

대 법 원

제 2 부

판 결

사 건	2019다292750 손해배상(기)
원고, 상고인	원고 1 외 18인 원고들 소송대리인 법무법인(유한) 클라스한결 담당변호사 김광중
피고, 피상고인	○○○ 주식회사 외 4인 소송대리인 법무법인 조율 담당변호사 도용욱
원 심 판 결	서울고등법원 2019. 10. 31. 선고 2015나2000630 판결
판 결 선 고	2024. 11. 14.

주 문

원심판결을 파기하고, 사건을 서울고등법원에 환송한다.

이 유

상고이유를 판단한다.

1. 원심판결 이유와 기록에 의하면 다음 사실을 알 수 있다.

가. 피고 1 회사는 부동산중개프랜차이즈업, 투자자문 및 투자대행업 등을 목적으로 설립된 회사이고, 피고 2는 피고 1 회사의 대표이사이다. 피고 3, 피고 4, 피고 5는 피고 1 회사의 이사였던 사람들이다. 원고들은 코스닥 시장의 주권상장법인인 소외 회사 주식을 거래한 투자자들이다.

나. 피고 2 등은 2009. 10. 25. 피고 1 회사의 회원들에게 투자정보 서비스를 제공하는 '30억 클럽'을 개설하였다. 원고들 중 일부는 피고 1 회사의 '30억 클럽' 회원으로 피고 2 등으로부터 투자정보를 제공받았다.

다. 피고 2와 피고 1 회사는 2009. 8. 14.부터 2009. 10. 7.까지 소외 회사 주식을 다량 매수하였다.

라. 그 후 피고 2 등은 2009. 10. 23. 피고 1 회사의 회원 600여 명을 대상으로 개최한 세미나에서 소외 회사 주식 매수를 추천하기 시작하였고, 계속하여 회원들에게 "소외 회사의 주가가 폭등할 것이니 매수하라."고 단정적으로 추천하면서 "주식을 매입만 하고 팔지 않는 이른바 '물량 잠그기'를 하면, 무조건 주가가 상승하여 3만 원대까지 갈 수 있다.", "우리의 지분비율이 26.91%에 이르고 투자액이 3,000억 원에 이르러 사실상 소외 회사의 대주주로 주가를 좌우할 수 있으니 물량 잠그기를 계속 하라."는 취지의 글 등을 인터넷 증시게시판과 포털사이트 등에 게시하였다.

또한 피고인 피고 2 등은 소외 회사의 경영에 참여할 의사나 이를 실현할 구체적 방안 등이 없었음에도, 피고 2의 대학동문에 불과한 소외 회사의 대표이사와 마치 가까운 사이인 것처럼 강조하면서, "피고 1 회사의 회원들을 대리하여 소외 회사의 경영에 참여하여 주가에 악영향을 미치는 요소들을 관리하겠다."는 취지의 글을 지속적으로 게시하였다.

마. 소외 회사 주가는 2009. 10. 23. 종가 1,505원에서 2010. 1. 6. 장중 10,450원까지 급상승하였다가 하락하는 추세를 보였다.

바. 이후 피고 2 등은 소외 회사 주가의 하락을 예상하고 있었음에도, 피고 1 회사의 회원들에게 게시글 등을 통하여 소외 회사 주식을 2012년까지 계속 보유할 것을 강조하는 한편, 2010. 4. 28.부터 2010. 7. 2.까지 피고 2와 피고 1 회사가 보유한 소외 회사 주식의 대부분을 매도하였다.

2. 원심은, 피고들이 소외 회사 주식에 대하여 여러 유형의 시세조종행위 내지 부정거래행위를 하여 구 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(2013. 5. 28. 법률 제11845호로 개정되기 전의 것, 이하 '구 자본시장법'이라 한다) 제177조 제1항, 제179조 제1항 등에 의한 손해배상책임을 부담한다는 원고들의 주장에 대하여, 그 손해배상책임이 인정되기 위해서는 원고들이 개별 유형의 시세조종행위 내지 부정거래행위로 인하여 소외 회사 주식을 거래함으로써 손해를 입게 되었다는 점을 원고별로 개별적으로 증명해야 한다는 전제에서, "피고 2 등의 여러 유형별 시세조종행위 내지 부정거래행위와 이에 상응하여 원고들에게 개별적으로 발생한 손해의 유형과 액수를 특정한 후 이를 토대로 원고들 개인별 상황을 고려하는 방식으로 감정신청을 하고 인과관계 및 손해액을 증명하라."고 석명권을 행사하였지만, 원고들이 그에 응하지 않는 등으로 증명을 다하지 않았다는 이유로 원고들의 이 사건 청구를 모두 기각하였다.

3. 그러나 위와 같은 원심의 판단은 다음과 같은 이유로 수긍할 수 없다.

가. 1) 구 자본시장법은 '제4편 불공정거래의 규제'라는 표제 하에 시장의 가격형성 기능과 시장에 대한 신뢰를 해치고 투자자에게 손해를 입히는 다양한 유형의 불공정거래행위를 금지하는 규정을 두었다.

그중 시세조종행위에 관한 구 자본시장법 제176조는, 제2항 제2호에서 상장증권 등의 매매를 유인할 목적으로 그 증권 등의 시세가 자기 또는 타인의 시장 조작에 의하여 변동한다는 말을 유포하는 행위를, 같은 항 제3호에서 상장증권 등의 매매를 유인할 목적으로 그 증권 등의 매매를 함에 있어서 중요한 사실에 관하여 거짓의 표시 또는 오해를 유발시키는 표시를 하는 행위를 각각 시세조종행위의 유형 중 하나로 규정하면서 그 행위들을 금지한다. 구 자본시장법 제177조 제1항은 위와 같은 시세조종행위를 한 사람으로 하여금 그 위반행위로 인하여 형성된 가격에 의하여 해당 증권 등에 관한 매매 등을 한 자가 그 매매 등으로 인하여 입은 손해를 배상할 책임을 부담하도록 정하였다.

부정거래행위에 관한 구 자본시장법 제178조는, 제2항에서 증권 등의 매매, 그 밖의 거래를 할 목적이거나 그 시세의 변동을 도모할 목적으로 위계를 사용하는 행위를, 제1항 제1호에서 증권 등의 매매, 그 밖의 거래와 관련하여 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위를 각각 부정거래행위의 유형 중 하나로 규정하면서 그 행위들을 금지한다. 구 자본시장법 제179조 제1항은 위와 같은 부정거래행위를 한 사람으로 하여금 그 위반행위로 인하여 증권 등에 대한 매매 등의 거래를 한 자가 그 매매 등의 거래와 관련하여 입은 손해를 배상할 책임을 부담하도록 정하였다.

한편 거짓 표시 내지 위계, 그 밖의 부정한 수단, 계획, 기교를 사용하는 등의 부정거래행위를 하여 상장주식의 시세를 인위적으로 변동시킴으로써 이익을 얻으려고 한 사안(이하 이와 같은 부정거래행위를 '시세조종성 부정거래행위'라 한다)에서 그 시세조종성 부정거래행위에 직접 영향을 받아서 투자판단을 하고 주식을 거래하였다고 주장하는 투자자는 그 시세조종성 부정거래행위와 자신의 주식 거래 사이의 인과관계를

증명함으로써 구 자본시장법 제179조 제1항의 손해배상청구를 할 수 있다. 나아가 그
렇지 않은 투자자라 하더라도 시세가 시장에서의 자연적인 수요·공급의 원칙에 의하
여 형성되었으리라는 생각 아래 그 주식을 거래한 것으로 볼 수 있으므로, 그 시세조
종성 부정거래행위로 형성된 가격에 의하여 해당 주식을 거래하였음을 증명함으로써
구 자본시장법 제179조 제1항의 손해배상청구를 할 수 있다.

2) 시세조종행위와 부정거래행위를 금지하는 구 자본시장법 제176조와 제178조는 모
두 증권 등에 관한 거래의 공정성과 유통의 원활성 확보라는 사회적 법익을 보호하려
는 규정이다(대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도8109 판결 등 참조). 그중 구 자본시장
법 제178조 제1항 제1호는 시장의 가격형성기능과 시장에 대한 신뢰를 해치는 부정한
행위를 일반적, 포괄적으로 금지하기 위해 마련된 규정이다. 해당 규정에 의하여 금지
되는 '부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위'는 사회통념상 부정하다고 인정되
는 일체의 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위를 의미한다(대법원 2011. 10. 27. 선
고 2011도8109 판결 등 참조). 구 자본시장법 제176조 제2항 제2호의 '상장증권 등의
매매를 유인할 목적으로 그 증권 등의 시세가 자기 또는 타인의 시장 조작에 의하여
변동한다는 말을 유포하는 방식의 시세조종행위'와 같은 항 제3호의 '상장증권 등의 매
매를 유인할 목적으로 그 증권 등의 매매를 함에 있어서 중요한 사실에 관하여 거짓의
표시 또는 오해를 유발시키는 표시를 하는 방식의 시세조종행위' 및 구 자본시장법 제
178조 제2항의 '증권 등의 매매, 그 밖의 거래를 할 목적이거나 그 시세의 변동을 도모
할 목적으로 위계를 사용하는 부정거래행위'도 결국 사회통념상 부정하다고 인정되는
수단 등을 사용하는 행위에 해당하므로, 위와 같은 시세조종행위와 부정거래행위는 제
178조 제1항 제1호가 정한 일반적, 포괄적 부정거래행위의 특수한 형태라 할 수 있다.

그렇다면 상장주식의 시세 변동을 통해 이익을 얻으려는 동일한 의도 하에 그 주식에 대하여 위와 같은 시세조종행위와 시세조종성 부정거래행위를 실행하여 해당 주식의 시세에 복합적인 영향을 주려고 한 사안에서는, 그 시세조종행위와 부정거래행위가 결합한 일련의 시세조종성 부정거래행위가 실행된 것으로 볼 수 있다(이하 이러한 시세조종행위와 시세조종성 부정거래행위를 통틀어 '복합 시세조종성 부정거래행위'라 한다). 이 경우 복합 시세조종성 부정거래행위에 직접 영향을 받아서 투자판단을 하고 주식을 거래하였다고 주장하는 투자자는 그 일련의 복합 시세조종성 부정거래행위와 자신의 주식 거래 사이의 인과관계를 증명하는 방법으로 구 자본시장법 제179조 제1항에 따른 손해배상청구를 할 수 있고, 그렇지 않은 투자자라 하더라도 그 일련의 복합 시세조종성 부정거래행위에 의하여 형성된 가격으로 주식을 거래하였음을 증명하는 방법으로 구 자본시장법 제179조 제1항에 따른 손해배상청구를 할 수 있다.

여기서 복합 시세조종성 부정거래행위가 주식의 시세 형성에 영향을 주었는지 여부는 사건연구 방식 등의 전문가 감정을 통하여 복합 시세조종성 부정거래행위에 의해 영향을 받았을 것으로 예상되는 기간(사건기간) 중의 주가동향과 그 행위들이 없었더라면 진행되었을 주가동향을 비교하여 그 차이가 통계적으로 의미가 있는지를 기준으로 판단할 수 있다.

나아가 이러한 사안에서 주식 등을 거래한 투자자는 전체적으로 주식 등 거래의 공정성과 유통의 원활성을 해치는 일련의 복합 시세조종성 부정거래행위로 손해를 입었다고 할 수 있으므로, 그 투자자가 입은 손해액은 복합 시세조종성 부정거래행위가 없었더라면 매수 당시 형성되었으리라고 인정되는 정상주가와 그 복합 시세조종성 부정거래행위로 인하여 형성된 주가로서 그 투자자가 실제로 매수한 조작주가와 차액 상

당(만약, 정상주가 이상의 가격으로 실제 매도한 경우에는 조작주가와 그 매도주가의 차액 상당)으로 산정할 수 있다(대법원 2004. 5. 28. 선고 2003다69607, 69614 판결 등 참조).

나. 앞서 본 사실관계를 이러한 법리에 비추어 살펴본다.

1) 피고 2 등은 코스닥 시장에 상장된 소외 회사 주식을 대량으로 매수한 후 피고 1 회사가 투자정보 서비스를 제공하는 회원들을 비롯한 여러 투자자들에게 소외 회사 주식 매수 및 장기 보유를 추천하는 과정에서 시세가 자기의 시장조작에 의해 변동한다는 말을 유포하고, 소외 회사 주식의 매매에 있어 중요한 사실인 경영참여에 관하여 거짓의 표시 또는 오해를 유발시키는 표시를 하는 등으로 시세조종행위를 하고, 소외 회사 주가의 지속적인 하락을 예상하였음에도 회원들에게 주식을 장기 보유할 것을 강조하면서 정작 피고 2와 피고 1 회사가 보유한 주식을 매도하는 등으로 위계를 사용하고 소외 회사 주식의 매매와 관련하여 부정한 계획 또는 기교를 사용하는 등으로 부정거래행위를 하였다.

2) 이와 같은 여러 유형의 시세조종행위와 부정거래행위는 결국 투자자들을 소외 회사 주식 거래에 끌어들이고 그 시세를 변동시켜서 이익을 얻으려는 동일한 의도 하에 상당 기간 중복되거나 근접한 기간에 중첩적으로 실행된 일련의 시세조종성 부정거래행위에 해당하고, 그 행위가 복합적으로 소외 회사 주식의 시세에 영향을 주어서 투자자들은 그 복합 시세조종성 부정거래행위에 직접 영향을 받아서 투자판단을 하고 주식을 거래하였거나 또는 그 복합 시세조종성 부정거래행위의 직접적인 영향으로 투자판단을 하지는 않았더라도 그 행위에 의하여 형성된 가격으로 주식을 거래하였을 가능성이 상당해 보인다.

3) 만약 사건연구 방식 등의 전문가 감정을 통하여 위와 같은 위반행위의 영향을 받았을 것으로 예상되는 기간 중의 주가동향과 그 행위들이 없었더라면 진행되었을 주가동향을 비교한 다음 그 차이가 통계적으로 의미가 있다고 판단되면, 그 복합 시세조종성 부정거래행위로 인하여 소외 회사 주가가 정상주가와 다르게 형성되었다고 할 수 있다. 이 경우 피고 2 등의 복합 시세조종성 부정거래행위가 투자판단에 직접 영향을 주지 않았더라도 그 복합 시세조종성 부정거래행위로 인해 주가가 영향을 받은 기간 동안 소외 회사 주식을 매수한 원고들의 경우 주식의 시세가 자연적인 수요·공급의 원칙에 의하여 형성된 가격이 아닐 수 있다고 인식하면서 그 주식을 거래하였다는 등의 특별한 사정이 없는 한 복합 시세조종성 부정거래행위를 함께 실행하였거나 이에 가담하였다고 볼 수 있는 피고들 전부 또는 일부를 상대로 구 자본시장법 제179조 제1항에 따라 손해배상청구를 할 수 있다.

4) 또한 원고들 중 복합 시세조종성 부정거래행위에 직접 영향을 받아서 투자판단을 하고 주식을 거래하였다고 주장하는 투자자라면 그 복합 시세조종성 부정거래행위와 자신의 주식 거래 사이의 인과관계를 증명함으로써 구 자본시장법 제179조 제1항에 따른 손해배상청구를 할 수 있다. 이 사건에서 피고 2 등에 의한 복합 시세조종성 부정거래행위는 피고 2 등이 소외 회사에 대한 경영 참여를 통해 주가를 관리하고 30억 클럽 회원들에게 주식을 매도하지 않도록 지시하여 단기적으로 주가가 상승하거나 적어도 하락하지는 않으면서도 장기적으로는 주가가 크게 상승할 것이라고 예상하게 만드는 내용이고, 투자자들은 그 복합 시세조종성 부정거래행위의 내용을 종합적으로 고려한 후 소외 회사 주식을 거래하는 투자판단을 하였다고 볼 여지가 상당하다.

이와 같이 복합 시세조종성 부정거래행위가 전체적으로 투자판단에 직접 영향을 주

어서 원고들이 주식을 거래하게 되었다면 그 복합 시세조종성 부정거래행위와 원고들의 주식 거래 사이의 인과관계가 증명되었다고 할 수 있고, 복합 시세조종성 부정거래행위를 구성하는 각각의 시세조종행위 내지 부정거래행위와 원고들의 주식 거래 사이에 개별적인 인과관계가 존재한다는 것까지 증명할 것은 아니다.

5) 나아가 손해배상청구를 할 수 있는 원고들이 입은 손해액은, 복합 시세조종성 부정거래행위가 없었다면 매수 당시 형성되었으리라고 인정되는 정상주가와 그 복합 시세조종성 부정거래행위로 인하여 형성된 주가로서 투자자가 실제로 매수한 조작주가의 차액 상당(만약, 정상주가 이상의 가격으로 실제 매도한 경우에는 조작주가와 그 매도주가의 차액 상당)으로 산정할 수 있고, 반드시 개별 유형별 시세조종행위 내지 부정거래행위로 인한 주가 변동 및 손해 부분을 따로 추정하거나 이를 분리해서 산정해야 하는 것은 아니다.

다. 그럼에도 원심은, 원고들이 피고 2 등에 의한 여러 유형별 시세조종행위 내지 부정거래행위와 원고들의 주식 거래행위 및 그로 인한 손해 발생 사이에 개별적인 인과관계가 있음을 증명해야 한다는 잘못된 전제에서 그 증명을 다하지 아니하였다는 이유로 원고들의 청구를 모두 기각하였다. 이러한 원심의 판단에는 시세조종행위 내지 부정거래행위로 인한 손해배상책임에서 인과관계의 증명방법과 손해액 산정 등에 관한 법리를 오해하여 필요한 심리를 다하지 아니함으로써 판결에 영향을 미친 잘못이 있다.

4. 그러므로 원심판결을 파기하고, 사건을 다시 심리·판단하도록 원심법원에 환송하기로 하여, 관여 대법관의 일치된 의견으로 주문과 같이 판결한다.

재판장 대법관 권영준

주 심 대법관 김상환

 대법관 오경미

 대법관 박영재