



서울고등법원

제1민사부

판 결

사 건	2004나39667 손해배상(기) 2004나39674(병합) 손해배상(기)
원고, 항소인	별지 원고들 목록 기재와 같다.
피고, 피항소인	1. A 주식회사 2. B
제1심 판결	서울남부지방법원 2001. 11. 30. 선고 99가합17440, 21364(병합) 판결
환송전 판결	서울고등법원 2003. 12. 9. 선고 2002나3343, 3350(병합) 판결
환 송 판 결	대법원 2004. 5. 28. 선고 2003다69607, 69614(병합) 판결
변 론 종 결	2005. 5. 27.
판 결 선 고	2005. 6. 17.

주 문

1. 제1심 판결 중 원고 C, D, E, F, G에 대한 부분을 취소한다.
2. 피고들은 각자 원고 C에게 금 9,796,000원, 원고 D에게 금 5,694,500원, 원고 E에게 금 25,164,500원, 원고 F에게 금 23,300,000원, 원고 G에게 6,435,000원 및 위 각 금원에 대한 2001. 1. 20.부터 2005. 6. 17.까지는 연 5%의, 그 다음날부터 다 갚는 날까지는 연 20%의 각 비율에 의한 금원을 지급하라.



3. 원고 C, D, E, F, G를 제외한 나머지 원고들의 항소를 각 기각한다.
4. 원고 C, D, E, F, G와 피고들 사이에 생긴 소송총비용은 피고들의 부담으로 하고, 위 원고들을 제외한 나머지 원고들의 항소로 인한 소송총비용은 위 원고들의 부담으로 한다.
5. 제2항은 가집행할 수 있다.

청구취지 및 항소취지

제1심 판결을 취소한다. 피고들은 연대하여 원고들에게 별지 손해배상계산표 청구금액란 기재 각 해당 금원 및 각 이에 대한 2001. 1. 20.부터 항소심 판결 선고일까지는 연 5%의, 그 다음날부터 다 갚는 날까지는 연 20%의 각 비율에 의한 금원을 지급하라(원고들은 환송후 당심에서 청구금액을 감축하였고, 환송전 판결의 원고 H, I에 대한 부분은 위 원고들이 상고하지 아니하여 확정되었다)

이 유

1. 인정사실

아래 각 사실은 당사자들 사이에 다툼이 없거나, 갑 제1호증의 5 내지 7, 11, 12, 14, 26, 27, 37, 39 내지 47, 51, 53 내지 60, 갑 제2 내지 4호증, 갑 제5호증의 1, 2, 갑 제6 내지 15호증, 갑 제16호증의 1, 2, 갑 제17호증, 갑 제18호증의 1, 2, 갑 제19 내지 58호증, 을 제2호증의 2 내지 6, 을 제4호증의 4, 을 제5호증의 1, 2, 을 제6호증의 1, 2, 을 제7호증 각 기재와 제1심 감정인 J, K의 감정결과 및 환송후 당심의 위 감정인들에 대한 사실조회결과에 변론 전체의 취지를 종합하여 이를 인정할 수 있고, 이에 반하는



을 제1호증, 을 제2호증의 1, 을 제3호증, 을 제4호증의 1의 각 기재는 믿지 아니하며 달리 반증이 없다.

가. 당사자들의 지위 등

(1) 피고 A 주식회사(이하 'A'이라 한다)는 유가증권의 위탁매매 등을 목적으로 하는 법인이고, 피고 B는 뒤에서 보는 시세조종행위 기간 중에 A의 대표이사로 재직하였다.

(2) L는 반도체소자, 전자·전기·통신기계, 기구, 기계부분품 제조 및 판매업을 목적으로 하는 법인으로서 1997. 12. 31. 기준으로 총자산 10조 7,641억 원(유동자산 2조 7,504억 원), 총부채 9조 3,982억 원(유동부채 3조 2,329억 원), 자본금 총계 1조 3,659억 원, 부채비율 688%, 1997년도 총매출액 3조 4,909억 원, 당기순손실 1,835억 원 규모의 재무상태에 있었고, 외환위기 직후 실적 악화와 부채 과다, 금리 급등 등으로 유동성 부족 위기에 처한데다가 정부의 방침에 따라 자기자본 비율을 높이고 재무구조를 건실화할 필요성이 제기되어, 그 일환으로 ① 1998. 3. 27. 제105회 전환사채 액면 합계 2,500억 원(전환청구기간은 1998. 6. 28.부터 2001. 11. 30.까지였고, 그중 액면 기준으로 약 2,187억 원 상당이 1998. 12. 31.까지 주식으로 전환되었다) 상당을 발행하고 ② 1998. 6. 23. 15,037,594주(증자규모 약 751억 원)의 신주를 발행하였으며(이하, '제1차 유상증자'라 한다), ③ 1998. 12. 23. 29,069,767주(증자규모 약 1,453억 원)의 신주를 발행한 바 있다(이하, '제2차 유상증자'라 한다).

나. 시세조종행위

(1) M 명의의 계좌를 이용한 시세조종행위

(가) 제1차 유상증자의 신주배정기준일은 1998. 5. 11., 청약일은 1998. 6. 8. 및 6. 9., 납입기일은 1998. 6. 23., 상장일은 7. 3.이었고, 당시 시행되던 상장법인의재무관리등에



관한규정(1998. 4. 1. 제정) 제8조에 의한 발행가격 산정기준은 ① 배정기준일로부터 제5거래일 전(1998. 5. 4.)을 기산일로 삼아, (i) 그 이전 1개월간(1998. 4. 4.부터 5. 4. 까지)의 총거래대금을 총거래량으로 나눈 가중평균주가와 (ii) 그 이전 1주일간의 가중평균주가와, 그리고 (iii) 1998. 5. 4. 당일의 종가를 정한 다음, 위 세 가격을 산술평균한 가격과 최근일 종가 중 낮은 가격(1차 산정가격)과, ② 청약일로부터 제7거래일 전(1998. 5. 28.)을 기준으로, 그 이전 1주일간(1998. 5. 22.부터 5. 28.까지)의 가중평균주가와 최근일 종가 중 낮은 금액(2차 산정가격)을 각 확정된 다음, ③ 1차 산정가격과 2차 산정가격 중 낮은 금액을 발행가격으로 정하도록 되어 있었다.

(나) 위 각 발행가격 산정 기준 기간 내에 L의 주가가 하락하면 발행가격이 하락하여 증자납입대금이 줄어들 뿐 아니라 기존 주주들이 청약이나 납입을 꺼려 대량의 실권주가 발생할 우려가 있었으므로, 당시 피고 A의 상무이사인 N는 1998. 4. 초순경 L의 전무이사인 O으로부터 L의 1998년도 제1차 유상증자와 관련하여 주식 발행가가 고가로 형성될 수 있도록 주가를 관리하여 달라는 부탁을 받고, 피고 B의 승낙을 얻은 다음, 1998. 4. 4.경부터 같은 해 5. 29. 사이에 피고 A 개포지점에 개설된 소외 M 명의 계좌(계좌번호 P)를 통하여 L 주식을 매매하는 과정에서 유가증권시장에서의 매매거래를 유인할 목적으로, 224회에 걸쳐 합계 423,700주(체결수량 414,720주)에 대하여 장중접속매매시 및 종가 결정을 위한 동시호가시에 고가의 매수 주문을 내어 장중가 및 종가를 고가에 형성시키는 방법으로 그 시세를 변동시키는 매매 거래를 하였다.

(2) Q과 R 명의의 계좌를 이용한 시세조종행위

(가) 피고 A은 1997년말 도래한 외환위기 여파로 보유중인 주식과 채권 및 외화자산 등에서 거액의 평가손이 발생하여 1997. 12.말 기준 영업용 순자본 비율(총위험액에



대한 영업용 순자본의 비율을 백분율로 표시한 수치)이 -98.9%, 1998. 3. 결산시에는 약 2,065억 원의 적자를 내게 되었고, 한편 당시 시행되던 증권회사의 재무건전성감독규정(1998. 4. 1.부터 시행되었으며 2000. 12. 29. 증권업감독규정이 제정됨으로써 그 부칙 제2조에 의하여 폐지될 때까지 적용되었다)에 의하여 산정된 영업용 순자본 비율을 150% 이상으로 유지하지 못하면 최악의 경우 퇴출될 우려마저 있었다(위 규정 제28조). 그런데, 증권회사가 보유한 계열회사의 주식은 영업용 순자본 비율의 분자 항목인 영업용 순자본 산정에서 전액 차감되고, 그에 따라 산정되는 위험은 영업용 순자본 비율 산정의 분모 항목인 총위험에 반영되므로(위 규정 제13조 제4호 라목, 제5호, 제18조 제1항 제3호, 제6호), 뒤에서 보는 바와 같이 역외 펀드를 동원한 스왑 계약을 이용하여 보유하던 L 주식과 제3자의 계좌를 이용한 이른바 파킹 거래를 통하여 편법으로 보유 중이었던 L의 전환사채를 피고 A의 명의로 정상화하거나 매각하기 위하여는 L의 주가가 상승할 필요성이 있었다.

(나) 또한 피고 A은 L의 제86회(발행일 1997. 6. 25) 및 제87회(발행일 1997. 7. 14) 무보증 전환사채(권면총액은 각 1,000억 원이었고 표면금리는 0%였다)를 인수하여 그 중 약 1,500억 원 상당을 판매하지 못한 채로 보유하고 있었으나 전환가격이 지나치게 높은데다가 1998년 초의 금리를 감안하면 평가손실이 발생하고 있었으므로, 앞서 제1항 가. (2) ①에서 본 L의 제105회 보증전환사채(발행일 1998. 4. 8. 권면총액 2,500억 원이었다) 전량을 인수하는 대신 보유중인 위 제86회 및 제87회 전환사채를 위 제105회 보증전환사채 중 일부로 교체하여, 그 중 일부를 다른 금융기관의 명의를 통하여 보유하고 있었다.

(다) 뿐만 아니라 피고 A이 L의 1996년 기업공개 당시 주간사인 LG증권 주식회사



(이하, 'LG증권'이라고만 한다)와 LG증권이 보유하고 있던 L 주식 350만 주가량을 인수하기로 하였던바, 자금 부담 등의 이유로 CIBC, ING, SBC 등 투자은행들과 스왑 약정(피고 A의 요청에 따라 투자은행들이 외화자금으로 L 주식을 매수하고 일정 기간, 예컨대 3개월 단위로 정산하되, 이익이 남으면 투자은행들과 분배하고 손실이 발생할 경우에는 KDI, KOI 등 피고 A의 역외펀드에서 손실분만큼을 투자은행에 지급하는 방식으로서, 환율이 안정적일 경우에는 국내보다 저렴한 외국의 금리로 해외 자금을 조달하여 주식투자를 할 수 있는 이점이 있었다)을 체결하여 매수된 A 물량 중 일부를 미처 처분하지 못한 채로 외환위기를 맞게 되어 환율이 단기간에 두 배 가까이 급등하고 L의 주가도 급락하자 정산 및 환매·처분 과정에서 큰 손해를 입게 되었고, A의 역외펀드에서 인수하거나 여전히 투자은행들의 계좌에서 보유 중인 L 주식의 가격하락이 계속될 경우에는 환매 요구 혹은 정산과정에서 추가적인 손실의 우려가 남아 있었다(CIBC 계좌의 L 주식은 1998년 말까지 처분하도록 되어 있어 다각도로 매각이 이루어졌고 ING, SBC 계좌의 L 주식도 1998년 하반기에 처분하게 된다).

(라) 이에 피고 A은 위와 같이 보유중인 L 주식과 전환사채를 처분하여 영업용 순자본 비율을 제고하고 나아가 전년도에 발행한 대규모 적자를 보전하고자 하였는데, 1998. 4. 중순 금 21,000원대에 달하던 L 주가가 같은 해 5. 중순에는 주당 금 15,600원대로, 같은 달 하순에는 금 14,800원대까지 지속적으로 하락하여 그 실현이 어렵게 되자, 피고 B는 S그룹 계열사 중 비교적 자금 여유가 있는 소외 Q 주식회사(이하 'Q'이라 한다)와 R 주식회사(이하 'R'이라 한다) 측의 자금을 이용하여 이 사건 주식의 가격을 인위적으로 상승시키기로 하고, 1998. 5. 중순과 같은 해 6. 중순경 소외 Q과 R에 이 사건 주식의 매수를 요청하여 승낙을 받은 다음 각 그 무렵 위 N에게 위 Q과 R



계좌에 수시로 입금될 자금 전량을 동원하여 단가에 구애받지 말고 L의 주가를 서서히 올리면서 매수하라는 취지의 지시를 하여, 1998. 5. 26.부터 같은 해 11. 12. 사이에, 피고 A 영업부에 개설된 위 Q 명의의 계좌(계좌번호 T) 및 R 명의의 계좌(계좌번호 U)를 통하여(위 두 계좌를 '이 사건 각 계좌'라고만 한다) L 주식을 매매하는 과정에서 다음과 같이 시세를 직접 변동시키거나 매매거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하는 매매거래를 하였다.

① 종가관리에 의한 시세 변동행위

Q의 위 계좌를 통하여, 1998. 5. 26. 14:57:08 무렵 종가결정을 위한 동시호가 주문시에 직전가인 14,000원(그날 L의 시가는 14,400원이었고, 장중 저가는 연중 최저치인 13,700원을 기록하였다)보다 2,550원이 높은 16,550원에 50,000주의 고가매수주문을 하여 같은 가격에 종가를 형성시키고(그 다음날인 1998. 5. 27.의 시가는 위 종가보다 10.57% 하락한 14,800원에 형성되었으나, 그날 역시 종가 결정을 위한 동시호가 주문시의 대량 고가매수주문과 장중 고가 매수행위 등으로 전날과 같은 가격인 16,550원에 종가가 형성되었다), 1998. 8. 7. 14:59:40 무렵 종가결정을 위한 동시호가 주문시에 직전가인 28,400원(그날 L의 시가는 전일 대비 100원 하락한 28,400원이었고, 장중 거래량은 23,320주밖에 되지 아니하였다)보다 800원 높은 29,200원에 40,000주의 대량주문을 내어 29,000원에 종가를 형성시키고, 1998. 11. 9. 14:59:32 무렵 종가결정을 위한 동시호가 주문시에 직전가인 24,850원(그날 L의 시가는 24,300원이었다)보다 2,250원이 높은 27,100원에 10,000주의 매수주문을 내어 종가를 27,000원에 형성시키고, R의 위 계좌에 입금된 금원을 이용하여, 1998. 6. 18. 14:59:17 무렵 종가결정을 위한 동시호가 주문시에 직전가인 25,500원(그날 L의 시가는 24,200원이었다)보다 300원 높은 25,800원에



50,000주(그 무렵 시장가 매도 물량은 7,600주, 시장가 매수물량은 3,000주로서 4,660주의 체결분을 제외하면 2,090주의 시장가 우선매도 물량이 있었다)의 매수주문을 하여 같은 가격에 종가를 형성시키는 등, 이 사건 각 계좌를 통하여 1998. 5. 26.부터 1998. 11. 11.까지의 기간 중 31거래일의 종가결정을 위한 동시호가시간대에 모두 53회에 걸쳐 합계 1,425,680주에 대하여 고가 매수주문을 내어 고가에 종가를 형성시켰다.

② 장중 고가 매수주문에 의한 시세 변동행위

Q의 위 계좌를 통하여, 1998. 5. 30. 10:42:58 무렵 장중에 매도 1순위 18,300원, 매도 2순위 18,350원, 매도 3순위 18,500원이고 매수 1순위는 18,100원인 호가 상황에서 매도 1순위 호가보다 700원 높은 가격인 19,000원에 20,000주의 고가 매수주문을 하여 매도호가 3순위 가격인 18,500원까지의 매도 물량을 흡수하면서 주가를 상승시키는 등 상대호가 대비 100원 내지 700원 높은 가격으로 매수 주문을 반복하여 가격을 상승시키고(당일 총거래량 174,160주 중 위 계좌의 당일 총매수량이 119,390주를 차지하였고, 그중 시세 조종으로 인한 체결 수량이 81,000주였으며, 위 계좌의 당일 현금 잔액은 -1,871,548,509원으로 되었다), 1998. 6. 1. 14:49:36에는 상대호가인 18,200원보다 1,400원 높은 가격인 19,600원에 5,000주의 매수주문을 하여 장중시세를 상승시키는 등 상대호가 대비 100원 내지 1,300원 높은 가격의 매수주문을 반복하여 장중 시세를 상승(당일 총거래량 248,250주 중, 위 계좌의 당일 총매수량이 164,930주를 차지하였고, 그중 시세 조종으로 인한 체결 수량 82,210주에 이르렀다)시키는 등 이 사건 각 계좌를 통하여 1998. 5. 27.부터 같은 해 11. 12.까지 사이에 모두 1,023회에 걸쳐 합계 3,472,180주에 대하여 직전체결가 및 상대호가 대비 고가매수주문을 내어 장중시세를 인위적으로 상승시키는 등으로 그 시세를 변동시키는 매매거래를 하였다.



③ 장중 허위 매수주문에 의한 성황오인거래

Q의 위 계좌를 통하여, 1998. 6. 5. 09:47:14 무렵 직전가 및 상대호가 대비 100원 낮은 18,800원에 1,000주의 매수주문을 내는 등 차이가 적은 가격대에는 소량의 매수주문을 하고, 19:38:08에 직전가 대비 1,600원, 상대호가 대비 1,700원 낮은 가격인 17,000원에 20,000주의 대량 매수주문을, 10:51:59에 직전가 대비 2,400원, 상대호가 대비 2,300원 낮은 가격인 17,000원에 20,000주의 대량 매수주문을, 10:51:59에 직전가 대비 2,400원, 상대호가 대비 2,300원 낮은 가격인 17,000원에 20,000주의 대량 매수주문을 한 것을 비롯하여 같은 날부터 1998. 11. 12.까지 사이에 이 사건 각 계좌를 통하여 모두 567회에 걸쳐 합계 2,103,290주에 대하여 매매체결 가능성이 없는 허위의 대량매수주문을 하여 매수세가 성황을 이루고 있는 듯이 보이게 하였다.

④ 시초가 결정을 위한 동시호가시의 허위 매수주문에 의한 성황오인거래

Q의 위 계좌를 통하여, 1998. 8. 1. 09:24:17 무렵 시초가 결정을 위한 동시호가시에 전일 종가 대비 500원 낮은 가격인 28,000원에, 09:24:26에 전일 종가 대비 600원 낮은 가격인 27,900원에, 09:25:52에 전일 종가 대비 700원 낮은 가격인 27,800원에, 09:26:00에 전일 종가 대비 800원 낮은 가격인 27,700원에 각 1,000주씩 매수 주문을 내는 등 전일 종가 대비 500원에서 800원 낮은 가격에 각 1,000주씩의 허위주문을 내다가 같은 날 09:26:34에는 전일 종가 대비 3,000원 낮은 25,500원에 4,000주를 매수한다는 대량의 허위 매수주문을 하고, 1998. 8. 3. 09:17:54에 전일 종가 대비 400원 낮은 가격인 18,400원에, 09:19:31에 전일 종가 대비 500원 낮은 가격인 18,300원에, 09:20:09에 전일 종가 대비 600원 낮은 가격인 18,200원에 각 1,000주씩의 매수주문을 내다가 09:20:39에는 전일 종가 대비 3,300원 낮은 가격인 15,500원에 5,000주의 대량 매수주문



을 내고, 다시 09:21:44에 전일 종가 대비 700원 낮은 가격인 28,100원에 1,000주 매수 주문을 내다가, 09:26:19에는 전일 종가 대비 2,800원 낮은 가격인 26,000원에 3,000주의 대량 매수주문을 낸 것을 비롯하여, 시초가 형성을 위한 동시호가시 호가잔량만 공개 되는 점을 이용하여, Q의 위 계좌를 통하여 1998. 6. 18.부터 1998. 10. 17.까지 모두 60회에 걸쳐 합계 302,070주에 대하여 매매체결가능성이 없는 낮은 가격에 대량의 허위 매수주문을 내 매수세가 성황을 이루고 있는 듯이 보이게 하여, 유가증권의 매매거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하였다.

다. L의 주가 및 거래량 등

(1) 1997년말을 기준으로 하여 L는 계열회사 등 특수관계인인 대주주들의 주식 보유비율이 79.47%에 달하여 시중에 유통되는 주식 수는 10% 전후에 불과하였고, 1998. 5. 무렵 개인투자자들이 보유한 주식은 56,000,316주 중 5,590,519주(9.98%)에 불과하였으며, 1998년말 개인투자자들의 보유 비중은 개인과 법인을 합하여도 6.5%를 넘지 아니하였다.

(2) 피고 A은 Q이 1998. 5. 26. Q 명의의 위 계좌에 입금한 30억 원으로 당일 L 주식 31,050주를 매수한 것을 시작으로 1998. 6. 17.까지 3주(18거래일) 동안 Q이 여러 차례에 걸쳐 입금한 810억 원으로 3,801,530주를 77,315,574,520원(평균매입단가 20,338원)에 매수하였으며(기록 제1권 제473면), 이는 같은 기간 총 거래량 6,230,890주의 61%에 해당하는 거래량인데, 위 기간 동안 입금된 위 각 금원은 V 주식 매수분 1억여 원을 제외하면 당일 혹은 익일에 걸쳐 오로지 L 주식을 매수하는 데에 사용되었고, 그중 5거래일은 최고 1,827,955,049원의 미수(현금 잔고 마이너스)가 발생하기도 하였으며(기록 제1권 제498면), 증권거래소 매매심리실에서 자동 전산프로그램에 의하여 이상거래의



징후를 포착하고 1998. 7. 6. 피고 A에 거래자료를 요청한 뒤로는 매수 강도가 약화되기는 하였으나 그렇더라도 1998. 6. 18.부터 1998. 11. 12.까지 위 계좌를 통하여 매수한 L의 주식 수는 4,384,210주, 1일 평균 매수 수량은 약 36,000주로서 같은 기간 총 거래량 27,026,840주의 약 16%를 차지하였고, 위 계좌의 현금잔고가 마이너스를 나타낸 거래일은 45일이었다. 이로써 Q이 시세조종기간 동안 위 계좌에 입금한 금액은 약 2,198억 원이었고, 그 중 약 1,930억 원이 L의 주식 8,194,740주를 매입하는 데에 사용되었으며 나머지 약 260억 원은 V 등 다른 계열사의 주식을 매집하는 데에 사용되었고, 또한 R이 자신의 계좌에 입금한 금원으로 Q 계좌에서의 매수 강도가 약하여진 1998. 6. 중순에 17만여 주, 11월에 70여만 주의 L 주식을 매수하였다.

(3) 한편, L의 주가와 종합주가지수의 주요 변동 상황은 다음과 같다.

일자	주가(종가)	종합주가지수	일자	주가(종가)	종합주가지수
1998-05-25	14,800	331.90	1998-11-11	25,400	400.70
1998-06-09	22,000	339.22	1998-11-12	24,000	403.52
1998-06-29	32,000	298.60	1998-11-13	23,000	404.30
1998-07-02	24,200	311.77	1998-11-17	23,000	424.43
1998-07-04	19,200	307.85	1998-11-25	23,500	464.01
1998-09-10	34,150	338.95	1998-12-03	21,900	448.11
1998-10-02	26,500	308.25	1998-12-05	23,100	490.71
1998-10-13	29,000	346.08	1998-12-07	23,200	514.52
1998-10-14	27,200	346.13	1998-12-15	22,600	579.86
1998-10-15	29,000	368.74	1998-12-24	31,900	555.36
1998-10-16	28,500	374.01	1999-01-04	29,000	587.57
1998-10-17	28,500	383.47	1999-01-05	27,000	598.55
1998-10-20	27,950	388.35	1999-01-07	29,650	637.59
1998-10-27	21,400	360.43	1999-01-11	26,550	640.95
1998-10-31	25,800	403.44	1999-01-25	22,900	539.76
1998-11-05	25,400	418.20	1999-01-29	24,400	571.43
1998-11-09	27,000	424.45	1999-02-09	21,000	523.38

라. 원고들의 주식거래

원고 C, 원고 D, 원고 E, 원고 F, 원고 G는 이 사건 시세조종행위 기간 중인 1998.



6. 26.부터 같은 해 7. 1. 사이에 L 주식을 매수(유가증권시장에서의 매매거래는 거래소 회원만이 이를 할 수 있고, 원고들은 거래소 회원이 아님이 명백하므로, 정확히는 매매 거래의 위탁 및 그로 인한 매매 체결 여부만이 문제되나, 이하에서는 편의상 매수 위탁을 '매수'로, 매도 위탁을 '매도'로 칭한다)하여 시세조종행위가 중단되기 전인 같은 해 7. 3.부터 같은 해 7. 10. 사이에 이를 모두 매도하였고, 위 원고들을 제외한 나머지 원고들은 이 사건 시세조종행위 기간 후인 1998. 12. 23.부터 1999. 4. 7. 사이에 L 주식을 매수하여, 1999. 1. 4.부터 1999. 7. 15. 사이에 이를 모두 매도하였는바, 그 구체적 취득위탁일, 취득 주식수, 취득가액(= 주식수 x 주가가)과 처분일자, 처분 주식수, 처분가, 처분가액(= 주식수 x 처분가)은 별지 손해배상계산표 각 해당란 기재와 같다.

마. 시세조종행위 전후의 사정

(1) 금융감독원은 이 사건 시세조종행위에 대한 조사를 거쳐 1999. 4. 8. 검찰에 수사의뢰를 하였으며 검찰에서는 관계인을 소환 조사하고 같은 해 7. 5. 관련 증권회사계좌들에 대한 압수·수색을 거쳐 같은 해 9. 9. 피고 L와 피고 B, 제1심 공동피고 W, 위 O, N를 증권거래법위반죄로 각 기소하면서 같은 달 21. 수사종결 발표를 하였으며, 서울지방법원 99고단95559 사건 및 그 항소심인 같은 법원 99노11300 사건에서 모두 유죄 판결이 선고되었다.

(2) 1999. 9. 9. 무렵 L의 주가는 40,500원이었으나 같은 해 10. 11. 무렵에는 26,500원으로 33.41% 하락하였고(같은 기간 종합주가지수는 950.53 포인트에서 834.39 포인트로 12.85% 가량 하락하였다), 같은 해 10. 13. X와의 합병(X 1주당 L 주식 0.69743105주가 배정되어 총 107,864,686주의 주식이 발행되었다)을 거쳐 같은 해 12. 28.에 24,100원, 2000. 12. 26.에 4,025원, 2001. 12. 28.에 2,040원, 2002. 12. 30.에 280원, 2003. 3. 26.에



135원까지 하락하였고, 그 후 21대 1의 주식 병합을 거쳐 이 사건 변론 종결 무렵의 주가는 7,180원 정도이다.

(3) 1997 회계연도 L의 매출은 3조 4,909억 원, 영업이익은 6,394억 원, 당기순손실은 1,835억 원이었으나(주당 순손실 3,302원), 1998 회계연도에는 매출 4조 4,171억 원, 영업이익 237억 원, 당기순손실은 1,452억 원(주당 순손실 2,002원)이었고, 1999. 1. 1.부터 6. 30.까지의 반기 매출은 2조 2,489억 원, 영업이익은 243억 원, 같은 기간의 순손실은 1,249억 원이었다.

2. 손해배상책임의 발생

가. 불공정거래의 해당 여부

(1) 구 증권거래법(2004. 1. 29. 법률 제7114호로 개정되기 전의 것, 이하 같다) 제188조의4 제2항은 누구든지 유가증권시장 또는 협회중개시장에서의 매매거래를 유인할 목적으로, 단독으로 또는 타인과 공모하여, 유가증권의 매매거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 그 시세를 변동시키는 매매거래 또는 그 위탁이나 수탁을 하는 행위를 하여서는 아니된다고 규정하고, 같은 법 제188조의5 제1항에서 위 규정에 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 진다고 규정하고 있다.

이에 의하면, ① 인위적인 조작을 가하여 시세를 변동시킴에도 불구하고 투자자에게는 그 시세가 유가증권시장에서의 자연적인 수요·공급의 원칙에 의하여 형성된 것으로 오인시켜 유가증권의 매매거래에 끌어들이려는 목적하에(유인목적), ② 유가증권시장에서 수요·공급의 원칙에 의하여 형성된 유가증권의 가격을 인위적으로 상승 또는



하락시키는 등의 조작을 가하는 매매거래를 하거나(변동거래), ③ 당해 유가증권의 매매거래가 활발한 것 같은 외관을 조성하는 매매거래(성황오인거래)를 함으로써, ④ 그 결과 그러한 행위가 없었더라면 수요·공급의 원칙에 의하여 정상적으로 형성되었을 주가(이하, '정상주가'라 한다)에 영향을 가하였다면(이하에서는 그 결과 형성된 가격을 '변동주가'이라 한다), ⑤ 유가증권시장 또는 협회중개시장에서 변동주가에 의하여 당해 유가증권의 매매거래 또는 위탁을 한 자에 대하여 손해배상책임을 부담한다고 할 것이고, 위 각 요건을 판단함에 있어서는 그 유가증권의 성격과 발행된 유가증권의 총수, 매매거래의 동기와 유형, 그 유가증권 가격의 동향, 종전 및 당시의 거래상황 등을 종합적으로 고려하여 판단하여야 할 것이다(대법원 2001. 6. 26. 선고 99도2282 판결 참조).

(2) 수요·공급의 원칙에 의하여 그 가격이 정하여지는 주식시장에서 이 사건과 같은 주식의 대량 매매 혹은 대량 주문은 그 자체로 시세를 변동시키는 효과가 있으므로, 대량 매수 및 주문 행위로 인하여 가격이 상승하였다고 하여 그 자체만으로 법에서 정한 변동거래 혹은 성황오인거래에 해당한다고는 할 수 없고, 대량 매수를 구실로 한 인위적인 시세의 변동행위나 일반투자자들을 오인시키는 행위가 있었는지 여부를 살펴봐야 할 것인바, 위에서 본 L 주식 매집의 동기, 매수 주문 방법 및 그에 따른 호가의 변동상황, L의 실적과 전망, L의 유통주식수와 거래의 규모 및 빈도, 주가의 동향과 이 사건 각 계좌에의 입금과 매매거래와의 시간적 간격 및 미수 발생 빈도, 그리고 각 매매거래 당시의 매수 수량과 거래량, 주가 수준, 특히 매매행태 즉, 호가 및 매수·매도 주문량에 비추어 거래가격보다 낮은 가격에 분할하여 매수할 기회가 충분한 데도 구태여 여러 단계의 호가를 뛰어 넘는 고가의 매수 주문을 하여 주가를 급격히



상승시키는 매매행태 및 주식 가격 결정에 가장 중요한 시초가 형성 및 증가 형성을 위한 동시호가시간대의 주문 양태 등에 비추어 보면, 위와 같은 매매거래는 원하는 주식을 적정한 가격에 매입하는 정상적인 매매거래의 행태를 벗어나 인위적으로 시세를 상승시키거나 거래가 성황을 이루는 것과 같은 외관을 조성하는 행위에 해당한다고 봄이 상당하다.

(3) 한편, '매매거래를 유인할 목적'은 인위적으로 가격을 조작함으로써 투자자들을 오해시켜 유가증권시장에서 유가증권 매매거래를 유인하는 것을 직접 목적으로 하는 경우에만 한정되는 것이 아니므로, 위에서 살핀 바와 같이 피고들의 시세변동행위 및 성황오인거래의 존재 사실이 인정되는 점과 이 사건 매매거래의 동기와 거래행태 등을 종합하여 보면 피고들에게 유인목적이 있다고 보아야 할 것이다.

(4) 이에 대하여 피고들은, 위 제1의 나.항 기재 각 시세조종행위에 관하여, 외관상으로는 이 사건 각 계좌를 이용한 피고 A의 주식 매입으로 인하여 L의 주가가 상승한 것처럼 보이고 일부 매매거래에서는 그로 말미암아 호가에 영향을 미친 것처럼 보이나, 이는 ① L의 주가가 현저히 저평가된 상태여서 유동성이 풍부한 계열사인 Q 및 R이 독자적인 판단에 따라 투자목적으로 L의 주식을 매입하여 장기간 보유한 것일 뿐 피고들에게 투자자들을 오인시킬 목적이 없었고, ② Q과 R의 이 사건 매매처럼 대량의 주식을 매수하기 위하여는 고가의 매수 주문과 여러 호가 밑의 저가의 대량 매수 주문이 발생하는 것이 자연스러운 일이며, ③ 위와 같은 대량 매수에도 불구하고 L 주가의 상승폭은 L의 실적과 전망, 종합주가지수 및 전기·기계업종 지수의 상승률과 다른 종목들의 상승률, 거래량 등에 비추어 보면 이례적이라고 볼 수 없다는 취지로 주장하며 제1의 나.항 기재 각 매매거래가 시세조종행위에 해당하지 아니한다고 다투나,



피고들의 주장에 부합하는 듯한 을 제1호증, 을 제2호증의 1, 을 제3호증, 을 제4호증의 1, 을 제4호증의 6의 각 일부 기재는 위에서 살핀 바에 비추어 믿기 어렵고, 을 제2호증의 3 내지 6, 을 제5호증의 1, 2, 을 제6호증의 1, 2, 을 제7호증의 각 기재만으로는 이를 인정하기 부족하며 달리 피고들의 주장사실을 인정할 증거가 없다(투자 목적에 의한 주식매입이라 할지라도 저가에 매수하여 평가익을 극대화하는 것이 정상적일 것이다).

나. 인과관계 등

(1) 앞서 제2의 가. (1)항에서 본 바와 같이, 증권거래법 제188조의5 제1항에 의한 책임은 시세조종행위가 정상주가(시세조종행위가 없었더라면 수요·공급의 원칙에 의하여 정상적으로 형성되었을 주가)에 영향을 가한 사실과 피해자가 변동주가에 의하여 당해 유가증권의 매매거래 또는 위탁을 한 경우에 성립한다.

(2) 그러므로 이 사건 시세조종행위가 정상주가에 영향을 미쳤는지, 미쳤다면 그 기간은 어느 정도인지에 관하여 살피건대, 제1심 감정인 J, K의 감정(이하, 제1차 감정이라 하고, 이는 환송판결의 취지에 따라 갑 제58호증에 기재된 바와 같이시세조종행위 기산일을 1998. 4. 4.로 하여 일부 결론이 수정되었으므로, 갑 제58호증의 기재에 따른다) 결과 및 당심에서의 위 감정인들에 대한 제1, 2차 각 사실조회결과에 의하면, 위 감정인들은 이른바 사건연구방식(event study)을 적용하여 ① L가 상장되어 거래되기 시작한 1997. 1. 3.부터 이 사건 시세 조종행위가 시작되기 직전인 1998. 4. 3.까지 367 거래일(estimation window, 이하, '추정기간'이라 한다) 동안 거래소 종합주가지수 수익률, 거래소 전기·기계지수(업종지수) 수익률, 삼성전자(동종업체)의 수익률 등 세 가지 값(배당 및 유무상증자 등을 감안한 수익률)을 설명변수로 따로 또는 함께 포함시킨



여러 가지 조합의 회귀방정식을 최소자승법에 의해 추정한 결과, 조정된 결정계수가 가장 높게 나타나는 위 세 가지 설명변수를 모두 종합적으로 고려한 회귀방정식을 위 추정기간 동안 L의 주가(수익률)를 가장 잘 설명해 줄 수 있는 회귀방정식(이하, '이 사건 회귀방정식'이라 한다)으로 선택하고, ② 이 사건 시세조종행위가 처음 이루어진 1998. 4. 4.부터, 금융감독원이 검찰에 수사의뢰를 함으로써 시세조종행위(혹은 그 개연성)가 시장에 알려지기 전날인 1999. 4. 7.까지 280거래일을 위 시세조종행위의 영향력이 지속될 개연성이 있는 사건기간(event window, 이하, '사건기간'이라 한다)으로 파악한 다음, (i) 위 회귀방정식을 이용하여 L 주가의 정상수익률(normal return)을 추정하고(다만 유상증자가 있었던 1998. 5. 9.과 같은 해 11. 16.에는 실제수익률이 각각 -4.5%, -7.1%로 나타나는데, 유상증자로 인한 효과는 주가조작의 효과보다 매우 커서 실제 수익률과 정상수익률이 같다고 보고 실제 수익률을 정상수익률로 사용함), (ii) 같은 기간 동안 실제로 형성된 주가에 의한 실제수익률(actual return)과 정상수익률과의 차이를 계산하여 비정상수익률(abnormal return)을 계산하였으며, ③ 이 사건 주가조작행위가 과연 주가에 영향을 미쳤는지 판별하기 위해 비정상수익률로부터 복리의 방법으로 사건기간 동안의 누적비정상 수익률(cumulative abnormal return)을 계산하여, 1998. 5. 26.{앞서 제1의 나. (2) (라)항의 ①에서 본 바와 같이 같은 날 종가 결정을 위한 동시호가 주문시에 시세변동행위가 있었고, 이 사건 각 계좌를 이용한 시세조종행위가 시작된 날이기도 하다}과 같은 달 27. 누적비정상수익률이 양(+의 값을 갖기 시작하였고, 같은 달 29.부터 지속적으로 양(+의 값을 갖기 시작하여 같은 해 9. 10. 최고치를 이룬 후 서서히 떨어지기 시작하여 사건기간 말일인 1999. 4. 7.에도 여전히 양(+의 값을 유지하고 있다는 결과를 얻은 다음, ④ 위 누적비정상수익률이 통계적으



로 의미가 있는지를 밝히기 위하여 누적비정상수익률이 영(0)과 다른지 t-검증을 실시하였고, 그 결과 t값이 1.64이상인 통계적 유의수준 5%이상인 기간은 '1998. 6. 12.부터 1998. 10. 10.까지'이고, t값이 1.28이상인 통계적 유의수준 10%이상인 기간은 '1998. 6. 9.부터 1998. 10. 15.까지'로 감정하였다(위 감정결과 t값이 1.28이상인 통계적 유의수준 10%이상인 기간은 '1998. 6. 9.부터 1998. 7. 1.까지' 및 '1998. 7. 23.부터 1998. 10. 15.까지'이기는 하나, '1998. 7. 2.부터 1998. 7. 22.까지'의 이전 기간인 '1998. 6. 9.부터 1998. 7. 1.까지'의 t값이 1.28을 넘고 있음을 볼 때 위 기간 중에만 시세조종행위의 영향이 없다고 보기 어려우므로, 이 사건 시세조종행위의 영향으로 주가가 변동된 기간은 '1998. 6. 9.부터 1998. 10. 15.까지'라고 보았고, 통계적 유의수준 5%이상인 기간도 동일한 취지이다).

(3) 위 인정사실들에 나타난 L 주가 및 종합주가지수의 추이, 피고들의 L 주식 매입 규모 및 시기, L 주식 중 실제 유통되는 주식의 비중, L의 영업실적과 전망, 부채비율, 피고들의 앞서 살핀 시세조종행위의 태양과 규모 및 기간 등에 비추어 이 사건 시세조종행위로 말미암아 L의 실재주가가 정상주가보다 높게 형성되었을 개연성이 높은 점, 1998. 5. 26.부터 상당기간 집중적인 시세조종행위가 장기간에 걸쳐 이루어진 점 등에 비추어 위 감정결과는 신빙성이 있다고 할 것이다(다만 위 1차 감정의 최초 감정서의 말미 결론 부분에 「이 사건 시세조종행위로 인하여 1998. 6. 1.부터 1999. 4. 7.까지 주가가 영향을 받았다」는 기재가 있기는 하나, 위에서 본 바와 같이 통계적 유의수준 10%이상인 기간은 '1998. 6. 9.부터 1998. 10. 15.까지'로 산출된다는 것이므로, 위 결론 부분의 기재는 착오이거나 또는 「1998. 6. 1.부터 1999. 4. 7.까지 주가가 영향을 받았는가」라는 감정촉탁사항에 대하여 단순한 긍정적 결론을 표현한 것에 지나지 아니하



는 것으로 보여 믿지 아니한다).

(4) 이에 대하여 피고들은, 다음과 같은 각 사유를 들어 제1차 감정결과가 부당하며, 이 사건 시세조종행위가 사건기간 중 L 주가의 형성에 영향을 미쳤다고 볼 증거로 삼기에는 적절하지 않다는 취지로 주장하므로, 그에 대하여 차례로 살펴보기로 한다.

(가) 사건연구방식의 신뢰성에 대하여

피고들은, ① 위 감정에서 사용된 사건연구(event study) 방식은 이른바 준강형 효율적 시장가설(semi-strong form of efficient market hypothesis, 공식적으로 이용할 수 있는 모든 정보가 공시되자마자 주가에 반영되므로 투자자가 이미 공표된 증권시장 및 비시장정보를 이용하여 추가적 수익을 얻을 수 없다는 가설)을 전제로 한 것인바, 선진화된 미국 증권시장에서조차도 효율적 시장가설이 타당한지 여부에 관하여 논란이 있으며, 더더욱 우리 주식시장은 회계의 투명성이 떨어지고 투자자들의 행태가 비합리적이어서 효율적 시장가설이 적용되는 시장이라고 볼 수 없고, ② 주가는 당해 기업의 향후 현금흐름의 전망보다는 경제 전반과 정치·사회적 요인에 의하여 크게 좌우되며 이를 정확히 반영할 방법도 없으므로, 과거 자료를 사용한 장래 주가의 정확한 예측은 불가능한 주식시장의 본질에 비추어 볼 때 정상주가의 산정은 불가능하다고 보아야 할 것인데도 사건연구방식은 과거의 자료로 장래 주가를 예측하는 폐단이 있으므로, ③ 사건연구방식을 적용하여 이상수익률을 산정하는 방식으로 영향 여부를 감정한 위 감정방식은 부당하다는 취지로 주장한다.

살피건대, ① 사건연구방식이 허위공시나 내부자거래 등 시장과 내부자의 정보의 불균형이나 왜곡·차단에 의한 시장가격의 변동을 이유로 한 손해배상청구소송에서 정상주가를 산정하기 위하여 사용되는 예가 많았고 그러한 경우에 그러한 정보의 불균형이



나 왜곡·차단이 없었더라면 자본시장의 효율성 이론(이른바 준강형 효율적 시장가설)에 따라 정상주가가 변동주가와는 다르게 형성되었겠는가라는 의문이 제기될 여지가 있다 하겠으나(오랜 기간 동안 증권분석가의 분석대상이 되지 않고 거래량이 극히 적은 주식의 경우에는 그러한 의문이 더욱 강하게 제기될 수 있다), 이 사건 시세조종행위는 직접 매매거래에 의하여 거의 매 거래일에 걸쳐서 시세 자체를 직접 변동시키는 것을 주된 내용으로 하고 있어(위 제1의 나. (2) (라)항의 ①, ② 참조), 일반적·공식적으로 이용할 수 있는 정보의 왜곡 혹은 차단이 주가의 형성에 영향을 미쳤는지 여부에 관한 효율적 시장 가설의 타당성 논의와는 다소 거리가 있고, L의 주식은 전국적 규모의 증권거래소에 상장되어 국내의 개인투자자 및 기관투자자들은 물론 외국인투자자들 사이에서도 활발히 거래되고 있었을 뿐 아니라(1998년에는 시세조종행위 이전부터 1일 평균거래량이 10만 주를 상회하였다) 다수의 증권분석가 기타 시장전문가들의 분석·평가 대상이 되고 있었던 점 등에 비추어, 피고들의 위 주장에 부합하는 듯한 제1심 감정인 Y, Z의 감정(이하, '제2차 감정'이라고 한다) 결과는 믿기 어렵고, 달리 피고들의 주장을 뒷받침할 근거가 없으며, ② 위 감정방식은 과거에 이미 확정된 설명변수를 사용하여(설명변수인 종합주가지수, 전기·기계업종지수 및 삼성전자 주가는 이미 확정되어 있다) 비정상수익률의 존재 여부를 검증하는 방식이므로 미래의 주가를 예측하는 것이 아닐 뿐더러, 피고들이 주장하는 이른바 약형 효율적 시장가설(현재의 주가는 과거의 주가, 거래량, 기업재무정보 등 모든 증권시장 정보를 반영하고 있으므로 미래의 주가는 더 이상 과거의 시장정보에 의해 영향을 받지 않는다. 따라서 과거의 시장정보로 미래의 주가를 예측할 수는 없다)이 우리 주식시장에 적용된다 하더라도 사건 연구 방식이 그에 반드시 배치된다고 보기도 어려우므로, 결국 피고들의 위 주장은 받아들



일 수 없다.

(나) 다중공선성의 존재로 말미암은 유의성에 대한 의문

피고들은 사건연구방식을 채택하더라도, 이른바 5대 종목이 거래소 시가총액에서 차지하는 비중이 과중하여 종합주가지수가 전체 거래소 주식 가격을 정확하게 반영하지 못하므로 종합주가지수나 전기·기계업종지수를 설명변수로 삼아 적정주가를 산정하는 것은 타당하지 않고, 종합주가지수와 전기·기계업종지수, 삼성전자의 주가 사이에 다중공선성이 존재하는데도 위 세 가지를 설명변수로 삼은 이 사건 감정결과는 그 예측의 유의성을 인정할 수 없으므로, 위 감정결과만 가지고 정상주가에 영향을 미쳤다고 볼 수 없다는 취지로 주장한다.

살피건대, 여러 설명변수 사이에 밀접한 관계가 있어 일정한 관계식이 성립한다면 그 설명변수들을 사용하여 도출한 추정계수값은 비록 그것들이 매우 중요한 변수들이라 할지라도 분산이 커져서 추정치의 신뢰성이 떨어지는 결과를 초래하는 것은 사실이고{이른바 다중공선성(multicollinearity)의 문제}, 특히 시계열 분석에 있어서는 각 설명변수들이 시간에 대하여 강한 추세를 갖는다면 설명변수 상호간에 상당한 정도의 상관관계가 존재하여 다중공선성을 유발할 가능성이 높기는 하나, 현실적으로 시계열자료를 이용한 회귀분석에서는 독립변수들간에 어느 정도의 상관관계가 존재하는 것이 일반적이어서 다중공선성의 문제는 정도의 문제일 뿐, 그 자체로서 분석의 효용성과 유의성을 배척하는 근거는 될 수 없다 할 것이다.

따라서, 피고들의 위 주장에 부합하는 듯한 제2차 감정결과 만으로는 제1차 감정에서 설명변수로 삼은 종합주가지수, 전기·기계업종지수, 삼성전자 주가 사이에 존재하는 다중공선성이 제1차 감정상 분석의 유의성을 배척할 정도에 이르렀다고 보기 어렵



고, 오히려, 제1차 감정결과(감정서 첨부2 자료, 기록 제1권 제352면)에 의하면 앞서 본 세 가지 설명변수들에 의한 이 사건 회귀방정식은 추정기간의 L주가를 비교적 잘 설명하여 주고 있을 뿐 아니라, 설명변수 중 한가지씩을 제외시켜 보았을 때 잔류하는 설명변수의 추정계수값의 유의성이 더 높아진다고 보기도 어려운 점에 비추어, 다중공선성 등을 이유로 한 피고들의 주장 역시 받아들이기 어렵다.

(5) 또한 피고들은, 가사 이 사건 시세조종행위가 정상주가에 영향을 미쳤다고 하더라도 원고 C, D, E, F, G는 이 사건 시세조종행위 기간 중에 L 주식을 취득하고 그 기간 중 여전히 고평가된 상태에서 매도하였으므로 그로 인한 손해는 이 사건 시세조종행위와 인과관계가 없다고 주장하나, 위와 같은 사정은 손해배상액을 정함에 있어 참작할 수 있을 뿐, 그로 인하여 이 사건 시세조종행위와 인과관계가 단절된다고 할 수는 없다.

다. 소결론

따라서 피고들은 위 사건기간 중 1998. 6. 9.부터 1998. 10. 15.까지 사이에 유가증권시장에서 형성된 가격에 매매거래 위탁을 한 자가 그 매매거래 위탁과 관련하여 입은 손해를 배상할 책임이 있다 할 것인바, 원고 C, D, E, F, G가 이 사건 시세조종행위 기간 중인 1998. 6. 26.부터 같은 해 7. 1. 사이에 매매거래 위탁에 의하여 L 주식을 취득한 사실은 위 제1의 라.항에서 본 바와 같으므로, 피고 A과 그 대표이사인 피고 B는 각자 위 원고들에 대하여 구 증권거래법 제188조의 5 제1항에 의하여 위 원고들이 L 주식 매매거래 위탁과 관련하여 입은 손해를 배상할 책임이 있고, 위 원고들을 제외한 나머지 원고들은 이 사건 시세조종행위로 인하여 L의 주가에 영향을 미친 위 1998. 6. 9.부터 1998. 10. 15.까지의 기간이 지난 후인 1998. 12. 23.부터 1999. 4. 7.사이에 L 주



식을 취득한 사실은 위 제1의 라.항에서 본 바이므로, 비록 위 원고들이 주식투자로 손해를 입었다고 하더라도 이 사건 시세조종행위와 그 손해와 사이에 인과관계가 있다고 볼 수 없어 위 원고들의 청구는 더 나아가 살필 필요 없이 이유 없다(위에서 본 바와 같이 원고 C, D, E, F, G의 주식취득일인 1998. 6. 26.부터 같은 해 7. 1.까지의 기간 중 누적비정상수익률은 모두 통계적 유의수준 5%이상에 해당되므로, 통계적 유의수준을 5%로 할 것인지, 10%로 할 것인지 여부는 이 사건에서 결과에 영향이 없다).

3. 손해배상책임의 범위

가. 손해액 산정방식의 일반원칙

구 증권거래법 제188조의4 제2항 제1호의 시세조종행위로 인하여 형성된 가격에 의하여 유가증권시장 또는 코스닥시장에서 당해 유가증권의 매매거래 또는 위탁을 한 투자자가 그 매매거래 또는 위탁에 관하여 입은 손해를 산정함에 있어서, 그와 같은 시세조종행위가 없었더라면 매수 당시 형성되었으리라고 인정되는 주가(정상주가)와 시세조종행위로 인하여 형성된 주가로서 그 투자자가 실제로 매수한 주가(변동주가)와의 차액 상당(만약, 정상주가 이상의 가격으로 실제 매도한 경우에는 변동주가와 그 매도주가의 차액 상당)을 손해로 볼 수 있고, 여기서 정상주가의 산정방법으로는, 전문가의 감정을 통하여 그와 같은 시세조종행위가 발생하여 그 영향을 받은 기간(사건기간) 중의 주가동향과 그 사건이 없었더라면 진행되었을 주가동향을 비교한 다음 그 차이가 통계적으로 의미가 있는 경우 시세조종행위의 영향으로 주가가 변동되었다고 보고, 사건기간 이전이나 이후의 일정 기간의 종합주가지수, 업종지수 및 동종업체의 주가 등 공개된 지표 중 가장 적절한 것을 바탕으로 도출한 회귀방정식을 이용하여 사건기간 동안의 정상수익률을 산출한 다음 이를 기초로 사건기간 중의 정상주가를 추정하



는 금융경제학적 방식 등의 합리적인 방법에 의할 수 있다 할 것인데(대법원 2004. 5. 28. 선고 2003다60607, 2003다69614 판결 참조), 위 제1 감정결과는 사건기간 직전일(추정기간 말일)인 1998. 4. 3.의 종가인 19,700원에 앞서 본 바와 같이 이 사건 회귀방정식에 의하여 도출된 정상수익률을 복리 적용하는 방법으로 정상주가를 산정하였다.

나. 정상주가의 산정에 관한 피고들의 주장에 대한 판단

(1) 피고들은, 사건기간 직전일 하루의 종가만을 기준으로 삼아 사건기간 동안의 정상주가를 산정하는 것은 위 주가가 단기적인 변수에 주로 영향을 받아 형성된 주가일 수 있어 향후 일정기간 동안의 적정주가를 산정하는 기준주가로서의 기능을 제대로 발휘하지 못할 위험성이 높고, 위 19,700원은 시세조종행위 기간 전후 어느 시기에든 형성된 적이 없는 매우 낮은 수준의 주가로서 전혀 현실성이 없으며, 위와 같이 산정된 정상주가가 시세조종행위가 종료된 이후의 실제주가와 차이가 너무 크므로, 위와 같은 산정방법은 객관적이고 합리적인 방법이 될 수 없으므로, ① 1998. 1. 1.부터 1998. 5. 25. 사이의 최고가인 32,100원을 적정가격으로 삼아 정상주가를 산정하거나, 아니면 ② 무위험수익률을 반영한 자본-자산 가격결정모형(Capital-Asset Pricing Model, 이하에서는 'CAPM'이라고만 한다)에 의하여 산정하되, 정상주가계산의 시발점을 추정기간 중 평균주가인 30,763원을 기준으로 삼은 제2차 감정결과에 의하여야 한다는 취지로 주장한다.

(2) 중간최고가액 주장에 대하여

정상 주가의 산정에 관하여 여러 가지 주장이 있을 수 있고 그 중에서도 과거의 주가 추이를 토대로 정상주가를 산정함에도 여러 가지 방법이 있을 수 있으나, 피고들 주장과 같이 중간최고가액을 정상주가로 삼는 것은 정상주გ로부터 가장 거리가 먼 주



가(특별한 사정이 없는 한 해당 기간의 최고가와 최저가일 것이다)를 '정상'주가로 간주하는 셈이 되어 그 자체로 모순이라 할 것이므로 더 나아가 살필 필요도 없이 이유 없다.

(3) 제2차 감정결과에 의한 산정 주장에 대하여

피고들은 제1차 감정결과는 무위험자산(미래의 수익률을 확실하게 예측할 수 있어 수익률의 변동가능성이 없는 자산)의 수익률을 고려하지 아니하여 신뢰성이 떨어지므로, 이를 고려한 CAPM 방식에 의하여 정상주가를 산정한 제2차 감정결과에 의하여 정상주가를 산정하여야 한다는 취지로 주장하나, 1997년부터 1999년 4월까지 우리 주식 시장에서 무위험자산의 존재를 가정함으로써 제1차 감정결과보다 유의성이 더 높아진다고 볼 증거가 없으므로 피고들의 위 주장은 받아들이지 아니한다.

피고들은 또한 제2차 감정결과를 원용하여 정상주가 산정의 시발점을 추정기간 중의 평균주가(혹은 1997. 1. 3.부터 1998. 5. 26.까지의 평균주가)로 보아 산정하여야 한다는 취지로도 주장하므로 살피건대, L의 주식은 전국적 규모의 증권거래소에 상장되어 활발히 거래되고 있었을 뿐 아니라(1998년에는 시세조종행위 이전부터 1일 평균거래량이 10만주를 상회하였다) 증권분석가 기타 시장전문가들의 분석·평가 대상이 되고 있었던 점에 비추어 보면, 각 거래일의 L의 주가는 그 속도와 폭에는 차이가 있을지언정 각 거래일에 있어 L의 재무상태 및 그 변경가능성과 전체 경제상황은 물론 그 시점에서 과거의 주가와 거래량 등을 포함한 과거의 정보를 반영하고 있다 할 것인바, 추정기간의 평균주가에 의할 경우에는 과거의 주가일수록 그 영향력이 가중되는 효과를 초래하여 부당하고, 연속된 시계열 자료를 토대로 한 수익률 분석에 의한 정상주가 산정 방식의 본질에도 반하므로, 이 사건 회귀방정식에 의하여 도출된 수익률을 복리 적용



하여 산정하는 사건기간의 정상주가의 시발점은 특별한 사정이 없는 한 제1 감정결과처럼 사건기간 직전의 가격으로 봄이 상당하다 할 것이다.

또한 피고들 주장에 따르면 직전에 주가가 높게 형성되다가 급격히 하락한 주식의 경우에는 그 평균치에 이르지 아니하는 한 아무리 시세조종을 하여도 손해배상책임이 없다는 결론에 이르게 되어 부당하므로, 결국 추정기간 평균주가를 정상주가의 출발점으로 보아야 한다는 피고들의 위 주장은 받아들이기 어렵고, 뿐만 아니라 이 사건 시세조종행위의 영향으로 주가가 변동된 기간은 위 누적비정상수익률이 양(+)의 수치를 갖는 기간 가운데 통계적 유의성 수준 10%이내에 속하는 1998. 6. 9.부터 1998. 10. 15. 까지라고 인정하였음은 앞서 본 바이므로, 위와 같이 이 사건 시세조종행위의 영향으로 주가가 변동되었다고 인정되지 않는 기간 중의 정상주가 산정에 근거하여 이 사건 정상주가 산정결과의 유의성을 배척하는 피고들의 주장 또한 이유 없다.

다. 과실상계 주장에 대한 판단

피고들은, 원고들을 비롯한 단기투자자들이 합리적인 투자 판단을 하지 못하고 무분별하게 시세추종적 매매를 하고 매수시기와 매도시기를 잘못 선정하였는바, 원고들 자신의 투자 판단 잘못에 기인한 부분에 상응하는 부분까지 피고들이 배상하여야 하는 것은 부당하므로 손해배상액을 산정함에 원고들의 투자 과실을 참작하여야 한다는 취지로 주장한다.

살피건대, 주가 조작사실을 원고들이 알았거나 알 수 있었다는 점을 인정할 아무런 증거가 없는 이 사건에 있어서는 단지 원고들이 투자 손실을 보았다는 사정만으로 과실상계를 할 수 없으므로 피고들의 위 주장은 더 나아가 살필 필요도 없이 이유 없다.

라. 원고 C, D, E, F, G에 대한 인용금액



위 원고들이 이 사건 시세조종행위 기간 중인 1998. 6. 26.부터 같은 해 7. 1. 사이에 형성된 변동주가에 유가증권시장에서 매수 위탁을 하였고, 시세조종행위가 중단되기 전인 같은 해 7. 3.부터 같은 해 7. 10. 사이에 이를 모두 매도하였으며, 그 구체적 취득위탁일, 취득 주식수, 취득가액과 처분일자, 처분주식수, 처분가, 처분가액이 별지 손해배상계산표 각 해당란 기재와 같은 사실은 앞서 인정한 바와 같고, 각 취득일의 L의 정상주가는 별지 손해배상계산표 정상주가 각 해당란 기재와 같으며, 위 원고들은 각 취득일의 L의 정상주가 이상의 가격으로 주식을 매도하였음은 명백하므로, 이 사건 시세조종행위로 인하여 위 원고들이 입게 된 손해는 취득가액과 처분가액과의 차액 상당액인 별지 손해배상계산표 청구금액 각 해당란 기재 금액이다.

4. 결론

그렇다면, 피고들은 각자 원고 C에게 금 9,796,000원, 원고 D에게 금 5,694,500원, 원고 E에게 금 25,164,500원, 원고 F에게 금 23,300,000원, 원고 G에게 금 6,435,000원 및 각 이에 대하여 피고들의 불법행위일 이후로서 위 원고들이 구하는 바에 따라 2001. 1. 18.자 청구취지변경신청서 송달 다음날인 2001. 1. 20.부터 당심 판결 선고일인 2005. 6. 17.까지는 민법 소정의 연 5%, 그 다음날부터 다 갚는 날까지는 소송촉진등에관한특별법 소정의 연 20%의 각 비율에 의한 지연손해금을 지급할 의무가 있다 할 것이므로, 원고 C, D, E, F, G의 청구는 각 이유 있고, 나머지 원고들의 청구는 모두 이유 없으므로 이와 일부 결론을 달리한 제1심 판결은 부당하므로 이를 취소하고 피고들에게 각자 위 인정 금액의 지급을 명하고, 나머지 원고들의 항소는 모두 이유 없어 이를 각 기각하기로 하여 주문과 같이 판결한다.



본 판결문은 판결서 인터넷열람 사이트에서 열람·출력되었습니다.
영리목적으로 이용하거나 무단 배포를 금합니다. 게시일자 : 2014-02-18

재판장 판사 노영보 _____

 판사 유상재 _____

 판사 김명숙 _____



본 판결문은 판결서 인터넷열람 사이트에서 열람·출력되었습니다.
영리목적으로 이용하거나 무단 배포를 금합니다. 게시일자 : 2014-02-18

원고들 목록

(원고들 목록 삭제)