

증권거래법위반·특정경제범죄가중처벌등에관한법률위반(횡령)·공직선

거법위반

[서울고등법원 2009. 11. 26. 2009노1838]



【전문】

【피 고 인】

【항 소 인】 쌍방

【검 사】 김영태외 1인

【변 호 인】 법무법인(유) 태평양 담당변호사 노영보외 8인

【원심판결】 서울중앙지방법원 2008. 9. 19. 선고 2008고합475 판결

【주문】

】

원심판결 중 각 증권거래법위반의 점에 대한 유죄부분을 파기한다.

피고인을 징역 2년 6월 및 벌금 13,000,000,000원에 처한다.

피고인이 위 벌금을 납입하지 아니하는 경우 13,000,000원을 1일로 환산한 기간 피고인을 노역장에 유치한다.

이 판결선고 전 구금일수는 위 징역형에 산입한다.

피고인으로부터 8,683,893,030원을 추징한다.

피고인에 대하여 위 벌금에 상당한 금액의 가납을 명한다.

【이유】

】1. 환송 후 당심의 심판범위

원심은 이 사건 공소사실 중 특정경제범죄가중처벌등에관한법률위반(횡령) 부분, 공소외 3, 4 명의의 차명 주식과 관련한 증권거래법위반 및 공직선거법위반 부분에 대하여 무죄로, 그 나머지는 유죄로 판단을 하되 추징을 별도로 하지 아니하였고, 이에 피고인은 유죄부분에 대하여, 검사는 유죄부분 중 추징부분과 무죄부분에 대하여 각 항소를 하였으며, 환송 전 당심 역시 원심과 같은 취지의 판단을 하자 이에 대하여 피고인은 유죄부분에 대하여, 검사는 유죄부분 중 추징부분 및 무죄부분에 대하여 각 상고를 하였는데, 상고심은 피고인의 사기적 부정거래로 인한 이득액 산정과 관련한 인과관계 부분 및 추징부분을 제외한 나머지 피고인 및 검사의 상고를 모두 기각하고, 위 인과관계 부분 및 추징부분을 파기하되, 그와 일죄의 관계에 있는 나머지 증권거래법위반 부분(이유 무죄로 판단한 부분 포함)도 같이 파기하였는바, 이로써 특정경제범죄가중처벌등에관한법률위반(횡령) 부분 및 공직선거법위반 부분은 확정이 되었고, 증권거래법위반 부분 중 공소외 3, 4 명의의 차명 주식과 관련한 무죄부분은 위와 같이 파기된 부분과 일죄의 관계에 있다는 이유로 함께 파기되어 환송 후 당심에 이심이 되기는 하였지만 이 부분에 대하여는 상고심에서 이미 상고이유의 주장이 이유 없다고 판단을 하였고 이처럼 상고심에서 상고이유의 주장이 이유 없다고 판단되어 배척된 부분은 그 판결 선고와 동시에 확정력이 발생하여 이 부분에 대하여는 당사자는 더 이상 다툴 수 없고, 또한 환송받은 법원으로서도 이와 배치되는 판단을 할 수 없으므로(대법원 2009.2.12. 선고 2008도8661 판결), 결국 환송 후 당심의 심판범위는 원심판결 중 공소외 3, 4 명의의 차명 주식과 관련한 무죄부분을 제외한 나머지 증권거래법위반 부분이라고 할 것이다(검사는 환송 후 당심에 이르러 원심에서 무죄로 판단한 증권거래법위반 부분에 관한 항소이유를 철회하기도 하였다).

2. 항소이유의 요지

가. 피고인

(1) 사실오인 내지 법리오해 주장

법정형의 기준이 되는 '이익액의 산정과 인과관계'에 관하여, ① 증권거래법 제207조의2 제2항은 위반행위로 얻은 이익을 기준으로 하여 이익액수가 50억 원 이상일 경우 무기 또는 5년 이상의 징역형에 처하도록 규정하여 이익액에 따라 징역형의 하한을 정하고 있는바, 위 법조항의 '위반행위로 얻은 이익'을 해석함에 있어 원심과 같이 피고인의 위반행위와 이익액 사이에 직접적인 인과관계가 필요 없다고 해석하는 경우에는, 위 법 조항은 헌법이 보장하는 죄형법정주의, 책임원칙 내지 비례의 원칙에 반하는 것으로 위헌이고, ② 증권거래법 제207조의2 제2항을 적용하여 이익액에 따라 가중하여 처벌하기 위해서는 사기적 부정거래와 직접적인 인과관계가 있는 부분만을 이익액으로 보아야 하는바, 공소외 1 주식회사의 주가 변동은 피고인의 이 사건 기사 보도시점에 부합하거나 일치하는 모습을 전혀 보여주지 못하고 있고, 오히려 2007. 7.경까지의 주가상승은 코스닥 시장의 활황세, 유가급등에 따라 자원주가 테마주로 부각되면서 대체에너지 관련 사업을 추진하던 기업들 대부분의 주가가 급등하게 된 상황, 공소외 1 주식회사의 2006년 실적과 무상증자, 공소외 1 주식회사가 우즈베키스탄 규사광산개발사업(이하, '이 사건 태양광사업'이라 한다)의 진행 중에 확정된 내용을 고시한 것 등의 호재에 크게 기인한 것이라고 할 것이고 그 이후의 주가상승은 실제로 공소외 2가 그가 운영하던 ○○투자연구소 회원들에게 허위사실을 유포하여 공소외 1 주식회사의 매수추천을 하였고 그로 인해 공소외 2와 ○○투자연구소 회원들이 공소외 1 주식회사의 주식을 집중매수한 것에 기인한 것인데도, 원심은 이와 달리 이익액의 범위를 크게 확대한 법리오해의 위법이 있고, 그 과정에서 피고인의 행위와 공소외 1 주식회사의 주가상승 사이의 인과관계를 인정할 증거가 없을 뿐만 아니라, 공소외 1 주식회사 주가 상승의 실질적인 원인으로 공소외 2 집단의 집중매수와 관련된 제반 사정이 인과관계 판단에 있어서 전혀 고려되지 아니한 채 피고인의 행위와 주가상승 사이의 인과관계를 인정하고 이에 기하여 이익액을 산정하여 이 부분 공소사실을 유죄로 인정한 원심판결에는 사실오인 내지 법리오해로 인하여 판결에 영향을 미친 위법이 있다.

(2) 양형부당 주장

① 피고인은 아직까지 아무런 범죄전력이 없는 점, ② 이 사건 태양광사업은 허위가 아닌 실제 존재하였고 현재도 당초 피고인 회사의 파트너인 회사 등에 의하여 진행 중이며, 정식계약 전 단계인 양해각서까지 체결되어 우즈베키스탄 정부 내각 승인까지 있었고, 공소외 1 주식회사의 이 사건 태양광사업과 관련한 공시에는 어떠한 허위가 없었으며, 피고인이 자발적으로 보도자료를 배포하고 언론인터뷰를 유도하는 등 적극적인 방법을 동원하지 아니한 점, ③ 피고인은 부도난 회사를 종업원들과 함께 퇴직금을 출자하는 방법으로 일으켜 국내 대기업에 독점 납품하는 초우량 중소기업으로 키워낸 점, ④ 이 사건 주가상승의 가장 큰 원인은 공소외 2를 필두로 하는 투자집단의 시세조작 때문인 점, ⑤ 차명주식의 보유 경위가 피고인의 이익을 목적으로 하는 것이 아닌 점, ⑥ 피고인이 여전히 공소외 1 주식회사의 지배주주로서 과반수 이상의 주식을 보유하고 있어 주가 폭락으로 인한 엄청난 평가손을 입고 있는 점, ⑦ 피고인이 이 사건 거래를 통하여 얻은 이익을 모두 사회에 환원하겠다는 각서를 제출하고 있는 점, ⑧ 이 사건 범행으로 인한 부당이익을 산정할 수 없는 점, ⑨ 피고인의 건강상태가 극도로 악화된 점, ⑩ 피고인이 그 잘못을 뉘우치고 있는 점 등에 비추어 볼 때, 원심의 양형(징역 3년 및 벌금 250억 원)은 너무 무거워서 부당하다.

나. 검사

(1) 법리오해 주장

범죄수익은닉의 규제 및 처벌 등에 관한 법률에는 특정범죄와 관련된 범죄수익을 은닉하는 행위를 규제하고 특정범죄와 관련된 범죄수익의 몰수를 대상으로 삼고 있음을 명확히 하고 있어 사기적 부정거래로 인한 증권거래법위반죄의 경우 몰수 또는 추징의 대상이 되는 범죄수익을 그 위반행위와 직접적인 인과관계가 있는 이익에 한정하여 해석할 법률적 근거가 없을 뿐만 아니라, 이 사건에서 피고인이 얻은 시세차익 전부는, ① 피고인이 허위 인터뷰를 시작한 시점 등을 기준으로 잡아 그때 가격을 기준으로 하여 피고인이 실제 매각한 주식대금과의 차액으로 부당이득액을 산정하였고, ② 공소외 2로 인한 주가상승분도 피고인의 허위 인터뷰의 결과라고 보아야 하며, ③ 신규사업진출권 외에는 공소외 1 주식회사는 주가가 더 오를 만한 상황이 전혀 아니었던 점 등에 비추어 볼 때, 피고인의 사기적 부정거래행위와 직접적인 인과관계가 인정됨에도, 원심이 추징을 선고하지 아니한 것은 추징에 관한 법리오해의 위법이 있다.

(2) 양형부당 주장

피고인이 허위사실 유포 및 허위표시 문서이용행위를 통하여 얻은 시세차익액수가 437억 6,055만 원 상당에 이른 점, 이로 인하여 다수의 소액 주주들이 적지 아니한 피해를 입게 된 점 등에 비추어 볼 때, 원심의 양형은 너무 가벼워서 부당하다.

3. 판단

먼저, 피고인의 인과관계에 관한 사실오인 내지 법리오해 주장 부분에 관하여 보기로 한다.

가. 구 증권거래법 제207조의 2 제2항 해석의 위헌성 여부

(1) 관련 조문 규정 등

구 증권거래법(2007. 8. 3. 법률 제8635호로 공포되어 2009. 2. 4. 시행된 '자본시장과 금융투자업에 관한 법률'에 의하여 폐지되기 전의 것. 이하 '구 증권거래법'이라 한다) 제207조의2 제1항은, 구 증권거래법 제188조의4의 규정에 위반한 자(제2호)는 10년 이하의 징역 또는 2천만 원 이하의 벌금에 처한다고 하면서, "다만, 그 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 3배에 해당하는 금액이 2천만 원을 초과하는 때에는 그 이익 또는 회피손실액의 3배에 상당하는 금액 이하의 벌금에 처한다.

"고 규정하고, 제2항은 " 제1항 각 호의 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액이 5억 원 이상인 때에는 다음의 구분에 따라 가중 처벌한다.

"고 규정한 다음 "이익 또는 회피한 손실액이 50억 원 이상인 때에는 무기 또는 5년 이상의 징역에 처한다.

"(제1호), "이익 또는 회피한 손실액이 5억 원 이상 50억 원 미만인 때에는 3년 이상의 유기징역에 처한다.

"(제2호)고 규정하며, 제3항은 " 제1항과 제2항의 규정에 의하여 징역에 처하는 경우에는 10년 이하의 자격정지를 병과할 수 있다.

"고 규정하고 있다.

또, 구 증권거래법 제214조는 제1항에서 " 제207조의2 내지 제210조에 규정하는 죄를 범한 자에게는 징역과 벌금을 병과할 수 있다.

"고 규정한 다음 제2항에서 " 제1항의 규정에 따라 제207조의2 제2항의 규정을 위반한 자에 대하여 벌금형을 병과하는 경우에는 그 위반행위로 얻은 이익 또는 회피손실액의 3배에 상당하는 금액 이하의 벌금에 처한다.

"고 규정하고 있다.

구 증권거래법 제207조의2 제2항과 제214조 제2항은 2002. 4. 27. 법률 제6695호로 증권거래법이 개정되면서 신설되었고 그전에는 구 증권거래법 제207조의2 제2항과 같이 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액이 일정액에 이른 경우에 자유형의 하한이 따로 정해지지 아니하였는데, 이와 같이 구 증권거래법 제207조의2 제2항 등이 신설된 입법취지는, 상장유가증권 또는 협회중개시장에 등록된 유가증권의 매매거래에 관하여 미공개정보 이용행위나 시세조종 등 불공정거래를 하여 부정하게 이익을 취득한 경우 이로 인한 불특정다수 증권투자 국민들의 피해가 막심하고 국가 경제에 부정적 영향을 크게 미치는데 반하여 그 벌칙이 미약하여 불공정거래를 근절하지 못하고 있는 실정일 뿐만 아니라 해당범죄를 저지른 후 재범을 방지하지 못함으로 인해 경제질서를 왜곡·혼란시킬 우려가 높으므로, 그에 대한 처벌을 강화하여 이러한 경제적 부작용을 막고자 함에 있다.

(2) 형법 제17조 소정의 인과관계

형법 제17조는 "어떤 행위라도 죄의 요소되는 위험 발생에 연결되지 아니한 때에는 그 결과로 인하여 벌하지 아니한다."라고 선언하여 범죄행위와 인과관계가 인정되지 않는 결과는 형사처벌의 근거가 될 수 없음을 분명히 하고 있고, 위와 같이 구 증권거래법 제207조의2, 제214조는 '위반행위로 얻은 이익'을 범죄구성요건의 일부로 삼아 그 가액에 따라 그 죄에 대한 형벌을 매우 가중하고 있으므로, 이를 적용할 때에는 위반행위로 얻은 이익의 가액을 엄격하고 신중하게 산정함으로써 범죄와 형벌 사이에 적절한 균형이 이루어져야 한다는 죄형균형 원칙이나 형벌은 책임에 기초하고 그 책임에 비례하여야 한다는 책임주의 원칙이 훼손되지 않도록 유의하여야 할 것이다(대법원 2007. 4. 19. 선고 2005도7288 전원합의체 판결 등 참조). 따라서 구 증권거래법 제207조의2와 제214조에서 정한 '위반행위로 얻은 이익'이라 함은 그 위반행위와 관련된 거래로 인한 이익을 말하는 것으로서 위반행위로 인하여 발생한 위험과 인과관계가 인정되는 것을 의미한다고 볼 것이다.

(3) 구 증권거래법 제207조의2 제2항 등에서의 인과관계 개념

구 증권거래법 제207조의2 제2항 등에서 정한 위반행위로 얻은 이익과 위반행위로 인하여 발생한 위험과의 인과관계는 앞서 위 (1)항에서 본 구 증권거래법 제207조의2 제2항 등의 개정입법취지, 만일 여기의 인과관계를 직접적인 인과관계로 해석할 경우에 지나치게 그 처벌범위가 축소되어 사실상 증권거래법 처벌 규정을 사문화시키는 부당한 결과가 초래되고 증권거래법 개정입법취지에도 역행하며, 일반적으로 형사법의 인과관계를 상당인과관계로 파악하고 있는 것과의 조화 등을 고려할 때, 이를 피고인 주장과 같이 직접적인 인과관계로 국한하여야 할 것은 아니고, 형사법에서 일반적으로 요구되는 상당인과관계로 보아야 할 것이다(이러한 맥락에서 원심이 인용한 대법원 2004. 9. 3. 선고 2004도1628 판결은 인과관계로서 직접적인 인과관계까지를 요하는 것이 아니라는 취지에서 그 의의가 여전

히 있다). 원심이 마치 피고인의 사기적 부정거래와 주가상승과의 사이에 인과관계 자체까지도 요하지 아니한다는 듯한 설시를 하여 형사법이 요구하는 자기책임주의에 반하는 듯한 태도를 보이는 것은 다소 위헌적인 소지가 있다. 따라서, 피고인의 이 부분 주장은 피고인의 사기적 부정거래와 주가상승 사이에 인과관계가 여전히 필요하다는 점에 있어서 이유 있다.

나. 피고인의 사기적 부정거래와 주가상승 사이의 인과관계 존부 등

(1) 인과관계의 존부

원심, 환송 전·후 당심에서 적법하게 채택하여 조사한 증거들에 의하여 인정되는 다음과 같은 사정, 즉 ① ㉠ 피고인은 2006. 6. 30. 공소외 1 주식회사 주식을 액면가 500원의 13배가 넘는 주당 6,800원을 공모가로 하여 코스닥에 등록을 하였으나 주가가 오르지 않고, 오히려 2006. 7.경에는 주가가 4천 원대로 공모가보다 더 떨어져 주변의 투자자들로부터 많은 불평을 듣고 있었고(증거기록 4327, 4344쪽), ㉡ 이에 따라 피고인은 주가를 끌어올리기 위한 방편으로 2006년 말 일반 주주들에게는 주당 300원, 최대주주와 특수관계인은 100원의 차등배당을 실시하였고, 2007. 1.경에는 공소외 1 주식회사 상무인 공소외 4에게 공소외 1 주식회사 주식 매입을 지시하여 임직원들 명의의 차명계좌로 주식을 매수하기도 하였으며, 2007. 1. 12. 자기주식 취득을 결정하여 공시하기도 하였으나, 주가에는 별다른 영향을 미치지 못하였으며(증거기록 4256, 4257쪽), ㉢ 코스닥상장 후 애널리스트 등으로부터 공소외 1 주식회사의 경우 대주주 물량이 60%에 가깝고 유통량이 적어서 거래가 활성화되지 않아 기관 등에서 별 관심을 갖지 못하니 시장에서 관심을 얻으려면 유통량이 늘어나야 된다는 얘기를 들어온 데다가, 위 ㉡과 같은 자사주 취득으로 대주주의 물량이 더 커져 유통량 문제가 더 심각해지자 이를 해소하는 방편으로 2007. 3. 100% 무상증자를 실시하게 되었고(공판기록 765쪽, 증거기록 4345쪽), ㉣ 피고인 스스로도 상장 후 공소외 1 주식회사의 주가가 공모가보다 훨씬 떨어져 주가에 관심을 갖게 되었다고 진술하고 있고, 원심 증인 공소외 5 역시 공소외 4를 통하여 피고인이 주가가 안 올라서 고민한 것을 알고 있다고 진술하고 있는 사실(공판기록 777쪽) 등에 비추어 볼 때, 피고인은 공소외 1 주식회사 주식의 코스닥 등록 이후부터 줄곧 공소외 1 주식회사의 주가 상승을 의도하고 이를 위한 시도가 여러 차례에 걸쳐 있어 왔던 것으로 보이는 점, ② 피고인은 언론인터뷰를 통하여 2007. 2. 27.부터 원심 별지 범죄일람표 1 기재와 같이 자신이 대표이사 겸 대주주인 공소외 1 주식회사가 추진 중인 이 사건 태양광사업의 추진 현황과 전망에 관하여 허위사실을 유포하였고, 원심 범죄사실 제1의 나.항 기재와 같이 임직원들 명의의 차명주식을 포함하지 않은 허위표시 문서인 2006. 7. 6.자와 2007. 3. 26.자 임원·주요주주 주식소유 상황보고서 등을 이용하였으며, 원심 별지 범죄일람표 1 기재 기사에는 우즈베키스탄 내 규사광산의 경제적 가치, 규사광산 개발사업자 지위의 확정적인 취득 여부, 규사와 메탈실리콘 및 폴리실리콘의 경제적 관련성, 폴리실리콘 제조사업의 가능성 및 이익실현의 시기 등에 관한 것으로서 투자자들의 투자판단에 영향을 미치기에 충분한 내용들이 포함되어 있는 사실, ③ 그로 인하여 공소외 1 주식회사의 주가는 전반적으로 상승하기 시작하여 2007. 3. 22. 100% 무상증자에 따른 권리락이 있은 뒤 2007. 5. 초경에는 그전의 주가인 8천 원대를 거의 회복하여 실질적으로는 주가가 2배 정도 상승하였고, 2007. 5.경부터는 피고인의 차명주식이 매도되고 있었는데도 그러한 사실이 외부에는 알려지지 않아 주가는 보합을 유지하거나 다소 상승하였으며, 피고인이 2007. 5. 말경부터 이 사건 태양광사업에서 사업자로 최종 지정되었다는 취지의 언론인터뷰를 하자 공소외 1 주식회사의 주가는 종가 기준 최고가를 갱신하면서 7. 2. 12,050원, 8. 1. 16,200원, 9. 3. 22,000원, 10. 1. 56,600원, 10. 9. 81,000원으로 상승한 점(증거기록 941 내지 945쪽){피고인은 공소외 7, 8 등

의 사건연구(Event Study) 방식에 입각한 감정결과에 기초하여 위 기간 중 2007. 7.경까지는 주가상승이 정상적인 범주 내에 있다는 취지로 주장하나, 우선 이 방식의 전제이론인 효율적 시장이론은 주가가 주식시장에 참여하는 사람들이 모든 이용가능한 정보를 합리적으로 판단해서 그 회사가 미래에 벌어들일 현금흐름의 현재 가치가 얼마나 하는 것을 판단해서 사고판다는 이론인데, 환송 전 당심 증인 공소외 7도 모든 주식이 모든 시점에서 다 그러냐 하는 것은 이론의 여지가 있을 수 있고 어떤 시점이나 종국에 따라서는 그 중 일부는 아닐 수도 있을 것이라고 증언하였듯이(공판기록 4751, 4770쪽) 전제이론이 완전하지 아니하고, 증권전문가인 공소외 9는 기업분석에 관한 보고서 작성시 실적을 가장 중요한 것으로 보고 있다고 밝혔는데 공소외 7, 8 등의 감정결과에는 회사의 실적에 해당하는 매출액 등에 관한 사항을 전혀 반영하고 있지 아니할 뿐 아니라(공판기록 1503, 4761, 4762, 4744쪽), 이 방식은 기대수익률 모형을 파악해 여기에 사건기간 동안의 시장수익률 자료를 대입해 얻은 정상수익률을 사건기간 중에 실현된 기업의 수익률로부터 차감하여 초과수익률을 얻고 있는데, 위와 같이 모형추정기간이 통상의 범주인 200일 내지 400일에서 벗어나면 정상수익률을 구하는 기준이 되는 기대수익률 추정치의 정확성이 떨어지는바, 공소외 7의 증언에 나타나듯이 공소외 7의 감정에 사용된 추정기간이 124일에 불과하여 추정기간이 너무 짧고(공판기록 2341, 4753쪽. 공소외 10의 감정결과 역시 추정기간이 짧다는 점에서 같은 비난을 면하기 어렵다), 반면 공소외 8의 감정결과는 공소외 7의 경우와 달리 추정기간을 사건 후로 잡아 추정기간이 충분히 확보되었기는 하였으나, 반면에 해당 주식을 발생한 회사의 대표이사가 변경되었고 회사를 상대로 민사소송이 제기되어 흔들리고 있는 상황이기 때문에 주가와 시장과의 관계가 안정적이지 못한 기간을 포함하고 있어서(공판기록 4771쪽) 그 정확성이 떨어진다고 할 것일 뿐 아니라, 공소외 8의 환송 전 당심 증언에 의하더라도 2007. 7.경 이전에도 유의성을 갖는 오차범위 5%에 들어오지 않을 뿐이지 이 부분 기간 동안에도 주가가 많이 오른 것이라는 취지여서(공판기록 4788, 4789, 4793쪽), 피고인의 주장은 받아들이기 어렵다), ④ 이 사건 태양광사업과 관련한 공소외 1 주식회사측의 실무담당자인 공소외 11은 태양광개발에 관한 전문적인 지식이 전혀 없을 뿐 아니라, 학교 등에서 사람들을 만나러 다니는 외에는 달리 이 사건 태양광사업과 관련하여 추진한 일이 없다고 진술하고 있고, 피고인 스스로도 2007. 6.경 우즈베키스탄과의 지분협약이 이루어지지 않아 모든 사업이 멈춰버려서 특별히 이 사건 태양광사업과 관련하여 추진한 것이 없다고 진술하고 있는 사실 등에 비추어 볼 때, 공소외 1 주식회사는 이 사건 태양광사업과 관련하여 2007. 4. 19. 우즈베키스탄측과 양해각서를 작성한 이외에는 달리 추진한 일이 없어 이 사건 태양광사업의 실체는 없는 것으로 보이는 점(증거기록 4307, 4319, 5433쪽), ⑤ 한편, 공소외 1 주식회사가 조립한 하드디스크 헤드를 전량 납품받는 공소외 12 주식회사가 2007. 1분기부터 고집적 하드디스크 드라이브로 주력 제품군을 변경함에 따라 단일 품목인 하드디스크 헤드 전량을 공소외 12 주식회사에 납품하던 공소외 1 주식회사의 매출액은 2006년의 1,657억 원에서 2007년에는 905억 원으로 급감하였고(구체적으로 2006년 3분기는 447억 8,300만 원, 4분기는 419억 9,600만 원, 2007년 1분기는 353억 3,500만 원, 2분기는 295억 3,600만 원, 3분기는 171억 8,300만 원, 4분기는 84억 7,200만 원으로 감소하였다), 영업이익 역시 2006년의 75억 원에서 2007년에는 3,400만 원으로 대폭 감소하였으며(구체적으로 2006년 3분기는 26억 8,300만 원, 4분기는 17억 7,400만 원, 2007년 1분기는 6억 5,800만 원, 2분기는 4억 900만 원, 3분기는 -4억 9,400만 원, 4분기는 -5억 3,900만 원으로 감소하였다), 당기순이익도 2006년의 101억 4,400만 원에서 2007년의 13억 5,200만 원으로 감소하는(구체적으로 2006년 3분기는 29억 3,700만 원, 4분기는 9억 8,700만 원, 2007년 1분기는 3억 7,600만 원, 2분기는 24억 900만 원, 3분기는 -6억 2,200만 원, 4분기는 -8억 1,100만 원으로 감소하였다) 등 이 부분 기간 동안의 회사실적은 저조하였으며(2007년 2분기 당기순이익이 24억

9백만 원으로 높은 수치가 나오긴 하였으나, 피고인이 제출한 증거자료에 의하면 이는 단기매매증권 처분 및 기타 영업 외 수익 15억 원의 발생으로 인한 것임을 알 수 있어서(증 제47-6호), 이 부분 기간 동안의 실적저조에는 아무런 영향이 없다}, 이러한 사실 및 더 나아가 향후 실적이 더 어려워질 것이라는 내용의 공시까지 행하여졌고, □□투자증권 수석연구원인 공소외 9 등 여러 증권전문가들도 공소외 1 주식회사의 주가상승은 이 사건 태양광사업에 기인한 것이라는 의견을 피력하고 있으며, 더군다나 공소외 1 주식회사의 유일한 납품처인 공소외 12 주식회사는 수출위주의 업체로 미화 1달러당 2006. 1.경 1,300원 대이던 환율이 2006. 11. 중순경 950원 대, 2007. 4.경 940원 대, 2007. 7.경 930원 대를 거쳐서 2007. 10. 말경 920원대로까지 하락하는 등 2007년 당시에는 환율의 지속적인 하락으로 인하여 실적이 나빠져 그 주가가 하락추세이었고 반도체아이티(IT)업종 역시 이와 같은 환율하락 영향으로 전망이 어두워 주가가 하락하던 경향이었고, 피고인의 허위 언론인터뷰기사내용이 유포되기 전의 2007년 공소외 1 주식회사 주가는 종가기준으로 최고가가 2007. 1. 4. 8,740원, 최저가가 2007. 1. 30. 7,100원으로 갈수록 하락추세였던 사실(당심 증인 공소외 2의 당심 법정진술, 당심에 제출된 2006. 1.~2007. 12. 현재 원/달러 환율변동 차트 및 일자별 환율현황, 공소외 1 주식회사 2006년 1분기, 2분기 매출액·영업손익등 영업실적(공정공시), 공판기록 634, 776, 1508 내지 1510, 1514, 1529, 1537, 4997쪽, 증거기록 214, 269, 335, 394, 458, 511, 572, 624, 690, 744, 808, 862, 940, 941, 3660, 3661쪽) 등에 비추어 볼 때, 공소외 1 주식회사의 기존 사업 실적으로 인하여서는 그 주가상승이 있었을 것으로는 보이지 아니하는 점, ⑥ 위 공소외 9는 또한 회사 대표이사의 인터뷰 기사에 대하여 회사가 나아가는 방향에 대하여 가장 잘 아는 사람이 대표이사이고 특히 공소외 1 주식회사처럼 중소기업에서는 거의 모든 의사결정을 대표이사가 하기 때문에 그 회사의 주가나 애널리스트 평가에 큰 영향을 미친다고 진술하고 있는 점(공판기록 1508, 1509쪽), ⑦ 공소외 1 주식회사는 2007. 7. 19.과 2007. 8. 17.경에 한국증권선물거래소의 요구에 따라 조회공시를 함으로써 피고인으로서 공소외 1 주식회사 주식에 대한 이상 과열 현상을 감지할 수 있었을 것인데도, 2007. 8. 17. 한국경제TV와의 인터뷰, 2007. 8. 30. 매일경제 이코노미 인터뷰와의 인터뷰 등을 통하여 계속적으로 허위 내용의 홍보성 언론기사가 보도되도록 한 점(증거기록 4654쪽), ⑧ 피고인은 주가가 비정상적으로 급등한 2007. 9.경에도 이와 같은 허위, 과장된 내용의 언론인터뷰를 계속하였는데, 특히 피고인이 MOU 사업단계를 벗어나 정식사업인가를 받았다고 허위사실을 홍보함으로써 주식투자자들에게는 공소외 1 주식회사의 이 사건 태양광사업전망에 대한 실현가능성이 높아진 것으로 보였고, 그것이 주가가 급격하게 상승하는데 중요한 요인으로 작용한 것으로 보이는 점, ⑨ 피고인은 2007. 10. 4. 자신의 차명주식을 매각한 후인 2007. 10. 5.과 같은 달 8. 2회에 걸쳐 자신 명의의 주식을 매도한 것에 대하여 이는 너무 급등한 주가를 안정시키기 위한 것이라고 하나, 그 시점이 주가가 최고조로 오른 상태였고, 10. 5. 주식을 이미 처분한 후 공소외 1 주식회사 게시판에 처분할 예정이라는 글을 게시하였을 뿐 아니라, 그 게시한 글에는 주가가 높다는 언급과 동시에 현재 이 사건 태양광사업이 차질 없이 진행되고 있어 장기적으로 결코 높은 가격이 아니라는 취지의 내용도 있었고 주식처분이 회사에 필요한 자금을 마련하기 위한 것으로 절세차원에서 개인명의로 된 주식을 처분할 계획이라는 언급만이 있을 뿐이고 주가안정을 위한 것이라는 언급이 전혀 없는 사실(증거기록 3080쪽) 등에 비추어 볼 때, 피고인의 주식매각은 주가를 안정시키려는 의도라기보다는 주가가 최고조로 치솟은 상태에서 시세차익을 위하여 매각한 것으로 보이는 점, ⑩ 인터넷 등 정보통신 수단이 발달되고 각종 투자자 카페, 애널리스트, 공소외 2와 같은 유사 투자자문사 등이 난립하는 현재의 증권시장 환경에 비추어 피고인과 같은 기업의 대표이사가 자신이 운영하는 기업에 대하여 허위, 과장된 사실을 계속적, 반복적으로 언론매체를 통하여 유포할 경우 그러한 허위, 과장된 사실이 확대 재생산되어 주가에 커다란

영향을 미칠 수 있다는 점을 충분히 예견되는 점 등을 종합하면, 피고인의 허위사실 유포 및 허위표시 문서 이용 행위라는 사기적 부정거래행위는 공소외 1 주식회사의 주가상승에 상당한 영향을 미쳤다고 할 것이고, 따라서 피고인의 사기적 부정거래행위와 공소외 1 주식회사의 주가상승 사이에는 상당인과관계가 있다고 할 것이다.

(2) 공소외 2가 주가상승에 개입하였는지 여부

원심과 환송 전·후 당심이 적법하게 채택하여 조사한 증거들에 의하면, ① 공소외 2는 자신이 운영하는 ○○투자연구소 회원들로부터 회비를 받고 투자상담을 해 주거나 상당한 강의를 받고 회원 및 비회원을 상대로 강연을 하면서 특정 종목을 추천하기도 하였는데, ○○투자연구소의 회원수는 2007. 6.경에는 300-400명 정도, 2007. 9.경에는 700-800명 정도에 이르렀고, 한편 공소외 2는 2007. 5. 중순경부터 공소외 1 주식회사 주식 매수를 권유하기 시작하여, 2007. 6. 6.부터는 순회 강연시 집중 매수 의견을 제시하는 등 본격적으로 공소외 1 주식회사 주식의 매수를 권유한 사실(공판기록 730, 933쪽), ② 공소외 2는 매일경제신문과 한국경제신문에, ㉠ 2007. 8. 18. '공소외 1 주식회사 우즈베키스탄에서 국내 대그룹 모기업을 물리치고 본계약 체결'이라는 내용의 광고를, ㉡ 같은 달 25. '폴리실리콘 가격이 천정부지로 치솟고 있다.

폴리실리콘 확보 태양광업계 초비상'이라는 내용의 광고를, 2007. 9. 1. '폴리실리콘 가격이 천정부지로 치솟고 있다.

폴리실리콘 확보 태양광업계 초비상'이라는 내용과 함께 '폴리실리콘 원재료 규소광산에 공소외 1 주식회사'라고 하여 다른 업체들과 함께 공소외 1 주식회사를 소개하는 광고를, ㉢ 2007. 9. 8. '○○테마주 대장주 공소외 1 주식회사 5,000원부터 매집 금요일 종가 39,650원 수익률 793% 진행 중', '공소외 1 주식회사 태양에너지 사업진행 추이 및 향후일정, 2007. 4. 10. 우즈베키스탄 지질위원회, PHONON 등과 규소개발 사업 위한 MOU 체결, 5월 24일 우즈베키스탄 프로젝트 관련 ○○은행 등과 PF 양해각서 체결, 8월 17일 우즈베키스탄 자원위원회로부터 규소광산 개발 업체로 최종 지정, 9월 4일 PHONON 등과 규소 개발 사업 추진일정에 관한 합의서 체결, 10월 3일 지질광물탐사 작업 시행안 결정, 2008. 1. 3. 산업용 실리콘 생산을 위한 설비구축' 등의 내용을 담은 광고를, ㉣ 2007. 9. 22. 공소외 1 주식회사의 공시 내용과 함께 '○○테마주(신재생에너지)의 대장주 공소외 1 주식회사 5,000원부터 매집 금요일 44,000원 수익률 880% 진행 중'이라는 내용의 광고를, ㉤ 2007. 9. 29. 공소외 1 주식회사의 공시내용과 '○○투자연구소공소외 2 회장 10월 우즈베키스탄 규소 광산 직접 탐사 추진 중'이라는 내용의 광고를, ㉥ 2007. 10. 6. '공소외 1 주식회사 우즈베크 규소광산 확보' 등의 내용과 '공소외 13과 우즈베키스탄 대통령이 호형호제하는 사이'라는 등의 내용의 광고를 각 게재한 사실(공판기록 1388 내지 1394쪽), ③ 공소외 2는 2007. 8. 초순경부터는 "물뽕"이라는 표현까지 사용하면서 ○○투자연구소 회원들이나 자신의 강의에 참석한 사람들을 상대로 적극적으로 공소외 1 주식회사 주식의 매수를 권유하였고, 2007. 10.초경에는 공소외 13의 자서전을 자비로 구입하여 강연회에 참석한 회원들에게 나누어 주면서 공소외 1 주식회사를 추천하기도 한 사실(공판기록 2195, 4463쪽, 증거기록 4459, 5795쪽), ④ 2007. 5. 공소외 1 주식회사 전체 거래량 대비 ○○투자연구소 회원의 매수 비중은 평균 3.76%이었고, 공소외 2가 공소외 1 주식회사 주식 매수를 본격적으로 권유한 2007. 6.부터 2007. 7.경까지 회원매수비중이 7.6%이었으며, 2007. 8. 13. 회원매수비중이 23.36%이었고, 2007. 9. 3.부터 2007. 10. 4.까지의 기간에는 회원매수비중이 평균 12.41%이었던 사실(공판기록 733쪽), ⑤ 환송 전 당심 증인 공소외 7, 8은, 공소외 1 주식회사 주가에 대하여 2007. 7. 중순경부터 통계적으로 유의하게 실제 주가가 정상범위 이상으로 형성되었고, 2007. 9. 상반기부터 2007. 10. 상반기에는 이러한 비정상적 주가 상승 움직임이 가속화된 것으로 보인다는 증언을 한 사실

(공판기록 4755, 4744, 4787쪽), ⑥ 공소외 2는 위 ①에서와 같은 순회강연을 하면서 공소외 1 주식회사 주식 매수를 권유함에 있어, 2007. 8. 초순경에는 공소외 1 주식회사 주식에 '물뺑'하고, 공소외 13과 우즈베키스탄 대통령과 거의 친구사이라는 내용을 언급하였을 뿐, 공소외 1 주식회사의 주가 및 영업이익율에 관한 언급을 하지 않다가(공판기록 2195, 2229쪽), 2007. 9. 22.에는 '천조 원의 매출'과 '2009년 주가가 최소한 100만 원까지 상승한다'는 언급을(공판기록 2256, 2293쪽), 같은 달 29.에는 '영업이익율 80%이상'과 '주가가 500만 원까지 상승한다'는 언급을(공판기록 2352, 2361쪽), 2007. 10. 6.에는 '영업이익율 70%이상'과 '주가가 500만 원까지 상승한다'는 취지의 언급을(공판기록 2381, 2383, 2415쪽) 하였고, 공소외 2 스스로도 2007. 9.부터는 강연장에서 공소외 1 주식회사 주가가 2010년까지는 수백만 원까지 상승하니 물뺑하라고 추천하였고, 자신의 강연으로 주가상승에 영향을 미친 사실에 대하여는 어느 정도 인정하고 있다고 진술하고 있는 사실(증거기록 4460, 4461, 5795쪽), ⑦ 공소외 13은 원심 증인으로 나와 자신은 1995년 당시 대통령의 우즈베키스탄 순방시 경제인 대표로 수행하였고 우즈베키스탄 대통령의 방한시 국내 면방업체 회장단의 우즈베키스탄에 대한 투자회의를 주선하였으며, 1993년부터 현재까지도 대한민국·우즈베키스탄 친선협회의 회장을 맡고 있을 뿐 아니라 2005년에는 우즈베키스탄 대통령으로부터 우호, 친선 훈장을 받은 적이 있는 등의 관계로 우즈베키스탄 대통령과 친분관계를 유지하고 있다고 진술하고 있고(공판기록 1291쪽), 피고인 스스로도 공소외 13의 우즈베키스탄에서의 영향력이 크다고 진술하고 있는 사실(증거기록 5185쪽)을 각 인정할 수 있다.

위 인정사실에다가 피고인의 이 사건 언론인터뷰 내용을 덧붙여 보면, 공소외 2의 강연 등으로 공소외 1 주식회사 주식의 주가상승에 어느 정도 영향을 미친 것은 사실이나, 한편 공소외 2의 강연 중 매출액 천조 원의 언급부분은 피고인의 언론인터뷰 내용 중 현재까지 우즈베키스탄 광산에서 발견된 규사 물량을 순도 99.37%이지만 순도 98%를 기준으로 계산해도 100억 달러에 근접한다(2007. 2. 27. 및 같은 해 4. 27. 매일경제 인터뷰기사), 규소 원재료는 KG당 1달러인데, 이를 가공하면 200달러까지 받을 수 있다(2007. 5. 21. 조선일보 인터뷰기사), 당초 예상했던 1천만 톤의 원재료 확보를 전제로 이미 발표된 성과는 충분히 올릴 것으로 본다(2007. 8. 17. 한국경제TV 인터뷰) 등에 기초한 것으로 보이고, 공소외 13과 우즈베키스탄 대통령과의 친분관계 부분은 사실과 다르지 아니한 것으로 보여서 최소한 2007. 8. 31.까지는 공소외 2가 강연으로 공소외 1 주식회사의 주가상승에 개입하였다고 볼 수 없고{ 공소외 2가 강연장에서 뒤에서 보듯이 주가에 영향을 미치는 요소로서 피고인의 언론인터뷰에 기하지 아니한 공소외 1 주식회사 주식의 주가 및 영업이익율을 언급한 일자가 2007. 9. 중 어느 날짜인지 특징이 어려워 피고인에게 가장 유리하게 9월 모두를 제외하는 것으로 해석한다.

이와 관련하여 공소외 14는 공소외 2가 2007. 8.경 강연에서도 공소외 1 주식회사의 주가가 100만 원에서 500만 원까지 상승한다는 취지의 발언을 하였다고 진술하고 있으나(증거기록 5807쪽), 피고인이 제출한 공소외 2의 2007. 8. 강연 녹취록에는 예상 주가에 관한 언급이 없었고, 공소외 14가 공소외 1 주식회사 주식을 매수하기 시작한 시점은 2007. 9. 중순경이었고, 이와 같이 매수하게 된 동기에 관하여, 우즈베키스탄 규소광산의 규모가 1천조 원 정도 되고 그 규소의 순도가 최고로 좋아서 가격이 kg당 250달러 정도에 이르며 영업이익율이 70%까지 나갈 수 있다고 있다는 등을 내용으로 하는 공소외 2의 2007. 9. 강연을 들었기 때문이라고 밝히는 점(증거기록 5808쪽), 공소외 14는 주주 대표를 맡은 사람으로서 공소외 1 주식회사 주가 폭락 후 공소외 2와 사이에 감정이 그리 좋지 않았던 것으로 보이는 점(공소외 2의 환송 후 당심 법정 진술) 등에 비추어 볼 때, 공소외 2가 2007. 8.경 강연에서도 공소

외 1 주식회사의 주가에 관하여 100만 원에서 500만 원까지 상승한다고 언급하였다는 공소외 14의 진술은 그대로 받아들이기 어렵고, 공소외 2가 2007. 9. 1. 이전 강연에서도 공소외 1 주식회사의 주가가 최소한 100만 원 이상까지 상승한다는 인상을 주는 공소외 15, 16의 진술 역시 피고인이 제출한 공소외 2의 2007. 8.경 강의 녹취록 내용, 이들 모두는 공소외 2가 위와 같은 주가상승수치에 관한 언급을 한 강연날짜에 대하여 불분명한 태도를 보이고 있을 뿐 아니라 공소외 1 주식회사 주식 매수시기가 공소외 15의 경우 2007. 9. 17.경, 공소외 16의 경우 2007. 10.경인 점, 공소외 15는 공소외 14의 동거녀인 점 등에 비추어 볼 때(증거기록 5790, 5791, 5816쪽), 공소외 15, 16의 진술만으로는 공소외 2가 2007. 9. 1. 이전의 강연에서도 2007. 9.에 강의한 내용과 같은 정도의 공소외 1 주식회사 주가상승분을 언급하였다는 사실을 인정하기에는 부족하다, 반면에 예상 주가 및 영업이익익율은 주식투자자들이 투자 여부를 결정할 때 중요하게 고려하는 요소들인데, 공소외 2가 공소외 1 주식회사 주식 매수를 추천하면서 밝힌 주가 및 영업이익익율은 피고인의 언론 인터뷰 내용과는 무관한 것으로 공소외 2가 이를 산정함에 있어서 영업이익익율 70-80%에 관하여는 당시 폴리실리콘 제작사업의 선발주자인 공소외 17 주식회사 담당직원으로부터 영업이익익율이 50-60%라는 것을 듣고 폴리실리콘의 전단계인 메탈실리콘을 수입하는 공소외 17 주식회사에 비하여 규사광산의 채굴권까지 확보하여 메탈실리콘을 만들고 이를 기초로 폴리실리콘을 만드는 공소외 1 주식회사는 영업이익익율이 그 이상일 것이라는 자신의 계산에 의한 것이고, 주가에 대하여는 공소외 17 주식회사가 2007. 11. 신제품을 완성하고 나서 그 주가가 391,000원까지 상승하였고, 실제로 공소외 17 주식회사가 시제품을 만들었을 때 500만 원까지 상승하였던 것에 비추어 액면가가 500원인 공소외 1 주식회사의 주식은 그 가격이 5,072,000원까지 상승하는 것으로 계산이 나왔다는 것에 불과하여(피고인이 제출한 증거자료에 의하면 공소외 17 주식회사의 주가가 2007. 10.경까지는 40만 원에 미치지 못하였다가 2008. 3. 말경에 가서야 40만 원에 이르렀을 뿐이고 2007. 2. 27.부터 2008. 5. 20.까지의 사이에 45만 원에도 이르지 아니하였다(공판기록 123쪽)), 어떠한 객관적인 자료에 기초한 것이 아니어서 공소외 2가 강연시 투자자들에게 공소외 1 주식회사 주식의 매수를 추천하면서 그 근거로 제시한 영업이익익율이나 주가에 관한 수치는 사실이 아니거나 그 정도가 지나치게 과장된 것으로 보이므로(공판기록 969, 970, 1007, 4460, 4461, 4478쪽), 결국 공소외 2는 자신의 강연을 통하여 2007. 9. 1.부터의 주가상승에는 개입하였다고 보아야 할 것이다.

(3) 주가의 정상상승분 유무

앞서 위 3의 나.(1)항의 ④에서 본 바와 같이 피고인의 허위 언론인터뷰 기사내용과 달리 그 실상은 공소외 1 주식회사가 이 사건 태양광사업과 관련하여 양해각서를 작성한 것 이외에는 달리 추진된 바가 없어 그 실체가 없는 점, 2007. 4. 19.자로 공소외 1 주식회사가 우즈베키스탄 정부투자기관 'PHONON', 우즈베키스탄 자원위원회 등과 사이에 이 사건 태양광사업에 관한 양해각서가 체결되었다는 공시가 되었는데, 공소외 1 주식회사의 주가가 그로부터 10일 정도 주가가 별 변동이 없고 오히려 하락하였던 점(증거기록 942, 4809쪽. 공소외 1 주식회사의 주가는 종가기준으로 2007. 4. 19. 5,830원, 같은 달 20. 5,750원, 같은 달 23. 5,800원, 같은 달 24. 5,660원, 같은 달 25. 5,760원, 같은 달 26. 5,640원, 같은 달 27. 5,810원이었다), 주가분석전문가인 공소외 7은 환송전 당시 법정에서 양해각서가 체결되었다는 것만으로는 변수가 많아 불확실성이 있으니까 주가가 반응하지 않다가 그 뒤에 정식적인 계약체결 등의 후속적인 정보가 나와서 그것을 더 구체화하고 믿게 하면 주가에 반영될 수 있다는 취지로 증언하고 있는 점(공판기록 4763) 등에 비추어 볼 때, 피고인의 허위사실유포행위가 없었다면 양해각서의 체결사실만으로는

공소외 1 주식회사 주식의 주가에 대체에너지 관련 기업의 전반적인 주가상승과 같은 주가상승이 있었을 것으로는 보이지 아니하고, 또한 앞서 위 3의 나.(1)항의 ⑤에서 본 바와 같이 공소외 1 주식회사의 기존 주력업종은 단일 품목 전량을 단일 업체에 납품하는 구조적 취약점을 안고 있는 상황에서 납품을 받는 업체의 주력 제품군 변경으로 인하여 그 매출액, 영업이익이 급감하는 등 매출실적이 저조해졌고 이러한 사정 및 향후 더욱더 실적이 어려워질 것이라는 공시가 행하여졌으며(이와 같은 공시 등 실적발표는 통상적으로 다음 분기 내에 행하여짐으로써 당해 분기의 실적은 다음 분기의 실적 발표일 이후부터의 주가에 영향을 준다고 할 것이다) 당시 환율의 급락으로 인하여 공소외 12 주식회사를 비롯한 반도체 등 수출업종의 주가가 하락하는 추세였던 점 등에 비추어 볼 때, 피고인의 이 사건 태양광사업에 관한 허위사실 유포가 없는 상태에서도 2007. 2. 27. 이후의 공소외 1 주식회사 주식 가격이 상승하였을 것으로는 보이지 아니한다.

(4) 피고인의 사기적 부정거래행위로 인한 이득액

피고인의 사기적 부정거래행위로 인하여 피고인이 취득한 이익액을 산정함에 있어서, 2007. 8. 31.까지의 주가상승으로 인한 부분은 전적으로 피고인의 사기적 부정거래행위에 기한 것이므로 그로 인한 시세차익 전부를 피고인이 취득한 이익액으로 보아야 할 것이고, 반면 2007. 9. 1.부터의 주가상승으로 인한 부분은 주가상승에 피고인의 행위뿐 아니라 공소외 2의 행위까지 개입되어 있고 공소외 2가 그와 같이 과장된 강의를 하는 것에 대하여 피고인이 알고도 이를 용인 내지 이용하였다는 사실을 인정할 아무런 증거가 없어서 이러한 공소외 2의 행위로 인한 부분까지 피고인의 행위 결과에 귀속시키는 것은 자기책임의 원칙에 반하므로 이를 분리하여 제외하여야 할 것이고, 주가상승 중 피고인의 행위로 인한 부분과 공소외 2의 행위로 인한 부분을 분리하여 산정할 증거를 제출할 입증책임은 검사에게 있다고 할 것인데 2007. 9. 1.이후의 주가상승분 중 피고인의 행위에 의한 부분을 구분하여 특정할 수 있는 아무런 증거가 없고 결국 피고인의 행위로 인한 부분을 산정할 수 없어서 피고인에게 최대한 유리하게 해석하여 이 부분에 관하여는 2007. 8. 31. 종가가 그대로 유지된 것으로 보고 이를 기초로 산정한 이득액만이 피고인의 책임에 귀속시키기로 한다.

따라서, 피고인의 이 사건 사기적 부정거래행위로 인하여 피고인이 취득한 이익액은 2007. 8. 31.까지는 해당 매각일 종가를 기준으로, 2007. 9. 1.부터는 2007. 8. 31. 종가인 19,350원을 기준으로 하여 산정하여야 할 것인데, 우선 주식 총 매각대금은 11,855,035,350원[=① 피고인 명의의 2007. 10. 5.자 13만 주, 같은 달 8.자 27만 주 합계 40만 주의 매각대금 7,740,000,000원(=400,000주 x 19,350원) + ② 원심 별지 범죄일람표 Ⅱ 기재 차명 주식의 매각대금 4,115,035,350원(=854,560,350원(2007. 5. 4.자 98,912주의 매각대금 706,420,350원 + 2007. 5. 14.자 16,500주의 매각대금 148,140,000원) + 3,260,475,000원(2007. 9. 14.자 45,000주의 매각대금 1,784,250,000원 + 같은 달 17.자 6만 주의 매각대금 2,663,809,200원 + 같은 달 18.자 19,500주의 매각대금 902,915,150원 + 같은 달 19.자 5천 주의 매각대금 244,811,950원 + 2007. 10. 4.자 39,000주의 매각대금 2,648,100,000원))]에 이르고, 여기에서 위 주식 총 매수금액 2,915,648,000원(원심은 매수대금을 산정함에 있어서 피고인의 이 사건 허위사실유포 시작일인 2007. 2. 27.자를 기준으로 그 이전부터 보유하고 있던 주식과 그 이후에 매수한 부분으로 분류하여 2007. 2. 27. 이후의 매수 부분은 실제의 매수대금으로, 2007. 2. 27. 이전의 보유 부분은 위 2007. 2. 27. 종가인 1주당 7,760원을 기준으로 산정한 대금으로 하였는바, 2007. 2. 27. 이전의 보유 부분에 관한 매수대금을 산정함에 있어서는 공소외 1 주식회사

의 주가가 피고인의 이 사건 허위사실유포로 인하여 영향을 받지 아니한 최종 시점의 종가를 기준으로 하여야 할 것인데, 피고인의 허위언론인터뷰내용이 최초로 게재된 2007. 2. 27.자 매일경제신문은 조간이어서 2007. 2. 27. 당일 오전부터 주식투자자들에게 피고인의 허위언론인터뷰내용이 유포되었다고 할 것이고 주식거래 마감시간이 15:00인 점을 감안하면, 피고인의 허위 언론인터뷰내용이 게재된 매일경제신문의 기사로 인하여 해당일인 2007. 2. 27. 역시 공소외 1 주식회사 주식의 종가에 영향을 미치지 않았다고 할 수 없으므로, 2007. 2. 27. 이전 보유 부분의 매수대금을 산정함에 있어서는 피고인의 허위사실 유포가 주식시장에 영향을 미쳤다고 할 수 있는 2007. 2. 27.의 바로 전날인 2007. 2. 26.자 종가인 1주당 8,000원을 기준으로 함이 타당하다(증거기록 941쪽. 2007. 2. 27. 이전의 공소외 1 주식회사 주가는 계속 하락추세에 있었고 2. 23.에는 1주당 7,260원까지 하락하였다가 2. 26. 8천 원으로 급격히 상승하는데, 이는 피고인의 언론인터뷰 내용이 보도되기 이전에 인터뷰내용이 일부 주식시장으로 새어나감으로써 급격한 주가상승으로 이어진 것이 아닌가 하는 의심이 드나, 이에 대한 아무런 증거가 없으므로 결국 피고인에게 유리하게 해석하여 2007. 2. 26.자 종가를 기준으로 한다). 이에 따라 매수비용을 산정하면, ① 먼저 피고인 명의의 40만 주는 2007. 2. 26. 이전부터 피고인이 보유하고 있던 것으로 100% 무상실시 전의 수량으로 환산한 경우에 20만 주에 해당하므로, 이 부분 주식의 가치는 16억 원(=20만 주 x 8,000원)이 되고, ② 피고인이 매각한 차명주식 중 시세조종행위 개시시점인 2007. 2. 27. 당시부터 보유하고 있던 공소외 18, 19, 20 명의의 차명주식 223,912주의 취득비용은 무상증자 전의 주식 수로 환산한 111,956주를 2007. 2. 26. 종가에 따라 계산한 895,648,000원(111,956주 x 8,000원)이 되고, 2007. 2. 27. 이후에 보유하게 된 공소외 21 명의의 차명주식 45,000주 및 공소외 22 명의의 차명주식 15,000주의 매수대금은 원심 범죄사실 제1의 다.

항의 ③기재와 같이 4억 2천만 원(= 공소외 21 차명 부분 1억 8천만 원 + 공소외 22 차명 부분 2억 4천만 원) 이 그 매수가격인 4억 2천만 원(=1억 8천만 원 + 2억 4천만 원)이 되므로, 결국 피고인이 매각한 주식의 취득비용은 2,915,648,000원(16억 원 + 895,648,000원 + 4억 2천만 원)이 된다}과 수수료 및 거래세 등의 거래비용 255,494,320원(원심판결 14쪽 참조)을 제외하면, 피고인의 이 사건 사기적 부정거래행위로 인하여 피고인이 취득한 이익액은 8,683,893,030원(=11,855,035,350원(총 매도금액) - 2,915,648,000원(총 매수금액) - 255,494,320원(수수료 및 거래세 등의 거래비용))에 이른다.

(5) 소결론

따라서, 피고인의 이 부분 주장은 위 인정범위를 초과한 범위 내에서 이유 있다.

4. 결론

그렇다면, 피고인의 항소는 위 인정범위 내에서 이유 있으므로 형사소송법 제364조 제6항에 따라 피고인 및 검사의 나머지 항소이유에 대한 판단을 생략한 채 원심판결을 파기하고, 변론을 거쳐 다시 다음과 같이 판결한다.

【이유】

】1. 환송 후 당심의 심판범위

원심은 이 사건 공소사실 중 특정경제범죄가중처벌등에관한법률위반(횡령) 부분, 공소외 3, 4 명의의 차명 주식과 관련한 증권거래법위반 및 공직선거법위반 부분에 대하여 무죄로, 그 나머지는 유죄로 판단을 하되 추징을 별도로 하

지 아니하였고, 이에 피고인은 유죄부분에 대하여, 검사는 유죄부분 중 추징부분과 무죄부분에 대하여 각 항소를 하였으며, 환송 전 당심 역시 원심과 같은 취지의 판단을 하자 이에 대하여 피고인은 유죄부분에 대하여, 검사는 유죄부분 중 추징부분 및 무죄부분에 대하여 각 상고를 하였는데, 상고심은 피고인의 사기적 부정거래로 인한 이득액 산정과 관련한 인과관계 부분 및 추징부분을 제외한 나머지 피고인 및 검사의 상고를 모두 기각하고, 위 인과관계 부분 및 추징부분을 파기하되, 그와 일죄의 관계에 있는 나머지 증권거래법위반 부분(이유 무죄로 판단한 부분 포함)도 같이 파기하였는바, 이로써 특정경제범죄가중처벌등에관한법률위반(횡령) 부분 및 공직선거법위반 부분은 확정되었고, 증권거래법위반 부분 중 공소외 3, 4 명의의 차명 주식과 관련한 무죄부분은 위와 같이 파기된 부분과 일죄의 관계에 있다는 이유로 함께 파기되어 환송 후 당심에 이심이 되기는 하였지만 이 부분에 대하여는 상고심에서 이미 상고이유의 주장이 이유 없다고 판단을 하였고 이처럼 상고심에서 상고이유의 주장이 이유 없다고 판단되어 배척된 부분은 그 판결 선고와 동시에 확정력이 발생하여 이 부분에 대하여는 당사자는 더 이상 다툴 수 없고, 또한 환송받은 법원으로서도 이와 배치되는 판단을 할 수 없으므로(대법원 2009.2.12. 선고 2008도8661 판결), 결국 환송 후 당심의 심판범위는 원심판결 중 공소외 3, 4 명의의 차명 주식과 관련한 무죄부분을 제외한 나머지 증권거래법위반 부분이라고 할 것이다(검사는 환송 후 당심에 이르러 원심에서 무죄로 판단한 증권거래법위반 부분에 관한 항소이유를 철회하기도 하였다).

2. 항소이유의 요지

가. 피고인

(1) 사실오인 내지 법리오해 주장

법정형의 기준이 되는 '이득액의 산정과 인과관계'에 관하여, ① 증권거래법 제207조의2 제2항은 위반행위로 얻은 이익을 기준으로 하여 이익액수가 50억 원 이상일 경우 무기 또는 5년 이상의 징역형에 처하도록 규정하여 이익액에 따라 징역형의 하한을 정하고 있는바, 위 법조항의 '위반행위로 얻은 이익'을 해석함에 있어 원심과 같이 피고인의 위반행위와 이익액 사이에 직접적인 인과관계가 필요 없다고 해석하는 경우에는, 위 법 조항은 헌법이 보장하는 죄형법정주의, 책임원칙 내지 비례의 원칙에 반하는 것으로 위헌이고, ② 증권거래법 제207조의2 제2항을 적용하여 이익액에 따라 가중하여 처벌하기 위해서는 사기적 부정거래와 직접적인 인과관계가 있는 부분만을 이득액으로 보아야 하는바, 공소외 1 주식회사의 주가 변동은 피고인의 이 사건 기사 보도시점에 부합하거나 일치하는 모습을 전혀 보여주지 못하고 있고, 오히려 2007. 7.경까지의 주가상승은 코스닥 시장의 활황세, 유가급등에 따라 자원주가 테마주로 부각되면서 대체에너지 관련 사업을 추진하던 기업들 대부분의 주가가 급등하게 된 상황, 공소외 1 주식회사의 2006년 실적과 무상증자, 공소외 1 주식회사가 우즈베키스탄 규사광산개발사업(이하, '이 사건 태양광사업'이라 한다)의 진행 중에 확정된 내용을 고시한 것 등의 호재에 크게 기인한 것이라고 할 것이고 그 이후의 주가상승은 실제로 공소외 2가 그가 운영하던 ○○투자연구소 회원들에게 허위사실을 유포하여 공소외 1 주식회사의 매수추천을 하였고 그로 인해 공소외 2와 ○○투자연구소 회원들이 공소외 1 주식회사의 주식을 집중매수한 것에 기인한 것인데도, 원심은 이와 달리 이득액의 범위를 크게 확대한 법리오해의 위법이 있고, 그 과정에서 피고인의 행위와 공소외 1 주식회사의 주가상승 사이의 인과관계를 인정할 증거가 없을 뿐만 아니라, 공소외 1 주식회사 주가 상승의 실질적인 원인으로 공소외 2 집단의 집중매수와 관련된 제반 사정이 인과관계 판단에 있어서 전혀 고려되지 아니한 채 피고인의 행위와 주가상승 사이의 인과관계를 인정하고 이에 기하여 이득액을 산정하여 이 부분 공소사실을 유죄로 인정한 원심판결에는 사실오인 내지 법리오해로 인하여 판결에 영향을 미친 위법이 있다.

(2) 양형부당 주장

① 피고인은 아직까지 아무런 범죄전력이 없는 점, ② 이 사건 태양광사업은 허위가 아닌 실제 존재하였고 현재도 당초 피고인 회사의 파트너인 회사 등에 의하여 진행 중이며, 정식계약 전 단계인 양해각서까지 체결되어 우즈베키스탄 정부 내각 승인까지 있었고, 공소외 1 주식회사의 이 사건 태양광사업과 관련한 공시에는 어떠한 허위가 없었으며, 피고인이 자발적으로 보도자료를 배포하고 언론인터뷰를 유도하는 등 적극적인 방법을 동원하지 아니한 점, ③ 피고인은 부도난 회사를 종업원들과 함께 퇴직금을 출자하는 방법으로 일으켜 국내 대기업에 독점 납품하는 초우량 중소기업으로 키워낸 점, ④ 이 사건 주가상승의 가장 큰 원인은 공소외 2를 필두로 하는 투자집단의 시세조작 때문인 점, ⑤ 차명주식의 보유 경위가 피고인의 이익을 목적으로 하는 것이 아닌 점, ⑥ 피고인이 여전히 공소외 1 주식회사의 지배주주로서 과반수 이상의 주식을 보유하고 있어 주가 폭락으로 인한 엄청난 평가손을 입고 있는 점, ⑦ 피고인이 이 사건 거래를 통하여 얻은 이익을 모두 사회에 환원하겠다는 각서를 제출하고 있는 점, ⑧ 이 사건 범행으로 인한 부당이득을 산정할 수 없는 점, ⑨ 피고인의 건강상태가 극도로 악화된 점, ⑩ 피고인이 그 잘못을 뉘우치고 있는 점 등에 비추어 볼 때, 원심의 양형(징역 3년 및 벌금 250억 원)은 너무 무거워서 부당하다.

나. 검사

(1) 법리오해 주장

범죄수익은닉의 규제 및 처벌 등에 관한 법률에는 특정범죄와 관련된 범죄수익을 은닉하는 행위를 규제하고 특정범죄와 관련된 범죄수익의 몰수를 대상으로 삼고 있음을 명확히 하고 있어 사기적 부정거래로 인한 증권거래법위반죄의 경우 몰수 또는 추징의 대상이 되는 범죄수익을 그 위반행위와 직접적인 인과관계가 있는 이익에 한정하여 해석할 법률적 근거가 없을 뿐만 아니라, 이 사건에서 피고인이 얻은 시세차익 전부는, ① 피고인이 허위 인터뷰를 시작한 시점 등을 기준으로 잡아 그때 가격을 기준으로 하여 피고인이 실제 매각한 주식대금과의 차액으로 부당이득액을 산정하였고, ② 공소외 2로 인한 주가상승분도 피고인의 허위 인터뷰의 결과라고 보아야 하며, ③ 신규사업진출권 외에는 공소외 1 주식회사는 주가가 더 오를 만한 상황이 전혀 아니었던 점 등에 비추어 볼 때, 피고인의 사기적 부정거래행위와 직접적인 인과관계가 인정됨에도, 원심이 추징을 선고하지 아니한 것은 추징에 관한 법리오해의 위법이 있다.

(2) 양형부당 주장

피고인이 허위사실 유포 및 허위표시 문서이용행위를 통하여 얻은 시세차익액수가 437억 6,055만 원 상당에 이른 점, 이로 인하여 다수의 소액 주주들이 적지 아니한 피해를 입게 된 점 등에 비추어 볼 때, 원심의 양형은 너무 가벼워서 부당하다.

3. 판단

먼저, 피고인의 인과관계에 관한 사실오인 내지 법리오해 주장 부분에 관하여 보기로 한다.

가. 구 증권거래법 제207조의 2 제2항 해석의 위헌성 여부

(1) 관련 조문 규정 등

구 증권거래법(2007. 8. 3. 법률 제8635호로 공포되어 2009. 2. 4. 시행된 '자본시장과 금융투자업에 관한 법률'에 의하여 폐지되기 전의 것. 이하 '구 증권거래법'이라 한다) 제207조의2 제1항은, 구 증권거래법 제188조의4의 규정에 위반한 자(제2호)는 10년 이하의 징역 또는 2천만 원 이하의 벌금에 처한다고 하면서, "다만, 그 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 3배에 해당하는 금액이 2천만 원을 초과하는 때에는 그 이익 또는 회피손실액의 3배에 상당하는 금액 이하의 벌금에 처한다.

"고 규정하고, 제2항은 " 제1항 각 호의 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액이 5억 원 이상인 때에는 다음의 구분에 따라 가중 처벌한다.

"고 규정한 다음 "이익 또는 회피한 손실액이 50억 원 이상인 때에는 무기 또는 5년 이상의 징역에 처한다.

"(제1호), "이익 또는 회피한 손실액이 5억 원 이상 50억 원 미만인 때에는 3년 이상의 유기징역에 처한다.

"(제2호)고 규정하며, 제3항은 " 제1항과 제2항의 규정에 의하여 징역에 처하는 경우에는 10년 이하의 자격정지를 병과할 수 있다.

"고 규정하고 있다.

또, 구 증권거래법 제214조는 제1항에서 " 제207조의2 내지 제210조에 규정하는 죄를 범한 자에게는 징역과 벌금을 병과할 수 있다.

"고 규정한 다음 제2항에서 " 제1항의 규정에 따라 제207조의2 제2항의 규정을 위반한 자에 대하여 벌금형을 병과하는 경우에는 그 위반행위로 얻은 이익 또는 회피손실액의 3배에 상당하는 금액 이하의 벌금에 처한다.

"고 규정하고 있다.

구 증권거래법 제207조의2 제2항과 제214조 제2항은 2002. 4. 27. 법률 제6695호로 증권거래법이 개정되면서 신설되었고 그전에는 구 증권거래법 제207조의2 제2항과 같이 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액이 일정액에 이른 경우에 자유형의 하한이 따로 정해지지 아니하였는데, 이와 같이 구 증권거래법 제207조의2 제2항 등이 신설된 입법취지는, 상장유가증권 또는 협회중개시장에 등록된 유가증권의 매매거래에 관하여 미공개정보 이용행위나 시세조종 등 불공정거래를 하여 부정하게 이익을 취득한 경우 이로 인한 불특정다수 증권투자 국민들의 피해가 막심하고 국가 경제에 부정적 영향을 크게 미치는데 반하여 그 벌칙이 미약하여 불공정거래를 근절하지 못하고 있는 실정일 뿐만 아니라 해당범죄를 저지른 후 재범을 방지하지 못함으로 인해 경제질서를 왜곡·혼란시킬 우려가 높으므로, 그에 대한 처벌을 강화하여 이러한 경제적 부작용을 막고자 함에 있다.

(2) 형법 제17조 소정의 인과관계

형법 제17조는 "어떤 행위라도 죄의 요소되는 위험 발생에 연결되지 아니한 때에는 그 결과로 인하여 벌하지 아니한다.

"라고 선언하여 범죄행위와 인과관계가 인정되지 않는 결과는 형사처벌의 근거가 될 수 없음을 분명히 하고 있고, 위와 같이 구 증권거래법 제207조의2, 제214조는 '위반행위로 얻은 이익'을 범죄구성요건의 일부로 삼아 그 가액에 따라 그 죄에 대한 형벌을 매우 가중하고 있으므로, 이를 적용할 때에는 위반행위로 얻은 이익의 가액을 엄격하고 신중하게 산정함으로써 범죄와 형벌 사이에 적절한 균형이 이루어져야 한다는 죄형균형 원칙이나 형벌은 책임에 기

초하고 그 책임에 비례하여야 한다는 책임주의 원칙이 훼손되지 않도록 유의하여야 할 것이다(대법원 2007. 4. 19. 선고 2005도7288 전원합의체 판결 등 참조). 따라서 구 증권거래법 제207조의2와 제214조에서 정한 '위반행위로 얻은 이익'이라 함은 그 위반행위와 관련된 거래로 인한 이익을 말하는 것으로서 위반행위로 인하여 발생한 위험과 인과관계가 인정되는 것을 의미한다고 볼 것이다.

(3) 구 증권거래법 제207조의2 제2항 등에서의 인과관계 개념

구 증권거래법 제207조의2 제2항 등에서 정한 위반행위로 얻은 이익과 위반행위로 인하여 발생한 위험과의 인과관계는 앞서 위 (1)항에서 본 구 증권거래법 제207조의2 제2항 등의 개정입법취지, 만일 여기의 인과관계를 직접적인 인과관계로 해석할 경우에 지나치게 그 처벌범위가 축소되어 사실상 증권거래법 처벌 규정을 사문화시키는 부당한 결과가 초래되고 증권거래법 개정입법취지에도 역행하며, 일반적으로 형사법의 인과관계를 상당인과관계로 파악하고 있는 것과의 조화 등을 고려할 때, 이를 피고인 주장과 같이 직접적인 인과관계로 국한하여야 할 것은 아니고, 형사법에서 일반적으로 요구되는 상당인과관계로 보아야 할 것이다(이러한 맥락에서 원심이 인용한 대법원 2004. 9. 3. 선고 2004도1628 판결은 인과관계로서 직접적인 인과관계까지를 요하는 것이 아니라는 취지에서 그 의의가 여전히 있다). 원심이 마치 피고인의 사기적 부정거래와 주가상승과의 사이에 인과관계 자체까지도 요하지 아니한다는 듯한 설시를 하여 형사법이 요구하는 자기책임주의에 반하는 듯한 태도를 보이는 것은 다소 위헌적인 소지가 있다. 따라서, 피고인의 이 부분 주장은 피고인의 사기적 부정거래와 주가상승 사이에 인과관계가 여전히 필요하다는 점에 있어서 이유 있다.

나. 피고인의 사기적 부정거래와 주가상승 사이의 인과관계 존부 등

(1) 인과관계의 존부

원심, 환송 전·후 당심에서 적법하게 채택하여 조사한 증거들에 의하여 인정되는 다음과 같은 사정, 즉 ㉠ ㉡ 피고인은 2006. 6. 30. 공소외 1 주식회사 주식을 액면가 500원의 13배가 넘는 주당 6,800원을 공모가로 하여 코스닥에 등록을 하였으나 주가가 오르지 않고, 오히려 2006. 7.경에는 주가가 4천 원대로 공모가보다 더 떨어져 주변의 투자자들로부터 많은 불평을 듣고 있었고(증거기록 4327, 4344쪽), ㉢ 이에 따라 피고인은 주가를 끌어올리기 위한 방편으로 2006년 말 일반 주주들에게는 주당 300원, 최대주주와 특수관계인은 100원의 차등배당을 실시하였고, 2007. 1.경에는 공소외 1 주식회사 상무인 공소외 4에게 공소외 1 주식회사 주식 매입을 지시하여 임직원들 명의의 차명계좌로 주식을 매수하기도 하였으며, 2007. 1. 12. 자기주식 취득을 결정하여 공시하기도 하였으나, 주가에는 별다른 영향을 미치지 못하였으며(증거기록 4256, 4257쪽), ㉣ 코스닥상장 후 애널리스트 등으로부터 공소외 1 주식회사의 경우 대주주 물량이 60%에 가깝고 유통량이 적어서 거래가 활성화되지 않아 기관 등에서 별 관심을 갖지 못하니 시장에서 관심을 얻으려면 유통량이 늘어나야 된다는 얘기를 들어온 데다가, 위 ㉢과 같은 자사주 취득으로 대주주의 물량이 더 커져 유통량 문제가 더 심각해지자 이를 해소하는 방편으로 2007. 3. 100% 무상증자를 실시하게 되었고(공판기록 765쪽, 증거기록 4345쪽), ㉤ 피고인 스스로도 상장 후 공소외 1 주식회사의 주가가 공모가보다 훨씬 떨어져 주가에 관심을 갖게 되었다고 진술하고 있고, 원심 증인 공소외 5 역시 공소외 4를 통하여 피고인이 주가가 안 올라서 고민한 것을 알고 있다고 진술하고 있는 사실(공판기록 777쪽) 등에 비추어 볼 때, 피고인은 공소외 1 주식회사 주식의 코스닥 등록 이후부터 줄곧 공소외 1 주식회사의 주가 상승을 의도하고 이를 위한 시도가 여러

차례에 걸쳐 있어 왔던 것으로 보이는 점, ② 피고인은 언론인터뷰를 통하여 2007. 2. 27.부터 원심 별지 범죄일람표 1 기재와 같이 자신이 대표이사 겸 대주주인 공소외 1 주식회사가 추진 중인 이 사건 태양광사업의 추진 현황과 전망에 관하여 허위사실을 유포하였고, 원심 범죄사실 제1의 나.항 기재와 같이 임직원들 명의의 차명주식을 포함하지 않은 허위표시 문서인 2006. 7. 6.자와 2007. 3. 26.자 임원·주요주주 주식소유 상황보고서 등을 이용하였으며, 원심 별지 범죄일람표 1 기재 기사에는 우즈베키스탄 내 규사광산의 경제적 가치, 규사광산 개발사업자 지위의 확정적인 취득 여부, 규사와 메탈실리콘 및 폴리실리콘의 경제적 관련성, 폴리실리콘 제조사업의 가능성 및 이익실현의 시기 등에 관한 것으로서 투자자들의 투자판단에 영향을 미치기에 충분한 내용들이 포함되어 있는 사실, ③ 그로 인하여 공소외 1 주식회사의 주가는 전반적으로 상승하기 시작하여 2007. 3. 22. 100% 무상증자에 따른 권리락이 있은 뒤 2007. 5. 초경에는 그전의 주가인 8천 원대를 거의 회복하여 실질적으로는 주가가 2배 정도 상승하였고, 2007. 5.경부터는 피고인의 차명주식이 매도되고 있었는데도 그러한 사실이 외부에는 알려지지 않아 주가는 보합을 유지하거나 다소 상승하였으며, 피고인이 2007. 5. 말경부터 이 사건 태양광사업에서 사업자로 최종 지정되었다는 취지의 언론인터뷰를 하자 공소외 1 주식회사의 주가는 종가 기준 최고가를 갱신하면서 7. 2. 12,050원, 8. 1. 16,200원, 9. 3. 22,000원, 10. 1. 56,600원, 10. 9. 81,000원으로 상승한 점(증거기록 941 내지 945쪽){피고인은 공소외 7, 8 등의 사건연구(Event Study) 방식에 입각한 감정결과에 기초하여 위 기간 중 2007. 7.경까지는 주가상승이 정상적인 범주 내에 있다는 취지로 주장하나, 우선 이 방식의 전제이론인 효율적 시장이론은 주가가 주식시장에 참여하는 사람들이 모든 이용가능한 정보를 합리적으로 판단해서 그 회사가 미래에 벌어들일 현금흐름의 현재 가치가 얼마나 하는 것을 판단해서 사고판다는 이론인데, 환송 전 당심 증인 공소외 7도 모든 주식이 모든 시점에서 다 그러냐 하는 것은 이론의 여지가 있을 수 있고 어떤 시점이나 종국에 따라서는 그 중 일부는 아닐 수도 있을 것이라고 증언하였듯이(공판기록 4751, 4770쪽) 전제이론이 완전하지 아니하고, 증권전문가인 공소외 9는 기업분석에 관한 보고서 작성시 실적을 가장 중요한 것으로 보고 있다고 밝혔는데 공소외 7, 8 등의 감정결과에는 회사의 실적에 해당하는 매출액 등에 관한 사항을 전혀 반영하고 있지 아니할 뿐 아니라(공판기록 1503, 4761, 4762, 4744쪽), 이 방식은 기대수익률 모형을 파악해 여기에 사건기간 동안의 시장수익률 자료를 대입해 얻은 정상수익률을 사건기간 중에 실현된 기업의 수익률로부터 차감하여 초과수익률을 얻고 있는데, 위와 같이 모형추정기간이 통상의 범주인 200일 내지 400일에서 벗어나면 정상수익률을 구하는 기준이 되는 기대수익률 추정치의 정확성이 떨어지는바, 공소외 7의 증언에 나타나듯이 공소외 7의 감정에 사용된 추정기간이 124일에 불과하여 추정기간이 너무 짧고(공판기록 2341, 4753쪽. 공소외 10의 감정결과 역시 추정기간이 짧다는 점에서 같은 비난을 면하기 어렵다), 반면 공소외 8의 감정결과는 공소외 7의 경우와 달리 추정기간을 사건 후로 잡아 추정기간이 충분히 확보되었기는 하였으나, 반면에 해당 주식을 발생한 회사의 대표이사가 변경되었고 회사를 상대로 민사소송이 제기되어 흔들리고 있는 상황이기 때문에 주가와 시장과의 관계가 안정적이지 못한 기간을 포함하고 있어서(공판기록 4771쪽) 그 정확성이 떨어진다고 할 것일 뿐 아니라, 공소외 8의 환송 전 당심 증언에 의하더라도 2007. 7.경 이전에도 유의성을 갖는 오차범위 5%에 들어오지 않을 뿐이지 이 부분 기간 동안에도 주가가 많이 오른 것이라는 취지여서(공판기록 4788, 4789, 4793쪽), 피고인의 주장은 받아들이기 어렵다}, ④ 이 사건 태양광사업과 관련한 공소외 1 주식회사측의 실무담당자인 공소외 11은 태양광개발에 관한 전문적인 지식이 전혀 없을 뿐 아니라, 학교 등에서 사람들을 만나러 다니는 외에는 달리 이 사건 태양광사업과 관련하여 추진한 일이 없다고 진술하고 있고, 피고인 스스로도 2007. 6.경 우즈베키스탄과의 지분협약이 이루어지지 않아 모든 사업이 멈춰버려서 특별히 이 사건 태양광사업과 관련하여 추진한

것이 없다고 진술하고 있는 사실 등에 비추어 볼 때, 공소외 1 주식회사는 이 사건 태양광사업과 관련하여 2007. 4. 19. 우즈베키스탄측과 양해각서를 작성한 이외에는 달리 추진한 일이 없어 이 사건 태양광사업의 실체는 없는 것으로 보이는 점(증거기록 4307, 4319, 5433쪽), ⑤ 한편, 공소외 1 주식회사가 조립한 하드디스크 헤드를 전량 납품받는 공소외 12 주식회사가 2007. 1분기부터 고집적 하드디스크 드라이브로 주력 제품군을 변경함에 따라 단일 품목인 하드디스크 헤드 전량을 공소외 12 주식회사에 납품하던 공소외 1 주식회사의 매출액은 2006년의 1,657억 원에서 2007년에는 905억 원으로 급감하였고(구체적으로 2006년 3분기는 447억 8,300만 원, 4분기는 419억 9,600만 원, 2007년 1분기는 353억 3,500만 원, 2분기는 295억 3,600만 원, 3분기는 171억 8,300만 원, 4분기는 84억 7,200만 원으로 감소하였다), 영업이익 역시 2006년의 75억 원에서 2007년에는 3,400만 원으로 대폭 감소하였으며(구체적으로 2006년 3분기는 26억 8,300만 원, 4분기는 17억 7,400만 원, 2007년 1분기는 6억 5,800만 원, 2분기는 4억 900만 원, 3분기는 -4억 9,400만 원, 4분기는 -5억 3,900만 원으로 감소하였다), 당기순이익도 2006년의 101억 4,400만 원에서 2007년의 13억 5,200만 원으로 감소하는(구체적으로 2006년 3분기는 29억 3,700만 원, 4분기는 9억 8,700만 원, 2007년 1분기는 3억 7,600만 원, 2분기는 24억 900만 원, 3분기는 -6억 2,200만 원, 4분기는 -8억 1,100만 원으로 감소하였다) 등 이 부분 기간 동안의 회사실적은 저조하였으며(2007년 2분기 당기순이익이 24억 9백만 원으로 높은 수치가 나오긴 하였으나, 피고인이 제출한 증거자료에 의하면 이는 단기매매증권 처분 및 기타 영업 외 수익 15억 원의 발생으로 인한 것임을 알 수 있어서(증 제47-6호), 이 부분 기간 동안의 실적저조에는 아무런 영향이 없다), 이러한 사실 및 더 나아가 향후 실적이 더 어려워질 것이라는 내용의 공시까지 행하여졌고, □□투자증권 수석연구원인 공소외 9 등 여러 증권전문가들도 공소외 1 주식회사의 주가상승은 이 사건 태양광사업에 기인한 것이라는 의견을 피력하고 있으며, 더군다나 공소외 1 주식회사의 유일한 납품처인 공소외 12 주식회사는 수출위주의 업체로 미화 1달러당 2006. 1.경 1,300원 대이던 환율이 2006. 11. 중순경 950원 대, 2007. 4.경 940원 대, 2007. 7.경 930원 대를 거쳐서 2007. 10. 말경 920원대로까지 하락하는 등 2007년 당시에는 환율의 지속적인 하락으로 인하여 실적이 나빠져 그 주가가 하락추세이었고 반도체아이티(IT)업종 역시 이와 같은 환율하락 영향으로 전망이 어두워 주가가 하락하던 경향이었고, 피고인의 허위 언론인터뷰기사내용이 유포되기 전의 2007년 공소외 1 주식회사 주가는 종가기준으로 최고가가 2007. 1. 4. 8,740원, 최저가가 2007. 1. 30. 7,100원으로 갈수록 하락추세였던 사실(당심 증인 공소외 2의 당심 법정진술, 당심에 제출된 2006. 1.~2007. 12. 현재 원/달러 환율변동차트 및 일자별 환율현황, 공소외 1 주식회사 2006년 1분기, 2분기 매출액·영업손익등 영업실적(공정공시), 공판기록 634, 776, 1508 내지 1510, 1514, 1529, 1537, 4997쪽, 증거기록 214, 269, 335, 394, 458, 511, 572, 624, 690, 744, 808, 862, 940, 941, 3660, 3661쪽) 등에 비추어 볼 때, 공소외 1 주식회사의 기존 사업 실적으로 인하여서는 그 주가상승이 있었을 것으로는 보이지 아니하는 점, ⑥ 위 공소외 9는 또한 회사 대표이사의 인터뷰 기사에 대하여 회사가 나아가는 방향에 대하여 가장 잘 아는 사람이 대표이사이고 특히 공소외 1 주식회사처럼 중소기업에서는 거의 모든 의사결정을 대표이사가 하기 때문에 그 회사의 주가나 애널리스트 평가에 큰 영향을 미친다고 진술하고 있는 점(공판기록 1508, 1509쪽), ⑦ 공소외 1 주식회사는 2007. 7. 19.과 2007. 8. 17.경에 한국증권선물거래소의 요구에 따라 조회공시를 함으로써 피고인으로서 공소외 1 주식회사 주식에 대한 이상 과열 현상을 감지할 수 있었을 것인데도, 2007. 8. 17. 한국경제TV와의 인터뷰, 2007. 8. 30. 매일경제 이코노미 인터뷰와의 인터뷰 등을 통하여 계속적으로 허위 내용의 홍보성 언론기사가 보도되도록 한 점(증거기록 4654쪽), ⑧ 피고인은 주가가 비정상적으로 급등한 2007. 9.경에도 이와 같은 허위, 과장된 내용의 언론인터뷰를 계속하였는데, 특히 피고인이 MOU 사

업단계를 벗어나 정식사업인가를 받았다고 허위사실을 홍보함으로써 주식투자자들에게는 공소외 1 주식회사의 이 사건 태양광사업전망에 대한 실현가능성이 높아진 것으로 보였고, 그것이 주가가 급격하게 상승하는데 중요한 요인으로 작용한 것으로 보이는 점, ⑨ 피고인은 2007. 10. 4. 자신의 차명주식을 매각한 후인 2007. 10. 5.과 같은 달 8. 2회에 걸쳐 자신 명의의 주식을 매도한 것에 대하여 이는 너무 급등한 주가를 안정시키기 위한 것이라고 하나, 그 시점이 주가가 최고조로 오른 상태였고, 10. 5. 주식을 이미 처분한 후 공소외 1 주식회사 게시판에 처분할 예정이라는 글을 게시하였을 뿐 아니라, 그 게시한 글에는 주가가 높다는 언급과 동시에 현재 이 사건 태양광사업이 차질 없이 진행되고 있어 장기적으로 결코 높은 가격이 아니라는 취지의 내용도 있었고 주식처분이 회사에 필요한 자금을 마련하기 위한 것으로 절세차원에서 개인명의로 된 주식을 처분할 계획이라는 언급만이 있을 뿐이고 주가안정을 위한 것이라는 언급이 전혀 없는 사실(증거기록 3080쪽) 등에 비추어 볼 때, 피고인의 주식매각은 주가를 안정시키려는 의도라기보다는 주가가 최고조로 치솟은 상태에서 시세차익을 위하여 매각한 것으로 보이는 점, ⑩ 인터넷 등 정보통신 수단이 발달되고 각종 투자자 카페, 애널리스트, 공소외 2와 같은 유사 투자자문사 등이 난립하는 현재의 증권시장 환경에 비추어 피고인과 같은 기업의 대표이사가 자신이 운영하는 기업에 대하여 허위, 과장된 사실을 계속적, 반복적으로 언론매체를 통하여 유포할 경우 그러한 허위, 과장된 사실이 확대 재생산되어 주가에 커다란 영향을 미칠 수 있다는 점을 충분히 예견되는 점 등을 종합하면, 피고인의 허위사실 유포 및 허위표시 문서 이용 행위라는 사기적 부정거래행위는 공소외 1 주식회사의 주가상승에 상당한 영향을 미쳤다고 할 것이고, 따라서 피고인의 사기적 부정거래행위와 공소외 1 주식회사의 주가상승 사이에는 상당인과관계가 있다고 할 것이다.

(2) 공소외 2가 주가상승에 개입하였는지 여부

원심과 환송 전·후 당심이 적법하게 채택하여 조사한 증거들에 의하면, ① 공소외 2는 자신이 운영하는 ○○투자연구소 회원들로부터 회비를 받고 투자상담을 해 주거나 상당한 강의를 받고 회원 및 비회원을 상대로 강연을 하면서 특정 종목을 추천하기도 하였는데, ○○투자연구소의 회원수는 2007. 6.경에는 300-400명 정도, 2007. 9.경에는 700-800명 정도에 이르렀고, 한편 공소외 2는 2007. 5. 중순경부터 공소외 1 주식회사 주식 매수를 권유하기 시작하여, 2007. 6. 6.부터는 순회 강연시 집중 매수 의견을 제시하는 등 본격적으로 공소외 1 주식회사 주식의 매수를 권유한 사실(공판기록 730, 933쪽), ② 공소외 2는 매일경제신문과 한국경제신문에, ㉠ 2007. 8. 18. '공소외 1 주식회사 우즈베키스탄에서 국내 대그룹 모기업을 물리치고 본계약 체결'이라는 내용의 광고를, ㉡ 같은 달 25. '폴리실리콘 가격이 천정부지로 치솟고 있다.

폴리실리콘 확보 태양광업계 초비상'이라는 내용의 광고를, 2007. 9. 1. '폴리실리콘 가격이 천정부지로 치솟고 있다.

폴리실리콘 확보 태양광업계 초비상'이라는 내용과 함께 '폴리실리콘 원재료 규사광산에 공소외 1 주식회사'라고 하여 다른 업체들과 함께 공소외 1 주식회사를 소개하는 광고를, ㉢ 2007. 9. 8. '○○테마주 대장주 공소외 1 주식회사 5,000원부터 매집 금요일 종가 39,650원 수익률 793% 진행 중', '공소외 1 주식회사 태양에너지 사업진행 추이 및 향후일정, 2007. 4. 10. 우즈베키스탄 지질위원회, PHONON 등과 규소개발 사업 위한 MOU 체결, 5월 24일 우즈베키스탄 프로젝트 관련 ○○은행 등과 PF 양해각서 체결, 8월 17일 우즈베키스탄 자원위원회로부터 규소광산 개발 업체로 최종 지정, 9월 4일 PHONON 등과 규소 개발 사업 추진일정에 관한 합의서 체결, 10월 3일 지질광물탐사 작업 시행안 결정, 2008. 1. 3. 산업용 실리콘 생산을 위한 설비구축' 등의 내용을 담은 광고를, ㉣ 2007. 9. 22. 공소외 1 주식회사의 공시 내용과 함께 '○○테마주(신재생에너지)의 대장주 공소외 1 주식회사 5,000원부터 매집 금

요일 44,000원 수익률 880% 진행 중'이라는 내용의 광고를, ㉔ 2007. 9. 29. 공소외 1 주식회사의 공시내용과 '○○투자연구소공소외 2 회장 10월 우즈베키스탄 규사 광산 직접 탐사 추진 중'이라는 내용의 광고를, ㉕ 2007. 10. 6. '공소외 1 주식회사 우즈벡 규사광산 확보' 등의 내용과 '공소외 13과 우즈베키스탄 대통령이 호형호제하는 사이'라는 등의 내용의 광고를 각 게재한 사실(공판기록 1388 내지 1394쪽), ㉖ 공소외 2는 2007. 8. 초순경부터는 "물뽕"이라는 표현까지 사용하면서 ○○투자연구소 회원들이나 자신의 강의에 참석한 사람들을 상대로 적극적으로 공소외 1 주식회사 주식의 매수를 권유하였고, 2007. 10.초경에는 공소외 13의 자서전을 자비로 구입하여 강연회에 참석한 회원들에게 나누어 주면서 공소외 1 주식회사를 추천하기도 한 사실(공판기록 2195, 4463쪽, 증거기록 4459, 5795쪽), ㉗ 2007. 5. 공소외 1 주식회사 전체 거래량 대비 ○○투자연구소 회원의 매수 비중은 평균 3.76%이었고, 공소외 2가 공소외 1 주식회사 주식 매수를 본격적으로 권유한 2007. 6.부터 2007. 7.경까지 회원매수비중이 7.6%이었으며, 2007. 8. 13. 회원매수비중이 23.36%이었고, 2007. 9. 3.부터 2007. 10. 4.까지의 기간에는 회원매수비중이 평균 12.41%이었던 사실(공판기록 733쪽), ㉘ 환송 전 당심 증인 공소외 7, 8은, 공소외 1 주식회사 주가에 대하여 2007. 7. 중순경부터 통계적으로 유의하게 실제 주가가 정상범위 이상으로 형성되었고, 2007. 9. 상반기부터 2007. 10. 상반기에는 이러한 비정상적 주가 상승 움직임이 가속화된 것으로 보인다는 증언을 한 사실(공판기록 4755, 4744, 4787쪽), ㉙ 공소외 2는 위 ㉔에서와 같은 순회강연을 하면서 공소외 1 주식회사 주식 매수를 권유함에 있어, 2007. 8. 초순경에는 공소외 1 주식회사 주식에 '물뽕'하고, 공소외 13과 우즈베키스탄 대통령과 거의 친구사이라는 내용을 언급하였을 뿐, 공소외 1 주식회사의 주가 및 영업이익율에 관한 언급을 하지 않다가(공판기록 2195, 2229쪽), 2007. 9. 22.에는 '천조 원의 매출'과 '2009년 주가가 최소한 100만 원까지 상승한다'는 언급을(공판기록 2256, 2293쪽), 같은 달 29.에는 '영업이익율 80%이상'과 '주가가 500만 원까지 상승한다'는 언급을(공판기록 2352, 2361쪽), 2007. 10. 6.에는 '영업이익율 70%이상'과 '주가가 500만 원까지 상승한다'는 취지의 언급을(공판기록 2381, 2383, 2415쪽) 하였고, 공소외 2 스스로도 2007. 9.부터는 강연장에서 공소외 1 주식회사 주가가 2010년까지는 수백만 원까지 상승하니 물뽕하라고 추천하였고, 자신의 강연으로 주가상승에 영향을 미친 사실에 대하여는 어느 정도 인정하고 있다고 진술하고 있는 사실(증거기록 4460, 4461, 5795쪽), ㉚ 공소외 13은 원심 증인으로 나와 자신은 1995년 당시 대통령의 우즈베키스탄 순방시 경제인 대표로 수행하였고 우즈베키스탄 대통령의 방한시 국내 면방업체 회장단의 우즈베키스탄에 대한 투자회의를 주선하였으며, 1993년부터 현재까지도 대한민국·우즈베키스탄 친선협회의 회장을 맡고 있을 뿐 아니라 2005년에는 우즈베키스탄 대통령으로부터 우호, 친선 훈장을 받은 적이 있는 등의 관계로 우즈베키스탄 대통령과 친분관계를 유지하고 있다고 진술하고 있고(공판기록 1291쪽), 피고인 스스로도 공소외 13의 우즈베키스탄에서의 영향력이 크다고 진술하고 있는 사실(증거기록 5185쪽)을 각 인정할 수 있다.

위 인정사실에다가 피고인의 이 사건 언론인터뷰 내용을 덧붙여 보면, 공소외 2의 강연 등으로 공소외 1 주식회사 주식의 주가상승에 어느 정도 영향을 미친 것은 사실이나, 한편 공소외 2의 강연 중 매출액 천조 원의 언급부분은 피고인의 언론인터뷰 내용 중 현재까지 우즈베키스탄 광산에서 발견된 규사 물량을 순도 99.37%이지만 순도 98%를 기준으로 계산해도 100억 달러에 근접한다(2007. 2. 27. 및 같은 해 4. 27. 매일경제 인터뷰기사), 규소 원재료는 KG당 1달러인데, 이를 가공하면 200달러까지 받을 수 있다(2007. 5. 21. 조선일보 인터뷰기사), 당초 예상했던 1천만 톤의 원재료 확보를 전제로 이미 발표된 성과는 충분히 올릴 것으로 본다(2007. 8. 17. 한국경제TV 인터뷰) 등에

기초한 것으로 보이고, 공소외 13과 우즈베키스탄 대통령과의 친분관계 부분은 사실과 다르지 아니한 것으로 보여서 최소한 2007. 8. 31.까지는 공소외 2가 강연으로 공소외 1 주식회사의 주가상승에 개입하였다고 볼 수 없고{ 공소외 2가 강연장에서 뒤에서 보듯이 주가에 영향을 미치는 요소로서 피고인의 언론인터뷰에 기하지 아니한 공소외 1 주식회사 주식의 주가 및 영업이익익율을 언급한 일자가 2007. 9. 중 어느 날짜인지 특징이 어려워 피고인에게 가장 유리하게 9월 모두를 제외하는 것으로 해석한다.

이와 관련하여 공소외 14는 공소외 2가 2007. 8.경 강연에서도 공소외 1 주식회사의 주가가 100만 원에서 500만 원까지 상승한다는 취지의 발언을 하였다고 진술하고 있으나(증거기록 5807쪽), 피고인이 제출한 공소외 2의 2007. 8. 강연 녹취록에는 예상 주가에 관한 언급이 없었고, 공소외 14가 공소외 1 주식회사 주식을 매수하기 시작한 시점은 2007. 9. 중순경이었고, 이와 같이 매수하게 된 동기에 관하여, 우즈베키스탄 규소광산의 규모가 1천조 원 정도 되고 그 규소의 순도가 최고로 좋아서 가격이 kg당 250달러 정도에 이르며 영업이익익율이 70%까지 나갈 수 있다고 있다는 등을 내용으로 하는 공소외 2의 2007. 9. 강연을 들었기 때문이라고 밝히는 점(증거기록 5808쪽), 공소외 14는 주주 대표를 맡은 사람으로서 공소외 1 주식회사 주가 폭락 후 공소외 2와 사이에 감정이 그리 좋지 않았던 것으로 보이는 점(공소외 2의 환송 후 당심 법정 진술) 등에 비추어 볼 때, 공소외 2가 2007. 8.경 강연에서도 공소외 1 주식회사의 주가에 관하여 100만 원에서 500만 원까지 상승한다고 언급하였다는 공소외 14의 진술은 그대로 받아들이기 어렵고, 공소외 2가 2007. 9. 1. 이전 강연에서도 공소외 1 주식회사의 주가가 최소한 100만 원 이상까지 상승한다는 인상을 주는 공소외 15, 16의 진술 역시 피고인이 제출한 공소외 2의 2007. 8.경 강의 녹취록 내용, 이들 모두는 공소외 2가 위와 같은 주가상승수치에 관한 언급을 한 강연날짜에 대하여 불분명한 태도를 보이고 있을 뿐 아니라 공소외 1 주식회사 주식 매수시기가 공소외 15의 경우 2007. 9. 17.경, 공소외 16의 경우 2007. 10.경인 점, 공소외 15는 공소외 14의 동거녀인 점 등에 비추어 볼 때(증거기록 5790, 5791, 5816쪽), 공소외 15, 16의 진술만으로는 공소외 2가 2007. 9. 1. 이전의 강연에서도 2007. 9.에 강의한 내용과 같은 정도의 공소외 1 주식회사 주가상승분을 언급하였다는 사실을 인정하기에는 부족하다}, 반면에 예상 주가 및 영업이익익율은 주식투자자들이 투자 여부를 결정할 때 중요하게 고려하는 요소들인데, 공소외 2가 공소외 1 주식회사 주식 매수를 추천하면서 밝힌 주가 및 영업이익익율은 피고인의 언론 인터뷰 내용과는 무관한 것으로 공소외 2가 이를 산정함에 있어서 영업이익익율 70-80%에 관하여는 당시 폴리실리콘 제작사업의 선발주자인 공소외 17 주식회사 담당직원으로부터 영업이익익율이 50-60%라는 것을 듣고 폴리실리콘의 전단계인 메탈실리콘을 수입하는 공소외 17 주식회사에 비하여 규소광산의 채굴권까지 확보하여 메탈실리콘을 만들고 이를 기초로 폴리실리콘을 만드는 공소외 1 주식회사는 영업이익익율이 그 이상일 것이라는 자신의 계산에 의한 것이고, 주가에 대하여는 공소외 17 주식회사가 2007. 11. 신제품을 완성하고 나서 그 주가가 391,000원까지 상승하였고, 실제로 공소외 17 주식회사가 시제품을 만들었을 때 500만 원까지 상승하였던 것에 비추어 액면가가 500원인 공소외 1 주식회사의 주식은 그 가격이 5,072,000원까지 상승하는 것으로 계산이 나왔다는 것에 불과하여{피고인이 제출한 증거자료에 의하면 공소외 17 주식회사의 주가가 2007. 10.경까지는 40만 원에 미치지 못하였다가 2008. 3. 말경에 가서야 40만 원에 이르렀을 뿐이고 2007. 2. 27.부터 2008. 5. 20.까지의 사이에 45만 원에도 이르지 아니하였다(공판기록 123쪽)}, 어떠한 객관적인 자료에 기초한 것이 아니어서 공소외 2가 강연시 투자자들에게 공소외 1 주식회사 주식의 매수를 추천하면서 그 근거로 제시한 영업이익익율이나 주가에 관한 수치는 사실이 아니거나 그 정도가 지나치게 과장된 것으로 보이므로(공판기록 969, 970, 1007, 4460, 4461, 4478쪽), 결국 공소외 2는 자신의 강연을 통하여 2007. 9. 1.부터의 주가상승에는 개입

하였다고 보아야 할 것이다.

(3) 주가의 정상상승분 유무

앞서 위 3의 나.(1)항의 ④에서 본 바와 같이 피고인의 허위 언론인터뷰 기사내용과 달리 그 실상은 공소외 1 주식회사가 이 사건 태양광사업과 관련하여 양해각서를 작성한 것 이외에는 달리 추진된 바가 없어 그 실체가 없는 점, 2007. 4. 19.자로 공소외 1 주식회사가 우즈베키스탄 정부투자기관 'PHONON', 우즈베키스탄 자원위원회 등과 사이에 이 사건 태양광사업에 관한 양해각서가 체결되었다는 공시가 되었는데, 공소외 1 주식회사의 주가가 그로부터 10일 정도 주가가 별 변동이 없고 오히려 하락하였던 점(증거기록 942, 4809쪽. 공소외 1 주식회사의 주가는 종가기준으로 2007. 4. 19. 5,830원, 같은 달 20. 5,750원, 같은 달 23. 5,800원, 같은 달 24. 5,660원, 같은 달 25. 5,760원, 같은 달 26. 5,640원, 같은 달 27. 5,810원이었다), 주가분석전문가인 공소외 7은 환송전 당심 법정에서 양해각서가 체결되었다는 것만으로는 변수가 많아 불확실성이 있으니까 주가가 반응하지 않다가 그 뒤에 정식적인 계약체결 등의 후속적인 정보가 나와서 그것을 더 구체화하고 믿게 하면 주가에 반영될 수 있다는 취지로 증언하고 있는 점(공판기록 4763) 등에 비추어 볼 때, 피고인의 허위사실유포행위가 없었다면 양해각서의 체결사실만으로는 공소외 1 주식회사 주식의 주가에 대체에너지 관련 기업의 전반적인 주가상승과 같은 주가상승이 있었을 것으로는 보이지 아니하고, 또한 앞서 위 3의 나.(1)항의 ⑤에서 본 바와 같이 공소외 1 주식회사의 기존 주력업종은 단일 품목 전량을 단일 업체에 납품하는 구조적 취약점을 안고 있는 상황에서 납품을 받는 업체의 주력 제품군 변경으로 인하여 그 매출액, 영업이익이 급감하는 등 매출실적이 저조해졌고 이러한 사정 및 향후 더욱더 실적이 어려워질 것이라는 공시가 행하여졌으며(이와 같은 공시 등 실적발표는 통상적으로 다음 분기 내에 행하여짐으로써 당해 분기의 실적은 다음 분기의 실적 발표일 이후부터의 주가에 영향을 준다고 할 것이다) 당시 환율의 급락으로 인하여 공소외 12 주식회사를 비롯한 반도체 등 수출업종의 주가가 하락하는 추세였던 점 등에 비추어 볼 때, 피고인의 이 사건 태양광사업에 관한 허위사실 유포가 없는 상태에서도 2007. 2. 27. 이후의 공소외 1 주식회사 주식 가격이 상승하였을 것으로는 보이지 아니한다.

(4) 피고인의 사기적 부정거래행위로 인한 이득액

피고인의 사기적 부정거래행위로 인하여 피고인이 취득한 이익액을 산정함에 있어서, 2007. 8. 31.까지의 주가상승으로 인한 부분은 전적으로 피고인의 사기적 부정거래행위에 기한 것이므로 그로 인한 시세차익 전부를 피고인이 취득한 이익액으로 보아야 할 것이고, 반면 2007. 9. 1.부터의 주가상승으로 인한 부분은 주가상승에 피고인의 행위뿐 아니라 공소외 2의 행위까지 개입되어 있고 공소외 2가 그와 같이 과장된 강의를 하는 것에 대하여 피고인이 알고도 이를 용인 내지 이용하였다는 사실을 인정할 아무런 증거가 없어서 이러한 공소외 2의 행위로 인한 부분까지 피고인의 행위 결과에 귀속시키는 것은 자기책임의 원칙에 반하므로 이를 분리하여 제외하여야 할 것이고, 주가상승 중 피고인의 행위로 인한 부분과 공소외 2의 행위로 인한 부분을 분리하여 산정할 증거를 제출할 입증책임은 검사에게 있다고 할 것인데 2007. 9. 1.이후의 주가상승분 중 피고인의 행위에 의한 부분을 구분하여 특정할 수 있는 아무런 증거가 없고 결국 피고인의 행위로 인한 부분을 산정할 수 없어서 피고인에게 최대한 유리하게 해석하여 이 부분에 관하여는 2007. 8. 31. 종가가 그대로 유지된 것으로 보고 이를 기초로 산정한 이득액만이 피고인의 책임에 귀속시키기로 한다.

따라서, 피고인의 이 사건 사기적 부정거래행위로 인하여 피고인이 취득한 이익액은 2007. 8. 31.까지는 해당 매각일 종가를 기준으로, 2007. 9. 1.부터는 2007. 8. 31. 종가인 19,350원을 기준으로 하여 산정하여야 할 것인데, 우선 주식 총 매각대금은 11,855,035,350원[=① 피고인 명의의 2007. 10. 5.자 13만 주, 같은 달 8.자 27만 주 합계 40만 주의 매각대금 7,740,000,000원(=400,000주 x 19,350원) + ② 원심 별지 범죄일람표 Ⅱ 기재 차명 주식의 매각대금 4,115,035,350원(=854,560,350원(2007. 5. 4.자 98,912주의 매각대금 706,420,350원 + 2007. 5. 14.자 16,500주의 매각대금 148,140,000원) + 3,260,475,000원(2007. 9. 14.자 45,000주의 매각대금 1,784,250,000원 + 같은 달 17.자 6만 주의 매각대금 2,663,809,200원 + 같은 달 18.자 19,500주의 매각대금 902,915,150원 + 같은 달 19.자 5천 주의 매각대금 244,811,950원 + 2007. 10. 4.자 39,000주의 매각대금 2,648,100,000원))]에 이르고, 여기에서 위 주식 총 매수금액 2,915,648,000원{원심은 매수대금을 산정함에 있어서 피고인의 이 사건 허위사실유포 시작일인 2007. 2. 27.자를 기준으로 그 이전부터 보유하고 있던 주식과 그 이후에 매수한 부분으로 분류하여 2007. 2. 27. 이후의 매수 부분은 실제의 매수대금으로, 2007. 2. 27. 이전의 보유 부분은 위 2007. 2. 27. 종가인 1주당 7,760원을 기준으로 산정한 대금으로 하였는바, 2007. 2. 27. 이전의 보유 부분에 관한 매수대금을 산정함에 있어서는 공소외 1 주식회사의 주가가 피고인의 이 사건 허위사실유포로 인하여 영향을 받지 아니한 최종 시점의 종가를 기준으로 하여야 할 것인데, 피고인의 허위언론인터뷰내용이 최초로 게재된 2007. 2. 27.자 매일경제신문은 조간이어서 2007. 2. 27. 당일 오전부터 주식투자자들에게 피고인의 허위언론인터뷰내용이 유포되었다고 할 것이고 주식거래 마감시간이 15:00인 점을 감안하면, 피고인의 허위 언론인터뷰내용이 게재된 매일경제신문의 기사로 인하여 해당일인 2007. 2. 27. 역시 공소외 1 주식회사 주식의 증가에 영향을 미치지 않았다고 할 수 없으므로, 2007. 2. 27. 이전 보유 부분의 매수대금을 산정함에 있어서는 피고인의 허위사실 유포가 주식시장에 영향을 미쳤다고 할 수 있는 2007. 2. 27.의 바로 전날인 2007. 2. 26.자 종가인 1주당 8,000원을 기준으로 함이 타당하다(증거기록 941쪽. 2007. 2. 27. 이전의 공소외 1 주식회사 주가는 계속 하락추세에 있었고 2. 23.에는 1주당 7,260원까지 하락하였다가 2. 26. 8천 원으로 급격히 상승하는데, 이는 피고인의 언론인터뷰 내용이 보도되기 이전에 인터뷰내용이 일부 주식시장으로 새어나감으로써 급격한 주가상승으로 이어진 것이 아닌가 하는 의심이 드나, 이에 대한 아무런 증거가 없으므로 결국 피고인에게 유리하게 해석하여 2007. 2. 26.자 종가를 기준으로 한다). 이에 따라 매수비용을 산정하면, ① 먼저 피고인 명의의 40만 주는 2007. 2. 26. 이전부터 피고인이 보유하고 있던 것으로 100% 무상실시 전의 수량으로 환산한 경우에 20만 주에 해당하므로, 이 부분 주식의 가치는 16억 원(=20만 주 x 8,000원)이 되고, ② 피고인이 매각한 차명주식 중 시세조종행위 개시시점인 2007. 2. 27. 당시부터 보유하고 있던 공소외 18, 19, 20 명의의 차명주식 223,912주의 취득비용은 무상증자 전의 주식 수로 환산한 111,956주를 2007. 2. 26. 종가에 따라 계산한 895,648,000원(111,956주 x 8,000원)이 되고, 2007. 2. 27. 이후에 보유하게 된 공소외 21 명의의 차명주식 45,000주 및 공소외 22 명의의 차명주식 15,000주의 매수대금은 원심 범죄사실 제1의 다.

항의 ③기재와 같이 4억 2천만 원(= 공소외 21 차명 부분 1억 8천만 원 + 공소외 22 차명 부분 2억 4천만 원) 이 그 매수가격인 4억 2천만 원(=1억 8천만 원 + 2억 4천만 원)이 되므로, 결국 피고인이 매각한 주식의 취득비용은 2,915,648,000원(16억 원 + 895,648,000원 + 4억 2천만 원)이 된다}과 수수료 및 거래세 등의 거래비용 255,494,320원(원심판결 14쪽 참조)을 제외하면, 피고인의 이 사건 사기적 부정거래행위로 인하여 피고인이 취득한 이익액은 8,683,893,030원(=11,855,035,350원(총 매도금액) - 2,915,648,000원(총 매수금액) - 255,494,320원(수수료

및 거래세 등의 거래비용))에 이른다.

(5) 소결론

따라서, 피고인의 이 부분 주장은 위 인정범위를 초과한 범위 내에서 이유 있다.

4. 결론

그렇다면, 피고인의 항소는 위 인정범위 내에서 이유 있으므로 형사소송법 제364조 제6항에 따라 피고인 및 검사의 나머지 항소이유에 대한 판단을 생략한 채 원심판결을 파기하고, 변론을 거쳐 다시 다음과 같이 판결한다.

【이유】

1. 환송 후 당심의 심판범위

원심은 이 사건 공소사실 중 특정경제범죄가중처벌등에관한법률위반(횡령) 부분, 공소외 3, 4 명의의 차명 주식과 관련한 증권거래법위반 및 공직선거법위반 부분에 대하여 무죄로, 그 나머지는 유죄로 판단을 하되 추징을 별도로 하지 아니하였고, 이에 피고인은 유죄부분에 대하여, 검사는 유죄부분 중 추징부분과 무죄부분에 대하여 각 항소를 하였으며, 환송 전 당심 역시 원심과 같은 취지의 판단을 하자 이에 대하여 피고인은 유죄부분에 대하여, 검사는 유죄부분 중 추징부분 및 무죄부분에 대하여 각 상고를 하였는데, 상고심은 피고인의 사기적 부정거래로 인한 이득액 산정과 관련한 인과관계 부분 및 추징부분을 제외한 나머지 피고인 및 검사의 상고를 모두 기각하고, 위 인과관계 부분 및 추징부분을 파기하되, 그와 일죄의 관계에 있는 나머지 증권거래법위반 부분(이유 무죄로 판단한 부분 포함)도 같이 파기하였는바, 이로써 특정경제범죄가중처벌등에관한법률위반(횡령) 부분 및 공직선거법위반 부분은 확정이 되었고, 증권거래법위반 부분 중 공소외 3, 4 명의의 차명 주식과 관련한 무죄부분은 위와 같이 파기된 부분과 일죄의 관계에 있다는 이유로 함께 파기되어 환송 후 당심에 이심이 되기는 하였지만 이 부분에 대하여는 상고심에서 이미 상고이유의 주장이 이유 없다고 판단을 하였고 이처럼 상고심에서 상고이유의 주장이 이유 없다고 판단되어 배척된 부분은 그 판결 선고와 동시에 확정력이 발생하여 이 부분에 대하여는 당사자는 더 이상 다툴 수 없고, 또한 환송받은 법원으로서도 이와 배치되는 판단을 할 수 없으므로(대법원 2009.2.12. 선고 2008도8661 판결), 결국 환송 후 당심의 심판범위는 원심판결 중 공소외 3, 4 명의의 차명 주식과 관련한 무죄부분을 제외한 나머지 증권거래법위반 부분이라고 할 것이다(검사는 환송 후 당심에 이르러 원심에서 무죄로 판단한 증권거래법위반 부분에 관한 항소이유를 철회하기도 하였다).

2. 항소이유의 요지

가. 피고인

(1) 사실오인 내지 법리오해 주장

법정형의 기준이 되는 '이득액의 산정과 인과관계'에 관하여, ① 증권거래법 제207조의2 제2항은 위반행위로 얻은 이익을 기준으로 하여 이익액수가 50억 원 이상일 경우 무기 또는 5년 이상의 징역형에 처하도록 규정하여 이익액에 따라 징역형의 하한을 정하고 있는바, 위 법조항의 '위반행위로 얻은 이익'을 해석함에 있어 원심과 같이 피고인의 위반행위와 이익액 사이에 직접적인 인과관계가 필요 없다고 해석하는 경우에는, 위 법 조항은 헌법이 보장하는 죄형법정주의, 책임원칙 내지 비례의 원칙에 반하는 것으로 위헌이고, ② 증권거래법 제207조의2 제2항을 적용하여

이득액에 따라 가중하여 처벌하기 위해서는 사기적 부정거래와 직접적인 인과관계가 있는 부분만을 이득액으로 보아야 하는바, 공소외 1 주식회사의 주가 변동은 피고인의 이 사건 기사 보도시점에 부합하거나 일치하는 모습을 전혀 보여주지 못하고 있고, 오히려 2007. 7.경까지의 주가상승은 코스닥 시장의 활황세, 유가급등에 따라 자원주가 테마주로 부각되면서 대체에너지 관련 사업을 추진하던 기업들 대부분의 주가가 급등하게 된 상황, 공소외 1 주식회사의 2006년 실적과 무상증자, 공소외 1 주식회사가 우즈베키스탄 규사광산개발사업(이하, '이 사건 태양광사업'이라 한다)의 진행 중에 확정된 내용을 고시한 것 등의 호재에 크게 기인한 것이라고 할 것이고 그 이후의 주가상승은 실제로 공소외 2가 그가 운영하던 ○○투자연구소 회원들에게 허위사실을 유포하여 공소외 1 주식회사의 매수추진을 하였고 그로 인해 공소외 2와 ○○투자연구소 회원들이 공소외 1 주식회사의 주식을 집중매수한 것에 기인한 것인데도, 원심은 이와 달리 이득액의 범위를 크게 확대한 법리오해의 위법이 있고, 그 과정에서 피고인의 행위와 공소외 1 주식회사의 주가상승 사이의 인과관계를 인정할 증거가 없을 뿐만 아니라, 공소외 1 주식회사 주가 상승의 실질적인 원인으로 공소외 2 집단의 집중매수와 관련된 제반 사정이 인과관계 판단에 있어서 전혀 고려되지 아니한 채 피고인의 행위와 주가상승 사이의 인과관계를 인정하고 이에 기하여 이득액을 산정하여 이 부분 공소사실을 유죄로 인정한 원심판결에는 사실오인 내지 법리오해로 인하여 판결에 영향을 미친 위법이 있다.

(2) 양형부당 주장

- ① 피고인은 아직까지 아무런 범죄전력이 없는 점, ② 이 사건 태양광사업은 허위가 아닌 실제 존재하였고 현재도 당초 피고인 회사의 파트너인 회사 등에 의하여 진행 중이며, 정식계약 전 단계인 양해각서까지 체결되어 우즈베키스탄 정부 내각 승인까지 있었고, 공소외 1 주식회사의 이 사건 태양광사업과 관련한 공시에는 어떠한 허위가 없었으며, 피고인이 자발적으로 보도자료를 배포하고 언론인터뷰를 유도하는 등 적극적인 방법을 동원하지 아니한 점, ③ 피고인은 부도난 회사를 종업원들과 함께 퇴직금을 출자하는 방법으로 일으켜 국내 대기업에 독점 납품하는 초우량 중소기업으로 키워낸 점, ④ 이 사건 주가상승의 가장 큰 원인은 공소외 2를 필두로 하는 투자집단의 시세조작 때문인 점, ⑤ 차명주식의 보유 경위가 피고인의 이익을 목적으로 하는 것이 아닌 점, ⑥ 피고인이 여전히 공소외 1 주식회사의 지배주주로서 과반수 이상의 주식을 보유하고 있어 주가 폭락으로 인한 엄청난 평가손을 입고 있는 점, ⑦ 피고인이 이 사건 거래를 통하여 얻은 이익을 모두 사회에 환원하겠다는 각서를 제출하고 있는 점, ⑧ 이 사건 범행으로 인한 부당이득을 산정할 수 없는 점, ⑨ 피고인의 건강상태가 극도로 악화된 점, ⑩ 피고인이 그 잘못을 뉘우치고 있는 점 등에 비추어 볼 때, 원심의 양형(징역 3년 및 벌금 250억 원)은 너무 무거워서 부당하다.

나. 검사

(1) 법리오해 주장

범죄수익은닉의 규제 및 처벌 등에 관한 법률에는 특정범죄와 관련된 범죄수익을 은닉하는 행위를 규제하고 특정범죄와 관련된 범죄수익의 몰수를 대상으로 삼고 있음을 명확히 하고 있어 사기적 부정거래로 인한 증권거래법위반죄의 경우 몰수 또는 추징의 대상이 되는 범죄수익을 그 위반행위와 직접적인 인과관계가 있는 이익에 한정하여 해석할 법률적 근거가 없을 뿐만 아니라, 이 사건에서 피고인이 얻은 시세차익 전부는, ① 피고인이 허위 인터뷰를 시작한 시점 등을 기준으로 잡아 그때 가격을 기준으로 하여 피고인이 실제 매각한 주식대금과의 차액으로 부당이득액을 산정하였고, ② 공소외 2로 인한 주가상승분도 피고인의 허위 인터뷰의 결과라고 보아야 하며, ③ 신규사업진출

건 외에는 공소외 1 주식회사는 주가가 더 오를 만한 상황이 전혀 아니었던 점 등에 비추어 볼 때, 피고인의 사기적 부정거래행위와 직접적인 인과관계가 인정됨에도, 원심이 추징을 선고하지 아니한 것은 추징에 관한 법리오해의 위법이 있다.

(2) 양형부당 주장

피고인이 허위사실 유포 및 허위표시 문서이용행위를 통하여 얻은 시세차익액수가 437억 6,055만 원 상당에 이른 점, 이로 인하여 다수의 소액 주주들이 적지 아니한 피해를 입게 된 점 등에 비추어 볼 때, 원심의 양형은 너무 가벼워서 부당하다.

3. 판단

먼저, 피고인의 인과관계에 관한 사실오인 내지 법리오해 주장 부분에 관하여 보기로 한다.

가. 구 증권거래법 제207조의 2 제2항 해석의 위헌성 여부

(1) 관련 조문 규정 등

구 증권거래법(2007. 8. 3. 법률 제8635호로 공포되어 2009. 2. 4. 시행된 '자본시장과 금융투자업에 관한 법률'에 의하여 폐지되기 전의 것. 이하 '구 증권거래법'이라 한다) 제207조의2 제1항은, 구 증권거래법 제188조의4의 규정에 위반한 자(제2호)는 10년 이하의 징역 또는 2천만 원 이하의 벌금에 처한다고 하면서, "다만, 그 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 3배에 해당하는 금액이 2천만 원을 초과하는 때에는 그 이익 또는 회피손실액의 3배에 상당하는 금액 이하의 벌금에 처한다.

"고 규정하고, 제2항은 " 제1항 각 호의 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액이 5억 원 이상인 때에는 다음의 구분에 따라 가중 처벌한다.

"고 규정한 다음 "이익 또는 회피한 손실액이 50억 원 이상인 때에는 무기 또는 5년 이상의 징역에 처한다.

"(제1호), "이익 또는 회피한 손실액이 5억 원 이상 50억 원 미만인 때에는 3년 이상의 유기징역에 처한다.

"(제2호)고 규정하며, 제3항은 " 제1항과 제2항의 규정에 의하여 징역에 처하는 경우에는 10년 이하의 자격정지를 병과할 수 있다.

"고 규정하고 있다.

또, 구 증권거래법 제214조는 제1항에서 " 제207조의2 내지 제210조에 규정하는 죄를 범한 자에게는 징역과 벌금을 병과할 수 있다.

"고 규정한 다음 제2항에서 " 제1항의 규정에 따라 제207조의2 제2항의 규정을 위반한 자에 대하여 벌금형을 병과하는 경우에는 그 위반행위로 얻은 이익 또는 회피손실액의 3배에 상당하는 금액 이하의 벌금에 처한다.

"고 규정하고 있다.

구 증권거래법 제207조의2 제2항과 제214조 제2항은 2002. 4. 27. 법률 제6695호로 증권거래법이 개정되면서 신설되었고 그전에는 구 증권거래법 제207조의2 제2항과 같이 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액이 일정액에 이른 경우에 자유형의 하한이 따로 정해지지 아니하였는데, 이와 같이 구 증권거래법 제207조의2 제2항 등이 신설된

입법취지는, 상장유가증권 또는 협회중개시장에 등록된 유가증권의 매매거래에 관하여 미공개정보 이용행위나 시세조종 등 불공정거래를 하여 부정하게 이익을 취득한 경우 이로 인한 불특정다수 증권투자 국민들의 피해가 막심하고 국가 경제에 부정적 영향을 크게 미치는데 반하여 그 벌칙이 미약하여 불공정거래를 근절하지 못하고 있는 실정일 뿐만 아니라 해당범죄를 저지른 후 재범을 방지하지 못함으로 인해 경제질서를 왜곡·혼란시킬 우려가 높으므로, 그에 대한 처벌을 강화하여 이러한 경제적 부작용을 막고자 함에 있다.

(2) 형법 제17조 소정의 인과관계

형법 제17조는 "어떤 행위라도 죄의 요소되는 위험 발생에 연결되지 아니한 때에는 그 결과로 인하여 벌하지 아니한다."라고 선언하여 범죄행위와 인과관계가 인정되지 않는 결과는 형사처벌의 근거가 될 수 없음을 분명히 하고 있고, 위와 같이 구 증권거래법 제207조의2, 제214조는 '위반행위로 얻은 이익'을 범죄구성요건의 일부로 삼아 그 가액에 따라 그 죄에 대한 형벌을 매우 가중하고 있으므로, 이를 적용할 때에는 위반행위로 얻은 이익의 가액을 엄격하고 신중하게 산정함으로써 범죄와 형벌 사이에 적절한 균형이 이루어져야 한다는 죄형균형 원칙이나 형벌은 책임에 기초하고 그 책임에 비례하여야 한다는 책임주의 원칙이 훼손되지 않도록 유의하여야 할 것이다(대법원 2007. 4. 19. 선고 2005도7288 전원합의체 판결 등 참조). 따라서 구 증권거래법 제207조의2와 제214조에서 정한 '위반행위로 얻은 이익'이라 함은 그 위반행위와 관련된 거래로 인한 이익을 말하는 것으로서 위반행위로 인하여 발생한 위험과 인과관계가 인정되는 것을 의미한다고 볼 것이다.

(3) 구 증권거래법 제207조의2 제2항 등에서의 인과관계 개념

구 증권거래법 제207조의2 제2항 등에서 정한 위반행위로 얻은 이익과 위반행위로 인하여 발생한 위험과의 인과관계는 앞서 위 (1)항에서 본 구 증권거래법 제207조의2 제2항 등의 개정입법취지, 만일 여기의 인과관계를 직접적인 인과관계로 해석할 경우에 지나치게 그 처벌범위가 축소되어 사실상 증권거래법 처벌 규정을 사문화시키는 부당한 결과가 초래되고 증권거래법 개정입법취지에도 역행하며, 일반적으로 형사법의 인과관계를 상당인과관계로 파악하고 있는 것과의 조화 등을 고려할 때, 이를 피고인 주장과 같이 직접적인 인과관계로 국한하여야 할 것은 아니고, 형사법에서 일반적으로 요구되는 상당인과관계로 보아야 할 것이다(이러한 맥락에서 원심이 인용한 대법원 2004. 9. 3. 선고 2004도1628 판결은 인과관계로서 직접적인 인과관계까지를 요하는 것이 아니라는 취지에서 그 의의가 여전히 있다). 원심이 마치 피고인의 사기적 부정거래와 주가상승과의 사이에 인과관계 자체까지도 요하지 아니한다는 듯한 설시를 하여 형사법이 요구하는 자기책임주의에 반하는 듯한 태도를 보이는 것은 다소 위헌적인 소지가 있다. 따라서, 피고인의 이 부분 주장은 피고인의 사기적 부정거래와 주가상승 사이에 인과관계가 여전히 필요하다는 점에 있어서 이유 있다.

나. 피고인의 사기적 부정거래와 주가상승 사이의 인과관계 존부 등

(1) 인과관계의 존부

원심, 환송 전·후 당심에서 적법하게 채택하여 조사한 증거들에 의하여 인정되는 다음과 같은 사정, 즉 ① ㉠ 피고인은 2006. 6. 30. 공소외 1 주식회사 주식을 액면가 500원의 13배가 넘는 주당 6,800원을 공모가로 하여 코스닥에 등록을 하였으나 주가가 오르지 않고, 오히려 2006. 7.경에는 주가가 4천 원대로 공모가보다 더 떨어져 주변의 투자자들

로부터 많은 불평을 듣고 있었고(증거기록 4327, 4344쪽), ㉠ 이에 따라 피고인은 주가를 끌어올리기 위한 방편으로 2006년 말 일반 주주들에게는 주당 300원, 최대주주와 특수관계인은 100원의 차등배당을 실시하였고, 2007. 1.경에는 공소외 1 주식회사 상무인 공소외 4에게 공소외 1 주식회사 주식 매입을 지시하여 임직원들 명의의 차명계좌로 주식을 매수하기도 하였으며, 2007. 1. 12. 자기주식 취득을 결정하여 공시하기도 하였으나, 주가에는 별다른 영향을 미치지 못하였으며(증거기록 4256, 4257쪽), ㉡ 코스닥상장 후 애널리스트 등으로부터 공소외 1 주식회사의 경우 대주주 물량이 60%에 가깝고 유통량이 적어서 거래가 활성화되지 않아 기관 등에서 별 관심을 갖지 못하니 시장에서 관심을 얻으려면 유통량이 늘어나야 된다는 얘기를 들어온 데다가, 위 ㉠과 같은 자사주 취득으로 대주주의 물량이 더 커져 유통량 문제가 더 심각해지자 이를 해소하는 방편으로 2007. 3. 100% 무상증자를 실시하게 되었고(공판기록 765쪽, 증거기록 4345쪽), ㉢ 피고인 스스로도 상장 후 공소외 1 주식회사의 주가가 공모가보다 훨씬 떨어져 주가에 관심을 갖게 되었다고 진술하고 있고, 원심 증인 공소외 5 역시 공소외 4를 통하여 피고인이 주가가 안 올라서 고민한 것을 알고 있다고 진술하고 있는 사실(공판기록 777쪽) 등에 비추어 볼 때, 피고인은 공소외 1 주식회사 주식의 코스닥 등록 이후부터 줄곧 공소외 1 주식회사의 주가 상승을 의도하고 이를 위한 시도가 여러 차례에 걸쳐 있어 왔던 것으로 보이는 점, ㉣ 피고인은 언론인터뷰를 통하여 2007. 2. 27.부터 원심 별지 범죄일람표 1 기재와 같이 자신이 대표이사 겸 대주주인 공소외 1 주식회사가 추진 중인 이 사건 태양광사업의 추진 현황과 전망에 관하여 허위사실을 유포하였고, 원심 범죄사실 제1의 나.항 기재와 같이 임직원들 명의의 차명주식을 포함하지 않은 허위표시 문서인 2006. 7. 6.자와 2007. 3. 26.자 임원·주요주주 주식소유 상황보고서 등을 이용하였으며, 원심 별지 범죄일람표 1 기재 기사에는 우즈베키스탄 내 규사광산의 경제적 가치, 규사광산 개발사업자 지위의 확정적인 취득 여부, 규사와 메탈실리콘 및 폴리실리콘의 경제적 관련성, 폴리실리콘 제조사업의 가능성 및 이익실현의 시기 등에 관한 것으로서 투자자들의 투자판단에 영향을 미치기에 충분한 내용들이 포함되어 있는 사실, ㉤ 그로 인하여 공소외 1 주식회사의 주가는 전반적으로 상승하기 시작하여 2007. 3. 22. 100% 무상증자에 따른 권리락이 있은 뒤 2007. 5. 초경에는 그전의 주가인 8천 원대를 거의 회복하여 실질적으로는 주가가 2배 정도 상승하였고, 2007. 5.경부터는 피고인의 차명주식이 매도되고 있었는데도 그러한 사실이 외부에는 알려지지 않아 주가는 보합을 유지하거나 다소 상승하였으며, 피고인이 2007. 5. 말경부터 이 사건 태양광사업에서 사업자로 최종 지정되었다는 취지의 언론인터뷰를 하자 공소외 1 주식회사의 주가는 종가 기준 최고가를 갱신하면서 7. 2. 12,050원, 8. 1. 16,200원, 9. 3. 22,000원, 10. 1. 56,600원, 10. 9. 81,000원으로 상승한 점(증거기록 941 내지 945쪽){피고인은 공소외 7, 8 등의 사건연구(Event Study) 방식에 입각한 감정결과에 기초하여 위 기간 중 2007. 7.경까지는 주가상승이 정상적인 범주 내에 있다는 취지로 주장하나, 우선 이 방식의 전제이론인 효율적 시장이론은 주가가 주식시장에 참여하는 사람들이 모든 이용가능한 정보를 합리적으로 판단해서 그 회사가 미래에 벌어들일 현금흐름의 현재 가치가 얼마나 하는 것을 판단해서 사고판다는 이론인데, 환송 전 당심 증인 공소외 7도 모든 주식이 모든 시점에서 다 그러냐 하는 것은 이론의 여지가 있을 수 있고 어떤 시점이나 종국에 따라서는 그 중 일부는 아닐 수도 있을 것이라고 증언하였듯이(공판기록 4751, 4770쪽) 전제이론이 완전하지 아니하고, 증권전문가인 공소외 9는 기업분석에 관한 보고서 작성시 실적을 가장 중요한 것으로 보고 있다고 밝혔는데 공소외 7, 8 등의 감정결과에는 회사의 실적에 해당하는 매출액 등에 관한 사항을 전혀 반영하고 있지 아니할 뿐 아니라(공판기록 1503, 4761, 4762, 4744쪽), 이 방식은 기대수익률 모형을 파악해 여기에 사건기간 동안의 시장수익률 자료를 대입해 얻은 정상수익률을 사건기간 중에 실현된 기업의 수익률로부터 차감하여 초과수익률을 얻고 있는데, 위와 같이 모형추정기간이 통상의 범주인 200일 내

지 400일에서 벗어나면 정상수익율을 구하는 기준이 되는 기대수익률 추정치의 정확성이 떨어지는바, 공소외 7의 증언에 나타나듯이 공소외 7의 감정에 사용된 추정기간이 124일에 불과하여 추정기간이 너무 짧고(공판기록 2341, 4753쪽. 공소외 10의 감정결과 역시 추정기간이 짧다는 점에서 같은 비난을 면하기 어렵다), 반면 공소외 8의 감정결과는 공소외 7의 경우와 달리 추정기간을 사건 후로 잡아 추정기간이 충분히 확보되었기는 하였으나, 반면에 해당 주식을 발생한 회사의 대표이사가 변경되었고 회사를 상대로 민사소송이 제기되어 흔들리고 있는 상황이기 때문에 주가와 시장과의 관계가 안정적이지 못한 기간을 포함하고 있어서(공판기록 4771쪽) 그 정확성이 떨어진다고 할 것일 뿐 아니라, 공소외 8의 환송 전 당심 증언에 의하더라도 2007. 7.경 이전에도 유의성을 갖는 오차범위 5%에 들어오지 않을 뿐이지 이 부분 기간 동안에도 주가가 많이 오른 것이라는 취지여서(공판기록 4788, 4789, 4793쪽), 피고인의 주장은 받아들이기 어렵다), ④ 이 사건 태양광사업과 관련한 공소외 1 주식회사측의 실무담당자인 공소외 11은 태양광개발에 관한 전문적인 지식이 전혀 없을 뿐 아니라, 학교 등에서 사람들을 만나러 다니는 외에는 달리 이 사건 태양광사업과 관련하여 추진한 일이 없다고 진술하고 있고, 피고인 스스로도 2007. 6.경 우즈베키스탄과의 지분협약이 이루어지지 않아 모든 사업이 멈춰버려서 특별히 이 사건 태양광사업과 관련하여 추진한 것이 없다고 진술하고 있는 사실 등에 비추어 볼 때, 공소외 1 주식회사는 이 사건 태양광사업과 관련하여 2007. 4. 19. 우즈베키스탄측과 양해각서를 작성한 이외에는 달리 추진한 일이 없어 이 사건 태양광사업의 실체는 없는 것으로 보이는 점(증거기록 4307, 4319, 5433쪽), ⑤ 한편, 공소외 1 주식회사가 조립한 하드디스크 헤드를 전량 납품받는 공소외 12 주식회사가 2007. 1분기부터 고집적 하드디스크 드라이브로 주력 제품군을 변경함에 따라 단일 품목인 하드디스크 헤드 전량을 공소외 12 주식회사에 납품하던 공소외 1 주식회사의 매출액은 2006년의 1,657억 원에서 2007년에는 905억 원으로 급감하였고(구체적으로 2006년 3분기는 447억 8,300만 원, 4분기는 419억 9,600만 원, 2007년 1분기는 353억 3,500만 원, 2분기는 295억 3,600만 원, 3분기는 171억 8,300만 원, 4분기는 84억 7,200만 원으로 감소하였다), 영업이익 역시 2006년의 75억 원에서 2007년에는 3,400만 원으로 대폭 감소하였으며(구체적으로 2006년 3분기는 26억 8,300만 원, 4분기는 17억 7,400만 원, 2007년 1분기는 6억 5,800만 원, 2분기는 4억 900만 원, 3분기는 -4억 9,400만 원, 4분기는 -5억 3,900만 원으로 감소하였다), 당기순이익도 2006년의 101억 4,400만 원에서 2007년의 13억 5,200만 원으로 감소하는(구체적으로 2006년 3분기는 29억 3,700만 원, 4분기는 9억 8,700만 원, 2007년 1분기는 3억 7,600만 원, 2분기는 24억 900만 원, 3분기는 -6억 2,200만 원, 4분기는 -8억 1,100만 원으로 감소하였다) 등 이 부분 기간 동안의 회사실적은 저조하였으며(2007년 2분기 당기순이익이 24억 9백만 원으로 높은 수치가 나오긴 하였으나, 피고인이 제출한 증거자료에 의하면 이는 단기매매증권 처분 및 기타 영업 외 수익 15억 원의 발생으로 인한 것임을 알 수 있어서(증 제47-6호), 이 부분 기간 동안의 실적저조에는 아무런 영향이 없다), 이러한 사실 및 더 나아가 향후 실적이 더 어려워질 것이라는 내용의 공시까지 행하여졌고, □□투자증권 수석연구원인 공소외 9 등 여러 증권전문가들도 공소외 1 주식회사의 주가상승은 이 사건 태양광사업에 기인한 것이라는 의견을 피력하고 있으며, 더군다나 공소외 1 주식회사의 유일한 납품처인 공소외 12 주식회사는 수출위주의 업체로 미화 1달러당 2006. 1.경 1,300원 대이던 환율이 2006. 11. 중순경 950원 대, 2007. 4.경 940원 대, 2007. 7.경 930원 대를 거쳐서 2007. 10. 말경 920원대로까지 하락하는 등 2007년 당시에는 환율의 지속적인 하락으로 인하여 실적이 나빠져 그 주가가 하락추세이었고 반도체아이티(IT)업종 역시 이와 같은 환율하락 영향으로 전망이 어두워 주가가 하락하던 경향이었고, 피고인의 허위 언론인터뷰기사내용이 유포되기 전의 2007년 공소외 1 주식회사 주가는 종가기준으로 최고가가 2007. 1. 4. 8,740원, 최저가가 2007. 1. 30. 7,100원으로 갈수록

하락추세였던 사실(당심 증인 공소외 2의 당심 법정진술, 당심에 제출된 2006. 1.~2007. 12. 현재 원/달러 환율변동 차트 및 일자별 환율현황, 공소외 1 주식회사 2006년 1분기, 2분기 매출액·영업손익등 영업실적(공정공시), 공판기록 634, 776, 1508 내지 1510, 1514, 1529, 1537, 4997쪽, 증거기록 214, 269, 335, 394, 458, 511, 572, 624, 690, 744, 808, 862, 940, 941, 3660, 3661쪽) 등에 비추어 볼 때, 공소외 1 주식회사의 기존 사업 실적으로 인하여서는 그 주가상승이 있었을 것으로는 보이지 아니하는 점, ⑥ 위 공소외 9는 또한 회사 대표이사의 인터뷰 기사에 대하여 회사가 나아가는 방향에 대하여 가장 잘 아는 사람이 대표이사이고 특히 공소외 1 주식회사처럼 중소기업에서는 거의 모든 의사결정을 대표이사가 하기 때문에 그 회사의 주가나 애널리스트 평가에 큰 영향을 미친다고 진술하고 있는 점(공판기록 1508, 1509쪽), ⑦ 공소외 1 주식회사는 2007. 7. 19.과 2007. 8. 17.경에 한국증권선물거래소의 요구에 따라 조회공시를 함으로써 피고인으로서 공소외 1 주식회사 주식에 대한 이상 과열 현상을 감지할 수 있었을 것인데도, 2007. 8. 17. 한국경제TV와의 인터뷰, 2007. 8. 30. 매일경제 이코노미 인터뷰와의 인터뷰 등을 통하여 계속적으로 허위 내용의 홍보성 언론기사가 보도되도록 한 점(증거기록 4654쪽), ⑧ 피고인은 주가가 비정상적으로 급등한 2007. 9.경에도 이와 같은 허위, 과장된 내용의 언론인터뷰를 계속하였는데, 특히 피고인이 MOU 사업단계를 벗어나 정식사업인가를 받았다고 허위사실을 홍보함으로써 주식투자자들에게는 공소외 1 주식회사의 이 사건 태양광사업전망에 대한 실현가능성이 높아진 것으로 보였고, 그것이 주가가 급격하게 상승하는데 중요한 요인으로 작용한 것으로 보이는 점, ⑨ 피고인은 2007. 10. 4. 자신의 차명주식을 매각한 후인 2007. 10. 5.과 같은 달 8. 2회에 걸쳐 자신 명의의 주식을 매도한 것에 대하여 이는 너무 급등한 주가를 안정시키기 위한 것이라고 하나, 그 시점이 주가가 최고조로 오른 상태였고, 10. 5. 주식을 이미 처분한 후 공소외 1 주식회사 게시판에 처분할 예정이라는 글을 게시하였을 뿐 아니라, 그 게시한 글에는 주가가 높다는 언급과 동시에 현재 이 사건 태양광사업이 차질 없이 진행되고 있어 장기적으로 결코 높은 가격이 아니라는 취지의 내용도 있었고 주식처분이 회사에 필요한 자금을 마련하기 위한 것으로 절세차원에서 개인명의로 된 주식을 처분할 계획이라는 언급만이 있을 뿐이고 주가안정을 위한 것이라는 언급이 전혀 없는 사실(증거기록 3080쪽) 등에 비추어 볼 때, 피고인의 주식매각은 주가를 안정시키려는 의도라기보다는 주가가 최고조로 치솟은 상태에서 시세차익을 위하여 매각한 것으로 보이는 점, ⑩ 인터넷 등 정보통신 수단이 발달되고 각종 투자자 카페, 애널리스트, 공소외 2와 같은 유사 투자자문사 등이 난립하는 현재의 증권시장 환경에 비추어 피고인과 같은 기업의 대표이사가 자신이 운영하는 기업에 대하여 허위, 과장된 사실을 계속적, 반복적으로 언론매체를 통하여 유포할 경우 그러한 허위, 과장된 사실이 확대 재생산되어 주가에 커다란 영향을 미칠 수 있다는 점을 충분히 예견되는 점 등을 종합하면, 피고인의 허위사실 유포 및 허위표시 문서 이용 행위라는 사기적 부정거래행위는 공소외 1 주식회사의 주가상승에 상당한 영향을 미쳤다고 할 것이고, 따라서 피고인의 사기적 부정거래행위와 공소외 1 주식회사의 주가상승 사이에는 상당인과관계가 있다고 할 것이다.

(2) 공소외 2가 주가상승에 개입하였는지 여부

원심과 환송 전·후 당심이 적법하게 채택하여 조사한 증거들에 의하면, ① 공소외 2는 자신이 운영하는 ○○투자연구소 회원들로부터 회비를 받고 투자상담을 해 주거나 상당한 강의를 받고 회원 및 비회원을 상대로 강연을 하면서 특정 종목을 추천하기도 하였는데, ○○투자연구소의 회원수는 2007. 6.경에는 300-400명 정도, 2007. 9.경에는 700-800명 정도에 이르렀고, 한편 공소외 2는 2007. 5. 중순경부터 공소외 1 주식회사 주식 매수를 권유하기 시작하여, 2007. 6. 6.부터는 순회 강연시 집중 매수 의견을 제시하는 등 본격적으로 공소외 1 주식회사 주식의 매수를

권유한 사실(공판기록 730, 933쪽), ② 공소외 2는 매일경제신문과 한국경제신문에, ㉠ 2007. 8. 18. '공소외 1 주식회사 우즈베키스탄에서 국내 대그룹 모기업을 물리치고 본계약 체결'이라는 내용의 광고를, ㉡ 같은 달 25. '폴리실리콘 가격이 천정부지로 치솟고 있다.

폴리실리콘 확보 태양광업계 초비상'이라는 내용의 광고를, 2007. 9. 1. '폴리실리콘 가격이 천정부지로 치솟고 있다.

폴리실리콘 확보 태양광업계 초비상'이라는 내용과 함께 '폴리실리콘 원재료 규사광산에 공소외 1 주식회사'라고 하여 다른 업체들과 함께 공소외 1 주식회사를 소개하는 광고를, ㉢ 2007. 9. 8. '○○테마주 대장주 공소외 1 주식회사 5,000원부터 매집 금요일 종가 39,650원 수익률 793% 진행 중', '공소외 1 주식회사 태양에너지 사업진행 추이 및 향후일정, 2007. 4. 10. 우즈베키스탄 지질위원회, PHONON 등과 규사개발 사업 위한 MOU 체결, 5월 24일 우즈베키스탄 프로젝트 관련 ○○은행 등과 PF 양해각서 체결, 8월 17일 우즈베키스탄 자원위원회로부터 규사광산 개발 업체로 최종 지정, 9월 4일 PHONON 등과 규사 개발 사업 추진일정에 관한 합의서 체결, 10월 3일 지질광물탐사 작업 시행안 결정, 2008. 1. 3. 산업용 실리콘 생산을 위한 설비구축' 등의 내용을 담은 광고를, ㉣ 2007. 9. 22. 공소외 1 주식회사의 공시 내용과 함께 '○○테마주(신재생에너지)의 대장주 공소외 1 주식회사 5,000원부터 매집 금요일 44,000원 수익률 880% 진행 중'이라는 내용의 광고를, ㉤ 2007. 9. 29. 공소외 1 주식회사의 공시내용과 '○○투자연구소공소외 2 회장 10월 우즈베키스탄 규사 광산 직접 탐사 추진 중'이라는 내용의 광고를, ㉥ 2007. 10. 6. '공소외 1 주식회사 우즈벡 규사광산 확보' 등의 내용과 '공소외 13과 우즈베키스탄 대통령이 호형호제하는 사이'라는 등의 내용의 광고를 각 게재한 사실(공판기록 1388 내지 1394쪽), ③ 공소외 2는 2007. 8. 초순경부터는 "물뽕"이라는 표현까지 사용하면서 ○○투자연구소 회원들이나 자신의 강연에 참석한 사람들을 상대로 적극적으로 공소외 1 주식회사 주식의 매수를 권유하였고, 2007. 10.초경에는 공소외 13의 자서전을 자비로 구입하여 강연회에 참석한 회원들에게 나누어 주면서 공소외 1 주식회사를 추천하기도 한 사실(공판기록 2195, 4463쪽, 증거기록 4459, 5795쪽), ④ 2007. 5. 공소외 1 주식회사 전체 거래량 대비 ○○투자연구소 회원의 매수 비중은 평균 3.76%이었고, 공소외 2가 공소외 1 주식회사 주식 매수를 본격적으로 권유한 2007. 6.부터 2007. 7.경까지 회원매수비중이 7.6%이었으며, 2007. 8. 13. 회원매수비중이 23.36%이었고, 2007. 9. 3.부터 2007. 10. 4.까지의 기간에는 회원매수비중이 평균 12.41%이었던 사실(공판기록 733쪽), ⑤ 환송 전 당심 증인 공소외 7, 8은, 공소외 1 주식회사 주가에 대하여 2007. 7. 중순경부터 통계적으로 유의하게 실제 주가가 정상범위 이상으로 형성되었고, 2007. 9. 상반기부터 2007. 10. 상반기에는 이러한 비정상적 주가 상승 움직임이 가속화된 것으로 보인다는 증언을 한 사실(공판기록 4755, 4744, 4787쪽), ⑥ 공소외 2는 위 ①에서와 같은 순회강연을 하면서 공소외 1 주식회사 주식 매수를 권유함에 있어, 2007. 8. 초순경에는 공소외 1 주식회사 주식에 '물뽕'하고, 공소외 13과 우즈베키스탄 대통령과 거의 친구사이라는 내용을 언급하였을 뿐, 공소외 1 주식회사의 주가 및 영업이익율에 관한 언급을 하지 않다가(공판기록 2195, 2229쪽), 2007. 9. 22.에는 '천조 원의 매출'과 '2009년 주가가 최소한 100만 원까지 상승한다'는 언급을(공판기록 2256, 2293쪽), 같은 달 29.에는 '영업이익율 80%이상'과 '주가가 500만 원까지 상승한다'는 언급을(공판기록 2352, 2361쪽), 2007. 10. 6.에는 '영업이익율 70%이상'과 '주가가 500만 원까지 상승한다'는 취지의 언급을(공판기록 2381, 2383, 2415쪽) 하였고, 공소외 2 스스로도 2007. 9.부터는 강연장에서 공소외 1 주식회사 주가가 2010년까지는 수백만 원까지 상승하니 물뽕하라고 추천하였고, 자신의 강연으로 주가상승에 영향을 미친 사실에 대하여는 어느 정도 인정하고 있다고 진술하고 있는 사실(증거기록 4460, 4461, 5795쪽), ⑦ 공소외 13은 원심 증인으로 나와 자신은 1995년 당시 대통령의 우즈베키스탄 순방시 경제인 대표로 수행하였고 우즈베키스탄 대통령의

방한시 국내 면방업체 회장단의 우즈베키스탄에 대한 투자회의를 주선하였으며, 1993년부터 현재까지도 대한민국·우즈베키스탄 친선협회의 회장을 맡고 있을 뿐 아니라 2005년에는 우즈베키스탄 대통령으로부터 우호, 친선 훈장을 받은 적이 있는 등의 관계로 우즈베키스탄 대통령과 친분관계를 유지하고 있다고 진술하고 있고(공판기록 1291쪽), 피고인 스스로도 공소외 13의 우즈베키스탄에서의 영향력이 크다고 진술하고 있는 사실(증거기록 5185쪽)을 각 인정할 수 있다.

위 인정사실에다가 피고인의 이 사건 언론인터뷰 내용을 덧붙여 보면, 공소외 2의 강연 등으로 공소외 1 주식회사 주식의 주가상승에 어느 정도 영향을 미친 것은 사실이나, 한편 공소외 2의 강연 중 매출액 천조 원의 언급부분은 피고인의 언론인터뷰 내용 중 현재까지 우즈베키스탄 광산에서 발견된 규사 물량을 순도 99.37%이지만 순도 98%를 기준으로 계산해도 100억 달러에 근접한다(2007. 2. 27. 및 같은 해 4. 27. 매일경제 인터뷰기사), 규사 원재료는 KG당 1달러인데, 이를 가공하면 200달러까지 받을 수 있다(2007. 5. 21. 조선일보 인터뷰기사), 당초 예상했던 1천만 톤의 원재료 확보를 전제로 이미 발표된 성과는 충분히 올릴 것으로 본다(2007. 8. 17. 한국경제TV 인터뷰) 등에 기초한 것으로 보이고, 공소외 13과 우즈베키스탄 대통령과의 친분관계 부분은 사실과 다르지 아니한 것으로 보여서 최소한 2007. 8. 31.까지는 공소외 2가 강연으로 공소외 1 주식회사의 주가상승에 개입하였다고 볼 수 없고{공소외 2가 강연장에서 뒤에서 보듯이 주가에 영향을 미치는 요소로서 피고인의 언론인터뷰에 기하지 아니한 공소외 1 주식회사 주식의 주가 및 영업이익익율을 언급한 일자가 2007. 9. 중 어느 날짜인지 특징이 어려워 피고인에게 가장 유리하게 9월 모두를 제외하는 것으로 해석한다.

이와 관련하여 공소외 14는 공소외 2가 2007. 8.경 강연에서도 공소외 1 주식회사의 주가가 100만 원에서 500만 원까지 상승한다는 취지의 발언을 하였다고 진술하고 있으나(증거기록 5807쪽), 피고인이 제출한 공소외 2의 2007. 8. 강연 녹취록에는 예상 주가에 관한 언급이 없었고, 공소외 14가 공소외 1 주식회사 주식을 매수하기 시작한 시점은 2007. 9. 중순경이었고, 이와 같이 매수하게 된 동기에 관하여, 우즈베키스탄 규소광산의 규모가 1천조 원 정도 되고 그 규소의 순도가 최고로 좋아서 가격이 kg당 250달러 정도에 이르며 영업이익익율이 70%까지 나갈 수 있다고 있다는 등을 내용으로 하는 공소외 2의 2007. 9. 강연을 들었기 때문이라고 밝히는 점(증거기록 5808쪽), 공소외 14는 주주 대표를 맡은 사람으로서 공소외 1 주식회사 주가 폭락 후 공소외 2와 사이에 감정이 그리 좋지 않았던 것으로 보이는 점(공소외 2의 환송 후 당심 법정 진술) 등에 비추어 볼 때, 공소외 2가 2007. 8.경 강연에서도 공소외 1 주식회사의 주가에 관하여 100만 원에서 500만 원까지 상승한다고 언급하였다는 공소외 14의 진술은 그대로 받아들이기 어렵고, 공소외 2가 2007. 9. 1. 이전 강연에서도 공소외 1 주식회사의 주가가 최소한 100만 원 이상까지 상승한다는 인상을 주는 공소외 15, 16의 진술 역시 피고인이 제출한 공소외 2의 2007. 8.경 강의 녹취록 내용, 이들 모두는 공소외 2가 위와 같은 주가상승수치에 관한 언급을 한 강연날짜에 대하여 불분명한 태도를 보이고 있을 뿐 아니라 공소외 1 주식회사 주식 매수시기가 공소외 15의 경우 2007. 9. 17.경, 공소외 16의 경우 2007. 10.경인 점, 공소외 15는 공소외 14의 동거녀인 점 등에 비추어 볼 때(증거기록 5790, 5791, 5816쪽), 공소외 15, 16의 진술만으로는 공소외 2가 2007. 9. 1. 이전의 강연에서도 2007. 9.에 강의한 내용과 같은 정도의 공소외 1 주식회사 주가상승분을 언급하였다는 사실을 인정하기에는 부족하다}, 반면에 예상 주가 및 영업이익익율은 주식투자자들이 투자 여부를 결정할 때 중요하게 고려하는 요소들인데, 공소외 2가 공소외 1 주식회사 주식 매수를 추천하면서 밝힌 주가 및 영업이익익율은 피고인의 언론 인터뷰 내용과는 무관한 것으로 공소외 2가 이를 산정함에 있어서

영업이익율 70-80%에 관하여는 당시 폴리실리콘 제작사업의 선발주자인 공소외 17 주식회사 담당직원으로부터 영업이익율이 50-60%라는 것을 듣고 폴리실리콘의 전단계인 메탈실리콘을 수입하는 공소외 17 주식회사에 비하여 규사광산의 채굴권까지 확보하여 메탈실리콘을 만들고 이를 기초로 폴리실리콘을 만드는 공소외 1 주식회사는 영업이익율이 그 이상일 것이라는 자신의 계산에 의한 것이고, 주가에 대하여는 공소외 17 주식회사가 2007. 11. 신제품을 완성하고 나서 그 주가가 391,000원까지 상승하였고, 실제로 공소외 17 주식회사가 시제품을 만들었을 때 500만 원까지 상승하였던 것에 비추어 액면가가 500원인 공소외 1 주식회사의 주식은 그 가격이 5,072,000원까지 상승하는 것으로 계산이 나왔다는 것에 불과하여(피고인이 제출한 증거자료에 의하면 공소외 17 주식회사의 주가가 2007. 10.경까지는 40만 원에 미치지 못하였다가 2008. 3. 말경에 가서야 40만 원에 이르렀을 뿐이고 2007. 2. 27.부터 2008. 5. 20.까지의 사이에 45만 원에도 이르지 아니하였다(공판기록 123쪽)), 어떠한 객관적인 자료에 기초한 것이 아니어서 공소외 2가 강연시 투자자들에게 공소외 1 주식회사 주식의 매수를 추천하면서 그 근거로 제시한 영업이익율이나 주가에 관한 수치는 사실이 아니거나 그 정도가 지나치게 과장된 것으로 보이므로(공판기록 969, 970, 1007, 4460, 4461, 4478쪽), 결국 공소외 2는 자신의 강연을 통하여 2007. 9. 1.부터의 주가상승에는 개입하였다고 보아야 할 것이다.

(3) 주가의 정상상승분 유무

앞서 위 3의 나.(1)항의 ④에서 본 바와 같이 피고인의 허위 언론인터뷰 기사내용과 달리 그 실상은 공소외 1 주식회사가 이 사건 태양광사업과 관련하여 양해각서를 작성한 것 이외에는 달리 추진된 바가 없어 그 실체가 없는 점, 2007. 4. 19.자로 공소외 1 주식회사가 우즈베키스탄 정부투자기관 'PHONON', 우즈베키스탄 자원위원회 등과 사이에 이 사건 태양광사업에 관한 양해각서가 체결되었다는 공시가 되었는데, 공소외 1 주식회사의 주가가 그로부터 10일 정도 주가가 별 변동이 없고 오히려 하락하였던 점(증거기록 942, 4809쪽. 공소외 1 주식회사의 주가는 종가기준으로 2007. 4. 19. 5,830원, 같은 달 20. 5,750원, 같은 달 23. 5,800원, 같은 달 24. 5,660원, 같은 달 25. 5,760원, 같은 달 26. 5,640원, 같은 달 27. 5,810원이었다), 주가분석전문가인 공소외 7은 환송전 당심 법정에서 양해각서가 체결되었다는 것만으로는 변수가 많아 불확실성이 있으니까 주가가 반응하지 않다가 그 뒤에 정식적인 계약체결 등의 후속적인 정보가 나와서 그것을 더 구체화하고 믿게 하면 주가에 반영될 수 있다는 취지로 증언하고 있는 점(공판기록 4763) 등에 비추어 볼 때, 피고인의 허위사실유포행위가 없었다면 양해각서의 체결사실만으로는 공소외 1 주식회사 주식의 주가에 대체에너지 관련 기업의 전반적인 주가상승과 같은 주가상승이 있었을 것으로는 보이지 아니하고, 또한 앞서 위 3의 나.(1)항의 ⑤에서 본 바와 같이 공소외 1 주식회사의 기존 주력업종은 단일 품목 전량을 단일 업체에 납품하는 구조적 취약점을 안고 있는 상황에서 납품을 받는 업체의 주력 제품군 변경으로 인하여 그 매출액, 영업이익이 급감하는 등 매출실적이 저조해졌고 이러한 사정 및 향후 더욱더 실적이 어려워질 것이라는 공시가 행하여졌으며(이와 같은 공시 등 실적발표는 통상적으로 다음 분기 내에 행하여짐으로써 당해 분기의 실적은 다음 분기의 실적 발표일 이후부터의 주가에 영향을 준다고 할 것이다) 당시 환율의 급락으로 인하여 공소외 12 주식회사를 비롯한 반도체 등 수출업종의 주가가 하락하는 추세였던 점 등에 비추어 볼 때, 피고인의 이 사건 태양광사업에 관한 허위사실 유포가 없는 상태에서도 2007. 2. 27. 이후의 공소외 1 주식회사 주식 가격이 상승하였을 것으로는 보이지 아니한다.

(4) 피고인의 사기적 부정거래행위로 인한 이득액

피고인의 사기적 부정거래행위로 인하여 피고인이 취득한 이익액을 산정함에 있어서, 2007. 8. 31.까지의 주가상승으로 인한 부분은 전적으로 피고인의 사기적 부정거래행위에 기한 것이므로 그로 인한 시세차익 전부를 피고인이 취득한 이익액으로 보아야 할 것이고, 반면 2007. 9. 1.부터의 주가상승으로 인한 부분은 주가상승에 피고인의 행위뿐 아니라 공소외 2의 행위까지 개입되어 있고 공소외 2가 그와 같이 과장된 강의를 하는 것에 대하여 피고인이 알고도 이를 용인 내지 이용하였다는 사실을 인정할 아무런 증거가 없어서 이러한 공소외 2의 행위로 인한 부분까지 피고인의 행위 결과에 귀속시키는 것은 자기책임의 원칙에 반하므로 이를 분리하여 제외하여야 할 것이고, 주가상승 중 피고인의 행위로 인한 부분과 공소외 2의 행위로 인한 부분을 분리하여 산정할 증거를 제출할 입증책임은 검사에게 있다고 할 것인데 2007. 9. 1.이후의 주가상승분 중 피고인의 행위에 의한 부분을 구분하여 특정할 수 있는 아무런 증거가 없고 결국 피고인의 행위로 인한 부분을 산정할 수 없어서 피고인에게 최대한 유리하게 해석하여 이 부분에 관하여는 2007. 8. 31. 종가가 그대로 유지된 것으로 보고 이를 기초로 산정한 이득액만이 피고인의 책임에 귀속시키기로 한다.

따라서, 피고인의 이 사건 사기적 부정거래행위로 인하여 피고인이 취득한 이익액은 2007. 8. 31.까지는 해당 매각일 종가를 기준으로, 2007. 9. 1.부터는 2007. 8. 31. 종가인 19,350원을 기준으로 하여 산정하여야 할 것인데, 우선 주식 총 매각대금은 11,855,035,350원[=① 피고인 명의의 2007. 10. 5.자 13만 주, 같은 달 8.자 27만 주 합계 40만 주의 매각대금 7,740,000,000원(=400,000주 x 19,350원) + ② 원심 별지 범죄일람표 Ⅱ 기재 차명 주식의 매각대금 4,115,035,350원{=854,560,350원(2007. 5. 4.자 98,912주의 매각대금 706,420,350원 + 2007. 5. 14.자 16,500주의 매각대금 148,140,000원) + 3,260,475,000원(2007. 9. 14.자 45,000주의 매각대금 1,784,250,000원 + 같은 달 17.자 6만 주의 매각대금 2,663,809,200원 + 같은 달 18.자 19,500주의 매각대금 902,915,150원 + 같은 달 19.자 5천 주의 매각대금 244,811,950원 + 2007. 10. 4.자 39,000주의 매각대금 2,648,100,000원)}]에 이르고, 여기에서 위 주식 총 매수금액 2,915,648,000원{원심은 매수대금을 산정함에 있어서 피고인의 이 사건 허위사실유포 시작일인 2007. 2. 27.자를 기준으로 그 이전부터 보유하고 있던 주식과 그 이후에 매수한 부분으로 분류하여 2007. 2. 27. 이후의 매수 부분은 실제의 매수대금으로, 2007. 2. 27. 이전의 보유 부분은 위 2007. 2. 27. 종가인 1주당 7,760원을 기준으로 산정한 대금으로 하였는바, 2007. 2. 27. 이전의 보유 부분에 관한 매수대금을 산정함에 있어서는 공소외 1 주식회사의 주가가 피고인의 이 사건 허위사실유포로 인하여 영향을 받지 아니한 최종 시점의 종가를 기준으로 하여야 할 것인데, 피고인의 허위언론인터뷰내용이 최초로 게재된 2007. 2. 27.자 매일경제신문은 조간이어서 2007. 2. 27. 당일 오전부터 주식투자자들에게 피고인의 허위언론인터뷰내용이 유포되었다고 할 것이고 주식거래 마감시간이 15:00인 점을 감안하면, 피고인의 허위 언론인터뷰내용이 게재된 매일경제신문의 기사로 인하여 해당일인 2007. 2. 27. 역시 공소외 1 주식회사 주식의 종가에 영향을 미치지 않았다고 할 수 없으므로, 2007. 2. 27. 이전 보유 부분의 매수대금을 산정함에 있어서는 피고인의 허위사실 유포가 주식시장에 영향을 미쳤다고 할 수 있는 2007. 2. 27.의 바로 전날인 2007. 2. 26.자 종가인 1주당 8,000원을 기준으로 함이 타당하다(증거기록 941쪽. 2007. 2. 27. 이전의 공소외 1 주식회사 주가는 계속 하락추세에 있었고 2. 23.에는 1주당 7,260원까지 하락하였다가 2. 26. 8천 원으로 급격히 상승하는데, 이는 피고인의 언론인터뷰 내용이 보도되기 이전에 인터뷰내용이 일부 주식시장으로 새어나감

으로써 급격한 주가상승으로 이어진 것이 아닌가 하는 의심이 드나, 이에 대한 아무런 증거가 없으므로 결국 피고인에게 유리하게 해석하여 2007. 2. 26.자 종가를 기준으로 한다). 이에 따라 매수비용을 산정하면, ① 먼저 피고인 명의의 40만 주는 2007. 2. 26. 이전부터 피고인이 보유하고 있던 것으로 100% 무상실시 전의 수량으로 환산한 경우에 20만 주에 해당하므로, 이 부분 주식의 가치는 16억 원(=20만 주 x 8,000원)이 되고, ② 피고인이 매각한 차명주식 중 시세조종행위 개시시점인 2007. 2. 27. 당시부터 보유하고 있던 공소외 18, 19, 20 명의의 차명주식 223,912주의 취득비용은 무상증자 전의 주식 수로 환산한 111,956주를 2007. 2. 26. 종가에 따라 계산한 895,648,000원(111,956주 x 8,000원)이 되고, 2007. 2. 27. 이후에 보유하게 된 공소외 21 명의의 차명주식 45,000주 및 공소외 22 명의의 차명주식 15,000주의 매수대금은 원심 범죄사실 제1의 다.

항의 ③기재와 같이 4억 2천만 원(= 공소외 21 차명 부분 1억 8천만 원 + 공소외 22 차명 부분 2억 4천만 원) 이 그 매수가격인 4억 2천만 원(=1억 8천만 원 + 2억 4천만 원)이 되므로, 결국 피고인이 매각한 주식의 취득비용은 2,915,648,000원(16억 원 + 895,648,000원 + 4억 2천만 원)이 된다}과 수수료 및 거래세 등의 거래비용 255,494,320원(원심판결 14쪽 참조)을 제외하면, 피고인의 이 사건 사기적 부정거래행위로 인하여 피고인이 취득한 이익액은 8,683,893,030원(=11,855,035,350원(총 매도금액) - 2,915,648,000원(총 매수금액) - 255,494,320원(수수료 및 거래세 등의 거래비용))에 이른다.

(5) 소결론

따라서, 피고인의 이 부분 주장은 위 인정범위를 초과한 범위 내에서 이유 있다.

4. 결론

그렇다면, 피고인의 항소는 위 인정범위 내에서 이유 있으므로 형사소송법 제364조 제6항에 따라 피고인 및 검사의 나머지 항소이유에 대한 판단을 생략한 채 원심판결을 파기하고, 변론을 거쳐 다시 다음과 같이 판결한다.

【이유】

】1. 환송 후 당심의 심판범위

원심은 이 사건 공소사실 중 특정경제범죄가중처벌등에관한법률위반(횡령) 부분, 공소외 3, 4 명의의 차명 주식과 관련한 증권거래법위반 및 공직선거법위반 부분에 대하여 무죄로, 그 나머지는 유죄로 판단을 하되 추징을 별도로 하지 아니하였고, 이에 피고인은 유죄부분에 대하여, 검사는 유죄부분 중 추징부분과 무죄부분에 대하여 각 항소를 하였으며, 환송 전 당심 역시 원심과 같은 취지의 판단을 하자 이에 대하여 피고인은 유죄부분에 대하여, 검사는 유죄부분 중 추징부분 및 무죄부분에 대하여 각 상고를 하였는데, 상고심은 피고인의 사기적 부정거래로 인한 이득액 산정과 관련한 인과관계 부분 및 추징부분을 제외한 나머지 피고인 및 검사의 상고를 모두 기각하고, 위 인과관계 부분 및 추징부분을 파기하되, 그와 일죄의 관계에 있는 나머지 증권거래법위반 부분(이유 무죄로 판단한 부분 포함)도 같이 파기하였는바, 이로써 특정경제범죄가중처벌등에관한법률위반(횡령) 부분 및 공직선거법위반 부분은 확정이 되었고, 증권거래법위반 부분 중 공소외 3, 4 명의의 차명 주식과 관련한 무죄부분은 위와 같이 파기된 부분과 일죄의 관계에 있다는 이유로 함께 파기되어 환송 후 당심에 이심이 되기는 하였지만 이 부분에 대하여는 상고심에서 이미 상고이유의 주장이 이유 없다고 판단을 하였고 이처럼 상고심에서 상고이유의 주장이 이유 없다고 판단되

어 배척된 부분은 그 판결 선고와 동시에 확정력이 발생하여 이 부분에 대하여는 당사자는 더 이상 다툴 수 없고, 또한 환송받은 법원으로서도 이와 배치되는 판단을 할 수 없으므로(대법원 2009.2.12. 선고 2008도8661 판결), 결국 환송 후 당심의 심판범위는 원심판결 중 공소외 3, 4 명의의 차명 주식과 관련한 무죄부분을 제외한 나머지 증권거래법위반 부분이라고 할 것이다(검사는 환송 후 당심에 이르러 원심에서 무죄로 판단한 증권거래법위반 부분에 관한 항소이유를 철회하기도 하였다).

2. 항소이유의 요지

가. 피고인

(1) 사실오인 내지 법리오해 주장

법정형의 기준이 되는 '이익액의 산정과 인과관계'에 관하여, ① 증권거래법 제207조의2 제2항은 위반행위로 얻은 이익을 기준으로 하여 이익액수가 50억 원 이상일 경우 무기 또는 5년 이상의 징역형에 처하도록 규정하여 이익액에 따라 징역형의 하한을 정하고 있는바, 위 법조항의 '위반행위로 얻은 이익'을 해석함에 있어 원심과 같이 피고인의 위반행위와 이익액 사이에 직접적인 인과관계가 필요 없다고 해석하는 경우에는, 위 법 조항은 헌법이 보장하는 죄형법정주의, 책임원칙 내지 비례의 원칙에 반하는 것으로 위헌이고, ② 증권거래법 제207조의2 제2항을 적용하여 이익액에 따라 가중하여 처벌하기 위해서는 사기적 부정거래와 직접적인 인과관계가 있는 부분만을 이익액으로 보아야 하는바, 공소외 1 주식회사의 주가 변동은 피고인의 이 사건 기사 보도시점에 부합하거나 일치하는 모습을 전혀 보여주지 못하고 있고, 오히려 2007. 7.경까지의 주가상승은 코스닥 시장의 활황세, 유가급등에 따라 자원주가 테마주로 부각되면서 대체에너지 관련 사업을 추진하던 기업들 대부분의 주가가 급등하게 된 상황, 공소외 1 주식회사의 2006년 실적과 무상증자, 공소외 1 주식회사가 우즈베키스탄 규사광산개발사업(이하, '이 사건 태양광사업'이라 한다)의 진행 중에 확정된 내용을 고시한 것 등의 호재에 크게 기인한 것이라고 할 것이고 그 이후의 주가상승은 실제로 공소외 2가 그가 운영하던 ○○투자연구소 회원들에게 허위사실을 유포하여 공소외 1 주식회사의 매수추천을 하였고 그로 인해 공소외 2와 ○○투자연구소 회원들이 공소외 1 주식회사의 주식을 집중매수한 것에 기인한 것인데도, 원심은 이와 달리 이익액의 범위를 크게 확대한 법리오해의 위법이 있고, 그 과정에서 피고인의 행위와 공소외 1 주식회사의 주가상승 사이의 인과관계를 인정할 증거가 없을 뿐만 아니라, 공소외 1 주식회사 주가 상승의 실질적인 원인으로 공소외 2 집단의 집중매수와 관련된 제반 사정이 인과관계 판단에 있어서 전혀 고려되지 아니한 채 피고인의 행위와 주가상승 사이의 인과관계를 인정하고 이에 기하여 이익액을 산정하여 이 부분 공소사실을 유죄로 인정한 원심판결에는 사실오인 내지 법리오해로 인하여 판결에 영향을 미친 위법이 있다.

(2) 양형부당 주장

① 피고인은 아직까지 아무런 범죄전력이 없는 점, ② 이 사건 태양광사업은 허위가 아닌 실제 존재하였고 현재도 당초 피고인 회사의 파트너인 회사 등에 의하여 진행 중이며, 정식계약 전 단계인 양해각서까지 체결되어 우즈베키스탄 정부 내각 승인까지 있었고, 공소외 1 주식회사의 이 사건 태양광사업과 관련한 공시에는 어떠한 허위가 없었으며, 피고인이 자발적으로 보도자료를 배포하고 언론인터뷰를 유도하는 등 적극적인 방법을 동원하지 아니한 점, ③ 피고인은 부도난 회사를 종업원들과 함께 퇴직금을 출자하는 방법으로 일으켜 국내 대기업에 독점 납품하는 초우량 중소기업으로 키워낸 점, ④ 이 사건 주가상승의 가장 큰 원인은 공소외 2를 필두로 하는 투자집단의 시세조작 때문인 점, ⑤ 차명주식의 보유 경위가 피고인의 이익을 목적으로 하는 것이 아닌 점, ⑥ 피고인이 여전히 공소외 1

주식회사의 지배주주로서 과반수 이상의 주식을 보유하고 있어 주가 폭락으로 인한 엄청난 평가손을 입고 있는 점, ⑦ 피고인이 이 사건 거래를 통하여 얻은 이익을 모두 사회에 환원하겠다는 각서를 제출하고 있는 점, ⑧ 이 사건 범행으로 인한 부당이득을 산정할 수 없는 점, ⑨ 피고인의 건강상태가 극도로 악화된 점, ⑩ 피고인이 그 잘못을 뉘우치고 있는 점 등에 비추어 볼 때, 원심의 양형(징역 3년 및 벌금 250억 원)은 너무 무거워서 부당하다.

나. 검사

(1) 법리오해 주장

범죄수익은닉의 규제 및 처벌 등에 관한 법률에는 특정범죄와 관련된 범죄수익을 은닉하는 행위를 규제하고 특정범죄와 관련된 범죄수익의 몰수를 대상으로 삼고 있음을 명확히 하고 있어 사기적 부정거래로 인한 증권거래법위반죄의 경우 몰수 또는 추징의 대상이 되는 범죄수익을 그 위반행위와 직접적인 인과관계가 있는 이익에 한정하여 해석할 법률적 근거가 없을 뿐만 아니라, 이 사건에서 피고인이 얻은 시세차익 전부는, ① 피고인이 허위 인터뷰를 시작한 시점 등을 기준으로 잡아 그때 가격을 기준으로 하여 피고인이 실제 매각한 주식대금과의 차액으로 부당이득액을 산정하였고, ② 공소외 2로 인한 주가상승분도 피고인의 허위 인터뷰의 결과라고 보아야 하며, ③ 신규사업진출권 외에는 공소외 1 주식회사는 주가가 더 오를 만한 상황이 전혀 아니었던 점 등에 비추어 볼 때, 피고인의 사기적 부정거래행위와 직접적인 인과관계가 인정됨에도, 원심이 추징을 선고하지 아니한 것은 추징에 관한 법리오해의 위법이 있다.

(2) 양형부당 주장

피고인이 허위사실 유포 및 허위표시 문서이용행위를 통하여 얻은 시세차익액수가 437억 6,055만 원 상당에 이른 점, 이로 인하여 다수의 소액 주주들이 적지 아니한 피해를 입게 된 점 등에 비추어 볼 때, 원심의 양형은 너무 가벼워서 부당하다.

3. 판단

먼저, 피고인의 인과관계에 관한 사실오인 내지 법리오해 주장 부분에 관하여 보기로 한다.

가. 구 증권거래법 제207조의 2 제2항 해석의 위헌성 여부

(1) 관련 조문 규정 등

구 증권거래법(2007. 8. 3. 법률 제8635호로 공포되어 2009. 2. 4. 시행된 '자본시장과 금융투자업에 관한 법률'에 의하여 폐지되기 전의 것. 이하 '구 증권거래법'이라 한다) 제207조의2 제1항은, 구 증권거래법 제188조의4의 규정에 위반한 자(제2호)는 10년 이하의 징역 또는 2천만 원 이하의 벌금에 처한다고 하면서, "다만, 그 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 3배에 해당하는 금액이 2천만 원을 초과하는 때에는 그 이익 또는 회피손실액의 3배에 상당하는 금액 이하의 벌금에 처한다.

"고 규정하고, 제2항은 " 제1항 각 호의 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액이 5억 원 이상인 때에는 다음의 구분에 따라 가중 처벌한다.

"고 규정한 다음 "이익 또는 회피한 손실액이 50억 원 이상인 때에는 무기 또는 5년 이상의 징역에 처한다.

"(제1호), "이익 또는 회피한 손실액이 5억 원 이상 50억 원 미만인 때에는 3년 이상의 유기징역에 처한다.

"(제2호)고 규정하며, 제3항은 " 제1항과 제2항의 규정에 의하여 징역에 처하는 경우에는 10년 이하의 자격정지를 병과할 수 있다.

"고 규정하고 있다.

또, 구 증권거래법 제214조는 제1항에서 " 제207조의2 내지 제210조에 규정하는 죄를 범한 자에게는 징역과 벌금을 병과할 수 있다.

"고 규정한 다음 제2항에서 " 제1항의 규정에 따라 제207조의2 제2항의 규정을 위반한 자에 대하여 벌금형을 병과하는 경우에는 그 위반행위로 얻은 이익 또는 회피손실액의 3배에 상당하는 금액 이하의 벌금에 처한다.

"고 규정하고 있다.

구 증권거래법 제207조의2 제2항과 제214조 제2항은 2002. 4. 27. 법률 제6695호로 증권거래법이 개정되면서 신설되었고 그전에는 구 증권거래법 제207조의2 제2항과 같이 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액이 일정액에 이른 경우에 자유형의 하한이 따로 정해지지 아니하였는데, 이와 같이 구 증권거래법 제207조의2 제2항 등이 신설된 입법취지는, 상장유가증권 또는 협회중개시장에 등록된 유가증권의 매매거래에 관하여 미공개정보 이용행위나 시세조종 등 불공정거래를 하여 부정하게 이익을 취득한 경우 이로 인한 불특정다수 증권투자 국민들의 피해가 막심하고 국가 경제에 부정적 영향을 크게 미치는데 반하여 그 벌칙이 미약하여 불공정거래를 근절하지 못하고 있는 실정일 뿐만 아니라 해당범죄를 저지른 후 재범을 방지하지 못함으로 인해 경제질서를 왜곡·혼란시킬 우려가 높으므로, 그에 대한 처벌을 강화하여 이러한 경제적 부작용을 막고자 함에 있다.

(2) 형법 제17조 소정의 인과관계

형법 제17조는 "어떤 행위라도 죄의 요소되는 위험 발생에 연결되지 아니한 때에는 그 결과로 인하여 벌하지 아니한다."라고 선언하여 범죄행위와 인과관계가 인정되지 않는 결과는 형사처벌의 근거가 될 수 없음을 분명히 하고 있고, 위와 같이 구 증권거래법 제207조의2, 제214조는 '위반행위로 얻은 이익'을 범죄구성요건의 일부로 삼아 그 가액에 따라 그 죄에 대한 형벌을 매우 가중하고 있으므로, 이를 적용할 때에는 위반행위로 얻은 이익의 가액을 엄격하고 신중하게 산정함으로써 범죄와 형벌 사이에 적절한 균형이 이루어져야 한다는 죄형균형 원칙이나 형벌은 책임에 기초하고 그 책임에 비례하여야 한다는 책임주의 원칙이 훼손되지 않도록 유의하여야 할 것이다(대법원 2007. 4. 19. 선고 2005도7288 전원합의체 판결 등 참조). 따라서 구 증권거래법 제207조의2와 제214조에서 정한 '위반행위로 얻은 이익'이라 함은 그 위반행위와 관련된 거래로 인한 이익을 말하는 것으로서 위반행위로 인하여 발생한 위험과 인과관계가 인정되는 것을 의미한다고 볼 것이다.

(3) 구 증권거래법 제207조의2 제2항 등에서의 인과관계 개념

구 증권거래법 제207조의2 제2항 등에서 정한 위반행위로 얻은 이익과 위반행위로 인하여 발생한 위험과의 인과관계는 앞서 위 (1)항에서 본 구 증권거래법 제207조의2 제2항 등의 개정입법취지, 만일 여기의 인과관계를 직접적인 인과관계로 해석할 경우에 지나치게 그 처벌범위가 축소되어 사실상 증권거래법 처벌 규정을 사문화시키는 부당한 결

과가 초래되고 증권거래법 개정입법취지에도 역행하며, 일반적으로 형사법의 인과관계를 상당인과관계로 파악하고 있는 것과의 조화 등을 고려할 때, 이를 피고인 주장과 같이 직접적인 인과관계로 국한하여야 할 것은 아니고, 형사법에서 일반적으로 요구되는 상당인과관계로 보아야 할 것이다(이러한 맥락에서 원심이 인용한 대법원 2004. 9. 3. 선고 2004도1628 판결은 인과관계로서 직접적인 인과관계까지를 요하는 것이 아니라는 취지에서 그 의의가 여전히 있다). 원심이 마치 피고인의 사기적 부정거래와 주가상승과의 사이에 인과관계 자체까지도 요하지 아니한다는 듯한 설시를 하여 형사법이 요구하는 자기책임주의에 반하는 듯한 태도를 보이는 것은 다소 위헌적인 소지가 있다. 따라서, 피고인의 이 부분 주장은 피고인의 사기적 부정거래와 주가상승 사이에 인과관계가 여전히 필요하다는 점에 있어서 이유 있다.

나. 피고인의 사기적 부정거래와 주가상승 사이의 인과관계 존부 등

(1) 인과관계의 존부

원심, 환송 전·후 당심에서 적법하게 채택하여 조사한 증거들에 의하여 인정되는 다음과 같은 사정, 즉 ① ㉠ 피고인은 2006. 6. 30. 공소외 1 주식회사 주식을 액면가 500원의 13배가 넘는 주당 6,800원을 공모가로 하여 코스닥에 등록을 하였으나 주가가 오르지 않고, 오히려 2006. 7.경에는 주가가 4천 원대로 공모가보다 더 떨어져 주변의 투자자들로부터 많은 불평을 듣고 있었고(증거기록 4327, 4344쪽), ㉡ 이에 따라 피고인은 주가를 끌어올리기 위한 방편으로 2006년 말 일반 주주들에게는 주당 300원, 최대주주와 특수관계인은 100원의 차등배당을 실시하였고, 2007. 1.경에는 공소외 1 주식회사 상무인 공소외 4에게 공소외 1 주식회사 주식 매입을 지시하여 임직원들 명의의 차명계좌로 주식을 매수하기도 하였으며, 2007. 1. 12. 자기주식 취득을 결정하여 공시하기도 하였으나, 주가에는 별다른 영향을 미치지 못하였으며(증거기록 4256, 4257쪽), ㉢ 코스닥상장 후 애널리스트 등으로부터 공소외 1 주식회사의 경우 대주주 물량이 60%에 가깝고 유통량이 적어서 거래가 활성화되지 않아 기관 등에서 별 관심을 갖지 못하니 시장에서 관심을 얻으려면 유통량이 늘어나야 된다는 얘기를 들어온 데다가, 위 ㉡과 같은 자사주 취득으로 대주주의 물량이 더 커져 유통량 문제가 더 심각해지자 이를 해소하는 방편으로 2007. 3. 100% 무상증자를 실시하게 되었고(공판기록 765쪽, 증거기록 4345쪽), ㉣ 피고인 스스로도 상장 후 공소외 1 주식회사의 주가가 공모가보다 훨씬 떨어져 주가에 관심을 갖게 되었다고 진술하고 있고, 원심 증인 공소외 5 역시 공소외 4를 통하여 피고인이 주가가 안 올라서 고민한 것을 알고 있다고 진술하고 있는 사실(공판기록 777쪽) 등에 비추어 볼 때, 피고인은 공소외 1 주식회사 주식의 코스닥 등록 이후부터 줄곧 공소외 1 주식회사의 주가 상승을 의도하고 이를 위한 시도가 여러 차례에 걸쳐 있어 왔던 것으로 보이는 점, ② 피고인은 언론인터뷰를 통하여 2007. 2. 27.부터 원심 별지 범죄일람표 I 기재와 같이 자신이 대표이사 겸 대주주인 공소외 1 주식회사가 추진 중인 이 사건 태양광사업의 추진 현황과 전망에 관하여 허위사실을 유포하였고, 원심 범죄사실 제1의 나.항 기재와 같이 임직원들 명의의 차명주식을 포함하지 않은 허위표시 문서인 2006. 7. 6.자와 2007. 3. 26.자 임원·주요주주 주식소유 상황보고서 등을 이용하였으며, 원심 별지 범죄일람표 I 기재 기사에는 우즈베키스탄 내 규사광산의 경제적 가치, 규사광산 개발사업자 지위의 확정적인 취득 여부, 규사와 메탈실리콘 및 폴리실리콘의 경제적 관련성, 폴리실리콘 제조사업의 가능성 및 이익실현의 시기 등에 관한 것으로서 투자자들의 투자판단에 영향을 미치기에 충분한 내용들이 포함되어 있는 사실, ③ 그로 인하여 공소외 1 주식회사의 주가는 전반적으로 상승하기 시작하여 2007. 3. 22. 100% 무상증자에 따른 권리락이 있은 뒤 2007. 5. 초경에는 그전의 주가인 8천 원대를 거의 회복하여 실질적으로는 주가가 2배 정도 상승하였고, 2007.

5.경부터는 피고인의 차명주식이 매도되고 있었는데도 그러한 사실이 외부에는 알려지지 않아 주가는 보합을 유지하거나 다소 상승하였으며, 피고인이 2007. 5. 말경부터 이 사건 태양광사업에서 사업자로 최종 지정되었다는 취지의 언론인터뷰를 하자 공소외 1 주식회사의 주가는 종가 기준 최고가를 갱신하면서 7. 2. 12,050원, 8. 1. 16,200원, 9. 3. 22,000원, 10. 1. 56,600원, 10. 9. 81,000원으로 상승한 점(증거기록 941 내지 945쪽){피고인은 공소외 7, 8 등의 사건연구(Event Study) 방식에 입각한 감정결과에 기초하여 위 기간 중 2007. 7.경까지는 주가상승이 정상적인 범주 내에 있다는 취지로 주장하나, 우선 이 방식의 전제이론인 효율적 시장이론은 주가가 주식시장에 참여하는 사람들이 모든 이용가능한 정보를 합리적으로 판단해서 그 회사가 미래에 벌어들일 현금흐름의 현재 가치가 얼마나 하는 것을 판단해서 사고판다는 이론인데, 환송 전 당심 증인 공소외 7도 모든 주식이 모든 시점에서 다 그러냐 하는 것은 이론의 여지가 있을 수 있고 어떤 시점이나 종국에 따라서는 그 중 일부는 아닐 수도 있을 것이라고 증언하였듯이(공판기록 4751, 4770쪽) 전제이론이 완전하지 아니하고, 증권전문가인 공소외 9는 기업분석에 관한 보고서 작성시 실적을 가장 중요한 것으로 보고 있다고 밝혔는데 공소외 7, 8 등의 감정결과에는 회사의 실적에 해당하는 매출액 등에 관한 사항을 전혀 반영하고 있지 아니할 뿐 아니라(공판기록 1503, 4761, 4762, 4744쪽), 이 방식은 기대수익률 모형을 파악해 여기에 사건기간 동안의 시장수익률 자료를 대입해 얻은 정상수익률을 사건기간 중에 실현된 기업의 수익률로부터 차감하여 초과수익률을 얻고 있는데, 위와 같이 모형추정기간이 통상의 범주인 200일 내지 400일에서 벗어나면 정상수익률을 구하는 기준이 되는 기대수익률 추정치의 정확성이 떨어지는바, 공소외 7의 증언에 나타나듯이 공소외 7의 감정에 사용된 추정기간이 124일에 불과하여 추정기간이 너무 짧고(공판기록 2341, 4753쪽. 공소외 10의 감정결과 역시 추정기간이 짧다는 점에서 같은 비난을 면하기 어렵다), 반면 공소외 8의 감정결과는 공소외 7의 경우와 달리 추정기간을 사건 후로 잡아 추정기간이 충분히 확보되었기는 하였으나, 반면에 해당 주식을 발생한 회사의 대표이사가 변경되었고 회사를 상대로 민사소송이 제기되어 흔들리고 있는 상황이기 때문에 주가와 시장과의 관계가 안정적이지 못한 기간을 포함하고 있어서(공판기록 4771쪽) 그 정확성이 떨어진다고 할 것일 뿐 아니라, 공소외 8의 환송 전 당심 증언에 의하더라도 2007. 7.경 이전에도 유의성을 갖는 오차범위 5%에 들어오지 않을 뿐이지 이 부분 기간 동안에도 주가가 많이 오른 것이라는 취지여서(공판기록 4788, 4789, 4793쪽), 피고인의 주장은 받아들이기 어렵다}, ④ 이 사건 태양광사업과 관련한 공소외 1 주식회사측의 실무담당자인 공소외 11은 태양광개발에 관한 전문적인 지식이 전혀 없을 뿐 아니라, 학교 등에서 사람들을 만나러 다니는 외에는 달리 이 사건 태양광사업과 관련하여 추진한 일이 없다고 진술하고 있고, 피고인 스스로도 2007. 6.경 우즈베키스탄과의 지분협약이 이루어지지 않아 모든 사업이 멈춰버려서 특별히 이 사건 태양광사업과 관련하여 추진한 것이 없다고 진술하고 있는 사실 등에 비추어 볼 때, 공소외 1 주식회사는 이 사건 태양광사업과 관련하여 2007. 4. 19. 우즈베키스탄측과 양해각서를 작성한 이외에는 달리 추진한 일이 없어 이 사건 태양광사업의 실체는 없는 것으로 보이는 점(증거기록 4307, 4319, 5433쪽), ⑤ 한편, 공소외 1 주식회사가 조립한 하드디스크 헤드를 전량 납품받는 공소외 12 주식회사가 2007. 1분기부터 고집적 하드디스크 드라이브로 주력 제품군을 변경함에 따라 단일 품목인 하드디스크 헤드 전량을 공소외 12 주식회사에 납품하던 공소외 1 주식회사의 매출액은 2006년의 1,657억 원에서 2007년에는 905억 원으로 급감하였고(구체적으로 2006년 3분기는 447억 8,300만 원, 4분기는 419억 9,600만 원, 2007년 1분기는 353억 3,500만 원, 2분기는 295억 3,600만 원, 3분기는 171억 8,300만 원, 4분기는 84억 7,200만 원으로 감소하였다), 영업이익 역시 2006년의 75억 원에서 2007년에는 3,400만 원으로 대폭 감소하였으며(구체적으로 2006년 3분기는 26억 8,300만 원, 4분기는 17억 7,400만 원, 2007년 1분기는 6억 5,800만 원, 2분기는

4억 900만 원, 3분기는 -4억 9,400만 원, 4분기는 -5억 3,900만 원으로 감소하였다), 당기순이익도 2006년의 101억 4,400만 원에서 2007년의 13억 5,200만 원으로 감소하는(구체적으로 2006년 3분기는 29억 3,700만 원, 4분기는 9억 8,700만 원, 2007년 1분기는 3억 7,600만 원, 2분기는 24억 900만 원, 3분기는 -6억 2,200만 원, 4분기는 -8억 1,100만 원으로 감소하였다) 등 이 부분 기간 동안의 회사실적은 저조하였으며(2007년 2분기 당기순이익이 24억 9백만 원으로 높은 수치가 나오긴 하였으나, 피고인이 제출한 증거자료에 의하면 이는 단기매매증권 처분 및 기타 영업 외 수익 15억 원의 발생으로 인한 것임을 알 수 있어서(증 제47-6호), 이 부분 기간 동안의 실적저조에는 아무런 영향이 없다}, 이러한 사실 및 더 나아가 향후 실적이 더 어려워질 것이라는 내용의 공시까지 행하여졌고, □□투자증권 수석연구원인 공소외 9 등 여러 증권전문가들도 공소외 1 주식회사의 주가상승은 이 사건 태양광사업에 기인한 것이라는 의견을 피력하고 있으며, 더군다나 공소외 1 주식회사의 유일한 납품처인 공소외 12 주식회사는 수출위주의 업체로 미화 1달러당 2006. 1.경 1,300원 대이던 환율이 2006. 11. 중순경 950원 대, 2007. 4.경 940원 대, 2007. 7.경 930원 대를 거쳐서 2007. 10. 말경 920원대로까지 하락하는 등 2007년 당시에는 환율의 지속적인 하락으로 인하여 실적이 나빠져 그 주가가 하락추세이었고 반도체아이티(IT)업종 역시 이와 같은 환율하락 영향으로 전망이 어두워 주가가 하락하던 경향이었고, 피고인의 허위 언론인터뷰기사내용이 유포되기 전의 2007년 공소외 1 주식회사 주가는 종가기준으로 최고가가 2007. 1. 4. 8,740원, 최저가가 2007. 1. 30. 7,100원으로 갈수록 하락추세였던 사실(당심 증인 공소외 2의 당심 법정진술, 당심에 제출된 2006. 1.~2007. 12. 현재 원/달러 환율변동차트 및 일자별 환율현황, 공소외 1 주식회사 2006년 1분기, 2분기 매출액·영업손익등 영업실적(공정공시), 공판기록 634, 776, 1508 내지 1510, 1514, 1529, 1537, 4997쪽, 증거기록 214, 269, 335, 394, 458, 511, 572, 624, 690, 744, 808, 862, 940, 941, 3660, 3661쪽) 등에 비추어 볼 때, 공소외 1 주식회사의 기존 사업 실적으로 인하여서는 그 주가상승이 있었을 것으로는 보이지 아니하는 점, ⑥ 위 공소외 9는 또한 회사 대표이사의 인터뷰 기사에 대하여 회사가 나아가는 방향에 대하여 가장 잘 아는 사람이 대표이사이고 특히 공소외 1 주식회사처럼 중소기업에서는 거의 모든 의사결정을 대표이사가 하기 때문에 그 회사의 주가나 애널리스트 평가에 큰 영향을 미친다고 진술하고 있는 점(공판기록 1508, 1509쪽), ⑦ 공소외 1 주식회사는 2007. 7. 19.과 2007. 8. 17.경에 한국증권선물거래소의 요구에 따라 조회공시를 함으로써 피고인으로서의 공소외 1 주식회사 주식에 대한 이상 과열 현상을 감지할 수 있었을 것인데도, 2007. 8. 17. 한국경제TV와의 인터뷰, 2007. 8. 30. 매일경제 이코노미 인터뷰와의 인터뷰 등을 통하여 계속적으로 허위 내용의 홍보성 언론기사가 보도되도록 한 점(증거기록 4654쪽), ⑧ 피고인은 주가가 비정상적으로 급등한 2007. 9.경에도 이와 같은 허위, 과장된 내용의 언론인터뷰를 계속하였는데, 특히 피고인이 MOU 사업단계를 벗어나 정식사업인가를 받았다고 허위사실을 홍보함으로써 주식투자자들에게는 공소외 1 주식회사의 이 사건 태양광사업전망에 대한 실현가능성이 높아진 것으로 보였고, 그것이 주가가 급격하게 상승하는데 중요한 요인으로 작용한 것으로 보이는 점, ⑨ 피고인은 2007. 10. 4. 자신의 차명주식을 매각한 후인 2007. 10. 5.과 같은 달 8. 2회에 걸쳐 자신 명의의 주식을 매도한 것에 대하여 이는 너무 급등한 주가를 안정시키기 위한 것이라고 하나, 그 시점이 주가가 최고조로 오른 상태였고, 10. 5. 주식을 이미 처분한 후 공소외 1 주식회사 게시판에 처분할 예정이라는 글을 게시하였을 뿐 아니라, 그 게시한 글에는 주가가 높다는 언급과 동시에 현재 이 사건 태양광사업이 차질 없이 진행되고 있어 장기적으로 결코 높은 가격이 아니라는 취지의 내용도 있었고 주식처분이 회사에 필요한 자금을 마련하기 위한 것으로 절세차원에서 개인명의로 된 주식을 처분할 계획이라는 언급만이 있을 뿐이고 주가안정을 위한 것이라는 언급이 전혀 없는 사실(증거기록 3080쪽) 등에 비추어 볼 때, 피고인의 주식매각은 주가를 안정시

키려는 의도라기보다는 주가가 최고조로 치솟은 상태에서 시세차익을 위하여 매각한 것으로 보이는 점, ⑩ 인터넷 등 정보통신 수단이 발달되고 각종 투자자 카페, 애널리스트, 공소외 2와 같은 유사 투자자문사 등이 난립하는 현재의 증권시장 환경에 비추어 피고인과 같은 기업의 대표이사가 자신이 운영하는 기업에 대하여 허위, 과장된 사실을 계속적, 반복적으로 언론매체를 통하여 유포할 경우 그러한 허위, 과장된 사실이 확대 재생산되어 주가에 커다란 영향을 미칠 수 있다는 점을 충분히 예견되는 점 등을 종합하면, 피고인의 허위사실 유포 및 허위표시 문서 이용 행위라는 사기적 부정거래행위는 공소외 1 주식회사의 주가상승에 상당한 영향을 미쳤다고 할 것이고, 따라서 피고인의 사기적 부정거래행위와 공소외 1 주식회사의 주가상승 사이에는 상당인과관계가 있다고 할 것이다.

(2) 공소외 2가 주가상승에 개입하였는지 여부

원심과 환송 전·후 당심이 적법하게 채택하여 조사한 증거들에 의하면, ① 공소외 2는 자신이 운영하는 ○○투자연구소 회원들로부터 회비를 받고 투자상담을 해 주거나 상당한 강요를 받고 회원 및 비회원을 상대로 강연을 하면서 특정 종목을 추천하기도 하였는데, ○○투자연구소의 회원수는 2007. 6.경에는 300-400명 정도, 2007. 9.경에는 700-800명 정도에 이르렀고, 한편 공소외 2는 2007. 5. 중순경부터 공소외 1 주식회사 주식 매수를 권유하기 시작하여, 2007. 6. 6.부터는 순회 강연시 집중 매수 의견을 제시하는 등 본격적으로 공소외 1 주식회사 주식의 매수를 권유한 사실(공판기록 730, 933쪽), ② 공소외 2는 매일경제신문과 한국경제신문에, ㉠ 2007. 8. 18. '공소외 1 주식회사 우즈베키스탄에서 국내 대그룹 모기업을 물리치고 본계약 체결'이라는 내용의 광고를, ㉡ 같은 달 25. '폴리실리콘 가격이 천정부지로 치솟고 있다.

폴리실리콘 확보 태양광업계 초비상'이라는 내용의 광고를, 2007. 9. 1. '폴리실리콘 가격이 천정부지로 치솟고 있다.

폴리실리콘 확보 태양광업계 초비상'이라는 내용과 함께 '폴리실리콘 원재료 규사광산에 공소외 1 주식회사'라고 하여 다른 업체들과 함께 공소외 1 주식회사를 소개하는 광고를, ㉢ 2007. 9. 8. '○○테마주 대장주 공소외 1 주식회사 5,000원부터 매집 금요일 증가 39,650원 수익률 793% 진행 중', '공소외 1 주식회사 태양에너지 사업진행 추이 및 향후일정, 2007. 4. 10. 우즈베키스탄 지질위원회, PHONON 등과 규소개발 사업 위한 MOU 체결, 5월 24일 우즈베키스탄 프로젝트 관련 ○○은행 등과 PF 양해각서 체결, 8월 17일 우즈베키스탄 자원위원회로부터 규소광산 개발 업체로 최종 지정, 9월 4일 PHONON 등과 규소 개발 사업 추진일정에 관한 합의서 체결, 10월 3일 지질광물탐사 작업 시행안 결정, 2008. 1. 3. 산업용 실리콘 생산을 위한 설비구축' 등의 내용을 담은 광고를, ㉣ 2007. 9. 22. 공소외 1 주식회사의 공시 내용과 함께 '○○테마주(신재생에너지)의 대장주 공소외 1 주식회사 5,000원부터 매집 금요일 44,000원 수익률 880% 진행 중'이라는 내용의 광고를, ㉤ 2007. 9. 29. 공소외 1 주식회사의 공시내용과 '○○투자연구소공소외 2 회장 10월 우즈베키스탄 규사 광산 직접 탐사 추진 중'이라는 내용의 광고를, ㉥ 2007. 10. 6. '공소외 1 주식회사 우즈벡 규사광산 확보' 등의 내용과 '공소외 13과 우즈베키스탄 대통령이 호형호제하는 사이'라는 등의 내용의 광고를 각 게재한 사실(공판기록 1388 내지 1394쪽), ③ 공소외 2는 2007. 8. 초순경부터는 "물뽕"이라는 표현까지 사용하면서 ○○투자연구소 회원들이나 자신의 강의에 참석한 사람들을 상대로 적극적으로 공소외 1 주식회사 주식의 매수를 권유하였고, 2007. 10.초경에는 공소외 13의 자서전을 자비로 구입하여 강연회에 참석한 회원들에게 나누어 주면서 공소외 1 주식회사를 추천하기도 한 사실(공판기록 2195, 4463쪽, 증거기록 4459, 5795쪽), ④ 2007. 5. 공소외 1 주식회사 전체 거래량 대비 ○○투자연구소 회원의 매수 비중은 평균 3.76%이었고, 공소외 2가 공소외 1 주식회사 주식 매수를 본격적으로 권유한 2007. 6.부터 2007. 7.경까지 회원매

수비중이 7.6%이었으며, 2007. 8. 13. 회원매수비중이 23.36%이었고, 2007. 9. 3.부터 2007. 10. 4.까지의 기간에는 회원매수비중이 평균 12.41%이었던 사실(공판기록 733쪽), ⑤ 환송 전 당심 증인 공소외 7, 8은, 공소외 1 주식회사 주가에 대하여 2007. 7. 중순경부터 통계적으로 유의하게 실제 주가가 정상범위 이상으로 형성되었고, 2007. 9. 상반기부터 2007. 10. 상반기에는 이러한 비정상적 주가 상승 움직임이 가속화된 것으로 보인다는 증언을 한 사실(공판기록 4755, 4744, 4787쪽), ⑥ 공소외 2는 위 ①에서와 같은 순회강연을 하면서 공소외 1 주식회사 주식 매수를 권유함에 있어, 2007. 8. 초순경에는 공소외 1 주식회사 주식에 '물뺩'하고, 공소외 13과 우즈베키스탄 대통령과 거의 친구사이라는 내용을 언급하였을 뿐, 공소외 1 주식회사의 주가 및 영업이익율에 관한 언급을 하지 않다가(공판기록 2195, 2229쪽), 2007. 9. 22.에는 '천조 원의 매출'과 '2009년 주가가 최소한 100만 원까지 상승한다'는 언급을(공판기록 2256, 2293쪽), 같은 달 29.에는 '영업이익율 80%이상'과 '주가가 500만 원까지 상승한다'는 언급을(공판기록 2352, 2361쪽), 2007. 10. 6.에는 '영업이익율 70%이상'과 '주가가 500만 원까지 상승한다'는 취지의 언급을(공판기록 2381, 2383, 2415쪽) 하였고, 공소외 2 스스로도 2007. 9.부터는 강연장에서 공소외 1 주식회사 주가가 2010년까지는 수백만 원까지 상승하니 물뺩하라고 추천하였고, 자신의 강연으로 주가상승에 영향을 미친 사실에 대하여는 어느 정도 인정하고 있다고 진술하고 있는 사실(증거기록 4460, 4461, 5795쪽), ⑦ 공소외 13은 원심 증인으로 나와 자신은 1995년 당시 대통령의 우즈베키스탄 순방시 경제인 대표로 수행하였고 우즈베키스탄 대통령의 방한시 국내 면방업체 회장단의 우즈베키스탄에 대한 투자회의를 주선하였으며, 1993년부터 현재까지도 대한민국·우즈베키스탄 친선협회의 회장을 맡고 있을 뿐 아니라 2005년에는 우즈베키스탄 대통령으로부터 우호, 친선 훈장을 받은 적이 있는 등의 관계로 우즈베키스탄 대통령과 친분관계를 유지하고 있다고 진술하고 있고(공판기록 1291쪽), 피고인 스스로도 공소외 13의 우즈베키스탄에서의 영향력이 크다고 진술하고 있는 사실(증거기록 5185쪽)을 각 인정할 수 있다.

위 인정사실에다가 피고인의 이 사건 언론인터뷰 내용을 덧붙여 보면, 공소외 2의 강연 등으로 공소외 1 주식회사 주식의 주가상승에 어느 정도 영향을 미친 것은 사실이나, 한편 공소외 2의 강연 중 매출액 천조 원의 언급부분은 피고인의 언론인터뷰 내용 중 현재까지 우즈베키스탄 광산에서 발견된 규사 물량을 순도 99.37%이지만 순도 98%를 기준으로 계산해도 100억 달러에 근접한다(2007. 2. 27. 및 같은 해 4. 27. 매일경제 인터뷰기사), 규소 원재료는 KG당 1달러인데, 이를 가공하면 200달러까지 받을 수 있다(2007. 5. 21. 조선일보 인터뷰기사), 당초 예상했던 1천만 톤의 원재료 확보를 전제로 이미 발표된 성과는 충분히 올릴 것으로 본다(2007. 8. 17. 한국경제TV 인터뷰) 등에 기초한 것으로 보이고, 공소외 13과 우즈베키스탄 대통령과의 친분관계 부분은 사실과 다르지 아니한 것으로 보여서 최소한 2007. 8. 31.까지는 공소외 2가 강연으로 공소외 1 주식회사의 주가상승에 개입하였다고 볼 수 없고{ 공소외 2가 강연장에서 뒤에서 보듯이 주가에 영향을 미치는 요소로서 피고인의 언론인터뷰에 기하지 아니한 공소외 1 주식회사 주식의 주가 및 영업이익율을 언급한 일자가 2007. 9. 중 어느 날짜인지 특징이 어려워 피고인에게 가장 유리하게 9월 모두를 제외하는 것으로 해석한다.

이와 관련하여 공소외 14는 공소외 2가 2007. 8.경 강연에서도 공소외 1 주식회사의 주가가 100만 원에서 500만 원까지 상승한다는 취지의 발언을 하였다고 진술하고 있으나(증거기록 5807쪽), 피고인이 제출한 공소외 2의 2007. 8. 강연 녹취록에는 예상 주가에 관한 언급이 없었고, 공소외 14가 공소외 1 주식회사 주식을 매수하기 시작한 시점은 2007. 9. 중순경이었고, 이와 같이 매수하게 된 동기에 관하여, 우즈베키스탄 규소광산의 규모가 1천조 원 정도

되고 그 규모의 순도가 최고로 좋아서 가격이 kg당 250달러 정도에 이르며 영업이익율이 70%까지 나갈 수 있다고 있다는 등을 내용으로 하는 공소외 2의 2007. 9. 강연을 들었기 때문이라고 밝히는 점(증거기록 5808쪽), 공소외 14는 주주 대표를 맡은 사람으로서 공소외 1 주식회사 주가 폭락 후 공소외 2와 사이에 감정이 그리 좋지 않았던 것으로 보이는 점(공소외 2의 환송 후 당심 법정 진술) 등에 비추어 볼 때, 공소외 2가 2007. 8.경 강연에서도 공소외 1 주식회사의 주가에 관하여 100만 원에서 500만 원까지 상승한다고 언급하였다는 공소외 14의 진술은 그대로 받아들이기 어렵고, 공소외 2가 2007. 9. 1. 이전 강연에서도 공소외 1 주식회사의 주가가 최소한 100만 원 이상까지 상승한다는 인상을 주는 공소외 15, 16의 진술 역시 피고인이 제출한 공소외 2의 2007. 8.경 강의 녹취록 내용, 이들 모두는 공소외 2가 위와 같은 주가상승수치에 관한 언급을 한 강연날짜에 대하여 불분명한 태도를 보이고 있을 뿐 아니라 공소외 1 주식회사 주식 매수시기가 공소외 15의 경우 2007. 9. 17.경, 공소외 16의 경우 2007. 10.경인 점, 공소외 15는 공소외 14의 동거녀인 점 등에 비추어 볼 때(증거기록 5790, 5791, 5816쪽), 공소외 15, 16의 진술만으로는 공소외 2가 2007. 9. 1. 이전의 강연에서도 2007. 9.에 강의한 내용과 같은 정도의 공소외 1 주식회사 주가상승분을 언급하였다는 사실을 인정하기에는 부족하다}, 반면에 예상 주가 및 영업이익율은 주식투자자들이 투자 여부를 결정할 때 중요하게 고려하는 요소들인데, 공소외 2가 공소외 1 주식회사 주식을 추천하면서 밝힌 주가 및 영업이익율은 피고인의 언론 인터뷰 내용과는 무관한 것으로 공소외 2가 이를 산정함에 있어서 영업이익율 70-80%에 관하여는 당시 폴리실리콘 제작사업의 선발주자인 공소외 17 주식회사 담당직원으로부터 영업이익율이 50-60%라는 것을 듣고 폴리실리콘의 전단계인 메탈실리콘을 수입하는 공소외 17 주식회사에 비하여 규사광산의 채굴권까지 확보하여 메탈실리콘을 만들고 이를 기초로 폴리실리콘을 만드는 공소외 1 주식회사는 영업이익율이 그 이상일 것이라는 자신의 계산에 의한 것이고, 주가에 대하여는 공소외 17 주식회사가 2007. 11. 신제품을 완성하고 나서 그 주가가 391,000원까지 상승하였고, 실제로 공소외 17 주식회사가 시제품을 만들었을 때 500만 원까지 상승하였던 것에 비추어 액면가가 500원인 공소외 1 주식회사의 주식은 그 가격이 5,072,000원까지 상승하는 것으로 계산이 나왔다는 것에 불과하여(피고인이 제출한 증거자료에 의하면 공소외 17 주식회사의 주가가 2007. 10.경까지는 40만 원에 미치지 못하였다가 2008. 3. 말경에 가서야 40만 원에 이르렀을 뿐이고 2007. 2. 27.부터 2008. 5. 20.까지의 사이에 45만 원에도 이르지 아니하였다(공판기록 123쪽)), 어떠한 객관적인 자료에 기초한 것이 아니어서 공소외 2가 강연시 투자자들에게 공소외 1 주식회사 주식의 매수를 추천하면서 그 근거로 제시한 영업이익율이나 주가에 관한 수치는 사실이 아니거나 그 정도가 지나치게 과장된 것으로 보이므로(공판기록 969, 970, 1007, 4460, 4461, 4478쪽), 결국 공소외 2는 자신의 강연을 통하여 2007. 9. 1.부터의 주가상승에는 개입하였다고 보아야 할 것이다.

(3) 주가의 정상상승분 유무

앞서 위 3의 나.(1)항의 ④에서 본 바와 같이 피고인의 허위 언론인터뷰 기사내용과 달리 그 실상은 공소외 1 주식회사가 이 사건 태양광사업과 관련하여 양해각서를 작성한 것 이외에는 달리 추진된 바가 없어 그 실체가 없는 점, 2007. 4. 19.자로 공소외 1 주식회사가 우즈베키스탄 정부투자기관 'PHONON', 우즈베키스탄 자원위원회 등과 사이에 이 사건 태양광사업에 관한 양해각서가 체결되었다는 공시가 되었는데, 공소외 1 주식회사의 주가가 그로부터 10일 정도 주가가 별 변동이 없고 오히려 하락하였던 점(증거기록 942, 4809쪽. 공소외 1 주식회사의 주가는 종가기준으로 2007. 4. 19. 5,830원, 같은 달 20. 5,750원, 같은 달 23. 5,800원, 같은 달 24. 5,660원, 같은 달 25.

5,760원, 같은 달 26. 5,640원, 같은 달 27. 5,810원이었다), 주가분석전문가인 공소외 7은 환송전 당심 법정에서 양해각서가 체결되었다는 것만으로는 변수가 많아 불확실성이 있으니 주가가 반응하지 않다가 그 뒤에 정식적인 계약체결 등의 후속적인 정보가 나와서 그것을 더 구체화하고 믿게 하면 주가에 반영될 수 있다는 취지로 증언하고 있는 점(공판기록 4763) 등에 비추어 볼 때, 피고인의 허위사실유포행위가 없었다면 양해각서의 체결사실만으로는 공소외 1 주식회사 주식의 주가에 대체에너지 관련 기업의 전반적인 주가상승과 같은 주가상승이 있었을 것으로는 보이지 아니하고, 또한 앞서 위 3의 나.(1)항의 ⑤에서 본 바와 같이 공소외 1 주식회사의 기존 주력업종은 단일 품목 전량을 단일 업체에 납품하는 구조적 취약점을 안고 있는 상황에서 납품을 받는 업체의 주력 제품군 변경으로 인하여 그 매출액, 영업이익이 급감하는 등 매출실적이 저조해졌고 이러한 사정 및 향후 더욱더 실적이 어려워질 것이라는 공시가 행하여졌으며(이와 같은 공시 등 실적발표는 통상적으로 다음 분기 내에 행하여짐으로써 당해 분기의 실적은 다음 분기의 실적 발표일 이후부터의 주가에 영향을 준다고 할 것이다) 당시 환율의 급락으로 인하여 공소외 12 주식회사를 비롯한 반도체 등 수출업종의 주가가 하락하는 추세였던 점 등에 비추어 볼 때, 피고인의 이 사건 태양광사업에 관한 허위사실 유포가 없는 상태에서도 2007. 2. 27. 이후의 공소외 1 주식회사 주식 가격이 상승하였을 것으로는 보이지 아니한다.

(4) 피고인의 사기적 부정거래행위로 인한 이득액

피고인의 사기적 부정거래행위로 인하여 피고인이 취득한 이익액을 산정함에 있어서, 2007. 8. 31.까지의 주가상승으로 인한 부분은 전적으로 피고인의 사기적 부정거래행위에 기한 것이므로 그로 인한 시세차익 전부를 피고인이 취득한 이익액으로 보아야 할 것이고, 반면 2007. 9. 1.부터의 주가상승으로 인한 부분은 주가상승에 피고인의 행위뿐 아니라 공소외 2의 행위까지 개입되어 있고 공소외 2가 그와 같이 과장된 강의를 하는 것에 대하여 피고인이 알고도 이를 용인 내지 이용하였다는 사실을 인정할 아무런 증거가 없어서 이러한 공소외 2의 행위로 인한 부분까지 피고인의 행위 결과에 귀속시키는 것은 자기책임의 원칙에 반하므로 이를 분리하여 제외하여야 할 것이고, 주가상승 중 피고인의 행위로 인한 부분과 공소외 2의 행위로 인한 부분을 분리하여 산정할 증거를 제출할 입증책임은 검사에게 있다고 할 것인데 2007. 9. 1.이후의 주가상승분 중 피고인의 행위에 의한 부분을 구분하여 특정할 수 있는 아무런 증거가 없고 결국 피고인의 행위로 인한 부분을 산정할 수 없어서 피고인에게 최대한 유리하게 해석하여 이 부분에 관하여는 2007. 8. 31. 종가가 그대로 유지된 것으로 보고 이를 기초로 산정한 이득액만이 피고인의 책임에 귀속시키기로 한다.

따라서, 피고인의 이 사건 사기적 부정거래행위로 인하여 피고인이 취득한 이익액은 2007. 8. 31.까지는 해당 매각일 종가를 기준으로, 2007. 9. 1.부터는 2007. 8. 31. 종가인 19,350원을 기준으로 하여 산정하여야 할 것인데, 우선 주식 총 매각대금은 11,855,035,350원[=① 피고인 명의의 2007. 10. 5.자 13만 주, 같은 달 8.자 27만 주 합계 40만 주의 매각대금 7,740,000,000원(=400,000주 x 19,350원) + ② 원심 별지 범죄일람표 Ⅱ 기재 차명 주식의 매각대금 4,115,035,350원(=854,560,350원(2007. 5. 4.자 98,912주의 매각대금 706,420,350원 + 2007. 5. 14.자 16,500주의 매각대금 148,140,000원) + 3,260,475,000원(2007. 9. 14.자 45,000주의 매각대금 1,784,250,000원 + 같은 달 17.자 6만 주의 매각대금 2,663,809,200원 + 같은 달 18.자 19,500주의 매각대금 902,915,150원 + 같은 달 19.자 5천 주의 매각대금 244,811,950원 + 2007. 10. 4.자 39,000주의 매각대금 2,648,100,000원))]에 이르고, 여기에서 위 주식 총

매수금액 2,915,648,000원{원심은 매수대금을 산정함에 있어서 피고인의 이 사건 허위사실유포 시작일인 2007. 2. 27.자를 기준으로 그 이전부터 보유하고 있던 주식과 그 이후에 매수한 부분으로 분류하여 2007. 2. 27. 이후의 매수 부분은 실제의 매수대금으로, 2007. 2. 27. 이전의 보유 부분은 위 2007. 2. 27. 종가인 1주당 7,760원을 기준으로 산정한 대금으로 하였는바, 2007. 2. 27. 이전의 보유 부분에 관한 매수대금을 산정함에 있어서는 공소외 1 주식회사의 주가가 피고인의 이 사건 허위사실유포로 인하여 영향을 받지 아니한 최종 시점의 종가를 기준으로 하여야 할 것인데, 피고인의 허위언론인터뷰내용이 최초로 게재된 2007. 2. 27.자 매일경제신문은 조간이어서 2007. 2. 27. 당일 오전부터 주식투자자들에게 피고인의 허위언론인터뷰내용이 유포되었다고 할 것이고 주식거래 마감시간이 15:00인 점을 감안하면, 피고인의 허위 언론인터뷰내용이 게재된 매일경제신문의 기사로 인하여 해당일인 2007. 2. 27. 역시 공소외 1 주식회사 주식의 종가에 영향을 미치지 않았다고 할 수 없으므로, 2007. 2. 27. 이전 보유 부분의 매수대금을 산정함에 있어서는 피고인의 허위사실 유포가 주식시장에 영향을 미쳤다고 할 수 있는 2007. 2. 27.의 바로 전날인 2007. 2. 26.자 종가인 1주당 8,000원을 기준으로 함이 타당하다(증거기록 941쪽. 2007. 2. 27. 이전의 공소외 1 주식회사 주가는 계속 하락추세에 있었고 2. 23.에는 1주당 7,260원까지 하락하였다가 2. 26. 8천 원으로 급격히 상승하는데, 이는 피고인의 언론인터뷰 내용이 보도되기 이전에 인터뷰내용이 일부 주식시장으로 새어나감으로써 급격한 주가상승으로 이어진 것이 아닌가 하는 의심이 드나, 이에 대한 아무런 증거가 없으므로 결국 피고인에게 유리하게 해석하여 2007. 2. 26.자 종가를 기준으로 한다). 이에 따라 매수비용을 산정하면, ① 먼저 피고인 명의의 40만 주는 2007. 2. 26. 이전부터 피고인이 보유하고 있던 것으로 100% 무상실시 전의 수량으로 환산한 경우에 20만 주에 해당하므로, 이 부분 주식의 가치는 16억 원(=20만 주 x 8,000원)이 되고, ② 피고인이 매각한 차명주식 중 시세조종행위 개시시점인 2007. 2. 27. 당시부터 보유하고 있던 공소외 18, 19, 20 명의의 차명주식 223,912주의 취득비용은 무상증자 전의 주식 수로 환산한 111,956주를 2007. 2. 26. 종가에 따라 계산한 895,648,000원(111,956주 x 8,000원)이 되고, 2007. 2. 27. 이후에 보유하게 된 공소외 21 명의의 차명주식 45,000주 및 공소외 22 명의의 차명주식 15,000주의 매수대금은 원심 범죄사실 제1의 다.

항의 ③기재와 같이 4억 2천만 원(= 공소외 21 차명 부분 1억 8천만 원 + 공소외 22 차명 부분 2억 4천만 원) 이 그 매수가격인 4억 2천만 원(=1억 8천만 원 + 2억 4천만 원)이 되므로, 결국 피고인이 매각한 주식의 취득비용은 2,915,648,000원(16억 원 + 895,648,000원 + 4억 2천만 원)이 된다}과 수수료 및 거래세 등의 거래비용 255,494,320원(원심판결 14쪽 참조)을 제외하면, 피고인의 이 사건 사기적 부정거래행위로 인하여 피고인이 취득한 이익액은 8,683,893,030원(=11,855,035,350원(총 매도금액) - 2,915,648,000원(총 매수금액) - 255,494,320원(수수료 및 거래세 등의 거래비용))에 이른다.

(5) 소결론

따라서, 피고인의 이 부분 주장은 위 인정범위를 초과한 범위 내에서 이유 있다.

4. 결론

그렇다면, 피고인의 항소는 위 인정범위 내에서 이유 있으므로 형사소송법 제364조 제6항에 따라 피고인 및 검사의 나머지 항소이유에 대한 판단을 생략한 채 원심판결을 파기하고, 변론을 거쳐 다시 다음과 같이 판결한다.

【이유】

】1. 환송 후 당심의 심판범위

원심은 이 사건 공소사실 중 특정경제범죄가중처벌등에관한법률위반(횡령) 부분, 공소외 3, 4 명의의 차명 주식과 관련한 증권거래법위반 및 공직선거법위반 부분에 대하여 무죄로, 그 나머지는 유죄로 판단을 하되 추징을 별도로 하지 아니하였고, 이에 피고인은 유죄부분에 대하여, 검사는 유죄부분 중 추징부분과 무죄부분에 대하여 각 항소를 하였으며, 환송 전 당심 역시 원심과 같은 취지의 판단을 하자 이에 대하여 피고인은 유죄부분에 대하여, 검사는 유죄부분 중 추징부분 및 무죄부분에 대하여 각 상고를 하였는데, 상고심은 피고인의 사기적 부정거래로 인한 이득액 산정과 관련한 인과관계 부분 및 추징부분을 제외한 나머지 피고인 및 검사의 상고를 모두 기각하고, 위 인과관계 부분 및 추징부분을 파기하되, 그와 일죄의 관계에 있는 나머지 증권거래법위반 부분(이유 무죄로 판단한 부분 포함)도 같이 파기하였는바, 이로써 특정경제범죄가중처벌등에관한법률위반(횡령) 부분 및 공직선거법위반 부분은 확정되었고, 증권거래법위반 부분 중 공소외 3, 4 명의의 차명 주식과 관련한 무죄부분은 위와 같이 파기된 부분과 일죄의 관계에 있다는 이유로 함께 파기되어 환송 후 당심에 이심이 되기는 하였지만 이 부분에 대하여는 상고심에서 이미 상고이유의 주장이 이유 없다고 판단을 하였고 이처럼 상고심에서 상고이유의 주장이 이유 없다고 판단되어 배척된 부분은 그 판결 선고와 동시에 확정력이 발생하여 이 부분에 대하여는 당사자는 더 이상 다룰 수 없고, 또한 환송받은 법원으로서도 이와 배치되는 판단을 할 수 없으므로(대법원 2009.2.12. 선고 2008도8661 판결), 결국 환송 후 당심의 심판범위는 원심판결 중 공소외 3, 4 명의의 차명 주식과 관련한 무죄부분을 제외한 나머지 증권거래법위반 부분이라고 할 것이다(검사는 환송 후 당심에 이르러 원심에서 무죄로 판단한 증권거래법위반 부분에 관한 항소이유를 철회하기도 하였다).

2. 항소이유의 요지

가. 피고인

(1) 사실오인 내지 법리오해 주장

법정형의 기준이 되는 '이득액의 산정과 인과관계'에 관하여, ① 증권거래법 제207조의2 제2항은 위반행위로 얻은 이익을 기준으로 하여 이익액수가 50억 원 이상일 경우 무기 또는 5년 이상의 징역형에 처하도록 규정하여 이익액에 따라 징역형의 하한을 정하고 있는바, 위 법조항의 '위반행위로 얻은 이익'을 해석함에 있어 원심과 같이 피고인의 위반행위와 이익액 사이에 직접적인 인과관계가 필요 없다고 해석하는 경우에는, 위 법 조항은 헌법이 보장하는 죄형법정주의, 책임원칙 내지 비례의 원칙에 반하는 것으로 위헌이고, ② 증권거래법 제207조의2 제2항을 적용하여 이익액에 따라 가중하여 처벌하기 위해서는 사기적 부정거래와 직접적인 인과관계가 있는 부분만을 이득액으로 보아야 하는바, 공소외 1 주식회사의 주가 변동은 피고인의 이 사건 기사 보도시점에 부합하거나 일치하는 모습을 전혀 보여주지 못하고 있고, 오히려 2007. 7.경까지의 주가상승은 코스닥 시장의 활황세, 유가급등에 따라 자원주가 테마주로 부각되면서 대체에너지 관련 사업을 추진하던 기업들 대부분의 주가가 급등하게 된 상황, 공소외 1 주식회사의 2006년 실적과 무상증자, 공소외 1 주식회사가 우즈베키스탄 규사광산개발사업(이하, '이 사건 태양광사업'이라 한다)의 진행 중에 확정된 내용을 고시한 것 등의 호재에 크게 기인한 것이라고 할 것이고 그 이후의 주가상승은 실제로 공소외 2가 그가 운영하던 ○○투자연구소 회원들에게 허위사실을 유포하여 공소외 1 주식회사의 매수추천을 하였고 그로 인해 공소외 2와 ○○투자연구소 회원들이 공소외 1 주식회사의 주식을 집중매수한 것

에 기인한 것인데도, 원심은 이와 달리 이득액의 범위를 크게 확대한 법리오해의 위법이 있고, 그 과정에서 피고인의 행위와 공소외 1 주식회사의 주가상승 사이의 인과관계를 인정할 증거가 없을 뿐만 아니라, 공소외 1 주식회사 주가 상승의 실질적인 원인으로 공소외 2 집단의 집중매수와 관련된 제반 사정이 인과관계 판단에 있어서 전혀 고려되지 아니한 채 피고인의 행위와 주가상승 사이의 인과관계를 인정하고 이에 기하여 이득액을 산정하여 이 부분 공소사실을 유죄로 인정한 원심판결에는 사실오인 내지 법리오해로 인하여 판결에 영향을 미친 위법이 있다.

(2) 양형부당 주장

- ① 피고인은 아직까지 아무런 범죄전력이 없는 점, ② 이 사건 태양광사업은 허위가 아닌 실제 존재하였고 현재도 당초 피고인 회사의 파트너인 회사 등에 의하여 진행 중이며, 정식계약 전 단계인 양해각서까지 체결되어 우즈베키스탄 정부 내각 승인까지 있었고, 공소외 1 주식회사의 이 사건 태양광사업과 관련한 공시에는 어떠한 허위가 없었으며, 피고인이 자발적으로 보도자료를 배포하고 언론인터뷰를 유도하는 등 적극적인 방법을 동원하지 아니한 점, ③ 피고인은 부도난 회사를 종업원들과 함께 퇴직금을 출자하는 방법으로 일으켜 국내 대기업에 독점 납품하는 초우량 중소기업으로 키워낸 점, ④ 이 사건 주가상승의 가장 큰 원인은 공소외 2를 필두로 하는 투자집단의 시세조작 때문인 점, ⑤ 차명주식의 보유 경위가 피고인의 이익을 목적으로 하는 것이 아닌 점, ⑥ 피고인이 여전히 공소외 1 주식회사의 지배주주로서 과반수 이상의 주식을 보유하고 있어 주가 폭락으로 인한 엄청난 평가손을 입고 있는 점, ⑦ 피고인이 이 사건 거래를 통하여 얻은 이익을 모두 사회에 환원하겠다는 각서를 제출하고 있는 점, ⑧ 이 사건 범행으로 인한 부당이득을 산정할 수 없는 점, ⑨ 피고인의 건강상태가 극도로 악화된 점, ⑩ 피고인이 그 잘못을 뉘우치고 있는 점 등에 비추어 볼 때, 원심의 양형(징역 3년 및 벌금 250억 원)은 너무 무거워서 부당하다.

나. 검사

(1) 법리오해 주장

범죄수익은닉의 규제 및 처벌 등에 관한 법률에는 특정범죄와 관련된 범죄수익을 은닉하는 행위를 규제하고 특정범죄와 관련된 범죄수익의 몰수를 대상으로 삼고 있음을 명확히 하고 있어 사기적 부정거래로 인한 증권거래법위반죄의 경우 몰수 또는 추징의 대상이 되는 범죄수익을 그 위반행위와 직접적인 인과관계가 있는 이익에 한정하여 해석할 법률적 근거가 없을 뿐만 아니라, 이 사건에서 피고인이 얻은 시세차익 전부는, ① 피고인이 허위 인터뷰를 시작한 시점 등을 기준으로 잡아 그때 가격을 기준으로 하여 피고인이 실제 매각한 주식대금과의 차액으로 부당이득액을 산정하였고, ② 공소외 2로 인한 주가상승분도 피고인의 허위 인터뷰의 결과라고 보아야 하며, ③ 신규사업진출권 외에는 공소외 1 주식회사는 주가가 더 오를 만한 상황이 전혀 아니었던 점 등에 비추어 볼 때, 피고인의 사기적 부정거래행위와 직접적인 인과관계가 인정됨에도, 원심이 추징을 선고하지 아니한 것은 추징에 관한 법리오해의 위법이 있다.

(2) 양형부당 주장

피고인이 허위사실 유포 및 허위표시 문서이용행위를 통하여 얻은 시세차익액수가 437억 6,055만 원 상당에 이른 점, 이로 인하여 다수의 소액 주주들이 적지 아니한 피해를 입게 된 점 등에 비추어 볼 때, 원심의 양형은 너무 가벼워서 부당하다.

3. 판단

먼저, 피고인의 인과관계에 관한 사실오인 내지 법리오해 주장 부분에 관하여 보기로 한다.

가. 구 증권거래법 제207조의2 제2항 해석의 위헌성 여부

(1) 관련 조문 규정 등

구 증권거래법(2007. 8. 3. 법률 제8635호로 공포되어 2009. 2. 4. 시행된 '자본시장과 금융투자업에 관한 법률'에 의하여 폐지되기 전의 것. 이하 '구 증권거래법'이라 한다) 제207조의2 제1항은, 구 증권거래법 제188조의4의 규정에 위반한 자(제2호)는 10년 이하의 징역 또는 2천만 원 이하의 벌금에 처한다고 하면서, "다만, 그 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 3배에 해당하는 금액이 2천만 원을 초과하는 때에는 그 이익 또는 회피손실액의 3배에 상당하는 금액 이하의 벌금에 처한다.

"고 규정하고, 제2항은 " 제1항 각 호의 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액이 5억 원 이상인 때에는 다음의 구분에 따라 가중 처벌한다.

"고 규정한 다음 "이익 또는 회피한 손실액이 50억 원 이상인 때에는 무기 또는 5년 이상의 징역에 처한다.

"(제1호), "이익 또는 회피한 손실액이 5억 원 이상 50억 원 미만인 때에는 3년 이상의 유기징역에 처한다.

"(제2호)고 규정하며, 제3항은 " 제1항과 제2항의 규정에 의하여 징역에 처하는 경우에는 10년 이하의 자격정지를 병과할 수 있다.

"고 규정하고 있다.

또, 구 증권거래법 제214조는 제1항에서 " 제207조의2 내지 제210조에 규정하는 죄를 범한 자에게는 징역과 벌금을 병과할 수 있다.

"고 규정한 다음 제2항에서 " 제1항의 규정에 따라 제207조의2 제2항의 규정을 위반한 자에 대하여 벌금형을 병과하는 경우에는 그 위반행위로 얻은 이익 또는 회피손실액의 3배에 상당하는 금액 이하의 벌금에 처한다.

"고 규정하고 있다.

구 증권거래법 제207조의2 제2항과 제214조 제2항은 2002. 4. 27. 법률 제6695호로 증권거래법이 개정되면서 신설되었고 그전에는 구 증권거래법 제207조의2 제2항과 같이 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액이 일정액에 이른 경우에 자유형의 하한이 따로 정해지지 아니하였는데, 이와 같이 구 증권거래법 제207조의2 제2항 등이 신설된 입법취지는, 상장유가증권 또는 협회중개시장에 등록된 유가증권의 매매거래에 관하여 미공개정보 이용행위나 시세조종 등 불공정거래를 하여 부정하게 이익을 취득한 경우 이로 인한 불특정다수 증권투자 국민들의 피해가 막심하고 국가 경제에 부정적 영향을 크게 미치는데 반하여 그 벌칙이 미약하여 불공정거래를 근절하지 못하고 있는 실정일 뿐만 아니라 해당범죄를 저지른 후 재범을 방지하지 못함으로 인해 경제질서를 왜곡·혼란시킬 우려가 높으므로, 그에 대한 처벌을 강화하여 이러한 경제적 부작용을 막고자 함에 있다.

(2) 형법 제17조 소정의 인과관계

형법 제17조는 "어떤 행위라도 죄의 요소되는 위험 발생에 연결되지 아니한 때에는 그 결과로 인하여 벌하지 아니한다."라고 선언하여 범죄행위와 인과관계가 인정되지 않는 결과는 형사처벌의 근거가 될 수 없음을 분명히 하고 있고, 위와 같이 구 증권거래법 제207조의2, 제214조는 '위반행위로 얻은 이익'을 범죄구성요건의 일부로 삼아 그 가액에 따라 그 죄에 대한 형벌을 매우 가중하고 있으므로, 이를 적용할 때에는 위반행위로 얻은 이익의 가액을 엄격하고 신중하게 산정함으로써 범죄와 형벌 사이에 적절한 균형이 이루어져야 한다는 죄형균형 원칙이나 형벌은 책임에 기초하고 그 책임에 비례하여야 한다는 책임주의 원칙이 훼손되지 않도록 유의하여야 할 것이다(대법원 2007. 4. 19. 선고 2005도7288 전원합의체 판결 등 참조). 따라서 구 증권거래법 제207조의2와 제214조에서 정한 '위반행위로 얻은 이익'이라 함은 그 위반행위와 관련된 거래로 인한 이익을 말하는 것으로서 위반행위로 인하여 발생한 위험과 인과관계가 인정되는 것을 의미한다고 볼 것이다.

(3) 구 증권거래법 제207조의2 제2항 등에서의 인과관계 개념

구 증권거래법 제207조의2 제2항 등에서 정한 위반행위로 얻은 이익과 위반행위로 인하여 발생한 위험과의 인과관계는 앞서 위 (1)항에서 본 구 증권거래법 제207조의2 제2항 등의 개정입법취지, 만일 여기의 인과관계를 직접적인 인과관계로 해석할 경우에 지나치게 그 처벌범위가 축소되어 사실상 증권거래법 처벌 규정을 사문화시키는 부당한 결과가 초래되고 증권거래법 개정입법취지에도 역행하며, 일반적으로 형사법의 인과관계를 상당인과관계로 파악하고 있는 것과의 조화 등을 고려할 때, 이를 피고인 주장과 같이 직접적인 인과관계로 국한하여야 할 것은 아니고, 형사법에서 일반적으로 요구되는 상당인과관계로 보아야 할 것이다(이러한 맥락에서 원심이 인용한 대법원 2004. 9. 3. 선고 2004도1628 판결은 인과관계로서 직접적인 인과관계까지를 요하는 것이 아니라는 취지에서 그 의의가 여전히 있다). 원심이 마치 피고인의 사기적 부정거래와 주가상승과의 사이에 인과관계 자체까지도 요하지 아니한다는 듯한 설시를 하여 형사법이 요구하는 자기책임주의에 반하는 듯한 태도를 보이는 것은 다소 위헌적인 소지가 있다. 따라서, 피고인의 이 부분 주장은 피고인의 사기적 부정거래와 주가상승 사이에 인과관계가 여전히 필요하다는 점에 있어서 이유 있다.

나. 피고인의 사기적 부정거래와 주가상승 사이의 인과관계 존부 등

(1) 인과관계의 존부

원심, 환송 전·후 당심에서 적법하게 채택하여 조사한 증거들에 의하여 인정되는 다음과 같은 사정, 즉 ① ㉠ 피고인은 2006. 6. 30. 공소외 1 주식회사 주식을 액면가 500원의 13배가 넘는 주당 6,800원을 공모가로 하여 코스닥에 등록을 하였으나 주가가 오르지 않고, 오히려 2006. 7.경에는 주가가 4천 원대로 공모가보다 더 떨어져 주변의 투자자들로부터 많은 불평을 듣고 있었고(증거기록 4327, 4344쪽), ㉡ 이에 따라 피고인은 주가를 끌어올리기 위한 방편으로 2006년 말 일반 주주들에게는 주당 300원, 최대주주와 특수관계인은 100원의 차등배당을 실시하였고, 2007. 1.경에는 공소외 1 주식회사 상무인 공소외 4에게 공소외 1 주식회사 주식 매입을 지시하여 임직원들 명의의 차명계좌로 주식을 매수하기도 하였으며, 2007. 1. 12. 자기주식 취득을 결정하여 공시하기도 하였으나, 주가에는 별다른 영향을 미치지 못하였으며(증거기록 4256, 4257쪽), ㉢ 코스닥상장 후 애널리스트 등으로부터 공소외 1 주식회사의 경우 대주주 물량이 60%에 가깝고 유통량이 적어서 거래가 활성화되지 않아 기관 등에서 별 관심을 갖지 못하니 시장에서 관심을 얻으려면 유통량이 늘어나야 된다는 얘기를 들어온 데다가, 위 ㉡과 같은 자사주 취득으로 대주주

의 물량이 더 커져 유통량 문제가 더 심각해지자 이를 해소하는 방편으로 2007. 3. 100% 무상증자를 실시하게 되었고(공판기록 765쪽, 증거기록 4345쪽), ㉠ 피고인 스스로도 상장 후 공소외 1 주식회사의 주가가 공모가보다 훨씬 떨어져 주가에 관심을 갖게 되었다고 진술하고 있고, 원심 증인 공소외 5 역시 공소외 4를 통하여 피고인이 주가가 안 올라서 고민한 것을 알고 있다고 진술하고 있는 사실(공판기록 777쪽) 등에 비추어 볼 때, 피고인은 공소외 1 주식회사 주식의 코스닥 등록 이후부터 줄곧 공소외 1 주식회사의 주가 상승을 의도하고 이를 위한 시도가 여러 차례에 걸쳐 있어 왔던 것으로 보이는 점, ㉡ 피고인은 언론인터뷰를 통하여 2007. 2. 27.부터 원심 별지 범죄일람표 1 기재와 같이 자신이 대표이사 겸 대주주인 공소외 1 주식회사가 추진 중인 이 사건 태양광사업의 추진 현황과 전망에 관하여 허위사실을 유폐하였고, 원심 범죄사실 제1의 나.항 기재와 같이 임직원들 명의의 차명주식을 포함하지 않은 허위표시 문서인 2006. 7. 6.자와 2007. 3. 26.자 임원·주요주주 주식소유 상황보고서 등을 이용하였으며, 원심 별지 범죄일람표 1 기재 기사에는 우즈베키스탄 내 규사광산의 경제적 가치, 규사광산 개발사업자 지위의 확정적인 취득 여부, 규사와 메탈실리콘 및 폴리실리콘의 경제적 관련성, 폴리실리콘 제조사업의 가능성 및 이익실현의 시기 등에 관한 것으로서 투자자들의 투자판단에 영향을 미치기에 충분한 내용들이 포함되어 있는 사실, ㉢ 그로 인하여 공소외 1 주식회사의 주가는 전반적으로 상승하기 시작하여 2007. 3. 22. 100% 무상증자에 따른 권리락이 있은 뒤 2007. 5. 초경에는 그전의 주가인 8천 원대를 거의 회복하여 실질적으로는 주가가 2배 정도 상승하였고, 2007. 5.경부터는 피고인의 차명주식이 매도되고 있었는데도 그러한 사실이 외부에는 알려지지 않아 주가는 보합을 유지하거나 다소 상승하였으며, 피고인이 2007. 5. 말경부터 이 사건 태양광사업에서 사업자로 최종 지정되었다는 취지의 언론인터뷰를 하자 공소외 1 주식회사의 주가는 종가 기준 최고가를 갱신하면서 7. 2. 12,050원, 8. 1. 16,200원, 9. 3. 22,000원, 10. 1. 56,600원, 10. 9. 81,000원으로 상승한 점(증거기록 941 내지 945쪽){피고인은 공소외 7, 8 등의 사건연구(Event Study) 방식에 입각한 감정결과에 기초하여 위 기간 중 2007. 7.경까지는 주가상승이 정상적인 범주 내에 있다는 취지로 주장하나, 우선 이 방식의 전제이론인 효율적 시장이론은 주가가 주식시장에 참여하는 사람들이 모든 이용가능한 정보를 합리적으로 판단해서 그 회사가 미래에 벌어들일 현금흐름의 현재 가치가 얼마나 하는 것을 판단해서 사고판다는 이론인데, 환송 전 당심 증인 공소외 7도 모든 주식이 모든 시점에서 다 그러냐 하는 것은 이론의 여지가 있을 수 있고 어떤 시점이나 종국에 따라서는 그 중 일부는 아닐 수도 있을 것이라고 증언하였듯이(공판기록 4751, 4770쪽) 전제이론이 완전하지 아니하고, 증권전문가인 공소외 9는 기업분석에 관한 보고서 작성시 실적을 가장 중요한 것으로 보고 있다고 밝혔는데 공소외 7, 8 등의 감정결과에는 회사의 실적에 해당하는 매출액 등에 관한 사항을 전혀 반영하고 있지 아니할 뿐 아니라(공판기록 1503, 4761, 4762, 4744쪽), 이 방식은 기대수익률 모형을 파악해 여기에 사건기간 동안의 시장수익률 자료를 대입해 얻은 정상수익률을 사건기간 중에 실현된 기업의 수익률로부터 차감하여 초과수익률을 얻고 있는데, 위와 같이 모형추정기간이 통상의 범주인 200일 내지 400일에서 벗어나면 정상수익률을 구하는 기준이 되는 기대수익률 추정치의 정확성이 떨어지는바, 공소외 7의 증언에 나타나듯이 공소외 7의 감정에 사용된 추정기간이 124일에 불과하여 추정기간이 너무 짧고(공판기록 2341, 4753쪽. 공소외 10의 감정결과 역시 추정기간이 짧다는 점에서 같은 비난을 면하기 어렵다), 반면 공소외 8의 감정결과는 공소외 7의 경우와 달리 추정기간을 사건 후로 잡아 추정기간이 충분히 확보되었기는 하였으나, 반면에 해당 주식을 발생한 회사의 대표이사가 변경되었고 회사를 상대로 민사소송이 제기되어 흔들리고 있는 상황이기 때문에 주가와 시장과의 관계가 안정적이지 못한 기간을 포함하고 있어서(공판기록 4771쪽) 그 정확성이 떨어진다고 할 것일 뿐 아니라, 공소외 8의 환송 전 당심 증언에 의하더라도 2007. 7.경 이전에도 유의성을 갖는 오차범위

5%에 들어오지 않을 뿐이지 이 부분 기간 동안에도 주가가 많이 오른 것이라는 취지여서(공판기록 4788, 4789, 4793쪽), 피고인의 주장은 받아들이기 어렵다), ④ 이 사건 태양광사업과 관련한 공소외 1 주식회사측의 실무담당자인 공소외 11은 태양광개발에 관한 전문적인 지식이 전혀 없을 뿐 아니라, 학교 등에서 사람들을 만나러 다니는 외에는 달리 이 사건 태양광사업과 관련하여 추진한 일이 없다고 진술하고 있고, 피고인 스스로도 2007. 6.경 우즈베키스탄과의 지분협약이 이루어지지 않아 모든 사업이 멈춰버려서 특별히 이 사건 태양광사업과 관련하여 추진한 것이 없다고 진술하고 있는 사실 등에 비추어 볼 때, 공소외 1 주식회사는 이 사건 태양광사업과 관련하여 2007. 4. 19. 우즈베키스탄측과 양해각서를 작성한 이외에는 달리 추진한 일이 없어 이 사건 태양광사업의 실체는 없는 것으로 보이는 점(증거기록 4307, 4319, 5433쪽), ⑤ 한편, 공소외 1 주식회사가 조립한 하드디스크 헤드를 전량 납품받는 공소외 12 주식회사가 2007. 1분기부터 고집적 하드디스크 드라이브로 주력 제품군을 변경함에 따라 단일 품목인 하드디스크 헤드 전량을 공소외 12 주식회사에 납품하던 공소외 1 주식회사의 매출액은 2006년의 1,657억 원에서 2007년에는 905억 원으로 급감하였고(구체적으로 2006년 3분기는 447억 8,300만 원, 4분기는 419억 9,600만 원, 2007년 1분기는 353억 3,500만 원, 2분기는 295억 3,600만 원, 3분기는 171억 8,300만 원, 4분기는 84억 7,200만 원으로 감소하였다), 영업이익 역시 2006년의 75억 원에서 2007년에는 3,400만 원으로 대폭 감소하였으며(구체적으로 2006년 3분기는 26억 8,300만 원, 4분기는 17억 7,400만 원, 2007년 1분기는 6억 5,800만 원, 2분기는 4억 900만 원, 3분기는 -4억 9,400만 원, 4분기는 -5억 3,900만 원으로 감소하였다), 당기순이익도 2006년의 101억 4,400만 원에서 2007년의 13억 5,200만 원으로 감소하는(구체적으로 2006년 3분기는 29억 3,700만 원, 4분기는 9억 8,700만 원, 2007년 1분기는 3억 7,600만 원, 2분기는 24억 900만 원, 3분기는 -6억 2,200만 원, 4분기는 -8억 1,100만 원으로 감소하였다) 등 이 부분 기간 동안의 회사실적은 저조하였으며(2007년 2분기 당기순이익이 24억 9백만 원으로 높은 수치가 나오긴 하였으나, 피고인이 제출한 증거자료에 의하면 이는 단기매매증권 처분 및 기타 영업 외 수익 15억 원의 발생으로 인한 것임을 알 수 있어서(증 제47-6호), 이 부분 기간 동안의 실적저조에는 아무런 영향이 없다), 이러한 사실 및 더 나아가 향후 실적이 더 어려워질 것이라는 내용의 공시까지 행하여졌고, □□투자증권 수석연구원인 공소외 9 등 여러 증권전문가들도 공소외 1 주식회사의 주가상승은 이 사건 태양광사업에 기인한 것이라는 의견을 피력하고 있으며, 더군다나 공소외 1 주식회사의 유일한 납품처인 공소외 12 주식회사는 수출위주의 업체로 미화 1달러당 2006. 1.경 1,300원 대이던 환율이 2006. 11. 중순경 950원 대, 2007. 4.경 940원 대, 2007. 7.경 930원 대를 거쳐서 2007. 10. 말경 920원대로까지 하락하는 등 2007년 당시에는 환율의 지속적인 하락으로 인하여 실적이 나빠져 그 주가가 하락추세이었고 반도체아이티(IT)업종 역시 이와 같은 환율하락 영향으로 전망이 어두워 주가가 하락하던 경향이었고, 피고인의 허위 언론인터뷰기사내용이 유포되기 전의 2007년 공소외 1 주식회사 주가는 종가기준으로 최고가가 2007. 1. 4. 8,740원, 최저가가 2007. 1. 30. 7,100원으로 갈수록 하락추세였던 사실(당심 증인 공소외 2의 당심 법정진술, 당심에 제출된 2006. 1.~2007. 12. 현재 원/달러 환율변동차트 및 일자별 환율현황, 공소외 1 주식회사 2006년 1분기, 2분기 매출액·영업손익등 영업실적(공정공시), 공판기록 634, 776, 1508 내지 1510, 1514, 1529, 1537, 4997쪽, 증거기록 214, 269, 335, 394, 458, 511, 572, 624, 690, 744, 808, 862, 940, 941, 3660, 3661쪽) 등에 비추어 볼 때, 공소외 1 주식회사의 기존 사업 실적으로 인하여서는 그 주가상승이 있었을 것으로는 보이지 아니하는 점, ⑥ 위 공소외 9는 또한 회사 대표이사의 인터뷰 기사에 대하여 회사가 나아가는 방향에 대하여 가장 잘 아는 사람이 대표이사이고 특히 공소외 1 주식회사처럼 중소기업에서는 거의 모든 의사결정을 대표이사가 하기 때문에 그 회사의 주가나 애널리스트 평가에 큰 영향을 미친다고 진술하

고 있는 점(공판기록 1508, 1509쪽), ⑦ 공소외 1 주식회사는 2007. 7. 19.과 2007. 8. 17.경에 한국증권선물거래소의 요구에 따라 조회공시를 함으로써 피고인으로서의 공소외 1 주식회사 주식에 대한 이상 과열 현상을 감지할 수 있었을 것인데도, 2007. 8. 17. 한국경제TV와의 인터뷰, 2007. 8. 30. 매일경제 이코노미 인터뷰와의 인터뷰 등을 통하여 계속적으로 허위 내용의 홍보성 언론기사가 보도되도록 한 점(증거기록 4654쪽), ⑧ 피고인은 주가가 비정상적으로 급등한 2007. 9.경에도 이와 같은 허위, 과장된 내용의 언론인터뷰를 계속하였는데, 특히 피고인이 MOU 사업단계를 벗어나 정식사업인가를 받았다고 허위사실을 홍보함으로써 주식투자자들에게는 공소외 1 주식회사의 이 사건 태양광사업전망에 대한 실현가능성이 높아진 것으로 보였고, 그것이 주가가 급격하게 상승하는데 중요한 요인으로 작용한 것으로 보이는 점, ⑨ 피고인은 2007. 10. 4. 자신의 차명주식을 매각한 후인 2007. 10. 5.과 같은 달 8. 2회에 걸쳐 자신 명의의 주식을 매도한 것에 대하여 이는 너무 급등한 주가를 안정시키기 위한 것이라고 하나, 그 시점이 주가가 최고조로 오른 상태였고, 10. 5. 주식을 이미 처분한 후 공소외 1 주식회사 게시판에 처분할 예정이라는 글을 게시하였을 뿐 아니라, 그 게시한 글에는 주가가 높다는 언급과 동시에 현재 이 사건 태양광사업이 차질 없이 진행되고 있어 장기적으로 결코 높은 가격이 아니라는 취지의 내용도 있었고 주식처분이 회사에 필요한 자금을 마련하기 위한 것으로 절세차원에서 개인명의로 된 주식을 처분할 계획이라는 언급만이 있을 뿐이고 주가안정을 위한 것이라는 언급이 전혀 없는 사실(증거기록 3080쪽) 등에 비추어 볼 때, 피고인의 주식매각은 주가를 안정시키려는 의도라기보다는 주가가 최고조로 치솟은 상태에서 시세차익을 위하여 매각한 것으로 보이는 점, ⑩ 인터넷 등 정보통신 수단이 발달되고 각종 투자자 카페, 애널리스트, 공소외 2와 같은 유사 투자자문사 등이 난립하는 현재의 증권시장 환경에 비추어 피고인과 같은 기업의 대표이사가 자신이 운영하는 기업에 대하여 허위, 과장된 사실을 계속적, 반복적으로 언론매체를 통하여 유포할 경우 그러한 허위, 과장된 사실이 확대 재생산되어 주가에 커다란 영향을 미칠 수 있다는 점을 충분히 예견되는 점 등을 종합하면, 피고인의 허위사실 유포 및 허위표시 문서 이용 행위라는 사기적 부정거래행위는 공소외 1 주식회사의 주가상승에 상당한 영향을 미쳤다고 할 것이고, 따라서 피고인의 사기적 부정거래행위와 공소외 1 주식회사의 주가상승 사이에는 상당인과관계가 있다고 할 것이다.

(2) 공소외 2가 주가상승에 개입하였는지 여부

원심과 환송 전·후 당심이 적법하게 채택하여 조사한 증거들에 의하면, ① 공소외 2는 자신이 운영하는 ○○투자연구소 회원들로부터 회비를 받고 투자상담을 해 주거나 상당한 강의를 받고 회원 및 비회원을 상대로 강연을 하면서 특정 종목을 추천하기도 하였는데, ○○투자연구소의 회원수는 2007. 6.경에는 300-400명 정도, 2007. 9.경에는 700-800명 정도에 이르렀고, 한편 공소외 2는 2007. 5. 중순경부터 공소외 1 주식회사 주식 매수를 권유하기 시작하여, 2007. 6. 6.부터는 순회 강연시 집중 매수 의견을 제시하는 등 본격적으로 공소외 1 주식회사 주식의 매수를 권유한 사실(공판기록 730, 933쪽), ② 공소외 2는 매일경제신문과 한국경제신문에, ㉠ 2007. 8. 18. '공소외 1 주식회사 우즈베키스탄에서 국내 대그룹 모기업을 물리치고 본계약 체결'이라는 내용의 광고를, ㉡ 같은 달 25. '폴리실리콘 가격이 천정부지로 치솟고 있다.

폴리실리콘 확보 태양광업계 초비상'이라는 내용의 광고를, 2007. 9. 1. '폴리실리콘 가격이 천정부지로 치솟고 있다.

폴리실리콘 확보 태양광업계 초비상'이라는 내용과 함께 '폴리실리콘 원재료 규사광산에 공소외 1 주식회사'라고 하여 다른 업체들과 함께 공소외 1 주식회사를 소개하는 광고를, ㉢ 2007. 9. 8. '○○테마주 대장주 공소외 1 주식회사 5,000원부터 매집 금요일 증가 39,650원 수익률 793% 진행 중', '공소외 1 주식회사 태양에너지 사업진행 추이 및

향후일정, 2007. 4. 10. 우즈베키스탄 지질위원회, PHONON 등과 규소개발 사업 위한 MOU 체결, 5월 24일 우즈베키스탄 프로젝트 관련 ○○은행 등과 PF 양해각서 체결, 8월 17일 우즈베키스탄 자원위원회로부터 규소광산 개발 업체로 최종 지정, 9월 4일 PHONON 등과 규소 개발 사업 추진일정에 관한 합의서 체결, 10월 3일 지질광물탐사 작업 시행안 결정, 2008. 1. 3. 산업용 실리콘 생산을 위한 설비구축' 등의 내용을 담은 광고를, ㉠ 2007. 9. 22. 공소외 1 주식회사의 공시 내용과 함께 '○○테마주(신재생에너지)의 대장주 공소외 1 주식회사 5,000원부터 매집 금요일 44,000원 수익률 880% 진행 중'이라는 내용의 광고를, ㉡ 2007. 9. 29. 공소외 1 주식회사의 공시내용과 '○○투자연구소공소외 2 회장 10월 우즈베키스탄 규사 광산 직접 탐사 추진 중'이라는 내용의 광고를, ㉢ 2007. 10. 6. '공소외 1 주식회사 우즈벡 규사광산 확보' 등의 내용과 '공소외 13과 우즈베키스탄 대통령이 호형호제하는 사이'라는 등의 내용의 광고를 각 게재한 사실(공판기록 1388 내지 1394쪽), ㉣ 공소외 2는 2007. 8. 초순경부터는 "물뽕"이라는 표현까지 사용하면서 ○○투자연구소 회원들이나 자신의 강의에 참석한 사람들을 상대로 적극적으로 공소외 1 주식회사 주식의 매수를 권유하였고, 2007. 10.초경에는 공소외 13의 자서전을 자비로 구입하여 강연회에 참석한 회원들에게 나누어 주면서 공소외 1 주식회사를 추천하기도 한 사실(공판기록 2195, 4463쪽, 증거기록 4459, 5795쪽), ㉤ 2007. 5. 공소외 1 주식회사 전체 거래량 대비 ○○투자연구소 회원의 매수 비중은 평균 3.76%이었고, 공소외 2가 공소외 1 주식회사 주식 매수를 본격적으로 권유한 2007. 6.부터 2007. 7.경까지 회원매수비중이 7.6%이었으며, 2007. 8. 13. 회원매수비중이 23.36%이었고, 2007. 9. 3.부터 2007. 10. 4.까지의 기간에는 회원매수비중이 평균 12.41%이었던 사실(공판기록 733쪽), ㉥ 환송 전 당심 증인 공소외 7, 8은, 공소외 1 주식회사 주가에 대하여 2007. 7. 중순경부터 통계적으로 유의하게 실제 주가가 정상범위 이상으로 형성되었고, 2007. 9. 상반기부터 2007. 10. 상반기에는 이러한 비정상적 주가 상승 움직임이 가속화된 것으로 보인다는 증언을 한 사실(공판기록 4755, 4744, 4787쪽), ㉦ 공소외 2는 위 ㉠에서와 같은 순회강연을 하면서 공소외 1 주식회사 주식 매수를 권유함에 있어, 2007. 8. 초순경에는 공소외 1 주식회사 주식에 '물뽕'하고, 공소외 13과 우즈베키스탄 대통령과 거의 친구사이라는 내용을 언급하였을 뿐, 공소외 1 주식회사의 주가 및 영업이익율에 관한 언급을 하지 않다가(공판기록 2195, 2229쪽), 2007. 9. 22.에는 '천조 원의 매출'과 '2009년 주가가 최소한 100만 원까지 상승한다'는 언급을(공판기록 2256, 2293쪽), 같은 달 29.에는 '영업이익율 80%이상'과 '주가가 500만 원까지 상승한다'는 언급을(공판기록 2352, 2361쪽), 2007. 10. 6.에는 '영업이익율 70%이상'과 '주가가 500만 원까지 상승한다'는 취지의 언급을(공판기록 2381, 2383, 2415쪽) 하였고, 공소외 2 스스로도 2007. 9.부터는 강연장에서 공소외 1 주식회사 주가가 2010년까지는 수백만 원까지 상승하니 물뽕하라고 추천하였고, 자신의 강연으로 주가상승에 영향을 미친 사실에 대하여는 어느 정도 인정하고 있다고 진술하고 있는 사실(증거기록 4460, 4461, 5795쪽), ㉧ 공소외 13은 원심 증인으로 나와 자신은 1995년 당시 대통령의 우즈베키스탄 순방시 경제인 대표로 수행하였고 우즈베키스탄 대통령의 방한시 국내 면방업체 회장단의 우즈베키스탄에 대한 투자회의를 주선하였으며, 1993년부터 현재까지도 대한민국·우즈베키스탄 친선협회의 회장을 맡고 있을 뿐 아니라 2005년에는 우즈베키스탄 대통령으로부터 우호, 친선 훈장을 받은 적이 있는 등의 관계로 우즈베키스탄 대통령과 친분관계를 유지하고 있다고 진술하고 있고(공판기록 1291쪽), 피고인 스스로도 공소외 13의 우즈베키스탄에서의 영향력이 크다고 진술하고 있는 사실(증거기록 5185쪽)을 각 인정할 수 있다.

위 인정사실에다가 피고인의 이 사건 언론인터뷰 내용을 덧붙여 보면, 공소외 2의 강연 등으로 공소외 1 주식회사 주식의 주가상승에 어느 정도 영향을 미친 것은 사실이나, 한편 공소외 2의 강연 중 매출액 천조 원의 언급부분은 피고인의 언론인터뷰 내용 중 현재까지 우즈베키스탄 광산에서 발견된 규사 물량을 순도 99.37%이지만 순도 98%를 기준으로 계산해도 100억 달러에 근접한다(2007. 2. 27. 및 같은 해 4. 27. 매일경제 인터뷰기사), 규소 원재료는 KG당 1달러인데, 이를 가공하면 200달러까지 받을 수 있다(2007. 5. 21. 조선일보 인터뷰기사), 당초 예상했던 1천만 톤의 원재료 확보를 전제로 이미 발표된 성과는 충분히 올릴 것으로 본다(2007. 8. 17. 한국경제TV 인터뷰) 등에 기초한 것으로 보이고, 공소외 13과 우즈베키스탄 대통령과의 친분관계 부분은 사실과 다르지 아니한 것으로 보여서 최소한 2007. 8. 31.까지는 공소외 2가 강연으로 공소외 1 주식회사의 주가상승에 개입하였다고 볼 수 없고{ 공소외 2가 강연장에서 뒤에서 보듯이 주가에 영향을 미치는 요소로서 피고인의 언론인터뷰에 기하지 아니한 공소외 1 주식회사 주식의 주가 및 영업이익율을 언급한 일자가 2007. 9. 중 어느 날짜인지 특징이 어려워 피고인에게 가장 유리하게 9월 모두를 제외하는 것으로 해석한다.

이와 관련하여 공소외 14는 공소외 2가 2007. 8.경 강연에서도 공소외 1 주식회사의 주가가 100만 원에서 500만 원까지 상승한다는 취지의 발언을 하였다고 진술하고 있으나(증거기록 5807쪽), 피고인이 제출한 공소외 2의 2007. 8. 강연 녹취록에는 예상 주가에 관한 언급이 없었고, 공소외 14가 공소외 1 주식회사 주식을 매수하기 시작한 시점은 2007. 9. 중순경이었고, 이와 같이 매수하게 된 동기에 관하여, 우즈베키스탄 규소광산의 규모가 1천조 원 정도 되고 그 규소의 순도가 최고로 좋아서 가격이 kg당 250달러 정도에 이르며 영업이익율이 70%까지 나갈 수 있다고 있다는 등을 내용으로 하는 공소외 2의 2007. 9. 강연을 들었기 때문이라고 밝히는 점(증거기록 5808쪽), 공소외 14는 주주 대표를 맡은 사람으로서 공소외 1 주식회사 주가 폭락 후 공소외 2와 사이에 감정이 그리 좋지 않았던 것으로 보이는 점(공소외 2의 환송 후 당심 법정 진술) 등에 비추어 볼 때, 공소외 2가 2007. 8.경 강연에서도 공소외 1 주식회사의 주가에 관하여 100만 원에서 500만 원까지 상승한다고 언급하였다는 공소외 14의 진술은 그대로 받아들이기 어렵고, 공소외 2가 2007. 9. 1. 이전 강연에서도 공소외 1 주식회사의 주가가 최소한 100만 원 이상까지 상승한다는 인상을 주는 공소외 15, 16의 진술 역시 피고인이 제출한 공소외 2의 2007. 8.경 강의 녹취록 내용, 이들 모두는 공소외 2가 위와 같은 주가상승수치에 관한 언급을 한 강연날짜에 대하여 불분명한 태도를 보이고 있을 뿐 아니라 공소외 1 주식회사 주식 매수시기가 공소외 15의 경우 2007. 9. 17.경, 공소외 16의 경우 2007. 10.경인 점, 공소외 15는 공소외 14의 동거녀인 점 등에 비추어 볼 때(증거기록 5790, 5791, 5816쪽), 공소외 15, 16의 진술만으로는 공소외 2가 2007. 9. 1. 이전의 강연에서도 2007. 9.에 강의한 내용과 같은 정도의 공소외 1 주식회사 주가상승분을 언급하였다는 사실을 인정하기에는 부족하다}, 반면에 예상 주가 및 영업이익율은 주식투자자들이 투자 여부를 결정할 때 중요하게 고려하는 요소들인데, 공소외 2가 공소외 1 주식회사 주식 매수를 추천하면서 밝힌 주가 및 영업이익율은 피고인의 언론 인터뷰 내용과는 무관한 것으로 공소외 2가 이를 산정함에 있어서 영업이익율 70-80%에 관하여는 당시 폴리실리콘 제작사업의 선발주자인 공소외 17 주식회사 담당직원으로부터 영업이익율이 50-60%라는 것을 듣고 폴리실리콘의 전단계인 메탈실리콘을 수입하는 공소외 17 주식회사에 비하여 규사광산의 채굴권까지 확보하여 메탈실리콘을 만들고 이를 기초로 폴리실리콘을 만드는 공소외 1 주식회사는 영업이익율이 그 이상일 것이라는 자신의 계산에 의한 것이고, 주가에 대하여는 공소외 17 주식회사가 2007. 11. 신제품을 완성하고 나서 그 주가가 391,000원까지 상승하였고, 실제로 공소외 17 주식회사가 시제품을 만들었을 때 500만 원까지 상승하였던 것에 비추어 액면가가 500원인 공소외 1 주식회사의 주식은 그 가격이 5,072,000원까

지 상승하는 것으로 계산이 나왔다는 것에 불과하여{피고인이 제출한 증거자료에 의하면 공소외 17 주식회사의 주가가 2007. 10.경까지는 40만 원에 미치지 못하였다가 2008. 3. 말경에 가서야 40만 원에 이르렀을 뿐이고 2007. 2. 27.부터 2008. 5. 20.까지의 사이에 45만 원에도 이르지 아니하였다(공판기록 123쪽)}, 어떠한 객관적인 자료에 기초한 것이 아니어서 공소외 2가 강연시 투자자들에게 공소외 1 주식회사 주식의 매수를 추천하면서 그 근거로 제시한 영업이익율이나 주가에 관한 수치는 사실이 아니거나 그 정도가 지나치게 과장된 것으로 보이므로(공판기록 969, 970, 1007, 4460, 4461, 4478쪽), 결국 공소외 2는 자신의 강연을 통하여 2007. 9. 1.부터의 주가상승에는 개입하였다고 보아야 할 것이다.

(3) 주가의 정상상승분 유무

앞서 위 3의 나.(1)항의 ④에서 본 바와 같이 피고인의 허위 언론인터뷰 기사내용과 달리 그 실상은 공소외 1 주식회사가 이 사건 태양광사업과 관련하여 양해각서를 작성한 것 이외에는 달리 추진된 바가 없어 그 실체가 없는 점, 2007. 4. 19.자로 공소외 1 주식회사가 우즈베키스탄 정부투자기관 'PHONON', 우즈베키스탄 자원위원회 등과 사이에 이 사건 태양광사업에 관한 양해각서가 체결되었다는 공시가 되었는데, 공소외 1 주식회사의 주가가 그로부터 10일 정도 주가가 별 변동이 없고 오히려 하락하였던 점(증거기록 942, 4809쪽. 공소외 1 주식회사의 주가는 종가기준으로 2007. 4. 19. 5,830원, 같은 달 20. 5,750원, 같은 달 23. 5,800원, 같은 달 24. 5,660원, 같은 달 25. 5,760원, 같은 달 26. 5,640원, 같은 달 27. 5,810원이었다), 주가분석전문가인 공소외 7은 환송전 당심 법정에서 양해각서가 체결되었다는 것만으로는 변수가 많아 불확실성이 있으니 주가가 반응하지 않다가 그 뒤에 정식적인 계약체결 등의 후속적인 정보가 나와서 그것을 더 구체화하고 믿게 하면 주가에 반영될 수 있다는 취지로 증언하고 있는 점(공판기록 4763) 등에 비추어 볼 때, 피고인의 허위사실유포행위가 없었다면 양해각서의 체결사실만으로는 공소외 1 주식회사 주식의 주가에 대체에너지 관련 기업의 전반적인 주가상승과 같은 주가상승이 있었을 것으로는 보이지 아니하고, 또한 앞서 위 3의 나.(1)항의 ⑤에서 본 바와 같이 공소외 1 주식회사의 기존 주력업종은 단일 품목 전량을 단일 업체에 납품하는 구조적 취약점을 안고 있는 상황에서 납품을 받는 업체의 주력 제품군 변경으로 인하여 그 매출액, 영업이익이 급감하는 등 매출실적이 저조해졌고 이러한 사정 및 향후 더욱더 실적이 어려워질 것이라는 공시가 행하여졌으며(이와 같은 공시 등 실적발표는 통상적으로 다음 분기 내에 행하여짐으로써 당해 분기의 실적은 다음 분기의 실적 발표일 이후부터의 주가에 영향을 준다고 할 것이다) 당시 환율의 급락으로 인하여 공소외 12 주식회사를 비롯한 반도체 등 수출업종의 주가가 하락하는 추세였던 점 등에 비추어 볼 때, 피고인의 이 사건 태양광사업에 관한 허위사실 유포가 없는 상태에서도 2007. 2. 27. 이후의 공소외 1 주식회사 주식 가격이 상승하였을 것으로는 보이지 아니한다.

(4) 피고인의 사기적 부정거래행위로 인한 이득액

피고인의 사기적 부정거래행위로 인하여 피고인이 취득한 이익액을 산정함에 있어서, 2007. 8. 31.까지의 주가상승으로 인한 부분은 전적으로 피고인의 사기적 부정거래행위에 기한 것이므로 그로 인한 시세차익 전부를 피고인이 취득한 이익액으로 보아야 할 것이고, 반면 2007. 9. 1.부터의 주가상승으로 인한 부분은 주가상승에 피고인의 행위뿐 아니라 공소외 2의 행위까지 개입되어 있고 공소외 2가 그와 같이 과장된 강의를 하는 것에 대하여 피고인이 알고도 이를 용인 내지 이용하였다는 사실을 인정할 아무런 증거가 없어서 이러한 공소외 2의 행위로 인한 부분까지 피고

인의 행위 결과에 귀속시키는 것은 자기책임의 원칙에 반하므로 이를 분리하여 제외하여야 할 것이고, 주가상승 중 피고인의 행위로 인한 부분과 공소외 2의 행위로 인한 부분을 분리하여 산정할 증거를 제출할 입증책임은 검사에게 있다고 할 것인데 2007. 9. 1.이후의 주가상승분 중 피고인의 행위에 의한 부분을 구분하여 특정할 수 있는 아무런 증거가 없고 결국 피고인의 행위로 인한 부분을 산정할 수 없어서 피고인에게 최대한 유리하게 해석하여 이 부분에 관하여는 2007. 8. 31. 종가가 그대로 유지된 것으로 보고 이를 기초로 산정한 이득액만이 피고인의 책임에 귀속시키기로 한다.

따라서, 피고인의 이 사건 사기적 부정거래행위로 인하여 피고인이 취득한 이익액은 2007. 8. 31.까지는 해당 매각일 종가를 기준으로, 2007. 9. 1.부터는 2007. 8. 31. 종가인 19,350원을 기준으로 하여 산정하여야 할 것인데, 우선 주식 총 매각대금은 11,855,035,350원[=① 피고인 명의의 2007. 10. 5.자 13만 주, 같은 달 8.자 27만 주 합계 40만 주의 매각대금 7,740,000,000원(=400,000주 x 19,350원) + ② 원심 별지 범죄일람표 Ⅱ 기재 차명 주식의 매각대금 4,115,035,350원{=854,560,350원(2007. 5. 4.자 98,912주의 매각대금 706,420,350원 + 2007. 5. 14.자 16,500주의 매각대금 148,140,000원) + 3,260,475,000원(2007. 9. 14.자 45,000주의 매각대금 1,784,250,000원 + 같은 달 17.자 6만 주의 매각대금 2,663,809,200원 + 같은 달 18.자 19,500주의 매각대금 902,915,150원 + 같은 달 19.자 5천 주의 매각대금 244,811,950원 + 2007. 10. 4.자 39,000주의 매각대금 2,648,100,000원)}]에 이르고, 여기에서 위 주식 총 매수금액 2,915,648,000원{원심은 매수대금을 산정함에 있어서 피고인의 이 사건 허위사실유포 시작일인 2007. 2. 27.자를 기준으로 그 이전부터 보유하고 있던 주식과 그 이후에 매수한 부분으로 분류하여 2007. 2. 27. 이후의 매수 부분은 실제의 매수대금으로, 2007. 2. 27. 이전의 보유 부분은 위 2007. 2. 27. 종가인 1주당 7,760원을 기준으로 산정한 대금으로 하였는바, 2007. 2. 27. 이전의 보유 부분에 관한 매수대금을 산정함에 있어서는 공소외 1 주식회사의 주가가 피고인의 이 사건 허위사실유포로 인하여 영향을 받지 아니한 최종 시점의 종가를 기준으로 하여야 할 것인데, 피고인의 허위언론인터뷰내용이 최초로 게재된 2007. 2. 27.자 매일경제신문은 조간이어서 2007. 2. 27. 당일 오전부터 주식투자자들에게 피고인의 허위언론인터뷰내용이 유포되었다고 할 것이고 주식거래 마감시간이 15:00인 점을 감안하면, 피고인의 허위 언론인터뷰내용이 게재된 매일경제신문의 기사로 인하여 해당일인 2007. 2. 27. 역시 공소외 1 주식회사 주식의 증가에 영향을 미치지 않았다고 할 수 없으므로, 2007. 2. 27. 이전 보유 부분의 매수대금을 산정함에 있어서는 피고인의 허위사실 유포가 주식시장에 영향을 미쳤다고 할 수 있는 2007. 2. 27.의 바로 전날인 2007. 2. 26.자 종가인 1주당 8,000원을 기준으로 함이 타당하다(증거기록 941쪽. 2007. 2. 27. 이전의 공소외 1 주식회사 주가는 계속 하락추세에 있었고 2. 23.에는 1주당 7,260원까지 하락하였다가 2. 26. 8천 원으로 급격히 상승하는데, 이는 피고인의 언론인터뷰 내용이 보도되기 이전에 인터뷰내용이 일부 주식시장으로 새어나감으로써 급격한 주가상승으로 이어진 것이 아닌가 하는 의심이 드나, 이에 대한 아무런 증거가 없으므로 결국 피고인에게 유리하게 해석하여 2007. 2. 26.자 종가를 기준으로 한다). 이에 따라 매수비용을 산정하면, ① 먼저 피고인 명의의 40만 주는 2007. 2. 26. 이전부터 피고인이 보유하고 있던 것으로 100% 무상실시 전의 수량으로 환산한 경우에 20만 주에 해당하므로, 이 부분 주식의 가치는 16억 원(=20만 주 x 8,000원)이 되고, ② 피고인이 매각한 차명주식 중 시세조종행위 개시시점인 2007. 2. 27. 당시부터 보유하고 있던 공소외 18, 19, 20 명의의 차명주식 223,912주의 취득비용은 무상증자 전의 주식 수로 환산한 111,956주를 2007. 2. 26. 종가에 따라 계산한 895,648,000원(111,956주 x 8,000원)이 되고, 2007. 2. 27. 이후에 보유하게 된 공소외 21 명의의 차명주식 45,000주

및 공소외 22 명의의 차명주식 15,000주의 매수대금은 원심 범죄사실 제1의 다.

항의 ③기재와 같이 4억 2천만 원(= 공소외 21 차명 부분 1억 8천만 원 + 공소외 22 차명 부분 2억 4천만 원) 이 그 매수가격인 4억 2천만 원(=1억 8천만 원 + 2억 4천만 원)이 되므로, 결국 피고인이 매각한 주식의 취득비용은 2,915,648,000원(16억 원 + 895,648,000원 + 4억 2천만 원)이 된다}과 수수료 및 거래세 등의 거래비용 255,494,320원(원심판결 14쪽 참조)을 제외하면, 피고인의 이 사건 사기적 부정거래행위로 인하여 피고인이 취득한 이익액은 8,683,893,030원(=11,855,035,350원(총 매도금액) - 2,915,648,000원(총 매수금액) - 255,494,320원(수수료 및 거래세 등의 거래비용))에 이른다.

(5) 소결론

따라서, 피고인의 이 부분 주장은 위 인정범위를 초과한 범위 내에서 이유 있다.

4. 결론

그렇다면, 피고인의 항소는 위 인정범위 내에서 이유 있으므로 형사소송법 제364조 제6항에 따라 피고인 및 검사의 나머지 항소이유에 대한 판단을 생략한 채 원심판결을 파기하고, 변론을 거쳐 다시 다음과 같이 판결한다.