

ELW거래에서의 전용선제공행위의 可罰性

－ 資本市場法 제178조 제1항 제1호의 適用을 중심으로 －

이 철 송

(한양대학교 법학전문대학원 교수)

【초 록】

2005년 말부터 시작된 ELW거래에서는 동 상품의 유동성을 공급하는 증권사(LP)들이 고객유치의 한 방법으로서 대형고객들에게 거래주문을 위한 전용선 등 전산상의 편익을 제공해 왔는데, 검찰은 이러한 편익제공을 자본시장법 제178조 제1항 제1호에 위반하는 범칙행위에 해당한다고 보아 전용선제공에 관여한 LP 임직원들을 기소하였다.

이 글에서는 이 사건에 적용된 자본시장법 제178조 제1항 제1호의 법문의 의미가 모호하여 문언대로 해석한다면 罪刑法定主義에 위반된다는 점을 지적하고 그 合憲性을 회복하는 방법으로서 동 규정의 목적론적 축소해석을 주장하였다. 그리하여 동 규정의 보호법익을 투자결정의 자유로 이해하고, 동 규정이 말하는 부정한 행위란 투자자의 오해를 유발하는 기망행위를 지칭하는 뜻으로 해석할 것을 주장하였다. 이에 이어 기소된 전용선 등의 편익제공행위에 가벌성이 있느냐는 점을 다루되, 동 편익제공이 ELW거래에서 당사자들에게 실질적으로 어떤 영향을 주는지를 분석하였다. 공소내용은 LP와 스캘퍼들이 편익제공을 통해 일반투자자의 희생하에 이익을 취한다는 것이나, 기본적으로 스캘퍼와 일반투자자의 시장이 구분되어 있어서 서로의 이해가 독립적으로 형성된다는 점을 중점으로 설명하였다.

이상의 논리전개를 거쳐 기소사실에 가벌성이 없다고 결론짓고, 형벌의 일반적인 조건으로 제시되는 보충성의 원리에 입각하여 當罰性과 必罰性에 관한 이론을 소

개하며, 이 사건의 경우 이러한 형벌의 조건을 갖추고 있지 못함도 지적하였다.

주제어: 목적론적 축소해석/부정한 수단/스캘퍼/자본시장법 제178조 제1항/전용선제공/ELW/LP

논문투고일: 2011. 12. 14 / 논문심사일: 2011. 12. 17 / 게재확정일: 2011. 12. 19

【차 례】

I. 머리말	4. 目的論的 縮小解釋에 의한 明確性의 보완
II. 公訴事實과 適用法條	IV. 起訴事實의 可罰性
1. 공소사실	1. 보호법익에 대한 공소장의 誤解
2. 적용법조의 내용	2. 제178조 제1항 제1호의 범죄유형과 危險要素로서의 ‘不正’
3. 제178조 제1항 제1호의 沿革	3. ‘不正’의 現實性(法益侵害의 可能性)
III. 제178조 제1항 제1호의 違憲性과 解釋的 統制	4. ELW거래구조와 당사자의 구성
1. 規定의 違憲性	5. 공소사실의 객관적 평가
2. 日本에서의 解釋論	V. 當罰性과 必罰性의 문제
3. 우리나라에서의 解釋論	VI. 맺음말

I. 머리말

2005년말 ELW가 거래소에 상장된 이래 동상품의 高레버리지효과가 매력으로 작용하여 ELW시장은 2010년 말에는 1.9조원의 시장으로 성장하였다. 그 과정에서 이 상품의 유동성공급을 담당하는 증권사(Liquidity Provider: LP)들은 고객유치의 한 방법으로서 수년간에 걸쳐 자신과 ELW를 거래하는 대형고객들에게 거래주문을 위한 전용선 등 전산상의 편의를 제공해 왔다. 이같은 편의제공은 증권사가 고객에 대해 하는 서비스의 하나로 인식되어 거의 관행처럼 익숙해졌는데, 2011년 6월 사정당국은 이러한 편의제공이 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 ‘자본시장법’)이 정한 범칙행위(동법 제178조 제1항 제1호 위반)에 해당한다고 보아 전용선 등 편의제공 실태의 조사에 착수하고 동 편의제공에 관여한 증권사 임직원들을 처벌하기 위해 공소를 제기한 바 있다(서울지방검찰청 2001형 제58143호 외 다수. 이하 ‘이 사건’이라 칭함). 이는 금년 들어 증권가에 일어난 가장 충격적인 사건이지 싶다. 무려 12개 증권사의 대표자와 수명씩의 임직원이 기소대상이었으므로 우선 피의자의 수만으로도 대형사건이다. 또 수년간 증권사들은 아무 위법성에 관한 인식이 없이 거듭해 오던 행위가 일시에 위법한 행위로 추적된 바이므로 그로 인한 충격이 크기도 하려니와, 재판결과에 따라 위법성에 대한 평가가 굳어지거나 아니면 적법성이 회복되는 계기가 되므로 장차 증권업계에 미치는 영향이 클 것이 자명하다. 前者로 판명될 경우에

는 다수의 증권사들이 일반투자자들을 피해자로 삼아 이익을 취한 고질적인 범죄로 평가될 것이므로 증권업계의 신뢰에 치명적인 손상을 줄 것이다.

이 사건은 筆者와 같은 증권법을 공부하는 사람에게는 다른 관점에서 큰 의의가 있는 사건이다. 이 사건에 적용된 자본시장법 제178조 제1항 제1호(이하 '제178조 제1항 제1호'라고도 표기)는 담고 있는 의미가 모호하여 罪刑法定主義의 시각에서 合憲性이 의심스러운 규정이고 해석론도 구구한 바이므로, 이 사건을 계기로 동 규정에 대한 해석론적 평가가 재판에 의해 내려질 것이 기대되기 때문이다.

한편 이 사건에 대한 사법적 판단 여하에 따라 증권업자들의 영업방법 내지 영역에 있어 허용되는 이론적 범위가 크게 달라질 수 있는데, 혐의사실은 금융업의 통념으로 보아 可罰性을 쉽게 시인하기 어려운 점도 있다. 그러므로 자본시장법 제178조 제1항 제1호의 해석론과 아울러 공소사실을 이루는 행위의 可罰性은 증권법학계의 좋은 연구소재가 되리라 생각한다. 이러한 연구의 하나로써 이 글에서는 언론매체의 기사를 통해 이미 알려진 공소사실을 토대로 하여 제178조 제1항 제1호의 해석론 그리고 이 사건의 規範的 評價에 관한 논의를 전개해 보기로 한다.

II. 公訴事實과 適用法條

1. 公소사실

이 글에서 다루는 것은 모두에서 밝힌 바와 같이 형사사건으로 기소된 ELW거래에서의 전용선 등 편익제공의 규범적 평가이지만, 다수의 증권사가 혐의를 받았으므로 각 회사에 대한 구체적인 기소사실은 다양하다. 이 글에서는 아래에 설명하는 공통적인 기소사실만을 대상으로 하며, 관련 사건들을 통칭하는 용어로서 '이 사건'이라는 말을 자주 쓰는데, 이는 어느 특정의 증권회사의 기소사건을 가리키는 것이 아니라 아래에 기재한 사실관계가 들어 있는 사안을 추상화해서 지칭하는 것이다.

이러한 의미에서의 '이 사건'의 피고인들은 ELW를 발행한 증권회사(이하 공소장의 표현대로 'LP'라 약칭)의 임직원들로서 자신들이 근무하는 증권사에서 ELW상품을 거래하는 대형고객(이를 공소장에서는 '스캘퍼'로 표기하므로 이 글에서도 같은 용어를 사

용한다)에게 다음과 같은 편의를 제공함으로써 스캘퍼들의 매매주문이 일반투자자에 비해 신속하도록 하였다.

i) 스캘퍼의 ELW 알고리즘 매매프로그램이 탑재된 컴퓨터를 피고인들의 증권회사 전산망에 직접 연결시켰다.

ii) 스캘퍼 전용 서버를 설치하거나 전용하였다.

iii) 스캘퍼의 매매주문에 대해서는 일반투자자의 주문이라면 거쳐야 하는 유효성관련 검사를 크게 간소화하였다.

iv) ELW 매매주문의 입력변수가 되는 기초자산의 시세정보를 편집하지 않은 상태에서 스캘퍼에게 제공하였다.

검사는 피고인(이하 'LP사용인')들의 이상의 행위가 정당한 사유 없이 투자자의 이익을 해하면서 자신이 근무하는 LP 또는 제3자(스캘퍼)가 이익을 얻도록 하는 행위로서, 자본시장법 제178조 제1항 제1호에 위반하는 행위라고 판단하고 기소하였다.

2. 적용법조의 내용

이 사건에서는 전용선제공에 관련한 LP사용인들에게 제178조 제1항 제1호의 책임을 물었으므로 우선 제178조 제1항 제1호가 규율하는 바가 무엇인지를 파악해야 한다. 자본시장법 제178조 제1항 본문에서는 “누구든지 금융투자상품의 매매(증권의 경우 모집·사모·매출을 포함한다. 이하 이 조 및 제179조에서 같다), 그 밖의 거래와 관련하여 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하여서는 아니된다”라고 규정하고, 이어 同項 제1호에서 “부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위”를 열거하고 있다. 제1호의 法文만으로는 완결된 의미를 가질 수 없고, 본문과 연결하여 읽으면, “누구든지 금융투자상품의 매매(팔호 생략), 그 밖의 거래와 관련하여 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위를 하여서는 아니된다”라는 규범내용이 완성된다.

3. 제178조 제1항 제1호의 沿革

제178조 제1항 제1호는 2009년 폐지되기 전의 舊증권거래법 제188조의4 제4항 제1호를 이어받은 것인데, 자본시장법으로 옮겨 오면서 크게 수정되었다. 舊증권거

래법 제188조의4 제4항의 본문은 현행 자본시장법 제178조 제1항 본문과 대체로 같고, 同條 제4항 제1호는 “부당한 이득을 얻기 위하여 고의로 허위의 시세 또는 허위의 사실 기타 풍설을 유포하거나 위계를 쓰는 행위”라고 규정하였다. 그리고 이 규정은 1997년 개정 전 舊증권거래법 제105조 제4항 제1호를 이어온 것인데, 동 규정은 “부당한 이득을 취득하기 위하여 고의로 허위의 시세 또는 허위의 사실 기타 풍설을 유포하거나 위계를 쓰는 것”이라고 규정하였다.

1997년 이전 증권거래법 제105조 제4항 제1호와 1997년 개정 증권거래법 제188조의4 제4항 제1호간에는 실질적으로 차이가 없지만, 이들 규정과 자본시장법 제178조 제1항 제1호는 매우 큰 차이를 보인다. 舊증권거래법상의 구성요건을 보면, “부당한 이득을 취득하기 위하여”라고 규정함으로써 目的犯으로 다루고, 주관적 요건으로 ‘고의’를 요하고, 객관적 요건으로서 ‘허위의 시세의 유포’, ‘허위의 사실의 유포’, ‘기타 풍설의 유포’라는 구체적이고 정형화될 수 있는 실행행위를 요구하였다. 이에 대해 자본시장법 제178조 제1항 제1호는 목적이나 주관적 요건에 관한 언급은 없고, 객관적 요건도 단지 ‘부정한 수단, 계획 또는 기교의 사용’이라는 모호한 개념으로 실행행위를 규정하고 있어 동 조문이 과연 무엇을 규율하기 위한 것인지조차 알기 어렵다. 그러나 이 규정은 舊증권거래법 제188조의4 제4항 제1호의 미비점을 개선하기 위해 마련된 것으로 알려져 있으므로 그 입법동기에 맞추어 유의미하게 풀이하는 것이 일반적인 해석론이다. 제178조 제1항 제1호의 입법취지에 관한 증권법 전문가들의 설명을 다음과 같이 요약할 수 있다.

“과거 증권거래법 제188조의4 제4항 제1호가 ‘부당한 이득을 취하기 위하여’라는 목적범의 형식으로 규정되어 있는데, 실행행위가 한정적이므로 이 조문으로 포섭할 수 있는 불공정거래행위의 범위가 좁을 수밖에 없다는 점이 동 조항의 문제점으로 지적되어 왔다. 그리하여 이 규정을 미국 1934년 증권거래법 제10조 (b)항을 본받아 포괄적 사기금지 조항으로 만들었다.”¹⁾²⁾

1) 金正洙, 『資本市場法原論』, SFL그룹, 2011, 1149면; 林在淵, 『資本市場法』, 박영사, 2011, 814면; 한국증권법학회, 『자본시장법[주석서I]』, 2009, 955면.

2) 舊증권거래법 제188조의4 제4항도 포괄적 사기금지 조항의 역할을 한다는 견해도 있었다(성희환, “사기적 부정거래에서 ‘위계’의 적용문제,” 『증권법연구』, 제8권 1호(2007), 67면. 그리고 판례도 제188조의4 제4항 제1호 및 제2호의 행위는 사기적 거래행위라고 설시하였다(대법원 2001.1.29. 선고 2000도4444판결)).

미국 증권거래법 제10조 (b)항은 입법방법론으로서의 모델이 되기는 했지만,³⁾ 제178조 제1항 제1호는 직접적으로는 日本 金融商品取引(去來)法 제157조 제1호를 본받아 만든 규정이다. 同法 제157조 본문에서는 “누구도 다음에 계기하는 행위를 해서는 아니된다”라고 규정하고 3개 호를 두었는데, 제1호에서 “유가증권의 매매 기타 거래 또는 유가증권지수 등 선물거래 등, 유가증권옵션거래 등 혹은 외국시장증권선물거래 등에 관하여 不正한 手段, 計劃 또는 技巧을 하는 것”(밑줄은 筆者)을 금지사항의 하나로 열거하고 있다. 법문의 표현으로 알 수 있듯이 자본시장법 제178조 제1항 제1호의 규정형식과 의미내용은 일본 금융상품거래법 제157조 제1호와 일치한다.

Ⅲ. 제178조 제1항 제1호의 違憲性和 解釋的 統制

1. 規定의 違憲性

이 사건에서 공소사실로 적시된 LP사용인들의 행위에 可罰性이 있느냐는 점부터 의문시되는 바이지만, 이에 관한 논의는 뒤로 미루고, LP사용인들의 행위에 적용한 자본시장법 제178조 제1항 제1호가 죄형법정주의에 위반된다고 생각하므로 이 점을 간단히 언급한다.

국가의 형벌기능은 범죄와 형벌에 관한 구성요건으로 표현되는데, 이는 국민의 기본권에 대한 침해의 우려가 가장 큰 국가작용이므로 이른바 罪刑法定主義에 의해 통제된다. 죄형법정주의는 여러 가지 각론적인 원리를 내포하는데, 그 중의 하나로 ‘法律明確性の 原則’이 있다. 범죄의 구성요건과 형벌은 법률에 규정하되 무엇이 범죄이고 무엇이 형벌인지 명확하게 규정하라는 원칙으로서, 국민이 자신의 행위의

3) 미국 1934년 증권거래법 제10조 (b)항 및 그 규칙도 자본시장법 제178조 제1항 제1호와 흡사하고 또 이 규정과 본문에서 인용한 일본법의 모델이 되기도 했다. 그러나 미국법의 동 규정은 우리나라 일본의 규정에 비해 훨씬 구체적이다. 제10조 (b)항에서 “이 법 또는 SEC가 공익이나 투자자보호를 위해 필요하다고 규정하는 것을 위반한 어떤 기망적인 수단이나 기교”도 금한다고 규정하고, SEC Rule 제10조(b)-5(a)에서는 “To employ any device, scheme, or artifice to defraud,”를 금한다고 규정하므로 자본시장법 제178조 제1항 제1호가 표현하는 ‘부정한 수단, 계획, 기교’와 표현이 흡사하지만, 동 조가 금지하는 device, scheme, artifice의 범위를 ‘유가증권의 매매에서 사람을 기망하기 위한’(to defraud in connection with purchase or sale of any security)으로 한정하고 있어 이 규정의 적용범위는 우리 법과는 달리 명확하다고 할 수 있다.

규범적 의미를 평가함에 있어 예측 가능성을 부여해야 한다는 취지를 담고 있다.

구성요건이 어느 정도의 구체성을 지녀야 명확한 것이냐는 점에 관해 다시 다양한 기준이 제시될 수 있겠는데, 大法院 判例는 특정의 형벌규정에서 “구성요건요소에 해당하는 행위유형을 정형화하거나 한정할 합리적 해석기준을 찾기 어려운” 경우 이는 명확성의 원칙에 반한다고 판단한다.⁴⁾⁵⁾

제178조 제1항 제1호는 구성요건적 행위로서 ‘부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위’를 열거하고 있다. ‘수단’, ‘계획’, ‘기교’란 인간의 특정한 목적을 성취하고자 실천에 옮기는 방법(수단), 그 방법의 운용에 관한 구상(계획), 그 방법의 기술적 정교함(기교)을 나타내는 가치중립적인 개념이므로 이 자체에서는 반규범적인 성격을 찾을 수는 없다. 이 규정에서 반규범적인 요소를 표현하는 유일한 법문은 ‘不正한’이다. 이 ‘不正한’이란 단지 ‘나쁜’, ‘못된’이라는 말과 같은 고도의 불확정 개념으로서, 보다 구체적인 반가치적 구성요건요소가 없이 이 개념만을 구성요건으로 삼는 것은 정형화된 행위유형이나 예측 가능한 반규범적 행위를 예상할 수 없게 하므로 명백히 법률명확성의 원칙에 반한다고 생각된다.

헌법재판소는 어떤 법률용어이든지 다소간에 추상성과 불확정성을 지니며, 또 이러한 용어를 구성요건요소로 사용할 수밖에 없는 입법기술적 한계를 시인하고, 법률명확성의 원칙을 완화하여 풀이한다. 즉 규정의 입법취지, 보호법익, 적용대상의 특수성 등을 감안하여 법관의 해석작용에 의해 명확성이 보완될 수 있다면 법률명확성의 원칙을 충족한 것으로 이해하는 것이다.⁶⁾ 제178조 제1항 제1호는 규정의 모호성이 현저하여, 헌법재판소가 말하는 보완적 해석을 시도하더라도 그 불명확성이 극복되기 어렵다. 그러나 제178조 제1항 제1호의 위헌론의 논증은 그 자체만으로도 상세한 입론이 필요한데, 이 글의 당초 목적은 제178조 제1항 제1호의 해석론 및 현재 규범적 평가가 다양하게 엇갈리는 ELW 관련 전용선공급에 대한 同 해석론의 적용이므로, 명확성 원칙의 위반을 이유로 한 違憲論議는 다음 기회로 미루고 이

4) 대법원 1998.6.13. 선고 97도2231판결.

5) 명확성은 어느 법률에서나 요구되지만, 그 정도는 모든 법률에 있어서 동일한 정도로 요구되는 것은 아니고, 개개의 법률이나 법조항의 성격에 따라 요구되는 정도에 차이가 있을 수 있으며, 각각의 구성요건의 특수성과 그러한 법률이 제정되게 된 배경이나 상황에 따라 달라질 수 있다. 一般論으로는 어떠한 규정이 부담적 성격을 가지는 경우에는 수익적 성격을 가지는 경우에 비하여 명확성의 원칙이 더욱 엄격하게 요구되고, 죄형법정주의가 지배하는 형사관련 법률에서는 명확성의 정도가 강화되어 더 엄격한 기준이 적용된다고 말할 수 있다(헌법재판소 2002.7.18. 선고 2000헌바57결정).

6) 헌법재판소 2005.9.29. 선고 2003헌바52결정.

글에서는 제178조 제1항 제1호의 해석론에 머물고자 한다.

2. 日本에서의 解釋論

기술한 바와 같이 제178조 제1항 제1호는 일본의 金融商品取引(去來)法 제157조 제1호를 옮겨 온 것이므로 일본에서의 해석론은 우리 법의 해석론에 크게 참고되리라 생각된다. 일본의 司法文化는 우리와 크게 달라서 법률이 違憲이라는 판단은 여간해서 하지 않는다. 그래서 金融商品取引(去來)法 제157조 제1호의 모호성은 수없이 지적되지만, 동 규정이 위헌이라는 판단을 내린 판례는 없고, 동 규정의 가장 중요한 구성요건인 ‘不正한’의 의미를 다룬 판례가 있을 뿐이다. 東京高等裁判所の 한 판결은 不正의 의미를 이 조문의 전후에 있는 시세조정의 금지, 내부자거래금지 등의 규정과 조화를 이루는 방향으로 해석하여, ‘부정한 수단’이란 ‘유가증권의 거래에 있어 타인을 기망하여 착오에 빠뜨려서 자기 또는 타인의 이익을 도모하는 행위’를 의미한다고 판단하였다.⁷⁾ 그러나 최고재판소는 ‘부정한 수단’이란 ‘사회통념상 부정하다고 인정되는 일체의 수단’이라고 함으로써 원심에 비해 구성요건의 적용범위를 크게 넓혀 이해하였다.⁸⁾ ‘사회통념상’이라는 보충어가 들어가긴 하지만, ‘부정한 수단’을 정의하면서 ‘부정하다고 인정되는 수단’이라는 개념요소를 사용하는 것은 동어반복으로서, 전체적으로 무내용한 정의라고 생각되는데, 일본에서도 같은 비판이 있다. 그리하여 일본의 증권법전문가들은 고등재판소와 최고재판소의 판지를 적당히 절충하여 金融商品取引法 제157조 제1호는 “증권거래를 통한 사기적 행위, 방법을 포괄적으로 금지하여 거래의 공정을 확보하고자 하는 一般條項的 規定”이라고 설명하거나 기타 이와 유사한 표현으로 풀이하고 있다.⁹⁾

3. 우리나라에서의 解釋論

우리나라의 증권법 전문가들도 대체로 제178조 제1항 제1호의 一般條項的 성격을 인정하여 다른 불공정 관련 규정들이 적용될 수 없을 경우에 제1호가 적용될

7) 일본 東京高等裁判所 1963. 7. 10. 東京高裁判事判決時報 14권 7호, 116면.

8) 일본 最高裁判所 1965. 5. 25. 裁判集刑事135・831.

9) 川村和夫, 『注解證券取引法』, 有斐閣, 1997, 1137면; 證券法制研究會編, 『逐條解說』, 商事法務研究會, 1995, 698면; 日野正晴, 『金融商品取引法』, 中央經濟社, 2009, 716면.

수 있다고 설명한다.¹⁰⁾ 그러나 그 적용범위에 관하여는 설명이 일치하지 않다. 기본적으로는 ‘부정한 수단, 계획, 기교’의 의미를 어떻게 이해하느냐라는 문제인데, 일본의 동경고등재판소의 설명과 꽤를 같이 하여 ‘거래상대방 또는 불특정투자자를 기망하여 부지 또는 착오상태에 빠뜨릴 수 있는 모든 수단·계획·기교’를 뜻한다고 풀이하는 견해와 일본 최고재판소와 같이 ‘사회통념상 부정하다고 인정되어 허용될 수 없는 경우’를 뜻한다는 견해로 나뉘어진다. 前者를 취하는 학자는 제178조 제1항 제1호의 ‘不正’을 기본적으로 타인을 기망한다는 뜻으로 이해하므로 동 규정이 규율하는 행위는 타인을 기망하는 행위로서 동 조항 제2호, 제3호 및 제2항의 어느 하나에 의해 규율되어야 할 행위이지만, 이 규정들의 요건을 일부 불비하여 적용될 수 없는 행위를 포섭한다고 설명한다.¹¹⁾ 이에 대해 後者を 취하는 학자는 不正의 의미를 넓게 파악하므로 자본시장법상의 불공정거래행위 일반에 대해 보충적으로 적용된다고 본다. 그리하여 내부자거래나 시세조종행위로서 관련규정의 구성요건을 충족하지 못한 경우에도 적용될 수 있다고 본다.¹²⁾ 前者의 견해는 제178조 제1항 제1호의 구성요건이 지나치게 추상적임을 염려하여 그 적용범위를 축소하려는 취지인데, 後者の 견해도 무한정 적용범위를 확장하려는 뜻으로는 보이지 않고, 자본시장법이 정하는 범칙행위의 테두리 내에서 보충적인 적용을 모색하는 것으로 보인다.¹³⁾

4. 目的論的 縮小解釋에 의한 明確性の 보완

제178조 제1항 제1호와 같이 법규정이 모호한 개념으로 일반조항적인 형태를 띠고 있는 경우, 이를 합헌적인 규범으로 해석하기 위해서는 우선 保護法益을 특정해야 하고, 그 一般條項的 개념은 구체적 법 개념으로 특정하기 어려운 當罰的 행위만을 파악하는 의미로 해석해야 한다(목적론적 축소; teleologische Reduktion).¹⁴⁾

10) 金健植·鄭順燮, 『資本市場法』, 두성사, 376면; 金正洙, 『자본시장과 법(上)』, 고려대학교출판부, 2011, 731면; 金正洙, 앞의 주 1)의 책, 956면; 林在淵, 앞의 주 1)의 책, 825면.

11) 金正洙, 위의 책; 金正洙, 앞의 주 1)의 책, 1151면.

12) 金健植·鄭順燮, 앞의 주 10)의 책, 377면; 林在淵, 앞의 주 1)의 책, 825면; 정윤모, “ELW 전용선거래 및 부정거래행위에 관한 연구,” 한국상사판례연구회 및 한국기업법학회 2011년 하계학술대회, 157면; 최승재, “자본시장법 제178조 제1항 제1호에 대한 연구,” 『金融法研究』, 제6권 제2호(2009), 34면.

13) 예컨대 정윤모, 위의 논문, 159면에서는, “구성요건이 구체화되어 있는 개별조항들이 불공정거래행위에 대해 적절히 못하는 특단의 경우에 자본시장의 공정성과 투자자보호를 지키기 위한 최후의 수단으로서 악성의 정도가 시세조종이나 내부자거래 못지않은 불공정거래행위에 대해 적용 가능하다”(要旨)고 설명한다.

그리고 어떤 형법법규의 보호법익이든지 타인에게 해를 끼친다는 社會有害性(Sozialschädlichkeit)의 원칙에 합치하도록 설정되어야 한다. 제178조 제1항 제1호의 보호법익을 무엇으로 이해할 것이냐는 문제도 이 원칙에 따라 풀어야 한다. 증권시장이란 불특정 다수의 투자자가 각자 자기의 위험과 판단하에 경쟁적으로 유가증권의 매매에 참가하는 곳이므로 투자자가 그 책임으로 돌릴 수 없는 사유로 손실을 입게 해서는 안될 것이고(투자자의 보호), 이 점이 자본시장법에 규정된 여러 유형의 구성요건이 공통적으로 갖는 보호법익이라고 할 수 있다. 투자자의 이익을 해하는 행위유형에는 여러 가지가 있는데, 그 중에서도 특히 제178조가 규정하는 행위유형의 공통점에 주목할 필요가 있다. 제178조 제1항 제2호는 거짓의 기재, 표시를 통해 타인의 오해를 유발하는 행위를 규정하고, 동 조항 제3호는 거짓의 시세를 이용하는 행위를 규정하고, 제2항에서는 풍문의 유포, 위계의 사용, 폭행, 협박을 규정하고 있다. 모두가 투자자의 투자결정과 투자행동을 오도하려는 목적과 가능성을 가진 점에서 공통적이고, 제2항의 폭행과 협박을 제외하고는 투자자를 기망하는 것을 공통의 실행행위로 하고 있다.

기망을 실행행위로 한다는 점에서 형법상의 詐欺罪(제347조 제1항)와 공통되므로 형법상의 사기죄의 보호법익론을 참고할 필요가 있다. 刑法學에서 설명하는 사기죄의 보호법익은 지지자의 多數性的 순으로 볼 때, 재산이라는 설,¹⁵⁾ 재산 및 거래상의 진실성이라는 설,¹⁶⁾ 재산 및 개인의 경제적 의사결정 내지는 의사활동의 자유라는 설¹⁷⁾로 분포되어 있다. 그리고 단지 재산이라고만 해서는 다른 재산범죄와의 구별이 어렵다는 점을 의식하고 기본적인 보호법익은 재산이지만, 부차적으로는 거래의 진실성 내지는 신의칙에 대한 신뢰라고 하는 설도 있다.¹⁸⁾

자본시장법 제178조가 열거하는 행위도 기망을 수단으로 하는 범죄이므로 사기죄와 같은 흐름으로 보호법익론이 전개될 수도 있겠지만, 주의할 점은 사기죄는

14) 목적론적 축소란 법문의 목적을 고려할 때 지나치게 넓게 전개된 法文을 그 목적에 맞게 축소해서 풀이하여 적용하는 것이다. 예컨대 영아살해죄(형법 제251조)는 일반살인죄에 비해 형이 크게 감경되어 있다. 형법학자중에는 영아살해죄의 입법취지를 출산 직후의 生母의 비정상적인 심리상태를 배려한 것으로 보고 행위주체인 직계존속을 生母로 제한하여 해석하는 견해도 꽤 있는데, 이는 목적론적 축소해석이다. 목적론적 축소해석에 관해 상세는 김영환, “법학방법론의 관점에서 본 유추와 목적론적 축소,” 『법철학연구』, 제12권 제2호(2009), 7면 이하 참조.

15) 李在祥, 『刑法各論』, 박영사, 2010, 325면 외 다수.

16) 배중대, 『형법각론』, 홍문사, 2010, 445면 외.

17) 吳英根, 『형법각론』, 박영사, 2010, 397면.

18) 任雄, 『刑法各論』, 법문사, 2011, 358면.

피해자의 재산의 관점에서 侵害犯인데 반해 자본시장법 제178조 소정의 행위는 투자자의 재산의 관점에서는 危險犯이라는 중대한 차이가 있다. 즉 자본시장법 제178조의 보호법익을 사기죄와 동일하게 설명하기는 어렵다는 것이다.

제178조가 위험범이라는 점과 열거하는 행위들의 공통성을 기초로 보면 제178조 전체의 보호법익은 투자자의 '투자결정의 자유'라고 말할 수 있다. 그러므로 제1항 제1호의 '부정한 수단, 계획, 기교'란 투자자의 자유로운 투자결정을 방해 내지는 오도하기 위한 행위로서, 제2호와 제3호 및 제2항으로 포착할 수 없는 행위를 可罰적으로 다루기 위한 일반조항으로 보아야 한다. 그같이 본다면 제1호의 부정한 행위란 제2호, 제3호 및 제2항이 규정하는 기망행위와 等價的인 非難이 가능한 수단으로서, 동 규정들의 개념으로 포섭되지 아니하면서 투자자의 오해를 유발하는 행위를 가리키는 뜻으로 제한해서 해석해야 한다.¹⁹⁾ 이는 제178조 제1항 제1호를 기술한 目的論的 縮小라는 해석방법을 적용하여 해석한 것이다. 참고로 목적론적 축소는 법령상의 개념을 語義대로 적용하면 적용범위가 부당히 확대될 경우 이를 합리적으로 축소하기 위해 대법원 판례가 이미 활용하고 있는 해석방법이다.²⁰⁾

IV. 起訴事實의 可罰性

1. 보호법익에 대한 공소장의 誤解

이상 서술한 내용을 요약하자면, 제178조 제1항 제1호가 합헌적인 일반조항으로서 기능하도록 하기 위해서는 '不正'을 同條의 다른 구성요건이 파악하지 못하는 법익침해행위를 포착하기 위한 개념으로 해석해야 하고, 그러기 위해서는 보호법익의 이해가 선행되어야 하는데, 같은 조의 다른 구성요건과 같이 '투자결정의 자유'로 이해해야 한다는 것이다.

19) 同旨: 김민교, "ELW스캘퍼 거래의 부정거래 문제," 한국증권법학회 하계세미나(2011. 7. 23), 19면; 金正洙, 앞의 주 1)의 책, 956면; 정운모, 앞의 주 12)의 논문, 159면.

20) 예로 대법원 1998.4.23. 전원합의체 95다36466: 어음법 제1조 제7호가 發行地를 어음요건으로 규정하고 있으므로 발행지를 기재하지 않은 어음은 원칙적으로 무효이다. 그러나 국내어음의 경우 발행지의 기재가 실제 기능하는 바가 없으므로 이를 결하였다고 해서 무효로 하는 것은 옳지 않다. 그래서 대법원 판례는 발행지는 '국제어음에 한하여' 어음요건으로서의 효력을 갖는 것으로 해석해야 한다고 판시하였는데, 이는 '발행지'라는 法文의 의미를 통상의 語義에 비해 축소하여 해석한 것이다.

그러나 공소장의 기재에 의하면 제178조 제1항 제1호의 보호법익을 매우 폭넓게 해석하고 있는 듯하다. 즉 투자자의 이익 혹은 투자자의 보호 일반이 제178조 제1항 제1호의 보호법익임을 전제로 범죄사실을 설명하고 있는 것이다. 제178조 제1항 제1호와 같은 일반조항의 보호법익을 ‘투자자의 이익’과 같이 폭넓은 개념으로 풀이한다면 기술한 보호법익의 사회유해성의 원리에 어긋나고, 나아가 적용대상을 무제한적으로 포섭하게 되므로 다시 조문의 違憲論으로 반박할 수밖에 없다. 그래서 제178조 제1항 제1호의 보호법익은 투자자의 투자결정의 자유로 파악해야 하고, 구성요건적 행위는 투자결정을 오도하기 위한 행위로서 제178조 제1항 및 제2항의 다른 구성요건으로 파악되지 않는 행위로 해석해야 함을 다시 강조한다. 이같이 본다면, 이 사건 LP사용인들의 전용선제공행위에는 일반투자자나 기타 누구인가를 기망하는 것이 아니므로 제178조 제1항 제1호의 구성요건해당성조차 없다고 보아야 하지만, 공소장의 기재대로 보호법익을 투자자의 이익 일반으로 이해하더라도 LP사용인의 행위에 대해서는 可罰性을 인정하기는 다음과 같은 이유에서 어렵다.

2. 제178조 제1항 제1호의 범죄유형과 危險要素로서의 ‘不正’

공소장의 기재와 같이 제178조 제1항 제1호의 보호법익을 투자자의 이익 일반으로 이해할 경우, 동 규정의 구성요건상으로는 투자자의 이익을 침해하는 결과를 요하지 않으므로 동 규정의 죄는 일종의 抽象的 危險犯이라고 할 수 있다. 따라서 어떠한 행위, 예컨대 본 사건에서의 LP사용인의 행위가 동 조항이 열거하는 ‘부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위’에 해당한다면 동 행위가 실제 투자자의 이익을 해하는데 이르지 않더라도 동 규정의 죄가 성립한다. 그리고 동 규정의 구성요건 중 위험범으로서의 위험의 요소를 이루는 것으로는 ‘不正’이 유일하다. 기술한 바와 같이 ‘수단’, ‘계획’, ‘기교’는 가치중립적인 개념이므로 단지 수단, 계획, 기교에 해당한다는 것만으로는 보호법익을 침해할 가능성이 있는 위험요소가 될 수 없기 때문이다.

그러면 LP사용인에게 제178조 제1항 제1호를 적용하기 위해서는 이들의 전용선제공행위가 ‘부정’해야 할 것인데, 이 행위의 어떤 점이 부정한 것이냐는 의문이 제기된다.

공소장에서는 LP가 일반투자자에게는 제공하지 않는 전용선 등 편익을 스캘퍼

에게 제공함으로써 일반투자자보다 우위에서 賣買差益을 실현할 수 있게 하는 동시에 자신은 수수료를 거두었다는 것을 기초사실로 제시하고, 이를 共生關係에 있다고 표현하였으며, 이 점에서 스캘퍼에 대한 편익의 제공이 ‘不正’하다고 하였다. 단지 LP와 스캘퍼가 공생관계에 있다고만 해서 부정한 수단이라고 말할 수는 없고, 누구인가의 피해가 있어야 할 것이므로 공소장에서는 일반투자자를 피해자로 지목하였다. 즉 LP사용인이 스캘퍼에게 전용선 등의 편익을 제공함으로써 자신과 스캘퍼의 이익을 도모하고 일반투자자를 해하였다는 점에서 부정하다고 비난하였다.²¹⁾

3. ‘不正’의 現實性(法益侵害의 가능성)

危險犯이라 해서 보호법익의 실제적인 침해와 전혀 무관하게 성립하는 것은 아니다. ‘위험’이라는 것은 보호법익의 침해가능성을 의미하며, 이 침해 가능성 때문에 위험범이 처벌되는 것이므로 객관적으로 보아 보호법익의 침해를 야기할 가능성이 전혀 없는 행위라면 일견 범죄구성요건의 표현에 부합하는 듯 하더라도 구성요건해당성이 없다고 보아야 한다.

공소사실에 의하면 LP와 스캘퍼의 공모로 전용선 등 편익제공을 통해 일반투자자의 이익을 침해했다는 것인데, 이는 LP사용인들의 행위가 법익을 침해할 위험이 있는 정도를 지나 이미 법익침해의 수준에 이른 것을 의미한다.

그러나 공소장에서 파악하고 있는 바와 달리, LP사용인들이 스캘퍼들에게 제공하는 편익으로 인해 일반투자자들의 손실이 발생하는 것이 아니라면, 또 그럴 가능성조차 없다면, LP사용인들의 행위는 보호법익의 침해 가능성이 없으므로 위험범으로서도 성립할 수 없음을 뜻하고, 따라서 자본시장법 제178조 제1항 제1호의 구성요건해당성이 없다고 보아야 한다.

결론부터 말하자면, 이 사건에서의 LP사용인들의 행위는 일반투자자를 해할 가능성은 전혀 없으므로 동 규정의 구성요건에 해당하지 않는다고 생각된다. 난을 바

21) 공소사실을 본문에서와 같이 이해하는 근거는 공소장 중 다음과 같은 부분이다.

“또한 금융투자업자는 신의성실의 원칙에 따라 공정하게 금융투자업을 영위하여야 하고 정당한 사유 없이 투자자의 이익을 해하면서 자기가 이익을 얻거나 제3자가 이익을 얻도록 하여서는 아니된다(傍線은筆者). 그럼에도 불구하고 ○○증권, ...의 임원들인 피고인들은 아래와 같은 방법으로 일반투자자들과 달리 특정 스캘퍼들에게 일반투자자들은 모르는 위와 같은 부정한 수단 및 특혜를 제공하였다”(D증권 관련 공소장, 11면).

꾸어 그 이유를 설명한다.

4. ELW거래구조와 당사자의 구성

(1) 당사자의 구성에 따른 損益의 因果關係

공소장에서는 LP가 제공하는 전용선 등의 편익에 기인하여 스캘퍼는 항상 ELW 매매에서 이득을 보고 이로 인해 일반투자자는 손실을 본다는 인과론을 전개하고 있다. 그러나 ELW의 거래구조를 보면 이러한 인과론에는 현실적인 근거를 찾기 어렵다.

ELW의 매매거래의 당사자를 기준으로 경우를 나누어보면, 이론적으로는 LP가 일방 당사자이고 스캘퍼 또는 일반투자자가 상대방인 거래({LP v. 스캘퍼}, {LP v. 일반투자자})와 스캘퍼 및 일반투자자들이 서로 당사자가 되는 거래({스캘퍼 또는 일반투자자 v. 스캘퍼 또는 일반투자자})로 나누어 볼 수 있다. 그러나 현실적으로 거래가 체결되는 것은 前者의 거래, 즉 {LP v. 스캘퍼 또는 일반투자자}의 거래가 대부분이다. 바꿔 말해 ELW시장은 LP가 딜러가 되어 스캘퍼 혹은 일반투자자 개개인을 상대로 매매를 체결하는 식으로 형성되는 것이다. 그러므로 ELW의 매매로 인한 손익이 零和(zero sum)의 관계에 있어 일방의 이득은 타방의 손실의 원인이 된다고 가정하고, 또 일반투자자는 항상 손실을 입는다고 가정하더라도, 스캘퍼의 이득은 일반투자자의 손실로 연결되지는 않는다.

따라서 LP가 스캘퍼에게 제공하는 전용선 등의 편익이 스캘퍼의 이득 실현에 도움이 되더라도 일반투자자의 손실의 원인이 되지는 않는다. 오히려 스캘퍼의 이득과 인과적으로 연결되는 손실이 있다면 그것은 LP에게 초래된다. 그리하여 손익을 인과론적으로 표현하자면 LP는 스캘퍼에게 전용선 등의 편익을 제공함으로써 자신에게 손해를 끼쳤다고 말할 수 있겠는데, 실제 그러하다면 스캘퍼에 대한 편익을 제공한 LP사용인이 자기 회사에 대해 背任을 하였다고 비난하는 것은 별론하더라도 일반투자자를 희생시켰다고 말할 수는 없는 것이다.

(2) 거래기능에 따른 市場의 區分

ELW시장은 당사자의 구성으로 볼 때 위와 같이 스캘퍼와 일반투자자의 손익이 각기 구분되어 실현되지만, 거래의 기능으로 볼 때에도 스캘퍼가 참가하는 시장

과 일반투자자가 주로 참가하는 시장은 유형별로 구분되어 있다. 공소사실은 당일 거래에서의 차익거래를 소재로 하여 죄를 논하고 있지만, 차익거래에는 주로 스캘퍼가 참가하는데 반해, 일반투자자는 주로 overnight 거래에 참가한다. 이는 당일거래는 투자판단과 주문에 있어 고도의 전문성과 기술을 요하지만, 일반투자자는 전문투자자가 아니므로 이러한 전문성과 기동성을 발휘할 수 있는 여건을 갖추지 못하여 당일거래에서 성공할 가능성이 거의 없기 때문이다. 그러므로 일반투자자는 비교적 장기적 판단에 따라 만기결제를 목표로 하는 보수적 거래를 선호한다. 이같이 스캘퍼와 일반투자자는 시장을 달리하여 거래하므로 상호의 손익은 零和(zero sum)의 관계에 있지 않다. 물론 당일거래에서의 스캘퍼와 스캘퍼간에는 경쟁이 있을 수 있지만, LP의 전용선 등 편익은 스캘퍼 대부분에게 주어지므로 스캘퍼와 스캘퍼간의 불공정성은 현실적으로 부각될 만한 문제는 아니다. 공소장 역시 LP가 스캘퍼에 전산 등 편익을 제공한 것이 일반투자자를 해한다는 시각에서 죄를 묻고 있을 뿐 스캘퍼-스캘퍼의 불공평문제는 거론하고 있지 않다.

5. 공소사실의 객관적 평가

(1) 문제의 소재—錯視的 因果論

기술한 바와 같이 공소장에서는 LP가 스캘퍼에게 전용선 등의 편익을 제공함으로써 양자는 공생관계로 수익을 올리고 이로 인해 일반투자자가 피해를 입는다는 취지로 기술하고 있다. 공소장에서는 이들 손익의 구체적인 숫자는 제시하지 않았지만, 검찰의 관련 기자회견에서 손익의 수치가 제시된 적이 있다. 즉 2010년 한해 동안 스캘퍼와 증권사는 각각 1,000억원 이상의 이익을 얻은 데 반해 일반투자자들은 4,143억원의 손실을 입었다는 것이다.²²⁾ 단정하기는 어렵지만, 공소사실은 스캘퍼와 증권사의 이익 그리고 일반투자자의 손실이 인과적으로 연결된다는 가설에 기초하여 구성된 것으로 보인다.

그러나 거듭 말해, 스캘퍼 및 LP의 이익과 일반투자자의 손실은 상관성이 없는 독립변수이다. 따라서 LP가 스캘퍼에게 제공한 전산등편익은 스캘퍼의 수익실현에

22) 박선중, “ELW 규제의 쟁점에 관한 연구,” 자본시장법연구회 발표문(2011. 8. 13), 21면; 한국경제신문(인터넷판) 2011년 6월 23일자 기사를 인용하고 있다.

도움이 되었는지는 몰라도 그것이 일반투자자의 손실을 야기한 것으로 볼 수는 없다. 筆者는 ELW 거래를 깊이있게 공부한 적이 없어 그 거래구조를 정확히 알지는 못하지만, 일반인에게 알려진 정도만으로도 법상식에 따른 규범적 평가는 할 수 있다고 생각되므로 이하 이 사건에 관련된 손익의 실현구조의 법적 의미를 확인해 보도록 한다.²³⁾

(2) 거래구조와 수익실현의 조건

ELW거래에는 당일거래와 오버나이트거래가 있는데, 후자의 거래는 최소 수일 간에 걸친 가격변동에 의해 수익을 실현하고자 하는 거래로서 주문의 속도가 손익에 영향을 줄 수 없으므로 이 사건의 공소사실에서는 제외되어야 할 것이다. LP의 편익제공의 범죄성이 문제될 수 있다면 당일거래 중에서 차익거래(arbitrage)에 관련해서이다. 기초자산의 가격이 변동되면 LP는 새로운 ELW의 호가를 내놓아야 하는데, 그 전에 매우 짧은 시간이지나지만, 기초자산의 가격과 ELW의 가격간에 괴리가 생기므로 그 차액을 취득하기 위해 스캘퍼들이 차익거래를 실행하는 것이다. 공소사실에 의하면 이 차익거래를 위해서는 신속한 주문이 필요한데, 스캘퍼들이 LP로부터 제공받은 전산등 편익을 활용하여 주문시간을 줄일 수 있어 수익을 얻을 수 있었다고 한다.

LP가 편익을 제공한 것이 스캘퍼의 수익실현의 결정적 요인이라 하더라도 이는 일반투자자의 손실과는 무관하다고 함은 앞서 언급하였지만, LP의 편익제공이 과연 스캘퍼의 수익실현에 결정적인 요인이냐는 점은 의문이다.

스캘퍼가 차익거래에서 성공하기 위한 필요충분적인 조건은 스캘퍼가 LP에 의해 정해지는 호가를 예측하는 것이다. LP의 호가는 사람의 수작업으로 만들어지는 것이 아니고 기초자산의 가격변동을 하나의 요소로 하고 이에 다수의 추가적인 요소와 변동성을 입력하여 컴퓨터로 처리하므로 스캘퍼 역시 수작업으로 LP의 호가를 예측할 수는 없고, 매매의 기회를 인지하고 주문을 집행하는 일련의 과정을 컴퓨터에

23) 피고인들로부터 전산 등 편익을 제공받은 스캘퍼의 호칭도 이들에 대한 선입견, 나아가 LP에 대한 선입견을 유발하는 부적절한 호칭이다. 원래 스캘퍼(scalper)란 스캘핑(scalping)을 하는 사람이고, 스캘핑이란 투자자문업자가 고객에게 특정의 유가증권의 매수를 권유하기 전에 해당 유가증권을 미리 사두는 것을 말한다. 스캘핑은 미국에서는 1934년 증권거래법 10조 (b)항에 어긋나는 것으로 취급된다. 그러나 이 사건에서 LP로부터 편익을 제공받은 자들은 단지 ELW의 대형투자자일 뿐이니 스캘퍼는 아니다.

프로그래밍하여 자동화시킨 소위 알고리즘매매 방식으로 예측하고 매매한다.²⁴⁾ 그러므로 스캘퍼의 차익거래가 성공하기 위한 관건은 LP의 호가를 최대한 근접하게 예측할 수 있는 정밀한 컴퓨터와 프로그램을 가동시키는 것이라 할 수 있다. 공소사실대로 스캘퍼는 많은 수익을 올리고 일반투자자는 큰 손실을 보았다면 이 차이는 바로 LP 호가에 대한 양자의 예측능력의 차이이다. 쉽게 말해 스캘퍼는 우수한 고가의 전산장비를 가동시켜 예측하고 있는데, 일반투자자는 자신의 두뇌로 예측하고 있는 것이다. 이 점은 증권시장에서 기관투자자는 대체적으로 수익을 올리는 반면, 개인투자자들은 손실을 보는 예가 흔한 것과 마찬가지로 불가피한 현실이 아닌가 싶다.

스캘퍼들 간에도 같은 차이가 생긴다. 스캘퍼들이 가지고 있는 장비의 성능이 상이할 것이므로 정확한 예측을 하는 스캘퍼도 있을 것이고, 서투른 예측을 하는 스캘퍼도 있을 것이다. 그래서 공소사실에서는 성공한 스캘퍼만 예를 들었지만, 더 많은 수의 스캘퍼들이 투자에 실패한 것도 주목해야 할 사실이다.

(3) 주문속도의 효용의 과대평가

공소장에서는 LP가 스캘퍼에게 제공한 편익을 i) ELW 알고리즘 매매프로그램이 탑재된 스캘퍼의 컴퓨터를 자신의 전산망에 직접 연결시킨 것, ii) 스캘퍼 전용 서버를 설치하거나 전용한 것, iii) 일반투자자의 매매주문이라면 거치게 할 유효성 관련 검사를 스캘퍼의 매매주문에 대해서는 크게 간소화한 것, iv) ELW의 기초자산의 시세정보를 편집하지 않은 상태에서 스캘퍼에게 제공한 것으로 열거하고 있으나, 이 네 가지는 결국 스캘퍼의 주문속도가 일반투자자 또는 다른 스캘퍼에 비해 빨라질 수 있도록 LP가 도왔다는 것으로 압축할 수 있다.

공소장에서 LP를 비난하는 기초적 사실은 스캘퍼가 일반투자자에 비해 유리한 입장에서 수익을 얻은 것이 LP의 편익제공에 기인한다는 것이다. 즉 스캘퍼가 수익을 획득하는 수단으로 작용한 것은 LP의 호가변경에 대한 정확한 예측과 주문의 빠른 속도이다. 호가변경에 대한 예측의 정확성은 우량한 장비를 포함한 스캘퍼의 역량이라고 할 수 있고, 이 사실에는 LP가 기여한 바는 없으니 결국 LP가 스캘퍼의 수익에 기여한 것은 속도지원이라고 할 수 있으므로 결국 LP의 형사책임의 근거는 스캘퍼의 주문에 대한 속도지원이라고 할 수 있다.

24) 박선종, 앞의 주 22)의 논문, 26면.

앞서 제178조 제1항 제1호의 ‘부정한 수단’이란 투자자의 자유로운 투자결정을 해하는 행위를 의미하는 것으로 보아야 하므로 공소장에서 투자자의 이익을 해하는 행위를 두루 포함하는 뜻으로 다룬 것은 잘못이지만, 설령 이같이 투자자의 이익을 해하는 행위 일반을 제178조제1항 제1호의 구성요건해당행위라고 시인하더라도 LP 사용인의 행위는 죄책을 인정하기 어렵다는 점을 설명하였다. 여기서 다시 공소장의 기재대로 부정한 수단이란 투자자의 이익을 해하는 행위를 두루 의미한다고 보기로 하고, 과연 주문속도가 투자자의 이익을 해하는 행위인지를 검토한다.

스캘퍼의 이익이 일반투자자의 손실과는 무관하다는 점을 앞서 논증하였지만, 이 점은 논외로 하고 스캘퍼의 이익 실현에 속도지원이 어떠한 기여를 하였는가를 생각해 본다. ELW의 물량에 제한이 있으므로 스캘퍼가 원하는 거래를 성사시키는 데에 주문의 속도가 기여하는 것은 사실이지만, 스캘퍼는 LP의 호가를 앞지르는 거래를 해야 하므로 매매의 결정적인 승패요인은 LP 호가의 예측이다. 속도가 아무리 빠르더라도 호가에 대한 그릇된 예측에 기초해서 매매한다면 스캘퍼는 손실을 입을 것이기 때문이다. 그러므로 공소사실에서 말하는 ‘부정한 수단’의 핵심적 요소를 이루는 스캘퍼의 이익이란 스캘퍼 자신이 갖춘 예측능력에 기인하는 것이지, LP사용인의 속도지원에 기인하는 것은 아니다.

증권회사가 고객의 주문을 취급함에 있어 고객별로 체계화되어 속도에 차이가 벌어지는 것은 일상화되어 있다. 고객이 주문을 내는 양상은 i) 고객이 증권회사로부터 받은 프로그램을 자신의 컴퓨터(HTS)에 설치하고 이를 통해 매매주문을 하는 경우, ii) 전화로 주문을 내는 경우, iii) 증권회사에 상주하며 그때 그때 창구에서 주문을 내는 경우, iv) 증권회사의 임직원에게 일임매매를 부탁하여 주문하는 경우 등이 있다. 이들의 주문속도는 위에 열거한 역순이라고 할 수 있다. 이에 더하여 증권회사가 자기 상품을 운용할 때에는 바로 거래소에 주문을 내므로 가장 빠르다. 그렇다고 해서 증권회사가 고객을 부당하게 차별하며 이익을 얻었다고 비난하거나, iii)의 고객이나 iv)의 고객과 통모하고 부정한 수단을 사용하였다고 처벌할 수는 없다. 이는 주문의 속도가 바로 수익실현을 의미하지는 않기 때문이다.

주문속도가 빠르다는 것은 다른 투자자에 비해 많은 기회를 갖는다거나 수익의 기회를 선취한다는 것을 의미할 수는 없고, 단지 자신의 결심을 속히 실행한다는 의미를 가질 뿐이다.

(4) 개별 속도지원행위의 규범적 평가

설령 주문속도가 빠른 것이 스캘퍼의 수익 실현의 중요한 요인이 되고, 투자자의 이익에 반한다고 가정하더라도 공소장에 적시된 LP의 속도지원행위가 과연 可罰性을 가진 것이냐는 의문이 다시 제기된다. 刑罰의 대상으로의 非難可能性과 犯罪行爲의 定型性을 찾기 어렵고, 오히려 업무상 正當性이 인정되는 행위로 생각될 수도 있기 때문이다.

형법 제20조는 “法令에 의한 행위 또는 業務로 인한 행위 기타 社會常規에 違背되지 아니하는 행위는 罰하지 아니한다”라고 규정하고 있다. 이를 통틀어 正當行爲라 칭하며, 이에 해당하는 행위는 違法性이 조각된다. 그리고 형법이 명문으로 정하고 있는 것은 아니지만, 형법학에서는 구성요건에 부합하는 듯한 행위이더라도 역사적으로 형성된 사회윤리적 공동생활의 질서 내에 속한 행위는 이른바 사회적 상당성이 있는 행위라 해서 構成要件該當性 자체를 부인한다. 공소사실로 들고 있는 4가지의 속도지원행위 중 어떤 것은 사회상당성이 있는 행위로 보아야 하고, 어떤 것은 업무로 인한 행위 기타 사회상규에 위배되지 아니하는 행위로서 위법성이 조각되는 것으로 보아야 한다. 앞서 열거한 지원행위별로 검토한다.

1) ELW 알고리즘 매매프로그램이 탑재된 스캘퍼의 컴퓨터를 피고인들의 증권회사 전산망에 직접 연결시킨 것, 스캘퍼 전용 서버를 설치하거나 전용한 것

증권회사의 위탁매매업무는 전형적인 서비스업으로서 고객에 대한 양질의 역무 및 봉사의 제공이 사업의 경쟁력을 이룬다. 그런데, 대고객업무에서는 고객의 거래규모에 비례하여 증권회사가 수령하는 수수료, 즉 수입의 규모가 결정되므로 대 규모로 거래하는 고객과 소규모로 거래하는 고객이 각기 증권회사에 대해 갖는 영업적 가치가 다를 수밖에 없다. 이는 증권회사가 고객에게 제공하는 서비스의 효율이 고객에 따라 달라짐을 의미한다. 즉 대형고객에 대한 서비스는 높은 효율을 발휘하지만 소형고객에 대한 서비스는 낮은 효율을 발휘하는 것이다. 그러므로 증권회사가 대형의 고객에게 소형의 고객에게는 하지 않는 전산 등 편익을 제공하는 것은 경제법칙에 따른 영업전략이라고 할 수 있다. 이로 인해 대형고객 즉 이 사건에서의 스캘퍼가 투자상의 편익을 상당히 누리겠지만, 이는 증권회사(LP)의 영업전략에서 유래되는 반사적 이익에 불과하고, 굳이 스캘퍼에게 주어지는 이익으로 파악한다면

대량의 주문거래로 인해 부담하는 대형의 위험에 대한 보상이라고 보아도 좋을 것이다. 요컨대 LP가 스캘퍼들에게 제공했다는 전산망 직접 연결, 전용서버 설치 등은 LP의 통상적인 영업활동에 수반하는 부수적인 대형고객 우대행위로 보아야 하며, 특정의 부정한 거래를 위한 수단으로 보아서는 안될 것이다. 증권회사는 비교적 큰 고객에게는 주기적으로 'VIP 정보'등의 자료를 배포하고 이 자료가 고객의 투자판단에 큰 도움이 되기도 하지만, 이를 부정한 수단으로 보지 않는 것과 같다.

2) 일반투자자의 매매주문이라면 거치게 할 유효성 관련 검사를 스캘퍼의 매매 주문에 대해서는 간소화한 것

이 점이 부정한 수단에 해당하는지를 판단하기 위해서는 먼저 유효성검사를 왜 하는지를 알아야 한다. 유효성검사가 필요한 한 가지 예를 들면 다음과 같다. 고객이 주문을 한 후 해당 증권의 가격이 자신의 예측과 다른 방향으로 형성되는 경우 이행을 하지 않을 가능성도 있으므로 증권회사는 고객으로부터 증거금을 확보한다. 그러므로 고객이 특정 유가증권의 매매주문을 할 경우 해당 매매대금에 걸맞는 증거금이 확보되어 있는지 검사할 필요가 있다. 즉 증권회사는 고객의 채무불이행으로 인한 자기의 위험을 줄이기 위해 유효성검사를 하는 것이다. 그러나 스캘퍼와 같은 대형고객의 경우 투자규모가 크므로 증거금도 거액이라서 일반투자자와 달리 별도로 집중관리하는 것이 보통이라 한다. 신용이 일반투자자에 비해 현저히 높은 것도 사실이다. 그러므로 스캘퍼가 주문을 냈을 경우 일반투자자의 주문과 달리 가원장 등으로 신속하게 검사해도 충분한 것이다.²⁵⁾ 바꿔 말하면 증권회사가 고객의 주문으로부터 자신의 안전성을 보호하는 방법, 나아가 고객의 거래를 관리하는 방법이 고객의 규모와 신용, 기타 고객에 대한 신뢰도에 따라 상이한 것이다. 요컨대 일반투자자의 주문과 스캘퍼의 주문에 대한 유효성검사가 상이한 것은 주문에 따른 위험의 차이 때문에 생기는 것이고, 이로 인해 스캘퍼의 주문속도가 빨라지는 혜택을 입는다는 것은 증권회사의 위험관리 방법의 차이에서 생기는 반사적 이익에 불과하므로 이를 근거로 규범적 판단을 달리 할 것은 아니다.

25) 일반투자자의 경우 [주문접수 → 주문유효성점검 → 원장점검(증거금 등) → 호가제출]의 과정을 거치는데, 스캘퍼를 포함한 사후증거금계좌 등 증거금 점검이 필요하지 않은 경우에는 [주문접수 → 주문유효성점검(가원장) → 호가제출]로 과정을 거치게 되어 일반투자자에 비해 빨라진다. 주문유효성점검은 승량한도, 계좌번호, 매매종목, 보유한도, 주문가능시간, 장운영정보, 가격구분, 호가단위, 주문수량단위, 상한가 등을 대상으로 한다(김민교, 앞의 주 19)의 논문, 11면).

3) ELW의 기초자산의 시세정보를 편집하지 않은 상태에서 스캘퍼에게 제공한 것

이 점 역시 앞서 설명한 의미로서의 ‘부정한 수단, 계획, 기교’로 볼 수는 없다고 생각한다. 이 행위는 LP가 스캘퍼에게 편의를 제공한다는 의미조차 갖지 않으므로 일반투자자와의 차별이 될 수 없기 때문이다. 우선 기초자산에 관한 정보의 전달 과정을 보면, LP가 코스콤으로부터 수령하는 기초자산의 정보는 아래 예시와 같이 숫자로 구성된 기계어이다. 그리고 이는 LP가 수신하는 순간에 이미 공개된 정보이다. 그러나 이 생자료(raw data)만으로는 기초자산의 가격변동에 관해 어떤 의미도 파악할 수 없으므로 통상의 언어로 解讀해야 하고, 해독을 위해서는 이용프로그램을 작성해야 한다. 그래서 LP는 이를 자체 컴퓨터에 입력·해독하여 보통의 언어로 된 정보를 생산하여 투자자에게 공급하는 것이다. 구체적으로는 투자자의 개인컴퓨터(HTS)로 전송해 준다.

그러나 스캘퍼들은 자신들이 이 기계어를 해독할 수 있는 프로그램을 갖추고 있으므로 LP로부터 아래와 같은 기계어를 그대로 수신받아 자신이 해독한다. 기술한 바와 같이 LP는 이 기계어 정보를 비밀로 다루지 않지만, 일반투자자 중에 이를 해독할 수 있는 프로그램을 갖추고 있는 자는 드물기 때문에 일반투자자에게는 통상의 언어로 변환하여 제공하고 있을 뿐이며, LP 중에는 일부 일반투자자가 원하여 기계어 정보를 제공하는 예도 있다고 한다. 그러므로 기초자산의 가격변동에 관한 정보를 제공하는 LP의 서비스 질로 말하자면, 스캘퍼에게는 자신이 수신한 기계어 정보를 단순히 전달만 해주고, 일반투자자에게는 해독까지 해서 전달해 주니 역설적으로는 일반투자자들이 더 양질의 서비스를 받는다고 하겠다.

스캘퍼는 자기가 관심을 가진 종목만 집중적으로 해독하고, LP는 다수의 종목을 해독하여 일반투자자에 제공하므로 특정 종목별로는 스캘퍼의 해독속도가 빠를 수 있고 투자에 이용하는 속도도 빠를 수 있을 것이다. 그러나 기계어 정보의 제공에 관한 규범 판단을 함에 있어서는, LP가 수령하는 기계어 정보가 미공개가 아니라는 점, 스캘퍼가 이 정보를 수령하여 해독하는 것이 법령상 금지되어 있는 것이 아니므로 LP의 편의제공에는 反규범적 요소가 없다는 점이 고려되어야 한다. 요컨대 기초자산 관련 정보의 활용에 있어 스캘퍼가 우위를 보이는 것은 기본적으로 스캘퍼와 일반투자자간의 정보활용 능력의 차이일 뿐이지, LP에 의한 부당한 차별의 결과는 아닌 것이다.

<예시> KOSPI200 지수선물 호가 수신 로그 데이터

```
[13:01:00.110129]B6014KR4101G300060240000366 23005000014 23000000015 22995000015 22990000000
22985000000000470 23025000002 23030000000 23035000012 23040000015
230450000010007000030001000100000000001220001000000020001000113010033
.....
```

V. 當罰性과 必罰性の 문제

제178조 제1항 제1호와 같이 구성요건이 전적으로 불확정 개념에 의존하는 죄의 경우 실정법의 범위 내에서 범죄가 정의되는 形式的 犯罪概念(der formelle Verbrechensbegriff)만을 물어서는 해석의 여하에 따라 죄의 범위가 무한정 확장될 소지가 있다. 어느 범죄에 대해서나 같지만, 특히 불확정 개념으로 구성된 범죄의 경우에는 가벌적 행위의 내용적 질을 묻는 實質的 犯罪概念(der materielle Verbrechensbegriff)을 논해야 한다. 실질적 범죄 개념은 그때 그때의 法典화된 형법의 배후로 추급하여 가벌적 행위의 실질적 기준을 묻는 것이다. 앞서 筆者가 검토한 것은 바로 제178조 제1항 제1호가 규정하는 실질적 범죄 개념을 파악하기 위한 것이라 할 수 있다. 실질적 범죄 개념을 물음에 있어서는 형법의 補充性的 원리(Subsidiaritätsprinzip) 내지는 最後手段性(ultima ratio)의 원리에 의한 고려가 필요하다. 즉 형법은 보충적 법익보호를 임무로 한다는 점이다.²⁶⁾ 그 구체적인 의미는 다음과 같다.

어떤 행위가 대다수의 사람이 보기에 불쾌하다거나 부도덕적이라는 것만으로 형벌을 가할 수는 없다. 문제된 행위가 사회의 기본적인 共生條件을 명백히 훼손하거나 위태롭게 하는 경우에만 처벌이 정당화되는 것이다. 이를 행위의 當罰性(Strafwürdigkeit)이라 한다. 나아가 당벌성을 갖춘 행위라 해서 반드시 처벌이 정당화되는 것은 아니다. 당벌성이 있는 행위라도 사회가 그에 대해 대처하는 방법에는 여러 가지가 있을 수 있다. i) 이해당사자간의 자율적인 해결을 기대할 수 있으며, ii) 자율적인 해결이 실패할 경우에는 民事的인 爭訟 절차를 통해 해결을 모색할 수도 있다. 국가가 개입을 하더라도, iii) 행정명령이나 행정제재와 같이 기본권의 침해가

26) Claus Roxin, *Strafrecht Allgemeiner Teil*(Bd. I), 3., Aufl. C.H.Beck, 1997, S.11.

경미한 해결이 보다 바람직하고, iv) 최후적인 수단으로서 국가가 물리력을 행사하는 刑事制裁 수단이 강구될 수 있다.²⁷⁾ 이러한 4가지 해결수단은 행위자에 대한 기본권 제한의 정도가 경미한 순으로 열거한 것으로서, 네 번째 형사제재가 불가피한 경우를 必罰性(Strafbedürftigkeit)이라고 한다. 다른 수단으로 형벌과 동일하거나 나은 해결 성과를 얻을 수 있을 경우에는 必罰性은 인정될 수 없으며, 이런 경우에만 형벌로 다스리고자 한다면 이는 헌법이 천명하는 ‘過剩禁止의 원칙’에 어긋나는 해결이다.²⁸⁾

LP에게 귀책시킬 수 있는 사유로 인해 일반투자자가 ELW거래에서 대형의 손실을 보고 있으므로 투자자를 위한 무엇인가의 배려가 필요하다면 어떤 것이 있는가? 위에 말한 순으로 해결한다면, 일반투자자가 LP와의 협의를 통해 자율적으로 해결하는 것이 제1의 순서이고, 자율적인 해결이 불가능할 경우 민사소송에 의해 투자자의 손실을 회복하는 것이 다음 해결책이다. LP의 형사책임을 묻는다고 해서 일반투자자의 손실이 회복되는 것은 아님에 대해 소송에 의한 해결은 일반투자자의 손실을 직접 회복하기 위한 수단이므로 이 점에서 민사소송이 형사처벌에 비해 바람직하다고 할 수 있다. 그러나 이 민사소송이 일반투자자의 구제수단이 되기 위해서는 LP측에 불법행위로 볼 수 있거나 고객에 대한 채무불이행으로 볼 수 있는 귀책사유가 존재해야 하는데, 이 사건의 공소장에 기재된 행위들이 일반투자자에게 손해를 배상해야 할 책임의 원인으로는 보이지 않는다. 그리고 보면 이 사건은 민사책임조차 물을 수 없는 사안에 대해 형사책임을 추궁하고 있어 과잉금지에 반하는 도가 크다고 하겠다. 앞서 인용한 검찰의 기자회견에서 언급된 사실, 즉 스캘퍼들은 LP의 지원을 받아 큰 수익을 올리고 있는데, 일반투자자들은 큰 손실을 보고 있다는 것이 사실이고, 이것이 어떻게든 시정되어야 할 일이라면, 이는 증권시장에 대한 정책 내지는 시장감독에 의해 해결할 문제이다. 주로는 일반투자자의 투자능력을 감안하여 ELW와 같은 위험성이 높은 상품에 대해 일반투자자의 접근을 어떻게 제한할 것이냐는 문제라고 본다. 예컨대 일반투자자의 경우 ELW거래의 규모를 소정 금액이하로 제한한다든지, 당일거래를 제한한다든지 하는 것이다. 물론 이것도 일반투자자에 대한 부당한 기회의 차별이 되지 않는다는 전제하에서 말하는 것이다.

27) 任雄, 『非犯罪化의 理論』, 法文社, 1999, 10-18면 참조.

28) Roxin, *a.a.O.*, S.25.

VI. 맺음말

제178조 제1항 제1호에 위반한 행위에 대한 처벌은 10년 이하의 징역 또는 5억원 이하의 벌금이다(자본시장법 제443조 제1항 제8호). 自由刑만 가지고 말하자면 제178조 제1항 제1호를 위반한 죄는 詐欺罪(刑法 제347조 제1항)와 等價의 비난 가능성을 지닌 것으로 취급된다. 피고인들의 행위가 과연 사기죄와 같은 수준으로 우리 사회의 공생조건을 파괴한 것인지 사회통념에 입각한 의문이 제기된다.

그에 앞서, 제178조 제1항 제1호의 적용에 있어 10년 이하의 징역은 결국 ‘不正’이라는 가벌성에 대한 징계이므로 ‘부정’의 해석은 10년 이하의 징역이 과해지는 여타의 범죄와 균형을 유지하는 수준에서의 비난 가능성을 지닌 의미로 제한되어야 할 것이다.

이 글을 학회에 제출할 즈음하여 서울중앙지방법원에서 일부 증권사에 대해 이 사건의 판결을 하였다는 사실이 보도되었다.²⁹⁾ 이 글에서 다룬 공소사실에 대해 무죄판결을 내렸다고 한다. 판결문을 얻지 못해 구체적으로 어떤 이유를 설시하였는지는 알지 못하지만, 기소된 사실의 가벌성을 전체적으로 부정하고, ELW거래와 관련하여 투자자에게 발생하는 손실은 국가가 정책적으로 해결할 과제라고 판시하였다는 보도내용이 눈에 띈다. 이 점은 국민의 기본권보장을 위해 형벌권의 최후수단성을 천명한 판단이라 생각되어 환영하는 바이다.

■ 참고문헌

- 金健植・鄭順燮, 『資本市場法』, 두성사, 2010.
 김민교, “ELW스캘퍼 거래의 부정거래 문제,” 한국증권법학회 하계세미나(2011. 7. 23).
 김영환, “법학방법론의 관점에서 본 유추와 목적론적 축소,” 『법철학연구』, 제12권 제2호(2009).
 김용재, 『자본시장과 법(上)』, 고려대학교출판부, 2011.
 金正洙, 『資本市場法原論』, SFL그룹, 2011.
 박선중, “ELW 규제의 쟁점에 관한 연구,” 자본시장법연구회 발표문(2011. 8. 13).
 배종대, 『형법각론』, 홍문사, 2010.
 吳英根, 『형법각론』, 박영사, 2010.

29) 서울중앙지방법원 2011.11.28. 선고 2011고합600판결.

李在祥, 『刑法各論』, 박영사, 2010.

任雄, 『刑法各論』, 법문사, 2011.

_____, 『非犯罪化의 理論』, 법문사, 1999.

林在淵, 『資本市場法』, 박영사, 2011.

정윤모, “ELW 전용선거래 및 부정거래행위에 관한 연구,” 한국상사관례연구회 및 한국기업법학회
2011년 하계학술대회.

최승재, “자본시장법 제178조 제1항 제1호에 대한 연구,” 『金融法研究』, 제6권 제2호(2009).

한국증권법학회, 『자본시장법[주석서I]』, 2009.

川村和夫, 『注解證券取引法』, 有斐閣, 1997.

證券法制研究會編, 『逐條解説』, 商事法務研究會, 1995.

日野正晴, 『金融商品取引法』, 中央經濟社, 2009.

Claus Roxin, *Strafrecht Allgemeiner Teil(Bd. I)*, 3., Aufl. C.H.Beck, 1997.

An Essay on the Criminal Issues arising from the LP's Preferential Treatment for Major Clients in the ELW Tansaction

Lee, Chul Song

ABSTRACT

As the ELW transaction has been prevailing since the end of 2005, the securities brokers who are in charge of liquidity provider of ELW("LP") have been providing their major clients(so-called scalper) with priority in access to the LP's computers for their ordering of the ELW trade. Such LP's providing partial privilege was suspected by the prosecuting attorney as a violation of the Financial Investment Services and Capital Market Act(FISCMA) §178(1)-1 which reads: "No one shall conduct any activity ... using an unfair device, contrivance or skill." Therefore, the officers of the LPs involved in the provision of the preferential treatment were indicted for violating FISCMA) §178(1)-1 in June 2011.

In this article, the author analyses the unconstitutionality of the FISCMA) § 178(1)-1 because of the literal vagueness of the provision and suggest the narrow interpretation of this provision to avoid that the application of this provision results in the unconstitutional violation of human rights. On the basis of such a position, the author interprets the "unfair device" of FISCMA §178(1)-1 as meaning a fraud to mislead investors. From such a viewpoint, the author concludes that the indicted conducts do not raise any criminal issues, since the questioned conducts bear any factors of fraud.

In addition, the author discusses the general conditions for criminality and concludes that the criminal punishment should be a last solution in seeking a person's legal responsibility.

Key Words: teleologische Reduktion, unfair means, scalper, Financial Investment Services and Capital Markets Act §178(1)-1, ELW, Liquidity Provider