

자본시장과금융투자업에관한법률위반

[서울고등법원 2013. 5. 24. 2012노4392]



【전문】

【피 고 인】

【항 소 인】 쌍방

【검 사】 정대정(기소), 박형관(공판)

【변 호 인】 법무법인 처음 담당변호사 이동명

【원심판결】 서울중앙지방법원 2012. 11. 29. 선고 2012고합142 판결

【주문】

】

원심판결 중 유죄부분(이유 무죄부분 포함)을 파기한다.

피고인 1을 징역 3년 및 벌금 3억 원, 피고인 2 주식회사를 벌금 3억 원에 각 처한다.

피고인 1이 위 벌금을 납입하지 아니할 경우 50만 원을 1일로 환산한 기간 위 피고인을 노역장에 유치한다.

다만, 피고인 1에 대하여 이 판결 확정일로부터 5년간 위 징역형의 집행을 유예한다.

피고인들에게 위 각 벌금에 상당한 금액의 가납을 명한다.

【이유】

】1. 항소이유의 요지

가. 피고인들

1) 사실오인 및 법리오해

가) 시세조종행위 등의 금지 위반의 점에 관하여

- 피고인 1이 '○○○ ○○' 게시판에 공소외 1 주식회사(이하 '공소외 1 회사'라 한다)의 주식에 관하여 올린 글들의 취지는, 향후 3D 산업의 급성장 전망에 비추어 보면 공소외 1 회사 주식은 대단히 유망한 종목임에도 현재 주가가 매우 저평가되어 있고, 공소외 1 회사의 향후 10년간 성장가치를 고려할 때 공소외 1 회사 주식은 단타 매매를 해서는 안되고 최소 2년 이상 장기투자를 해야 하며, 워렌 버핏이 강조한 '행동하는 주주' 즉 '주주는 주주총회에 적극적으로 참여하여 의견을 개진하고, 이사회가 회사 및 주주의 이익에 반하는 행동을 하지 못하도록 견제해야 한다'는 경영참여의 원칙에 따라 피고인 1도 행동하는 주주로서 공소외 1 회사에 경영참여를 선언한 것이다.
- 피고인 1이 2010. 3.말 개최되는 공소외 1 회사의 정기주주총회에 공소외 1 회사 주식을 보유한 피고인 2 회사 회원들로부터 의결권 행사위임장을 받아 참석하려 했던 것도 행동하는 주주로서 주주가치 제고를 위한 행동을 하려는 목적이었으나, 금융감독원에 질의한 결과 피고인 2 회사 회원들로부터 위임장을 받기에는 시간이 부족했고 관심 있는 개별 주주들이 주주총회에 참석하여 발언하는 것만으로도 당초 의도한 목적을 충분히 달성할 수 있다고 판단하여 결국 의결권 대리행사를 하지 않기로 한 것이다.
- 피고인 1은 인위적인 조작을 가하여 공소외 1 회사 주식 시세를 변동시키려는 의도가 없었고 실제로 그와 같은 인위적인 조작을 한 적도 없었으므로 피고인 1이 게재한 글들에는 공소외 1 회사 주식의 매매를 유인할 목적이 있었다고 볼 수 없다.

- 피고인 1은 자신이 공소외 1 회사 주가와 관련된 시장 조작을 하겠다는 것을 암시한 적이 없고 자신의 시장조작에 의하여 공소외 1 회사 주가가 변동된다는 취지로 말한 적도 없다.
- 피고인 1이 '○○○ ○○' 게시판에 게재한 글들을 통해 선언한 공소외 1 회사 경영참여는 워렌 버핏이 강조한 '행동하는 주주'로서 일반적인 투자원칙을 표현한 것에 불과하므로, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 '자본시장법'이라 한다) 제176조 제2항 제3호에서 정한 '그 증권의 매매를 함에 있어서 중요한 사실'에 해당하지 않고 '거짓의 표시 또는 오해를 유발시키는 표시'에도 해당하지 않는다.

- 따라서 원심의 판단은, 피고인 1이 '○○○ ○○'에 게재한 글들의 전체적인 취지를 살피지 않고 몇 개의 글들을 추려내어 지엽말단적으로 살핀 결과 사실을 오인하고 자본시장법 제176조 제2항 제2호 및 제3호에 대한 법리를 오해한 잘못이 있다.

나) 부정거래행위 등의 금지 위반의 점에 관하여

- 피고인 1은 '공소외 1 회사 주가가 급등락을 반복할 수 있으나, 장기적인 가치를 보고 투자하는 사람이라면 공소외 1 회사 주식을 계속 보유하는 것이 좋다'라고 추천했던 것이며, '○○○ ○○' 게시판을 이용하는 사람들에게 공소외 1 회사 주식을 무조건 팔지 말라거나 팔아서는 안 된다고 한 적이 없으며, 오히려 각자의 사정에 따라 자유롭게 매매하도록 권유하였다.
- 피고인 1이 '○○○ ○○' 게시판에 게시한 글들에서 "2012년 이전에는 공소외 1 회사 주식의 매도리딩(매도하라는 추천)을 하지 않겠다"고 강조했던 것은 공소외 1 회사 주식의 장기 보유를 강조하는 의미일 뿐 피고인들이 보유한 공소외 1 회사 주식을 2012년 이전에 절대 매도하지 않겠다고 한 것은 아니었다.
- 피고인 2 주식회사(이하 '피고인 2 회사'라 한다)의 경우 법인증권거래계좌가 2009년 연말대차대조표상 18억 원의 손실이 난 상태를 해소함으로써 피고인 2 회사가 추진하던 코스닥 상장의 장애요소를 제거하기 위하여 공소외 1 회사 주식을 매도한 것이고, 피고인 1의 경우 국세청에서 세금체납을 이유로 개인증권거래계좌를 전부 압류한 적이 있어서 향후 과세관청과의 소송에 대비하고 동생의 결혼자금을 비롯한 가족의 생활비와 회사 운영비 등을 충당하기 위하여 공소외 1 회사 주식을 매도한 것이다.
- 피고인들이 공소외 1 회사 주식을 최초 매수했던 시점은 2009. 9.~10.경이었고, 일시적으로 매도했던 시점은 2010. 5.~6.경으로서 약 8~9개월간 보유했던 것이므로 단타매매에 해당하지 않고 특히 국세청의 개인증권거래계좌 압류가 대부분 해제된 이후 국세청의 재압류 의사가 없음을 확인하고 공소외 1 회사 주식을 다시 매수하였으므로, 피고인들이 단기 차익을 실현할 목적으로 공소외 1 회사 주식을 매도했다가 다시 매수했다고 볼 수 없다.

- 위와 같은 사정들에 따르면, 피고인들이 2010년경 공소외 1 회사 주식을 일시적으로 매도함에 있어서 피고인 2 회사 회원들을 상대로 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용했다거나 위계를 사용했다고 평가할 수 없다.

- 따라서 원심의 판단은 사실을 오인하고 자본시장법 제178조 제1항 제1호, 제2항에 대한 법리를 오해한 잘못이 있다.

다) 피고인들이 회피한 손실액에 관하여

피고인들의 보유 주식 매도에 따라 회피한 손실금액은 원심과 같은 방법으로 산정해야 하나, 회피한 손실금액에서 공제해야 하는 금액은 피고인들의 재매수 이후 실제로 발생하고 있는 손실액이어야 하는데, 피고인들의 재매수 이후 공

소외 1 회사 주가가 계속 하락하여 피고인들이 실제로 많은 손실을 입고 있으므로 피고인들의 평균재매수단가 (3,357원)에서 '이 사건 기소일자 또는 판결선고일자'의 공소외 1 회사 주가를 공제한 금액에 재매수 주식수를 곱하는 방식으로 계산하여야 한다.

2) 양형부당

원심의 형은 너무 무거워서 부당하다.

나. 검사

원심의 형은 너무 가벼워서 부당하다.

2. 판단

가. 시세조종행위 등의 금지 위반 여부

1) 시세조종행위 여부의 판단기준

자본시장법 제176조 제2항 소정의 '매매를 유인할 목적'이라 함은 인위적인 조작을 가하여 시세를 변동시킴에도 불구하고, 투자자에게는 그 시세가 증권시장 등에서의 자연적인 수요·공급의 원칙에 의하여 형성된 것으로 오인시켜 증권 등의 매매에 끌어들이려는 목적으로서 다른 목적과의 공존 여부나 어느 목적이 주된 것인지는 문제되지 아니하고, 목적에 대한 인식의 정도도 미필적 인식으로 충분하며, 투자자의 오해를 실제로 유발하였는지 여부나 타인에게 손해가 발생하였는지 여부 등도 문제가 되지 아니하고, 이러한 목적은 당사자가 이를 자백하지 않더라도 그 유가증권의 성격과 발행된 유가증권의 총수, 매매거래의 동기와 태양(순차적 가격상승주문 또는 가장매매, 시장관여율의 정도, 지속적인 증가관여 등), 그 유가증권의 가격 및 거래량의 동향, 전후의 거래상황, 거래의 경제적 합리성 및 공정성 등의 간접사실을 종합적으로 고려하여 판단할 수 있다(대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도8109 판결, 대법원 2010. 6. 24. 선고 2007도9051 판결 등 참조).

그리고 자본시장법 제176조 제2항 제3호에서 정한 '그 증권의 매매를 함에 있어서 중요한 사실'이란 당해 법인의 재산·경영에 관하여 중대한 영향을 미치거나 특정 증권 등의 공정거래와 투자자 보호를 위하여 필요한 사항으로서 투자자의 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 사항을 의미한다(대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도8109 판결, 대법원 2009. 7. 9. 선고 2009도1374 판결 등 참조).

2) 원심의 판단

피고인들은 원심에서도 이 부분 항소이유와 동일한 취지의 주장을 하였고, 원심은 '피고인들 및 변호인의 주장에 관한 판단'이라는 제목하에, ① 피고인 1이 2009. 10. 23. 자신이 개최한 세미나에서 피고인 2 회사 회원들에게 공소외 1 회사의 주가가 2010년 3,750원(약 3배), 2011년 7,500원(약 6배), 2012년 15,000원(약 12배), 2013년 30,000원(약 24배), 2014년 60,000원(약 48배), 2015년 120,000원(약 96배)으로 폭등할 것이라는 내용의 강의를 하고 그와 관련한 자료를 배포하였으며, 2009. 10. 25. 피고인 2 회사 사이트내에 주식에 관한 정보를 제공하고 매수추천 등을 하는 '○○○ ○○'을 개설한 직후부터 공소외 1 회사 주식의 매수시점 및 매수가격에 대한 추천을 실시간으로 게시하였고 피고인 2 회사 회원들에게 유사한 내용의 문자메시지를 수시로 발송하였으며, 구체적인 예상주가를 제시하거나 주가가 높은 다른 종목과의 비교 등을 통하여 매우 단정적인 어조로 공소외 1 회사 주식을 매수할 경우 안정적으로 큰 수익을 거둘 수 있다는 글을 게시한 사실, ② 공소외 1 회사의 주가는 2009. 10. 23.부터 2009. 11. 20.까지는 큰 변화가 없었으나, 2009. 11. 20. 1,595원이던 공소외 1 회사의 주가는 2010. 1. 5. 9,300원까지 급등하였고(483%), 평

균 거래량도 약 10배 가량 급증하였으며, 이후 2010. 1. 6. 장중 10,450원까지 상승한 공소외 1 회사의 주가는 그 이후 지속적으로 하락세를 기록하여 2010. 3. 30. 5,080원, 2010. 7. 30. 3,385원, 2010. 12. 30. 2,360원이 되었고, 이 사건 기소 당시(2012. 1. 30.)의 주가는 803원인 사실, ③ 피고인 1은 2009. 8. 14.부터 2010. 2. 2.까지 자신 명의로 공소외 1 회사 주식 868,046주(매수금액 1,282,059,725원), 피고인 2 회사 명의로 1,142,052주(매수금액 1,525,332,995원), 합계 2,010,098주(그외 공소외 3 주식회사 명의로 23,077주)를 매수하였고, 그 중 피고인 1 명의의 주식 4,868주, 피고인 2 회사 명의의 주식 10,000주를 매도하였으며, 피고인 1은 2010. 4. 28.부터 2010. 7. 2.까지 자신 명의의 공소외 1 회사 주식 555,366주 및 피고인 2 회사 명의의 공소외 1 회사 주식 1,036,052주, 합계 1,591,418주를 총 7,595,088,875원에 매도하였고(다만 2010. 5. 25.에는 피고인 2 회사 명의로 8만 주를 매수하였다), 2010. 7. 23.부터 2010. 8. 27.까지 자신 명의로 356,041주 및 피고인 2 회사 명의로 832,305주, 합계 1,188,346주의 공소외 1 회사 주식을 3,916,610,745원에 재매수한 사실, ④ 피고인 1이 2010. 1. 9.경부터 '○○○ ○○' 게시판 및 증권 관련 포털 사이트에, 피고인 2 회사 회원들 및 지인들의 공소외 1 회사 주식 보유량을 파악하고 의결권 행사를 위임받아 공소외 1 회사의 경영에 참여할 것이며, 공소외 1 회사의 최대주주로서 중요한 경영사항에 관하여 사전보고를 받는 등 재무감독권을 행사하는 방식으로 공소외 1 회사의 경영을 사실상·법적으로 통제하여 주가에 미칠 수 있는 악재를 관리하겠다는 취지의 글을 지속적으로 게재하였던 사실, ⑤ 또한 피고인 1은 공소외 1 회사의 대표이사인 공소외 4와 대학 동문임을 강조하면서, '공소외 1 회사의 대표이사와 1:1로 만나 세상 사람들이 알아서는 안 될 이야기를 나누고자 한다', '공소외 1 회사의 경영에 참여하는 동안에는 공소외 1 회사의 최상위 내부정보를 알게 되어 공소외 1 회사 주식의 매수추진을 할 수 없다'는 글도 게시하였는데, 위와 같은 게시글들을 통하여 피고인 2 회사의 회원들은 피고인 1이 공소외 1 회사의 경영에 참여함으로써 일반인은 알 수 없는 내부정보를 보유하고 공소외 1 회사의 주가를 피고인 2 회사 회원들에게 유리한 방향으로 관리하여 안정적인 수익을 얻을 수 있을 것으로 생각하게 되었으며, 이러한 사정은 공소외 1 회사의 주식 매수에 있어 중요한 유인이 되었던 점, ⑥ 그러나 공소외 4는 피고인 1이 2010. 4.경 피고인 2 회사 회원 및 지인들의 공소외 1 회사 주식 보유량 합계를 통보하면서 자신과 만나 줄 것을 요청하여 비로소 피고인 1 및 피고인 2 회사의 존재를 알게 되었을 뿐 그 전에는 피고인 1을 알지 못하였고, 피고인 1은 공소외 4와 만난 자리에서 'BW나 CD 발행을 자제하고, 차입을 하라'는 것과 같은 기업경영에 관한 일반적인 이야기를 하였을 뿐 직접 경영에 참여할 의사를 밝히지도 않았으며, 내부자 정보로 볼 수 있는 이야기는 전혀 오고가지 않았던 사실, ⑦ 피고인 1은 2010. 1. 5.부터 '○○○ ○○' 게시판에 피고인 2 회사 회원 및 지인들의 공소외 1 회사 주식 보유량을 강조하면서 '피고인 2 회사 가족이 사실상 공소외 1 회사의 대주주이다', '우리가 물량을 잠그면 주가가 계속 상승한다', '피고인 2 회사 회원들 및 지인들의 주식투자액이 3,000억 원으로 추정되는데, 이런 자금 규모로는 시가총액 1조 원 이하인 회사의 주가를 좌지우지할 수 있다', '공소외 1 회사 주가 3만 원대 안착까지는 25%의 지분을 가진 피고인 2 회사 회원들이 물량을 잠가야 한다', '피고인 2 회사 회원들의 지분비율이 26.91%에 이른다'는 등과 같은 글을 지속적으로 올렸는데, 이와 같은 글은 피고인 1 및 피고인 1을 따르는 피고인 2 회사 회원들의 주식매도 및 매수에 따라 공소외 1 회사의 주가가 변동한다는 내용으로 보아야 하는 점, ⑧ 피고인 회사의 법무팀장은 2010. 3. 17. 물리적 시간 부족 등을 이유로 위임에 의한 공소외 1 회사 주주총회 참가가 무의미하므로 직접 참가를 하고 피고인 1도 변동사항이 없으면 직접 참관할 예정이라는 글을 게시하였으며, 피고인 1도 같은 날 자본시장법이 사실상 직접 참가만 가능하도록 개정되어서 의결권 위임이 무의미해졌다는 글을 올렸으나, 피고인 1은 애초부터 피고인 2 회사 회원들로부터 의결권 위임을 받아 주주총회에서 이를 행사할 의사가 없었던 것

으로 보이고, 피고인 1 자신도 주주총회에 참석하지 않은 점, ⑨ 공소외 1 회사가 2009. 7. 9. 금융감독원에 제출한 공시자료에 의하면 공소외 1 회사의 향후 사업전망은 불확실한 면이 많은 상황이었던 점, ⑩ 피고인 1이 게시한 글의 서술방식 및 피고인 2 회사 회원들의 반응 등과 같은 사정을 종합하여 보면, 피고인 1은 공소외 1 회사의 향후 주가를 예상하기 매우 힘든 상황임에도 불구하고 피고인 2 회사 회원들이 공소외 1 회사 주식을 지속적으로 매입하고 팔지 않으면 무조건 주가가 상승하여 3만 원대까지 갈 수 있고, 자신이 피고인 2 회사 회원들을 대리하여 공소외 1 회사의 경영에 참여하여 주가에 악영향을 미치는 요소들을 관리하겠다는 등과 같은 글을 지속적으로 게시함으로써 공소외 1 회사 주식의 매매를 유인할 목적으로 공소외 1 회사 주식의 시세가 자기의 시장 조작에 의하여 변동한다는 말을 유포하고, 공소외 1 회사 주식의 매매에 있어 중요한 사실에 관하여 거짓의 표시 또는 오해를 유발시키는 표시를 하였음이 인정된다고 판단하였다.

3) 이 법원의 판단

원심이 적법하게 채택·조사한 증거들에 의하여 인정되는 위와 같은 사실들과 원심이 적절하게 기재한 사정들, 여기에서 피고인 1이 단순히 유사투자자문업자로서 일반적인 투자자문으로 유망한 종목에 대한 투자를 추천하는 차원을 넘어서 피고인들이 보유한 공소외 1 회사 주식의 시가 상승 또는 유지를 위하여 자신의 영향력 하에 있는 피고인 2 회사 회원들에게 공소외 1 회사 주식 매수를 적극 추천한 측면이 있는 것으로 보이는 점, 피고인 1이 주장한 경영참여가 단순히 주주로서의 일반적인 권리를 행사하겠다는 취지로는 보여지지 않는 점, 검사가 자본시장법 제176조 제2항 제1호에서 규제하는 시세조종행위로 의율하지 않았음은 분명하고, 원심 역시 같은 전제 하에 공소사실을 판단한 점 등을 더하여, 위 1)항의 법리에 비추어 종합적으로 살펴보면 원심의 판단은 정당하고, 당심증인 공소외 5의 진술은 위와 같은 판단에 별다른 영향을 미치지 못하므로, 거기에 피고인들의 주장과 같은 사실오인이나 법리오해의 잘못이 있다고 할 수 없다.

따라서 피고인들의 이 부분 주장은 이유 없다.

나. 부정거래행위 등의 금지 위반 여부

1) 부정거래행위 여부의 판단기준

자본시장법 제178조 제1항 제1호는 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래와 관련하여 '부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위'를 금지하고 있는데, 여기서 '부정한 수단, 계획 또는 기교'란 사회통념상 부정하다고 인정되는 일체의 수단, 계획 또는 기교를 말한다.

자본시장법 제178조 제2항은 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 할 목적이거나 그 시세의 변동을 도모할 목적으로 '풍문의 유포, 위계의 사용, 폭행 또는 협박'을 하는 것을 금지하고 있는데, 여기서 '위계'란 거래 상대방이나 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 2011. 10. 27. 선고 2011도 8109 판결 등 참조).

또한 자본시장법이 이와 같이 사기적 부정거래행위를 금지하는 것은 증권거래에 관한 사기적 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 하는 데

그 목적이 있으므로, 유가증권의 매매 등 거래와 관련한 행위인지 여부나 위계인지 여부 및 유가증권의 매매 등 거래를 할 목적인지 여부 등은 행위자의 지위, 행위자가 특정 진술이나 표시를 하게 된 동기와 경위, 그 진술 등이 미래의 재무상태나 영업실적 등에 대한 예측 또는 전망에 관한 사항일 때에는 합리적인 근거에 기초하여 성실하게 행하여진 것인지 여부, 그 진술 등의 내용이 거래 상대방이나 불특정 투자자들에게 오인·착각을 유발할 위험이 있는지 여부, 행위자가 그 진술 등을 한 후 취한 행동과 주가의 동향, 행위 전후의 제반 사정 등을 종합적·전체적으로 고려하여 객관적인 기준에 따라 판단하여야 한다(대법원 2011. 3. 10. 선고 2008도6335 판결 등 참조).

그리고 피고인이 목적의 존재를 부인하는 경우에는 이러한 주관적 구성요건 요소인 사실은 그 성질상 상당한 관련성이 있는 간접사실 또는 정황사실을 분석하는 방법에 의하여 그 존부를 판단할 수밖에 없고, 이때 무엇이 목적의 존재를 뒷받침할 수 있는 상당한 관련성이 있는 간접사실 또는 정황사실에 해당하는 것인지는 정상적인 경험칙에 바탕을 두고 치밀한 관찰력 및 분석력에 의하여 합리적으로 판단하여야 한다(대법원 2012. 6. 28. 선고 2012도3782 판결 등 참조).

2) 원심의 판단

피고인들은 원심에서도 이 부분 항소이유와 동일한 취지의 주장을 하였고, 원심은 '피고인들 및 변호인의 주장에 관한 판단'이라는 제목하에, ① 유사투자자문업자라고 하더라도 자본시장법에 규정된 금융투자자문업자의 각종 의무에 준하는 정도의 의무가 있다고 보아야 하는 점, ② 피고인 1은 2009. 10.경부터 공소외 1 회사 주식의 매입을 강력하게 추천하면서 최소한 2012년까지 장기보유하면 무조건 고수익이 날 것이라고 장담한 사실, ③ 피고인 1은 공소외 1 회사의 주가가 지속적으로 하락중이던 2010. 4.경에도 위 게시판에 올린 글들에서 공소외 1 회사의 매출을 장담할 아무런 구체적인 근거 없이 단정적인 수치를 제시하면서 공소외 1 회사에 투자할 것을 강력히 권유한 사실, ④ 피고인 1은 2010. 4. 28.부터 피고인 2 회사 명의의 공소외 1 회사 주식을 매도하기 시작하였음에도 불구하고, 2010. 4. 29. 및 2010. 4. 30. 위 게시판에 공소외 1 회사에는 아무런 문제가 없어 '스탁론' 자동반대매물이 사라지면 조만간 주가가 무조건 상승할 것이니 보유물량을 늘릴 것을 추천하거나, 3개월 동안 자신의 지시 없이는 공소외 1 회사 주식을 사지도 팔지도 말라거나, 자신은 2009. 9.경 1,300원 대에 매수한 공소외 1 회사 주식을 아직까지 한 주도 팔고 있지 않고, 자신이 공소외 1 회사 주식을 팔기 시작하면 단기 주가는 예측할 수 없게 될 것이라는 글을 올린 사실, ⑤ 피고인 1은 공소외 1 회사 주식을 지속적으로 매도하던 중인 2010. 6. 8.에도 위 게시판에 2012년부터는 공소외 1 회사의 재무구조가 초우량기업으로 전환되니 장기 투자자는 단기주가 변동에 일체 신경을 쓰지 말라는 글을 올렸고, 2010. 7. 10. 피고인 2 회사 회원들의 총 보유물량이 약 26~30%인데 이런 매물을 가진 조직에서 단기파동 때마다 회원들에게 매도리딩을 하면 주가가 급락하게 되므로 투자자들 모두가 충분한 수익이 발생하는 2012년 이후에야 공소외 1 회사 주식 매도 추천을 할 수 있다는 글을 올렸으며, 그 이후에도 공소외 1 회사에 대한 호재성 기사를 지속적으로 게시한 사실, ⑥ 피고인 2 회사 회원들 중 대부분은 피고인 1의 추천으로 공소외 1 회사 주식을 매수하게 되었을 뿐만 아니라, 피고인 1이 법 전문가이자 주식 전문가인 것처럼 행동하였기 때문에 대다수의 피고인 2 회사 회원들은 피고인 1의 주식투자 추천을 매우 신뢰하고 있었던 점, ⑦ 피고인 1은 금융감독원에서의 제1회 문답 당시 2010. 4. 28. 이후 공소외 1 회사 주식을 매각한 이유에 대해 "국세청이 피고인 1의 재산을 압류하였고, 생활비, 회사운영비 등 1년에 13억 원이 소요되므로 공소외 1 회사 주식을 매각하여 충당한 것"이라고 하면서도, "당시 공소외 1 회사 주가가 하락하고 있어서 주가하락에 따른 추가손실을 막기 위해 매도한 것"이라고 답하였고, 2010. 7. 23. 이후 공소외 1 회사 주식을 재매입한 이유에 대하여는 "매도 가격기준으로 35% 정도 하락하여 재매입하였다"고 진

술한 점, ⑧ 피고인 1의 연 수입은 10억 원 이상이므로 생활비, 회사 운영비 등은 피고인 1의 수입에서 충분히 충당할 수 있을 것으로 보이므로, 압류된 주식을 제외한 모든 공소외 1 회사 주식을 매도한 이유를 납득하기 힘든 점, ⑨ 피고인 1은 검찰에서의 제2회 피의자신문 당시 “공소외 1 회사 주가의 변동성이 크기 때문에 현금화를 해놓으면 안정성이 있게 되어서 매각하였다”고 진술하는 등 오히려 공소외 1 회사 주식을 매도하여 현금화를 하는 것이 공소외 1 회사 주식을 계속 보유하는 것보다 안전한 자산관리방법이라고 판단하였음에도 ‘○○○ ○○’에는 최소한 2012년까지 공소외 1 회사 주식을 계속 보유하라는 글을 게시한 점, ⑩ 과세관청은 2010. 4. 23. 피고인 1의 △△은행 □□□ 증권거래계좌와 경기 양평군 소재 부동산을 압류하였고 2010. 4. 28. 피고인 1의 ◇◇◇◇증권 주식계좌를 추가로 압류하였다가 2010. 5. 12. ◇◇◇◇증권 주식계좌를 제외한 나머지 증권거래계좌에 대한 압류를 해제하였는데, 피고인 1은 압류 해제 이후에 대부분의 공소외 1 회사 주식을 매도한 사실, ⑪ 피고인 1은 피고인들 명의로 공소외 6 주식회사, 공소외 7 주식회사 등의 주식도 함께 보유하고 있었음에도 불구하고 자신이 장기 보유를 가장 강력하게 추천한 공소외 1 회사의 주식을 매도한 점, ⑫ 피고인 2 회사 IPO 검토보고서 및 사업보고서의 내용에 의하면, 코스닥 상장 요건을 갖추기 위하여 공소외 1 회사 주식을 실제로 매도하여 차익을 실현할 필요가 있었다는 피고인 1의 주장은 납득하기 어려운 점, ⑬ 이와 같이 피고인 1은 공소외 1 회사 주식의 장기 보유를 강조하면서도 자신은 공소외 1 회사의 주식을 매도하고, 공소외 1 회사의 주가가 하락하자 다시 이를 재매수하는 방법으로 공소외 1 회사 주가 하락으로 인한 손실을 회피하였고, 피고인 1의 추천을 믿고 공소외 1 회사의 주식을 계속 보유한 피고인 2 회사 회원들로서는 주식 매도 시기를 놓쳐 매우 낮은 가격에 공소외 1 회사 주식을 매도하거나 아예 이를 팔지도 못하고 현재까지 보유하고 있는 점 등을 종합하면, 피고인 1이 공소외 1 회사의 주가가 하락할 것을 예상하고 있었음에도 자신의 주식의 매도, 매수 관련 추천을 신뢰하는 피고인 2 회사 회원들에게 공소외 1 회사 주식을 2012년까지 계속 보유할 것을 강조하면서, 반대로 자신은 대부분의 주식을 매도하여 현금화한 것은 공소외 1 회사 주식의 매매와 관련한 부정한 수단, 계획 또는 기교에 해당할 뿐만 아니라, 공소외 1 회사 주식의 매매를 할 목적으로 피고인 2 회사 회원들에게 위계를 사용한 것에 해당한다고 판단하였다.

3) 이 법원의 판단

원심이 적법하게 채택·조사한 증거들에 의하여 인정되는 위와 같은 사실들과 원심이 적절하게 기재한 사정들, 여기에

① 검찰에서의 제2회 피의자신문 당시 피고인 1이 “보유주식 매각사실을 알리지 않아 피고인 2 회사 회원들이 몰랐다.

2010. 4. 28. 법인 보유분을 매각하였고 향후 계속적으로 법인 보유분과 피고인 1의 계좌에 보유하고 있던 공소외 1 회사 주식을 매각할 상황이었기 때문에 다른 피고인 2 회사 회원들이 매입을 하게 되면 제 매물을 넘기는 것이 되고, 또 피고인 2 회사 회원들이 매각을 하게 되면 주가가 폭락해서 같이 손실을 보는 결과가 되기 때문에 2010. 4. 29.부터 향후 3개월 동안은 공소외 1 회사 주식을 매도·매수를 하지 말라고 했다”고 진술한 점, ② 피고인 1이 그 주장과 같은 이유로 공소외 1 회사 주식을 매각하였다고 하더라도 결국은 피고인들의 단기적인 차익실현을 위하여 공소외 1 회사 주식을 매각한 것에 불과한 점, ③ 피고인 1이 주가하락을 예상하고 피고인들의 주식을 매각하였거나 매각할 계획이었음에도 주가 추가하락으로 인한 피고인들의 손실을 피하기 위하여 피고인 2 회사 회원들에게는 주식의 장기 보유를 강조한 것은 위 회원들을 속인 것이라 보지 않을 수 없는 점 등을 더하여, 위 1)항의 법리에 비추어 종합적으로 살펴보면 원심의 판단은 정당하고, 당심증인 공소외 8, 공소외 9의 각 진술은 위 인정에 방해가 되지 아니하므로, 거기에 피고인들의 주장과 같은 사실오인이나 법리오해의 잘못이 있다고 할 수 없다.

따라서 피고인들의 이 부분 주장은 이유 없다.

다.

회피한 손실액 산정의 적법 여부

1) 원심의 판단

원심은, ① 피고인 1이 부정한 수단, 계획 또는 위계를 사용하여 피고인들 명의의 공소외 1 회사 주식을 매도함으로써 공소외 1 회사 주가하락으로 인한 손실을 회피한 사실, ② 피고인 1이 2010. 4. 28.부터 2010. 7. 2.까지 자신 명의의 공소외 1 회사 주식 555,366주 및 피고인 2 회사 명의의 공소외 1 회사 주식 1,036,052주, 합계 1,591,418주를 총 7,595,088,875원에 매도한 사실, ③ 피고인 1이 피고인 2 회사 명의로 2010. 5. 25. 공소외 1 회사 주식 8만 주를 342,051,300원에, 2010. 7. 23.부터 2010. 8. 27.까지 자신 명의로 356,041주 및 피고인 2 회사 명의로 832,305주, 합계 1,188,346주의 공소외 1 회사 주식을 3,916,610,745원에 매매수한 사실을 인정한 후, ㉠ 이에 따라 평균매도단가를 계산하면 4,772원이 되고, 평균재매수단가(2010. 5. 25.자 8만 주를 포함)는 3,357원이 되며, ㉡ 피고인 1이 공소외 1 회사 주식 재매수를 종료한 시점(2010. 8. 27.)을 기준으로 삼아 그 회피한 손실액을 산정하는 것이 타당하고, ㉢ 회피한 손실액에서 공제하는 공소외 1 회사 주가하락으로 인한 손실액을 계산함에 있어서도 재매수대금 전체가 아닌 공소외 1 회사 주식의 평균재매수단가에서 위 2010. 8. 27.자 종가를 뺀 금액에 재매수수량을 곱한 금액만을 공제하여야 하므로, 피고인 1이 회피한 손실액은 2,344,578,134원 $\{[4,772\text{원(평균매도단가)} - 3,070\text{원(2010. 8. 27. 종가)}] \times 1,591,418\text{주} - \{[3,357\text{원(평균재매수단가)} - 3,070\text{원}] \times 1,268,346\text{주}\}$ 이 된다고 판단하였다.

2) 이 법원의 판단

가) 자본시장법 제443조 제1항 단서 및 제2항에서 규정하고 있는 '위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액'이란 그 위반행위와 관련된 거래로 인한 이익 또는 회피한 손실액을 말하는 것으로서 위반행위로 인하여 발생한 위험과 인과관계가 인정되는 것을 의미하고, 그에 관한 입증책임은 검사가 부담한다(대법원 2012. 1. 27. 선고 2011도14247 판결 등 참조). 나아가 자본시장법 제443조 제1항 단서 및 제2항은 '위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액'을 범죄구성요건의 일부로 삼아 그 가액에 따라 그 죄에 대한 형벌을 가중하고 있으므로, 이를 적용할 때에는 위반행위로 얻은 이익의 가액 또는 회피한 손실액을 엄격하고 신중하게 산정함으로써 범죄와 형벌 사이에 적절한 균형이 이루어져야 한다는 죄형균형 원칙이나 형벌은 책임에 기초하고 그 책임에 비례하여야 한다는 책임주의 원칙을 훼손하지 않도록 유의하여야 한다(대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도8109 판결 등 참조).

나) 살피건대, 원심이 인정한 바와 같이 피고인 1이 부정한 수단, 계획 또는 위계를 사용하여 피고인들 명의의 공소외 1 회사 주식을 매도함으로써 공소외 1 회사 주가하락으로 인한 손실을 회피한 것이라고 한다면, 그 회피한 손실액은 피고인 1이 부정한 수단, 계획 또는 위계를 사용한 경우의 공소외 1 회사 주식가액에서 이를 사용하지 않았을 경우의 공소외 1 회사 주식가액을 공제한 금액이 된다고 보아야 할 것이므로, 단순히 매도가격에서 재매수가격을 공제하는 방식으로 회피한 손실액을 산정한 원심의 판단은 납득하기 어렵다.

그리고 부정한 수단, 계획 또는 위계를 사용함으로써 공소외 1 회사 주식가액에 미친 영향을 알아내기 위해서는 먼저 피고인 1의 추천을 받고 공소외 1 회사 주식을 계속 보유한 피고인 2 회사 회원들의 주식 보유량, 그들이 공소외 1 회사 총주식수량에서 차지하는 비중 등이 밝혀져야 하는데, ① 이 사건 부정거래행위 당시 피고인 2 회사 회원들 및 지인들의 공소외 1 회사 주식 보유량이 피고인 1의 주장과 같이 전체의 26~30%에 이른다고 볼 객관적인 자료가 없

는 점, ② 피고인 1의 추천에 따라 피고인 2 회사 회원들이 모두 공소외 1 회사 주식을 매도하지 않았다고 볼 자료도 없는 점 등에 비추어 보면, 검사가 제출한 모든 증거들을 종합하여도 부정한 수단, 계획 또는 위계를 사용함으로써 인하여 공소외 1 회사 주식이액에 미친 영향이 어느 정도인지를 알 수 없고, 결국 이 사건 부정거래행위로 회피한 손실액은 산정할 수 없는 경우에 해당한다.

다) 따라서 피고인 1이 이 사건 부정거래행위로 인하여 2,344,578,134원의 손실을 회피하였다고 판단한 원심에는 자본시장법 위반행위로 회피한 손실액 산정에 관한 법리를 오해하여 판결에 영향을 미친 잘못이 있다.

3. 결론

그렇다면 피고인들의 사실오인 내지 법리오해 주장은 이유 있으므로 피고인들 및 검사의 양형부당 주장에 대한 판단을 생략한 채 형사소송법 제364조 제6항에 따라 원심판결 중 유죄부분(이유 무죄부분 포함)을 파기하고 변론을 거쳐 다시 다음과 같이 판결한다.

【이유】

】1. 항소이유의 요지

가. 피고인들

1) 사실오인 및 법리오해

가) 시세조종행위 등의 금지 위반의 점에 관하여

- 피고인 1이 '○○○ ○○' 게시판에 공소외 1 주식회사(이하 '공소외 1 회사'라 한다)의 주식에 관하여 올린 글들의 취지는, 향후 3D 산업의 급성장 전망에 비추어 보면 공소외 1 회사 주식은 대단히 유망한 종목임에도 현재 주가가 매우 저평가되어 있고, 공소외 1 회사의 향후 10년간 성장가치를 고려할 때 공소외 1 회사 주식은 단타 매매를 해서는 안되고 최소 2년 이상 장기투자를 해야 하며, 워렌 버핏이 강조한 '행동하는 주주' 즉 '주주는 주주총회에 적극적으로 참여하여 의견을 개진하고, 이사회가 회사 및 주주의 이익에 반하는 행동을 하지 못하도록 견제해야 한다'는 경영참여의 원칙에 따라 피고인 1도 행동하는 주주로서 공소외 1 회사에 경영참여를 선언한 것이다.
- 피고인 1이 2010. 3.말 개최되는 공소외 1 회사의 정기주주총회에 공소외 1 회사 주식을 보유한 피고인 2 회사 회원들로부터 의결권 행사위임장을 받아 참석하려 했던 것도 행동하는 주주로서 주주가치 제고를 위한 행동을 하려는 목적이었으나, 금융감독원에 질의한 결과 피고인 2 회사 회원들로부터 위임장을 받기에는 시간이 부족했고 관심 있는 개별 주주들이 주주총회에 참석하여 발언하는 것만으로도 당초 의도한 목적을 충분히 달성할 수 있다고 판단하여 결국 의결권 대리행사를 하지 않기로 한 것이다.
- 피고인 1은 인위적인 조작을 가하여 공소외 1 회사 주식 시세를 변동시키려는 의도가 없었고 실제로 그와 같은 인위적인 조작을 한 적도 없었으므로 피고인 1이 게재한 글들에는 공소외 1 회사 주식의 매매를 유인할 목적이 있었다고 볼 수 없다.
- 피고인 1은 자신이 공소외 1 회사 주가와 관련된 시장 조작을 하겠다는 것을 암시한 적이 없고 자신의 시장조작에 의하여 공소외 1 회사 주가가 변동된다는 취지로 말한 적도 없다.

○ 피고인 1이 '○○○ ○○' 게시판에 게재한 글들을 통해 선언한 공소외 1 회사 경영참여는 워렌 버핏이 강조한 '행동하는 주주'로서 일반적인 투자원칙을 표현한 것에 불과하므로, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 '자본시장법'이라 한다) 제176조 제2항 제3호에서 정한 '그 증권의 매매를 함에 있어서 중요한 사실'에 해당하지 않고 '거짓의 표시 또는 오해를 유발시키는 표시'에도 해당하지 않는다.

○ 따라서 원심의 판단은, 피고인 1이 '○○○ ○○'에 게재한 글들의 전체적인 취지를 살피지 않고 몇 개의 글들을 추려내어 지엽말단적으로 살핀 결과 사실을 오인하고 자본시장법 제176조 제2항 제2호 및 제3호에 대한 법리를 오해한 잘못이 있다.

나) 부정거래행위 등의 금지 위반의 점에 관하여

○ 피고인 1은 '공소외 1 회사 주가가 급등락을 반복할 수 있으나, 장기적인 가치를 보고 투자하는 사람이라면 공소외 1 회사 주식을 계속 보유하는 것이 좋다'라고 추천했던 것이며, '○○○ ○○' 게시판을 이용하는 사람들에게 공소외 1 회사 주식을 무조건 팔지 말라거나 팔아서는 안 된다고 한 적이 없으며, 오히려 각자의 사정에 따라 자유롭게 매매하도록 권유하였다.

○ 피고인 1이 '○○○ ○○' 게시판에 게시한 글들에서 "2012년 이전에는 공소외 1 회사 주식의 매도리딩(매도하라는 추천)을 하지 않겠다"고 강조했던 것은 공소외 1 회사 주식의 장기 보유를 강조하는 의미일 뿐 피고인들이 보유한 공소외 1 회사 주식을 2012년 이전에 절대 매도하지 않겠다고 한 것은 아니었다.

○ 피고인 2 주식회사(이하 '피고인 2 회사'라 한다)의 경우 법인증권거래계좌가 2009년 연말대차대조표상 18억 원의 손실이 난 상태를 해소함으로써 피고인 2 회사가 추진하던 코스닥 상장의 장애요소를 제거하기 위하여 공소외 1 회사 주식을 매도한 것이고, 피고인 1의 경우 국세청에서 세금체납을 이유로 개인증권거래계좌를 전부 압류한 적이 있어서 향후 과세관청과의 소송에 대비하고 동생의 결혼자금을 비롯한 가족의 생활비와 회사 운영비 등을 충당하기 위하여 공소외 1 회사 주식을 매도한 것이다.

○ 피고인들이 공소외 1 회사 주식을 최초 매수했던 시점은 2009. 9.~10.경이었고, 일시적으로 매도했던 시점은 2010. 5.~6.경으로서 약 8~9개월간 보유했던 것이므로 단타매매에 해당하지 않고 특히 국세청의 개인증권거래계좌 압류가 대부분 해제된 이후 국세청의 재압류 의사가 없음을 확인하고 공소외 1 회사 주식을 다시 매수하였으므로, 피고인들이 단기 차익을 실현할 목적으로 공소외 1 회사 주식을 매도했다가 다시 매수했다고 볼 수 없다.

○ 위와 같은 사정들에 따르면, 피고인들이 2010년경 공소외 1 회사 주식을 일시적으로 매도함에 있어서 피고인 2 회사 회원들을 상대로 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용했다거나 위계를 사용했다고 평가할 수 없다.

○ 따라서 원심의 판단은 사실을 오인하고 자본시장법 제178조 제1항 제1호, 제2항에 대한 법리를 오해한 잘못이 있다.

다) 피고인들이 회피한 손실액에 관하여

피고인들의 보유 주식 매도에 따라 회피한 손실금액은 원심과 같은 방법으로 산정해야 하나, 회피한 손실금액에서 공제해야 하는 금액은 피고인들의 재매수 이후 실제로 발생하고 있는 손실액이어야 하는데, 피고인들의 재매수 이후 공소외 1 회사 주가가 계속 하락하여 피고인들이 실제로 많은 손실을 입고 있으므로 피고인들의 평균재매수단가(3,357원)에서 '이 사건 기소일자 또는 판결선고일자'의 공소외 1 회사 주가를 공제한 금액에 재매수 주식수를 곱하는 방식으로 계산하여야 한다.

2) 양형부당

원심의 형은 너무 무거워서 부당하다.

나. 검사

원심의 형은 너무 가벼워서 부당하다.

2. 판단

가. 시세조종행위 등의 금지 위반 여부

1) 시세조종행위 여부의 판단기준

자본시장법 제176조 제2항 소정의 '매매를 유인할 목적'이라 함은 인위적인 조작을 가하여 시세를 변동시킴에도 불구하고, 투자자에게는 그 시세가 증권시장 등에서의 자연적인 수요·공급의 원칙에 의하여 형성된 것으로 오인시켜 증권 등의 매매에 끌어들이려는 목적으로서 다른 목적과의 공존 여부나 어느 목적이 주된 것인지는 문제되지 아니하고, 목적에 대한 인식의 정도도 미필적 인식으로 충분하며, 투자자의 오해를 실제로 유발하였는지 여부나 타인에게 손해가 발생하였는지 여부 등도 문제가 되지 아니하고, 이러한 목적은 당사자가 이를 자백하지 않더라도 그 유가증권의 성격과 발행된 유가증권의 총수, 매매거래의 동기와 태양(순차적 가격상승주문 또는 가장매매, 시장관여율의 정도, 지속적인 증가관여 등), 그 유가증권의 가격 및 거래량의 동향, 전후의 거래상황, 거래의 경제적 합리성 및 공정성 등의 간접사실을 종합적으로 고려하여 판단할 수 있다(대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도8109 판결, 대법원 2010. 6. 24. 선고 2007도9051 판결 등 참조).

그리고 자본시장법 제176조 제2항 제3호에서 정한 '그 증권의 매매를 함에 있어서 중요한 사실'이란 당해 법인의 재산·경영에 관하여 중대한 영향을 미치거나 특정 증권 등의 공정거래와 투자자 보호를 위하여 필요한 사항으로서 투자자의 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 사항을 의미한다(대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도8109 판결, 대법원 2009. 7. 9. 선고 2009도1374 판결 등 참조).

2) 원심의 판단

피고인들은 원심에서도 이 부분 항소이유와 동일한 취지의 주장을 하였고, 원심은 '피고인들 및 변호인의 주장에 관한 판단'이라는 제목하에, ① 피고인 1이 2009. 10. 23. 자신이 개최한 세미나에서 피고인 2 회사 회원들에게 공소외 1 회사의 주가가 2010년 3,750원(약 3배), 2011년 7,500원(약 6배), 2012년 15,000원(약 12배), 2013년 30,000원(약 24배), 2014년 60,000원(약 48배), 2015년 120,000원(약 96배)으로 폭등할 것이라는 내용의 강의를 하고 그와 관련한 자료를 배포하였으며, 2009. 10. 25. 피고인 2 회사 사이트내에 주식에 관한 정보를 제공하고 매수추천 등을 하는 '○○○ ○○'을 개설한 직후부터 공소외 1 회사 주식의 매수시점 및 매수가격에 대한 추천을 실시간으로 게시하였고 피고인 2 회사 회원들에게 유사한 내용의 문자메시지를 수시로 발송하였으며, 구체적인 예상주가를 제시하거나 주가가 높은 다른 종목과의 비교 등을 통하여 매우 단정적인 어조로 공소외 1 회사 주식을 매수할 경우 안정적으로 큰 수익을 거둘 수 있다는 글을 게시한 사실, ② 공소외 1 회사의 주가는 2009. 10. 23.부터 2009. 11. 20.까지는 큰 변화가 없었으나, 2009. 11. 20. 1,595원이던 공소외 1 회사의 주가는 2010. 1. 5. 9,300원까지 급등하였고(483%), 평균 거래량도 약 10배 가량 급증하였으며, 이후 2010. 1. 6. 장중 10,450원까지 상승한 공소외 1 회사의 주가는 그 이후 지속적으로 하락세를 기록하여 2010. 3. 30. 5,080원, 2010. 7. 30. 3,385원, 2010. 12. 30. 2,360원이 되었고, 이 사건 기소 당시(2012. 1. 30.)의 주가는 803원인 사실, ③ 피고인 1은 2009. 8. 14.부터 2010. 2. 2.까지 자신 명의로 공

소외 1 회사 주식 868,046주(매수금액 1,282,059,725원), 피고인 2 회사 명의로 1,142,052주(매수금액 1,525,332,995원), 합계 2,010,098주(그외 공소외 3 주식회사 명의로 23,077주)를 매수하였고, 그 중 피고인 1 명의의 주식 4,868주, 피고인 2 회사 명의의 주식 10,000주를 매도하였으며, 피고인 1은 2010. 4. 28.부터 2010. 7. 2.까지 자신 명의의 공소외 1 회사 주식 555,366주 및 피고인 2 회사 명의의 공소외 1 회사 주식 1,036,052주, 합계 1,591,418주를 총 7,595,088,875원에 매도하였고(다만 2010. 5. 25.에는 피고인 2 회사 명의로 8만 주를 매수하였다), 2010. 7. 23.부터 2010. 8. 27.까지 자신 명의로 356,041주 및 피고인 2 회사 명의로 832,305주, 합계 1,188,346주의 공소외 1 회사 주식을 3,916,610,745원에 재매수한 사실, ④ 피고인 1이 2010. 1. 9.경부터 '○○○ ○○' 게시판 및 증권 관련 포털 사이트에, 피고인 2 회사 회원들 및 지인들의 공소외 1 회사 주식 보유량을 파악하고 의결권 행사를 위임받아 공소외 1 회사의 경영에 참여할 것이며, 공소외 1 회사의 최대주주로서 중요한 경영사항에 관하여 사전보고를 받는 등 재무감독권을 행사하는 방식으로 공소외 1 회사의 경영을 사실상·법적으로 통제하여 주가에 미칠 수 있는 악재를 관리하겠다는 취지의 글을 지속적으로 게재하였던 사실, ⑤ 또한 피고인 1은 공소외 1 회사의 대표이사인 공소외 4와 대학 동문임을 강조하면서, '공소외 1 회사의 대표이사와 1:1로 만나 세상 사람들이 알아서는 안 될 이야기를 나누고자 한다', '공소외 1 회사의 경영에 참여하는 동안에는 공소외 1 회사의 최상위 내부정보를 알게 되어 공소외 1 회사 주식의 매수추진을 할 수 없다'는 글도 게시하였는데, 위와 같은 게시글들을 통하여 피고인 2 회사의 회원들은 피고인 1이 공소외 1 회사의 경영에 참여함으로써 일반인은 알 수 없는 내부정보를 보유하고 공소외 1 회사의 주가를 피고인 2 회사 회원들에게 유리한 방향으로 관리하여 안정적인 수익을 얻을 수 있을 것으로 생각하게 되었으며, 이러한 사정은 공소외 1 회사의 주식 매수에 있어 중요한 유인이 되었던 점, ⑥ 그러나 공소외 4는 피고인 1이 2010. 4.경 피고인 2 회사 회원 및 지인들의 공소외 1 회사 주식 보유량 합계를 통보하면서 자신과 만나 줄 것을 요청하여 비로소 피고인 1 및 피고인 2 회사의 존재를 알게 되었을 뿐 그 전에는 피고인 1을 알지 못하였고, 피고인 1은 공소외 4와 만난 자리에서 'BW나 CD 발행을 자제하고, 차입을 하라'는 것과 같은 기업경영에 관한 일반적인 이야기를 하였을 뿐 직접 경영에 참여할 의사를 밝히지도 않았으며, 내부자 정보로 볼 수 있는 이야기는 전혀 오고가지 않았던 사실, ⑦ 피고인 1은 2010. 1. 5.부터 '○○○ ○○' 게시판에 피고인 2 회사 회원 및 지인들의 공소외 1 회사 주식 보유량을 강조하면서 '피고인 2 회사 가족이 사실상 공소외 1 회사의 대주주이다', '우리가 물량을 잠그면 주가가 계속 상승한다', '피고인 2 회사 회원들 및 지인들의 주식투자액이 3,000억 원으로 추정되는데, 이런 자금 규모로는 시가총액 1조 원 이하인 회사의 주가를 좌지우지할 수 있다', '공소외 1 회사 주가 3만 원대 안착까지는 25%의 지분을 가진 피고인 2 회사 회원들이 물량을 잠가야 한다', '피고인 2 회사 회원들의 지분비율이 26.91%에 이른다'는 등과 같은 글을 지속적으로 올렸는데, 이와 같은 글은 피고인 1 및 피고인 1을 따르는 피고인 2 회사 회원들의 주식매도 및 매수에 따라 공소외 1 회사의 주가가 변동한다는 내용으로 보아야 하는 점, ⑧ 피고인 회사의 법무팀장은 2010. 3. 17. 물리적 시간 부족 등을 이유로 위임에 의한 공소외 1 회사 주주총회 참가가 무의미하므로 직접 참가를 하고 피고인 1도 변동사항이 없으면 직접 참관할 예정이라는 글을 게시하였으며, 피고인 1도 같은 날 자본시장법이 사실상 직접 참가만 가능하도록 개정되어서 의결권 위임이 무의미해졌다는 글을 올렸으나, 피고인 1은 애초부터 피고인 2 회사 회원들로부터 의결권 위임을 받아 주주총회에서 이를 행사할 의사가 없었던 것으로 보이고, 피고인 1 자신도 주주총회에 참석하지 않은 점, ⑨ 공소외 1 회사가 2009. 7. 9. 금융감독원에 제출한 공시자료에 의하면 공소외 1 회사의 향후 사업전망은 불확실한 면이 많은 상황이었던 점, ⑩ 피고인 1이 게시한 글의 서술방식 및 피고인 2 회사 회원들의 반응 등과 같은 사정을 종합하여 보면, 피고인 1은 공소외 1 회사의 향후

주가를 예상하기 매우 힘든 상황임에도 불구하고 피고인 2 회사 회원들이 공소외 1 회사 주식을 지속적으로 매입하고 팔지 않으면 무조건 주가가 상승하여 3만 원대까지 갈 수 있고, 자신이 피고인 2 회사 회원들을 대리하여 공소외 1 회사의 경영에 참여하여 주가에 악영향을 미치는 요소들을 관리하겠다는 등과 같은 글을 지속적으로 게시함으로써 공소외 1 회사 주식의 매매를 유인할 목적으로 공소외 1 회사 주식의 시세가 자기의 시장 조작에 의하여 변동한다는 말을 유포하고, 공소외 1 회사 주식의 매매에 있어 중요한 사실에 관하여 거짓의 표시 또는 오해를 유발시키는 표시를 하였음이 인정된다고 판단하였다.

3) 이 법원의 판단

원심이 적법하게 채택·조사한 증거들에 의하여 인정되는 위와 같은 사실들과 원심이 적절하게 기재한 사정들, 여기에서 피고인 1이 단순히 유사투자자문업자로서 일반적인 투자자문으로 유망한 종목에 대한 투자를 추천하는 차원을 넘어서 피고인들이 보유한 공소외 1 회사 주식의 시가 상승 또는 유지를 위하여 자신의 영향력 하에 있는 피고인 2 회사 회원들에게 공소외 1 회사 주식 매수를 적극 추천한 측면이 있는 것으로 보이는 점, 피고인 1이 주장한 경영참여가 단순히 주주로서의 일반적인 권리를 행사하겠다는 취지로는 보여지지 않는 점, 검사가 자본시장법 제176조 제2항 제1호에서 규제하는 시세조종행위로 의율하지 않았음은 분명하고, 원심 역시 같은 전제 하에 공소사실을 판단한 점 등을 더하여, 위 1)항의 법리에 비추어 종합적으로 살펴보면 원심의 판단은 정당하고, 당심증인 공소외 5의 진술은 위와 같은 판단에 별다른 영향을 미치지 못하므로, 거기에 피고인들의 주장과 같은 사실오인이나 법리오해의 잘못이 있다고 할 수 없다.

따라서 피고인들의 이 부분 주장은 이유 없다.

나. 부정거래행위 등의 금지 위반 여부

1) 부정거래행위 여부의 판단기준

자본시장법 제178조 제1항 제1호는 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래와 관련하여 '부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위'를 금지하고 있는데, 여기서 '부정한 수단, 계획 또는 기교'란 사회통념상 부정하다고 인정되는 일체의 수단, 계획 또는 기교를 말한다.

자본시장법 제178조 제2항은 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 할 목적이거나 그 시세의 변동을 도모할 목적으로 '풍문의 유포, 위계의 사용, 폭행 또는 협박'을 하는 것을 금지하고 있는데, 여기서 '위계'란 거래 상대방이나 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 2011. 10. 27. 선고 2011도 8109 판결 등 참조).

또한 자본시장법이 이와 같이 사기적 부정거래행위를 금지하는 것은 증권거래에 관한 사기적 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 하는 데 그 목적이 있으므로, 유가증권의 매매 등 거래와 관련한 행위인지 여부나 위계인지 여부 및 유가증권의 매매 등 거래를 할 목적인지 여부 등은 행위자의 지위, 행위자가 특정 진술이나 표시를 하게 된 동기와 경위, 그 진술 등이 미래의 재무상태나 영업실적 등에 대한 예측 또는 전망에 관한 사항일 때에는 합리적인 근거에 기초하여 성실하게 행

하여진 것인지 여부, 그 진술 등의 내용이 거래 상대방이나 불특정 투자자들에게 오인·착각을 유발할 위험이 있는지 여부, 행위자가 그 진술 등을 한 후 취한 행동과 주가의 동향, 행위 전후의 제반 사정 등을 종합적·전체적으로 고려하여 객관적인 기준에 따라 판단하여야 한다(대법원 2011. 3. 10. 선고 2008도6335 판결 등 참조).

그리고 피고인이 목적의 존재를 부인하는 경우에는 이러한 주관적 구성요건 요소인 사실은 그 성질상 상당한 관련성이 있는 간접사실 또는 정황사실을 분석하는 방법에 의하여 그 존부를 판단할 수밖에 없고, 이때 무엇이 목적의 존재를 뒷받침할 수 있는 상당한 관련성이 있는 간접사실 또는 정황사실에 해당하는 것인지는 정상적인 경험칙에 바탕을 두고 치밀한 관찰력 및 분석력에 의하여 합리적으로 판단하여야 한다(대법원 2012. 6. 28. 선고 2012도3782 판결 등 참조).

2) 원심의 판단

피고인들은 원심에서도 이 부분 항소이유와 동일한 취지의 주장을 하였고, 원심은 '피고인들 및 변호인의 주장에 관한 판단'이라는 제목하에, ① 유사투자자문업자라고 하더라도 자본시장법에 규정된 금융투자자문업자의 각종 의무에 준하는 정도의 의무가 있다고 보아야 하는 점, ② 피고인 1은 2009. 10.경부터 공소외 1 회사 주식의 매입을 강력하게 추천하면서 최소한 2012년까지 장기보유하면 무조건 고수익이 날 것이라고 장담한 사실, ③ 피고인 1은 공소외 1 회사의 주가가 지속적으로 하락중이던 2010. 4.경에도 위 게시판에 올린 글들에서 공소외 1 회사의 매출을 장담할 아무런 구체적인 근거 없이 단정적인 수치를 제시하면서 공소외 1 회사에 투자할 것을 강력히 권유한 사실, ④ 피고인 1은 2010. 4. 28.부터 피고인 2 회사 명의의 공소외 1 회사 주식을 매도하기 시작하였음에도 불구하고, 2010. 4. 29. 및 2010. 4. 30. 위 게시판에 공소외 1 회사에는 아무런 문제가 없어 '스탁론' 자동반대매물이 사라지면 조만간 주가가 무조건 상승할 것이니 보유물량을 늘릴 것을 추천하거나, 3개월 동안 자신의 지시 없이는 공소외 1 회사 주식을 사지도 팔지도 말라거나, 자신은 2009. 9.경 1,300원 대에 매수한 공소외 1 회사 주식을 아직까지 한 주도 팔고 있지 않고, 자신이 공소외 1 회사 주식을 팔기 시작하면 단기 주가는 예측할 수 없게 될 것이라는 글을 올린 사실, ⑤ 피고인 1은 공소외 1 회사 주식을 지속적으로 매도하던 중인 2010. 6. 8.에도 위 게시판에 2012년부터는 공소외 1 회사의 재무구조가 초우량기업으로 전환되니 장기 투자자는 단기주가 변동에 일체 신경을 쓰지 말라는 글을 올렸고, 2010. 7. 10. 피고인 2 회사 회원들의 총 보유물량이 약 26~30%인데 이런 매물을 가진 조직에서 단기파동 때마다 회원들에게 매도리딩을 하면 주가가 급락하게 되므로 투자자들 모두가 충분한 수익이 발생하는 2012년 이후에야 공소외 1 회사 주식 매도 추천을 할 수 있다는 글을 올렸으며, 그 이후에도 공소외 1 회사에 대한 호재성 기사를 지속적으로 게시한 사실, ⑥ 피고인 2 회사 회원들 중 대부분은 피고인 1의 추천으로 공소외 1 회사 주식을 매수하게 되었을 뿐만 아니라, 피고인 1이 법 전문가이자 주식 전문가인 것처럼 행동하였기 때문에 대다수의 피고인 2 회사 회원들은 피고인 1의 주식투자 추천을 매우 신뢰하고 있었던 점, ⑦ 피고인 1은 금융감독원에서의 제1회 문답 당시 2010. 4. 28. 이후 공소외 1 회사 주식을 매각한 이유에 대해 "국세청이 피고인 1의 재산을 압류하였고, 생활비, 회사운영비 등 1년에 13억 원이 소요되므로 공소외 1 회사 주식을 매각하여 충당한 것"이라고 하면서도, "당시 공소외 1 회사 주가가 하락하고 있어서 주가하락에 따른 추가손실을 막기 위해 매도한 것"이라고 답하였고, 2010. 7. 23. 이후 공소외 1 회사 주식을 재매입한 이유에 대하여는 "매도 가격기준으로 35% 정도 하락하여 재매입하였다"고 진술한 점, ⑧ 피고인 1의 연 수입은 10억 원 이상이므로 생활비, 회사 운영비 등은 피고인 1의 수입에서 충분히 충당할 수 있을 것으로 보이므로, 압류된 주식을 제외한 모든 공소외 1 회사 주식을 매도한 이유를 납득하기 힘든 점, ⑨ 피고인 1은 검찰에서의 제2회 피의자신문 당시 "공소외 1 회사 주가의 변동성이 크기 때문에 현금화를 해놓으면 안

정성이 있게 되어서 매각하였다"고 진술하는 등 오히려 공소외 1 회사 주식을 매도하여 현금화를 하는 것이 공소외 1 회사 주식을 계속 보유하는 것보다 안전한 자산관리방법이라고 판단하였음에도 '○○○ ○○'에는 최소한 2012년까지 공소외 1 회사 주식을 계속 보유하라는 글을 게시한 점, ⑩ 과세관청은 2010. 4. 23. 피고인 1의 △△은행 □□□ 증권거래계좌와 경기 양평군 소재 부동산을 압류하였고 2010. 4. 28. 피고인 1의 ◇◇◇◇증권 주식계좌를 추가로 압류하였다가 2010. 5. 12. ◇◇◇◇증권 주식계좌를 제외한 나머지 증권거래계좌에 대한 압류를 해제하였는데, 피고인 1은 압류 해제 이후에 대부분의 공소외 1 회사 주식을 매도한 사실, ⑪ 피고인 1은 피고인들 명의로 공소외 6 주식회사, 공소외 7 주식회사 등의 주식도 함께 보유하고 있었음에도 불구하고 자신이 장기 보유를 가장 강력하게 추천한 공소외 1 회사의 주식을 매도한 점, ⑫ 피고인 2 회사 IPO 검토보고서 및 사업보고서의 내용에 의하면, 코스닥 상장 요건을 갖추기 위하여 공소외 1 회사 주식을 실제로 매도하여 차익을 실현할 필요가 있었다는 피고인 1의 주장은 납득하기 어려운 점, ⑬ 이와 같이 피고인 1은 공소외 1 회사 주식의 장기 보유를 강조하면서도 자신은 공소외 1 회사의 주식을 매도하고, 공소외 1 회사의 주가가 하락하자 다시 이를 재매수하는 방법으로 공소외 1 회사 주가 하락으로 인한 손실을 회피하였고, 피고인 1의 추천을 믿고 공소외 1 회사의 주식을 계속 보유한 피고인 2 회사 회원들로서는 주식 매도 시기를 놓쳐 매우 낮은 가격에 공소외 1 회사 주식을 매도하거나 아예 이를 팔지도 못하고 현재까지 보유하고 있는 점 등을 종합하면, 피고인 1이 공소외 1 회사의 주가가 하락할 것을 예상하고 있었음에도 자신의 주식의 매도, 매수 관련 추천을 신뢰하는 피고인 2 회사 회원들에게 공소외 1 회사 주식을 2012년까지 계속 보유할 것을 강조하면서, 반대로 자신은 대부분의 주식을 매도하여 현금화한 것은 공소외 1 회사 주식의 매매와 관련한 부정한 수단, 계획 또는 기교에 해당할 뿐만 아니라, 공소외 1 회사 주식의 매매를 할 목적으로 피고인 2 회사 회원들에게 위계를 사용한 것에 해당한다고 판단하였다.

3) 이 법원의 판단

원심이 적법하게 채택·조사한 증거들에 의하여 인정되는 위와 같은 사실들과 원심이 적절하게 기재한 사정들, 여기에

① 검찰에서의 제2회 피의자신문 당시 피고인 1이 "보유주식 매각사실을 알리지 않아 피고인 2 회사 회원들이 몰랐다.

2010. 4. 28. 법인 보유분을 매각하였고 향후 계속적으로 법인 보유분과 피고인 1의 계좌에 보유하고 있던 공소외 1 회사 주식을 매각할 상황이었기 때문에 다른 피고인 2 회사 회원들이 매입을 하게 되면 제 매물을 넘기는 것이 되고, 또 피고인 2 회사 회원들이 매각을 하게 되면 주가가 폭락해서 같이 손실을 보는 결과가 되기 때문에 2010. 4. 29.부터 향후 3개월 동안은 공소외 1 회사 주식을 매도·매수를 하지 말라고 했다"고 진술한 점, ② 피고인 1이 그 주장과 같은 이유로 공소외 1 회사 주식을 매각하였다고 하더라도 결국은 피고인들의 단기적인 차익실현을 위하여 공소외 1 회사 주식을 매각한 것에 불과한 점, ③ 피고인 1이 주가하락을 예상하고 피고인들의 주식을 매각하였거나 매각할 계획이었음에도 주가 추가하락으로 인한 피고인들의 손실을 피하기 위하여 피고인 2 회사 회원들에게는 주식의 장기 보유를 강조한 것은 위 회원들을 속인 것이라 보지 않을 수 없는 점 등을 더하여, 위 1)항의 법리에 비추어 종합적으로 살펴보면 원심의 판단은 정당하고, 당심증인 공소외 8, 공소외 9의 각 진술은 위 인정에 방해가 되지 아니하므로, 거기에 피고인들의 주장과 같은 사실오인이나 법리오해의 잘못이 있다고 할 수 없다.

따라서 피고인들의 이 부분 주장은 이유 없다.

다.

회피한 손실액 산정의 적법 여부

1) 원심의 판단

원심은, ① 피고인 1이 부정한 수단, 계획 또는 위계를 사용하여 피고인들 명의의 공소외 1 회사 주식을 매도함으로써 공소외 1 회사 주가하락으로 인한 손실을 회피한 사실, ② 피고인 1이 2010. 4. 28.부터 2010. 7. 2.까지 자신 명의의 공소외 1 회사 주식 555,366주 및 피고인 2 회사 명의의 공소외 1 회사 주식 1,036,052주, 합계 1,591,418주를 총 7,595,088,875원에 매도한 사실, ③ 피고인 1이 피고인 2 회사 명의로 2010. 5. 25. 공소외 1 회사 주식 8만 주를 342,051,300원에, 2010. 7. 23.부터 2010. 8. 27.까지 자신 명의로 356,041주 및 피고인 2 회사 명의로 832,305주, 합계 1,188,346주의 공소외 1 회사 주식을 3,916,610,745원에 재매수한 사실을 인정한 후, ㉠ 이에 따라 평균매도단가를 계산하면 4,772원이 되고, 평균재매수단가(2010. 5. 25.자 8만 주를 포함)는 3,357원이 되며, ㉡ 피고인 1이 공소외 1 회사 주식 재매수를 종료한 시점(2010. 8. 27.)을 기준으로 삼아 그 회피한 손실액을 산정하는 것이 타당하고, ㉢ 회피한 손실액에서 공제하는 공소외 1 회사 주가하락으로 인한 손실액을 계산함에 있어서도 재매수대금 전체가 아닌 공소외 1 회사 주식의 평균재매수단가에서 위 2010. 8. 27.자 종가를 뺀 금액에 재매수수량을 곱한 금액만을 공제하여야 하므로, 피고인 1이 회피한 손실액은 2,344,578,134원 $[(4,772\text{원(평균매도단가)} - 3,070\text{원}(2010. 8. 27. \text{종가})) \times 1,591,418\text{주}] - [(3,357\text{원(평균재매수단가)} - 3,070\text{원}) \times 1,268,346\text{주}]$ 이 된다고 판단하였다.

2) 이 법원의 판단

가) 자본시장법 제443조 제1항 단서 및 제2항에서 규정하고 있는 '위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액'이란 그 위반행위와 관련된 거래로 인한 이익 또는 회피한 손실액을 말하는 것으로서 위반행위로 인하여 발생한 위험과 인과관계가 인정되는 것을 의미하고, 그에 관한 입증책임은 검사가 부담한다(대법원 2012. 1. 27. 선고 2011도14247 판결 등 참조). 나아가 자본시장법 제443조 제1항 단서 및 제2항은 '위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액'을 범죄구성요건의 일부로 삼아 그 가액에 따라 그 죄에 대한 형벌을 가중하고 있으므로, 이를 적용할 때에는 위반행위로 얻은 이익의 가액 또는 회피한 손실액을 엄격하고 신중하게 산정함으로써 범죄와 형벌 사이에 적절한 균형이 이루어져야 한다는 죄형균형 원칙이나 형벌은 책임에 기초하고 그 책임에 비례하여야 한다는 책임주의 원칙을 훼손하지 않도록 유의하여야 한다(대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도8109 판결 등 참조).

나) 살피건대, 원심이 인정한 바와 같이 피고인 1이 부정한 수단, 계획 또는 위계를 사용하여 피고인들 명의의 공소외 1 회사 주식을 매도함으로써 공소외 1 회사 주가하락으로 인한 손실을 회피한 것이라고 한다면, 그 회피한 손실액은 피고인 1이 부정한 수단, 계획 또는 위계를 사용한 경우의 공소외 1 회사 주식가액에서 이를 사용하지 않았을 경우의 공소외 1 회사 주식가액을 공제한 금액이 된다고 보아야 할 것이므로, 단순히 매도가격에서 재매수가격을 공제하는 방식으로 회피한 손실액을 산정한 원심의 판단은 납득하기 어렵다.

그리고 부정한 수단, 계획 또는 위계를 사용함으로써 공소외 1 회사 주식가액에 미친 영향을 알아내기 위해서는 먼저 피고인 1의 추천을 믿고 공소외 1 회사 주식을 계속 보유한 피고인 2 회사 회원들의 주식 보유량, 그들이 공소외 1 회사 총주식수량에서 차지하는 비중 등이 밝혀져야 하는데, ① 이 사건 부정거래행위 당시 피고인 2 회사 회원들 및 지인들의 공소외 1 회사 주식 보유량이 피고인 1의 주장과 같이 전체의 26~30%에 이른다고 볼 객관적인 자료가 없는 점, ② 피고인 1의 추천에 따라 피고인 2 회사 회원들이 모두 공소외 1 회사 주식을 매도하지 않았다고 볼 자료도 없는 점 등에 비추어 보면, 검사가 제출한 모든 증거들을 종합하여도 부정한 수단, 계획 또는 위계를 사용함으로

인하여 공소외 1 회사 주가가액에 미친 영향이 어느 정도인지를 알 수 없고, 결국 이 사건 부정거래행위로 회피한 손실액은 산정할 수 없는 경우에 해당한다.

다) 따라서 피고인 1이 이 사건 부정거래행위로 인하여 2,344,578,134원의 손실을 회피하였다고 판단한 원심에는 자본시장법 위반행위로 회피한 손실액 산정에 관한 법리를 오해하여 판결에 영향을 미친 잘못이 있다.

3. 결론

그렇다면 피고인들의 사실오인 내지 법리오해 주장은 이유 있으므로 피고인들 및 검사의 양형부당 주장에 대한 판단을 생략한 채 형사소송법 제364조 제6항에 따라 원심판결 중 유죄부분(이유 무죄부분 포함)을 파기하고 변론을 거쳐 다시 다음과 같이 판결한다.

【이유】

】1. 항소이유의 요지

가. 피고인들

1) 사실오인 및 법리오해

가) 시세조종행위 등의 금지 위반의 점에 관하여

○ 피고인 1이 '○○○ ○○' 게시판에 공소외 1 주식회사(이하 '공소외 1 회사'라 한다)의 주식에 관하여 올린 글들의 취지는, 향후 3D 산업의 급성장 전망에 비추어 보면 공소외 1 회사 주식은 대단히 유망한 종목임에도 현재 주가가 매우 저평가되어 있고, 공소외 1 회사의 향후 10년간 성장가치를 고려할 때 공소외 1 회사 주식은 단타 매매를 해서는 안되고 최소 2년 이상 장기투자를 해야 하며, 워렌 버핏이 강조한 '행동하는 주주' 즉 '주주는 주주총회에 적극적으로 참여하여 의견을 개진하고, 이사회가 회사 및 주주의 이익에 반하는 행동을 하지 못하도록 견제해야 한다'는 경영참여의 원칙에 따라 피고인 1도 행동하는 주주로서 공소외 1 회사에 경영참여를 선언한 것이다.

○ 피고인 1이 2010. 3.말 개최되는 공소외 1 회사의 정기주주총회에 공소외 1 회사 주식을 보유한 피고인 2 회사 회원들로부터 의결권 행사위임장을 받아 참석하려 했던 것도 행동하는 주주로서 주주가치 제고를 위한 행동을 하려는 목적이었으나, 금융감독원에 질의한 결과 피고인 2 회사 회원들로부터 위임장을 받기에는 시간이 부족했고 관심 있는 개별 주주들이 주주총회에 참석하여 발언하는 것만으로도 당초 의도한 목적을 충분히 달성할 수 있다고 판단하여 결국 의결권 대리행사를 하지 않기로 한 것이다.

○ 피고인 1은 인위적인 조작을 가하여 공소외 1 회사 주식 시세를 변동시키려는 의도가 없었고 실제로 그와 같은 인위적인 조작을 한 적도 없었으므로 피고인 1이 게재한 글들에는 공소외 1 회사 주식의 매매를 유인할 목적이 있었다고 볼 수 없다.

○ 피고인 1은 자신이 공소외 1 회사 주가와 관련된 시장 조작을 하겠다는 것을 암시한 적이 없고 자신의 시장조작에 의하여 공소외 1 회사 주가가 변동된다는 취지로 말한 적도 없다.

○ 피고인 1이 '○○○ ○○' 게시판에 게재한 글들을 통해 선언한 공소외 1 회사 경영참여는 워렌 버핏이 강조한 '행동하는 주주'로서 일반적인 투자원칙을 표현한 것에 불과하므로, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 '자본시장

법'이라 한다) 제176조 제2항 제3호에서 정한 '그 증권의 매매를 함에 있어서 중요한 사실'에 해당하지 않고 '거짓의 표시 또는 오해를 유발시키는 표시'에도 해당하지 않는다.

- 따라서 원심의 판단은, 피고인 1이 '○○○ ○○'에 게재한 글들의 전체적인 취지를 살피지 않고 몇 개의 글들을 추려내어 지엽말단적으로 살핀 결과 사실을 오인하고 자본시장법 제176조 제2항 제2호 및 제3호에 대한 법리를 오해한 잘못이 있다.

나) 부정거래행위 등의 금지 위반의 점에 관하여

- 피고인 1은 '공소외 1 회사 주가가 급등락을 반복할 수 있으나, 장기적인 가치를 보고 투자하는 사람이라면 공소외 1 회사 주식을 계속 보유하는 것이 좋다'라고 추천했던 것이며, '○○○ ○○' 게시판에 이용자는 사람들에게 공소외 1 회사 주식을 무조건 팔지 말라거나 팔아서는 안 된다고 한 적이 없으며, 오히려 각자의 사정에 따라 자유롭게 매매하도록 권유하였다.
- 피고인 1이 '○○○ ○○' 게시판에 게시한 글들에서 "2012년 이전에는 공소외 1 회사 주식의 매도리딩(매도하라는 추천)을 하지 않겠다"고 강조했던 것은 공소외 1 회사 주식의 장기 보유를 강조하는 의미일 뿐 피고인들이 보유한 공소외 1 회사 주식을 2012년 이전에 절대 매도하지 않겠다고 한 것은 아니었다.
- 피고인 2 주식회사(이하 '피고인 2 회사'라 한다)의 경우 법인증권거래계좌가 2009년 연말대차대조표상 18억 원의 손실이 난 상태를 해소함으로써 피고인 2 회사가 추진하던 코스닥 상장의 장애요소를 제거하기 위하여 공소외 1 회사 주식을 매도한 것이고, 피고인 1의 경우 국세청에서 세금체납을 이유로 개인증권거래계좌를 전부 압류한 적이 있어서 향후 과세관청과의 소송에 대비하고 동생의 결혼자금을 비롯한 가족의 생활비와 회사 운영비 등을 충당하기 위하여 공소외 1 회사 주식을 매도한 것이다.
- 피고인들이 공소외 1 회사 주식을 최초 매수했던 시점은 2009. 9.~10.경이었고, 일시적으로 매도했던 시점은 2010. 5.~6.경으로서 약 8~9개월간 보유했던 것이므로 단타매매에 해당하지 않고 특히 국세청의 개인증권거래계좌 압류가 대부분 해제된 이후 국세청의 재압류 의사가 없음을 확인하고 공소외 1 회사 주식을 다시 매수하였으므로, 피고인들이 단기 차익을 실현할 목적으로 공소외 1 회사 주식을 매도했다가 다시 매수했다고 볼 수 없다.

- 위와 같은 사정들에 따르면, 피고인들이 2010년경 공소외 1 회사 주식을 일시적으로 매도함에 있어서 피고인 2 회사 회원들을 상대로 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용했다거나 위계를 사용했다고 평가할 수 없다.

- 따라서 원심의 판단은 사실을 오인하고 자본시장법 제178조 제1항 제1호, 제2항에 대한 법리를 오해한 잘못이 있다.

다) 피고인들이 회피한 손실액에 관하여

피고인들의 보유 주식 매도에 따라 회피한 손실금액은 원심과 같은 방법으로 산정해야 하나, 회피한 손실금액에서 공제해야 하는 금액은 피고인들의 재매수 이후 실제로 발생하고 있는 손실액이어야 하는데, 피고인들의 재매수 이후 공소외 1 회사 주가가 계속 하락하여 피고인들이 실제로 많은 손실을 입고 있으므로 피고인들의 평균재매수단가(3,357원)에서 '이 사건 기소일자 또는 판결선고일자'의 공소외 1 회사 주가를 공제한 금액에 재매수 주식수를 곱하는 방식으로 계산하여야 한다.

2) 양형부당

원심의 형은 너무 무거워서 부당하다.

나. 검사

원심의 형은 너무 가벼워서 부당하다.

2. 판단

가. 시세조종행위 등의 금지 위반 여부

1) 시세조종행위 여부의 판단기준

자본시장법 제176조 제2항 소정의 '매매를 유인할 목적'이라 함은 인위적인 조작을 가하여 시세를 변동시킴에도 불구하고, 투자자에게는 그 시세가 증권시장 등에서의 자연적인 수요·공급의 원칙에 의하여 형성된 것으로 오인시켜 증권 등의 매매에 끌어들이려는 목적으로서 다른 목적과의 공존 여부나 어느 목적이 주된 것인지는 문제되지 아니하고, 목적에 대한 인식의 정도도 미필적 인식으로 충분하며, 투자자의 오해를 실제로 유발하였는지 여부나 타인에게 손해가 발생하였는지 여부 등도 문제가 되지 아니하고, 이러한 목적은 당사자가 이를 자백하지 않더라도 그 유가증권의 성격과 발행된 유가증권의 총수, 매매거래의 동기와 태양(순차적 가격상승주문 또는 가장매매, 시장관여율의 정도, 지속적인 증가관여 등), 그 유가증권의 가격 및 거래량의 동향, 전후의 거래상황, 거래의 경제적 합리성 및 공정성 등의 간접사실을 종합적으로 고려하여 판단할 수 있다(대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도8109 판결, 대법원 2010. 6. 24. 선고 2007도9051 판결 등 참조).

그리고 자본시장법 제176조 제2항 제3호에서 정한 '그 증권의 매매를 함에 있어서 중요한 사실'이란 당해 법인의 재산·경영에 관하여 중대한 영향을 미치거나 특정 증권 등의 공정거래와 투자자 보호를 위하여 필요한 사항으로서 투자자의 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 사항을 의미한다(대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도8109 판결, 대법원 2009. 7. 9. 선고 2009도1374 판결 등 참조).

2) 원심의 판단

피고인들은 원심에서도 이 부분 항소이유와 동일한 취지의 주장을 하였고, 원심은 '피고인들 및 변호인의 주장에 관한 판단'이라는 제목하에, ① 피고인 1이 2009. 10. 23. 자신이 개최한 세미나에서 피고인 2 회사 회원들에게 공소외 1 회사의 주가가 2010년 3,750원(약 3배), 2011년 7,500원(약 6배), 2012년 15,000원(약 12배), 2013년 30,000원(약 24배), 2014년 60,000원(약 48배), 2015년 120,000원(약 96배)으로 폭등할 것이라는 내용의 강의를 하고 그와 관련한 자료를 배포하였으며, 2009. 10. 25. 피고인 2 회사 사이트내에 주식에 관한 정보를 제공하고 매수추천 등을 하는 '○○○ ○○'을 개설한 직후부터 공소외 1 회사 주식의 매수시점 및 매수가격에 대한 추천을 실시간으로 게시하였고 피고인 2 회사 회원들에게 유사한 내용의 문자메시지를 수시로 발송하였으며, 구체적인 예상주가를 제시하거나 주가가 높은 다른 종목과의 비교 등을 통하여 매우 단정적인 어조로 공소외 1 회사 주식을 매수할 경우 안정적으로 큰 수익을 거둘 수 있다는 글을 게시한 사실, ② 공소외 1 회사의 주가는 2009. 10. 23.부터 2009. 11. 20.까지는 큰 변화가 없었으나, 2009. 11. 20. 1,595원이던 공소외 1 회사의 주가는 2010. 1. 5. 9,300원까지 급등하였고(483%), 평균 거래량도 약 10배 가량 급증하였으며, 이후 2010. 1. 6. 장중 10,450원까지 상승한 공소외 1 회사의 주가는 그 이후 지속적으로 하락세를 기록하여 2010. 3. 30. 5,080원, 2010. 7. 30. 3,385원, 2010. 12. 30. 2,360원이 되었고, 이 사건 기소 당시(2012. 1. 30.)의 주가는 803원인 사실, ③ 피고인 1은 2009. 8. 14.부터 2010. 2. 2.까지 자신 명의로 공소외 1 회사 주식 868,046주(매수금액 1,282,059,725원), 피고인 2 회사 명의로 1,142,052주(매수금액

1,525,332,995원), 합계 2,010,098주(그외 공소외 3 주식회사 명의로 23,077주)를 매수하였고, 그 중 피고인 1 명의의 주식 4,868주, 피고인 2 회사 명의의 주식 10,000주를 매도하였으며, 피고인 1은 2010. 4. 28.부터 2010. 7. 2.까지 자신 명의의 공소외 1 회사 주식 555,366주 및 피고인 2 회사 명의의 공소외 1 회사 주식 1,036,052주, 합계 1,591,418주를 총 7,595,088,875원에 매도하였고(다만 2010. 5. 25.에는 피고인 2 회사 명의로 8만 주를 매수하였다), 2010. 7. 23.부터 2010. 8. 27.까지 자신 명의로 356,041주 및 피고인 2 회사 명의로 832,305주, 합계 1,188,346주의 공소외 1 회사 주식을 3,916,610,745원에 재매수한 사실, ④ 피고인 1이 2010. 1. 9.경부터 '○○○ ○○' 게시판 및 증권 관련 포털 사이트에, 피고인 2 회사 회원들 및 지인들의 공소외 1 회사 주식 보유량을 파악하고 의결권 행사를 위임받아 공소외 1 회사의 경영에 참여할 것이며, 공소외 1 회사의 최대주주로서 중요한 경영사항에 관하여 사전보고를 받는 등 재무감독권을 행사하는 방식으로 공소외 1 회사의 경영을 사실상 법적으로 통제하여 주가에 미칠 수 있는 악재를 관리하겠다는 취지의 글을 지속적으로 게재하였던 사실, ⑤ 또한 피고인 1은 공소외 1 회사의 대표이사인 공소외 4와 대학 동문임을 강조하면서, '공소외 1 회사의 대표이사와 1:1로 만나 세상 사람들이 알아서는 안 될 이야기를 나누고자 한다', '공소외 1 회사의 경영에 참여하는 동안에는 공소외 1 회사의 최상위 내부정보를 알게 되어 공소외 1 회사 주식의 매수추천을 할 수 없다'는 글도 게시하였는데, 위와 같은 게시글들을 통하여 피고인 2 회사의 회원들은 피고인 1이 공소외 1 회사의 경영에 참여함으로써 일반인은 알 수 없는 내부정보를 보유하고 공소외 1 회사의 주가를 피고인 2 회사 회원들에게 유리한 방향으로 관리하여 안정적인 수익을 얻을 수 있을 것으로 생각하게 되었으며, 이러한 사정은 공소외 1 회사의 주식 매수에 있어 중요한 유인이 되었던 점, ⑥ 그러나 공소외 4는 피고인 1이 2010. 4.경 피고인 2 회사 회원 및 지인들의 공소외 1 회사 주식 보유량 합계를 통보하면서 자신과 만나 줄 것을 요청하여 비로소 피고인 1 및 피고인 2 회사의 존재를 알게 되었을 뿐 그 전에는 피고인 1을 알지 못하였고, 피고인 1은 공소외 4와 만난 자리에서 'BW나 CD 발행을 자제하고, 차입을 하라'는 것과 같은 기업경영에 관한 일반적인 이야기를 하였을 뿐 직접 경영에 참여할 의사를 밝히지도 않았으며, 내부자 정보로 볼 수 있는 이야기는 전혀 오고가지 않았던 사실, ⑦ 피고인 1은 2010. 1. 5.부터 '○○○ ○○' 게시판에 피고인 2 회사 회원 및 지인들의 공소외 1 회사 주식 보유량을 강조하면서 '피고인 2 회사 가족이 사실상 공소외 1 회사의 대주주이다', '우리가 물량을 잠그면 주가가 계속 상승한다', '피고인 2 회사 회원들 및 지인들의 주식투자액이 3,000억 원으로 추정되는데, 이런 자금 규모로는 시가총액 1조 원 이하인 회사의 주가를 좌지우지할 수 있다', '공소외 1 회사 주가 3만 원대 안착까지는 25%의 지분을 가진 피고인 2 회사 회원들이 물량을 잠가야 한다', '피고인 2 회사 회원들의 지분비율이 26.91%에 이른다'는 등과 같은 글을 지속적으로 올렸는데, 이와 같은 글은 피고인 1 및 피고인 1을 따르는 피고인 2 회사 회원들의 주식매도 및 매수에 따라 공소외 1 회사의 주가가 변동한다는 내용으로 보아야 하는 점, ⑧ 피고인 회사의 법무팀장은 2010. 3. 17. 물리적 시간 부족 등을 이유로 위임에 의한 공소외 1 회사 주주총회 참가가 무의미하므로 직접 참가를 하고 피고인 1도 변동사항이 없으면 직접 참관할 예정이라는 글을 게시하였으며, 피고인 1도 같은 날 자본시장법이 사실상 직접 참가만 가능하도록 개정되어서 의결권 위임이 무의미해졌다는 글을 올렸으나, 피고인 1은 애초부터 피고인 2 회사 회원들로부터 의결권 위임을 받아 주주총회에서 이를 행사할 의사가 없었던 것으로 보이고, 피고인 1 자신도 주주총회에 참석하지 않은 점, ⑨ 공소외 1 회사가 2009. 7. 9. 금융감독원에 제출한 공시자료에 의하면 공소외 1 회사의 향후 사업전망은 불확실한 면이 많은 상황이었던 점, ⑩ 피고인 1이 게시한 글의 서술방식 및 피고인 2 회사 회원들의 반응 등과 같은 사정을 종합하여 보면, 피고인 1은 공소외 1 회사의 향후 주가를 예상하기 매우 힘든 상황임에도 불구하고 피고인 2 회사 회원들이 공소외 1 회사 주식을 지속적으로 매입하

고 팔지 않으면 무조건 주가가 상승하여 3만 원대까지 갈 수 있고, 자신이 피고인 2 회사 회원들을 대리하여 공소외 1 회사의 경영에 참여하여 주가에 악영향을 미치는 요소들을 관리하겠다는 등과 같은 글을 지속적으로 게시함으로써 공소외 1 회사 주식의 매매를 유인할 목적으로 공소외 1 회사 주식의 시세가 자기의 시장 조작에 의하여 변동한다는 말을 유포하고, 공소외 1 회사 주식의 매매에 있어 중요한 사실에 관하여 거짓의 표시 또는 오해를 유발시키는 표시를 하였음이 인정된다고 판단하였다.

3) 이 법원의 판단

원심이 적법하게 채택·조사한 증거들에 의하여 인정되는 위와 같은 사실들과 원심이 적절하게 기재한 사정들, 여기에서 피고인 1이 단순히 유사투자자문업자로서 일반적인 투자자문으로 유망한 종목에 대한 투자를 추천하는 차원을 넘어서 피고인들이 보유한 공소외 1 회사 주식의 시가 상승 또는 유지를 위하여 자신의 영향력 하에 있는 피고인 2 회사 회원들에게 공소외 1 회사 주식 매수를 적극 추천한 측면이 있는 것으로 보이는 점, 피고인 1이 주장한 경영참여가 단순히 주주로서의 일반적인 권리를 행사하겠다는 취지로는 보여지지 않는 점, 검사가 자본시장법 제176조 제2항 제1호에서 규제하는 시세조종행위로 의율하지 않았음은 분명하고, 원심 역시 같은 전제 하에 공소사실을 판단한 점 등을 더하여, 위 1)항의 법리에 비추어 종합적으로 살펴보면 원심의 판단은 정당하고, 당심증인 공소외 5의 진술은 위와 같은 판단에 별다른 영향을 미치지 못하므로, 거기에 피고인들의 주장과 같은 사실오인이나 법리오해의 잘못이 있다고 할 수 없다.

따라서 피고인들의 이 부분 주장은 이유 없다.

나. 부정거래행위 등의 금지 위반 여부

1) 부정거래행위 여부의 판단기준

자본시장법 제178조 제1항 제1호는 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래와 관련하여 '부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위'를 금지하고 있는데, 여기서 '부정한 수단, 계획 또는 기교'란 사회통념상 부정하다고 인정되는 일체의 수단, 계획 또는 기교를 말한다.

자본시장법 제178조 제2항은 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 할 목적이거나 그 시세의 변동을 도모할 목적으로 '품문의 유포, 위계의 사용, 폭행 또는 협박'을 하는 것을 금지하고 있는데, 여기서 '위계'란 거래 상대방이나 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 2011. 10. 27. 선고 2011도 8109 판결 등 참조).

또한 자본시장법이 이와 같이 사기적 부정거래행위를 금지하는 것은 증권거래에 관한 사기적 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 하는 데 그 목적이 있으므로, 유가증권의 매매 등 거래와 관련한 행위인지 여부나 위계인지 여부 및 유가증권의 매매 등 거래를 할 목적인지 여부 등은 행위자의 지위, 행위자가 특정 진술이나 표시를 하게 된 동기와 경위, 그 진술 등이 미래의 재무상태나 영업실적 등에 대한 예측 또는 전망에 관한 사항일 때에는 합리적인 근거에 기초하여 성실하게 행하여진 것인지 여부, 그 진술 등의 내용이 거래 상대방이나 불특정 투자자들에게 오인·착각을 유발할 위험이 있는지

여부, 행위자가 그 진술 등을 한 후 취한 행동과 주가의 동향, 행위 전후의 제반 사정 등을 종합적·전체적으로 고려하여 객관적인 기준에 따라 판단하여야 한다(대법원 2011. 3. 10. 선고 2008도6335 판결 등 참조).

그리고 피고인이 목적의 존재를 부인하는 경우에는 이러한 주관적 구성요건 요소인 사실은 그 성질상 상당한 관련성이 있는 간접사실 또는 정황사실을 분석하는 방법에 의하여 그 존부를 판단할 수밖에 없고, 이때 무엇이 목적의 존재를 뒷받침할 수 있는 상당한 관련성이 있는 간접사실 또는 정황사실에 해당하는 것인지는 정상적인 경험칙에 바탕을 두고 치밀한 관찰력 및 분석력에 의하여 합리적으로 판단하여야 한다(대법원 2012. 6. 28. 선고 2012도3782 판결 등 참조).

2) 원심의 판단

피고인들은 원심에서도 이 부분 항소이유와 동일한 취지의 주장을 하였고, 원심은 '피고인들 및 변호인의 주장에 관한 판단'이라는 제목하에, ① 유사투자자문업자라고 하더라도 자본시장법에 규정된 금융투자자문업자의 각종 의무에 준하는 정도의 의무가 있다고 보아야 하는 점, ② 피고인 1은 2009. 10.경부터 공소외 1 회사 주식의 매입을 강력하게 추천하면서 최소한 2012년까지 장기보유하면 무조건 고수익이 날 것이라고 장담한 사실, ③ 피고인 1은 공소외 1 회사의 주가가 지속적으로 하락중이던 2010. 4.경에도 위 게시판에 올린 글들에서 공소외 1 회사의 매출을 장담할 아무런 구체적인 근거 없이 단정적인 수치를 제시하면서 공소외 1 회사에 투자할 것을 강력히 권유한 사실, ④ 피고인 1은 2010. 4. 28.부터 피고인 2 회사 명의의 공소외 1 회사 주식을 매도하기 시작하였음에도 불구하고, 2010. 4. 29. 및 2010. 4. 30. 위 게시판에 공소외 1 회사에는 아무런 문제가 없어 '스탁론' 자동반대매물이 사라지면 조만간 주가가 무조건 상승할 것이니 보유물량을 늘릴 것을 추천하거나, 3개월 동안 자신의 지시 없이는 공소외 1 회사 주식을 사지도 팔지도 말라거나, 자신은 2009. 9.경 1,300원 대에 매수한 공소외 1 회사 주식을 아직까지 한 주도 팔고 있지 않고, 자신이 공소외 1 회사 주식을 팔기 시작하면 단기 주가는 예측할 수 없게 될 것이라는 글을 올린 사실, ⑤ 피고인 1은 공소외 1 회사 주식을 지속적으로 매도하던 중인 2010. 6. 8.에도 위 게시판에 2012년부터는 공소외 1 회사의 재무구조가 초우량기업으로 전환되니 장기 투자자는 단기주가 변동에 일체 신경을 쓰지 말라는 글을 올렸고, 2010. 7. 10. 피고인 2 회사 회원들의 총 보유물량이 약 26~30%인데 이런 매물을 가진 조직에서 단기파동 때마다 회원들에게 매도리딩을 하면 주가가 급락하게 되므로 투자자들 모두가 충분한 수익이 발생하는 2012년 이후에야 공소외 1 회사 주식 매도 추천을 할 수 있다는 글을 올렸으며, 그 이후에도 공소외 1 회사에 대한 호재성 기사를 지속적으로 게시한 사실, ⑥ 피고인 2 회사 회원들 중 대부분은 피고인 1의 추천으로 공소외 1 회사 주식을 매수하게 되었을 뿐만 아니라, 피고인 1이 법 전문가이자 주식 전문가인 것처럼 행동하였기 때문에 대다수의 피고인 2 회사 회원들은 피고인 1의 주식투자 추천을 매우 신뢰하고 있었던 점, ⑦ 피고인 1은 금융감독원에서의 제1회 문답 당시 2010. 4. 28. 이후 공소외 1 회사 주식을 매각한 이유에 대해 "국세청이 피고인 1의 재산을 압류하였고, 생활비, 회사운영비 등 1년에 13억 원이 소요되므로 공소외 1 회사 주식을 매각하여 충당한 것"이라고 하면서도, "당시 공소외 1 회사 주가가 하락하고 있어서 주가하락에 따른 추가손실을 막기 위해 매도한 것"이라고 답하였고, 2010. 7. 23. 이후 공소외 1 회사 주식을 재매입한 이유에 대하여는 "매도 가격기준으로 35% 정도 하락하여 재매입하였다"고 진술한 점, ⑧ 피고인 1의 연 수입은 10억 원 이상이므로 생활비, 회사 운영비 등은 피고인 1의 수입에서 충분히 충당할 수 있을 것으로 보이므로, 압류된 주식을 제외한 모든 공소외 1 회사 주식을 매도한 이유를 납득하기 힘든 점, ⑨ 피고인 1은 검찰에서의 제2회 피의자신문 당시 "공소외 1 회사 주가의 변동성이 크기 때문에 현금화를 해놓으면 안정성이 있게 되어서 매각하였다"고 진술하는 등 오히려 공소외 1 회사 주식을 매도하여 현금화를 하는 것이 공소외

1 회사 주식을 계속 보유하는 것보다 안전한 자산관리방법이라고 판단하였음에도 '○○○ ○○'에는 최소한 2012년까지 공소외 1 회사 주식을 계속 보유하라는 글을 게시한 점, ⑩ 과세관청은 2010. 4. 23. 피고인 1의 △△은행 □□□ 증권거래계좌와 경기 양평군 소재 부동산을 압류하였고 2010. 4. 28. 피고인 1의 ◇◇◇◇증권 주식계좌를 추가로 압류하였다가 2010. 5. 12. ◇◇◇◇증권 주식계좌를 제외한 나머지 증권거래계좌에 대한 압류를 해제하였는데, 피고인 1은 압류 해제 이후에 대부분의 공소외 1 회사 주식을 매도한 사실, ⑪ 피고인 1은 피고인들 명의로 공소외 6 주식회사, 공소외 7 주식회사 등의 주식도 함께 보유하고 있었음에도 불구하고 자신이 장기 보유를 가장 강력하게 추천한 공소외 1 회사의 주식을 매도한 점, ⑫ 피고인 2 회사 IPO 검토보고서 및 사업보고서의 내용에 의하면, 코스닥 상장 요건을 갖추기 위하여 공소외 1 회사 주식을 실제로 매도하여 차익을 실현할 필요가 있었다는 피고인 1의 주장은 납득하기 어려운 점, ⑬ 이와 같이 피고인 1은 공소외 1 회사 주식의 장기 보유를 강조하면서도 자신은 공소외 1 회사의 주식을 매도하고, 공소외 1 회사의 주가가 하락하자 다시 이를 재매수하는 방법으로 공소외 1 회사 주가 하락으로 인한 손실을 회피하였고, 피고인 1의 추천을 믿고 공소외 1 회사의 주식을 계속 보유한 피고인 2 회사 회원들로서는 주식 매도 시기를 놓쳐 매우 낮은 가격에 공소외 1 회사 주식을 매도하거나 아예 이를 팔지도 못하고 현재까지 보유하고 있는 점 등을 종합하면, 피고인 1이 공소외 1 회사의 주가가 하락할 것을 예상하고 있었음에도 자신의 주식의 매도, 매수 관련 추천을 신뢰하는 피고인 2 회사 회원들에게 공소외 1 회사 주식을 2012년까지 계속 보유할 것을 강조하면서, 반대로 자신은 대부분의 주식을 매도하여 현금화한 것은 공소외 1 회사 주식의 매매와 관련한 부정한 수단, 계획 또는 기교에 해당할 뿐만 아니라, 공소외 1 회사 주식의 매매를 할 목적으로 피고인 2 회사 회원들에게 위계를 사용한 것에 해당한다고 판단하였다.

3) 이 법원의 판단

원심이 적법하게 채택·조사한 증거들에 의하여 인정되는 위와 같은 사실들과 원심이 적절하게 기재한 사정들, 여기에 ① 검찰에서의 제2회 피의자신문 당시 피고인 1이 "보유주식 매각사실을 알리지 않아 피고인 2 회사 회원들이 몰랐다.

2010. 4. 28. 법인 보유분을 매각하였고 향후 계속적으로 법인 보유분과 피고인 1의 계좌에 보유하고 있던 공소외 1 회사 주식을 매각할 상황이었기 때문에 다른 피고인 2 회사 회원들이 매입을 하게 되면 제 매물을 넘기는 것이 되고, 또 피고인 2 회사 회원들이 매각을 하게 되면 주가가 폭락해서 같이 손실을 보는 결과가 되기 때문에 2010. 4. 29.부터 향후 3개월 동안은 공소외 1 회사 주식을 매도·매수를 하지 말라고 했다"고 진술한 점, ② 피고인 1이 그 주장과 같은 이유로 공소외 1 회사 주식을 매각하였다고 하더라도 결국은 피고인들의 단기적인 차익실현을 위하여 공소외 1 회사 주식을 매각한 것에 불과한 점, ③ 피고인 1이 주가하락을 예상하고 피고인들의 주식을 매각하였거나 매각할 계획이었음에도 주가 추가하락으로 인한 피고인들의 손실을 피하기 위하여 피고인 2 회사 회원들에게는 주식의 장기 보유를 강조한 것은 위 회원들을 속인 것이라 보지 않을 수 없는 점 등을 더하여, 위 1)항의 법리에 비추어 종합적으로 살펴보면 원심의 판단은 정당하고, 당심증인 공소외 8, 공소외 9의 각 진술은 위 인정에 방해가 되지 아니하므로, 거기에 피고인들의 주장과 같은 사실오인이나 법리오해의 잘못이 있다고 할 수 없다.

따라서 피고인들의 이 부분 주장은 이유 없다.

다.

회피한 손실액 산정의 적법 여부

1) 원심의 판단

원심은, ① 피고인 1이 부정한 수단, 계획 또는 위계를 사용하여 피고인들 명의의 공소외 1 회사 주식을 매도함으로써 공소외 1 회사 주가하락으로 인한 손실을 회피한 사실, ② 피고인 1이 2010. 4. 28.부터 2010. 7. 2.까지 자신 명의의 공소외 1 회사 주식 555,366주 및 피고인 2 회사 명의의 공소외 1 회사 주식 1,036,052주, 합계 1,591,418주를 총 7,595,088,875원에 매도한 사실, ③ 피고인 1이 피고인 2 회사 명의로 2010. 5. 25. 공소외 1 회사 주식 8만 주를 342,051,300원에, 2010. 7. 23.부터 2010. 8. 27.까지 자신 명의로 356,041주 및 피고인 2 회사 명의로 832,305주, 합계 1,188,346주의 공소외 1 회사 주식을 3,916,610,745원에 재매수한 사실을 인정한 후, ㉠ 이에 따라 평균매도단가를 계산하면 4,772원이 되고, 평균재매수단가(2010. 5. 25.자 8만 주를 포함)는 3,357원이 되며, ㉡ 피고인 1이 공소외 1 회사 주식 재매수를 종료한 시점(2010. 8. 27.)을 기준으로 삼아 그 회피한 손실액을 산정하는 것이 타당하고, ㉢ 회피한 손실액에서 공제하는 공소외 1 회사 주가하락으로 인한 손실액을 계산함에 있어서도 재매수대금 전체가 아닌 공소외 1 회사 주식의 평균재매수단가에서 위 2010. 8. 27.자 증가를 뺀 금액에 재매수수량을 곱한 금액만을 공제하여야 하므로, 피고인 1이 회피한 손실액은 2,344,578,134원 $\{[4,772\text{원(평균매도단가)} - 3,070\text{원(2010. 8. 27. 증가)}] \times 1,591,418\text{주} - \{[3,357\text{원(평균재매수단가)} - 3,070\text{원}] \times 1,268,346\text{주}\}$ 이 된다고 판단하였다.

2) 이 법원의 판단

가) 자본시장법 제443조 제1항 단서 및 제2항에서 규정하고 있는 '위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액'이란 그 위반행위와 관련된 거래로 인한 이익 또는 회피한 손실액을 말하는 것으로서 위반행위로 인하여 발생한 위험과 인과관계가 인정되는 것을 의미하고, 그에 관한 입증책임은 검사가 부담한다(대법원 2012. 1. 27. 선고 2011도14247 판결 등 참조). 나아가 자본시장법 제443조 제1항 단서 및 제2항은 '위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액'을 범죄구성요건의 일부로 삼아 그 가액에 따라 그 죄에 대한 형벌을 가중하고 있으므로, 이를 적용할 때에는 위반행위로 얻은 이익의 가액 또는 회피한 손실액을 엄격하고 신중하게 산정함으로써 범죄와 형벌 사이에 적절한 균형이 이루어져야 한다는 죄형균형 원칙이나 형벌은 책임에 기초하고 그 책임에 비례하여야 한다는 책임주의 원칙을 훼손하지 않도록 유의하여야 한다(대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도8109 판결 등 참조).

나) 살피건대, 원심이 인정한 바와 같이 피고인 1이 부정한 수단, 계획 또는 위계를 사용하여 피고인들 명의의 공소외 1 회사 주식을 매도함으로써 공소외 1 회사 주가하락으로 인한 손실을 회피한 것이라고 한다면, 그 회피한 손실액은 피고인 1이 부정한 수단, 계획 또는 위계를 사용한 경우의 공소외 1 회사 주식가액에서 이를 사용하지 않았을 경우의 공소외 1 회사 주식가액을 공제한 금액이 된다고 보아야 할 것이므로, 단순히 매도가격에서 재매수가격을 공제하는 방식으로 회피한 손실액을 산정한 원심의 판단은 납득하기 어렵다.

그리고 부정한 수단, 계획 또는 위계를 사용함으로써 공소외 1 회사 주식가액에 미친 영향을 알아내기 위해서는 먼저 피고인 1의 추천을 받고 공소외 1 회사 주식을 계속 보유한 피고인 2 회사 회원들의 주식 보유량, 그들이 공소외 1 회사 총주식수량에서 차지하는 비중 등이 밝혀져야 하는데, ① 이 사건 부정거래행위 당시 피고인 2 회사 회원들 및 지인들의 공소외 1 회사 주식 보유량이 피고인 1의 주장과 같이 전체의 26~30%에 이른다고 볼 객관적인 자료가 없는 점, ② 피고인 1의 추천에 따라 피고인 2 회사 회원들이 모두 공소외 1 회사 주식을 매도하지 않았다고 볼 자료도 없는 점 등에 비추어 보면, 검사가 제출한 모든 증거들을 종합하여도 부정한 수단, 계획 또는 위계를 사용함으로써 인하여 공소외 1 회사 주식가액에 미친 영향이 어느 정도인지를 알 수 없고, 결국 이 사건 부정거래행위로 회피한

손실액은 산정할 수 없는 경우에 해당한다.

- 다) 따라서 피고인 1이 이 사건 부정거래행위로 인하여 2,344,578,134원의 손실을 회피하였다고 판단한 원심에는 자본시장법 위반행위로 회피한 손실액 산정에 관한 법리를 오해하여 판결에 영향을 미친 잘못이 있다.

3. 결론

그렇다면 피고인들의 사실오인 내지 법리오해 주장은 이유 있으므로 피고인들 및 검사의 양형부당 주장에 대한 판단을 생략한 채 형사소송법 제364조 제6항에 따라 원심판결 중 유죄부분(이유 무죄부분 포함)을 파기하고 변론을 거쳐 다시 다음과 같이 판결한다.

【이유】

】1. 항소이유의 요지

가. 피고인들

1) 사실오인 및 법리오해

가) 시세조종행위 등의 금지 위반의 점에 관하여

- 피고인 1이 '○○○ ○○' 게시판에 공소외 1 주식회사(이하 '공소외 1 회사'라 한다)의 주식에 관하여 올린 글들의 취지는, 향후 3D 산업의 급성장 전망에 비추어 보면 공소외 1 회사 주식은 대단히 유망한 종목임에도 현재 주가가 매우 저평가되어 있고, 공소외 1 회사의 향후 10년간 성장가치를 고려할 때 공소외 1 회사 주식은 단타 매매를 해서는 안되고 최소 2년 이상 장기투자를 해야 하며, 워렌 버핏이 강조한 '행동하는 주주' 즉 '주주는 주주총회에 적극적으로 참여하여 의견을 개진하고, 이사회가 회사 및 주주의 이익에 반하는 행동을 하지 못하도록 견제해야 한다'는 경영참여의 원칙에 따라 피고인 1도 행동하는 주주로서 공소외 1 회사에 경영참여를 선언한 것이다.
- 피고인 1이 2010. 3.말 개최되는 공소외 1 회사의 정기주주총회에 공소외 1 회사 주식을 보유한 피고인 2 회사 회원들로부터 의결권 행사위임장을 받아 참석하려 했던 것도 행동하는 주주로서 주주가치 제고를 위한 행동을 하려는 목적이었으나, 금융감독원에 질의한 결과 피고인 2 회사 회원들로부터 위임장을 받기에는 시간이 부족했고 관심 있는 개별 주주들이 주주총회에 참석하여 발언하는 것만으로도 당초 의도한 목적을 충분히 달성할 수 있다고 판단하여 결국 의결권 대리행사를 하지 않기로 한 것이다.
- 피고인 1은 인위적인 조작을 가하여 공소외 1 회사 주식 시세를 변동시키려는 의도가 없었고 실제로 그와 같은 인위적인 조작을 한 적도 없었으므로 피고인 1이 게재한 글들에는 공소외 1 회사 주식의 매매를 유인할 목적이 있었다고 볼 수 없다.
- 피고인 1은 자신이 공소외 1 회사 주가와 관련된 시장 조작을 하겠다는 것을 암시한 적이 없고 자신의 시장조작에 의하여 공소외 1 회사 주가가 변동된다는 취지로 말한 적도 없다.
- 피고인 1이 '○○○ ○○' 게시판에 게재한 글들을 통해 선언한 공소외 1 회사 경영참여는 워렌 버핏이 강조한 '행동하는 주주'로서 일반적인 투자원칙을 표현한 것에 불과하므로, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 '자본시장법'이라 한다) 제176조 제2항 제3호에서 정한 '그 증권의 매매를 함에 있어서 중요한 사실'에 해당하지 않고 '거짓의

표시 또는 오해를 유발시키는 표시'에도 해당하지 않는다.

- 따라서 원심의 판단은, 피고인 1이 '○○○ ○○'에 게재한 글들의 전체적인 취지를 살피지 않고 몇 개의 글들을 추려내어 지엽말단적으로 살핀 결과 사실을 오인하고 자본시장법 제176조 제2항 제2호 및 제3호에 대한 법리를 오해한 잘못이 있다.

나) 부정거래행위 등의 금지 위반의 점에 관하여

- 피고인 1은 '공소외 1 회사 주가가 급등락을 반복할 수 있으나, 장기적인 가치를 보고 투자하는 사람이라면 공소외 1 회사 주식을 계속 보유하는 것이 좋다'라고 추천했던 것이며, '○○○ ○○' 게시판에 이용하는 사람들에게 공소외 1 회사 주식을 무조건 팔지 말라거나 팔아서 안 된다고 한 적이 없으며, 오히려 각자의 사정에 따라 자유롭게 매매하도록 권유하였다.
- 피고인 1이 '○○○ ○○' 게시판에 게시한 글들에서 "2012년 이전에는 공소외 1 회사 주식의 매도리딩(매도하라는 추천)을 하지 않겠다"고 강조했던 것은 공소외 1 회사 주식의 장기 보유를 강조하는 의미일 뿐 피고인들이 보유한 공소외 1 회사 주식을 2012년 이전에 절대 매도하지 않겠다고 한 것은 아니었다.
- 피고인 2 주식회사(이하 '피고인 2 회사'라 한다)의 경우 법인증권거래계좌가 2009년 연말대차대조표상 18억 원의 손실이 난 상태를 해소함으로써 피고인 2 회사가 추진하던 코스닥 상장의 장애요소를 제거하기 위하여 공소외 1 회사 주식을 매도한 것이고, 피고인 1의 경우 국세청에서 세금체납을 이유로 개인증권거래계좌를 전부 압류한 적이 있어서 향후 과세관청과의 소송에 대비하고 동생의 결혼자금을 비롯한 가족의 생활비와 회사 운영비 등을 충당하기 위하여 공소외 1 회사 주식을 매도한 것이다.
- 피고인들이 공소외 1 회사 주식을 최초 매수했던 시점은 2009. 9.~10.경이었고, 일시적으로 매도했던 시점은 2010. 5.~6.경으로서 약 8~9개월간 보유했던 것이므로 단타매매에 해당하지 않고 특히 국세청의 개인증권거래계좌 압류가 대부분 해제된 이후 국세청의 재압류 의사가 없음을 확인하고 공소외 1 회사 주식을 다시 매수하였으므로, 피고인들이 단기 차익을 실현할 목적으로 공소외 1 회사 주식을 매도했다가 다시 매수했다고 볼 수 없다.

- 위와 같은 사정들에 따르면, 피고인들이 2010년경 공소외 1 회사 주식을 일시적으로 매도함에 있어서 피고인 2 회사 회원들을 상대로 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용했다거나 위계를 사용했다고 평가할 수 없다.

- 따라서 원심의 판단은 사실을 오인하고 자본시장법 제178조 제1항 제1호, 제2항에 대한 법리를 오해한 잘못이 있다.

다) 피고인들이 회피한 손실액에 관하여

피고인들의 보유 주식 매도에 따라 회피한 손실금액은 원심과 같은 방법으로 산정해야 하나, 회피한 손실금액에서 공제해야 하는 금액은 피고인들의 재매수 이후 실제로 발생하고 있는 손실액이어야 하는데, 피고인들의 재매수 이후 공소외 1 회사 주가가 계속 하락하여 피고인들이 실제로 많은 손실을 입고 있으므로 피고인들의 평균재매수단가(3,357원)에서 '이 사건 기소일자 또는 판결선고일자'의 공소외 1 회사 주가를 공제한 금액에 재매수 주식수를 곱하는 방식으로 계산하여야 한다.

2) 양형부당

원심의 형은 너무 무거워서 부당하다.

나. 검사

원심의 형은 너무 가벼워서 부당하다.

2. 판단

가. 시세조종행위 등의 금지 위반 여부

1) 시세조종행위 여부의 판단기준

자본시장법 제176조 제2항 소정의 '매매를 유인할 목적'이라 함은 인위적인 조작을 가하여 시세를 변동시킴에도 불구하고, 투자자에게는 그 시세가 증권시장 등에서의 자연적인 수요·공급의 원칙에 의하여 형성된 것으로 오인시켜 증권 등의 매매에 끌어들이려는 목적으로서 다른 목적과의 공존 여부나 어느 목적이 주된 것인지는 문제되지 아니하고, 목적에 대한 인식의 정도도 미필적 인식으로 충분하며, 투자자의 오해를 실제로 유발하였는지 여부나 타인에게 손해가 발생하였는지 여부 등도 문제가 되지 아니하고, 이러한 목적은 당사자가 이를 자백하지 않더라도 그 유가증권의 성격과 발행된 유가증권의 총수, 매매거래의 동기와 태양(순차적 가격상승주문 또는 가장매매, 시장관여율의 정도, 지속적인 종가관여 등), 그 유가증권의 가격 및 거래량의 동향, 전후의 거래상황, 거래의 경제적 합리성 및 공정성 등의 간접사실을 종합적으로 고려하여 판단할 수 있다(대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도8109 판결, 대법원 2010. 6. 24. 선고 2007도9051 판결 등 참조).

그리고 자본시장법 제176조 제2항 제3호에서 정한 '그 증권의 매매를 함에 있어서 중요한 사실'이란 당해 법인의 재산·경영에 관하여 중대한 영향을 미치거나 특정 증권 등의 공정거래와 투자자 보호를 위하여 필요한 사항으로서 투자자의 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 사항을 의미한다(대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도8109 판결, 대법원 2009. 7. 9. 선고 2009도1374 판결 등 참조).

2) 원심의 판단

피고인들은 원심에서도 이 부분 항소이유와 동일한 취지의 주장을 하였고, 원심은 '피고인들 및 변호인의 주장에 관한 판단'이라는 제목하에, ① 피고인 1이 2009. 10. 23. 자신이 개최한 세미나에서 피고인 2 회사 회원들에게 공소외 1 회사의 주가가 2010년 3,750원(약 3배), 2011년 7,500원(약 6배), 2012년 15,000원(약 12배), 2013년 30,000원(약 24배), 2014년 60,000원(약 48배), 2015년 120,000원(약 96배)으로 폭등할 것이라는 내용의 강의를 하고 그와 관련한 자료를 배포하였으며, 2009. 10. 25. 피고인 2 회사 사이트내에 주식에 관한 정보를 제공하고 매수추천 등을 하는 '○○○ ○○'을 개설한 직후부터 공소외 1 회사 주식의 매수시점 및 매수가격에 대한 추천을 실시간으로 게시하였고 피고인 2 회사 회원들에게 유사한 내용의 문자메시지를 수시로 발송하였으며, 구체적인 예상주가를 제시하거나 주가가 높은 다른 종목과의 비교 등을 통하여 매우 단정적인 어조로 공소외 1 회사 주식을 매수할 경우 안정적으로 큰 수익을 거둘 수 있다는 글을 게시한 사실, ② 공소외 1 회사의 주가는 2009. 10. 23.부터 2009. 11. 20.까지는 큰 변화가 없었으나, 2009. 11. 20. 1,595원이던 공소외 1 회사의 주가는 2010. 1. 5. 9,300원까지 급등하였고(483%), 평균 거래량도 약 10배 가량 급증하였으며, 이후 2010. 1. 6. 장중 10,450원까지 상승한 공소외 1 회사의 주가는 그 이후 지속적으로 하락세를 기록하여 2010. 3. 30. 5,080원, 2010. 7. 30. 3,385원, 2010. 12. 30. 2,360원이 되었고, 이 사건 기소 당시(2012. 1. 30.)의 주가는 803원인 사실, ③ 피고인 1은 2009. 8. 14.부터 2010. 2. 2.까지 자신 명의로 공소외 1 회사 주식 868,046주(매수금액 1,282,059,725원), 피고인 2 회사 명의로 1,142,052주(매수금액 1,525,332,995원), 합계 2,010,098주(그외 공소외 3 주식회사 명의로 23,077주)를 매수하였고, 그 중 피고인 1 명의의

주식 4,868주, 피고인 2 회사 명의의 주식 10,000주를 매도하였으며, 피고인 1은 2010. 4. 28.부터 2010. 7. 2.까지 자신 명의의 공소외 1 회사 주식 555,366주 및 피고인 2 회사 명의의 공소외 1 회사 주식 1,036,052주, 합계 1,591,418주를 총 7,595,088,875원에 매도하였고(다만 2010. 5. 25.에는 피고인 2 회사 명의로 8만 주를 매수하였다), 2010. 7. 23.부터 2010. 8. 27.까지 자신 명의로 356,041주 및 피고인 2 회사 명의로 832,305주, 합계 1,188,346주의 공소외 1 회사 주식을 3,916,610,745원에 재매수한 사실, ④ 피고인 1이 2010. 1. 9.경부터 '○○○ ○○' 게시판 및 증권 관련 포털 사이트에, 피고인 2 회사 회원들 및 지인들의 공소외 1 회사 주식 보유량을 파악하고 의결권 행사를 위임받아 공소외 1 회사의 경영에 참여할 것이며, 공소외 1 회사의 최대주주로서 중요한 경영사항에 관하여 사전보고를 받는 등 재무감독권을 행사하는 방식으로 공소외 1 회사의 경영을 사실상·법적으로 통제하여 주가에 미칠 수 있는 악재를 관리하겠다는 취지의 글을 지속적으로 게재하였던 사실, ⑤ 또한 피고인 1은 공소외 1 회사의 대표이사인 공소외 4와 대학 동문임을 강조하면서, '공소외 1 회사의 대표이사와 1:1로 만나 세상 사람들이 알아서는 안 될 이야기를 나누고자 한다', '공소외 1 회사의 경영에 참여하는 동안에는 공소외 1 회사의 최상위 내부정보를 알게 되어 공소외 1 회사 주식의 매수추천을 할 수 없다'는 글도 게시하였는데, 위와 같은 게시글들을 통하여 피고인 2 회사의 회원들은 피고인 1이 공소외 1 회사의 경영에 참여함으로써 일반인은 알 수 없는 내부정보를 보유하고 공소외 1 회사의 주가를 피고인 2 회사 회원들에게 유리한 방향으로 관리하여 안정적인 수익을 얻을 수 있을 것으로 생각하게 되었으며, 이러한 사정은 공소외 1 회사의 주식 매수에 있어 중요한 유인이 되었던 점, ⑥ 그러나 공소외 4는 피고인 1이 2010. 4.경 피고인 2 회사 회원 및 지인들의 공소외 1 회사 주식 보유량 합계를 통보하면서 자신과 만나 줄 것을 요청하여 비로소 피고인 1 및 피고인 2 회사의 존재를 알게 되었을 뿐 그 전에는 피고인 1을 알지 못하였고, 피고인 1은 공소외 4와 만난 자리에서 'BW나 CD 발행을 자제하고, 차입을 하라'는 것과 같은 기업경영에 관한 일반적인 이야기를 하였을 뿐 직접 경영에 참여할 의사를 밝히지도 않았으며, 내부자 정보로 볼 수 있는 이야기는 전혀 오고가지 않았던 사실, ⑦ 피고인 1은 2010. 1. 5.부터 '○○○ ○○' 게시판에 피고인 2 회사 회원 및 지인들의 공소외 1 회사 주식 보유량을 강조하면서 '피고인 2 회사 가족이 사실상 공소외 1 회사의 대주주이다', '우리가 물량을 잠그면 주가가 계속 상승한다', '피고인 2 회사 회원들 및 지인들의 주식투자액이 3,000억 원으로 추정되는데, 이런 자금 규모로는 시가총액 1조 원 이하인 회사의 주가를 좌지우지할 수 있다', '공소외 1 회사 주가 3만 원대 안착까지는 25%의 지분을 가진 피고인 2 회사 회원들이 물량을 잠가야 한다', '피고인 2 회사 회원들의 지분비율이 26.91%에 이른다'는 등과 같은 글을 지속적으로 올렸는데, 이와 같은 글은 피고인 1 및 피고인 1을 따르는 피고인 2 회사 회원들의 주식매도 및 매수에 따라 공소외 1 회사의 주가가 변동한다는 내용으로 보아야 하는 점, ⑧ 피고인 회사의 법무팀장은 2010. 3. 17. 물리적 시간 부족 등을 이유로 위임에 의한 공소외 1 회사 주주총회 참가가 무의미하므로 직접 참가를 하고 피고인 1도 변동사항이 없으면 직접 참관할 예정이라는 글을 게시하였으며, 피고인 1도 같은 날 자본시장법이 사실상 직접 참가만 가능하도록 개정되어서 의결권 위임이 무의미해졌다는 글을 올렸으나, 피고인 1은 애초부터 피고인 2 회사 회원들로부터 의결권 위임을 받아 주주총회에서 이를 행사할 의사가 없었던 것으로 보이고, 피고인 1 자신도 주주총회에 참석하지 않은 점, ⑨ 공소외 1 회사가 2009. 7. 9. 금융감독원에 제출한 공시자료에 의하면 공소외 1 회사의 향후 사업전망은 불확실한 면이 많은 상황이었던 점, ⑩ 피고인 1이 게시한 글의 서술방식 및 피고인 2 회사 회원들의 반응 등과 같은 사정을 종합하여 보면, 피고인 1은 공소외 1 회사의 향후 주가를 예상하기 매우 힘든 상황임에도 불구하고 피고인 2 회사 회원들이 공소외 1 회사 주식을 지속적으로 매입하고 팔지 않으면 무조건 주가가 상승하여 3만 원대까지 갈 수 있고, 자신이 피고인 2 회사 회원들을 대리하여 공소외

1 회사의 경영에 참여하여 주가에 악영향을 미치는 요소들을 관리하겠다는 등과 같은 글을 지속적으로 게시함으로써 공소외 1 회사 주식의 매매를 유인할 목적으로 공소외 1 회사 주식의 시세가 자기의 시장 조작에 의하여 변동한다는 말을 유포하고, 공소외 1 회사 주식의 매매에 있어 중요한 사실에 관하여 거짓의 표시 또는 오해를 유발시키는 표시를 하였음이 인정된다고 판단하였다.

3) 이 법원의 판단

원심이 적법하게 채택·조사한 증거들에 의하여 인정되는 위와 같은 사실들과 원심이 적절하게 기재한 사정들, 여기에서 피고인 1이 단순히 유사투자자문업자로서 일반적인 투자자문으로 유망한 종목에 대한 투자를 추천하는 차원을 넘어서 피고인들이 보유한 공소외 1 회사 주식의 시가 상승 또는 유지를 위하여 자신의 영향력 하에 있는 피고인 2 회사 회원들에게 공소외 1 회사 주식 매수를 적극 추천한 측면이 있는 것으로 보이는 점, 피고인 1이 주장한 경영참여가 단순히 주주로서의 일반적인 권리를 행사하겠다는 취지로는 보여지지 않는 점, 검사가 자본시장법 제176조 제2항 제1호에서 규제하는 시세조종행위로 의율하지 않았음은 분명하고, 원심 역시 같은 전제 하에 공소사실을 판단한 점 등을 더하여, 위 1)항의 법리에 비추어 종합적으로 살펴보면 원심의 판단은 정당하고, 당심증인 공소외 5의 진술은 위와 같은 판단에 별다른 영향을 미치지 못하므로, 거기에 피고인들의 주장과 같은 사실오인이나 법리오해의 잘못이 있다고 할 수 없다.

따라서 피고인들의 이 부분 주장은 이유 없다.

나. 부정거래행위 등의 금지 위반 여부

1) 부정거래행위 여부의 판단기준

자본시장법 제178조 제1항 제1호는 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래와 관련하여 '부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위'를 금지하고 있는데, 여기서 '부정한 수단, 계획 또는 기교'란 사회통념상 부정하다고 인정되는 일체의 수단, 계획 또는 기교를 말한다.

자본시장법 제178조 제2항은 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 할 목적이거나 그 시세의 변동을 도모할 목적으로 '품문의 유포, 위계의 사용, 폭행 또는 협박'을 하는 것을 금지하고 있는데, 여기서 '위계'란 거래 상대방이나 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 2011. 10. 27. 선고 2011도 8109 판결 등 참조).

또한 자본시장법이 이와 같이 사기적 부정거래행위를 금지하는 것은 증권거래에 관한 사기적 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 하는 데 그 목적이 있으므로, 유가증권의 매매 등 거래와 관련한 행위인지 여부나 위계인지 여부 및 유가증권의 매매 등 거래를 할 목적인지 여부 등은 행위자의 지위, 행위자가 특정 진술이나 표시를 하게 된 동기와 경위, 그 진술 등이 미래의 재무상태나 영업실적 등에 대한 예측 또는 전망에 관한 사항일 때에는 합리적인 근거에 기초하여 성실하게 행하여진 것인지 여부, 그 진술 등의 내용이 거래 상대방이나 불특정 투자자들에게 오인·착각을 유발할 위험이 있는지 여부, 행위자가 그 진술 등을 한 후 취한 행동과 주가의 동향, 행위 전후의 제반 사정 등을 종합적·전체적으로 고려

하여 객관적인 기준에 따라 판단하여야 한다(대법원 2011. 3. 10. 선고 2008도6335 판결 등 참조).

그리고 피고인이 목적의 존재를 부인하는 경우에는 이러한 주관적 구성요건 요소인 사실은 그 성질상 상당한 관련성이 있는 간접사실 또는 정황사실을 분석하는 방법에 의하여 그 존부를 판단할 수밖에 없고, 이때 무엇이 목적의 존재를 뒷받침할 수 있는 상당한 관련성이 있는 간접사실 또는 정황사실에 해당하는 것인지는 정상적인 경험칙에 바탕을 두고 치밀한 관찰력 및 분석력에 의하여 합리적으로 판단하여야 한다(대법원 2012. 6. 28. 선고 2012도3782 판결 등 참조).

2) 원심의 판단

피고인들은 원심에서도 이 부분 항소이유와 동일한 취지의 주장을 하였고, 원심은 '피고인들 및 변호인의 주장에 관한 판단'이라는 제목하에, ① 유사투자자문업자라고 하더라도 자본시장법에 규정된 금융투자자문업자의 각종 의무에 준하는 정도의 의무가 있다고 보아야 하는 점, ② 피고인 1은 2009. 10.경부터 공소외 1 회사 주식의 매입을 강력하게 추천하면서 최소한 2012년까지 장기보유하면 무조건 고수익이 날 것이라고 장담한 사실, ③ 피고인 1은 공소외 1 회사의 주가가 지속적으로 하락중이던 2010. 4.경에도 위 게시판에 올린 글들에서 공소외 1 회사의 매출을 장담할 아무런 구체적인 근거 없이 단정적인 수치를 제시하면서 공소외 1 회사에 투자할 것을 강력히 권유한 사실, ④ 피고인 1은 2010. 4. 28.부터 피고인 2 회사 명의의 공소외 1 회사 주식을 매도하기 시작하였음에도 불구하고, 2010. 4. 29. 및 2010. 4. 30. 위 게시판에 공소외 1 회사에는 아무런 문제가 없어 '스탁론' 자동반대매물이 사라지면 조만간 주가가 무조건 상승할 것이니 보유물량을 늘릴 것을 추천하거나, 3개월 동안 자신의 지시 없이는 공소외 1 회사 주식을 사지도 팔지도 말라거나, 자신은 2009. 9.경 1,300원 대에 매수한 공소외 1 회사 주식을 아직까지 한 주도 팔고 있지 않고, 자신이 공소외 1 회사 주식을 팔기 시작하면 단기 주가는 예측할 수 없게 될 것이라는 글을 올린 사실, ⑤ 피고인 1은 공소외 1 회사 주식을 지속적으로 매도하던 중인 2010. 6. 8.에도 위 게시판에 2012년부터는 공소외 1 회사의 재무구조가 초우량기업으로 전환되니 장기 투자자는 단기주가 변동에 일체 신경을 쓰지 말라는 글을 올렸고, 2010. 7. 10. 피고인 2 회사 회원들의 총 보유물량이 약 26~30%인데 이런 매물을 가진 조직에서 단기파동 때마다 회원들에게 매도리딩을 하면 주가가 급락하게 되므로 투자자들 모두가 충분한 수익이 발생하는 2012년 이후에야 공소외 1 회사 주식 매도 추천을 할 수 있다는 글을 올렸으며, 그 이후에도 공소외 1 회사에 대한 호재성 기사를 지속적으로 게시한 사실, ⑥ 피고인 2 회사 회원들 중 대부분은 피고인 1의 추천으로 공소외 1 회사 주식을 매수하게 되었을 뿐만 아니라, 피고인 1이 법 전문가이자 주식 전문가인 것처럼 행동하였기 때문에 대다수의 피고인 2 회사 회원들은 피고인 1의 주식투자 추천을 매우 신뢰하고 있었던 점, ⑦ 피고인 1은 금융감독원에서의 제1회 문답 당시 2010. 4. 28. 이후 공소외 1 회사 주식을 매각한 이유에 대해 "국세청이 피고인 1의 재산을 압류하였고, 생활비, 회사운영비 등 1년에 13억 원이 소요되므로 공소외 1 회사 주식을 매각하여 충당한 것"이라고 하면서도, "당시 공소외 1 회사 주가가 하락하고 있어서 주가하락에 따른 추가손실을 막기 위해 매도한 것"이라고 답하였고, 2010. 7. 23. 이후 공소외 1 회사 주식을 재매입한 이유에 대하여는 "매도 가격기준으로 35% 정도 하락하여 재매입하였다"고 진술한 점, ⑧ 피고인 1의 연 수입은 10억 원 이상이므로 생활비, 회사 운영비 등은 피고인 1의 수입에서 충분히 충당할 수 있을 것으로 보이므로, 압류된 주식을 제외한 모든 공소외 1 회사 주식을 매도한 이유를 납득하기 힘든 점, ⑨ 피고인 1은 검찰에서의 제2회 피의자신문 당시 "공소외 1 회사 주가의 변동성이 크기 때문에 현금화를 해놓으면 안정성이 있게 되어서 매각하였다"고 진술하는 등 오히려 공소외 1 회사 주식을 매도하여 현금화를 하는 것이 공소외 1 회사 주식을 계속 보유하는 것보다 안전한 자산관리방법이라고 판단하였음에도 '○○○ ○○'에는 최소한 2012년

까지 공소외 1 회사 주식을 계속 보유하라는 글을 게시한 점, ⑩ 과세관청은 2010. 4. 23. 피고인 1의 △△은행 □□□ 증권거래계좌와 경기 양평군 소재 부동산을 압류하였고 2010. 4. 28. 피고인 1의 ◇◇◇◇증권 주식계좌를 추가로 압류하였다가 2010. 5. 12. ◇◇◇◇증권 주식계좌를 제외한 나머지 증권거래계좌에 대한 압류를 해제하였는데, 피고인 1은 압류 해제 이후에 대부분의 공소외 1 회사 주식을 매도한 사실, ⑪ 피고인 1은 피고인들 명의로 공소외 6 주식회사, 공소외 7 주식회사 등의 주식도 함께 보유하고 있었음에도 불구하고 자신이 장기 보유를 가장 강력하게 추천한 공소외 1 회사의 주식을 매도한 점, ⑫ 피고인 2 회사 IPO 검토보고서 및 사업보고서의 내용에 의하면, 코스닥 상장 요건을 갖추기 위하여 공소외 1 회사 주식을 실제로 매도하여 차익을 실현할 필요가 있었다는 피고인 1의 주장은 납득하기 어려운 점, ⑬ 이와 같이 피고인 1은 공소외 1 회사 주식의 장기 보유를 강조하면서도 자신은 공소외 1 회사의 주식을 매도하고, 공소외 1 회사의 주가가 하락하자 다시 이를 재매수하는 방법으로 공소외 1 회사 주가 하락으로 인한 손실을 회피하였고, 피고인 1의 추천을 믿고 공소외 1 회사의 주식을 계속 보유한 피고인 2 회사 회원들로서는 주식 매도 시기를 놓쳐 매우 낮은 가격에 공소외 1 회사 주식을 매도하거나 아예 이를 팔지도 못하고 현재까지 보유하고 있는 점 등을 종합하면, 피고인 1이 공소외 1 회사의 주가가 하락할 것을 예상하고 있었음에도 자신의 주식의 매도, 매수 관련 추천을 신뢰하는 피고인 2 회사 회원들에게 공소외 1 회사 주식을 2012년까지 계속 보유할 것을 강조하면서, 반대로 자신은 대부분의 주식을 매도하여 현금화한 것은 공소외 1 회사 주식의 매매와 관련한 부정한 수단, 계획 또는 기교에 해당할 뿐만 아니라, 공소외 1 회사 주식의 매매를 할 목적으로 피고인 2 회사 회원들에게 위계를 사용한 것에 해당한다고 판단하였다.

3) 이 법원의 판단

원심이 적법하게 채택·조사한 증거들에 의하여 인정되는 위와 같은 사실들과 원심이 적절하게 기재한 사정들, 여기에

① 검찰에서의 제2회 피의자신문 당시 피고인 1이 “보유주식 매각사실을 알리지 않아 피고인 2 회사 회원들이 몰랐다.

2010. 4. 28. 법인 보유분을 매각하였고 향후 계속적으로 법인 보유분과 피고인 1의 계좌에 보유하고 있던 공소외 1 회사 주식을 매각할 상황이었기 때문에 다른 피고인 2 회사 회원들이 매입을 하게 되면 제 매물을 넘기는 것이 되고, 또 피고인 2 회사 회원들이 매각을 하게 되면 주가가 폭락해서 같이 손실을 보는 결과가 되기 때문에 2010. 4. 29.부터 향후 3개월 동안은 공소외 1 회사 주식을 매도·매수를 하지 말라고 했다”고 진술한 점, ② 피고인 1이 그 주장과 같은 이유로 공소외 1 회사 주식을 매각하였다고 하더라도 결국은 피고인들의 단기적인 차익실현을 위하여 공소외 1 회사 주식을 매각한 것에 불과한 점, ③ 피고인 1이 주가하락을 예상하고 피고인들의 주식을 매각하였거나 매각할 계획이었음에도 주가 추가하락으로 인한 피고인들의 손실을 피하기 위하여 피고인 2 회사 회원들에게는 주식의 장기 보유를 강조한 것은 위 회원들을 속인 것이라 보지 않을 수 없는 점 등을 더하여, 위 1)항의 법리에 비추어 종합적으로 살펴보면 원심의 판단은 정당하고, 당심증인 공소외 8, 공소외 9의 각 진술은 위 인정에 방해가 되지 아니하므로, 거기에 피고인들의 주장과 같은 사실오인이나 법리오해의 잘못이 있다고 할 수 없다.

따라서 피고인들의 이 부분 주장은 이유 없다.

다.

회피한 손실액 산정의 적법 여부

1) 원심의 판단

원심은, ① 피고인 1이 부정한 수단, 계획 또는 위계를 사용하여 피고인들 명의의 공소외 1 회사 주식을 매도함으로써 공소외 1 회사 주가하락으로 인한 손실을 회피한 사실, ② 피고인 1이 2010. 4. 28.부터 2010. 7. 2.까지 자신 명의의 공소외 1 회사 주식 555,366주 및 피고인 2 회사 명의의 공소외 1 회사 주식 1,036,052주, 합계 1,591,418주를 총 7,595,088,875원에 매도한 사실, ③ 피고인 1이 피고인 2 회사 명의로 2010. 5. 25. 공소외 1 회사 주식 8만 주를 342,051,300원에, 2010. 7. 23.부터 2010. 8. 27.까지 자신 명의로 356,041주 및 피고인 2 회사 명의로 832,305주, 합계 1,188,346주의 공소외 1 회사 주식을 3,916,610,745원에 재매수한 사실을 인정한 후, ㉠ 이에 따라 평균매도단가를 계산하면 4,772원이 되고, 평균재매수단가(2010. 5. 25.자 8만 주를 포함)는 3,357원이 되며, ㉡ 피고인 1이 공소외 1 회사 주식 재매수를 종료한 시점(2010. 8. 27.)을 기준으로 삼아 그 회피한 손실액을 산정하는 것이 타당하고, ㉢ 회피한 손실액에서 공제하는 공소외 1 회사 주가하락으로 인한 손실액을 계산함에 있어서도 재매수대금 전체가 아닌 공소외 1 회사 주식의 평균재매수단가에서 위 2010. 8. 27.자 증가를 뺀 금액에 재매수수량을 곱한 금액만을 공제하여야 하므로, 피고인 1이 회피한 손실액은 2,344,578,134원 $[(4,772\text{원(평균매도단가)} - 3,070\text{원}(2010. 8. 27. \text{ 증가})) \times 1,591,418\text{주}] - [(3,357\text{원(평균재매수단가)} - 3,070\text{원}) \times 1,268,346\text{주}]$ 이 된다고 판단하였다.

2) 이 법원의 판단

가) 자본시장법 제443조 제1항 단서 및 제2항에서 규정하고 있는 '위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액'이란 그 위반행위와 관련된 거래로 인한 이익 또는 회피한 손실액을 말하는 것으로서 위반행위로 인하여 발생한 위험과 인과관계가 인정되는 것을 의미하고, 그에 관한 입증책임은 검사가 부담한다(대법원 2012. 1. 27. 선고 2011도14247 판결 등 참조). 나아가 자본시장법 제443조 제1항 단서 및 제2항은 '위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액'을 범죄구성요건의 일부로 삼아 그 가액에 따라 그 죄에 대한 형벌을 가중하고 있으므로, 이를 적용할 때에는 위반행위로 얻은 이익의 가액 또는 회피한 손실액을 엄격하고 신중하게 산정함으로써 범죄와 형벌 사이에 적절한 균형이 이루어져야 한다는 죄형균형 원칙이나 형벌은 책임에 기초하고 그 책임에 비례하여야 한다는 책임주의 원칙을 훼손하지 않도록 유의하여야 한다(대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도8109 판결 등 참조).

나) 살피건대, 원심이 인정한 바와 같이 피고인 1이 부정한 수단, 계획 또는 위계를 사용하여 피고인들 명의의 공소외 1 회사 주식을 매도함으로써 공소외 1 회사 주가하락으로 인한 손실을 회피한 것이라고 한다면, 그 회피한 손실액은 피고인 1이 부정한 수단, 계획 또는 위계를 사용한 경우의 공소외 1 회사 주식가액에서 이를 사용하지 않았을 경우의 공소외 1 회사 주식가액을 공제한 금액이 된다고 보아야 할 것이므로, 단순히 매도가격에서 재매수가격을 공제하는 방식으로 회피한 손실액을 산정한 원심의 판단은 납득하기 어렵다.

그리고 부정한 수단, 계획 또는 위계를 사용함으로써 공소외 1 회사 주식가액에 미친 영향을 알아내기 위해서는 먼저 피고인 1의 추천을 받고 공소외 1 회사 주식을 계속 보유한 피고인 2 회사 회원들의 주식 보유량, 그들이 공소외 1 회사 총주식수량에서 차지하는 비중 등이 밝혀져야 하는데, ① 이 사건 부정거래행위 당시 피고인 2 회사 회원들 및 지인들의 공소외 1 회사 주식 보유량이 피고인 1의 주장과 같이 전체의 26~30%에 이른다고 볼 객관적인 자료가 없는 점, ② 피고인 1의 추천에 따라 피고인 2 회사 회원들이 모두 공소외 1 회사 주식을 매도하지 않았다고 볼 자료도 없는 점 등에 비추어 보면, 검사가 제출한 모든 증거들을 종합하여도 부정한 수단, 계획 또는 위계를 사용함으로써 인하여 공소외 1 회사 주식가액에 미친 영향이 어느 정도인지를 알 수 없고, 결국 이 사건 부정거래행위로 회피한 손실액은 산정할 수 없는 경우에 해당한다.

다) 따라서 피고인 1이 이 사건 부정거래행위로 인하여 2,344,578,134원의 손실을 회피하였다고 판단한 원심에는 자본시장법 위반행위로 회피한 손실액 산정에 관한 법리를 오해하여 판결에 영향을 미친 잘못이 있다.

3. 결론

그렇다면 피고인들의 사실오인 내지 법리오해 주장은 이유 있으므로 피고인들 및 검사의 양형부당 주장에 대한 판단을 생략한 채 형사소송법 제364조 제6항에 따라 원심판결 중 유죄부분(이유 무죄부분 포함)을 파기하고 변론을 거쳐 다시 다음과 같이 판결한다.

【이유】

】1. 항소이유의 요지

가. 피고인들

1) 사실오인 및 법리오해

가) 시세조종행위 등의 금지 위반의 점에 관하여

- 피고인 1이 '○○○ ○○' 게시판에 공소외 1 주식회사(이하 '공소외 1 회사'라 한다)의 주식에 관하여 올린 글들의 취지는, 향후 3D 산업의 급성장 전망에 비추어 보면 공소외 1 회사 주식은 대단히 유망한 종목임에도 현재 주가가 매우 저평가되어 있고, 공소외 1 회사의 향후 10년간 성장가치를 고려할 때 공소외 1 회사 주식은 단타 매매를 해서는 안되고 최소 2년 이상 장기투자를 해야 하며, 워렌 버핏이 강조한 '행동하는 주주' 즉 '주주는 주주총회에 적극적으로 참여하여 의견을 개진하고, 이사회가 회사 및 주주의 이익에 반하는 행동을 하지 못하도록 견제해야 한다'는 경영참여의 원칙에 따라 피고인 1도 행동하는 주주로서 공소외 1 회사에 경영참여를 선언한 것이다.
- 피고인 1이 2010. 3.말 개최되는 공소외 1 회사의 정기주주총회에 공소외 1 회사 주식을 보유한 피고인 2 회사 회원들로부터 의결권 행사위임장을 받아 참석하려 했던 것도 행동하는 주주로서 주주가치 제고를 위한 행동을 하려는 목적이었으나, 금융감독원에 질의한 결과 피고인 2 회사 회원들로부터 위임장을 받기에는 시간이 부족했고 관심 있는 개별 주주들이 주주총회에 참석하여 발언하는 것만으로도 당초 의도한 목적을 충분히 달성할 수 있다고 판단하여 결국 의결권 대리행사를 하지 않기로 한 것이다.
- 피고인 1은 인위적인 조작을 가하여 공소외 1 회사 주식 시세를 변동시키려는 의도가 없었고 실제로 그와 같은 인위적인 조작을 한 적도 없었으므로 피고인 1이 게재한 글들에는 공소외 1 회사 주식의 매매를 유인할 목적이 있었다고 볼 수 없다.
- 피고인 1은 자신이 공소외 1 회사 주가와 관련된 시장 조작을 하겠다는 것을 암시한 적이 없고 자신의 시장조작에 의하여 공소외 1 회사 주가가 변동된다는 취지로 말한 적도 없다.
- 피고인 1이 '○○○ ○○' 게시판에 게재한 글들을 통해 선언한 공소외 1 회사 경영참여는 워렌 버핏이 강조한 '행동하는 주주'로서 일반적인 투자원칙을 표현한 것에 불과하므로, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 '자본시장법'이라 한다) 제176조 제2항 제3호에서 정한 '그 증권의 매매를 함에 있어서 중요한 사실'에 해당하지 않고 '거짓의 표시 또는 오해를 유발시키는 표시'에도 해당하지 않는다.

- 따라서 원심의 판단은, 피고인 1이 '○○○ ○○'에 게재한 글들의 전체적인 취지를 살피지 않고 몇 개의 글들을 추려내어 지엽말단적으로 살핀 결과 사실을 오인하고 자본시장법 제176조 제2항 제2호 및 제3호에 대한 법리를 오해한 잘못이 있다.

나) 부정거래행위 등의 금지 위반의 점에 관하여

- 피고인 1은 '공소외 1 회사 주가가 급등락을 반복할 수 있으나, 장기적인 가치를 보고 투자하는 사람이라면 공소외 1 회사 주식을 계속 보유하는 것이 좋다'라고 추천했던 것이며, '○○○ ○○' 게시판에 이용하는 사람들에게 공소외 1 회사 주식을 무조건 팔지 말라거나 팔아서는 안 된다고 한 적이 없으며, 오히려 각자의 사정에 따라 자유롭게 매매하도록 권유하였다.
- 피고인 1이 '○○○ ○○' 게시판에 게시한 글들에서 "2012년 이전에는 공소외 1 회사 주식의 매도리딩(매도하라는 추천)을 하지 않겠다"고 강조했던 것은 공소외 1 회사 주식의 장기 보유를 강조하는 의미일 뿐 피고인들이 보유한 공소외 1 회사 주식을 2012년 이전에 절대 매도하지 않겠다고 한 것은 아니었다.
- 피고인 2 주식회사(이하 '피고인 2 회사'라 한다)의 경우 법인증권거래계좌가 2009년 연말대차대조표상 18억 원의 손실이 난 상태를 해소함으로써 피고인 2 회사가 추진하던 코스닥 상장의 장애요소를 제거하기 위하여 공소외 1 회사 주식을 매도한 것이고, 피고인 1의 경우 국세청에서 세금체납을 이유로 개인증권거래계좌를 전부 압류한 적이 있어서 향후 과세관청과의 소송에 대비하고 동생의 결혼자금을 비롯한 가족의 생활비와 회사 운영비 등을 충당하기 위하여 공소외 1 회사 주식을 매도한 것이다.
- 피고인들이 공소외 1 회사 주식을 최초 매수했던 시점은 2009. 9.~10.경이었고, 일시적으로 매도했던 시점은 2010. 5.~6.경으로서 약 8~9개월간 보유했던 것이므로 단타매매에 해당하지 않고 특히 국세청의 개인증권거래계좌 압류가 대부분 해제된 이후 국세청의 재압류 의사가 없음을 확인하고 공소외 1 회사 주식을 다시 매수하였으므로, 피고인들이 단기 차익을 실현할 목적으로 공소외 1 회사 주식을 매도했다가 다시 매수했다고 볼 수 없다.

- 위와 같은 사정들에 따르면, 피고인들이 2010년경 공소외 1 회사 주식을 일시적으로 매도함에 있어서 피고인 2 회사 회원들을 상대로 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용했다거나 위계를 사용했다고 평가할 수 없다.

- 따라서 원심의 판단은 사실을 오인하고 자본시장법 제178조 제1항 제1호, 제2항에 대한 법리를 오해한 잘못이 있다.

다) 피고인들이 회피한 손실액에 관하여

피고인들의 보유 주식 매도에 따라 회피한 손실금액은 원심과 같은 방법으로 산정해야 하나, 회피한 손실금액에서 공제해야 하는 금액은 피고인들의 재매수 이후 실제로 발생하고 있는 손실액이어야 하는데, 피고인들의 재매수 이후 공소외 1 회사 주가가 계속 하락하여 피고인들이 실제로 많은 손실을 입고 있으므로 피고인들의 평균재매수단가(3,357원)에서 '이 사건 기소일자 또는 판결선고일자'의 공소외 1 회사 주가를 공제한 금액에 재매수 주식수를 곱하는 방식으로 계산하여야 한다.

2) 양형부당

원심의 형은 너무 무거워서 부당하다.

나. 검사

원심의 형은 너무 가벼워서 부당하다.

2. 판단

가. 시세조종행위 등의 금지 위반 여부

1) 시세조종행위 여부의 판단기준

자본시장법 제176조 제2항 소정의 '매매를 유인할 목적'이라 함은 인위적인 조작을 가하여 시세를 변동시킴에도 불구하고, 투자자에게는 그 시세가 증권시장 등에서의 자연적인 수요·공급의 원칙에 의하여 형성된 것으로 오인시켜 증권 등의 매매에 끌어들이려는 목적으로서 다른 목적과의 공존 여부나 어느 목적이 주된 것인지는 문제되지 아니하고, 목적에 대한 인식의 정도도 미필적 인식으로 충분하며, 투자자의 오해를 실제로 유발하였는지 여부나 타인에게 손해가 발생하였는지 여부 등도 문제가 되지 아니하고, 이러한 목적은 당사자가 이를 자백하지 않더라도 그 유가증권의 성격과 발행된 유가증권의 총수, 매매거래의 동기와 태양(순차적 가격상승주문 또는 가장매매, 시장관여율의 정도, 지속적인 증가관여 등), 그 유가증권의 가격 및 거래량의 동향, 전후의 거래상황, 거래의 경제적 합리성 및 공정성 등의 간접사실을 종합적으로 고려하여 판단할 수 있다(대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도8109 판결, 대법원 2010. 6. 24. 선고 2007도9051 판결 등 참조).

그리고 자본시장법 제176조 제2항 제3호에서 정한 '그 증권의 매매를 함에 있어서 중요한 사실'이란 당해 법인의 재산·경영에 관하여 중대한 영향을 미치거나 특정 증권 등의 공정거래와 투자자 보호를 위하여 필요한 사항으로서 투자자의 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 사항을 의미한다(대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도8109 판결, 대법원 2009. 7. 9. 선고 2009도1374 판결 등 참조).

2) 원심의 판단

피고인들은 원심에서도 이 부분 항소이유와 동일한 취지의 주장을 하였고, 원심은 '피고인들 및 변호인의 주장에 관한 판단'이라는 제목하에, ① 피고인 1이 2009. 10. 23. 자신이 개최한 세미나에서 피고인 2 회사 회원들에게 공소외 1 회사의 주가가 2010년 3,750원(약 3배), 2011년 7,500원(약 6배), 2012년 15,000원(약 12배), 2013년 30,000원(약 24배), 2014년 60,000원(약 48배), 2015년 120,000원(약 96배)으로 폭등할 것이라는 내용의 강의를 하고 그와 관련한 자료를 배포하였으며, 2009. 10. 25. 피고인 2 회사 사이트내에 주식에 관한 정보를 제공하고 매수추천 등을 하는 '○○○ ○○'을 개설한 직후부터 공소외 1 회사 주식의 매수시점 및 매수가격에 대한 추천을 실시간으로 게시하였고 피고인 2 회사 회원들에게 유사한 내용의 문자메시지를 수시로 발송하였으며, 구체적인 예상주가를 제시하거나 주가가 높은 다른 종목과의 비교 등을 통하여 매우 단정적인 어조로 공소외 1 회사 주식을 매수할 경우 안정적으로 큰 수익을 거둘 수 있다는 글을 게시한 사실, ② 공소외 1 회사의 주가는 2009. 10. 23.부터 2009. 11. 20.까지는 큰 변화가 없었으나, 2009. 11. 20. 1,595원이던 공소외 1 회사의 주가는 2010. 1. 5. 9,300원까지 급등하였고(483%), 평균 거래량도 약 10배 가량 급증하였으며, 이후 2010. 1. 6. 장중 10,450원까지 상승한 공소외 1 회사의 주가는 그 이후 지속적으로 하락세를 기록하여 2010. 3. 30. 5,080원, 2010. 7. 30. 3,385원, 2010. 12. 30. 2,360원이 되었고, 이 사건 기소 당시(2012. 1. 30.)의 주가는 803원인 사실, ③ 피고인 1은 2009. 8. 14.부터 2010. 2. 2.까지 자신 명의로 공소외 1 회사 주식 868,046주(매수금액 1,282,059,725원), 피고인 2 회사 명의로 1,142,052주(매수금액 1,525,332,995원), 합계 2,010,098주(그외 공소외 3 주식회사 명의로 23,077주)를 매수하였고, 그 중 피고인 1 명의의 주식 4,868주, 피고인 2 회사 명의의 주식 10,000주를 매도하였으며, 피고인 1은 2010. 4. 28.부터 2010. 7. 2.까지 자

신 명의의 공소외 1 회사 주식 555,366주 및 피고인 2 회사 명의의 공소외 1 회사 주식 1,036,052주, 합계 1,591,418주를 총 7,595,088,875원에 매도하였고(다만 2010. 5. 25.에는 피고인 2 회사 명의로 8만 주를 매수하였다), 2010. 7. 23.부터 2010. 8. 27.까지 자신 명의로 356,041주 및 피고인 2 회사 명의로 832,305주, 합계 1,188,346주의 공소외 1 회사 주식을 3,916,610,745원에 재매수한 사실, ④ 피고인 1이 2010. 1. 9.경부터 '○○○ ○○' 게시판 및 증권 관련 포털 사이트에, 피고인 2 회사 회원들 및 지인들의 공소외 1 회사 주식 보유량을 파악하고 의결권 행사를 위임받아 공소외 1 회사의 경영에 참여할 것이며, 공소외 1 회사의 최대주주로서 중요한 경영사항에 관하여 사전보고를 받는 등 재무감독권을 행사하는 방식으로 공소외 1 회사의 경영을 사실상·법적으로 통제하여 주가에 미칠 수 있는 악재를 관리하겠다는 취지의 글을 지속적으로 게재하였던 사실, ⑤ 또한 피고인 1은 공소외 1 회사의 대표이사인 공소외 4와 대학 동문임을 강조하면서, '공소외 1 회사의 대표이사와 1:1로 만나 세상 사람들이 알아서는 안 될 이야기를 나누고자 한다', '공소외 1 회사의 경영에 참여하는 동안에는 공소외 1 회사의 최상위 내부정보를 알게 되어 공소외 1 회사 주식의 매수추천을 할 수 없다'는 글도 게시하였는데, 위와 같은 게시글들을 통하여 피고인 2 회사의 회원들은 피고인 1이 공소외 1 회사의 경영에 참여함으로써 일반인은 알 수 없는 내부정보를 보유하고 공소외 1 회사의 주가를 피고인 2 회사 회원들에게 유리한 방향으로 관리하여 안정적인 수익을 얻을 수 있을 것으로 생각하게 되었으며, 이러한 사정은 공소외 1 회사의 주식 매수에 있어 중요한 유인이 되었던 점, ⑥ 그러나 공소외 4는 피고인 1이 2010. 4.경 피고인 2 회사 회원 및 지인들의 공소외 1 회사 주식 보유량 합계를 통보하면서 자신과 만나 줄 것을 요청하여 비로소 피고인 1 및 피고인 2 회사의 존재를 알게 되었을 뿐 그 전에는 피고인 1을 알지 못하였고, 피고인 1은 공소외 4와 만난 자리에서 'BW나 CD 발행을 자제하고, 차입을 하라'는 것과 같은 기업경영에 관한 일반적인 이야기를 하였을 뿐 직접 경영에 참여할 의사를 밝히지도 않았으며, 내부자 정보로 볼 수 있는 이야기는 전혀 오고가지 않았던 사실, ⑦ 피고인 1은 2010. 1. 5.부터 '○○○ ○○' 게시판에 피고인 2 회사 회원 및 지인들의 공소외 1 회사 주식 보유량을 강조하면서 '피고인 2 회사 가족이 사실상 공소외 1 회사의 대주주이다', '우리가 물량을 잠그면 주가가 계속 상승한다', '피고인 2 회사 회원들 및 지인들의 주식투자액이 3,000억 원으로 추정되는데, 이런 자금 규모로는 시가총액 1조 원 이하인 회사의 주가를 좌지우지할 수 있다', '공소외 1 회사 주가 3만 원대 안착까지는 25%의 지분을 가진 피고인 2 회사 회원들이 물량을 잠가야 한다', '피고인 2 회사 회원들의 지분비율이 26.91%에 이른다'는 등과 같은 글을 지속적으로 올렸는데, 이와 같은 글은 피고인 1 및 피고인 1을 따르는 피고인 2 회사 회원들의 주식매도 및 매수에 따라 공소외 1 회사의 주가가 변동한다는 내용으로 보아야 하는 점, ⑧ 피고인 회사의 법무팀장은 2010. 3. 17. 물리적 시간 부족 등을 이유로 위임에 의한 공소외 1 회사 주주총회 참가가 무의미하므로 직접 참가를 하고 피고인 1도 변동사항이 없으면 직접 참관할 예정이라는 글을 게시하였으며, 피고인 1도 같은 날 자본시장법이 사실상 직접 참가만 가능하도록 개정되어서 의결권 위임이 무의미해졌다는 글을 올렸으나, 피고인 1은 애초부터 피고인 2 회사 회원들로부터 의결권 위임을 받아 주주총회에서 이를 행사할 의사가 없었던 것으로 보이고, 피고인 1 자신도 주주총회에 참석하지 않은 점, ⑨ 공소외 1 회사가 2009. 7. 9. 금융감독원에 제출한 공시자료에 의하면 공소외 1 회사의 향후 사업전망은 불확실한 면이 많은 상황이었던 점, ⑩ 피고인 1이 게시한 글의 서술방식 및 피고인 2 회사 회원들의 반응 등과 같은 사정을 종합하여 보면, 피고인 1은 공소외 1 회사의 향후 주가를 예상하기 매우 힘든 상황임에도 불구하고 피고인 2 회사 회원들이 공소외 1 회사 주식을 지속적으로 매입하고 팔지 않으면 무조건 주가가 상승하여 3만 원대까지 갈 수 있고, 자신이 피고인 2 회사 회원들을 대리하여 공소외 1 회사의 경영에 참여하여 주가에 악영향을 미치는 요소들을 관리하겠다는 등과 같은 글을 지속적으로 게시함으로

써 공소외 1 회사 주식의 매매를 유인할 목적으로 공소외 1 회사 주식의 시세가 자기의 시장 조작에 의하여 변동한다는 말을 유포하고, 공소외 1 회사 주식의 매매에 있어 중요한 사실에 관하여 거짓의 표시 또는 오해를 유발시키는 표시를 하였음이 인정된다고 판단하였다.

3) 이 법원의 판단

원심이 적법하게 채택·조사한 증거들에 의하여 인정되는 위와 같은 사실들과 원심이 적절하게 기재한 사정들, 여기에서 피고인 1이 단순히 유사투자자문업자로서 일반적인 투자자문으로 유망한 종목에 대한 투자를 추천하는 차원을 넘어서 피고인들이 보유한 공소외 1 회사 주식의 시가 상승 또는 유지를 위하여 자신의 영향력 하에 있는 피고인 2 회사 회원들에게 공소외 1 회사 주식 매수를 적극 추천한 측면이 있는 것으로 보이는 점, 피고인 1이 주장한 경영참여가 단순히 주주로서의 일반적인 권리를 행사하겠다는 취지로는 보여지지 않는 점, 검사가 자본시장법 제176조 제2항 제1호에서 규제하는 시세조종행위로 의율하지 않았음은 분명하고, 원심 역시 같은 전제 하에 공소사실을 판단한 점 등을 더하여, 위 1)항의 법리에 비추어 종합적으로 살펴보면 원심의 판단은 정당하고, 당심증인 공소외 5의 진술은 위와 같은 판단에 별다른 영향을 미치지 못하므로, 거기에 피고인들의 주장과 같은 사실오인이나 법리오해의 잘못이 있다고 할 수 없다.

따라서 피고인들의 이 부분 주장은 이유 없다.

나. 부정거래행위 등의 금지 위반 여부

1) 부정거래행위 여부의 판단기준

자본시장법 제178조 제1항 제1호는 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래와 관련하여 '부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위'를 금지하고 있는데, 여기서 '부정한 수단, 계획 또는 기교'란 사회통념상 부정하다고 인정되는 일체의 수단, 계획 또는 기교를 말한다.

자본시장법 제178조 제2항은 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 할 목적이거나 그 시세의 변동을 도모할 목적으로 '풍문의 유포, 위계의 사용, 폭행 또는 협박'을 하는 것을 금지하고 있는데, 여기서 '위계'란 거래 상대방이나 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 2011. 10. 27. 선고 2011도 8109 판결 등 참조).

또한 자본시장법이 이와 같이 사기적 부정거래행위를 금지하는 것은 증권거래에 관한 사기적 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 하는 데 그 목적이 있으므로, 유가증권의 매매 등 거래와 관련한 행위인지 여부나 위계인지 여부 및 유가증권의 매매 등 거래를 할 목적인지 여부 등은 행위자의 지위, 행위자가 특정 진술이나 표시를 하게 된 동기와 경위, 그 진술 등이 미래의 재무상태나 영업실적 등에 대한 예측 또는 전망에 관한 사항일 때에는 합리적인 근거에 기초하여 성실하게 행하여진 것인지 여부, 그 진술 등의 내용이 거래 상대방이나 불특정 투자자들에게 오인·착각을 유발할 위험이 있는지 여부, 행위자가 그 진술 등을 한 후 취한 행동과 주가의 동향, 행위 전후의 제반 사정 등을 종합적·전체적으로 고려하여 객관적인 기준에 따라 판단하여야 한다(대법원 2011. 3. 10. 선고 2008도6335 판결 등 참조).

그리고 피고인이 목적의 존재를 부인하는 경우에는 이러한 주관적 구성요건 요소인 사실은 그 성질상 상당한 관련성이 있는 간접사실 또는 정황사실을 분석하는 방법에 의하여 그 존부를 판단할 수밖에 없고, 이때 무엇이 목적의 존재를 뒷받침할 수 있는 상당한 관련성이 있는 간접사실 또는 정황사실에 해당하는 것인지는 정상적인 경험칙에 바탕을 두고 치밀한 관찰력 및 분석력에 의하여 합리적으로 판단하여야 한다(대법원 2012. 6. 28. 선고 2012도3782 판결 등 참조).

2) 원심의 판단

피고인들은 원심에서도 이 부분 항소이유와 동일한 취지의 주장을 하였고, 원심은 '피고인들 및 변호인의 주장에 관한 판단'이라는 제목하에, ① 유사투자자문업자라고 하더라도 자본시장법에 규정된 금융투자자문업자의 각종 의무에 준하는 정도의 의무가 있다고 보아야 하는 점, ② 피고인 1은 2009. 10.경부터 공소외 1 회사 주식의 매입을 강력하게 추천하면서 최소한 2012년까지 장기보유하면 무조건 고수익이 날 것이라고 장담한 사실, ③ 피고인 1은 공소외 1 회사의 주가가 지속적으로 하락중이던 2010. 4.경에도 위 게시판에 올린 글들에서 공소외 1 회사의 매출을 장담할 아무런 구체적인 근거 없이 단정적인 수치를 제시하면서 공소외 1 회사에 투자할 것을 강력히 권유한 사실, ④ 피고인 1은 2010. 4. 28.부터 피고인 2 회사 명의의 공소외 1 회사 주식을 매도하기 시작하였음에도 불구하고, 2010. 4. 29. 및 2010. 4. 30. 위 게시판에 공소외 1 회사에는 아무런 문제가 없어 '스탁론' 자동반대매물이 사라지면 조만간 주가가 무조건 상승할 것이니 보유물량을 늘릴 것을 추천하거나, 3개월 동안 자신의 지시 없이는 공소외 1 회사 주식을 사지도 팔지도 말라거나, 자신은 2009. 9.경 1,300원 대에 매수한 공소외 1 회사 주식을 아직까지 한 주도 팔고 있지 않고, 자신이 공소외 1 회사 주식을 팔기 시작하면 단기 주가는 예측할 수 없게 될 것이라는 글을 올린 사실, ⑤ 피고인 1은 공소외 1 회사 주식을 지속적으로 매도하던 중인 2010. 6. 8.에도 위 게시판에 2012년부터는 공소외 1 회사의 재무구조가 초우량기업으로 전환되니 장기 투자자는 단기주가 변동에 일체 신경을 쓰지 말라는 글을 올렸고, 2010. 7. 10. 피고인 2 회사 회원들의 총 보유물량이 약 26~30%인데 이런 매물을 가진 조직에서 단기파동 때마다 회원들에게 매도리딩을 하면 주가가 급락하게 되므로 투자자들 모두가 충분한 수익이 발생하는 2012년 이후에야 공소외 1 회사 주식 매도 추천을 할 수 있다는 글을 올렸으며, 그 이후에도 공소외 1 회사에 대한 호재성 기사를 지속적으로 게시한 사실, ⑥ 피고인 2 회사 회원들 중 대부분은 피고인 1의 추천으로 공소외 1 회사 주식을 매수하게 되었을 뿐만 아니라, 피고인 1이 법 전문가이자 주식 전문가인 것처럼 행동하였기 때문에 대다수의 피고인 2 회사 회원들은 피고인 1의 주식투자 추천을 매우 신뢰하고 있었던 점, ⑦ 피고인 1은 금융감독원에서의 제1회 문답 당시 2010. 4. 28. 이후 공소외 1 회사 주식을 매각한 이유에 대해 "국세청이 피고인 1의 재산을 압류하였고, 생활비, 회사운영비 등 1년에 13억 원이 소요되므로 공소외 1 회사 주식을 매각하여 충당한 것"이라고 하면서도, "당시 공소외 1 회사 주가가 하락하고 있어서 주가하락에 따른 추가손실을 막기 위해 매도한 것"이라고 답하였고, 2010. 7. 23. 이후 공소외 1 회사 주식을 재매입한 이유에 대하여는 "매도 가격기준으로 35% 정도 하락하여 재매입하였다"고 진술한 점, ⑧ 피고인 1의 연 수입은 10억 원 이상이므로 생활비, 회사 운영비 등은 피고인 1의 수입에서 충분히 충당할 수 있을 것으로 보이므로, 압류된 주식을 제외한 모든 공소외 1 회사 주식을 매도한 이유를 납득하기 힘든 점, ⑨ 피고인 1은 검찰에서의 제2회 피의자신문 당시 "공소외 1 회사 주가의 변동성이 크기 때문에 현금화를 해놓으면 안정성이 있게 되어서 매각하였다"고 진술하는 등 오히려 공소외 1 회사 주식을 매도하여 현금화를 하는 것이 공소외 1 회사 주식을 계속 보유하는 것보다 안전한 자산관리방법이라고 판단하였음에도 '○○○ ○○'에는 최소한 2012년까지 공소외 1 회사 주식을 계속 보유하라는 글을 게시한 점, ⑩ 과세관청은 2010. 4. 23. 피고인 1의 △△은행

□□□ 증권거래계좌와 경기 양평군 소재 부동산을 압류하였고 2010. 4. 28. 피고인 1의 ◇◇◇◇증권 주식계좌를 추가로 압류하였다가 2010. 5. 12. ◇◇◇◇증권 주식계좌를 제외한 나머지 증권거래계좌에 대한 압류를 해제하였는데, 피고인 1은 압류 해제 이후에 대부분의 공소외 1 회사 주식을 매도한 사실, ⑪ 피고인 1은 피고인들 명의로 공소외 6 주식회사, 공소외 7 주식회사 등의 주식도 함께 보유하고 있었음에도 불구하고 자신이 장기 보유를 가장 강력하게 추천한 공소외 1 회사의 주식을 매도한 점, ⑫ 피고인 2 회사 IPO 검토보고서 및 사업보고서의 내용에 의하면, 코스닥 상장 요건을 갖추기 위하여 공소외 1 회사 주식을 실제로 매도하여 차익을 실현할 필요가 있었다는 피고인 1의 주장은 납득하기 어려운 점, ⑬ 이와 같이 피고인 1은 공소외 1 회사 주식의 장기 보유를 강조하면서도 자신은 공소외 1 회사의 주식을 매도하고, 공소외 1 회사의 주가가 하락하자 다시 이를 재매수하는 방법으로 공소외 1 회사 주가 하락으로 인한 손실을 회피하였고, 피고인 1의 추천을 믿고 공소외 1 회사의 주식을 계속 보유한 피고인 2 회사 회원들로서는 주식 매도 시기를 놓쳐 매우 낮은 가격에 공소외 1 회사 주식을 매도하거나 아예 이를 팔지도 못하고 현재까지 보유하고 있는 점 등을 종합하면, 피고인 1이 공소외 1 회사의 주가가 하락할 것을 예상하고 있었음에도 자신의 주식의 매도, 매수 관련 추천을 신뢰하는 피고인 2 회사 회원들에게 공소외 1 회사 주식을 2012년까지 계속 보유할 것을 강조하면서, 반대로 자신은 대부분의 주식을 매도하여 현금화한 것은 공소외 1 회사 주식의 매매와 관련한 부정한 수단, 계획 또는 기교에 해당할 뿐만 아니라, 공소외 1 회사 주식의 매매를 할 목적으로 피고인 2 회사 회원들에게 위계를 사용한 것에 해당한다고 판단하였다.

3) 이 법원의 판단

원심이 적법하게 채택·조사한 증거들에 의하여 인정되는 위와 같은 사실들과 원심이 적절하게 기재한 사정들, 여기에

① 검찰에서의 제2회 피의자신문 당시 피고인 1이 "보유주식 매각사실을 알리지 않아 피고인 2 회사 회원들이 몰랐다.

2010. 4. 28. 법인 보유분을 매각하였고 향후 계속적으로 법인 보유분과 피고인 1의 계좌에 보유하고 있던 공소외 1 회사 주식을 매각할 상황이었기 때문에 다른 피고인 2 회사 회원들이 매입을 하게 되면 제 매물을 넘기는 것이 되고, 또 피고인 2 회사 회원들이 매각을 하게 되면 주가가 폭락해서 같이 손실을 보는 결과가 되기 때문에 2010. 4. 29.부터 향후 3개월 동안은 공소외 1 회사 주식을 매도·매수를 하지 말라고 했다"고 진술한 점, ② 피고인 1이 그 주장과 같은 이유로 공소외 1 회사 주식을 매각하였다고 하더라도 결국은 피고인들의 단기적인 차익실현을 위하여 공소외 1 회사 주식을 매각한 것에 불과한 점, ③ 피고인 1이 주가하락을 예상하고 피고인들의 주식을 매각하였거나 매각할 계획이었음에도 주가 추가하락으로 인한 피고인들의 손실을 피하기 위하여 피고인 2 회사 회원들에게는 주식의 장기 보유를 강조한 것은 위 회원들을 속인 것이라 보지 않을 수 없는 점 등을 더하여, 위 1)항의 법리에 비추어 종합적으로 살펴보면 원심의 판단은 정당하고, 당심증인 공소외 8, 공소외 9의 각 진술은 위 인정에 방해가 되지 아니하므로, 거기에 피고인들의 주장과 같은 사실오인이나 법리오해의 잘못이 있다고 할 수 없다.

따라서 피고인들의 이 부분 주장은 이유 없다.

다.

회피한 손실액 산정의 적법 여부

1) 원심의 판단

원심은, ① 피고인 1이 부정한 수단, 계획 또는 위계를 사용하여 피고인들 명의의 공소외 1 회사 주식을 매도함으로써 공소외 1 회사 추가하락으로 인한 손실을 회피한 사실, ② 피고인 1이 2010. 4. 28.부터 2010. 7. 2.까지 자신 명의의 공소외 1 회사 주식 555,366주 및 피고인 2 회사 명의의 공소외 1 회사 주식 1,036,052주, 합계 1,591,418주를 총 7,595,088,875원에 매도한 사실, ③ 피고인 1이 피고인 2 회사 명의로 2010. 5. 25. 공소외 1 회사 주식 8만 주를 342,051,300원에, 2010. 7. 23.부터 2010. 8. 27.까지 자신 명의로 356,041주 및 피고인 2 회사 명의로 832,305주, 합계 1,188,346주의 공소외 1 회사 주식을 3,916,610,745원에 재매수한 사실을 인정한 후, ㉠ 이에 따라 평균매도단가를 계산하면 4,772원이 되고, 평균재매수단가(2010. 5. 25.자 8만 주를 포함)는 3,357원이 되며, ㉡ 피고인 1이 공소외 1 회사 주식 재매수를 종료한 시점(2010. 8. 27.)을 기준으로 삼아 그 회피한 손실액을 산정하는 것이 타당하고, ㉢ 회피한 손실액에서 공제하는 공소외 1 회사 추가하락으로 인한 손실액을 계산함에 있어서도 재매수대금 전체가 아닌 공소외 1 회사 주식의 평균재매수단가에서 위 2010. 8. 27.자 종가를 뺀 금액에 재매수수량을 곱한 금액만을 공제하여야 하므로, 피고인 1이 회피한 손실액은 2,344,578,134원 $\{[4,772\text{원(평균매도단가)} - 3,070\text{원(2010. 8. 27. 종가)}] \times 1,591,418\text{주} - \{3,357\text{원(평균재매수단가)} - 3,070\text{원}\} \times 1,268,346\text{주}\}$ 이 된다고 판단하였다.

2) 이 법원의 판단

가) 자본시장법 제443조 제1항 단서 및 제2항에서 규정하고 있는 '위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액'이란 그 위반행위와 관련된 거래로 인한 이익 또는 회피한 손실액을 말하는 것으로서 위반행위로 인하여 발생한 위험과 인과관계가 인정되는 것을 의미하고, 그에 관한 입증책임은 검사가 부담한다(대법원 2012. 1. 27. 선고 2011도14247 판결 등 참조). 나아가 자본시장법 제443조 제1항 단서 및 제2항은 '위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액'을 범죄구성요건의 일부로 삼아 그 가액에 따라 그 죄에 대한 형벌을 가중하고 있으므로, 이를 적용할 때에는 위반행위로 얻은 이익의 가액 또는 회피한 손실액을 엄격하고 신중하게 산정함으로써 범죄와 형벌 사이에 적절한 균형이 이루어져야 한다는 죄형균형 원칙이나 형벌은 책임에 기초하고 그 책임에 비례하여야 한다는 책임주의 원칙을 훼손하지 않도록 유의하여야 한다(대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도8109 판결 등 참조).

나) 살피건대, 원심이 인정한 바와 같이 피고인 1이 부정한 수단, 계획 또는 위계를 사용하여 피고인들 명의의 공소외 1 회사 주식을 매도함으로써 공소외 1 회사 추가하락으로 인한 손실을 회피한 것이라고 한다면, 그 회피한 손실액은 피고인 1이 부정한 수단, 계획 또는 위계를 사용한 경우의 공소외 1 회사 주식가액에서 이를 사용하지 않았을 경우의 공소외 1 회사 주식가액을 공제한 금액이 된다고 보아야 할 것이므로, 단순히 매도가격에서 재매수가격을 공제하는 방식으로 회피한 손실액을 산정한 원심의 판단은 납득하기 어렵다.

그리고 부정한 수단, 계획 또는 위계를 사용함으로써 공소외 1 회사 주식가액에 미친 영향을 알아내기 위해서는 먼저 피고인 1의 추천을 믿고 공소외 1 회사 주식을 계속 보유한 피고인 2 회사 회원들의 주식 보유량, 그들이 공소외 1 회사 총주식수량에서 차지하는 비중 등이 밝혀져야 하는데, ① 이 사건 부정거래행위 당시 피고인 2 회사 회원들 및 지인들의 공소외 1 회사 주식 보유량이 피고인 1의 주장과 같이 전체의 26~30%에 이른다고 볼 객관적인 자료가 없는 점, ② 피고인 1의 추천에 따라 피고인 2 회사 회원들이 모두 공소외 1 회사 주식을 매도하지 않았다고 볼 자료도 없는 점 등에 비추어 보면, 검사가 제출한 모든 증거들을 종합하여도 부정한 수단, 계획 또는 위계를 사용함으로써 인하여 공소외 1 회사 주식가액에 미친 영향이 어느 정도인지를 알 수 없고, 결국 이 사건 부정거래행위로 회피한 손실액은 산정할 수 없는 경우에 해당한다.

다) 따라서 피고인 1이 이 사건 부정거래행위로 인하여 2,344,578,134원의 손실을 회피하였다고 판단한 원심에는 자본시장법 위반행위로 회피한 손실액 산정에 관한 법리를 오해하여 판결에 영향을 미친 잘못이 있다.

3. 결론

그렇다면 피고인들의 사실오인 내지 법리오해 주장은 이유 있으므로 피고인들 및 검사의 양형부당 주장에 대한 판단을 생략한 채 형사소송법 제364조 제6항에 따라 원심판결 중 유죄부분(이유 무죄부분 포함)을 파기하고 변론을 거쳐 다시 다음과 같이 판결한다.