ‘정보의 이용’

자본시장법상 정보이용형 교란행위로서 금지되는 행위는 미공개 중요정보 또는 미공개정보를 “지정 금융투자상품”의 “매매, 그 밖의 거래에 (직접) 이용하거나 타인에게 이용하게 하는 행위”이다.

여기서 말하는 ‘(정보를) 이용하여 직접 거래한다’는 의미는 기존의 미공개 중요정보이용행위 규제에서의 ‘이용’과 동일하다. 따라서 미공개 중요정보를 지득한 상태에서 증권을 거래하였는데 그 정보가 증권의 거래 여부, 거래시점, 거래량, 가격 등 거래조건의 결정에 하나의 요인으로 작용하여 만일 그러한 정보를 알지 못하였다면 내렸을 결정과 다른 결정을 내리게 함으로써 영향을 미쳤다는 사실을 의미한다.⁴⁸⁾ 비록 거래를 하게 된 다른 이유가 있었다고 하더라도, 해당 정보가 그 거래를 한 이유 중 하나라면 정보를 이용한 행위에 해당한다고 본다.⁴⁹⁾ 정보를 단순히 보유하는 것 자체를 금지하는 것이 아니라, 그 정보를 알면서 지정된 금융투자상품 거래를 하였음을 규제하는 것이다.

그러나 미공개중요정보를 인식한 상태에서 증권거래를 한 경우 특별한 사정이 없

47) 퇴직 후 1년이 경과하지 아니하다면 여전히 내부자 지위를 가지지만 직무와 관련하여 정보를 알게 되거나 다른 내부자로부터 정보를 전달받은 경우가 아니므로 기존의 미공개중요정보이용행위로는 규제할 수 없었다.

48) 서울중앙지방법원 2007. 2. 9. 선고 2006고합332 판결; 김정수, 앞의 책, 365면에서 재인용.

49) 서울중앙지방법원 2007. 7. 20. 선고 2007고합159 판결; 금융위원회 등, 앞의 책, 89면에서 재인용.

는 한 그것을 이용하여 증권거래를 한 것으로 추정하는 것이 우리 판례이므로⁵⁰⁾ 정보이용형 교란행위와 관련해서도 그와 같이 추정될 것으로 보인다. 따라서 이 추정을 깨뜨리기 위해서는 앞서 본 바와 같이 미공개 중요정보임을 알고는 있었지만, 자신의 거래에 이용하지 않았음을 행위자가 입증하여야 한다.

또한 ‘타인에게 이용하게 하는 행위’ 역시 크게 보면 정보의 이용에 포함된다. 이는 정보를 전달하면서 이를 적극적으로 매매 기타 거래에 이용하도록 직접 권유하는 경우뿐 아니라 정보수령자가 그 정보를 이용하여 거래를 할 수 있다고 생각하면서 정보를 제공하는 경우까지 포함한다.⁵¹⁾

(2) 거래 등 객체: 지정 금융투자상품

‘매매, 그 밖의 거래’에 이용하거나 타인에게 이용하게 하는 행위를 할 때 매매 등 거래의 객체는 법문상 지정 금융투자상품이다.

‘지정 금융상품’이란, ①증권시장에 상장된 증권(상장예정법인등⁵²⁾이 발행한 증권 포함), ② 장내파생상품, ③ 위 상장증권 및 장내파생상품을 기초자산으로 하는 파생상품을 포괄한다(자본시장법 제178조의 2 제1항). 이 중 ‘장내파생상품(위의 ②)’이란 개별 주식선물이나 개별 주식옵션, 주식워런트증권(ELW: Equity Linked Warrant), 지수(예컨대 KOSPI 200)를 기초로 하는 지수옵션이나 지수선물, 상장지수펀드(ETF:Exchange Traded Funds) 등 한국거래소가 개설한 파생상품시장⁵³⁾에서 거래되는 모든 파생상품을 포함한다.⁵⁴⁾ 금융상품이 아닌 일반상품(예컨대 금, 돈육 등)을 기초자산으로 하는 상품선물도 여기서의 규제대상에 포함된다.

반면 증권시장에 상장된 증권과 장내파생상품을 기초자산으로 하는 파생상품(위의 ③)의 경우에는 장내와 장외의 구분이 없으므로 장외파생상품도 해당될 수 있다.⁵⁵⁾

50) 서울중앙지방법원 2007. 7. 20. 선고 2007고합159 판결; 김정수, 앞의 책, 365면에서 재인용.

51) 금융위원회 등, 앞의 책, 89면에서 재인용.

52) ‘상장예정법인등’이란, 6개월 이내에 상장하는 법인 또는 6개월 이내에 상장법인과 합병, 주식의 포괄적 교환, 그 밖에 대통령령으로 정하는 기업결합 방법에 따라 상장되는 효과가 있는 비상장법인을 의미한다(자본시장법 제174조 제1항)

53) 이 때의 시장은 주식상품시장, 금리상품시장, 통화상품시장, 일반상품시장, 선물스프레드시장 및 플렉스시장으로 구분되며 상세한 내역은 한국거래소의 파생상품시장 업무규정(일부개정 2018. 12. 5. 규정 제1605호<시행일:2018. 12.10.) 제3조 제2항 각호 참조:

1. 주식상품시장의 경우: 국내지수선물시장, 섹터지수선물시장, 해외지수선물시장, 국내지수옵션시장, 변동성지수선물시장, 국내주식선물시장, 해외주식선물시장, 국내주식옵션시장, ETF선물시장 및 ETF 옵션시장

2. 금리상품시장의 경우: 국채선물시장

3. 통화상품시장의 경우: 통화선물시장 및 통화옵션시장

4. 일반상품시장의 경우: 금선물시장 및 돈육선물시장

5. 선물스프레드시장의 경우: 국내지수선물스프레드시장, 섹터지수선물스프레드시장, 해외지수선물스프레드시장, 변동성지수선물스프레드시장, 국내주식선물스프레드시장, 해외주식선물스프레드시장, ETF선물스프레드시장, 국채선물스프레드시장, 통화선물스프레드시장, 금선물스프레드시장 및 돈육선물스프레드시장

6. 플렉스시장의 경우: 플렉스선물시장

54) 김정수, 앞의 책, 360면.

55) 주가연계증권(ELS:Equity Linked Securities)은 개별 주식의 가격이나 주가지수에 연계되어 투자수

그런데 위 지정 금융투자상품은 자본시장법 제174조, 제173조의 2에서 각기 규정하고 있는 거래의 객체와 반드시 일치하지 않는다.

먼저 미공개중요정보이용행위 금지 규제(제174조)에서는 금융투자상품 중 ‘특정증권등’의 매매, 그 밖의 거래를 규율하고 있는바, ‘특정증권등’이란, (i) 그 법인⁵⁶⁾이 발행한 증권(대통령령으로 정하는 증권⁵⁷⁾을 제외), (ii) 위 (i)의 증권과 관련된 증권예탁증권, (iii) 그 법인 외의 자가 발행한 것으로서 (i), (ii)의 증권과 교환을 청구할 수 있는 교환사채권, (iv) 위 (i) 내지 (iii)의 증권만을 기초자산으로 하는 금융투자상품 중 하나에 해당하는 금융투자상품을 의미한다(자본시장법 제172조 제1항).

따라서 ‘특정증권등’에는 증권시장에의 상장 여부와 무관하게 상장법인의 증권, 증권예탁증권, 교환사채권 등을 포함시키고 있으나 시장질서 교란행위 규제에서는 이들 중 상장되지 않은 경우라면 ‘지정 금융투자상품’에 포함되지 않는다.⁵⁸⁾ 반면 ‘특정증권등’에는, (i) 내지 (iii)의 증권만을 기초자산으로 하는 금융투자상품을 규정하고 있으나, 시장질서 교란행위의 경우 증권 뿐 아니라 지수를 기초자산으로 하는 파생상품까지 포함된다.⁵⁹⁾

또 장내파생상품의 시세에 영향을 미칠 수 있는 정보의 누설, 이용 또는 타인에게 이용하게 하는 행위를 금지하고 있는 규정(자본시장법 제173조의 2)에서는 규제대상을 장내파생상품으로 제한하고 있으나, 시장질서 교란행위의 경우 장외파생상품도 ‘지정 금융투자상품’에 포함시키고 있다.

이러한 차이로 인해 시장의 이용자에게 불필요한 복잡함을 더해주고 있으므로 거래 등의 객체요건은 통일시키는 것이 바람직하다는 지적이 있다.⁶⁰⁾ 매우 타당한 지적이며, 그 취지에 동의한다.⁶¹⁾

2. 시세관여형 교란행위

가. 시세관여형 교란행위의 유형

익이 결정되는 유가증권으로서 일정한 시장이 없어 장외파생상품으로 분류된다.

56) 여기서의 ‘법인’은 상장법인을 의미한다.

57) 전환사채권, 신주인수권부사채권, 이익참가부사채권, 그 법인이 발행한 지분증권(예탁증권 포함) 또는 앞서 열거한 것들과 교환을 청구할 수 있는 교환사채권을 제외한 채무증권, 수익증권을 의미한다(자본시장법 시행령 제196조). 특히 채무증권 중에는, 주가의 변화에 가치가 연동될 수 있는 채권의 경우를 다시 제외시키고 있어 이들은 모두 규제대상이 되므로, 결론적으로 일반 사채만이 규제대상에서 제외된다: 김정수, 앞의 책, 361면.

58) 김정수, 앞의 책, 361면.

59) 종래의 미공개중요정보이용행위 금지 규제에서 지수상품을 포함시키지 않은 것은, 내부자거래 규제가 개별 상장법인과 관련한 미공개중요정보를 이용하는 행위를 금지시킬 목적인 점에 비추어 시장 전체에 영향을 미칠 수 있는 정보, 즉 지수상품의 가격에 영향을 미칠 수 있는 정보는 내부자거래 규제의 대상에 포함시킬 필요가 없다고 보았기 때문이다(김정수, 앞의 책, 362면).

60) 김정수, 앞의 책, 362면.

61) 통일시키는 방안과 더불어, 규제를 개편한다면, 시장질서 교란행위 규제는 기존의 미공개중요정보이용행위 규제에 대해 보충적, 보완적 관계에 있으므로 형사처벌의 대상이 되는 미공개중요정보이용행위 규제에서의 ‘특정증권등(A)’은 상장된 금융투자상품으로 좁히고 나머지 경우는 모두 ‘지정 금융투자상품(B)’으로 하여 A는 B의 부분집합이 되도록 구성하는 방안도 고려할 수 있겠다.

(1) 법문의 내용

법문상 누구든지 ‘상장증권 또는 장내 파생상품’에 관한 매매등과 관련하여, 자본시장의 안정성을 저해하고 시세를 교란하는 여러 유형의 행위들((i)허수호가 주문제출행위, (ii)가장매매, (iii)조세회피·손익이전 목적의 통정거래, (iv)기타 풍문유포·거짓계책 등의 행위)을 하여서는 아니된다고 규정하고 있다(자본시장법 제178조의 2 제2항).

- ② 누구든지 상장증권 또는 장내파생상품에 관한 매매등과 관련하여 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하여서는 아니 된다. 다만, 그 행위가 제176조 또는 제178조에 해당하는 경우는 제외한다.
1. 거래 성립 가능성이 희박한 호가를 대량으로 제출하거나 호가를 제출한 후 해당 호가를 반복적으로 정정·취소하여 시세에 부당한 영향을 주거나 줄 우려가 있는 행위
 2. 권리의 이전을 목적으로 하지 아니함에도 불구하고 거짓으로 꾸민 매매를 하여 시세에 부당한 영향을 주거나 줄 우려가 있는 행위
 3. 손익이전 또는 조세회피 목적으로 자기가 매매하는 것과 같은 시기에 그와 같은 가격 또는 약정수치로 타인이 그 상장증권 또는 장내파생상품을 매수할 것을 사전에 그 자와 서로 짝 후 매매를 하여 시세에 부당한 영향을 주거나 영향을 줄 우려가 있는 행위
 4. 풍문을 유포하거나 거짓으로 계책을 꾸미는 등으로 상장증권 또는 장내파생상품의 수요·공급 상황이나 그 가격에 대하여 타인에게 잘못된 판단이나 오해를 유발하거나 상장증권 또는 장내파생상품의 가격을 왜곡할 우려가 있는 행위

거래의 행태 및 거래기간 뿐 아니라 일별 매매관여율이나 주가상승율 등을 종합하여 판단하게 된다. 이 때 ‘상장증권 또는 장내파생상품에 관한 매매등과 관련하여’ 이하 시세관여형 교란행위를 하여서는 아니된다는 의미는, 본 조가 적용되기 위해 그 교란행위와 행위자(교란행위자)의 거래 간에 관련성이 요구된다는 뜻으로 해석된다. 행위자(교란행위자)가 실제로 거래하였을 필요는 없지만⁶²⁾ 적어도 행위자는 그 행위가 상장증권 또는 장내파생상품의 거래와 관련하여 이루어진 것이어야 한다. 그리고 부정거래행위나 시세조종행위 규제시에도 거래관련성에 대한 행위자의 인식이 필요하듯이(대개의 경우 이것이 문제될 일은 없다) 시세관여형 교란행위의 경우에도 행위자의 거래 관련성에 대한 인식은 필요하다고 생각된다. 물론 제1호 내지 제3호는 행위 자체에서 이미 거래 관련성이 인정되므로 무방하나, 제4호의 행위는 구성요건 자체가 포괄적이므로 과잉규제를 방지하기 위하여 거래관련성이 있거나 그 개연성을 행위자가 인식한 경우에만 규제대상으로 삼도록 제한해석해야 한다.

따라서 행위자가 증권방송에 나와서 특정 회사의 영업상황이나 재산상황에 대해 풍문을 유포하더라도 행위자 등의 상장증권 또는 장내파생상품의 매매, 기타 거래

62) 그러나 실제로 거래했어야 한다고 해석하는 입장도 가능하다(부정거래행위에 대한 해석론 중 실제 거래가 있을 것을 요하는 입장으로, 東京地方裁判所, 平成17年7月29日判決, 「判例時報」, 1909号, 87頁(LEX DB No.28101488)).

가 일체 없거나, 행위자의 거래의 개연성에 대한 인식조차 전혀 없는 경우라면 본 조 위반으로 규제할 수 없다고 본다.

(2) 기존 증권불공정거래 규제 적용시 시장질서교란행위 적용은 배제됨

한편 그 행위가 자본시장법 제176조의 시세조종행위 또는 제178조의 부정거래행위에 해당하는 경우에는 시세관여형 교란행위 규제대상에서 제외되므로(제178조의 2 제2항 단서), 시세관여형 교란행위 규제와 기존의 시세조종행위, 부정거래행위 규제가 중첩되지 않도록 설계되었다. 증권선물위원회는 시장질서 교란행위의 과징금 사건이 자본시장법 제173조의 2 제2항, 제174조, 제176조, 제178조 위반 혐의가 있다고 인정하는 경우 검찰총장에게 이를 통보하여야 한다(동법 제178조의 3).

그러므로 시세에 관여하는 모든 불건전한 행태를 모은 것이 전체집합(U)이라고 하면, 전체집합(U) 속에 시세조종행위와 부정거래행위에 속하는 행위로 구성된 집합(A)는 위 전체집합에 대한 부분집합이고(A \subset U), 시세관여형 교란행위의 규제대상은 위 집합(A)의 여집합(A^c)에 해당하여 현행 법리만 놓고 보면 자본시장법상 규제가 겹치지는 않는다.

그러나 실제로는 그 경계가 모호하거나 중복된 경우가 발생할 수 있다.

특히 형사처벌과 행정제재가 중복될 수 없도록 법상 설계되었음에도 불구하고 선행적으로 증권선물위원회가 시장질서 교란행위로서 과징금 부과처분을 한 후, 동일한 사안에 대해 다시 시세조종행위 혹은 부정거래행위로 공소제기되어 유죄판결이 확정되는 경우 그 과징금부과처분의 효력이 문제될 수 있다.

이는 자본시장법상 애초에 시장질서 교란행위의 규제 대상이 아닌 행위에 대해 과징금을 부과한 것과 같은 결과가 되므로 그 행정처분에 존재하는 하자는 자본시장법 제178조의 2 제2항에 위반됨이 명확한 이상, 중대하고도 명백한 하자라 할 것인 바 이 경우의 과징금부과처분의 효력은 무효라고 보아야 할 것이다.

(3) 주관적 요건 (고의 및 목적) 불요

시세조종행위로 처벌하기 위해서는 행위자에게 반드시 소정의 목적이 필요하지만, 63) 시세관여형 교란행위의 경우 자본시장법 제178조의 2 제2항 제3호의 손익이전

63) 대법원 2001. 11. 27. 선고 2001도3567 판결, 대법원 2004. 7. 9. 선고 2003도5831 판결, 대법원 2004. 3. 26. 선고 2003도7112 판결 등(판례에 의하면, 시세조종행위 중 위장거래에서의 목적을 판단하면서, 통정매매 또는 가장매매 사실 외에 주관적 요건으로 거래가 성황을 이루고 있는 듯이 오인하게 하거나, 기타 타인으로 하여금 그릇된 판단을 하게 할 목적이 있어야 함은 물론이나, 이러한 목적은 다른 목적과의 공존 여부나 어느 목적이 주된 것인지는 문제되지 아니하고, 그 목적에 대한 인식의 정도는 적극적 의욕이나 확정적 인식임을 요하지 아니하고 미필적 인식이 있으면 족하며, 투자자의 오해를 실제로 유발하였는지 여부나 타인에게 손해가 발생하였는지 여부 등도 문제가 되지 아니하고, (위장거래에서의 목적은) 같은 조 제2항에서 요구되는 '매매거래를 유인할 목적'이나 제3항이 요구하는 '시세를 고정시키거나 안정시킬 목적', 그 밖에 '시세조정을 통하여 부당이득을 취득할 목적' 등이 요구되는 것도 아니며, 그러한 목적은 그 유가증권의 가격 및 거래량의 동향, 전후의 거래상

또는 조세회피 목적의 통정매매를 제외하고는, 법문상 시세조종행위에서 요구하는 내용의 목적은 요구하지 않는다. 또 고의가 아닌 과실에 의해 시세관여형 교란행위로서의 외형이 충족되지만 하여도 이 또한 시세관여형 교란행위에 해당하여 과징금이 부과될 수 있다.

정보이용형 교란행위는 미공개중요정보임을 “알면서” 매매 등의 거래에 그 정보를 이용한 것을 처벌하는 것이므로 고의성이 전제되지만, 시세관여형 교란행위에서는 행위자에게 주관적 요건으로서의 고의를 요구하지 않는다.

목적과 같은 행위자 내심의 의사를 직접 입증하는 것은 불가능하므로, 주식 등의 가격 및 거래량의 동향, 전후의 거래상황, 거래의 경제적 합리성 내지는 공정성 등에 대한 간접사실을 종합하여 간접적으로 목적 요건의 존부를 추단하여 왔으나, 그 과정에서 입증되지 못해 제재하지 못하는 사례가 많았기 때문에 그러한 규제의 공백을 채우고자 시세관여형 교란행위가 도입되었기 때문이다.

따라서 행위자의 목적성 여부와 상관없이, 또 고의가 아닌 과실에 의한 경우라 하더라도 일단 행위의 외형이 객관적 구성요건을 충족하면, 시세관여형 교란행위가 성립한다.

나. 허수호가 제출 등 (제1호)

(1) 허수호가 제출 (허수주문) 등의 의미

자본시장법 제178조의 2 제2항 제1호에서는 거래의 성립가능성이 희박한 호가를 대량으로 제출하거나, 호가를 제출한 후 당해 호가를 반복적으로 정정·취소하여 시세 등에 부당한 영향을 미치거나 미칠 우려가 있는 행위를 시세관여형 교란행위로서 금지하고 있다.

허수호가 제출행위로 분류되는 사례를 보면, 예컨대 교란행위자가 실제로 보유수량이 없다든지 아니면 보유주식을 증가시키려고 하는 경우에는 대부분 시세나 직전 체결가와 유사한 가격으로 매수주문을 하다가, 어느 정도 매집된 이후에는 이러한 허수성 주문을 대량으로 제출하는 경향을 보이고 있다. 특히 당시 시세보다 훨씬 낮은 가격으로 대량의 매수주문을 내서 매수호가 잔량을 증가시켜 일반 투자자의 매수세를 유인하고, 주가가 떨어지지 않도록 한 후 자신(교란행위자)이 보유한 주식을 매도하기 위해 특정시점에 이르러 저가의 매수주문을 집중적으로 내면서 보유중인 주식을 처분하다가 주가가 자신이 주문한 가격수준대로 하락하면 위 저가의 매수주문을 전부 취소하는 등의 행위를, 상당기간에 걸쳐 여러 계좌를 통해 되풀이하는 등의 모습을 보인다.⁶⁴⁾

황, 거래의 경제적 합리성 및 공정성 등의 간접사실을 종합적으로 고려하여 판단할 수 있다고 판시한 바 있다”).

64) 대법원 2005. 2. 25. 선고 2004도7479 판결(이 사안에서는 약 1달 반 동안 54회에 걸쳐 허수성 호가를 제출하거나 매수주문을 취소하였는데, 일별 매매관여율이 최저 3.56%에서 최고 28.08%에 달하

종래에는 허수의 매수주문(호가제출)을 현실거래에 의한 시세조종행위로 파악하여 규제하였다(자본시장법 제176조 제2항 제1호). 그러나 투자자를 상장증권 또는 장내 파생상품의 매매에 끌어들이고자 하는 매매유인의 목적이 부정되면(입증되지 않은 경우 포함) 그 주가조작행위로 인하여 시세에 중대한 악영향을 미쳤다고 하더라도 시세조종행위로 처벌할 수 없는 한계가 있었기에 이를 극복, 보완하기 위해 시장 질서 교란행위가 도입되었음을 이미 앞서 살펴보았다.

따라서 시세관여형 교란행위의 범주에는, 매매유인의 목적을 불문하고 적정가에 비해 상당히 괴리를 보이는 호가로서 체결가능성이 희박한 고가 매도호가 및 저가 매수호가를 대량으로 제출하거나 반복적으로 정정, 취소하는 행위, 데이트레이딩을 이용하여 단기간에 반복적으로 직전가 대비 높은 주문을 낸 뒤 주문을 취소하는 행위, 과실로 인한 시스템 에러 발생으로 과도한 허수호가 제출된 경우, 증권사 트레이더가 실수로 주문 수치를 잘못 입력하고 그로 인해 주문이 폭주한 경우 등도 모두 여기에 해당한다.⁶⁵⁾ 특히 알고리즘에 의한 고빈도 매매는 수많은 주문과 정정, 취소를 동반하기 때문에 의도하든 의도하지 않았든 시장교란의 가능성을 배제할 수 없으므로 규제대상이 된다.⁶⁶⁾

과다한 허수성 호가 제출로 인하여 시세 등에 부당한 영향을 미치는지 여부는, 거래량, 호가의 빈도·규모, 시장상황 및 기타 사정을 종합적으로 고려하여 정상적인 수요·공급 원칙에 따른 가격 결정을 저해하거나 저해할 우려가 있는지 여부를 따져서 판단하게 된다.⁶⁷⁾

(2) 시세조종행위(허수주문의 현실거래에 의한 시세조종행위)와의 경계가 모호

제176조 제2항 제1호에서 규정하는 허수호가제출과 여기서의 허수호가제출은 비록 법문상 기재내용은 다르지만, 주관적 요건(매매유인의 목적)이 시세조종의 경우 요구된다는 점을 제외하고는, 허수호가제출이라는 그 행위만 놓고 보면 시세조종으로 규제되는 허수호가제출행위와 시장질서 교란행위로서의 행위 양태는 서로 본질적으로 같은 것이라 생각된다.⁶⁸⁾ 이에 대해 현실거래에 의한 시세조종 조항을 ‘매매거래’ 중심 체제에서 ‘주문 또는 호가행위’로 개정하여 청약 자체도 포함된다는 것을 명확하게 함과 동시에, 시장질서 교란행위로서의 허수성 호가의 성립요건에는 현행처럼 계약성립가능성이나 체결가능성보다는 허수성 호가의 중추적 개념요소인 ‘취소 의도’ 내지는 ‘계약 체결의사의 부재’를 부각시키는 방향으로 수정하는 것이 타당하다는 지적이 있다.⁶⁹⁾ 매우 타당한 지적이나, 이 견해 역시 허수성 호가

였고 주가도 관여일 전의 1,000원에서 최고 1,150원으로 상승한 사실이 인정되었다).

65) 금융위원회 등, 앞의 책, 50-51면.

66) 맹수석, 앞의 논문, 158면.

67) 금융위원회 등, 앞의 책, 50면.

68) 시장질서 교란행위 도입 이전에도 규제기관과 법원은 허수호가제출에 대해 현실거래에 의한 시세조종행위로 처벌하여 왔다: 6인 공저, 앞의 책, 686-691면.

69) 엄세용, “자본시장법상 시세관련 불공정거래 규제에 대한 연구 - 시세조종과 허수성 호가의 관계를

에 대한 판단이나 해석은 시세조종행위와 시세관여형 교란행위 모두에 동일하게 적용되어야 한다고 보고 있으므로 양자의 구별 기준을 제시한 것은 아니다.

따라서 향후 허수호가제출 등의 행위에 대해 시세관여형 교란행위로 규제할 것인지, 허수호가제출에 의한 시세조종행위로 규제해야 할 것인지 그 경계가 모호하여 법 집행단계에서 논란이 있을 수 있다. 법리상 ‘(매매유인의) 목적’이 요구되는지 여부로 구별할 수는 있지만, 우리 판례가 여러 정황증거를 종합하여 ‘목적’을 인정하고 있는 이상, 형사처벌의 대상이 되는 시세조종행위와 행정제재의 대상이 되는 시장질서 교란행위가 그 사안의 구체적인 사실관계나 거래의 정황 등에 의해 명확하게 구별될 수 있을지 의문이다.

다만 시장질서 교란행위는 주관적 요건으로서 ‘목적’을 요구하지 않으므로, 대체로 이러한 목적 요건을 증명하기 곤란한 경우에는 시세조종행위 규제보다는 시세관여형 교란행위로 처리될 가능성이 높을 것으로 생각된다.⁷⁰⁾

그러나 적용법조를 정하는 데에 정책적 혹은 법원과의 소송전략적 판단이 개입함으로써 인하여 응당 시세조종행위로 형사처벌을 받았어야 할 행위가 시장질서 교란행위로 분류되어 과징금부과처분으로 종결되거나, 거꾸로 시장질서 교란행위로 제재하였어야 할 사안인데 시세조종행위로 분류되어 결국 법원으로부터 무죄판결을 받는 등의 일은 없어야 한다. 향후 사례가 더 많이 축적되고 지속적인 연구가 필요한 부분이다.

다. 가장매매 (제2호)

자본시장법 제178조의 2 제2항 제2호에서는 권리의 이전을 목적으로 하지 아니하는 거짓으로 꾸민 매매를 하여 시세에 부당한 영향을 주거나 줄 우려가 있는 행위를 시세관여형 교란행위의 한 유형으로 열거하고 있다. 종전에도 ‘그 매매가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나, 그 밖에 타인에게 그릇된 판단을 하게 할 목적’으로 행하여진 가장매매는 시세조종행위로 처벌의 대상이었다(제176조 제1항 제3호).

이 때 ‘거짓으로 꾸민 매매’란, 가장된 거래라는 뜻이고(한국거래소 시장감시규정(이하 시장감시규정) 제4조 제1항 제9호 참조), ‘권리의 이전을 목적으로 하지 아니하는’ 거래라는 것도 곧 가장매매에 대한 설명에 불과하다.

동일인이 동일종목에 대하여 동시기에 매수와 매도주문을 하는 행위가 전형적인 가장매매라 할 수 있다.⁷¹⁾

이 조항의 의의는 가장매매에 대해 그 목적을 불문하고 시세에 부당한 영향을 주거나 줄 우려가 있는 경우 시세관여형 교란행위로 규제할 수 있다는 점이다.⁷²⁾ 예

중심으로 -” 서강대학교 박사학위논문 (2016), 285-289면.

70) 6인 공저, 앞의 책, 691면.

71) 대법원 2013. 9. 26. 선고 2013도5214 판결; 6인 공저, 앞의 책, 679면에서 재인용.

72) 금융위원회 등, 앞의 책, 51면.

컨대 첨단 금융거래기법인 알고리즘 거래(사전에 입력한 특정요건을 만족하면 자동으로 매매가 체결되는 거래형태)나 고빈도 거래(컴퓨터 프로그램을 활용하여 실시간으로 데이터를 처리하여 수십만 건의 거래를 일순간에 처리하는 거래형태) 등을 활용한 가장매매로 시세에 부당한 영향을 주는 경우를 생각해 볼 수 있다.

또 과실에 의한 가장매매도 시세관여형 교란행위로서 규제된다. 예를 들어, 여러 트레이더와 알고리즘 트레이딩 프로그램에 의한 다량의 호가제출 과정에서 미처 취소하지 못한 미체결 호가나 입력실수 등에 의해 신규제출 호가와 교차체결되어 가장매매가 발생하였고 그것이 일정한 한도를 벗어나 시세에 부당한 영향을 미친 경우가 여기에 해당한다.⁷³⁾

라. 손익이전 또는 조세회피 목적의 통정매매 (제3호)

자본시장법 제178조의 2 제2항 제3호에서는 손익이전 또는 조세회피 목적으로 자기가 매매하는 것과 같은 시기에 그와 같은 가격 또는 약정수치로 타인이 그 증권 또는 장내파생상품을 매수할 것을 사전에 그 자와 서로 짝 후 매매하여 시세에 부당한 영향을 주거나 영향을 줄 우려가 있는 행위(통정매매)를 시세관여형 교란행위로서 규제하고 있다.

통정매매(제176조 제1항 제1호, 제2호)가 종래의 시세조종행위로서 규제받기 위해서는 ‘타인으로 하여금 그 매매가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나, 그 밖에 타인에게 그릇된 판단을 하게 할 목적’ 등의 주관적 요건이 충족되어야 하는데, 통정매매 유형 중에서 특히 손익이전 또는 조세회피 목적으로 이루어지는 것들은 대개 단발성 거래에 그쳐 위 목적요건을 충족할 수 없었기에 이를 보완하기 위해 시장질서 교란행위 유형으로서 마련된 것이다.⁷⁴⁾

마찬가지로 타인을 오인케할 목적 대신 ‘손익이전 또는 조세회피 목적’으로 시장참여자 사이에 통정매매를 하여 그 매매행위로 시세에 부당한 영향을 주거나 영향을 줄 우려가 있는 경우를 규제한다.

예를 들어 증권사 직원이 고객의 계좌를 위탁받아 관리하던 중 한 계좌에 손실이 과다하게 발생하자 그 특정 계좌의 손실을 보전하기 위하여 해당 계좌에서 주식을 시가보다 높은 가격으로 매도 주문을 내고 다른 고객의 계좌에서 이를 매수하는 통정매매를 반복적으로 하여 계좌간 손익을 이전시킨 행위, 적정가격을 알기 어려운 금융투자상품을 조세회피 목적으로 매도자와 매수자 사이에 터무니없는 고가나 저가로 서로 싸고서 반복적으로 거래함으로써 대량의 자금을 이전한 행위, 대주주의 장내주식거래로 인한 양도소득세를 회피할 목적으로 시장에서 당해 대주주가 현저히 저가로 지인에게 매도하기로 그 지인과 서로 짝 다음 주식을 매도한 경우 등이 여기에 해당할 수 있다.⁷⁵⁾

73) 금융위원회 등, 앞의 책, 51-52면.

74) 김정수, 앞의 책, 431-432면.

75) 금융위원회 등, 앞의 책, 53면.

마. 타인의 오인유발행위 또는 가격 왜곡 우려가 있는 행위 (제4호)

(1) 규제대상 행위의 의미

종전 증권불공정거래 규제 중에 시세조종행위로 ‘매매 유인 목적의 시세조작 사실 유포행위 및 중요한 사실에 관하여 거짓 또는 오해를 유발하는 표시행위’를 하거나, 부정거래행위로 ‘매매·시세변동 목적의 풍문유포, 위계의 사용, 폭행 또는 협박’을 하는 경우를 제한적으로 처벌하여 왔었다.

제178조의 2 제2항 제4호에서는 풍문의 유포·거짓으로 계책을 꾸미는 등으로 상장증권 또는 장내파생상품의 수요·공급 상황이나 그 가격에 대하여 타인에게 잘못된 판단이나 오해를 유발하거나 그 가격을 왜곡할 우려가 있는 행위를 시세관여형 교란행위로서 규제하고 있다. 풍문의 유포, 거짓의 계책 등으로 인하여, 타인에게 잘못된 판단이나 오해를 유발하는 행위 혹은 그 가격을 왜곡할 우려가 있는 행위를 규제한다는 취지이므로, 여기서의 ‘풍문의 유포, 거짓의 계책’도 상당히 넓은 개념이기는 하나, 타인의 잘못된 판단이나 오해를 유발하거나, 대상이 된 상장증권 혹은 장내파생상품의 가격을 왜곡할 우려가 있는 행위의 수단이 반드시 여기에 국한된다고 볼 수는 없다. 입법자가 기존의 증권 불공정거래 규제로는 처벌이 어려운 행위들까지 포섭하기 위해 포괄적인 형태로서 도입하였기 때문이다.

따라서 제4호의 내용은, 포괄조항으로서 부정거래행위의 금지를 정한 위 자본시장법 제178조 제1항 제2호 및 제2항의 일부분을 혼합한 형태라 할 수 있고, 또 시세조종행위 규제에 대한 제176조의 일부 조항과도 유사하다.

제4호의 내용을 쪼개면 4부분으로 구성되는데, 기존의 제176조, 제178조에서 유사한 내용을 정리한 결과 상당 부분의 내용이 중첩됨을 알 수 있다(아래 표 참조).

따라서 이른바 포괄조항으로서 기능할 수 있는 여지가 있는 만큼, 마찬가지로 포괄조항인 제178조(부정거래행위)와의 차별성이 무엇인지는 명확하지 않다.⁷⁶⁾

<표 2: 제178조의 2 제2항 제4호의 각 구성요소와 대응되는 불공정거래규제>

76) 김정수, 앞의 책, 436면.

§ 178-2 ② 4호 구성요소	대응되는 § 178	대응되는 § 176
“풍문의 유포, 거짓의 계책 등으로”	②항:(목적요건)+“풍문의 유포, 위계(僞計)의 사용” 금지	②항 2호: (증권/장내파생상품의 시세가 자기 또는 타인의 시장 조작에 의하여 변동한다는 말을) “유포하는 행위”
“상장증권 또는 장내파생상품의 수요·공급 상황이 나 그 가격에 대하여”	없음	없음
“타인에게 잘못된 판단이 나 오해를 유발”하거나	①항 2호: (중요사항에 관하여 거짓의 기재 또는 표시를 하거나) “타인에게 오해를 유발시키지 아니하기 위하여 필요한” (중요사항의 기재/표시 누락 문서, 그 밖의 기재/표시를 사용하여 금전 기타 재산상 이익을 얻고자 하는 행위)	①항 본문: (매매가 성황을 이루고 있는 듯이) “잘못 알게 하거나” “그 밖에 타인에게 그릇된 판단을 하게 할 목적으로” ②항 1호:(매매유인 목적)+“(매매가 성황을 이루고 있는 듯이) “잘못 알게 하거나” ②항 3호:(매매유인 목적)+(중요한 사실에 관하여) “거짓의 표시 또는 오해를 유발시키는 표시를 하는 행위”
“그 가격을 왜곡할 우려가 있는 행위”	①항 3호: (금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 유인할 목적으로) 거짓의 시세를 이용하는 행위	②항 1호:(매매유인 목적) + “그 시세를 변동시키는” (매매 또는 그 위탁 또는 수탁을 하는 행위) ②항 2호: (증권/장내파생상품의) “시세가 자기 또는 타인의 시장 조작에 의하여 변동한다는 말을 유포하는 행위”

제4호의 구성요소 중 ‘풍문의 유포⁷⁷⁾’ 와 ‘거짓의 계책⁷⁸⁾’ 은 부정거래행위에 관한 제178조 제2항에서 사용된 용어와 거의 일치한다(따라서 종전과 동일하게 해석할 수 있다).⁷⁹⁾

(2) 부정거래행위 · 시세조종행위와의 관계

(가) 목적 요건에 의한 구별

시세관여형 교란행위(제4호)의 행위와 부정거래행위 등과의 차이점은 앞서 시세조

77) 풍문의 유포라 함은 합리적인 근거가 없는 사실(풍문, *허위일 필요는 없다)을 유포하는 것으로서, 이는 객관적 사실에 합치하는지 여부를 확인할 수 없기 때문에 투자자를 현혹시켜 공정한 가격형성을 방해한다고 보아 규제하고 있다(김태진, “자본시장법상 포괄적 사기금지조항에 대한 약간의 해석론: 일본 금융상품거래법 제157조, 제158조와의 비교법적 고찰을 중심으로 -” 상사판례연구 29권 2호 (한국상사판례학회, 2016. 6), 136-137면).

78) 거짓의 계책은 한자어인 위계를 풀어쓴 용어이며, 위계란, 거래상대방 또는 불특정 투자자를 기망하여 일정한 행위를 유인할 목적의 수단, 계획, 기교 등을 말하는 것이고, ‘기망’이라 함은 객관적 사실과 다른 내용의 허위사실을 내세우는 등의 방법으로 타인을 속이는 것을 의미한다(대법원 2010. 12. 9. 선고 2009도6411 판결; 대법원 2008. 5. 15. 선고 2007도11145 판결 등)

79) ‘거짓으로 계책을 꾸미는 등’의 행위에 대해서 그 포괄적인 성격으로 인해 제178조 제1항 제1호의 ‘부정한 수단, 계획 또는 기교’와 동일하게 파악해야 한다는 견해도 있다(맹수석, 앞의 논문, 160면)

종행위와의 구별에서 살펴본 바와 같이 부정거래행위가 성립하기 위해서는 별도의 목적요건이 요구된다는 점이다.

다만 조문의 구조가 가장 유사한 제178조 제2항에서 요구되는 목적은 ‘금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 할 목적이거나 그 시세의 변동을 도모할 목적’을 뜻하는데, 전단의 ‘매매 기타 거래를 할 목적’이 없이 부정거래행위가 이루어진 경우는 거의 없고, 또 이는 (앞서 본 바와 같은) ‘거래관련성’ 요건과 유사하게 파악할 수 있으므로 어느 정도로 독자적인 의미를 부여할 수 있는 요건인지 의문이다. 더구나 후단의 ‘시세 변동을 도모할 목적’도 해당 행위를 통해 (거래소의) 시세를 변동시키겠다는 의사와 내심의 의욕을 뜻하는바, 주식 등 거래를 하게 되면 시세가 변동되거나 변동될 개연성이 있음을 충분히 인식할 수 있고 의욕하게 되므로 크게 의미 있는 목적 요건은 아니라고 보여진다.⁸⁰⁾

거래유인목적이거나 시세변동의 목적은, 실은 일반적인 투자행태에서도 흔히 볼 수 있는 현상이며(매도인, 매수인 모두 상대방을 거래에 유인하고자 하는 의도가 있다) 정상적으로 이루어지는 현실의 주식거래도 시장가격을 형성하는 힘이 있다.⁸¹⁾ 모든 시장참여자들에게는 남보다 상대적으로 고가에 매도하거나 저가에 매수하고자 하는 욕망과 목표의식이 있지만, 우리는 이것 자체를 비난하는 것이 아니다. 비난하는 이유는 매매를 유인할 목적 자체에 있는 것이 아니라, 매매유인을 하고자 하는 숨은 의도 - 궁극적으로는 불법(부당)이득의 취득-에 윤리적으로 비난받을 요소가 있는 것이고, 그 결과 시장의 공정한 룰이 붕괴되어, 시스템에 대한 신뢰, 시장의 기능을 저해할 우려가 있어 규제하는 것이다.⁸²⁾

그런데 금융위원회는 제4호의 행위의 도입배경을 다음과 같이 설명하면서, 부정거래행위뿐 아니라 허위표시 등에 의한 시세조종행위를 대비시키고 있다(표 2. 우측 하단의 박스 참조) 원래 제4호에서 규정한 행위양태와 동일한 표현이 사용된 부정거래행위의 관련 조항(제178조 제2항)에서는 매매 유인의 목적이 아니라 단지 매매 등을 할 목적 또는 시세변동을 도모할 목적을 요한다고 규정하고 있다.⁸³⁾

“구법은 시세조종행위로 ‘매매 유인 목적의 시세조작 사실 유포행위 및 중요한 사실에 관하여 거짓 또는 오해를 유발하는 표시행위’를 하거나, 부정거래행위로 ‘매매·시세변동 목적의 풍문유포, 위계의 사용, 폭행 또는 협박’을 하는 경우에 제한하여 처벌하여 왔으나, 개정법은 그 목적을 불문하고 ‘풍문의 유포, 위계 사용 등으로 상장증권 또는 장내파생상품의 수요·공급 상황이나 그 가격에 대하여 타인에게 잘못된 판단이나 오해를 유발하거나 그 가격을 왜곡할 우려가 있는 행위’를 시장질서 교란행위로 보아 그 범위를 포괄적으로 규정하였”(다).⁸⁴⁾

그 결과 주관적 목적 없이 포털게시판이나 인터넷 등에서 거짓 소문을 퍼뜨린 경

80) 같은 취지로, 김정수, 앞의 책, 435면.

81) 김태진, 앞의 논문, 153면.

82) 김태진, 앞의 논문, 153면.

83) 김정수, 앞의 책, 435면.

84) 금융위원회 등, 앞의 책, 53면.

우, 종전에는 목적성이 없어 처벌받지 않았지만, 그 행위가 투자자를 오인하게 하거나 가격을 왜곡할 우려가 있다면 시세관여형 교란행위(제4호)에 해당할 수 있겠다.

그러나 자본시장법 제178조의 2 제2항 제4호 요건에 객관적으로 해당하는 행위가더라도 위 2. (가) (1)에서 살펴본 것처럼, 행위자의 매매등 거래관련성을 구비한 경우에 과징금 부과대상이라고 해석해야 한다. 거래관련성을 요구하지 않고 거짓소문을 퍼뜨린 행위만으로 규제하는 것은 헌법상 보장된 표현의 자유를 과도하게 침해할 우려가 있는 과잉규제가 될 수 있다(다른 법령에 의한 처벌받는 것은 별론으로 한다). 특히 여기서의 제4호가 그 구성요건을 포괄적으로 규정하고 있는 만큼 규제범위를 합리적으로 확정하기 위해 거래관련성 요건이 반드시 고려되어야 한다고 본다.

(나) 부정거래행위(자본시장법 제178조) 규정의 연혁적 고찰과 시사점

부정거래행위를 규제하는 자본시장법 제178조의 내용을 보면 제1항 제1호 내지 제3호, 그리고 제1항과 제2항 간에 그 적용범위와 내용이 서로 명확하게 구분되는 것이 아니라 중첩되어 구별의 경계가 모호하다고 느낄 수 있다.⁸⁵⁾ 자본시장법 제178조는 구 증권거래법 제188조의 4 제4항에서 유래한 것인데, 포괄조항으로서의 조문 형태는 미국의 Rule 10b-5가 아닌, 일본 금융상품거래법 제157조 및 제158조의 영향을 받았다.⁸⁶⁾

<표 3>: 자본시장법 제178조와 일본 금융상품거래법 제157조·제158조의 비교⁸⁷⁾

구증권거래법	자본시장법	<일본 금융상품거래법>	
§188-4④	§178		
×	①항 1호	→	§157 1호
2호	①항 2호	→	§157 2호
	(부실표시, 재산상 이익취득)		
1호	①항 3호	→	§157 3호
	(허위시세이용)		
	②항	→	§158
	(풍문유포·위계 사용)		

혹자는 제178조에서 열거하는 각 행위가 상호 단계적인 것이라고 주장하기도 하지만(구체적 유형의 허위표시 < 위계 < 부정한 수단, 계획, 기교의 사용),⁸⁸⁾ 조문의 형태에 영향을 준 것으로 보이는, 일본 금융상품거래법 제157조와 제158조의 입법배경을 검토한 결과, 일본 금융상품거래법의 두 조항 모두가 사기적 방법의 이용이

85) 김태진, 앞의 논문, 126-129면 (이 내용은 민사실무연구회, 「민사재판의 제문제 (제25권)」 (사법발전재단, 2017. 11.)의 김태진 작성 부분에서 당시 입법 자료를 추가하여 설명하고 있다).

86) 같은 지적을 한 문헌으로 임재연, 「자본시장법(2016년판)」, (박영사, 2016), 983면 등.

87) 김태진, 앞의 논문, 127면에서 재인용.

88) 광수현, “자본시장법상 부정거래금지에 관한 소고 - ‘부정한 수단, 계획, 기교’와 ‘위계’를 중심으로”, 「경영법률」 제21권 제4호 (2011), 462면; 김태진, 앞의 논문, 126면에서 재인용.

위법이라고 규정한 미국 증권거래소법 § 10(b)에 유래하거나 영향을 받아 만들어진 것이 아니라, 오직 **제157조**(*자본시장법 제178조 제1항과 유사)만이 그 영향을 받아 입법된 것으로 보인다.

이와 달리 일본 금융상품거래법 **제158조**(*자본시장법 제178조 제2항과 유사)는, 1893년(明治 26년) 법률 제5호로 제정된 <取引所法>이 **1914년**(大正 3년) 개정되면서 증권업자에 대한 규제로서 신설된 조항(제32조의 4로서 추가됨)에 기원을 두고 있으며,⁸⁹⁾ 이것이 1947년(昭和 22년) 법률 제22호로 제정된 <證券取引法(증권거래법)>과 그 후 전면개정된 1948년 <證券取引法(증권거래법)>을 거쳐 현재의 금융상품거래법에까지 계승된 것이다. 따라서 일본 금융상품거래법 제158조는 미국 SEA § 10(b)가 제정되기 이전에 이미 존재하던 조항이다(!).

이처럼 일단 연혁이 서로 다른 두 조항이 하나의 단일법 체계 안에서 다른 목적 하에서 각기 달리 존재하다가, 조문들의 위치 이동으로 인해 나란히 열거하는 과정에서 서로 중복되는 부분을 정리하지 않은 채 병존하게 되었고, 우리 자본시장법 제178조의 제1항과 제2항으로 이어진다.

그러나 아이러니하게도, 일본 금융상품거래법 제157조는 너무나 일반적·포괄적 형태라는 이유로 구성요건이 명확하지 않다는 등 비판이 있어 적극적으로 활용되지 못하고 있는 데 비해, 오히려 일본 금융상품거래법 제158조의 “위계의 금지” 조항이 실제 사건에서 포괄적인 불공정거래금지규정으로 그 역할을 수행하고 있다고 한다.⁹⁰⁾ 결국 제178조 제1항 제1호 (‘부정한 수단, 계획 또는 기교’)와 같은 조 제2항(‘위계의 사용’)의 모델법인 일본법의 관련 조항들이 실은 미국 1934년법의 포괄적 사기금지조항으로부터 영향을 받아 입법되었거나, 또는 원래 출발을 달리하였더라도 현실에서는 다 같이 포괄조항으로서의 기능을 수행하고 있는 셈이다.

따라서 자본시장법 제178조 제1항과 제2항의 구성요건해당성을 세밀하게 분석할 때에도 이러한 입법적 배경을 이해한다면 해석론상 제1항 제1호와 제2항은 서로 겹친다는 점을 인식할 필요가 있다.

국내에서는 실무상 동조 제1항 제1호 단독으로 의율하기보다는 같은 조 제2항을 동시에 같이 적용하기도 한다.⁹¹⁾

더구나 부정거래행위, 시세조종행위 규제에 대한 보완책으로서 다시금 입법된 시

89) 1945년(昭和20年) 8월 10일 일본 정부(大蔵省)는 소련의 참전, 원폭투하, 포츠담선언 등의 상황으로 인해 일본증권거래소 전국시장의 임시 ‘휴회’를 결정하였는데, 그 후 일본 정부 측에서 다시 시장을 재개하려고 시도하였으나 같은 해 9월 25일경 점령국 군최고사령부에 의해 ‘거래소 재개금지각서’가 발령되어 이른바 ‘시장재개 금지’의 시대를 맞이하게 된다(1947년 4월 일본증권거래소 해산 이후에는 아예 거래소 시장이 없는 시기라 할 수 있다). 위 각서는 1949년 1월 말경이 되어서야 해제되었다:

이상의 내용은, 小林和子 「戦時取引所統合から平時統合まで—取引所設立・解散政策の動と静」 証券経済研究第88号 (日本証券経済研究所, 2014. 12) 10頁. 일본 점령기 연표 참조 (http://www.cyoueirou.com/_house/nenpyo/senryou/1945.htm)

90) 김태진, 앞의 논문, 129면.

91) 예컨대, 대법원 2017. 3. 30. 선고 2014도6910 판결 (스캘핑행위에 대해 부정한 수단 및 위계의 사용에 해당한다고 판시한 사례임). 이에 대한 평석으로는 진상범, “스캘핑 행위가 ‘부정한 수단’ 및 ‘위계’의 사용에 해당하는지 여부 - 대상판결: 대법원 2017. 3. 30. 선고 2014도6910 판결 -” BFL 제 86호 (2017. 11), 서울대학교 금융법센터, 101-120면 참조.

시세관여형 교란행위(특히 제4호)의 경우에도 여전히 포괄조항으로서의 기능을 수행할 수 있는 여지가 있음을 고려하여 해석할 필요가 있겠다.

그렇다면 포괄조항으로서 기능하는 제178조 제1항 제1호, 제2항과 제178조의 2 제2항 제4호의 경계선을 어떻게 확정할 것인가 앞으로의 과제라 할 수 있다.

바. [참고] 공정거래질서 저해행위 (한국거래소 시장감시규정 제4조)

시세관여형 교란행위(자본시장법 제178조의 2 제2항)를 조문화하는 작업에서 모델로 삼은 것이 무엇인지는 명확하지 않다. 규정의 형식과 내용에 비추어 볼 때 아마도 아래 한국거래소의 「시장감시규정」 중 ‘공정거래질서 저해행위’ (규정 제4조)를 모델로 하여 만들어졌을 것으로 추측한다.

제4조(공정거래질서 저해행위의 금지) ① 회원 또는 그 임원·직원은 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하여서는 아니된다.<개정 2006.11.24, 2009.1.28> (생략) 5. 거래 성립 가능성이 희박한 호가를 대량으로 제출하거나 직전가격 또는 최우선호가의 가격이나 이와 유사한 가격으로 호가를 제출한 후 당해 호가를 반복적으로 정정·취소하여 시세 등에 부당한 영향을 미치거나 미칠 우려가 있는 행위 ---> <u>자본시장법 제178조의 2 제2항 제1호</u> (생략) 9. 취득 또는 처분의 의사 없이 통정하여 거래를 하거나 권리의 이전을 목적으로 하지 아니하는 가장된 거래를 하는 행위 ---> <u>같은 항 제2호</u> 10. 특정 종목의 시세등을 변동시키기 위하여 당해 종목에 관한 풍문 등을 유포하는 행위 --> <u>같은 항 제4호</u>

특히 공정거래질서 저해행위 중 허수성 호가, 통정·가장거래, 풍문 등 유포행위는 시장질서 교란행위에 명시된 시세관여형 교란행위의 유형들과 중복된다.⁹²⁾

그러나 공정거래질서 저해행위로서의 규제는 어디까지나 자율 규제 영역이고 자본시장법상 과징금이 부과되는 행정제재로서의 시장질서 교란행위 규제와는 구별된다. 만약 거래소 회원사가 시세관여형 교란행위 규제를 위반하여 과징금을 부과받는 경우에도 이와는 별도로 시장감시위원회가 자율규제로서 회원사에 대한 징계처분(제명, 6개월 이내의 회원자격의 전부 또는 일부의 정지, 6개월 이내의 거래의 전부 또는 일부의 정지, 1,000만원 이상의 회원제재금의 부과, 경고, 주의 등)을 내리거나 관련 임직원에 대한 징계처분을 하는 것은 얼마든지 가능하다(단 실무상 업무협조).

92) 같은 지적으로, 성희활·장인봉, “시장질서 교란행위 조사실무와 최근 제재사례 및 제도적 개선방안 고찰” BFL 제86호 (2017. 11.) 서울대학교 금융법센터, 64면[BFL총서 서지사항으로 교체](이 점과 관련하여 공적 규제와 자율규제가 중복되므로 회원사에 대해 시장질서 교란행위를 근거로 과징금이 부과되면 회원제재금은 감면되어야 한다는 주장도 있다: 정호경·이상수, “자본시장법상 시장질서 교란행위에 대한 연구” 금융감독연구 제3권 제2호(2016. 10), 금융감독원, 127면; 위 논문에서 재인용).

Ⅲ. 시장질서 교란행위 위반사례 검토

1. 사건 현황

시장질서 교란행위 규제가 시행된 2015년 7월 1일 이후 2018년 12월 31일까지 증권선물위원회(금융위원회)가 시장질서 교란행위를 근거로 과징금을 부과한 사례는 아래 <표 1>에서 보듯이 총 6건(이 중 정보이용형 교란행위가 4건, 시세관여형 교란행위는 2건)정도이다.⁹³⁾ 증권 불공정거래에 비해 건수가 많은 것은 아니지만, 이는 금융감독원이 도입초기라 시장의 혼란을 방지하고 법적 안정성을 높이기 위해 적발보다는 홍보와 교육에 힘을 쏟았기 때문이다.⁹⁴⁾ 향후 증권 불공정거래 규제의 패러다임을 바꾸고 많이 활용될 것을 기대한다.

참고로, 2018년 증권선물위원회는 총 104건에 대해 조치를 의결하였고, 이 중 미공개중요정보 이용행위 32건, 시세조종 12건, 사기적 부정거래 15건, 각종 공시, 보고 의무 위반 45건 등이다.⁹⁵⁾

<표 4> 시장질서교란행위 위반사례 (2015. 7. 1. - 2018. 12. 31.)⁹⁶⁾

의결일	구분	주요 내용	과징금 총액 (대상 인원)	과징금부과처분에 대한 행정소송 경과	
16.12.21	정보이용형	제3자배정 유상증자 결정정보를 전달받아 주식매수. (3차 정보수령자)	3,940만 원(1인)	-	
17.5.24	정보이용형	계약해지사실을 전달받아 주식을 매도, 손실회피. (2차~5차 정보수령자)	합계 239,710만 원 (14인)	3인 각 기각	한미약품사건: 3인 개별소송 ⁹⁷⁾
17.6.21	시세관여형	단주 고가매수로 시세관여	6,930만 원(1인) 4,500만 원(1인)	1인 인용 1인 기각	제2심판결 ⁹⁸⁾ (2018. 12. 13.)
17.9.27	정보이용형	해외 운용사 대표가 블록딜 진행정보를 지득하고 매도스왑거래를 통해 이득을 취득	37,760만 원(1인)	기각	해외 첫 사례 ⁹⁹⁾
18.4.25	정보이용형	세무조사 결과(추징금 부과)를 듣고 주식을 매도하여 손실회피한 사례. (2차 정보수령자)	7,160만 원(1인)	-	
18.7.18	시세관여형	착오로 입고된 배당주식을 매도	합계 33,750만 원 (13인)	진행 중	삼성증권 배당착오사건

93) 필자가 아는 범위 내 파악된 수치이므로 이 표에 누락된 사건이 있을 수도 있다. 다만 안현수, 앞의 논문, 101면에서 파악한 수치도 이와 동일하다.

94) 박은석, “증권 불공정거래의 현황과 과제” BFL 제86호 (2017. 11.), 서울대학교 금융법센터, 15면.[BFL총서 서지사향으로 교체]

95) 금융위원회 보도자료 “2018년 4/4분기중 주식 불공정거래 주요 제재사례” (2019년 1월 25일자) 1면.

96) 사건 기준으로 산정한 것이며 인별 기준이 아니다. 이 표는 원래 안현수, 앞의 논문 102면의 <표 1>(금융위원회 홈페이지(<http://www.fsc.go.kr>)에 공개된 의결서 기준으로 작성된 것임)을 참조한 것으로서, 필자가 수정한 것이다. 그 밖에도 시장질서 교란행위(정보이용형 교란행위)로 조사받았으나, 부당이득 금액이 2,000만원 미만이므로 자본시장조사 업무규정 별표 제2호 「과징금 부과기준」 및 별표 제3호 「증권·선물조사결과 조치기준」에 따라 과징금이 면제된 사례가 1건 있다(2017년 12월 13일자 증선위 의결).

97) 서울행정법원 2018. 6. 7. 선고 2017구합79592 판결; 서울행정법원 2018. 7. 12. 선고 2017구합

2. 정보이용형 교란행위 위반 사례

① 최초의 사례: 3차 정보수령자

법 시행 이후 시장질서 교란행위 위반으로서 최초로 적발된 사례는, 상장법인의 제3자 배정 유상증자를 실시한다는 정보를 지인(B)으로부터 들은 개인투자자 A(3차 정보수령자)가 그 정보가 준내부자부터 나왔다는 점을 알면서 동 정보가 공개되기 전에 위 회사 주식을 매수하여 3,940만 원의 부당이득을 취득한 사건으로서, 2016년 12월 21일 제22차 증권선물위원회 의결을 거쳐 과징금 3,940만 원이 부과되었다.¹⁰⁰⁾

② 대규모 과징금 부과사례: 다차 정보수령자(한미약품사례)

2017년 5월에는 계약해지사실의 유포 및 이용행위 한미약품 주식에 대한 시장질서 교란행위 위반사례로 대규모 과징금이 부과된 바 있다.¹⁰¹⁾

당시 사회적으로도 큰 물의를 야기한 사건이었으므로 2016년 10월 4일 금융위원회 자본시장조사단이 바로 조사에 착수하였고, 같은 달 13일 증권선물위원회는 긴급조치(fast track)로 검찰통보를 한 후 검찰로부터 시장질서 교란행위 혐의자 27명을 통보받아 그 중 14명에 대해 시장질서 교란행위로 과징금을 부과하였고, 2명을 미공개중요정보 이용행위 위반으로 검찰에 고발한 바 있다.

그 중 △△회사 광고팀 직원인 戊가 임원간 대화를 우연히¹⁰²⁾ 들은 후 이정보를 1차, 2차, 3차 정보수령자에게 전달하였고 戊에 대해서 과징금이 부과되었다. 다만 戊에 대한 과징금 부과 적용법조로서 증권선물위원회의 의결서에 의하면 戊를 그 법인의 임직원, 대리인, 즉 ‘내부자’ 라고 판단한 듯 하므로 위 △△회사는 여기서 그 상장법인의 계열회사로 추측된다. 그러나 내부자의 경우에도 직무관련한 정보의 취득임을 전제하고 있으므로(제174조 제1항 제5호), 여전히 내부자라 하더라도 직무관련성이 문제된다.

(앞서 본 바와 같이) 금융위원회는, 제178조의 2 제1항 제1호 나목과 관련하여, 식당의 종업원이 고객에게 음식을 서빙하는 중에 평소 잘 알고 있는 상장법인의 임원

78025 판결; 서울행정법원 2018. 7. 13. 선고2017구합77398 판결(이 건만 피고가 금융위원회).

원래 부과되는 과징금 액수가 20억 원 미만이면 증권선물위원회가 최종 판단권자이나, 과징금 액수가 20억 원 이상이면 금융위원회에 다시 부의하여 판단을 받아야 하기 때문에 20억 원 이상의 과징금부과에 있어서 최종 판단권자는 금융위원회가 되고, 행정소송의 피고 역시 금융위원회가 된다.

98) 서울고등법원 2018. 12. 13. 선고 2018누60559 판결(제1심과 동일 결론임).

99) 서울행정법원 2019. 1. 10. 선고 2017구합89377 판결.

100) 금융위원회, “[증권위]시장질서 교란행위 위반사례 첫 적발” 2016. 12. 22.자 보도자료. 이 때 지인(B)의 경우, B는 그 회사 주식을 매매하지 않았고, 자신의 아들이 상장법인인수에 참여한다는 것을 A에게 자랑삼아 이야기한 것으로 미공개중요정보제공의 고의성이 없어 별도 조치를 하지 아니하였다.

상세한 내용은 http://www.fsc.go.kr/info/ntc_news_list.jsp 참조.

101) 한미약품 직원, 개인투자자 등 14인에 대한 시장질서 교란행위 위반을 이유로 총 24억 원의 과징금이 부과되었다: 금융위원회, “[증권위]00약품 시장질서교란행위자 대규모 과징금 부과조치”, 2017. 5. 24.자 보도자료 참조.

102) 임원간 대화를 우연히 들었다는 사정만으로는 제178조의 2 제1항 제1호 다목에서 말하는 ‘기타 부정한 방법으로’ 정보를 알게 된 것이라고 볼 수는 없다.

들의 대화를 우연히 듣고서 중요정보를 알게 되어 위 정보를 이용하여 해당 회사의 주식을 매수(매도)한 경우, 커피자판기 관리를 위해 상장법인을 방문한 커피공급업체 직원이 휴게실에서 직원들의 대화를 우연히 듣고 해당 회사의 미공개 중요정보를 알게 되어 해당 회사의 주식을 매수(매도)한 경우처럼, 자신의 직무 수행의 본질적 내용과는 전혀 무관하게 우연한 기회에 미공개중요정보를 알게 된 경우는 시장질서 교란행위의 규제대상에 포함되지 않는다고 보고 있다.¹⁰³⁾ 그러나 직무 수행의 본질적 내용과는 무관하다는 이유로 규제대상에서 제외하는 것이 바람직한지는 고민해 볼 필요가 있다. 오히려 이 사안에서 금융당국이 임원간 대화를 우연히 듣게 된 △△회사 광고팀 직원인 戊의 행위가 정보이용형 교란행위에 해당함을 이유로 과징금을 부과한 점으로 미루어, 직무의 본질적 부분으로 국한하여 직무관련성을 해석한 것이 아니라(본질적 부분이라면 광고 업무 관련하여 정보를 취득할 것이 요구된다), 직무를 수행하는 데에 직, 간접적으로 필요한 범위까지 그 관련성을 폭넓게 해석하여 적용했다고 평가할 수 있다.¹⁰⁴⁾

③ 외국인 투자자에 대한 최초의 사례: 제178조의 2 제1항 제1호 나목

또한 2017년 9월 최초로 외국인의 시장질서 교란행위 위반사례도 적발되었다. 금융당국은 외국인 투자자(홍콩소재 자산운용사 대표이사)가 국내 상장법인 H사 주식에 대한 대규모 블록딜 진행정보(시장정보)를 지득하고, 동 정보가 시장에 공개되기 전에 자신이 운용중인 펀드의 계산으로 H사 주식에 대한 매도스왑(사실상 공매도) 거래를 통해 3억 7,767만 원의 부당이득을 취득한 사례를 적발하였고, 2017년 9월 27일 제17차 증권선물위원회 의결을 거쳐 위반자에게 과징금 3억 7,760만원을 부과하였다.¹⁰⁵⁾ 블록딜에 관한 정보는 상장법인의 업무 관련 정보가 아니고 시장정보이므로, 종전의 미공개중요정보 규제로는 처벌할 수 없었다. 자신의 직무와 관련하여 중요한 정보를 알게 된 자로서 정보이용형 교란행위로 규제한 것이다(제178조의 2 제1항 제1호 나목). 혐의자는 평소 업무상 연락하던 자의 설명으로부터 그 정보를 인지하여 주식매도스왑 등 거래에 이용하였으므로 ‘직무 관련성’ 요건도 충족한 것으로 보인다.

3. 시세관여형 교란행위 위반사례

① 최초의 시세관여형 교란행위 위반 사례 (초단기 단주매매)

증권선물위원회는 2017년 6월 21일 형제인 전업투자자 2인에 대해, 그들이 2016년 9월 13일부터 2016년 10월 13일까지 5개사 주식을 거래하는 과정에서 평균 2분 내

103) 금융위원회 등, 앞의 책, 133면. 지지하는 견해로, 예컨대 김정수, 앞의 책, 381-382면, 384-385면 등.

104) 금융위원회, “00약품 시장질서교란행위자 대규모 과징금 부과조치” 2017. 5. 24.자 보도자료 참조.

105) 금융위원회, “[증권위]금융당국, 외국인의 시장질서 교란행위 위반사례 첫 적발” 2017. 9. 27.자 보도자료.

지 3분 정도의 짧은 시간 동안 고가의 단주주문을 수백 회 제출하는 방식으로 홈트레이딩시스템(HTS) 호가창을 확인하는 일반투자자로 하여금 거래가 빈번하게 이루어지는 상황으로 오인하게 하거나, 매도1호가(매도자 중 최고로 높은 매도가격을 의미) 가격대로 지속적으로 매수하여 일반투자자로 하여금 시장에서 거래되는 가격에 대하여 잘못된 판단을 하게 하는 등 자본시장법 제178조의2 제2항 제4호에서 금지하는 시장질서 교란행위를 하였다고 판단하고, 갑에게 6천9백3십만 원, 을에게 4천5백만 원의 각 과징금을 부과하는 처분을 하였다.¹⁰⁶⁾

이는 최초의 시세관여형 교란행위 위반사례이며, 금융당국은 이들의 행위가 시세관여형 행위 유형 중에서 풍문을 유포하고 거짓으로 계책을 꾸미는 등으로 상장증권의 수요·공급상황이나 그 가격에 대하여 타인에게 잘못된 판단이나 오해를 유발하거나 그 가격을 왜곡할 우려가 있는 행위(자본시장법 제178조의 2 제2항 제4호)에 해당한다고 보았다.

여기서의 ‘풍문의 유포, 거짓의 계책’ 도 상당히 넓은 개념이기는 하나, 결국 이 조항에서 규제하고자 하는 행위는 ‘타인의 잘못된 판단이나 오해를 유발하거나, 대상이 된 상장증권 혹은 장내파생상품의 가격을 왜곡할 우려가 있는 행위’이며, 법문상 그리고 입법취지상으로 볼 때 그 수단을 반드시 풍문 유포, 위계 사용으로 국한되거나 이와 동일·유사한 수법으로 한정된다고 해석할 수는 없다.

단주매매는 행위자가 단주매매를 할 의사와 능력이 없는 것이 아니므로 단주매매 방식 자체를 위계로 보는 것은 무리가 있다는 데에 지적¹⁰⁷⁾에 공감한다.

그러나 이 건의 쟁점을 단주매매방식이 ‘거짓의 계책(위계)’ 사용에 해당될 것이냐의 문제로 좁혀서 볼 이유는 없다고 생각한다.¹⁰⁸⁾ 이 사건에 대한 서울행정법원 및 서울고등법원의 입장도 문제되는 행위에 대해, ‘위계 사용’에 해당하는지 여부만을 놓고서 한정적으로 해석하지 않고, 타인에 대한 오해, 오인 유발 여부와 상장증권의 가격을 왜곡할 우려가 있는지 여부로 판단하고 있다(이하 관련 부분을 인용한다):

“(생략) 각 증거를 종합하여 알 수 있는 다음과 같은 사실 또는 사정을 고려하여 볼 때, 원고들의 이 사건 회사들 주식 거래 방식은 상장증권의 수요·공급 상황이나 그 가격에 대하여 타인에게 잘못된 판단이나 오해를 유발하거나 상장증권의 가격을 왜곡할 우려가 있는 행위에 해당한다고 봄이 타당하다.

① 원고들은 위에서 본 이른바 ‘반기문 테마주’를 거래 대상으로 선택하고 ‘일정 수량 선매수, 반복된 단주매수, 전량 매도’ 방식으로 이 사건 주식을 거래하였다. 특히 원고들의 단주 매수는 일정량의 주식에 대한 선매수를 한 직후, 불과 1분 내지 2분 이내에 100회가 넘는 주문을 내는 방식으로 이루어졌다.

② 이러한 ‘선매수’와 ‘단주 매수’는 주식투자에 사용되는 홈트레이딩시스템(HTS) 화면에 모

106) 서울행정법원 2018. 8. 2. 선고 2017구합76432 판결 참조.

107) 성희활 등 2인, 앞의 논문, 60-61면.

108) 이에 대한 반대 견해로, 성희활 등 2인, 앞의 논문, 60면.

두 공개되므로 일반 투자자로서는 이 사건 주식의 거래가 활발하게 이루어지는 것으로 오해할 여지가 상당하다. 실제로 위에서 예시한 바와 같이 원고들이 이 사건 회사들 주식을 거래한 시간 동안 각 주식의 거래량이 증가[예를 들어 원고 올의 P사 주식거래에 관한 위 예시 기간 직전 같은 시간(1분 46초) 동안 전체 매수 횟수는 94회였고 매수 주문량은 60,043주였는데 위 예시 기간 전체 매수 횟수는 313회, 매수 주문량은 123,407주로 증가하였음]하였고 주가가 대체로 상승하였다.

③ (원고들은 단순히 스트레스 해소를 위한 행동이었다고 주장하나) 그 대상 주식(이른바 테마주), 거래 시간 및 거래 횟수(2분 내지 3분 이내에 100회 이상), 전체 거래에서 원고들의 거래가 차지하는 비중[단주 거래의 특성상 호가관여율은 높지 않지만, 전체 거래 횟수 중 상당 부분을 차지함(P사의 경우 위에서 예시한 기간 동안 전체 거래 횟수 중 40~50%에 달함)] 등에 비추어 보면, 다분히 주가 상승을 염두에 둔 주문이었던 것으로 추단된다.”(이와 다른 전제에 서 있는 원고들의 주장은 배척하였음)

한편 조사를 실시한 금융감독원은 처음에 이 사건을 시장질서 교란행위가 아니라, 이른바 초단기 단주거래 방식으로 위 5개사 주식을 거래하면서 부당이득을 취함으로써 자본시장법 제176조 제2항에서 금지하는 시세조종행위를 한 것으로 보았다.

그러나 이후 금융감독원 특별조사국이 자본시장조사심의위원회에 이들을 수사기관에 통보할 것인지에 관한 안건을 상정하여 안건을 검토하는 과정에서 자본시장조사심의위원회는 증권선물위원회에게 이들의 행위를 시장질서 교란행위로 봄이 바람직하다고 통지함으로써 시세조종행위가 아닌 시세관여형 교란행위 위반사례로 과징금이 부과되었다.

적용법조를 놓고 고민할 수 밖에 없었던 것은 앞서 본 바와 같이 시장질서 교란행위로서의 시세관여행위와 형사제재대상인 시세조종행위는 ‘목적’의 유무에서만 차이가 있을 뿐, 객관적 구성요건이 사실상 동일함에 따라 양자를 객관적으로 구별한다는 것이 사실상 불가능하거나 매우 어렵기 때문이다.¹⁰⁹⁾

위 사례와 매우 흡사한 단주매매거래를 이용한 사안에 대해, 우리 하급심 법원은 시세조종행위로서 범죄성립을 인정하여 유죄로 판단한 사례도 존재한다. 즉 2013년 7월 창원지방법원은 단주매매를 이용한 초단기 시세조종에 대해 일반적인 시세조종과 동일하게 가장매매 존재 여부, 호가·체결·시세관여율 등을 종합하여 시세조종행위 혐의를 인정하여 자본시장법 위반을 유죄로 인정한 바 있다¹¹⁰⁾.

시세조종인지, 시장질서 교란행위(특히 제178조의 2 제2항 제4호)인지의 문제는 목적성의 유무에 따라 결정된다고는 하나, 문제되는 행위만 놓고보면 객관적 구성요건상으로는 사실상 구별이 어렵기 때문에 시세조종행위의 수준에는 이르지 못하였거나 입증에 곤란한 사안과 시세조종으로 형사처벌이 가능한 사안을 구별하여, 시세조종행위로 형사처벌이 가능하다면 시세조종행위로 의율하는 것이 시세관여형 교란행위의 시세조종행위에 대한 보충성을 규정된 취지에 부합한다고 보여진다. 향후

109) 성희활 등 2인, 앞의 논문, 63-64면.

110) 창원지방법원 2013. 7. 3. 선고 2013고단823 판결.

양 규제 사이에 개념과 범위가 상호 충돌되지 않도록 제도를 운용할 필요가 있어 보인다.

② 삼성증권 사례

2018년 4월 6일 오전 9시 30분 경 삼성증권은 우리사주 조합원 직원 2018명에게 배당금 28억1000만원을 지급하는 과정에서 담당직원의 실수로 28억1000만주를 입고하는 전산입력 사고가 발생하였다. 당시 담당 직원이 단위를 ‘원’ 대신 ‘주’로 잘못 입력해 1주당 1000원 대신 ‘자사주 1000주’가 입고된 것이다.

<표 5> 삼성증권 배당사고 경과¹¹¹⁾

2018년 4월 06일	오전 9시 30분 삼성증권 우리사주조합에 대한 배당메뉴의 입력 오류
2018년 5월 08일	금융감독원, 삼성증권 직원 21명에 대해 자본시장법 위반, 업무상 배임·횡령 등의 혐의로 검찰 고발
2018년 7월 09일	검찰, 삼성증권 전 직원 8명 기소
2018년 7월 18일	금융위원회, 증권선물위원회 삼성증권 임직원 13명 과징금 부과 결정
2018년 8월 10일	법원, 삼성증권 배당오류사건 첫 공판 개최
2019년 2월 15일	제1심법원(서울남부지법 형사6단독)의 판결이 선고될 예정이었으나 변론재개됨.)

삼성증권의 상장주식수는 8930만주인데 배당사고로 인해 미처 발행하지 않은 주식(28억1000만주)가 배당된 셈이다. 이 사실을 안 삼성증권 직원 21명은 이 주식에 대한 매도를 시도하였고 실제 501만3000주(약 1820억원)가 매도되었다. 당시 삼성증권 대표는 배당사고와 관련해 책임을 지고 사의를 표명하였으며, 증권선물위원회는 삼성증권에 구성훈 대표의 직무정지 3개월과 삼성증권 일부 업무 정지 6개월, 과태료 1억4400만 원을 부과하였다.

한편 입고된 주식을 매도한 삼성증권 직원 중 13인에 대해, 검찰의 공소제기와는 별도로 증권선물위원회는 시세관여형 교란행위 위반으로 판단하고 과징금을 부과하였다. 여기에서도 시세관여형 행위 유형 중에서 제4호인 ‘풍문을 유포하고 거짓으로 계책을 꾸미는 등으로 상장증권의 수요·공급상황이나 그 가격에 대하여 타인에게 잘못된 판단이나 오해를 유발하거나 그 가격을 왜곡할 우려가 있는 행위’에 해당한다고 판단하였다. (한편 삼성증권은 배당 사고 직후 위법행위로 인해 손해를 끼친 일부 직원들에게 총 55억원의 손해배상을 청구하여 이 소송도 현재 1심 진행 중이다¹¹²⁾).

특히 이 사건의 주요 쟁점으로 아래와 같은 몇 가지 사항을 생각해 볼 수 있겠다. 첫째, 실제 존재하지 않는 주식(이른바 ‘가상주식’)에 대해서 시세관여형 교란행

111) 허윤영, “삼성증권 ‘배당사고’ 첫 법원 판결 임박” 머니투데이 2019년 1월 29일자 기사 (최종방문 일자 2019년 1월 29일):

http://news.mtn.co.kr/newscenter/news_viewer.mtn?gidx=2019012914101620652

112) 허윤영, 앞의 기사 참조.

위가 성립할 수 있는지 여부이다. 단순히 입력실수로 인하여 잔고에 표시된 전자적 데이터는 엄격한 의미에서 자본시장법상 ‘상장증권’에 해당하지 않는다. 그러나 전자기록에 불과하지만 실제 시스템상으로는 정상적인 주식과 동일하게 거래가 가능하도록 기능하였다면 여기서의 ‘상장증권’에 준하여 취급할 수 있다고 생각한다. MTS, HTS를 통한 주문은 전체 주식 시장과 실시간으로 연동되므로 주문이 정상적으로 입력되기만 하면 특별한 사정이 없는 한 실제 시장에 주문이 제출되는 구조이어서 이 사건에서도 주식계좌에 입고된 이상 사실상 일반 상장증권과 동일하게 거래가 가능하다.

둘째, 교란행위자들이 자신들의 주식계좌에 표시된 삼성증권 주식 잔고가 터무니 없이 큰 금액이어서 시스템 혹은 전산상의 오류로 인식하였을 뿐 거래가능성에 대해 인식이 흠결되어 있었다고 할 때에도 시장질서 교란행위는 성립하는지 여부이다. 관련하여 시장질서 교란행위 중 정보이용형은 주관적 인식 내지는 고의가 필요하지만 시세관여형 교란행위에서는 주관적 인식이나 목적성은 필요하지 않다. 따라서 시장질서 교란행위는 성립할 수 있다고 본다.

셋째, 그렇다면 제4호의 요건과 관련하여, ‘풍문의 유포, 거짓의 게재’ 등을 통해 타인의 오판, 오해를 유발하거나 가격을 왜곡하는 행위로 볼 수 있는지 여부이다. 이에 대해, 해당 조항은 불공정거래 범죄 유형의 하나인 부정거래행위 중 풍문 유포, 위계 사용 등 행위와 목적성 요건을 제외하면 유사하다는 점을 근거로, 자본시장법 제178조의 2 제2항 제4호에서의 요건은 그 수법이 풍문 유포나 위계사용의 방식과 동일하거나 이에 준하는 것일 것을 요한다고 해석하는 입장이 있다.¹¹³⁾ 위 입장처럼 한정적으로 구성요건을 해석하게 되면 이 사건의 쟁점은 혐의자들의 수법이 과연 ‘위계(거짓으로 게재를 꾸미는 것)’의 사용에 해당하는지 여부의 문제로 좁혀진다.

그러나 개인적으로 제4호의 요건이 범문상 그 행위 유형을 반드시 풍문의 유포, 위계의 사용 혹은 이에 준하는 수법으로 한정할 필요가 있는지 의문이다. 풍문의 유포, 위계의 사용은 범문상 예시적 열거로 이해되며 반드시 위계의 사용이라 할 수 없는 경우라 하더라도 타인의 오해, 오인을 유발하거나 가격을 왜곡할 우려가 있으면 제4호에 해당할 수 있다고 본다. 다만 삼성증권 배당착오와 관련해서는 실제 자신이 소유하지 않는 주식을 마치 자신의 것처럼 매도하였으므로 거짓의 게재를 사용한 것으로도 볼 여지가 있다.

넷째, 부과된 과징금의 금액이 타당한지 여부가 문제될 수 있다.

금융당국은 이 사안에서 주식거래 후 실제 결제는 이루어지지 않았으므로, 시장질서 교란행위 위반으로 얻은 이익이나 손실액을 객관적으로 산출하기 곤란한 사안으로 파악하여 이들이 얻은 이익을 3천만 원으로 간주하였고 과징금을 부과하였다.¹¹⁴⁾ 이에 대해 혐의자들이 취한 이익은 전산상 수치에 불과하고 실질적으로 취한 재산

113) 성희활·장인봉, 앞의 논문, 60면.

114) 자본시장법 [별표 2] 과징금 부과기준 3. 기준금액과 기본과징금의 산정 바.항 참조.

상 이익이 없다고 볼 여지도 있다. 만약 위반행위로 얻은 이익이 없다면 과징금을 면제할 수 있게 된다.¹¹⁵⁾

그러나 교란행위는 시장의 건전성 저해가 핵심이므로 시장의 질서를 해치는 매매 양태인지에 중점을 두고 위법여부를 판단해야 한다. 이득액의 규모에 따라 형사처벌의 수준이 연동되는 것이 아니므로, 실제로 얻은 이득 혹은 손실의 존부를 형사사건에서처럼 엄격하게 따져서 과징금 액수를 판단하기보다는 이 사건의 특징을 먼저 이해할 필요가 있다고 본다. 즉 주식 거래의 특성상 결제에 2영업일이 소요되는 점을 감안하면, 삼성증권의 배당 관련한 착오 입력 사실이 조기에 발각됨으로써 혐의자들이 삼성증권 주식 매도 대금을 취득하여 인출하거나 은닉하는 것이 사실상 불가능해진 것이므로 이미 이들의 거래로 인해 시장의 건전성은 크게 저해되어 위험이 발생한 이상 혐의자들이 얻은 이익이나 손실액을 산출하기 곤란한 사안이지, 이익이나 손실액이 없다고 보기는 어렵다고 생각한다.

이 점과 관련해서, 시장질서 교란행위는 시세조종행위 등에 비해 위법성의 정도가 낮으며 또 제재의 형태가 과징금이므로 부당이득의 산정방법을 굳이 시세조종의 경우처럼 형량에 연동시키는 형태로 산정할 필요가 있는지 근본적으로 의문이 든다.¹¹⁶⁾

다섯째, 현재 이 사건은 죄질이 나쁘다고 분류된 일부 혐의자들에 대해서는 사기적 부정거래로서 자본시장법 제178조 위반으로 공소가 제기되어 형사재판이 진행 중이다. 만약 공소제기된 혐의자들에 대해 사기적 부정거래가 인정되어 자본시장법 위반죄로 유죄 판결이 선고되고 확정되면, 시장질서교란행위로서 자본시장법 제178조의 2에 따라 이들에 대해 이미 부과된 과징금부과처분의 효력이 문제될 수 있다.

이는 형사처벌과 행정처분이 이중처벌에 해당하는지의 문제가 아니다(형사처벌과 행정처분은 별개 제도이므로 이중처벌이라 보기 어렵다).

자본시장법상 어느 행위가 동법 제176조의 시세조종행위 또는 제178조의 부정거래행위에 해당하는 경우에는 시세관여형 교란행위 규제대상에서 제외된다고 규정하고 있으므로(제178조의 2 제2항 단서), 현행 자본시장법에 의해 공소제기된 혐의자들에 대해 부정거래행위로서 자본시장법 위반죄가 유죄임이 드러나면, 시장질서 교란행위 규제는 이들에 대해 원래 적용될 수 없는 성질의 것이기 때문이다.

이와 같이 형사처벌과 행정제재가 중복될 수 없도록 법상 설계되었기 때문에 부정거래행위임이 판명되면, 기존에 있었던 증권선물위원회의 과징금부과처분은 시장질서 교란행위의 규제 대상이 아닌 행위에 대해 과징금을 부과한 것과 같은 결과가 된다. 일반적으로 형벌과 행정처분이 상호 교차하는 문제(형사재판에서 행정처분의 적법 여부가 선결문제가 되는 경우 혹은 행정처분의 효력 유무가 형사재판의 적선결문제가 되는 경우)와도 다른, 독특한 현상이다.

과징금부과처분이 비록 선행되었음에도 불구하고, 자본시장법 제178조의 2 제2항

115) 자본시장법 [별표 2] 과징금 부과기준 2.통칙 (7) 참조.

116) 같은 취지로, 엄세용, 앞의 학위논문, 303-305면.

의 정함에 반하는 것임이 명확한 이상, 이 때의 과징금부과처분에는 중대하고도 명백한 하자가 있다고 판단된다. 따라서 형사재판에서 부정거래행위로 유죄판결(확정판결)을 받은 혐의자에 대한 증권선물위원회의 과징금부과처분의 효력은 무효라고 해석된다(기납부된 과징금에 대해서는 환수절차가 진행될 것이다).

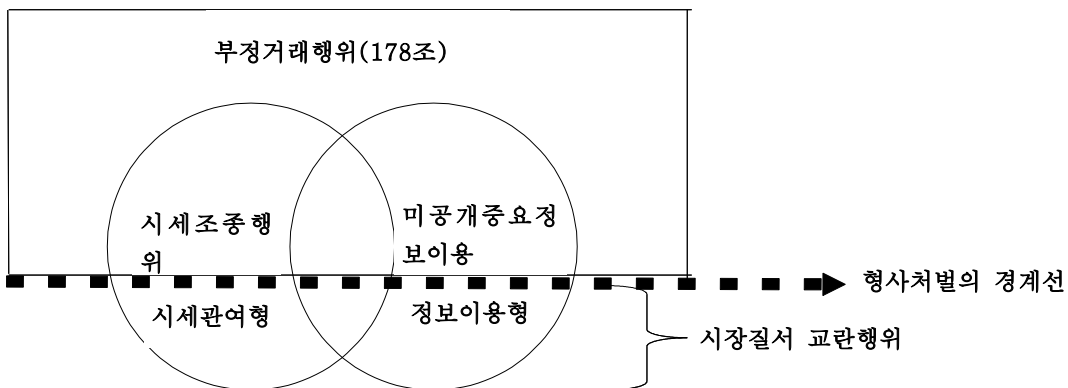
물론 시세조종행위와 부정거래행위에 속하는 행위로 구성된 집합 (A)는 위 전체집합에 대한 부분집합이고(ACU), 시세관여형 교란행위의 규제대상은 위 집합 (A)의 여집합(A^c)에 해당하여 자본시장법상 규제가 겹치지 않도록 명확하게 설계되었지만 현실에서는 얼마든지 중복될 수 있고, 또 그 구분과 경계가 모호하다. 따라서 각 규제기관 사이에 조화로운 협조와 공조체계가 필요하다.

한편 위 사건 이후 그 대비책으로서 한국거래소는 2019년 1월 24일 '2019년 주요사업계획'을 발표하면서 시장인프라 혁신을 위해 2018년 사상 유례없는 배당사고를 낸 이른바 '삼성증권 사건'이 재발하지 않도록 '직권 취소제도'를 도입하기로 했음을 밝혔다(직권 취소제도는 이미 체결된 주식이라고 하더라도 거래소가 직권으로 거래를 취소할 수 있음을 뜻한다).¹¹⁷⁾

IV. 결어: 부정거래행위·시세조종행위규제와의 공생을 위해

현행 자본시장법은 기존 불공정거래행위에 중첩적으로 시장질서 교란행위를 적용하는 경우 시장에 과중한 부담이 될 수 있고 과징금대상인 시장질서 교란행위를 한자와 형사처벌대상인 기존 불공정거래행위자 사이에 차이가 있다는 점을 고려하여 양자가 양립할 수 없도록 아래 그림과 같이 명확하게 설계하였다¹¹⁸⁾

<그림 1> 불공정거래행위와 시장질서 교란행위의 규제 구조



117) 오주연, “‘제2의 삼성증권 배당사고’ 원천봉쇄... 거래소, 연내 ‘직권 취소제도’ 도입”, 아시아경제 2019년 1월 24일자 기사: (해외 주요거래소는 이미 거래취소제도를 운영하고 있어 향후 법적 타당성 여부를 검토하고 정부와 업계·투자자와 의견을 교환하는 등 공론화 절차를 충분히 거쳐 이르면 올 2분기 내에 추진할 예정이라 한다)

<http://view.asiae.co.kr/news/view.htm?idxno=2019012415161028129>

118) 성희환·장인봉, “시장질서 교란행위 조사실무와 최근 제재사례 및 제도적 개선방안 고찰” BFL 제 86호 (2017. 11.), 서울대학교 금융법센터, 52면.

그러나 실제 사례에서는 어느 행위가 ‘목적성 없는’ 시세관여형 교란행위와, ‘목적성 있는’ 시세조종행위, 혹은 ‘목적성 있는’ 풍문유포, 위계의 사용에 의한 부정거래행위, 나아가 부정한 수단을 사용하는 부정거래행위 중 어느 것에 해당하는지를 판단하는 것은 결코 쉬운 일이 아니다.¹¹⁹⁾ 결국 혐의자의 의도, 매매목적, 매도·매수 주문양태, 호가관여율, 주가변동폭 등을 종합하여 목적성 유무를 결정할 수 밖에 없다.¹²⁰⁾

더구나 적용법조에 있어서도 다양한 불공정거래행위에 대응하기 위하여 포괄적이고 탄력적인 운용이 가능하도록 마련된 포괄조항이 산재되어 있음으로 인해 서로 충돌하거나 중첩되는 면이 있고, 적합한 적용법조를 정하는 것이 어렵게 되었다.

특히 시세관여형 교란행위 규제는 부정거래행위(제178조)에 대한 보충적인 관계라 할 수 있는데, 부정거래행위를 규정하고 있는 자본시장법 제178조의 틀 안에서만 보더라도 동조 제1항 제1호의 ‘부정한 수단, 계획, 기교’ 라는 구성요건과 동조 제2항의 ‘위계 사용’ 의 구성요건이 모두 사실상 포괄규정으로서의 기능을 수행하고 있는 점에 보태어, 시세관여형 교란행위의 유형 중 풍문·위계 사용의 경우(자본시장법 제178조의 2 제2항 제4호)도 일종의 규제의 공백을 메우기 위한 포괄조항이라는 점을 감안하면 이러한 각각의 포괄조항들 사이의 적용대상과 범위가 중복되는 문제 또한 시급히 해결될 필요가 있다. ¹²¹⁾

물론 기술혁신으로 향후 신종기법이 등장하여 다양한 형태로 증권 불공정거래행위가 나타날 수 있으므로 증권 불공정거래규제의 대응수단으로서 이른바 포괄조항이 필요하다는 점에 대해서는 의문의 여지가 없다. 다만 포괄조항을 보다 잘 활용하고 증권 불공정거래에 효과적으로 대처하기 위해서는, 궁극적으로는 위 각 포괄조항들을 통합하고, 행정제재와 형사처벌의 관계를 어떻게 정립할 것인지(형벌과 과징금을 모두 부과할 수 있도록 할 것인지 등)에 대해 입법적으로 해결할 필요가 있다.¹²²⁾

119) 박은석, 앞의 논문, 15면.

120) 박은석, 앞의 논문, 15면.

121) 같은 취지로, 엄세용, 앞의 학위논문, 308-309면.

122) 엄세용, 앞의 학위논문, 309면.