

부정거래행위의 해석과 적용 사례

– 자본시장법 제178조 제1항 제1호, 제2호를 중심으로

2015. 11. 21.

법무법인(유) 화우

변호사 정 현 석

목 차

I. 개관

II. 부정거래행위의 해석 및 적용 기준

III. 부정거래행위의 해석 및 적용 사례

IV. 해석 적용에 관한 소고



I. 개관

1. 입법연혁
2. 규정체계
3. 포괄적사기금지규정의 입법례

I. 개관

1. 입법연혁

(구)증권거래법 제188조의 4 제4항

누구든지 유가증권의 매매와 기타 거래와 관련하여 다음 각 호의 1에 해당하는 행위를 하지 못한다.

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



규정공백 방지를 위해 포괄적 사기금지 조항 필요



자본시장법 제178조 제1항 제1호 신설

I. 개관

2. 규정체계

제178조 (부정거래행위 등의 금지)

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

1. 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위

2. 중요사항에 관하여 거짓의 기재 또는 표시를 하거나 타인에게 오해를 유발시키지 아니하기 위하여 필요한 중요사항의 기재 또는 표시가 누락된 문서, 그 밖의 기재 또는 표시를 사용하여 금전, 그 밖의 재산상의 이익을 얻고자 하는 행위

3. 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 유인할 목적으로 거짓의 시세를 이용하는 행위

② 누구든지 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 할 목적이나 그 시세의 변동을 도모할 목적으로 풍문의 유포, 위계(僞計)의 사용, 폭행 또는 협박을 하여서는 아니 된다

- 자본시장법 제178조는 구체적인 금지규정인 제1항 제2호(중요사항 허위기재 및 누락 등), 제3호(거래 유인 목적 거짓의 시세 이용) 및 제2항을 두면서도 그와 동시에 포괄적으로 제1항 제1호에서 “부정한 수단, 계획, 기교를 이용하는 행위”를 부정거래행위로 규정

3. 포괄적사기금지규정의 입법례

미국 SEC Rule 10b-5

누구든지 증권의 매수 또는 매도와 관련하여, 직접 또는 간접적으로, 주간통상의 수단이나, 우편, 전국적 증권거래소라는 시설을 사용하여 다음과 같은 행위를 하는 것은 위법이다.

(a) 사기를 위하여 어떠한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 것

- SEC Rule 10b-5는 포괄적인 사기금지 규정으로서 ‘**사기(fraud)**’를 **요건**으로 하여 적용범위 협소
- 미국연방대법원은 Santa Fe Industries v. Green, 430 U.S. 462 (1977) 사건에서 부실표시나 정보누락이 없는 한 단순한 거래의 불공정성만으로는 SEC Rule 10b-5조에 기한 소송을 제기할 수 없다고 판시

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails, or any facility of any national securities exchange,

- (a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,
- (b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or
- (c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security

I. 개관

3. 포괄적사기금지규정의 입법례

일본 금융상품거래법 제157조

누구든지 다음 각호에 해당하는 행위를 하여서는 아니 된다.

1. 유가증권의 매매 기타 거래 또는 파생상품거래 등에 관하여 **부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 것**
2. 유가증권의 매매 기타 거래 또는 파생상품거래 등에 관하여 중요한 사항에 대하여 허위의 표시가 있거나 오해를 발생시키지 아니하기 위하여 필요한 중요한 사실의 표시가 누락된 문서 기타 표시를 사용하여 금전 기타 재산을 취득하는 것
3. 유가증권의 매매 기타 거래 또는 파생상품거래 등을 유인할 목적으로 허위의 시세를 이용하는 것

- 자본시장법 규정과 거의 동일
- 포괄적 사기규정은 그 추상성으로 인하여 실제 사건에 적용이 곤란한 점 등의 이유로 거의 적용되고 있지 않음



II. 부정거래행위의 해석 및 적용 기준-178조 제1항 제1호 및 2호를 중심으로

1. 판례상 해석 및 적용 기준-법 제178조 제1항 제1호 관련
2. 검토

1. 판례상 해석 및 적용 기준 – 법 제178조 제1항 제1호 관련

가. 부정한 수단·계획·기교

- **부정한 수단, 계획 또는 기교**란 사회통념상 부정하다고 인정되는 일체의 수단, 계획 또는 기교를 말한다(대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도8109 판결 등)
- **어떠한 행위가 ‘부정한’ 것인지** 여부를 판단하기 위하여는 그 행위가 법령 등에서 금지된 것인지, 다른 투자자들로 하여금 잘못된 판단을 하게 함으로써 공정한 경쟁을 해치고 선의의 투자자에게 손해를 전가하여 **자본시장의 공정성, 신뢰성 및 효율성을 해칠 위험이 있는지를 고려해야 한다**(대법원 2014.2.13, 선고, 2013도1206 판결 등)

1. 판례상 해석 및 적용 기준 – 법 제178조 제1항 제1호 관련

나. 적용 범위의 제한

서울고등법원 2011. 6. 9. 선고 2010노3160

자본시장법 제178조 제1항 제1호의 입법취지를 감안하더라도 그 문언 자체가 지나치게 포괄적·추상적이어서 자칫 형사법의 대원칙인 죄형법정주의와 충돌할 우려가 있다.

따라서 자본시장법 제178조 제1항 제1호를 적용함에 있어서는, 자본시장에서의 금융혁신과 공정한 경쟁을 촉진하고 투자자를 보호하며 금융투자업을 건전하게 육성함으로써 자본시장의 공정성·신뢰성 및 효율성을 높여 국민경제의 발전에 이바지 한다는 자본시장법의 목적(자본시장법 제1조)에 유념하면서,

같은 항 제2호, 제3호 및 같은 조 제2항을 통하여 보다 구체화된 부정거래행위의 내용, 그 밖에 당해 행위의 불법성 정도가 다른 규정을 통하여 처벌하더라도 자본시장법의 목적 달성에 지장을 초래하지 않는지 등을 종합적으로 고려하여 죄형법정주의와 최대한 조화를 이룰 수 있도록 신중을 기함이 옳다.

1. 판례상 해석 및 적용 기준 – 법 제178조 제1항 제1호 관련

나. 적용 범위의 제한

서울중앙지방법원 2014.6.13. 선고 2013고합17 판결

자본시장법 제178조 제1항 제1호는 그 내용이 지나치게 포괄적 추상적이어서 그 적용범위를 합리적으로 제한하지 않는다면 자칫 부정하다고 인정되는 모든 거래행위를 위 조항에 따라 처벌할 수 있게 되어 죄형법정주의에 반할 소지가 있을 뿐만 아니라 형벌권의 남용을 초래할 염려도 있다.

따라서 일정한 증권거래행위가 자본시장법 제178조 제1항 제1호에 해당되는지 여부를 판단함에 있어서는, 자본시장법 제178조가 부정거래행위를 금지하는 것은 증권거래에 관한 부정거래가 다수인에게 영향을 미치고 증권시장 전체를 불건전하게 할 수 있기 때문에 증권거래에 참가하는 개개 투자자의 이익을 보호함과 함께 투자자 일반의 증권시장에 대한 신뢰를 보호하여 증권시장이 국민경제의 발전에 기여할 수 있도록 하는데 그 목적이 있다는 점을 염두해 두고

같은 조 제1항 제2호, 제3호 및 제2항에서 규정하고 있는 구체적 금지행위 유형들과 유사 내지 동일시할 수 있는 행위로 그 적용범위를 제한하여야 한다

2. 검토

- 제178조 제1항 제1호의 적용과 관련하여 같은 조 제1항 제2호, 제3호 및 제2항에서 규정하고 있는 구체적 금지행위 유형들과 유사 내지 동일시할 수 있는 행위로 그 적용범위를 제한하여야 한다는 판례는 **죄형법정주의와 증권시장의 기능 제고를 고려한 합리적인 해석이라고 생각됨**
- 위 판례의 취지에 따르면 178조 제1항 제2호, 3호, 제2항과 유사 내지 동일시 할 수 있는 행위들이 어떠한 행위인지는 향후 수사와 판례를 통하여 점차 정립되겠지만 제1항 제1호의 적용범위가 제한될 것으로 예상



III. 부정거래행위의 해석 및 적용 사례

1. 검토 대상
2. 증권신고서 허위기재 등
3. 정기보고서 허위기재
4. 대량보유보고 및 소유주식보고 허위기재

1. 검토 대상

- 자본시장법 제178조 제1항 제1호의 행위를 178조의 다른 규정들과 유사 내지 동일한 행위로 적용범위를 제한하더라도, 자본시장법 제178조에서 규정하고 있는 행위들이 자본시장법의 다른 규정에서 형사처벌을 하는 경우 굳이 부정거래행위로 처벌해야 하는지 의문
 - ✓ 예컨대, 증권신고서, 정기보고서, 대량보유보고 및 소유주식보고서에 허위기재
- 증권신고서 등에 대하여 공시를 강제하고 그 위반에 대하여 형사처벌까지 하는 이유는 **동 공시사항이 투자자들의 투자판단에 중대한 영향을 미치고 나아가 증권시장이 공정하고 원활하게 기능하도록 하기 위한 것이므로 부정거래를 규율하는 입법취지와 다르지 않음**
- 이처럼 위반에 대하여 별도의 형사처벌규정이 존재하고, 그 처벌의 취지가 부정거래와 다르지 않는 이상, **이를 법 178조, 특히 제1항 1호로 처벌하기 위해서는 단지 위반 사항이 투자자들의 투자판단에 중대한 영향을 준다는 것만으로는 부족할 것임**

2. 증권신고서 허위기재 등

가. 증자자금 사용목적의 허위기재

- 유가증권신고서에, 사실은 유상증자로 조달된 자금 중 74억 원을 신규설비투자 등에 사용할 의사가 없음에도, 유상증자로 조달된 자금 80억 원 중 74억 원을 신규설비투자와 노후화 기계설비 교체를 위해 사용할 예정이라고 **자금사용 목적을 기재하여 유가증권신고서의 중요한 사항을 허위로 표시(허위표시 문서이용)-서울중앙지방법원 2011. 9. 22. 선고 2011고합268,** 서울고등법원 2012. 3. 16. 선고 2011노2691
- 유상증자로 들어올 자금 중 50억 원을 부외부채 등 A사 채무를 모두 해결하기로 하였는데도, 유가증권신고서상 증자대금 사용 목적에 50억 원이 아닌 12억 원의 채무만을 변제하는 것으로 기재, 유헬스케어사업에 사용하기로 예정된 금액은 10억 원가량에 불과하였으나 110억 원으로 기재 (서울중앙지방법원 2010. 12. 28. 선고 2010고합160, 서울고등법원 2011. 8. 26. 선고 2011노183, 대법원 2011. 12. 22. 선고 2011도12041)

2. 증권신고서 허위기재 등

나. 재무에 관한 사항 및 재무제표 허위기재

- 100억 원의 채무를 연대보증한 사실을 기재누락한 소액공모 공시서류를 금융감독원 및 한국거래소에 제출(서울중앙지방법원 2014. 5. 28. 선고 2014고단151)
- 당기순손실이 나는 상태를 그 손실규모를 대폭 축소하거나 당기순이익 나는 것으로 반전시키고 부채비율, 유동비율을 조정한 각 재무제표를 허위로 작성하고 이를 진실한 것처럼 기재하는 등 유가증권발생신고서의 주요한 사항을 허위로 작성(서울중앙지방법원 2005. 4. 28. 선고 2005고합65, 서울고등법원 2006. 11. 30. 선고 2005노946, 2557(병합) 판결)).

※ 회계분식은 주식회사의 외부감사에 관한 법률위반으로 처벌되는데, 회계분식을 한 상장법인이 증권신고서를 제출하는 경우 모두를 자본시장법상의 부정거래행위로 처벌하고 있지는 않음

2. 증권신고서 허위기재 등

다. 비정상적인 유상증자

1) 사실관계

- A사의 대표이사이자 실질적인 사주인 피고인은 A사의 144억원 상당의 제3자배정 유상증자를 성공시키고자, 을로부터 10억원을 차입하고 병으로부터 30억원을 차입하여 차명으로 유상증자금을 납입하였고, 이와 별도로 병에게는 A사의 당좌수표 및 현금담보를 제공하면서 원금보장 약정을 한 후 병이 유상증자에 30억 원을 참여

2) 판단

- 40억 원의 유상증자금 납입은 A회사의 실질적인 사주인 피고인의 계산으로 차입하여 납입한 것이고, 병의 30억 원 유상증자 참여 역시 통상적인 투자 판단에 따라 원금손실 위험을 부담하면서 참여한 것이 아니므로 **모두 정상적인 제3자의 유상증자 참여로 볼 수 없는 점**.
- 제3자배정 유상증자의 성공은 일반투자자들에게 공개되어 A회사의 재무구조가 좋아지고 신규사업진출 실현가능성이 높아진 것이라는 평가를 받게 되고 유상증자 참여자들 및 일반투자자들에게 A회사가 투자할만한 가치가 있는 회사라는 인상을 주는 등 주식시장에서 일반적으로 호재로 작용하는 반면, 제3자 배정 유상증자 실패는 주식시장에서 중대한 악재로 작용하는 점

2. 증권신고서 허위기재 등

다. 비정상적인 유상증자

- 위와 같은 방식으로 납입된 금액이 전체 납입금의 절반을 초과하여 **위와 같은 행위가 없었다면 144억 원 상당으로 예정되어 공시된 위 유상증자는 사실상 실패하였을 것으로 보이는 점**
- 위와 같은 점등을 종합해 볼 때, **위와 같은 행위는 불특정투자자를 기망하여 착오상태에 빠뜨릴 수 있는 기교를 사용하는 행위로서 자본시장법 제178조 제1항 제1호에서 규정한 '부정한 기교'에 해당**(서울중앙지방법원 2010. 10. 29. 선고 2010고합305 판결, 서울고등법원 2011. 6. 9. 선고 2010노3160 판결, 대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도8109 판결)

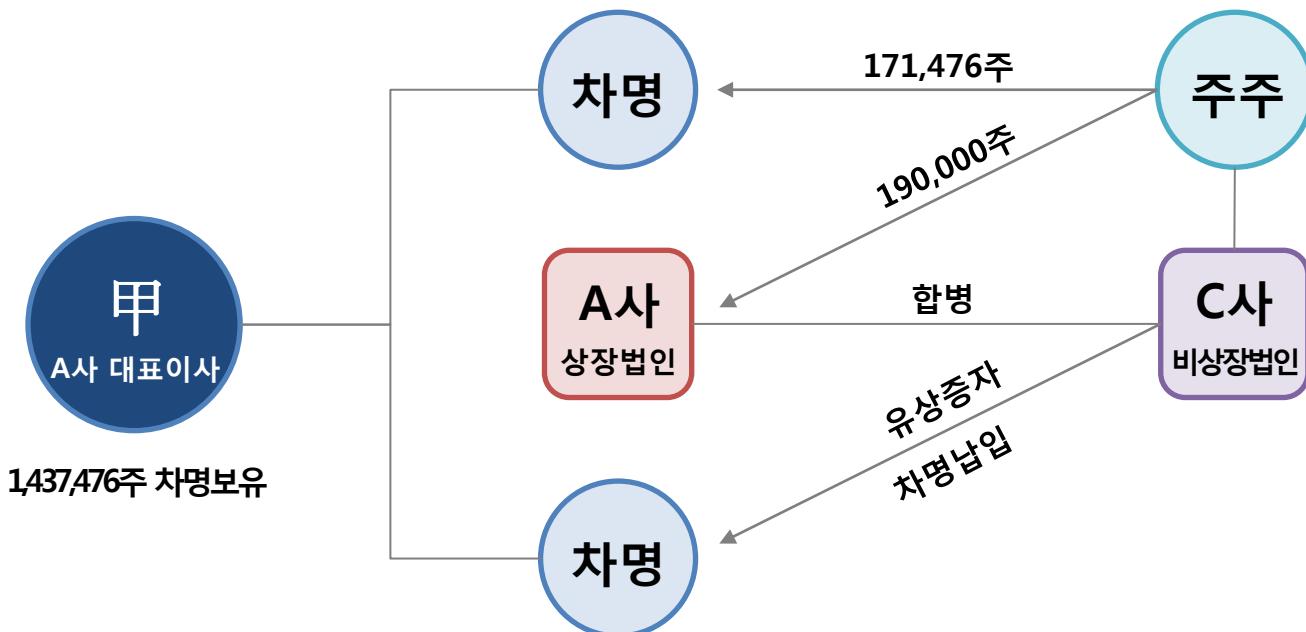
III. 부정거래행위의 해석 및 적용 사례

2. 증권신고서 허위기재 등

라. 합병신주의 차명인수

유죄

(서울중앙지방법원 2010. 10. 29. 선고 2010고합305 판결, 서울고등법원 2011. 6. 9. 선고 2010노3160 판결, 대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도8109 판결)



- A사와 C사의 합병의결 후 제출한 합병신고서 등 허위기재: A사가 C사 주식 190,000주를 취득하여 최대주주이고 위 주식에 대해서 배정될 합병신주만을 보호예수한다고 거짓 기재

2. 증권신고서 허위기재 등

라. 합병신주의 차명인수

유죄

(서울중앙지방법원 2010. 10. 29. 선고 2010고합305 판결, 서울고등법원 2011. 6. 9. 선고 2010노3160 판결, 대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도8109 판결)

- 상장회사가 비상장회사와 합병한 후 배정할 합병신주 중 어느 정도의 수량을 보호예수할 것인지는 합병 후 주가에 직접적 영향을 미치는 내용이고 유가증권의 공정거래와 투자자 보호를 위하여 필요한 사항으로서 투자자의 투자 판단에 영향을 미칠 수 있는 사항이므로 자본시장법 제178조 제1항 제2호의 ‘중요사항’에 해당하고,
- 갑이 차명으로 C사를 인수하여 유상증자한 후 합병하면서 보호예수 수량을 거짓 기재함으로써 매각제한규정을 회피한 것은 자본시장법 제178조 제1항 제2호에서 규제하는 ‘중요사항에 관하여 거짓의 기재 또는 표시를 하여 금전, 그 밖의 재산상 이익을 얻고자 하는 행위’ 및 자본시장법 제178조 제1항 제1호에서 규제하는 ‘부정한 수단, 계획, 기교를 사용하는 행위’에 해당한다.

2. 증권신고서 허위기재 등

유죄 사례에 대한 검토

- 증권신고서는 증권 발행 전에 공시되어 이를 기초로 투자자들은 증권을 인수할 것인지 투자판단을 하고, 발행회사는 자금을 조달하므로 증권신고서의 기재내용은 그 자체로 증권을 인수하려는 투자자들의 증권거래와의 관련성이 있고 발행회사는 재산상이익을 얻게 됨
- 따라서 증권신고서의 기재 내용에 허위가 있거나 중요사항에 누락이 있는 경우는 법 제178조 제1항 제1호, 2호의 구성요건을 충족하는 것으로 판단을 받고 있는 것으로 보임
- 그러나, 증권신고서는 투자자들의 투자판단을 위하여 광범위한 내용을 담고 있고 첨부서류인 재무제표 그 자체도 광범위한 내용을 담고 있어서 어느 정도의 허위가 있어 부정거래가 성립할 것인지는 구체적이고 치밀한 분석이 필요하고 허위기재가 있다고 하여 만연히 부정거래로 의율할 것은 아니라고 보임

2. 증권신고서 허위기재 등

마. 합병신주의 차명인수

무죄

서울중앙지방법원 2010. 2. 5. 선고 2009고합690 판결, 서울고등법원 2010. 8. 6. 선고 2010노565 판결, 대법원 2011. 6. 30. 선고 2010도10968 판결

1) 사실관계

- 피고인은 2006. 3. 경에는 A사의 총 발행주식 527,500주 중 피고인 본인 명의로 168,100주, A사 임·직원 명의(차명)으로 77,560주 등 합계 245,660주를 소유
- 2006. 4. 3. 상장법인인 B사의 이사회에서 B사가 A사를 흡수합병하기로 결의
- 2006. 4. 4. 합병신고서 중 '투자자보호에 필요한 사항'란에 「합병전후 최대주주 및 주요주주의 주식변동현황」을 기재함에 있어 임직원 명의의 차명주식 1,590,636주(전체 주식 지분 중 9.93%)를 누락하고, 자신의 실명주식 3,692,810주만 보유하고 있는 것처럼 허위 기재
- 2006. 7. 3.자 '최대주주변경신고서' 및 2006. 8. 8.자 '임원·주요주주 소유주식보고서'에 각각 위와 같이 차명주식 보유분을 누락하여 실명주식만 보유하고 있는 것처럼 허위 기재

2. 증권신고서 허위기재 등

마. 합병신주의 차명인수

무죄

서울중앙지방법원 2010. 2. 5. 선고 2009고합690 판결, 서울고등법원 2010. 8. 6. 선고 2010노565 판결, 대법원 2011. 6. 30. 선고 2010도10968 판결

- 한편 B사 주식의 주가는 합병 한 달 전인 2006. 3. 7. 주당 3,010원에서 2006. 3. 24. 3,480원으로 상승하였고, 그때부터 연일 상승하여 합병 발표일인 2006. 4. 3.에는 5,410원이 되었고, 합병 발표 후 8거래일 만인 2006. 4. 12.에는 9,900원에 이르는 등 불과 한 달 만에 3,010원에서 9,900원으로 328.9% 급등
- 그 후에도 상승을 계속하여 2006. 4. 28. 주당 16,000원(2006. 3. 7.에 비해 531.5% 급등)에 이르렀고, 이후 등락을 반복하다가 2006. 8. 8. 종가는 10,900원
- 피고인은 2006. 8. 9. 차명주식 총 9,123주 100,941,650억 원 상당을 매각한 것을 비롯하여, 그때부터 2008. 3. 6.까지 차명주식 471,343주, 43억 46,888,285원 상당을 매각하여 40억 72,805,557원의 양도차익을 얻었다.

2. 증권신고서 허위기재 등

마. 합병신주의 차명인수

무죄

서울중앙지방법원 2010. 2. 5. 선고 2009고합690 판결, 서울고등법원 2010. 8. 6. 선고 2010노565 판결, 대법원 2011. 6. 30. 선고 2010도10968 판결

2) 판단

- 합병신고서, 최대주주 변경신고서, 임원 · 주요주주 소유주식보고서에 허위의 기재를 하는 경우에는 별도의 처벌 규정을 따로 두고 있으므로(증권거래법 제207조의3제2호, 제190조의2 제1항, 제186조 제1항, 제210조제5호, 제188조 제6항), 단순히 허위의 기재가 있다는 사유만으로 증권거래법 제188조의4 제4항 제2호 소정의 ‘허위의 표시를 하거나 필요한 사실의 표시가 누락된 문서를 이용하여 타인의 오해를 유발함으로써 얻으려고 하는 금전 또는 재산상 이익을 얻으려는 목적’이 있다고 추정할 수는 없다.
- 보호예수 수량을 거짓 기재함으로써 매각제한규정을 회피하였다 점: 피고인이 차명으로 보유하여 오해를 유발할 수 있는 유통가능물량은 437,035주로, 실제유통가능물량 총수 대비 7% 상당, 피고인이 보유한 유통가능물량을 제외하더라도 실제 유통가능물량의 9% 상당에 불과

2. 증권신고서 허위기재 등

마. 합병신주의 차명인수

무죄

서울중앙지방법원 2010. 2. 5. 선고 2009고합690 판결, 서울고등법원 2010. 8. 6. 선고 2010노565 판결, 대법원 2011. 6. 30. 선고 2010도10968 판결

- **대주주가 매도事實을 은폐하기 위하여 보유수량을 허위기재하였다는 점:** ① 피고인은 시간외대량 매매를 하고 이를 공시하였는데 대량매매물량에 비하여 소량인 차명주식의 매도事實을 숨기면서 시간외 대량매매를 공시하였다는 점도 이해하기 어렵고, ② 자신의 주식을 대량매도함으로써 시장내 유통물량을 늘리려 했으므로 대주주의 주식 매도事實을 숨기려 차명주식에 대한 허위 표시를 하였다는 점도 받아들이기 어렵다
- **합병 후 대주주의 주식매각 자체가 악재이므로 이를 숨기기 위해 허위표시를 하였다는 점:** 피고인은 ① 시간외 대량매매와 자신이나 특수관계인의 주식 변동 상황에 대하여는 꾸준히 공시하였고, ② 피고인은 40~50% 이상의 주식을 계속 보유하면서 회사에 대한 확고하고도 지속적인 경영의사를 분명히 하여 왔고 현재도 그와 같은 의사는 유지되고 있으며, ③ 다른 허위 사실을 유포하거나 위계를 사용하는 등의 행위를 하여 주가를 인위적으로 상승시키려고 하였다고 보기는 어려운 사정 등에 비추어 보면, 회사 주식이 합병을 전후하여 급등한 것은 합병이라는 호재나 당시의 주식시장 상황에 (계속)

2. 증권신고서 허위기재 등

마. 합병신주의 차명인수

무죄

서울중앙지방법원 2010. 2. 5. 선고 2009고합690 판결, 서울고등법원 2010. 8. 6. 선고 2010노565 판결, 대법원 2011. 6. 30. 선고 2010도10968 판결

- 연계되어 이루어진 것으로 보일 뿐, 피고인이 차명주식 보유량 및 매각 상황을 사실대로 공시하였다고 하여 일반 투자자의 입장에서 합병의 효과나 회사의 사업전망에 대하여 의구심을 가질 수 있었다거나 대주주 물량이 언제 매각될지 몰라 주가의 급등이 어려웠을 것이 라고 단정하기도 어렵다.

2. 정기보고서 허위기재

- 정기보고서(사업보고서, 분기보고서, 반기보고서)는 상장법인의 사업내용, 재무상황 및 경영실적 등 기업의 내용을 일반투자자들에게 정기적으로 공시함으로써 합리적인 투자판단 자료를 제공하여 시장에서 공정한 가격형성이 이루어지도록 함으로써 투자자들을 보호하고 공정거래질서를 확립하기 위한 제도
- 정기보고서의 기재 내용 역시 투자판단에 중대한 영향을 미치므로 증권거래와 관련성이 있음.
따라서 이론적으로는 정기보고서의 기재내용에 허위가 있는 경우 증권거래와 관련한 부정한 수단·계획·기교에 해당할 수 있음
- 그러나 실무적으로는 증권신고서와 달리 정기보고서의 기재에 허위나 누락이 있는 경우에는 그 자체만으로는 부정거래행위로 의율하지 않고 정기보고서허위기재죄만으로 의율하고 있는 것으로 보임
- 추정컨대, 이는 증권신고서는 증권의 발행을 전제로 사전에 공시하고 대량보유보고서는 증권의 거래내역을 사후에 공시하는 것으로 특정의 증권거래와 직접적인 관련성이 있는 반면,
정기보고서는 특별한 사정이 없는 한 특정의 증권거래와 직접적인 관련성이 있다고 보기는 어렵기 때문일 것임

4. 대량보유보고 및 소유주식보고 허위기재

가. 보유사실 허위 기재

- 피고인은 사실은 을 소유의 A사 주식 합계 2,037,034주를 빌려 피고인이 설립한 B 주식회사의 대표이사인 피고인 무 명의의 계좌에 입고하고 잔고증명서를 발급받은 뒤 곧바로 위 주식을 위 계좌에서 인출하여 반환하였으므로 피고인이 위 주식을 인도받아 소유한 사실이 없었음에도,
- 피고인은 무로 하여금 주식잔고증명서에 기초하여 B가 2009. 2. 6. 체결된 경영권양수도계약에 따라 주식 2,037,034주를 장외에서 인도받아 최대주주가 되었다는 취지의 허위 사실이 기재된 ‘최대주주등소유주식변동신고서’, ‘임원·주요주주 특정증권 등 소유상황보고서’ 및 ‘유가증권 정정신고서’를 공시(서울동부지방법원 2015. 1. 14. 선고 2013고단2455 판결).

4. 대량보유보고 및 소유주식보고 허위기재

나. 보유목적 허위기재

- 피고인은 A사 주식 5.76%에 관하여 대량보유 사실을 보고하면서 사실은 A사를 경영하거나 경영에 참여할 의사나 능력이 없음에도 주식대량보유보고서 보유목적란에 취득목적을 '경영참여'로 기재(서울중앙지방법원 2005. 7. 8. 선고 2005고합108 판결)
- 피고인은 A사 주식 5.75%에 관하여 대량보유보고를 하면서 대량보유목적을 “경영참작, 주가추이에 따라 추가매수 고려”라고 기재하여 공시하고, 그 직후인 같은 날 09:30경부터 09:47경까지 보유주식 전부를 매도하여 1,500만원 상당의 매매차익을 취득 (부산지방법원 2005. 1. 25. 선고 2004고단6886 판결)

4. 대량보유보고 및 소유주식보고 허위기재

다. 취득자금의 출처 허위기재

- 피고인이 A사 주식 7.88%를 신규 취득하면서 사실은 타인의 자금이 포함되어 있음에도 취득자금 내역에 '본인자금'으로 허위 기재 - 경영참여로 취득목적을 공시한 사람들의 취득자금이 본인자금인지 차입금인지 여부는 그 공시의 진정성, 추가 주식 취득의 가능성, 경영권 분쟁의 발생이나 M&A의 성공가능성과 그 후의 투자 적정성 등을 판단하는 기본적이고 중요한 자료가 됨(대법원 2006. 2. 9. 선고 2005도8652 판결)
- 이 사안에서, 피고인들은 공시 등의 방법으로 시세조종을 하기로 공모한 후 자신들의 자금능력을 과장함으로써 일반 투자자들의 관심을 끌어 주가를 상승시키는 수단으로 취득자금의 내역을 한 번도 사실대로 밝히지 않은 채 매번 그 기재를 누락하거나 자기자금인 것으로 허위기재를 하였음

4. 대량보유보고 및 소유주식보고 허위기재

라. 차명주식 누락

유죄

서울고등법원 2011.6.9, 선고, 2010노3160, 판결

- 피고인 갑이 A사의 144억원 상당의 제3자배정 유상증자를 성공시키고자, 을로부터 10억원을 차입하고 병으로부터 30억원을 차입하여 차명으로 유상증자금을 납입
- 피고인 갑은 을, 병의 차입금을 통하여 차명으로 A사의 주식 1,396,640주를 배정받음으로써 A사 지분의 5.2%를 취득하였음에도 대량보유상황보고에 주식 보유 사실을 기재하지 아니함 (중요사항에 관한 거짓 기재로 인한 부정거래행위)
- 피고인 갑이 위와 같은 거짓기재를 통하여 자신의 유상증자 참여 및 지분취득 사실을 은폐하고 향후 주식을 매도할 때 발생하는 공시의무를 회피함으로써 주가상승 또는 하락방지라는 재산상 이익을 얻고자 한 것은 자본시장법 제178조 제1항 제2호에서 규제하는 중요사항에 관하여 거짓의 기재 도는 표시를 하여 금전, 그 밖의 재산상의 이익을 얻고자 하는 행위에 해당

4. 대량보유보고 및 소유주식보고 허위기재

라. 차명주식 누락

유죄

서울고등법원 2008. 6. 4. 선고 2008노145 판결, 대법원 2011. 7. 28. 선고 2008도5399 판결

- 피고인은 2005. 4. 1. 매수한 A사 주식 1,023만주 (발행주식 총수의 67.30%) 중 491만 주는 주가 급등기에 주가에 충격을 주지 않으면서 매도할 계획으로 총 14인의 차명으로 매수
- 그 무렵 '주식 등의 대량보유상황보고서(경영참여목적용)'를 제출하면서, 사실은 위와 같이 A사 주식을 1,023만주 매수하였고 그 취득자금 중에는 차입금이 있음에도, 마치 532만 주(35%)만 매수하였고 그 취득자금이 전부 자기자금인 것처럼 허위기재
- 코스닥시장의 일반투자자로 하여금 A사의 최대주주가 보유주식의 절반가량에 이르는 대량의 주식을 장내에서 처분하고 있는 사실을 모르게 함
- 피고인은 이를 이용하여 A사의 주가가 급격히 상승하던 때인 2005. 4. 18.부터 2005. 10. 28.까지 주가에 충격을 주지 않으면서 차명주식을 매매

4. 대량보유보고 및 소유주식보고 허위기재

라. 차명주식 누락

무죄

서울남부지방법원 2015. 7. 23. 선고 2015고단892 판결

- 피고인은 을에게 지시하여 피고인의 계산으로 차명주식 403,010주를 취득
- 2010. 1. 4. '최대주주등소유주식변동신고서'에 마치 위 주식이 을이 보유하고 있는 주식인 것처럼 공시하고, 2010. 2. 11. '임원·주요주주 특정증권 등 소유상황 보고서'에 위 차명 주식을 산입하지 않은 채 마치 피고인 명의로 된 5,341,571주만을 보유하고 있는 것처럼 허위공시
- 피고인은 2010. 5. 10.부터 2010. 5. 14.까지 차명주식 403,010주 전부를 합계 금 1,488,235,100원에 매도하였는데 매도 이후에도 그 변동사항을 보고하지 않음

4. 대량보유보고 및 소유주식보고 허위기재

라. 차명주식 누락

무죄

서울남부지방법원 2015. 7. 23. 선고 2015고단892 판결

- 이 부분 공소사실과 관련하여 보고가 제대로 이루어지지 아니하였다는 주식의 수는 403,010주로서 총발행주식수인 62,689,246주의 1%의 양에도 미치지 아니하여
- 그 주식의 보유나 보유변동으로 인하여 회사의 지배구조에 의미 있는 변동을 유발하는 것이라 할 수 없고, 따라서 일반 투자자들이 투자판단을 하거나 그 밖에 주식 거래시장에 영향을 줄 만한 중요한 사항에 해당한다고 보기도 어렵다
- 그렇다면 피고인이 위와 같이 차명주식과 관련한 사항에 관하여 제대로 보고하지 아니한 것이 중요사항에 대하여 거짓의 기재 또는 표시를 하는 등의 행위에 해당한다고 보기 어렵고, 달리 중요사항에 대하여 거짓의 기재 또는 표시를 하는 행위를 하였다는 점을 인정할 증거가 없다.

4. 대량보유보고 및 소유주식보고 허위기재

라. 차명주식 누락

무죄

서울중앙지방법원 2010. 2. 5. 선고 2009고합690 판결, 서울고등법원 2010. 8. 6. 선고 2010노565 판결, 대법원 2011. 6. 30. 선고 2010도10968 판결

1) 사실관계

- 피고인은 2006. 3. 경에는 A사의 총 발행주식 527,500주 중 피고인 본인 명의로 168,100주, 임·직원 명의(차명)으로 77,560주 등 합계 245,660주를 소유
- 2006. 4. 3. 상장법인인 B사의 이사회에서 B사가 A사를 흡수합병하기로 결의
- 2006. 4. 4. 합병신고서 중 '투자자보호에 필요한 사항'란에 「합병전후 최대주주 및 주요주주의 주식변동현황」을 기재함에 있어 차명주식 1,590,636주(전체 주식 지분 중 9.93%)를 누락하고, 자신의 실명주식 3,692,810주만 보유하고 있는 것처럼 허위 기재
- 2006. 7. 3.자 '최대주주변경신고서' 및 2006. 8. 8.자 '임원 · 주요주주 소유주식보고서'에 각각 위와 같이 차명주식 보유분을 누락하여 실명주식만 보유하고 있는 것처럼 허위 기재
- 피고인은 2006. 8. 9. 차명주식 총 9,123주 100,941,650억 원 상당을 매각한 것을 비롯하여, 그때부터 2008. 3. 6.까지 차명주식 471,343주, 43억 46,888,285원 상당을 매각하여 40억 72,805,557원의 양도차익을 얻었다.

4. 대량보유보고 및 소유주식보고 허위기재

라. 차명주식 누락

무죄

서울중앙지방법원 2010. 2. 5. 선고 2009고합690 판결, 서울고등법원 2010. 8. 6. 선고 2010노565 판결, 대법원 2011. 6. 30. 선고 2010도10968 판결

2) 판단:

- 합병신고서, 최대주주 변경신고서, 임원 · 주요주주 소유주식보고서에 허위의 기재를 하는 경우에는 별도의 처벌 규정을 따로 두고 있으므로, 단순히 허위의 기재가 있다는 사유만으로 증권거래법 제188조의4 제4항 제2호에 해당한다고 볼 수 없음
- 보호예수를 회피하였다는 점** : 차명으로 보유하고 있어 오해를 유발할 수 있는 유통가능물량은 437,035주로, 실제유통가능물량 총수 대비 7% 상당, 피고인이 보유한 유통가능물량을 제외하더라도 실제 유통가능물량의 9% 상당에 불과
- 대주주가 매각 한다는 사실을 숨기려 하였다는 점** : 시간외대량매매를 공시하였고, 동 물량에 비해 공시하지 않은 차명주식은 소량인 점, 자신의 주식을 대량매도함으로써 시장내 유통물량을 늘리려 했던 점에 비추어 대주주의 주식 매도사실을 숨기려 차명주식에 대한 허위표시를 하였다고 보기 어려움

4. 대량보유보고 및 소유주식보고 허위기재

라. 차명주식 누락

무죄

서울중앙지방법원 2010. 2. 5. 선고 2009고합690 판결, 서울고등법원 2010. 8. 6. 선고 2010노565 판결, 대법원 2011. 6. 30. 선고 2010도10968 판결

- **합병후 대주주의 주식매각 자체가 회사에 대하여 악재이므로 이를 숨기려 하였다**는 점: 시간외대량매매와 자신이나 특수관계인의 주식 변동 상황에 대하여는 꾸준히 공시, 40~50% 이상의 주식을 계속 보유하면서 회사에 대한 확고하고도 지속적인 경영의사를 분명히 하여 왔고 현재도 그와 같은 의사는 유지, 다른 허위 사실을 유포하거나 위계를 사용하는 등의 행위를 하여 주가를 인위적으로 상승시키려고 하였다고 보기는 어려운 사정 등에 비추어 보면, 회사 주식이 합병을 전후하여 급등한 것은 합병이라는 호재나 당시의 주식시장 상황에 연계되어 이루어진 것으로 보일 뿐,
- 피고인이 차명주식 보유량 및 매각 상황을 사실대로 공시하였다고 하여 일반 투자자의 입장에서 합병의 효과나 회사의 사업전망에 대하여 의구심을 가질 수 있었다거나 대주주 물량이 언제 매각될지 몰라 주가의 급등이 어려웠을 것이라고 단정하기도 어렵다.

4. 대량보유보고 및 소유주식보고 허위기재

라. 차명주식 누락

무죄

서울중앙지방법원 2010. 10. 29. 선고 2010고합305 판결, 서울고등법원 2011. 6. 9. 선고 2010노3160 판결, 대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도8109 판결

1) 사실관계:

- A사가 주주배정 유상증자를 실시한 후 발생한 소량의 실권주에 대하여 제3자배정 유상증자를 실시키로 하였으나 40만주(1.6%)를 인수할 투자자를 구하지 못하자 유상증자가 성공하였다는 외관을 형성하기 위해 A사 실질사주인 피고인 갑이 차명인 B사 명의로 실권주를 인수하였음에도, 2009. 8. 14. 주식등의 대량보유상황보고서를 제출함에 있어 위와 같은 주식취득 사실을 누락하여 허위 표시하고, 임원으로서 소유상황보고를 하지 아니하였고, 2009. 8. 20. 경 주식처분에 대한 공시 없이 10만 주를 장내매도하고 30만 주를 장외에서 매각하여 25,809,133 원의 이익을 취득

2) 판단

- ① 피고인 갑이 마치 정상적으로 주금이 납입된 것처럼 공시한 부분이 A의 전체 유상증자금에서 차지하는 비율이 1.6%(122억 원 중 2억 원)에 불과한 점

4. 대량보유보고 및 소유주식보고 허위기재

라. 차명주식 누락

무죄

서울중앙지방법원 2010. 10. 29. 선고 2010고합305 판결, 서울고등법원 2011. 6. 9. 선고 2010노3160 판결, 대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도8109 판결

- ② 피고인 갑이 위와 같이 A사 주식을 취득함으로 인하여 최대주주 또는 주요주주가 변동되는 것도 아니고, 일반투자자들의 입장에서 A의 임원인 피고인 갑이 실제로 유상증자된 주식 중 약 1.6%에 해당하는 주식을 보유하고 있는지를 알게 되었는지 여부에 따라 투자 판단 자체가 달라진다고 보이지 않는 점,
- ③ 피고인 갑은 자신들이 투자를 권한 투자자들과의 신뢰관계를 유지하기 위하여 B사 명의로 실권주를 인수하였던 것이지 나아가 실권주 인수를 적극적으로 허위공시함으로써 일반투자자들의 오해를 유발시키려는 의사가 있었다고 보기 어려운 점,
- ④ 피고인 갑은 주식 소유상황변동보고의무 위반으로 처벌받게 되는 점

공소사실 기재와 같은 행위가 자본시장법 제178조 제1항 제1호에서 규제하는 ‘부정한 기교를 사용하는 행위’에 해당한다거나 또는 같은 항 제2호에서 규제하는 ‘타인에게 오해를 유발시키지 아니하기 위하여 필요한 중요사항의 기재 또는 표시가 누락된 문서를 이용한 행위’에 해당한다고 보기 어렵고, 달리 이를 인정할 만한 증거가 없다.

4. 대량보유보고 및 소유주식보고 허위기재

마. 검토

- 증권신고서는 증권 발행 전에 공시되어 투자판단의 자료로 사용되고 증자자금이 납입되므로 그 기재내용은 그 자체로 증권을 인수하려는 거래상대방의 증권거래와의 관련성이 있음
- 그런데 대량보유보고서의 경우는 보고대상거래가 보고자의 증권 거래가 발생한 후 사후적으로 공시되므로 보고대상 거래의 일방 당사자인 투자자의 투자판단과는 관련성이 없음
- 다만 대량보유보고서의 기재가 보고 대상 거래 이후의 투자자들의 거래에 영향을 줄 수 있으나 이는 정기보고서를 비롯한 여타의 모든 공시에 내재하는 일반적인 사항임. 따라서 정기보고서와 달리 대량보유보고서에 대하여는 쉽게 부정거래를 인정하는 것에 대하여는 법리적으로나 실무적으로 면밀한 검토가 필요할 것으로 보이며, 그와 같은 취지에서 대량보유보고서와 관련한 허위기재에 대하여는 무죄판결이 선고되고 있는 것으로 보임
- (예컨대, 대량보유보고만의 허위기재가 그 이전 혹은 그 이후의 다른 부정거래행위나 시세조종 등 불공정거래행위가 있고 이러한 모든 것이 일련의 계속적인 의사하에 이루어진 경우에 한하여 대량보유보고의 허위기재를 부정거래행위의 포괄일죄로 의율)



IV. 해석 적용에 관한 소고

IV. 해석 적용에 관한 소고

- 상장법인이 공시하는 보고서에 대하여 부정거래행위로 의율하는 경우 당해 기업은 형사처벌 및 증권관련집단소송법에 의한 손해배상을 당함으로써 기업의 존망이 위태로울 수 있고, 나아가 기업의 자금조달과 투자자들의 투자수단으로서의 증권시장의 기능에 장애를 초래할 수 있음
- 법 제178조 제1항 제1호의 모호하고 추상적인 부정거래행위의 조문 구성과 부정거래행위로 의율될 수 있는 사안이 다른 법령에 의하여도 처벌될 수 있는 점 등에 비추어 볼 때 그 행위의 불법성의 정도와 그 처벌이 증권거래에 미치게 될 파급효과 등을 면밀히 검토하여 부정거래행위를 신중히 적용할 필요



감사합니다
