

대 법 원

제 3 부

판 결

사 건 2024도11686 자본시장과금융투자업에관한법률위반

피 고 인 피고인 1 외 1인

상 고 인 피고인 2 및 검사(피고인 모두에 대하여)

변 호 인 법무법인(유한) 유품 외 2인(피고인 1을 위하여)

 법무법인(유한) 해광 외 1인(피고인 2를 위하여)

원 심 판 결 서울고등법원 2024. 7. 12. 선고 2023노530 판결

판 결 선 고 2026. 1. 15.

주 문

원심판결 중 피고인 2에 대한 유죄 부분(이유무죄 부분 포함)을 파기하고, 이 부분 사건을 서울고등법원에 환송한다.

검사의 피고인 1에 대한 상고 및 피고인 2에 대한 나머지 상고를 모두 기각한다.

이 유

상고이유를 판단한다.

1. 피고인 1에 대한 검사의 상고이유에 관하여

원심판결 이유를 관련 법리와 기록에 비추어 살펴보면, 원심 판단에 논리와 경험 법칙을 위반하여 자유심증주의 한계를 벗어나거나 사기적 부정거래 및 직무 관련 정보 이용으로 인한 구 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(2019. 11. 26. 법률 제16657 호로 개정되기 전의 것, 이하 '구 자본시장법'이라 한다) 위반죄 성립 등에 관한 법리를 오해한 잘못이 없다.

2. 피고인 2에 대한 검사의 상고이유에 관하여

가. 사기적 부정거래로 인한 구 자본시장법위반 부분

1) 이 부분 공소사실 요지

가) 피고인 2의 지위 및 범행 동기

피고인 2는 2013. 10.경 금융투자회사인 공소외 1 회사에 입사하여 리서치센터 기업 분석실 스몰캡팀장, 리서치센터 코스닥벤처팀장을 역임하며 금융투자분석사(이하 편의상 '애널리스트'와 혼용한다)로 근무하였다. 피고인 2는 2014년경부터 2020년경까지 7년간 ○○○신문의 스몰캡 부분 베스트 애널리스트 1위에 선정되었던 사람이다.

금융투자회사 애널리스트는 금융투자전문인력과 자격시험에 관한 규정 등에 따라 전문 지식을 갖추었음이 시험 등 일정 요건에 의해 확인된 후 금융투자협회에 등록된 사람으로, 기업의 영업, 재무, 투자 정보 등을 수집·분석하여 조사분석자료를 작성한 후, 소속 증권사 명의(작성한 애널리스트 성명 병기)로 공표하는 업무를 수행한다.

피고인 2는 공소외 1 회사 애널리스트로서 본인 또는 그 팀원이 작성하는 기업분석 보고서 공표 시 주가가 오를 가능성이 높은 것을 이용하여, 미리 그 종목을 공소외 1 회사 대표이사인 피고인 1의 비서로서 피고인 1의 공소외 1 회사 증권계좌를 관리하는 공소외 2 또는 자신의 장모 공소외 3의 증권계좌를 관리하는 △△증권 □□지점 직원

공소외 4에게 알려 주어 피고인 1 명의 공소외 1 회사 증권계좌 또는 공소외 3 △△ 증권 계좌에서 사전에 해당 종목을 매수하게 한 후, 조사분석자료 공표 이후 주가가 오르면 매도하게 하는 방법으로 피고인 1, 장모 공소외 3에게 이익을 취득하게 하려고 마음먹었다.

나) 피고인 1의 계좌를 이용한 사기적 부정거래

피고인 2는 2017. 2. 경 공소외 1 회사 대표이사 집무실에서 피고인 1로부터 리서치 센터에서 작성하는 조사분석자료 및 그 내용 등 외부에 공표되지 않은 직무관련 정보를 피고인 1의 비서 공소외 2에게 전달하도록 지시받고, 2017. 2. 17.경 공소외 2에게 전화로 연락하여 '공소외 5 회사 주식을 사라'는 취지로 알려주었으며, 그에 따라 공소외 2는 2017. 2. 17.경 피고인 1의 계좌로 공소외 5 회사 주식 6,126주를 주당 9,974원에 매수하였다. 피고인 2는 2017. 2. 21. 20:48경 공소외 5 회사에 대해 '투자 의견 BUY, 목표 주가 16,800원'이라고 기재한 공소외 1 회사 및 본인 명의의 2017. 2. 22. 자 조사분석자료를 공표한 후, 2017. 4. 초순경 공소외 2에게 전화로 연락하여 '공소외 5 회사 주식을 팔라'는 취지로 말하였다. 공소외 2는 2017. 4. 6.경과 2017. 6. 19.경 공소외 5 회사 주식 6,126주를 주당 12,542원에 매도하였고, 그 결과 피고인 1은 15,727,923원의 이익을 취득하였다. 피고인 2는 이를 비롯하여 2017. 2. 17.부터 2019. 9. 23.까지 총 47개 종목에 대해 같은 방법으로 제1심 판시 별지 범죄일람표(1) 기재와 같이 주식을 매매하여(공소외 2 부재 시에는 피고인 1의 수행비서인 공소외 6이나 공소외 7이 주식을 매매하였고, 이하 공소외 2, 공소외 6, 공소외 7을 합하여 '공소외 2 등'이라 한다), 피고인 1로 하여금 합계 139,627,488원의 이익을 취득하도록 하였다. 이로써 피고인 2는 피고인 1 및 공소외 2와 공모하여 금융투자상품인 주식의 매매와

관련하여 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하였다.

다) 장모 공소외 3의 계좌를 이용한 사기적 부정거래

피고인 2는 2019. 8. 6.경 공소외 4에게 전화로 연락하여 '공소외 8 회사 주식을 사라'는 취지로 알려주고 그에 따라 공소외 4는 공소외 3의 계좌로 공소외 8 회사 주식 900주를 주당 32,148원에 매수하였다. 그 후 피고인 2는 2019. 8. 6. 21:19경 공소외 8 회사에 대해 '투자 의견 BUY, 목표 주가 57,800원'이라고 기재한 공소외 1 회사 및 본인 명의의 2019. 8. 7. 자 조사분석자료를 공표한 후, 그 무렵 공소외 4에게 연락하여 '공소외 8 회사 주식을 팔라'는 취지로 알려주었다. 공소외 4는 2019. 8. 8.경 공소외 8 회사 주식 900주를 주당 33,112원에 매도하였고, 그 결과 공소외 3은 867,609원의 이익을 취득하였다. 피고인 2는 이를 비롯하여 2018. 1. 31.경부터 2020. 4. 22.경까지 총 9개 종목에 대해 같은 방법으로 제1심 판시 별지 범죄일람표(2) 기재와 같이 주식을 매매하여 공소외 3로 하여금 합계 13,930,547원의 이익을 취득하도록 하였다.

이로써 피고인 2는 금융투자상품인 주식의 매매와 관련하여 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하였다.

2) 타인이 작성한 조사분석자료 관련 주식매매 부분[제1심 판시 별지 범죄일람표(1) 연번 1, 11, 14, 18, 20, 23, 24, 26, 28, 30, 31, 34, 35, 38, 41 내지 45, 제1심 판시 별지 범죄일람표(2) 연번 5, 6, 8]

원심은 이 부분 공소사실에 대하여 판시와 같은 이유로 범죄의 증명이 없다고 보아 이유에서 무죄로 판단하였다.

원심판결 이유를 관련 법리와 기록에 비추어 살펴보면, 원심 판단에 논리와 경험 법칙을 위반하여 자유심증주의 한계를 벗어나거나 사기적 부정거래로 인한 구 자본시장

법위반죄 성립 등에 관한 법리를 오해한 잘못이 없다.

3) 나머지 부분[제1심 판시 범죄일람표(1) 순번 2 내지 10, 12, 13, 15 내지 17, 19, 21, 22, 25, 27, 29, 32, 33, 36, 37, 39, 40, 46, 47 및 제1심 판시 범죄일람표(2) 순번 1 내지 4, 7, 9]

가) 원심 판단

원심은 다음과 같은 이유로 이 부분 공소사실을 이유에서 무죄로 판단하였다.

(1) 다음과 같은 여러 사정 등을 고려하여 보면, 금융투자업자 등이 특정 증권에 관한 정보를 공표하기 전에 제3자에게 특정 증권을 추천하여 그의 계산으로 그 증권을 매수하도록 하는 것이 제3자와 공모하는 등으로 자신의 계산에 준하는 경우가 아닌 한, 그러한 추천 사실이나 해당 증권에 대한 제3자의 보유 사실을 고지하지 아니하고 일반투자자들에게 그 증권의 매수를 추천하는 행위는 구 자본시장법 제178조 제1항 제1호에서 말하는 '부정한 수단 등을 사용하는 행위'에 해당한다고 볼 수 없다.

(가) 금융투자업자 등이 해당 금융투자상품에 대한 매수 추천 사실이나 제3자의 보유 사실을 조사분석자료에서 밝힐 법령상의 의무가 있다고 보이지 아니한다.

(나) 구 자본시장법 제447조 제1항, 제443조 제1항 제8호는 구 자본시장법 제178조 제1항 제1호 위반행위로 얻은 이익 또는 손실액과 벌금형을 연동시키고 있는데, 이는 금융투자업자 등이 제178조 제1항 제1호를 위반할 경우 통상 그 행위로 인한 경제적인 이득이 있음을 전제로 한다고 보인다.

(다) 포괄조항으로서 일반적·추상적인 용어가 사용된 구 자본시장법 제178조 제1항 제1호를 아무런 제한 없이 해석하여 거래와 관련하여 조금이라도 정당성이 결여된 행위가 전부 금지된다고 볼 경우, 금지의무 위반으로 인한 처벌의 범위가 지나치게 확대

될 뿐만 아니라 자본시장의 효율성이 저해될 위험도 있다.

(2) 검사가 제출한 증거들만으로는 피고인 1이 피고인 2에게 선행매매를 지시하였다고 인정하기 부족하여 피고인 2와 피고인 1의 공모관계를 인정하기 어렵다. 피고인 2가 공소외 2 등에게 매수할 주식의 정보를 알려주면 공소외 2 등은 피고인 1의 명의 및 계산으로 주식을 매매하였고, 피고인 2가 피고인 1로부터 주식 매매에 따른 수익을 배분받기로 약정하거나 실제로 수익을 배분받은 적도 없다. 피고인 2는 추천한 주식에 관하여 아무런 재산적인 이해관계가 없다고 봄이 상당하므로, 자신이 작성한 조사분석 자료를 공표하는 과정에서 주식 추천 사실이나 해당 주식에 대한 피고인 1의 보유 사실을 고지하지 않았거나 그에 관하여 허위로 고지하였다고 하더라도, 그러한 피고인 2의 행위는 '부정한 수단 등을 사용하는 행위'에 해당하지 않는다.

(3) 피고인 2가 조사분석자료 공표 전 공소외 4에게 주식 종목을 알려주어 장모 공소외 3의 증권계좌에서 주식 거래가 이루어지도록 하고 그러한 사실을 고지하지 아니한 채 해당 조사분석자료를 공표한 행위 역시 같은 이유로 '부정한 수단 등을 사용하는 행위'에 해당하지 않는다.

나) 대법원 판단

이 부분 원심 판단은 받아들일 수 없다. 이유는 다음과 같다.

(1) 관련 법리

구 자본시장법 제178조 제1항 제1호는 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래와 관련하여 '부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위'를 금지하고 있다. 여기서 '부정한 수단, 계획 또는 기교'란 사회통념상 부정하다고 인정되는 일체의 수단, 계획 또는 기교를 말한다. 나아가 어떠한 행위를 부정하다고 할지는 그 행위가 법령 등에서 금지된

것인지, 다른 투자자들로 하여금 잘못된 판단을 하게 함으로써 공정한 경쟁을 해치고 선의의 투자자에게 손해를 전가하여 자본시장의 공정성, 신뢰성 및 효율성을 해칠 위험이 있는지를 고려하여 판단하여야 한다(대법원 2014. 1. 16. 선고 2013도9933 판결 등 참조).

투자자문업자 등이 추천하는 증권을 자신이 선행매수하여 보유하고 있고 추천 후에 이를 매도할 수도 있다는 그 증권에 관한 자신의 이해관계를 표시하지 않은 채 그 증권의 매수를 추천하는 행위는 구 자본시장법 제178조 제1항 제1호가 금지하는 행위에 해당한다(대법원 2017. 3. 30. 선고 2014도6910 판결 등 참조). 나아가 투자자문업자 등이 추천하는 증권을 제3자가 보유하고 있는 경우에도, 추천 후에 제3자가 이를 매도 할 수 있다는 이해관계를 표시하지 않은 채 그 증권의 매수를 추천하는 행위에 투자자문업자 등이 자신의 계산으로 특정 증권을 사전에 매수한 사실을 표시하지 않은 채 그 증권의 매수를 추천하는 행위와 마찬가지로 자본시장의 공정성과 신뢰성 및 효율성을 해칠 위험이 존재한다면, 구 자본시장법 제178조 제1항 제1호에서 말하는 '부정한 수단, 계획, 기교를 사용하는 행위'에 해당할 수 있다.

이와 같이 특정 증권에 관한 제3자의 이해관계를 표시하지 않은 채 증권을 추천하는 행위가 자신의 이해관계를 표시하지 않은 채 추천하는 행위와 마찬가지로 자본시장의 공정성과 신뢰성 및 효율성을 해칠 위험이 존재하는지 여부는 투자자문업자 등과 제3자와의 관계, 제3자가 해당 증권을 보유하게 된 경위, 그 과정에서 제3자가 이익을 취할 수 있도록 투자자문업자 등이 의도하였는지, 투자판단의 실질적 주체가 누구인지, 이로써 투자자문업자 등이 어떤 이익을 얻거나 또는 객관적으로 이익을 기대할 수 있는지 등의 사정을 종합적으로 고려하여 판단하여야 하고, 이때 투자자문업자 등의 이

익은 금전적 이익만을 의미하는 것이 아니라 투자자문업자 등의 평판, 정보교환의 기대 등 일정한 개인적 이익도 포함한다.

(2) 원심판결 이유와 원심 및 제1심이 적법하게 채택하여 조사한 증거들에 의하여 알 수 있는 다음과 같은 사실 내지 사정들을 앞서 본 법리에 비추어 살펴보면, 피고인 2가 사전에 자신이 속한 회사 대표이사인 피고인 1 또는 장모 공소외 3에게 추천하여 피고인 1 또는 공소외 3으로 하여금 보유하게 한 주식임을 표시하지 않은 채 그 주식에 대한 조사분석자료를 공표한 행위는, 투자자문업자 등이 자신의 계산으로 사전에 매수한 사실을 표시하지 않은 채 그 증권의 매수를 추천하는 행위와 마찬가지로 자본시장의 공정성, 신뢰성 및 효율성을 해칠 위험이 존재한다고 볼 여지가 있다. 원심으로서는 이 사건의 제반 사정을 종합적으로 살펴 피고인 2의 행위가 구 자본시장법 제178조 제1항 제1호의 '부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위'에 해당하는지를 살펴보았어야 한다. 그런데도 원심이 판시와 같은 이유만으로 피고인 2의 행위가 구 자본시장법 제178조 제1항 제1호의 '부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위'에 해당하지 않는다고 판단한 데에는 자본시장법상 사기적 부정거래에 관한 법리를 오해하여 필요한 심리를 다하지 아니함으로써 판결에 영향을 미친 잘못이 있다. 이를 지적하는 검사의 상고이유 주장은 이유 있다.

(가) 조사분석자료는 주식시장에서 투자자와 기업 사이의 정보 비대칭성을 해소하는 역할을 하고, 사회적으로 높은 공신력을 인정받는다. 피고인 2가 작성한 조사분석자료에도 '작성한 애널리스트가 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 신의성실하게 작성하였다. 본 자료는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없다. 작성한 애널리스트는 해당 회사의 주식을 보유하고 있지 않다. 해당 조사 자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적

으로 작성되었다'는 내용이 기재되어 있으며, 투자자들은 이러한 내용을 신뢰하고 투자판단을 할 것으로 보인다.

(나) 피고인 2는 자신이 근무하는 회사의 대표이사인 피고인 1과 장모 공소외 3으로부터 주식 종목 추천을 부탁받고, 조사분석자료를 작성하는 과정에서 알게 된 호재성 정보를 기초로 조사분석자료 공표 후 추가가 상승할 것으로 예상되는 주식 종목들을 선정한 다음, 피고인 1과 공소외 3의 증권계좌를 관리하는 공소외 2 등과 공소외 4에게 매매할 주식의 수량이나 총 금액 등을 알려주었다. 이와 같이 피고인 2의 지시는 매우 구체적이었고, 이에 따라 공소외 2 등과 공소외 4는 조사분석보고서 공표 전후에 피고인 1 및 공소외 3의 계좌로 주식을 매매하였으며, 피고인 1과 공소외 3은 피고인 2가 매수를 추천한 주식 종목 중 일부에서 매매차익을 얻었다. 이러한 주식 매매의 전 과정을 살펴보면, 피고인 1 또는 공소외 3의 명의로 주식이 거래되었으나 실질적인 투자판단은 피고인 2에 의해 이루어진 것과 다름없다.

(다) 피고인 2는 조사분석자료에서 매수를 추천할 주식을 사전에 피고인 1 및 공소외 3으로 하여금 보유하게 한 직후에 해당 주식을 추천하는 조사분석자료를 공표하였다. 이로써 피고인 2는 실질적으로 제3자에게 조사분석자료를 사전 제공한 것으로 평가할 수 있고, 이는 조사분석자료가 제3자에게 사전에 제공된 사실이 없다고 믿은 투자자들의 기대에 반한다. 나아가 피고인 2가 피고인 1 및 공소외 3에게 사전에 특정 증권을 추천하여 보유하게 하였다는 사실은 피고인 2가 조사분석자료에서 해당 증권을 추천하는 동기에 영향을 미칠 가능성이 있고, 합리적인 투자자들은 그러한 선행매수 사실을 중요하게 여길 가능성이 높다. 그럼에도 불구하고 피고인 2는 이러한 이해관계를 밝히지 않은 상태에서 조사분석자료를 공표함으로써 객관적인 동기에서 그 증권을

추천한다는 오해를 초래하였다. 피고인 2의 공표 행위로 인해 금융상품거래의 공정성에 대한 신뢰가 훼손되고 자본시장에서 양질의 정보를 생산·소비할 유인이 감소하였다고 볼 수 있다.

(라) 피고인 2가 추천할 주식을 사전에 보유하게 한 피고인 1은 피고인 2가 소속된 금융투자회사의 대표이사이고, 공소외 3은 피고인 2의 장모였다. 이들과 피고인 2의 관계에 비추어 보면, 피고인 2는 이들에게 사전에 보유하도록 한 주식을 추천함으로써 금전적 이익이 아니더라도 개인적 이익을 얻거나 기대할 수 있다고 보인다.

(마) 불공정거래행위가 인정되기 위하여 반드시 그 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실이 존재할 필요는 없다(구 자본시장법 제443조 제1항 단서 참조). 피고인 2가 앞서의 공표행위로 취득한 재산상 이익이 존재하지 않는다는 이유만으로 자본시장법 제178조 제1항 제1호에서 금지하는 '부정한 수단, 계획, 기교를 사용하는 행위'에 해당하지 않는다고 할 수는 없다.

나. 직무 관련 정보 이용으로 인한 구 자본시장법위반 부분

원심은 판시와 같은 이유로 피고인 2에 대하여 원심에서 변경된 공소사실 중 '피고인 2가 피고인 1 등과 공모하거나 단독으로 조사분석자료 및 그 내용 등 직무상 알게 된 정보로서 외부에 공개되지 아니한 정보를 정당한 사유 없이 피고인 1 또는 공소외 3의 이익을 위하여 이용하였다'는 부분에 관하여 ① 구 자본시장법 제445조 제9호, 제54조만을 적용법조로 하는 주위적 공소사실에 대하여는 죄가 되지 아니하고, ② 양벌 규정을 적용한 예비적 공소사실 중 타인이 작성한 조사분석자료를 이용한 주식매매 관련 부분(유죄 부분 제외)에 대하여는 범죄의 증명이 없는 경우에 해당한다고 보아 각각 이유에서 무죄로 판단하였다.

원심판결 이유를 관련 법리와 기록에 비추어 살펴보면, 원심 판단에 논리와 경험 법칙을 위반하여 자유심증주의 한계를 벗어나거나 구 자본시장법 제445조 제9호, 제54조의 적용범위 등에 관한 법리를 오해한 잘못이 없다.

다. 자기 명의 금융투자상품 매매 의무 위반으로 인한 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 '자본시장법'이라 한다) 위반 부분

원심은 판시와 같은 이유로 피고인 2에 대한 공소사실 중 자신의 처 명의로 금융투자상품을 매매함으로써 자본시장법 제63조 제1항 제1호를 위반하였다는 부분에 대하여 범죄의 증명이 없다고 보아 무죄를 선고한 제1심판결을 그대로 유지하였다. 원심판결 이유를 관련 법리와 기록에 비추어 살펴보면, 원심 판단에 논리와 경험 법칙을 위반하여 자유심증주의 한계를 벗어나거나 자기 명의 금융투자상품 매매 의무 위반으로 인한 자본시장법위반죄 성립 등에 관한 법리를 오해한 잘못이 없다.

라. 유죄 부분

검사는 원심판결 전부에 대하여 상고하였으나 피고인 2에 대한 유죄 부분에 관하여는 상고장이나 상고이유서에 구체적인 불복이유의 기재가 없다.

3. 피고인 2의 상고이유에 관하여

원심은 판시와 같은 이유로 피고인 2에 대한 공소사실(무죄 및 이유무죄 부분 제외)을 유죄로 판단하였다. 원심판결 이유를 관련 법리와 적법하게 채택된 증거에 비추어 살펴보면, 원심 판단에 논리와 경험 법칙을 위반하여 자유심증주의 한계를 벗어나거나 직무 관련 정보 이용으로 인한 구 자본시장법위반죄 성립 등에 관한 법리를 오해한 잘못이 없다.

4. 파기 범위

원심판결 중 피고인 2에 대한 제1심 판시 범죄일람표(1) 순번 2 내지 10, 12, 13, 15
내지 17, 19, 21, 22, 25, 27, 29, 32, 33, 36, 37, 39, 40, 46, 47 및 제1심 판시 범죄일
람표(2) 순번 1 내지 4, 7, 9 기재 행위로 인한 사기적 부정거래에 대한 이유무죄 부분
은 앞서 본 이유로 폐기되어야 하는데, 원심이 이 부분을 피고인 2에 대한 유죄 부분
및 나머지 이유무죄 부분과 포괄일죄 또는 상상적 경합범의 관계에 있는 것으로 보아
이유에서 무죄로 판단한 이상 피고인 2에 대한 원심판결 중 유죄 부분 및 이유무죄 부
분을 모두 폐기할 수밖에 없다.

5. 결론

원심판결 중 피고인 2에 대한 사기적 부정거래 및 직무 관련 정보 이용으로 인한 자본시장법위반 부분(유죄 부분 및 이유무죄 부분)을 모두 폐기하고, 이 부분 사건을 다시 심리·판단하도록 원심법원에 환송하며, 검사의 피고인 1에 대한 상고 및 피고인 2에 대한 나머지 상고를 모두 기각하기로 하여, 관여 대법관의 일치된 의견으로 주문과 같이 판결한다.

재판장 대법관 이홍구 _____

대법관 오석준 _____

주 심 대법관 노경필 _____

대법관 이숙연 _____