

자본시장법상 연계시세조종 행위에 대한 규제 : 판례를 중심으로*

양 철 원 (단국대학교)

유 지 연 (인천지방검찰청 부천지청)

대표적 파생상품인 KOSPI200 옵션의 거래량이 세계 1위를 다투는 등 한국 파생상품시장의 발전은 눈부시다고 할 수 있다. 하지만, 그 이면에는 시장의 정확한 가격발견 및 효율적 자원배분 기능을 저해하는 불공정거래행위도 지능화되고 있다. 특히 특정 증권에서 부당한 이익을 얻을 목적으로 이와 연관된 증권의 시세를 조종하는 ‘연계시세조종’ 행위가 사회적 문제화되고 있다. 과거 증권거래법에서는 연계시세조종 행위에 대한 규정을 두지 않았지만, 2009년 2월 4일 시행된 자본시장법은 법 제176조 제4항에서 연계시세조종 행위 규제에 대한 내용을 명확히 하였다. 하지만, 현실적으로 이 법조항에 의해서 규제가 되고 있는 사건은 거의 없다. 본 논문은 이러한 법 조항과 현실과의 괴리의 원인이 무엇이며, 법 조항의 적용에 있어서 발생할 수 있는 여러 쟁점들에 대해서 고찰해 보고자한다. 구체적으로 다음과 같은 세 가지 측면에서 연구를 진행하였다. 첫째, 자본시장법에서 규정하고 있는 연계시세조종 행위의 유형과 발생가능성에 대해 검토하였다. 둘째, 판례 검토를 통하여 자본시장법이 실제 어떻게 적용되고 있는 지를 살펴보았다. 첫 번째 사례는 이미 대법원 판결까지 내려진 옵션계약 사건이며, 두 번째와 세 번째 사례는 1심과 2심의 판결이 반대로 나오며 논쟁이 되고 있는 주가연계증권(ELS)관련 민사소송 사건이다. 마지막 네 번째 사례는 현재 검찰에 의해 기소되어 형사재판이 진행되고 있는 옵션쇼크 사건이다. 셋째, 앞의 사례들을 통하여 자본시장법상 연계시세조종 행위에 관한 규정을 적용함에 있어서 발생할 수 있는 쟁점들과 개선방향들에 대하여 다루었다.

1 서론

증권시장의 불공정거래는 일반투자자에게 손실을 끼칠 뿐 아니라, 시장의 정확한 가격발견 및 효율적 자원배분 기능을 저해함으로써 금융시장의 발전을

가로막는다. 금융감독원의 통계에 따르면, 증권시장의 불공정거래는 평균적으로 매년 200여건이나 적발되고 있다(김준석, 2012). 불공정거래의 여러 유형

* 본 논문은 2015년 하반기 펀드평가3사(한국펀드평가, Fn가이드, 제로인)의 성균관대학교 CAPM(자산운용연구센터) 연구비 지원으로 수행되었습니다. 본 논문은 저자들의 토론에 의한 개인적인 소견이며, 검찰청의 공식적인 견해는 아님을 밝힙니다. 논문에 오류가 있다면 이는 전적으로 저자들의 책임입니다.

** 주제어: 자본시장법, 연계시세조종, 판례, 옵션, 주가연계증권(ELS)
JEL 분류기호: G18, K22, K42



중에서 시세조종 행위가 가장 대표적이다.¹⁾ 시세조종이란 일반적으로 '주가조작'이라고도 지칭되며, 증권 시장에서 수요와 공급에 의해서 정상적으로 형성되어야 할 주가를 인위적으로 상승 또는 하락시키는 행위를 의미한다.²⁾

최근 금융시장의 발달로 인해서 시세조종행위도 지능화되고 있다. 예를 들어, 파생상품의 급격한 성장으로 인하여, 현물을 조작하여 파생상품에서 이익을 취하고자하는 범죄가 발생하고 있다. 이렇게 특정 증권에서 부당한 이익을 얻을 목적으로 이와 연관된 증권의 시세를 조종하는 행위를 '연계시세조종'이라 부른다. 과거 증권거래법에서는 연계시세조종 행위에 대한 규정을 두지 않았지만, 2009년 2월 4일 시행된 자본시장과금융투자업에관한법률(이하 '자본시장법')은 법 제176조 제4항에서 연계시세조종 행위 규제에 대한 내용을 명확히 하였다. 이후에 사회적 필요에 따라 몇 번의 개정을 거쳤다.

하지만, 이 법 조항이 적용된 사건은 거의 없다. 형사사건은 2015년 11월 기준 직접적으로 위의 법이 적용되어 유죄선고를 받은 사례는 없고, 단지 형사소송이 진행되고 있는 사건이 한 건 존재한다. 이 사건은 2010년 11월 11일 옵션만기일에 발생하였다. 그 날 KOSPI200의 증가는 장마감 동시호가 직전 가격에 비해서 7.11 포인트나 하락하며 247.51포인트로 마감하였다. 장마감 10분 동안의 엄청난 가격 하락은 한국시장에 큰 혼란을 야기하였으며, 언론은 이 사건은 '옵션쇼크' 사태로 대서특필하였다.³⁾ 이 후 금융감독원과 한국거래소는 조사를 통하여 도이치은행과 한국도이치증권 임직원들이 공모한 결과임을 결론내리고, 검찰에 수사를 의뢰하였다. 조사결과 공모자들은 KOSPI200지수 풋옵션을 대량 매수하고 이 후 지수차익거래를 위해 보유하고 있던 KOSPI200 구성 199개 종목 2.44조원의 주식을 동시호가 시간에 매도

한 것으로 밝혀졌다. 검찰은 2011년 8월 19일 범행에 가담한 거래자들을 자본시장법상 현·선 연계 시세조종 혐의로 기소하였으며, 형사재판이 진행 중이다.⁴⁾

민사소송에서 연계시세조종이 적용된 사례는 2012년의 한 사건 정도이다. KB금융 보통주를 기초상품으로 하는 주가연계증권(ELS) 관련 손해배상사건이다. 1심 판결은 피고가 만기 평가일에 KB금융 보통주를 대량매도하여, 만기상황조건 미만으로 가격을 하락하게 하여, 위 ELS를 구입한 원고들에게 손해를 끼치게 한 점을 인정하면서, 자본시장법 제176조 제4항 제3호 시세조정에 해당함을 간접적으로 실시하였다. 하지만, 2012년 선고된 2심에서는 1심의 판결을 뒤집고 피고의 정당한 델타헤지거래를 인정하며 손해배상책임이 없음을 선고하였다. 이에 따라 이 사건은 대법원의 최종판결을 기다리고 있다.

이와 같이 표면화된 사건들을 보면, 실제로 한국 자본시장에서 연계시세조종의 경우들이 상당하리라 생각된다. 한국은 이미 이를 규제할 수 있는 법조항을 마련하였다. 하지만, 현실적으로 이 법조항에 의해서 규제가 되고 있는 사건들은 거의 없음을 보게 된다. 본 논문은 이러한 법 조항과 현실과의 괴리의 원인이 무엇이며, 법 조항의 적용에 있어서 발생할 수 있는 여러 쟁점들에 대해서 고찰해 보고자한다.

본 논문에서는 다음과 같은 세 가지 측면에서 연구를 진행하고자 한다. 첫째, 자본시장법에서 규정하고 있는 연계시세조종 행위의 유형과 발생가능성에 대해 검토한다. 둘째, 실제 발생한 연계시세조종 행위에 대한 판례 검토를 통하여 자본시장법이 실제 어떻게 적용되고 있는지를 고찰한다. 마지막으로 자본시장법상 연계시세조종 행위에 관한 규정이 갖고 있는 여러 쟁점에 대해 살펴본다.

연계시세조종에 대한 기존의 연구들은 주로 법률적 측면에서 진행되어졌다. 김흥기(2009)는 자본시장법

1) 불공정거래의 유형으로는 시세조종, 미공개정보이용(내부자거래), 부정거래 행위, 단기매매차익거래, 주식소유 및 대량보유 보고의무 위반, 신고·공시의무 위반 등이 있다.
 2) 시세조종의 대표적인 예로는 통정·가장매매, 고가주문, 저가주문, 허수주문, 허위사실 유포 등을 들 수 있다.
 3) 조선일보, 2010. 11. 11., "옵션 만기 매물 공세...중시 급락".
 4) 한국경제, 2011. 2. 23., "증권위, 도이치뱅크 본사 수사 의뢰".
 매일경제, 2011. 4. 22., "검찰, 도이치뱅크 옵션쇼크 수사 착수".
 경향신문, 2011. 8. 21., "'옵션쇼크'로 488억 부당이익 도이치뱅크 임원 등 4명 기소".

상 연계불공정 거래에 대한 규제체계의 현황과 개선방향에 대해 전반적으로 논하였으며, 성희활(2009)은 주가연계증권(ELS)을 중심으로 하여 연계불공정거래 규제의 문제점과 개선방향 등을 다루었다. 또한 김흥기(2010)는 자본시장법상의 연계불공정 거래 규제에 대해 입법론 및 해석론의 입장에서 논의를 진행하였다. 자본시장연구원(2014)은 우리나라와 외국의 파생상품 불공정거래 규제체계를 비교하고 다양한 사례들을 소개하며 개선방향을 제시하고 있다.

금융자료를 이용한 실증분석을 시도한 연구들은 다음과 같다. 옥기울(2001)은 실증분석을 통해 국내

증권시장에서 현·선 연계 불공정거래행위의 존재 개연성 여부 등에 대해 연구하였으며 이를 바탕으로 연계 불공정거래행위를 방지할 수 있는 법적·제도적 대응방안 및 기술적 방법론을 제안하였다. 양철원, 유지연(2015)은 선물, 옵션 만기일의 주식의 종가결정에 있어서 프로그램 지수차익거래의 연계시세조종 가능성에 대해서 실증분석하였다. 본 논문은 각 증권의 거래량 자료를 기반으로 한 연계시세조종 행위의 발생가능성에 대한 경제적 분석 뿐만 아니라 다양한 판례를 기반으로 한 법률적 분석을 함께 다루고 있다는 점에서 기존 연구와 차별점을 지닌다.

[2] 자본시장법상 연계시세조종 행위

2009년 2월 4일 시행된 자본시장법은 법 제176조 제4항에서 연계시세조종 행위의 유형을 열거하고 이를 금지하고 있다. 본 장에서는 먼저 자본시장법에서 규정하고 있는 연계시세조종 행위의 유형에 대해 살펴보고, 그 후 각 유형별 실현가능성에 대해서 검토해보고자 한다.

2.1 자본시장법상 연계시세조종 행위의 유형⁵⁾

최근 개정되어 2013년 8월 29일부터 시행된 자본시장법(법률 제11845호) 제176조 제4항은 기존의 내용의 보완하여 다음과 같이 규정하고 있다.

“누구든지 증권, 파생상품 또는 그 증권·파생상품의 기초자산 중 어느 하나가 거래소에 상장되거나 그 밖에 이에 준하는 경우로서 대통령령으로 정하는 경우에는 그 증권 또는 파생상품에 관한 매매, 그 밖의 거래(이하 이 항, 제177조 및 제443조제1항제7호에서 “매매등”이라 한다)와 관련하여 다음 각

호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하여서는 아니 된다.

1. 파생상품의 매매등에서 부당한 이익을 얻거나 제삼자에게 부당한 이익을 얻게 할 목적으로 그 파생상품의 기초자산의 시세를 변동 또는 고정시키는 행위
2. 파생상품의 기초자산의 매매등에서 부당한 이익을 얻거나 제삼자에게 부당한 이익을 얻게 할 목적으로 그 파생상품의 시세를 변동 또는 고정시키는 행위
3. 증권의 매매등에서 부당한 이익을 얻거나 제삼자에게 부당한 이익을 얻게 할 목적으로 그 증권과 연계된 증권으로서 대통령령으로 정하는 증권 또는 그 증권의 기초자산의 시세를 변동 또는 고정시키는 행위
4. 증권의 기초자산의 매매등에서 부당한 이익을 얻거나 제삼자에게 부당한 이익을 얻게 할 목적으로 그 증권의 시세를 변동 또는 고정시키는 행위

5) 더 자세한 논의는 성희활(2009)을 참고하기 바랍니다.



5. 파생상품의 매매등에서 부당한 이익을 얻거나 제삼자에게 부당한 이익을 얻게 할 목적으로 그 파생상품과 기초자산이 동일하거나 유사한 파생상품의 시세를 변동 또는 고정시키는 행위”

위의 2013년에 개정된 법률은 기존 규정⁶⁾에서 몇 가지 사항을 수정하고, 조항 두개를 추가하였다. 수정사항은 대부분 ELS관련 사건들을 거치면서 쟁점이 되었던 사항들을 보완한 것이다.⁷⁾ 첫째, 기존 규정은 ‘상장증권 또는 장내파생상품의 매매와 관련하여’라고 규정하고 있어, ELS가 적용대상이 될 수 없다는 일부 견해도 있었다. 하지만, 개정법에서는 이런 논란을 불식시키는 의미에서 ‘증권, 파생상품 또는 그 증권·파생상품의 기초자산 중 어느 하나가 거래소에 상장되거나 그 밖에 이에 준하는 경우로서’라고 명기하여 비상장증권, 장외파생상품을 이용한 시세조종행위도 형사처벌의 대상이 됨을 명확히 하였다. 둘째, 기존 규정에서 ‘매매에서’라고 규정하고 있던 것을 ‘매매등에서’로 개정하였다. ELS 사건의 경우, 연계불공정행위 거래자가 ELS의 매매에서 이익을 얻을 것이 아니라, 증권의 상환과 관련하여 조건의 불성취를 통하여 이익을 얻었다. 이에 대하여 기존 규정의 ‘증권의 매매’에 ELS 상환이 포함되느냐와 관련하여 논쟁이 있었다. 따라서, 새로운 개정법에서는 ‘매매등’으로 매매 외의 이익을 얻을 수 있는 불공정행위도 포섭하였다.

기존규정의 제1, 2호의 내용은 현물과 이에 기초한 파생상품에 대한 규정이며, 제3호의 내용은 현물과 그 연계 증권에 대한 것이다. 이에 더하여 2013년 개정법에는 제4, 5호가 신설되었다. 각 항목의 구체적 내용은 아래에서 살펴보고자 한다. 전반적으로 개정법에서는 가격의 연계성만 입증된다면 폭넓은 범위에서

연계시세조종행위를 규제할 수 있게 되었다는데 의의가 있어 보인다.

개정법에서 열거한 연계시세조종 행위의 유형들은 다음과 같다. 제1호의 내용은 파생상품에서 이익을 얻을 목적으로 기초자산을 시세조종하는 행위이다. 이를 ‘현·선 순방향 연계시세조종’이라고도 부른다. 대표적으로 다음과 같은 유형들이 있을 수 있다. 첫째, 개별종목 증권을 조작하여 개별 파생상품의 이익을 보고자 하는 것이다. 예를 들어, 개별 주식의 주가를 시세조종하여 관련 주식의 선물이나 옵션에서 부당이득을 얻을 수 있다. 선물이나 옵션같은 파생상품의 가격은 기초자산의 가격 변동에 비해 더 큰 민감도를 지니고 있기 때문에 기초자산의 작은 가격조작을 통해서도 파생상품에서 큰 이익을 얻을 수 있다.

또한, 다수의 종목이나 개별종목의 가격을 조작하여 지수관련 파생상품에서 이익을 얻을 수 있다. 다수종목의 매매는 프로그램 매매를 이용하여 많은 주식을 단기간에 거래할 수 있다. 개별종목의 매매는 삼성전자와 같이 지수에서 차지하는 비중이 큰 종목을 목표로 하는 것이다. 이런 방법을 통하여 KOSPI200 지수등을 움직일 수 있으며, 최종적으로 KOSPI200 지수 선물이나 옵션에서 큰 이익을 얻을 수 있다.

제2호의 내용은 제1호와 반대로 파생상품의 시세를 조종하여 기초상품에서 이익을 보고자 하는 시세조종 행위이다. 이를 ‘현·선 역방향 연계시세조종’이라고도 부른다. 다음과 같은 유형들이 있을 수 있다. 첫째, 개별 파생상품의 가격을 조작하여 개별 증권에서 이익을 얻고자 하는 것이다. 예를 들면, 개별 주식선물 매수를 통하여 가격 상승을 조작한 후에 동일한 현물의 가격상승을 통해 이익을 얻을 수 있다. 또한, 주식선물의 시세조종을 한 후에 미리 매입하여 둔

6) 기존의 자본시장법 제176조 제4항은 “누구든지 상장증권 또는 장내파생상품의 매매와 관련하여 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하여서는 아니 된다.

1. 장내파생상품 매매에서 부당한 이익을 얻거나 제삼자에게 부당한 이익을 얻게 할 목적으로 그 장내파생상품의 기초자산의 시세를 변동 또는 고정시키는 행위
2. 장내파생상품의 기초자산의 매매에서 부당한 이익을 얻거나 제삼자에게 부당한 이익을 얻게 할 목적으로 그 장내파생상품의 시세를 변동 또는 고정시키는 행위
3. 증권의 매매에서 부당한 이익을 얻거나 제삼자에게 부당한 이익을 얻게 할 목적으로 그 증권과 연계된 증권으로서 대통령령으로 정하는 증권의 시세를 변동 또는 고정시키는 행위”라고 규정되어 있다.

7) 국회 의안정보시스템, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 일부개정법률안 검토보고서 및 심사보고서 참조

동일한 기초자산의 ELW에서 이익을 취할 수 있다.

더 나아가서, 지수 관련 파생상품의 시세조종을 통하여 기초상품 종목들에서 이익을 얻을 수 있다. 예를 들면, KOSPI200 지수선물의 베이스스가 음(-)인 경우 지수선물을 매수함으로 베이스스를 양(+)로 만들어서 시장에서는 매수차익거래(현물 매수+선물 매도)가 발생하게 유도할 수 있다. 그 결과 현물가격은 상승하게 되며, 미리 매입해 둔 ETF나 KOSPI200 종목에서 이익을 얻을 수 있다.

제3호는 ‘현·현 연계시세조종’에 대한 것으로 현물 상품들 간의 가격연계성을 이용하여 한 증권에서의 시세조종을 통하여 다른 증권에서 이익을 얻고자 하는 행위이다. 제3호는 ‘증권의 매매에서 부당한 이익을 얻거나 제3자에게 부당한 이익을 연계 할 목적으로 그 증권과 연계된 증권으로서 대통령령으로 정하는 증권 시세를 변동 또는 고정시키는 행위’를 금지하고 있다.⁸⁾ 서로 가격연계성이 있는 증권들의 대표적인 예는 주식과 전환사채, 신주인수권부사채(BW), 주식 워런트증권(ELW) 등이 있다. 주식의 가격이 상승하면 전환사채나 신주인수권부사채의 가치 역시 상승하게 되기 때문에, 매수를 통해 주가를 상승시킴으로 보우

하고 있는 가격연계증권에서 이익을 실현할 수 있다.

제4호는 2013년 개정법에 신설된 조항으로서 일반 상품 관련 ‘현·현 연계시세조종’에 대한 규정이다. 이 조항은 일반상품 현물거래소의 개설 이후 이를 기초로 한 연계증권도 등장할 수 있음을 대비한 것으로 해석된다.

제5호도 2013년 개정법에 신설된 조항이며, ‘선·선 연계시세조종’에 대한 규정이다. 선·선 연계시세조종이란 특정 선물의 시세를 조종하여 다른 선물에서 이익을 실현하려는 불공정 행위이다. 같은 기초상품을 기초로 한 여러 종류의 파생상품이 존재할 수 있는데 이들의 가격연계성을 이용하는 것이다. 선물의 경우 기초자산이 같은 근월물의 시세를 조종하여 원월물에서 이익을 실현할 수 있다. 예를 들면, 거래자는 원월물 선물을 미리 매입한 후, 근월물을 매수하는 거래를 통하여 원월물의 가격 상승을 유도할 수 있으며, 이를 통하여 원월물 매도이익을 실현할 수 있다. 이런 선·선 연계시세조종 행위는 선물과 옵션 등 서로 다른 종목 간에도 발생할 수 있다. 예를 들면, 앞의 현·선 역방향과 순방향 연계시세조종을 결합한 형태로, 선물거래를 통하여 지수가격에 영향을 준 후에 매입한 옵션을

8) 자본시장법 시행령 제207조(연계증권의 범위) 법 제176조 제4항 제3호에서 “대통령령으로 정하는 증권”이란 다음 각호와 같다.

1. 전환사채권이나 신주인수권부사채권의 매매에서 부당한 이익을 얻거나 제3자에게 부당한 이익을 연계 할 목적인 경우에는 그 전환사채권이나 신주인수권부사채권과 연계된 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 증권
 - 가. 그 전환사채권이나 신주인수권부사채권과 교환을 청구할 수 있는 교환사채권
 - 나. 지분증권
 - 다. 그 전환사채권이나 신주인수권부사채권을 기초자산으로 하는 파생결합증권
 - 라. 그 전환사채권이나 신주인수권부사채권과 관련된 증권예탁증권
2. 교환사채권의 매매에서 부당한 이익을 얻거나 제3자에게 부당한 이익을 연계 할 목적인 경우에는 그 교환사채권의 교환대상이 되는 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 증권
 - 가. 전환사채권이나 신주인수권부사채권
 - 나. 지분증권
 - 다. 파생결합증권
 - 라. 증권예탁증권
3. 지분증권의 매매에서 부당한 이익을 얻거나 제3자에게 부당한 이익을 연계 할 목적인 경우에는 그 지분증권과 연계된 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 증권
 - 가. 전환사채권이나 신주인수권부사채권
 - 나. 그 지분증권과 교환을 청구할 수 있는 교환사채권
 - 다. 그 지분증권을 기초자산으로 하는 파생결합증권
 - 라. 그 지분증권과 관련된 증권예탁증권
4. 파생결합증권의 매매에서 부당한 이익을 얻거나 제3자에게 부당한 이익을 연계 할 목적인 경우에는 그 파생결합증권의 기초자산으로 되는 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 증권
 - 가. 전환사채권이나 신주인수권부사채권
 - 나. 교환사채권(가목, 다목 또는 라목과 교환을 청구할 수 있는 것만 해당한다)
 - 다. 지분증권
 - 라. 증권예탁증권



통해서 이익을 실현할 수 있다.

앞에서 서술한 연계시세조종의 유형과 발생가능한 대표적인 예를 다음의 <표 1>에 요약하였다.

<표 1> 연계시세조종 유형

유형	발생가능한 대표적인 예
현·선 순방향 연계시세조종	개별주식 → 개별주식 옵션 / 선물 지수종목 → 지수 옵션 / 선물
현·선 역방향 연계시세조종	개별주식 선물 → 개별주식, ELW 지수 선물 → 지수포함주식, ETF
현·현 연계시세조종	개별주식 → 전환사채, BW, ELW, ELS
선·선 연계시세조종	선물 → 선물 선물 → 옵션

2.2 한국시장에서 실행가능성에 대한 검토

연계시세조종이 이루어지기 위해서는 첫째, 증권 간의 가격연계성이 있어야 한다. 그 다음은 시세를 조정하는 증권에서는 쉽게 가격을 조작할 수 있어야 하며,

또한 이익을 얻고자하는 증권에서는 증권을 쉽게 처분할 수 있어야 한다. 따라서, 가격조작증권은 유동성이 작을수록 좋으며, 반대로 이익을 얻고자하는 증권은 유동성이 높아야 한다. 한편 시세를 조정하는 증권의 유동성이 너무 작아서 가격조작이 너무 쉽게 된다면 시세조종 불공정행위가 금융감독기관에 의해 적발되기 쉽다. 이런 점을 고려한다면, 시세조종자 입장에서는 증권의 유동성이 너무 적은 것도 꺼리게 될 것이다. 종합하면 시세조종 대상 증권은 너무 적지 않은 적당한 유동성을 지닌 증권이 선호되며, 이익을 실현할 증권으로는 유동성이 높은 증권이 선호될 것이다. 이런 기준에 비추어서 한국 자본시장에서의 다양한 유형들의 연계시세조종의 가능성에 대해서 검토해보고자 한다.

실제로 한국 자본시장에서 거래되는 파생상품들의 유동성을 거래량 중심으로 살펴보고자 한다. <표 2>는 한국거래소에서 거래되는 파생상품의 거래량을 20위 까지 보여주고 있다. 먼저 KOSPI200 옵션과 선물의 거래량이 월등한 것을 볼 수 있다. 그 다음으로 미국달러 선물이 가장 거래량이 많으며, SK하이닉스 선물, 두산인프라선물 등 개별주식 선물의 거래도 활발하다.

<표 2> 한국거래소 파생금융상품의 거래량 순위

한국거래소에서 거래되는 파생금융상품들의 유동성에 대해서 보여준다. 각 종목의 2014년 1월 한달 동안의 평균 일일거래량을 계산한 후에 거래량 기준으로 20위까지 보고하였다.

종 목	거래량(계약)	미결제(계약)	거래대금(백만원)
코스피200 콜옵션	1,071,213	363,950	416,449
코스피200 풋옵션	1,012,073	249,167	506,906
코스피200 선물	175,114	110,114	22,338,617
미국달러 선물	171,508	602,716	1,829,000
SK하이닉스 선물	124,663	112,567	46,134
3년국채 선물	95,829	187,113	10,124,888
GS건설 선물	43,918	29,916	15,122
두산인프라 선물	40,408	80,555	5,129
미국달러 선물 스프레드	33,474	0	355,994
우리금융 선물	29,254	56,260	3,716

종 목	거래량(계약)	미결제(계약)	거래대금(백만원)
10년국채 선물	27,166	42,586	3,019,627
기아차 선물	25,785	39,171	13,659
한국전력 선물	18,676	64,848	6,558
LGD 선물	17,680	54,426	4,616
대우증권 선물	10,923	144,337	959
현대차 선물	9,264	17,411	21,341
LG전자 선물	7,532	31,885	5,122
KT 선물	5384.1	51985.25	1672.45
대한항공 선물	5049.35	7797.95	1659.05
하나지주 선물	5041.2	20200.95	2107.7

출처 : 한국거래소

앞에서 언급한 유동성을 기준으로 각 종목의 시세조종 가능성을 판단하면 다음과 같다. 첫째, 거래량이 가장 많은 KOSPI200 선물이나 옵션은 시세를 조종하는 대상으로 사용하기 쉽지 않지만, 이익을 얻고자 하는 증권으로 사용하기에는 적합하다. 둘째, 개별주식 선물의 경우에도 거래량이 높은 종목의 경우는 이익을 얻을 수 있는 대상으로 사용될 수 있으며, 거래량이 적은 종목의 경우는 시세를 조정할 수 있는 대상이 될 수 있다. 셋째, 달러선물나 국채선물의 경우 거래량이 많아 이익을 얻을 수 있는 대상이 될 수 있지만, 기초상품인 달러나 국채의 경우 시세조종을 하기 어렵지 않아 사용될 가능성이 낮다.

한국거래소 자료에서 특이한 점은 개별주식 선물에

대한 거래량은 상당하지만, 개별주식 옵션에 대한 거래는 거의 없다는 점이다.⁹⁾ 이에 대한 의문은 한국의 ELW 거래량을 살펴보면 이해할 수 있다. <표 3>은 한국거래소를 통하여 ELW가 활발하게 거래되고 있음을 보여준다. 순위를 보면, KOSPI200을 기초자산으로 하는 ELW가 1위이지만, 삼성전자, SK하이닉스, 현대차 등의 주요 기업들의 주식을 기초로 한 ELW의 거래량이 상당함을 볼 수 있다. 투자자들의 개별주식 옵션 거래에 대한 수요는 ELW 시장을 통하여 충족됨을 알 수 있다. 따라서 유동성에 기초하여 연계시세조종의 가능성을 판단한다면 개별주식과 ELW 간의 연계성을 이용한 현·현 연계시세조종의 발생가능성이 높을 것이다.

<표 3> 한국거래소 ELW의 거래량 순위

한국거래소에서 거래되는 ELW의 거래량을 기초자산별로 보여준다. 자료는 2015년 10월 6일부터 11월 6일까지의 자료이며, 거래대금 기준으로 10위까지 보고하였다.

기초자산명	거래형성종목수	상장종목수	거래대금(원)	거래량
KOSPI200	1,951	7,864	1,596,754,656,000	11,267,282,470
삼성전자	1,133	2,386	37,876,857,850	863,319,920

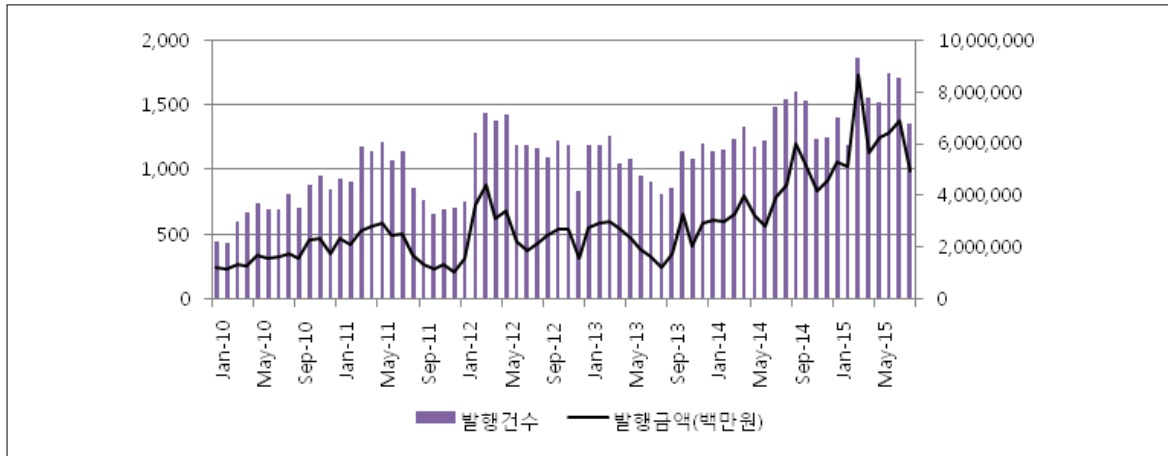
9) <표 2>에 보고하지 않았지만, 개별주식 옵션의 경우 대부분의 종목에서 거래가 없었다.



기초자산명	거래형성종목수	상장종목수	거래대금(원)	거래량
SK하이닉스	1,046	2,271	18,848,357,300	495,744,390
현대차	1,020	2,161	16,852,855,250	380,782,320
한국전력	757	1,455	16,450,387,350	376,415,210
롯데케미칼	469	933	13,514,906,100	296,127,160
엘지전자	559	1,355	10,389,267,550	263,414,110
OCI	507	953	10,045,350,700	223,555,710
기아차	516	1,350	9,633,343,800	225,100,970
KB금융	377	696	8,198,618,900	196,661,380

출처: 한국거래소

〈그림 1〉 ELS 발행동향



출처 : 금융투자협회

다음은 ELS 규모에 대해서 살펴보기로 한다. 2000년대 초반의 여러 분쟁들로 인하여 ELS의 발행규모는 작아졌지만, 2012년에 들면서 그 발행규모가 상당히 증가하였음을 볼 수 있다. 매월 1,000건 이상의 ELS가 새롭게 발행되고 있으며, 그 발행규모도 3조원을 넘어선다. 따라서, 여전히 ELS에서의 연계시세조종의 가능성은 남아있다고 할 수 있다. 이에 대해서는 다음 장의 사례연구 부분에서 더 자세하게 언급하도록 하겠다.

위의 논의들을 근거로하여 <표 4>에 연계시세조종의 유형에 따른 가능성을 간단하게 요약하였다. 우선 현·선 역방향 시세조종은 순방향에 비해서 그 실현가

능성이 낮다. 그 이유는 첫째, 선물시장의 경우에는 증권의 수량이 제한되어 있는 현물과 달리 거래 상대방만 있으면 거래가 무한대로 창출될 수 있기 때문에 선물가격의 인위적 조종이 쉽지 않다. 둘째, 선물가격에 대해 시세조종을 한다고 하더라도 보통 선물시장의 유동성이 크기 때문 짧은 시간의 차익거래 등을 통하여 순간적으로 현물가격이 본질가치로 회귀할 수 있기 때문에 상대적으로 유동성이 작은 현물에서 이익을 실현하기가 어렵다.

〈표 4〉 유형에 따른 연계시세조종 가능성

유형	가격조작증권	(유동성)	이익획득증권	(유동성)	연계시세조종 가능성
현·선 순방향	개별주식		개별주식옵션 개별주식선물	저 고	저 고
	지수종목		지수옵션/선물	고	고
현·선 역방향	개별주식선물	고	개별주식 ELW		저
	지수선물	고	지수포함주식 ETF		저
현·현	개별주식		ELW, ELS 전환사채/BW	고 저	고 저
선·선	선물	고	선물/옵션	고	저

[3] 사례 연구

이 부분에서는 시간 순서대로 연계시세조종의 대표적인 사례들을 소개하고자 한다. 법률적으로 자본시장법 제176조 제4항의 연계시세조종 법리가 적용된 사례는 세 번째와 네 번째 사례이다. 앞의 두 사례의 경우 내용은 연계시세조종에 해당하지만, 실제 소송에 있어서는 다른 법리가 적용되었다. 첫 번째 사례는 자본시장법이 제정되기 전이라 구 증권거래법이 적용되었으며, 두 번째 사례는 원고가 소송에 유리함을 고려하여 민법 제150조 제1항을 적용하였다.

3.1 도이치증권과 대한전선의 한미은행 주식 옵션계약 (2004년)

도이치은행 런던지점은 2003년 4월 23일 대한전선으로부터 한미은행 주식 2,859,370주를 주당 7,930원에 매수하는 동시에 “2003. 6. 27.부터 2004. 6. 28.까지 한미은행 주가(종가기준)가 행사가격의 200%(15,784원) 이상인 경우 모든 옵션계약이 소멸된다”는 내용의 낙아웃(knock-out) 옵션계약을 체결하였다(콜옵션 매도). 주요 내용은 다음의 표와 같다.

〈표 5〉 도이치증권과 대한전선의 옵션계약의 주요 내용

- 대한전선이 행사가격 100%(7,892원) 1년 만기 유럽식 콜옵션 2,859,370주 계약 매수.
- 대한전선이 행사가격 100%(7,892원)과 70%(5,524원)를 행사가격으로 하는 1년 만기 유럽식 풋옵션 스프레드 2,859,370주 계약 매도(단, 만기시 한미은행 주가가 70%(5,524원) 이하인 경우 최대 손실규모는 약 68억 원으로 제한).
- 낙아웃 조건 : 2003. 6. 27.부터 만기인 2004. 6. 28.까지의 1년 사이에 한미은행의 주가가 200%(15,784원) 이상이 되는 경우 모든 옵션계약은 소멸하고, 다만, 도이치은행이 대한전선에 약 7억 원[2,859,370주 × 7,892원 / 당일 원, 달러화 환율 × 3.0%]의 리베이트를 제공함.



- 콜옵션의 낙아웃이 미발생할 경우 대한전선이 지급받는 현금결산금액 : (2004. 6. 28. 이전 20영업일 동안의 각각의 한미은행의 주식 증가들의 산술평균가격 - 7,892원) × 2,850,370주
- 옵션 매수대금 : 약 8억 원(주식 매도대금의 3.5%)

도이치은행 런던지점은 한미은행 주식 2,859,370주를 자신의 주식거래의 상임대리인 역할을 하고 있던 도이치은행 서울지점에 전량 입고하였고, 도이치증권 서울지점에 개설되어 있던 헤지계좌를 비롯한 수개의 계좌를 이용하여 델타헤지 기법에 따라 헤지거래를 진행하였다.¹⁰⁾ 델타(delta)란 파생상품 평가시 기초자산의 가격이 변함에 따라 파생상품 가격이 얼마나 변동되는가를 측정하는 지표이며, 델타헤지(delta hedge)란 파생상품 가격과 기초자산 가격과의 상관관계를 나타내는 델타를 이용하여 투자자가 보유하고 있는 파생상품과 기초자산간의 델타를 서로 상쇄시킴으로 가격변동위험으로부터 투자자의 포지션을 중립화시키는 전략을 의미한다.

한편 시장에서는 씨티은행이 한미은행을 인수할 것이라는 호재성 소식에 따라 한미은행의 주가는 지속적으로 상승하였고, 2003년 11월경 씨티은행이 한미은행 인수의 우선협상대상자로 지정되면서 2003년 11월부터 2004년 1월까지의 기간 중 한미은행의 평균 주가는 14,015원을 기록하였다. 이에 따라, 도이치증권은 한미은행의 주가가 상승하자, 델타헤지 거래를 하면서 매수물량보다 더 많은 공매도 거래를 체결하여 한미은행의 보유주식 수량을 점차 감소시켰고, 2003년 10월 9일부터는 한미은행 보유주식 수량이 마이너스(-)로 내려가 공매도 포지션을 유지하게 되었다.¹¹⁾

반면에 대한전선은 위와 같이 한미은행의 주가가 상승하자 2003년 12월 4일부터 2004년 1월 29일까지 교보증권 삼성타운 지점 계좌를 이용하여 한미은행

주식 598,340주(평균단가 14,315원)를 매수하였고, 2003년 12월 19일부터 2004년 1월 30일까지 대한전선의 자회사인 대한 벨크터미널로 하여금 교보증권 계좌를 이용하여 한미은행 주식 151,000주(평균단가 13,888원)를 매입하게 하였다.

2004년 2월경부터 씨티은행의 한미은행 주식의 공개매수 가능성에 대한 언론보도가 이어지자, 한미은행의 주시가격은 더욱 상승하여 2004년 2월 18일 당시 총가가 14,650원을 기록하였고, 이에 도이치증권과 대한전선은 그 무렵 이 사건 낙아웃옵션계약의 조기청산(unwind)에 대하여 협상하였으며, 협상 과정에서 도이치은행이 조기청산의 대가로 25억 원을 지급하겠다는 방안이 논의되었으나, 결국 조기청산 협상은 2004년 2월 18일 무산되었다.

문제의 발단은 다음 날인 2004년 2월 19일 당시의 한미은행 주식 거래 과정에서 발생하였다. 도이치증권은 장중 한미은행 주가가 15,800원 전후를 등락하자 본건 낙아웃 옵션계약과 관련하여 위 주식 증가를 낙아웃 가격(15,784원) 이상으로 형성시켜 도이치은행의 금전적 손실을 회피케 할 목적으로 한미은행 주식에 대한 시세조종을 다음과 같이 시도하였다. 첫째, 주식의 매매거래를 유인하기 위하여 같은 날 14:45경 10만 주(실제 주문 실행은 14:49:50경 4만 주, 14:49:59경 6만 주)의 매수주문을 제출하였다. 동시호가 시간대 들어가기 직전 가격이 15,800원으로 끝날 수 있도록 의도적으로 4만 주의 고가매수주문을 제출하여 실제로 동시호가 직전가격을 15,800원으로

10) 도이치증권 서울지점은 본 사건의 낙아웃옵션계약 외에도 다른 거래 상대방과 한미은행 주식을 기초자산으로 하는 옵션 계약을 5건 체결한 상태였다. 만기 2004년 3월 29일 1건, 2004년 3월 2일 1건, 2004년 4월 30일 1건, 2004년 5월 3일 2건으로 하는 총 5개의 다른 옵션계약이 존재하였다.

11) 도이치증권은 이 사건 낙아웃 옵션의 만기를 약 4개월 앞두고 한미은행의 주가가 낙아웃 가격 근처로 상승하자 2004년 2월 18일 당시 약 929,549주의 공매도 포지션을 가지고 있었다. (위 수치는 한미은행을 기초자산으로 하는 대한전선과의 옵션 계약 및 5개의 다른 옵션계약의 헤지 포지션을 합한 것이다.)

형성시켰다. 둘째, 종가 동시호가 마감직전인 14:59:43경 본건 낙아웃 옵션계약을 낙아웃 시키기 위하여 15,800원(지정가)에 93만 주의 대량매수주문을 제출하였다. 당일 종가는 낙아웃 가격(15,784원)이상인 15,800원으로 마감되었다.

대한전선은 위 낙아웃 옵션계약과 관련하여 2004년 2월 19일 한미은행 주식의 종가가 낙아웃 가격(15,784원)으로 형성되는 것을 방지함으로써 대한전선에 금전적 이득을 취득케 할 목적으로, 종가결정을 위한 동시호가시간대 마감직전인 14:59:37경 한미은행 주식의 예상체결가격이 15,800원인 상황에서 시장가로 35만 주의 대량매도주문을 제출함으로써 예상체결가격을 급락(15,800원→15,300원) 시키는 등 한미은행 주식 시세를 인위적으로 변동시켰다.

2004년 2월 19일 당시 한미은행의 종가는 15,800원이 되어 낙아웃 조건이 충족되었고, 종가 동시호가 시간대의 예상체결수량은 621,880주였다. 따라서 종가 동시호가 시간대에 도이치은행이 매수한 한미은행의 주식은 356,150주로 종가관여율이 57.27%, 대한전선이 매도한 한미은행의 주식은 35만 주로 종가관여율이 56.28%에 이르렀다.

이후 씨티은행이 2004년 2월 23일 한미은행의 인수를 발표하면서 한미은행의 주식 공개매수가격을 주당 15,500원으로 공시하였고, 상장을 폐지하기 위하여 발행주식수의 80% 이상을 공개매수를 할 것이라고 밝혔다. 씨티은행은 2004년 4월 3일부터 2004년 4월 30일까지 28일간 한미은행 주식을 공개매수하여, 한미은행 주식 전체의 97.5%를 매수하였으며, 그에 따라 한미은행은 2004년 7월 13일에 상장폐지되었다.

검찰은 도이치증권을 한미은행 주식에 대한 고가매수 주문, 종가관여 매수주문, 매매거래를 유인할 목적 등에 대한 이유로 기소하였다. 검찰은 또한 대한전선에 대해서도 종가관여 매수주문, 매매거래를 유인할 목적 등에 대한 이유로 기소하였다. 도이치증권과 대한전선 모두에 대하여 구 증권거래법(2007. 3. 29. 법률 제8315호로 폐지되기 전의 것) '현실매매에 의한 시세조종' 법령이 적용되었다.

도이치증권에 대한 1심 판결은 다음과 같다(서울중

양지법 2011. 1. 28. 선고 2010고합11 판결). 재판부는 “4만 주 매수 주문 전·후의 주문 태양에 관하여 살펴볼 때, 한미은행의 동시호가 직전가를 낙아웃 가격인 15,800원으로 변동시킬 의도로 제출한 주문으로서 시세를 변동시키는 고가매수 주문으로 봄이 상당하다.”고 판결내리고 있다. 종가관여주문 여부에 대해서도 “한미은행 주식을 15,800원에 93만 주 대량매수 주문한 것은... 앞의 고가매수 주문과 연계하여 전체적으로 보면 한미은행의 주가를 낙아웃 가격 이상으로 변동시킬 의도로 주문한 것으로서 그 주문으로 인하여 예상 체결가격이 상승하지 않을 뿐 예상 체결수량을 크게 증가시켜 일반투자자들로 하여금 매수세가 유입되는 것으로 오인하게 하는 종가 관여 주문에 해당한다고 봄이 상당하다.”고 결론내렸다. 재판부는 또한 “대량 매수 주문으로 인하여 당해 주식의 매매거래에 제3자를 유인할 가능성이 있음을 미필적으로 인식한 상태에서 매수주문을 제출하였다고 보인다. 따라서, 피고인에게 매매거래를 유인할 목적이 인정된다고 할 것이다.”고 판결하고 있다.

대한전선의 시세조종 행위에 대해서도 재판부는 “35만 주 매도주문으로 인하여 예상체결가격이 인위적으로 변동되었고, 이러한 피고인의 행위는 한미은행 종가를 낙아웃 가격 이하로 변동시키려는 의도하에 이루어진 시세조종 주문이라고 봄이 상당하다.”고 판결내리고 있다.

이에 근거하여 도이치증권 피고인은 징역 2년 6월, 대한전선 피고인은 징역 2년의 형에 처해졌으며, 형의 집행에 대해서는 3년의 유예를 받았다. 이의 판결은 항소심 (서울고등법원 2012.1.13. 선고 2011노433 판결)과 대법원 판결(대법원 2012.11.29. 선고 2010도1745 판결)에서도 확정되었다.

3.2 대우증권의 제195회 주가연계증권(ELS) (2005년)

대우증권은 2005년 다음 <표 6>과 같은 내용의 ELS를 판매하였다. 자세한 수익구조는 <그림 2>에 제시하였다. 사건은 주가연계증권의 두 번째 중간평가



일(발행 후 8개월 경과 시점)인 2005년 11월 16일에 발생하였다. 추가연계증권의 기초자산인 삼성SDI보통주는 위 기준가격인 108,500원에 거래되기 시작하여 같은 날 오후 12:00경부터 거래가 종료되기 10분 전인 14:50경까지는 위 기준가격 이상인 108,500원 또는 109,000원으로 거래되고 있었다.

그런데 대우증권은 같은 날 거래가 종료되기 직전인 14:50경부터 15:00경까지 사이에 파생상품부의 상품계좌를 통해 기초자산인 삼성SDI 보통주 134,000주에 대해 집중적인 매도주문을 내어 그 중 86,000주를 매도하였으며, 결국 당일 위 삼성SDI 보통주의 종가는 108,000원이 되었다.

이에 투자자들은 대우증권을 상대로 민사소송을 제기하였다. 투자자들은 조건 성취로 인하여 불이익을 받게 될 대우증권이 신의성실에 반하여 조건 성취를 방해한 것이라고 주장하며, 그 조건이 성취되었을 때 받게 되었을 이익을 달라고 청구하였다. (민법 제150조 제1항). 이에 대하여 피고는 이 사건 추가연계증권의 기초자산의 가격변동에 따른 위험을 회피하기 위하여 기초자산을 매입하거나 매도하는 이른바 델타헤지 거래를 해 왔으므로, 위 조건이 성취되어 중도상환의무를 부담하게 되더라도 불이익을 입지 않는다고 주장하였다.

이에 대한 1심 판결은 다음과 같다 (서울중앙지방법원 2010. 7. 1. 선고 2009가합90394 판결). 재판부는 신의성실의 원칙에 반하는 방해행위에 해당하는지 여부에 대하여 “시장의 수요·공급의 원리에 따라 기초자산의 주가가 공정하게 결정되고, 그 주가가 중도상환 조건을 충족할 경우 그에 따른 중도상환금을 지급받을 수 있으리라는 투자자의 정당한 신뢰와 기대를 해친 행위라고 평가함이 상당하다.”고 판결하고 있다.

또한 “삼성SDI보통주 대량매도가 고의에 의하여 이루어진 경우만이 아니라 과실에 의하여 이루어진 경우에도 조건의 성취를 방해한 때에 해당한다”고 판단하였다.

하지만, 2심에서는 1심 판결 중 피고 패소 부분을 취소하고, 그 취소 부분에 대한 원고들의 청구를 모두 기각하였다 (서울고등법원 2012. 12. 14. 선고 2010나71761 판결). 재판부는 델타헤지는 ELS 발행의 전제조건으로 보편성과 필요성이 인정되는 헤지방법일 뿐만 아니라 금융기관의 자산운용 건전성을 위해 법령상 강제되는 헤지거래의 한 방법이며, 헤지거래로 형성되는 시장가격도 시장요인에 의한 정상적인 수요·공급에 의한 것으로 인정하고 있다. 따라서, “단지 거래수량이 많다거나 매매시기가 집중되어 있다는 점만으로 델타헤지로 인한 주식매매가 인위적인 시장 조작에 해당한다고 단정하기는 어렵다”고 결론내리고 있다.

이 사건에 대한 대법원의 최종판결은 2015년 5월 14일 선고되었다 (대법원 2015. 5. 14. 선고 2013다3811 판결). 대법원은 원고 패소 판결한 원심을 깨고 원고 승소 취지로 사건을 서울고법으로 환송하였다. 재판부는 증권회사가 투자자의 신뢰를 저버리는 방법으로 권리를 행사하거나 의무를 이행해서는 안되며, 투자자와 사이에 이해상충이 발생하지 않도록 노력하고, 불가피한 경우 투자자가 공정한 대우를 받을 수 있도록 적절한 조치를 취함으로써 투자자의 이익을 보호할 주의의무가 있다고 판시하였다. 결과적으로 대우증권이 삼성SDI 보통주를 대량 매도하여 조건 성취를 무산시킨 것은 투자자 보호 의무를 게을리한 것으로 신의성실에 반한다고 지적하였다. 결국 이는 대법원이 1심의 판결을 채택한 것이며, 투자자 보호라는 명분을 선택한 것이라 할 수 있다.

〈표 6〉 대우증권 제195회 ELS 주요 내용

○ 종목명 : 대우증권 제195회 추가연계증권(원금 비보장형)
○ 기초자산 : 한국증권선물거래소에 상장된 삼성SDI보통주
○ 납입일 : 2005.3.16.
○ 발행일 : 2005.3.16.

- 기준가격 결정일 : 2005.3.16.
- 기준가격 : 기준가격 결정일의 삼성SDI보통주 증가
- 중간평가일 : 아래의 날을 중간평가일로 하며, 해당일이 거래소 영업일이 아닌 경우 익 영업일을 중간평가일로 한다. 4개월 : 2005.7.18., 8개월 : 2005.11.16., 12개월 : 2006.3.16., 16개월 : 2006.7.18., 20개월 : 2006.11.16., 24개월 : 2007.3.16., 28개월 : 2007.7.16., 32개월 : 2007.11.16.
- 중간평가가격 : 중간평가일의 삼성SDI보통주 증가
- 중도상환일 : 아래의 날을 중도상환일로 하며, 해당일이 영업일이 아닌 경우 익 영업일을 중도상환일로 한다. 4개월 : 2005.7.20., 8개월 : 2005.11.18., 12개월 : 2006.3.20., 16개월 : 2006.7.20., 20개월 : 2006.11.20., 24개월 : 2007.3.20., 28개월 : 2007.7.19., 32개월 : 2007.11.20.
- 만기평가일 : 2008.3.17.
- 만기평가가격 : 만기평가일의 삼성SDI보통주 증가
- 만기일 및 지급일 : 2008.3.19.
- 상환금액 지급방식

가) 중도상환

증권 발행 후 4,8,12,16,20,24,28,32개월 경과 시점인 각 중간평가일에 기초자산의 중간평가가격이 기준가격보다 크거나 같을 때 또는 기준가격 결정일 익일부터 해당 중간평가일까지 기초자산의 가격이 장증가를 포함하여 한 번이라도 기준가격의 110% 이상 상승한 적이 있는 경우에 피고는 해당 중도상환일에 다음의 금액을 지급(중도상환)하고, 추가적인 상환의무를 부담하지 않는다.

- 발행 후 4개월 경과 시점에 중도상환 시 : 액면금액 × [100% +3%]
- 발행 후 8개월 경과 시점에 중도상환 시 : 액면금액 × [100% +6%]
- 발행 후 12개월 경과 시점에 중도상환 시 : 액면금액 × [100% +9%]
- 발행 후 16개월 경과 시점에 중도상환 시 : 액면금액 × [100% +12%]
- 발행 후 20개월 경과 시점에 중도상환 시 : 액면금액 × [100% +15%]
- 발행 후 24개월 경과 시점에 중도상환 시 : 액면금액 × [100% +18%]
- 발행 후 28개월 경과 시점에 중도상환 시 : 액면금액 × [100% +21%]
- 발행 후 32개월 경과 시점에 중도상환 시 : 액면금액 × [100% +24%]

나) 만기상환

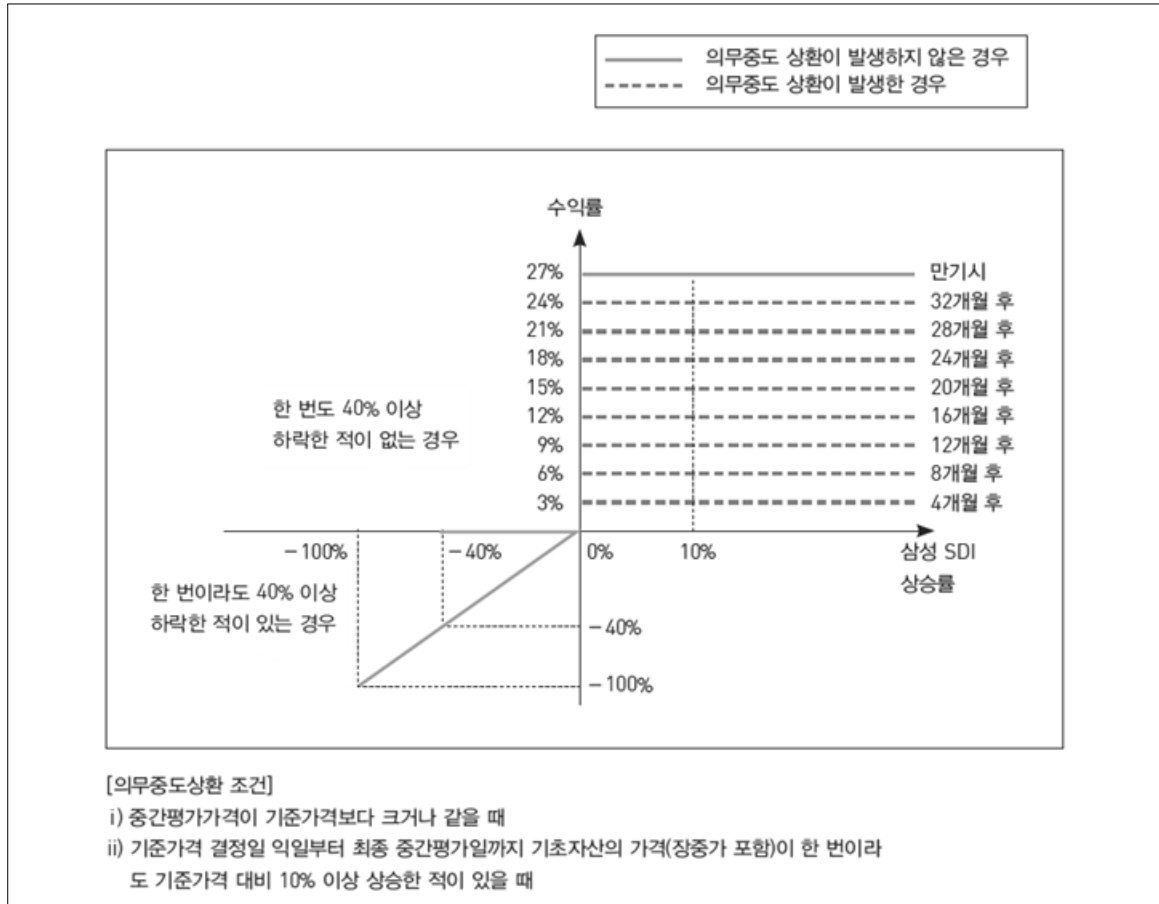
중도상환이 발생하지 않은 경우 피고는 만기일에 추가연계증권의 보유자에게 아래의 금액을 지급한다.

- 만기평가가격이 기준가격보다 크거나 같은 경우 또는 32개월 중간평가일 익일부터 만기평가일까지 기초자산의 가격이 장증가를 포함하여 한 번이라도 기준가격의 110% 이상 상승한 적이 있는 경우 : 액면금액의 127%
- 만기평가가격이 기준가격보다 작고, 32개월 중간평가일 익일부터 만기평가일까지 기초자산의 가격이 장증가를 포함하여 한 번도 기준가격의 110% 이상 상승한 적이 없고, 기준가격 결정일 익일부터 만기평가일까지 한 번도 기준가격 대비 40% 이상 하락한 적이 없는 경우 : 액면금액의 100%
- 만기평가가격이 기준가격보다 작고, 32개월 중간평가일 익일부터 만기평가일까지 기초자산의 가격이 장증가를 포함하여 한 번도 기준가격의 110% 이상 상승한 적이 없고, 기준가격 결정일 익일부터 만기평가일까지 한 번이라도 기준가격 대비 40% 이상 하락한 적이 있는 경우 : 액면금액 × (만기평가가격 / 기준가격)

※ 단, 이 경우 원금 손실이 발생할 수 있고, 만기평가가격이 기준가격보다 작을수록 손실이 커진다.



〈그림 2〉 대우증권 제195회 ELS의 수익구조



출처 : 대우증권

3.3 한투증권의 제289회 주가연계증권 (ELS) (2009년)

한투증권은 2007년 8월 31일 파생결합 증권의 일종인 '부자아빠 주가연계증권 제289회'를 발행하였는데, 그 사업설명서에 기재된 주된 내용은 다음 〈표 7〉과 같다. 자세한 수익구조는 〈그림 3〉에 제시하였다. 한투증권은 주가연계증권의 조기상환조건 또는 만기상환조건이 충족될 경우 투자자들에게 일정한

상환금을 지급하여야 하는데, 그에 따르는 위험을 회피하기 위하여 2007년 8월 30일 도이치증권과 사이에 발행한 주가연계증권과 동일한 구조의 '주식연계 달러화 스왑계약'(USD Swap relating to Shares)을 체결하였다. 이와 같은 헤지거래를 통해 한투증권은 주가연계증권의 발행으로 인한 위험을 도이치증권에게 이전하였다.¹²⁾

그 후 이 사건 주가연계증권은 조기상환조건을 성취하지 못한 채 만기평가가격결정일인 2009년 8월 26일

12) 이와 같은 스왑계약을 통하여 위험(리스크)을 직접 헤지하지 않고 동일한 상품을 제3자로부터 매입해 실질적인 상환책임은 제3자에게 떠넘리게 되는데, 이를 백투백 헤지(back to back hedge)라고 한다. 이와 달리 자체 헤지(internal hedge)는 발행사가 직접 주식, 채권, 파생상품을 이용하여 판매한 상품과 동일한 포지션의 상품을 반대로 만들어서 판매한 상품과 반대거래를 통하여 헤지를 하는 것이다. 한투증권은 이 사건 주가연계증권의 발행으로 취득한 금원 중 일부인 110억 원에 관하여는 자체 헤지를 실행하였다.

에 이르게 되었는데, 당시 삼성전자 보통주의 주가는 기준가격(572,000원)을 훨씬 상회하는 70만 원대에서 형성되어 상환조건(기준가격의 75%인 429,000원 이상일 것)을 충족하는 데 아무런 문제가 없었으나, KB금융 보통주의 주가는 54,000원대에서 등락하고 있었기 때문에 상환조건(조정된 기준가격의 75%인 54,740원 이상일 것)의 충족 여부가 문제되었다.¹³⁾

그런데 도이치증권은 2009년 8월 24일 KB금융 보통주 75,000주, 2009년 8월 25일 KB금융 보통주 77,409주를 각 매도하였고, 이 사건 기준일인 2009년 8월 26일에는 KB금융 보통주 242,214주를 매도하였는데, 구체적으로는 장중에 도이치증권 영업부를 통하여 114,214주를 매도하였고, 단일가매매시간대인 14:50:00부터 15:00:00까지 계열사가 아닌 씨엘증

권 서울지점을 통하여 시장가매도주문 방식으로 두 번에 걸쳐 합계 128,000주(14:55:19 96,000주, 14:58:47 32,000주)를 매도하였다.

위와 같은 단일가매매시간대의 KB금융 보통주 96,000주 매도주문으로 예상체결가격이 54,800원에서 53,600원으로 대폭 하락하였고, 32,000주 매도주문으로 예상체결가격이 54,800원에서 54,500원으로 다시 하락하였다. 최종 종가는 결국 이 사건 주가연계증권의 상환조건 기준가격인 54,740원에 못 미치는 54,700원으로 결정됨으로써, 이 사건 주가연계증권의 만기상환 조건 충족이 무산되었다. 결국 투자자들은 이 사건 주가연계증권의 만기일인 2009년 8월 31일 한투증권으로부터 투자원금의 약 74.9%에 해당하는 금액만을 지급받았다.

〈표 7〉 한투증권 제289호 ELS의 주요 내용

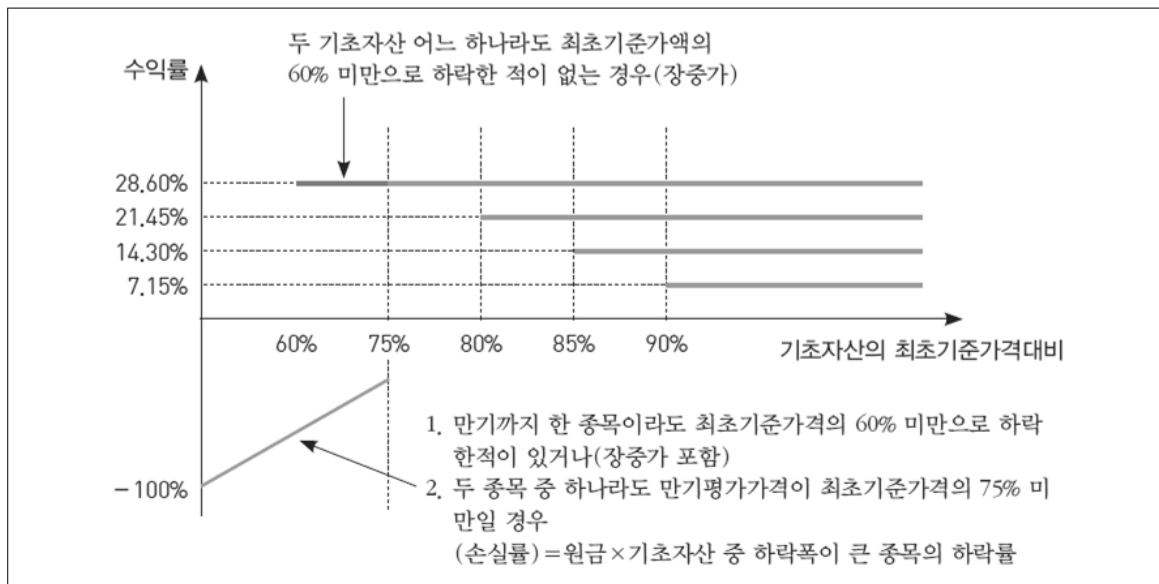
○ 상품명 : 부자아빠 주가연계증권 제289회
○ 기초자산 : 삼성전자 보통주, 국민은행 보통주
○ 발행총액 : 198억 9,000만 원
○ 최초기준가격 : 2007. 8. 30. 각 기초자산 증가(삼성전자 보통주 572,000원, 국민은행 보통주 74,600원)
○ 만기 : 2009. 8. 31. (만기 2년, 매 6개월마다 자동조기상환기회 부여)
○ 만기평가가격 결정일 : 2009. 8. 26. 기초자산 증가
○ 수익구조
① 자동조기상환
* 국민은행 보통주는 이 사건 주가연계증권 발행 이후 주식교환.이전에 따라 KB금융 보통주로 변경되었다.
1) 1차 자동조기상환 평가일에 두 기초자산의 평가가격이 모두 최초기준가격의 90% 이상인 경우 : 투자수익률 7.15%
2) 2차 자동조기상환 평가일에 두 기초자산의 평가가격이 모두 최초기준가격의 85% 이상인 경우 : 투자수익률 14.3%
3) 3차 자동조기상환 평가일에 두 기초자산의 평가가격이 모두 최초기준가격의 80% 이상인 경우 : 투자수익률 21.45%
② 만기상환
4) 위의 1)~3)에 의한 자동조기상환이 발생하지 아니하고, 두 기초자산의 만기평가가격이 모두 최초기준가격의 75% 이상인 경우 : 투자수익률 28.6%
5) 위의 1)~4)에 의한 자동조기상환 및 만기상환이 발생하지 아니하고, 두 기초자산 중 어느 기초자산

13) KB금융의 유상증자에 따라 만기 기준가격이 조정되어 만기 기준가격의 75%는 54,740원으로 되었는데, KB금융 보통주의 주가는 이 사건 기준일 직전인 2009년 8월 20일 53,800원, 2009년 8월 21일 54,500원, 2009년 8월 24일 56,000원, 2009년 8월 25일 54,400원으로 등락하였다.



- 이라도 만기평가가격에 [최초기준가격 × 75%] 미만이고, 두 기초자산(장증가 포함) 중 어느 하나라도 [최초기준가격 × 60%] 미만으로 하락한 적이 없는 경우 : 투자수익률 28.6%
- 6) 위의 1)~5)에 의한 자동조기상환 및 만기상환이 발생하지 아니하고, [만기까지 한 종목이라도 최초기준가격의 60% 미만으로 하락한 적이 있고(장증가 포함)] + [두 종목 중 한 종목이라도 만기평가가격이 최초기준가격의 75% 미만이면] ⇒ 원금손실 : 손실률 = (원금) × (기초자산 중 하락폭이 큰 종목의 하락률)

〈그림 3〉 한투증권 제289호 ELS의 수익구조



출처 : 한국투자증권

투자자들은 도이치증권에 민사소송을 제기하였다. 투자자들은 사건 기준일에 기초자산인 KB금융 보통주를 대량으로 매도함으로써 주가를 만기상환 기준가격인 54,740원보다 낮은 54,700원으로 형성되도록 하였다는 사유로, 이는 자본시장법 제176조 제4항 제3호의 연계시세조종 행위에 해당함을 주장하였다. 이에 대해 도이치증권은 자신들이 델타헤지의 원리에 따라 기초자산인 KB금융 보통주에 대한 거래를 하였고, 특히 이 사건 기준일에도 델타헤지 원리에 따라 보유 중인 주식을 매도한 것이므로 주식매도행위가 자본시장법상 시세조종행위 내지 부정거래행위에 해당하지 않음을 주장하였다.

이에 대한 1심 판결은 다음과 같다 (서울중앙지방법

원 2012.1.12. 선고 2010가합27835 판결). 시세조종행위로 인한 손해배상청구 주장 부분에 대해서 재판부는 “피고의 위와 같은 KB금융 보통주 매도행위는 자본시장법 제176조 제4항 제3호의 시세를 변동시키는 시세조종행위에 해당하거나 그에 준하는 행위에 해당한다고 할 것이다”고 판단하고 있다. 또한, 도이치증권이 델타헤지 원리에 따라 거래를 했더라도, 이 사건 기준일에는 자연스러운 시장수급에 의한 가격결정에 부당한 영향을 미치지 않도록 주의하여 거래하여야 할 신의칙상 의무가 있음에 비추어, 이 사건 기준일 장 종료 직전에 보유하고 있던 KB금융 보통주를 대량으로 매도함으로써 주가가 하락된 이상 KB금융 보통주의 시세를 변동시킬 의도가 전혀 없었다고 보기

어렵다고 결론내리고 있다.

하지만, 2심에서는 제1심 판결을 취소하고, 원고들의 청구를 모두 기각하였다(서울고등법원 2012. 12. 14. 선고 2012나12360 판결). 재판부는 도이치증권의 주식매도행위는 델타해지에 따른 것이며, 이에 의한 주식매매는 정상적인 수요, 공급에 해당할 뿐만 아니라 부당하게 주식시세를 조종할 목적이 있다고 보기 어렵다고 결론내렸다. 이 사건은 2015년 11월 현재 대법원의 최종판결을 기다리고 있는 상태이다.

3.4 도이치증권 KOSPI200 시세조종을 통한 옵션쇼크 (2010년)

2010년 11월 11일 옵션만기일 장마감 동시호가 10분 동안에 KOSPI200지수가 7.11포인트 (254.62포인트 → 247.51포인트) 떨어지며, 한국 자본시장은 큰 혼란을 경험하였다. 사건 발생 이후 언론에서는 이 사태를 ‘옵션쇼크’라고 표현하였다. 와이즈에셋 등 기관 포함 국내 투자자의 손해가 1,400억원에 이르렀고, 일부 자문사는 옵션펀드 운용을 중단하기도 하였다. 금융감독원과 한국거래소는 조사를 통하여 도이치은행과 한국도이치증권 임직원들이 공모하여, 장마감 직전 주가가 떨어지면 이익을 보는 KOSPI200지수 풋옵션을 대량으로 매수한 다음, 2010년 중 매수차익거래를 통하여 보유하고 있던 KOSPI200 구성 199개 종목 2.44조원의 주식을 동시호가 직전 가격 대비 4.5%~10% 낮은 가격으로 7회에 걸쳐 매도 주문을 내었음을 밝혀내었다. 이들의 옵션 포지션에 따른 부당이익은 약 449억원에 이르렀다. 2011년 8월 19일 서울중앙지검 금융조세조사 제1부는 범행에 가담한 도이치은행 홍콩지점 지수차익거래 담당 상무, 이사, 주식부 리스크 총책임자, 한국도이치증권 차익거래 담당 상무를 자본시장법상 현·선 연계 시세조종 혐의로 불구속기소하고, 한국도이치증권도 같은 혐의로 기소하였다.

이들의 혐의는 크게 두 가지로 요약할 수 있다. 첫째는 현·선연계 시세조종 행위이다. 검찰은 피의자들은 실시간 발생하는 현물과 선물간 가격 차이를

이익으로 실현하는 지수차익거래를 지속적으로 실행하는 과정에서, 현물주식의 보유가 많아지는 점을 악용하여 파생상품의 기초자산 가격을 조작한 것으로 파악하였다. 이들은 주가 하락의 효과를 높이기 위해 동시호가 시간에 주식을 저가로 대량 매도함으로써 KOSPI200 지수를 하락시켜서 이미 매입해 둔 파생상품에서 이익을 실현하였다.

둘째는 프로그램 매매 신고규정 위반이다. 피의자들은 본건 대량 프로그램 매매물량을 거래소 사전신고를 신고시한인 14:45을 넘겨 1분 지연(14:46)하여 신고하였다. 대부분의 투자자들은 14:45까지의 신고 내용을 통해 장 마감시간의 투자전략을 수립하여 실행하므로, 위 지연신고는 다른 투자자들에게 잘못된 판단을 하게 하는 원인을 제공할 수 있다.

이 사건에 대해서는 먼저 도이치증권의 매매행위가 정상적인 지수차익거래인가? 현·선 연계시세조종인가?에 대한 판단이 필요하다. 지수차익거래는 매수 지수차익거래와 매도 지수차익거래로 구분된다. 매수(매도) 지수차익거래는 KOSPI200의 현·선물 가격차(베이스스)를 이용하여 현물을 매수(매도)하고 선물을 매도(매수)하여 차익(arbitrage)을 추구하는 거래이다. 당시 선물가격이 현물가격을 초과하는 ‘콘탱그’ 상태가 지속되었기 때문에 도이치은행은 매수 지수차익거래를 꾸준히 증가시켜 주식을 대량으로 보유하고 있는 상태였다. 도이치은행의 현물 매수 포지션은 2010년 7월 14일 기준 1조 1,300억원, 사건 전일에는 2조 1,079억원으로 꾸준히 증가하였고, 사건 당일에도 2,600억여원 가량 순매수하였다.

지수차익거래는 만기일 주가에 상관없이 현물과 선물의 가격 차이를 안정적으로 회수하는 보수적 투자 기법이다. 검찰은 도이치은행이 위와 같은 이유로 막대한 주식 포지션을 보유하게 되자 그 매도에 따라 예상되는 주가 폭락의 기회를 이용하여 파생상품에서 이익을 노린 투기적인 거래를 감행한 것으로 인식하고 있다. 검찰은 다음과 같은 사정을 근거로 들고 있다.

첫째, 대량매도 직전에 집중적인 투기적 포지션을 구축하였다는 것이다. 사건 당일 14:19~14:49 합성 선물을 4,997억원 매도하였고, 반면 풋옵션 1조



3,340억원을 매수하였다는 것이다. 이는 지수의 하락을 예상하고 그에 따른 이익을 노린 거래로 지수차익거래와 무관하다는 것이다.

둘째, 도이치은행이 동시호가시간의 주문 행태에 있어서 시장 충격을 최대화하는 방법 사용하였다는 점이다. 즉, 동시호가시간 직전가 대비 4.5~10.0% 낮은 지정가로 7회 분할하여 주문을 하였다. 그 결과 동시호가 시간대 호가관여율이 70.0%에 이르며, 거래량이 총 체결금액의 92.0%를 차지하였다. 이는 전형적인 증가관여 시세조종에 해당한다.

셋째, 도이치은행 홍콩지점과 한국도이치증권 직원들의 공모행위가 발견되었다는 사실이다. 먼저 이들의 철저한 사전 준비가 있었다. 2010년 11월 9일부터 매도 물량 확보를 위해 한국도이치증권 등에 대여한 주식을 상환받기 시작하고, 대량 매도로 인한 DMA 주문시스템 에러를 대비하여 한국도이치증권에서 대신 주문을 내는 사전테스트를 하고 주문시스템 한도 해제까지 미리 해 두었다. 임직원들 사이의 긴밀한 협력관계도 발견되었다. 한국도이치증권 차익거래 담당 상무와 그 부서 직원들의 이메일 등을 분석한 결과, 담당 상무는 홍콩으로부터 지시를 받아 거래를 실행한 것으로 파악되었으며 홍콩지점 이사과 사용이

금지된 스마트폰 메신저로 사건 당일 본건 거래에 관한 연락을 하였다가 홍콩지점 상무의 지시로 흔적을 삭제하기까지 하였다. 이런 일련의 행위가 양측 임직원들 사이의 조직적이고 긴밀한 협력관계에서만 이루어질 수 있는 구조였음이 확인되었다. 또한 한국도이치 증권은 “증가 거래를 위해 사람들이 모니터링을 하므로 주문을 늦게 신고할수록 시장영향이 커진다”는 취지로 채팅하는 등 가격충격을 극대화 할 수 있는 방법을 홍콩팀에 지속적으로 제안하였다.¹⁴⁾

반면 도이치은행 측은 자신들의 거래가 정상적인 지수차익거래임을 주장하고 있다. 정상적인 지수차익거래로 인정이 된다면, 앞의 두 번째와 세 번째 사례로 언급된 ELS 분쟁의 항소심의 경우처럼 불법행위로 인정되지 않을 수 있다. ELS의 재판의 경우, 피고인들의 매매가 통상적인 델타헤지 거래로 인정을 받으면서, 그들의 매매로 인한 가격충격도 정상적인 수요, 공급에 해당하기 때문에 그들이 부당하게 주식시세를 조종할 목적이 있었다고 보기 어렵다고 결론내리고 있다. 이와 동일한 논리가 지수차익거래에도 적용이 된다면, 옵션만기일의 도이치은행의 매도도 정상적인 시장에서의 수요, 공급에 해당하기 때문에 연계시세조종의 목적이 있었다고 보기 어려울 것이다.

[4] 현행 규제의 쟁점 및 개선방향

4.1 가격조작상품에 대한 시세조종행위의 증명

자본시장법에서 시세조종 행위에 대해 ‘시세를 변동 또는 고정시키는 행위’라고 명시하고 있다. 이는 시장에서 수요와 공급의 원칙에 의하여 형성되는 가격을 인위적으로 상승 또는 하락시켜서 왜곡된 가격을 형성하는 행위를 의미한다. 행위자의 매매로 인하여

시세를 변동시킬 가능성이 있으면 충분한 것으로 간주한다 (대법원 2007.11.29. 판결 2007도7471, 대법원 2008.12.11. 판결 2006도2718). 또한, 실제 시세를 변동시킨 경우 시세변동의 다른 사정이 있더라도 행위자의 행위가 시세변동의 주된 요인으로 작용하면 된다(임재연, 2012: p.865).

첫 번째 사례인 도이치증권과 대한전선의 한미은행 주식에 대한 옵션계약 사건의 경우, 다음과 같은 사유

14) 수사기간 동안 내국인 30명 및 외국인 3명을 조사하였고, 한국도이치증권 및 도이치은행 서울지점 관계자 10여명의 이메일·메신저·전화녹취 내용(이메일 기준, 영문 자료 약 40,000건)을 확보하여 분석하였다.

를 들어 도이치증권의 행위가 '고가 매수주문'과 '증가 관여 매수주문'임을 인정하고 있다. 고가 매수주문의 사유로 도이치증권이 2004년 2월 19일 14:45경 한미은행의 주가가 15,750원인 상태에서 한미은행 주식 16만 주를 15,800원 지정가로 매수 주문을 지시한 점과 주문량의 대부분이 매매가 체결되지 않았음에도 14:49:59경 다시 15,800원으로 60,000주의 매수 주문을 제출하여 전부 동시호가 시간대로 넘어가게 한 점을 지적하고 있다. 또한 각각의 매수주문들은 전후 시간대의 매수 주문량과 비교하여 볼 때 대량의 매수 주문임을 인정하고 있다. 증가 관여 매수주문의 인정 사유로는 직전 3일간의 증가 평균거래량이 약 6만 6천 주임을 고려할 때, 매우 이례적인 93만 주의 대량매수주문을 의외함으로써 결과적으로 예상체결가격을 15,400원에서 15,800원으로, 예상체결수량을 약 42만 주에서 62만 주로 크게 증가시켰고, 356,150주의 매매거래를 체결시켜 증가관여율이 57.27%에 이르는 점을 언급하고 있다.

대한전선에 대해서도 다음의 사유를 들어서 시세조종 행위를 인정하고 있다. 2004년 2월 19일 14:59:37경 대한전선이 한미은행 주식 350,000주를 시장가에 대량 매도 주문하였고, 위 매도 주문이 이례적인 규모인 점이다. 위 매도 주문으로 인해 예상체결가격이 15,800원에서 15,300원으로 급락하였으며, 예상체결수량은 251,960주에서 420,680주로 크게 증가하였으며, 그 결과 대량매도의 증가관여율이 56.28%에 이르렀다.

두 번째 사례인 대우증권 ELS 사례도 1심에서 다음과 같은 사유로 시세조종 행위를 인정하며 대우증권이 신의성실의 원칙을 위반했음을 판결하고 있다. 대우증권의 삼성SDI 보통주의 대량매도행위가 주가연계증권의 두 번째 평가일인 2005년 11월 16일 증가가 결정되기 불과 10분 전에 한꺼번에 이루어진 점이다. 또한 매도물량 134,000주는 약 140억 원의 규모에 이르며, 그 중 약 101억 원에 해당하는 94,000주에 관하여는 이 사건 주가연계증권의 기준가격인 108,500원 (또는 거래직전가인 109,000원)에 미치지 못하는 107,500원 또는 108,000원에 매도주문을 하였다.

재판부는 이는 거래가격 형성에 결정적인 영향을 미치기에 충분한 규모임을 인정하였다.

세 번째 사례인 한투증권 ELS사건에 대해 1심 재판부는 백투백헤지를 담당했던 도이치증권에 대해 다음과 같은 사유를 들어서 시세조종행위를 인정하고 있다. 도이치증권은 사건 기준일 당시 보유하고 있던 KB금융 보통주 329,737주 중 단일가매매시간대인 128,000주의 대량 매도주문이 당시 시장수급상황에 비추어 과도한 매도주문이었던 것으로 보이는 점이다. KB금융 보통주에 관한 매도관여율이 장중에는 7.24%였으나 증가시간대에는 무려 46.9%였다. 재판부는 이러한 거래행위가 KB금융 보통주 증가 결정에 상당한 영향을 미쳤음을 인정하고 있다.

위의 사례들을 종합하면, 시세조종 행위자의 거래량이나 가격관여율 등의 계산을 통해 그 행위가 정상적인 거래관행을 벗어난 것임을 인정받고, 이러한 인정 사실을 근거로 가격을 인위적으로 상승 또는 하락시켜서 왜곡된 가격을 형성하는 행위임을 증명하고 있다.

네 번째 도이치은행의 옵션쇼크 사건도 여러 수치로 그 비정상성을 판단해 볼 수 있다. 검찰이 제시한 자료에 의하면, 도이치은행의 매도거래가 옵션만기일 증가 동시호가에 극단적인 시장 충격을 주었음을 확인할 수 있다. 당시 매도 물량인 2조 4천억원의 동시호가 대 거래량은 일중 거래량의 24.94%, 거래금액은 31.68%를 차지하였다. 이는 다른 옵션만기일(직전 22회 만기일) 평균치인 11.61%(거래량), 15.88%(거래금액)의 2배를 상회하는 수치이다. KOSPI200지수도 동시호가 직전 대비 2.79% 하락하였는데, 이 수치도 다른 옵션만기일 평균 등락폭인 0.06%의 46.5배에 달한다. 또한 도이치은행의 동시호가 시간대 호가관여율이 70.0%에 이르며, 거래량이 총 체결금액의 92.0%를 차지하였다. 이러한 관여율은 앞의 사건들보다도 더 큰 수치라는 점에서 도이치증권의 동시호가 주문이 비정상적이라고 판단할 수 있다.

위의 사례들에서 보듯, 시세조종 행위를 증명하기 위해서는 사후에 가격관여율이나 거래관여율 등을 계산할 수 있는 거래와 연관한 다양한 자료들이 잘 구축되어 있어야 한다. 우리나라의 경우에는 한국거래



소에서 모든 거래자료들을 보관하고 있기 때문에 이런 점에서는 문제가 없어 보인다. 또한 어느 정도의 범위를 벗어날 때에 비정상적인 가격충격으로 인식할 것인지에 대한 다양한 지표의 개발과 기준의 설정이 필요하다. 이미 미국에서는 학문적으로 시세조종에 대한 여러 연구들이 진행되었으며(Kumar and Seppi, 1992; Carhart et al., 2002; Hillion and Suominen, 2004; Bernhardt and Davies, 2005), 특히 Comerton-Forde and Putnins (2011)는 미국과 캐나다에서 종가시세조종으로 시장감독기관에 의해 기소된 사례와 연관된 31개 종목 총184건의 종가시세조종 행위를 분석하여 수익률, 수익률의 반전현상, 거래빈도, 호가스프레드율 등의 거래특성변수를 기반한 종가시세조종 지표를 개발하였다. 이렇게 학문적으로 연구된 측정치들과 연구결과들이 시세조종 감독업무에 활용된다면 큰 도움이 될 것이다.

한편 범죄가 지능화되면서 단일 계좌로 이런 대량거래를 하기보다는 여러 개의 계좌를 동원하여 시세조종 행위를 하는 경우도 있다. 이에 대해서는 연계계좌군을 찾아낼 수 있는 시스템이나 방안의 마련이 필요할 것으로 사료된다.

지금까지의 논의는 기존의 단일 증권에서의 시세조종행위에 대한 증명과 동일하다. 연계시세조종에 대한 증명이 단일 증권의 시세조종에 비해서 어려운 이유는 '연계시세조종의 목적'을 증명해야 하기 때문이다. 이에 대해서는 다음에 언급하고자 한다.

4.2 이익획득상품에서 부당이익을 얻을 목적의 증명

자본시장법에서 연계시세조종 행위로 인정되기 위해서는 '매매에서 부당한 이익을 얻거나 제삼자에게 부당한 이익을 얻게 할 목적으로'라고 명시한 주관적인 요건이 충족되어야 한다. 하지만, 정말로 행위자에게 이러한 부당한 이익을 얻을 목적이 존재하였는지의 여부는 행위자가 자백하지 않는 이상 그 목적의 존재유무를 파악하기 어렵다. 또는 통화내역이나 메모 등의 직접적인 증거를 확보하지 않는 한 매우 증명하기

어렵다. 따라서, 행위자의 목적을 증명하기 위해 간접적인 접근법을 사용하게 된다. 즉, 행위자의 특정한 행위가 존재하는 경우 그 목적이 있다고 추정하는 방식이다. 예를 들어, 통상의 거래관행을 벗어난 매매 행위나 경제적인 합리성이 결여된 행위가 존재하는 경우, 이러한 사정을 근거로 행위자의 목적의 존재를 간접적으로 추론하는 것이다. 이를 '간접증거' 또는 '정황증거'라 부른다.

기존 판례들에서도 "행위자의 목적이라는 주관적인 요건은 당사자가 이를 자백하지 않더라도, 그 유가증권의 성격과 발행된 유가증권의 총수, 가격 및 거래량의 동향, 전후의 거래상황, 거래의 경제적 합리성과 공정성, 가장 혹은 허위매매 여부, 시장관여율 정도, 지속적인 종가관리 등 거래의 동기와 태양 등의 간접사실을 종합적으로 고려하여 판단하여야 한다"고 언급하고 있다 (대법원 2002. 7. 26. 판결 2001도4947; 대법원 2003. 12. 12. 판결 2001도606; 대법원 2006, 5. 11. 판례 2003도4320).

앞의 사례들도 피의자들의 자백에 의해서보다는 정황증거에 의해서 부당이익을 얻을 목적이 있는 것으로 판결되었다. 첫 번째 사례인 도이치증권과 대한전선의 한미은행 주식에 대한 옵션계약 사건의 경우, 양측 모두에게 부당이익을 얻고자 하는 목적이 있었음을 인정하고 있다. 도이치은행 측은 낙아웃이 달성될 경우 대한전선에게 상당한 금액[(2004. 6. 28. 이전 20영업일 동안의 각각의 한미은행의 주식 종가들의 산술평균가격 - 7,892원) × 2,850,370주]을 지급할 의무를 면하게 되기 때문에 한미은행 주가를 낙아웃시킬 동기가 있다고 인정하였다. 대한전선에 대해서도 2004년 2월 19일 당시 한미은행의 주가는 이미 장중에 낙아웃 가격 이상을 기록하는 등 종가에 낙아웃 조건을 충족할 가능성이 매우 높았고, 낙아웃 조건이 충족될 경우 대한전선은 도이치은행으로부터 결산금액을 지급받을 기회를 상실하게 되기 때문에 주식의 종가를 낙아웃 가격 이하로 형성시킬 필요성이 있었음을 인정하고 있다.

세 번째 한투증권 ELS의 경우도 다음의 사실을 들어 부정할 목적의 존재를 인정하고 있다. 1심 재판부

는 당시 KB금융 보통주의 가격 및 거래량의 동향, 전후의 거래상황, 피고의 시장관여율 정도, 이 사건 추가연계증권의 만기상환조건의 결과적 미성취 등에 비추어보면, 피고에게 KB금융 보통주의 주가를 변동시킬 의도가 없었다고 단정하기는 곤란하다고 판시하고 있으며, 결과적으로 부정한 의도가 없었다는 피고의 주장을 받아들이지 않았다.

하지만, 항소심에서는 피고의 매매가 델타헤지 거래라는 정상적인 거래기법으로 인정되어서 부당한 거래로 인정되지 않았다. 판결은 “델타헤지는 보편성과 필요성이 인정되는 헤지방법이며, 헤지거래로 형성되는 시장가격도 시장요인에 의한 정상적인 수요·공급에 의한 것으로 보아야 하고, 단지 거래수량이 많거나 매매시기가 집중되어 있다는 점만으로 델타헤지로 인한 주식매매가 인위적인 시장조작에 해당한다고 단정하기는 어렵다.”고 판시하고 있다.

이러한 판결 결과는 연계시세조종 행위의 증명을 더욱 어렵게 만든다. 한투증권 ELS의 경우, 피고의 매도행위의 증가관여율이 46.9%, 증가시간대 직전가 대비 저가 주문비율이 46%에 이르며, 이로 인해 한국거래소 시장감시위원회는 이 사건 주식매도행위가 시세조종 개연성이 높은 것으로 추정된다고 결론내렸다. 하지만, 2심 판결은 이러한 큰 수치를 인정하면서도, 이 사건 주식매도행위가 정당한 델타헤지로 인정되는 이상 부당한 목적이 있는 시세조종행위로 볼 수는 없다고 결론내리고 있다.

이러한 시세조종행위 성립을 위한 ‘목적의 존재’에 대한 요구는 실제 법 집행을 어렵게 만들고 있다. 이런 논쟁의 결과, 2014년 12월 자본시장법 상 ‘시장질서교란행위’ 규제 항목이 국회를 통과하였다. 이는 기존의 시장혼란 행위를 하였음에도 시세조종 입증에 있어 피의자의 목적성을 증명하기 어려움으로 인해 처벌하기 어려웠던 점을 보완하기 위한 조치이며, 투자자 보호 측면에서 한걸음 더 전진한 것이라 평가할 수 있다.

결국 거의 모든 사건에서 피의자의 자백이 없는 상태로 여러 주변 정황들을 수집하여 부당이익을 얻을 목적을 증명할 수밖에 없다. 이를 위해서는 가격조작

상품에서의 시세조종을 증명할 수 있어야 하며, 한 발 더 나아가서 위의 시세조종이 연계된 상품에서 어느 정도의 부당이익을 부정행위자에게 줄 수 있는지 계산되어야져야 한다. 이런 부당이익이 명백하고 규모가 클 때 판결을 통해 행위자의 부정한 목적에 대해서 인정받을 수 있는 것이다. 부당이익을 명확하게 계산하기 위해서는 부정행위자의 가격조작상품과 이익획득상품의 보유현황이 정확하게 파악되어야 할 것이다. 하지만, 우리나라의 경우 현물의 거래계좌와 파생상품의 거래계좌가 따로 운영되고 있으며, 동일한 주체가 현물과 선물을 동시에 거래하는 현황을 파악할 수 없다. 거래자가 상장되지 않은 장외파생상품을 다루는 경우에는 거래자의 전체 포지션을 파악하기가 더욱 어렵게 된다. 이에 대해서는 주식과 선물거래소가 통합되어 하나의 거래소가 된 것처럼 현물과 선물의 계좌를 통합하여 개설하게 하고 거래소에서 시장감독을 하는 것도 하나의 방법이 될 것이다.

또한 거래자들의 매매에 대한 분석 이외의 다른 접근법을 통하여 부정행위자의 의도를 파악할 수 있는 기법을 개발할 필요가 있다. 예를 들어, 연계시세조종의 경우에는 다수 관여자이 존재하므로 계좌 자료 이외에 통신내역을 통하여 부당한 목적을 증명할 수도 있을 것이다. 도이치증권 옵션쇼크 사건의 경우도 검찰은 피의자들의 이메일-메신저-전화녹취 내용 확보하여 분석함으로써 그들이 이 사건을 위해서 구체적이고 조직적으로 공모하였음을 밝혀내었다.

한편 목적의 존재를 증명하기 어렵다는 점을 감안하면, 플리바게닝(plea bargaining) 제도의 도입을 고려해 볼 수도 있다. 플리바게닝 또는 유죄협상제도는 피고가 자신의 죄를 인정하거나 다른 사람에게 대해 증언을 하는 대가로 검찰이 형량을 낮추거나 가벼운 죄목으로 처리하기로 거래하는 제도이다. 수사·기소·재판 최종심까지는 상당한 시간이 소모되며 또한 천문학적 비용이 들어간다. 미국의 경우 이 제도를 적극적으로 활용하고 있으며, 프랑스, 스페인 등의 국가에서도 제한적으로 도입되어 있는 실정이다. 이 제도를 우리나라에서도 적합하게 도입한다면, 불공정 거래의 부정한 목적을 증명하는데 들어가는 많은 비용



을 절감할 수 있을 것이다.

4.3 부당이익 또는 손해배상액의 산정

연계시세조종에서의 부당이익은 그 위반행위로 인하여 행위자가 얻은 이득 즉, 그 거래로 인한 총수입에서 그 거래의 총비용을 차감한 금액에 해당한다. 그리고, 부당이익에는 행위자의 유가증권 처분으로 인한 유형적인 경제적 이익 외에도 기업지배권 확보, 기업 경영권 획득, 회사 내 지위상승 등 무형적 이익, 손실회피 등의 소극적 이익, 현실화되지 않은 장래의 이득도 포함한다 (대법원 2002. 7. 22. 선고 2002도1696 판결, 서울고등법원 2011. 6. 9. 선고 2010노3160 판결).

자본시장법은 부당이익의 규모에 따라서 법정형을 달리하고 있다. 자본시장법 제443조 제2항에 의하면, 부당이익이 5억~50억 구간에서는 3년 이상의 유기징역, 그리고 50억원 이상인 때는 무기 또는 5년 이상의 징역으로 가중처벌하도록 하고 있다. 또한, 부당이익의 3배에 달하는 금액이 5억원을 초과하는 경우 그 금액의 3배에 상당하는 금액 이하의 벌금의 병과가 가능하도록 하고 있다.

한편 자본시장법은 다음과 같이 시세조종 행위에 대하여 배상책임을 언급하고 있다. “제177조(시세조종의 배상책임) ① 제176조를 위반한 자는 그 위반행위로 인하여 형성된 가격에 의하여 해당 상장증권 또는 장내파생상품의 매매를 하거나 위탁을 한 자가 그 매매 또는 위탁으로 인하여 입은 손해를 배상할 책임을 진다. ② 제1항에 따른 손해배상청구권은 청구권자가 제176조를 위반한 행위가 있었던 사실을 안 때부터 1년간, 그 행위가 있었던 때부터 3년간 이를 행사하지 아니한 경우에는 시효로 인하여 소멸한다.”

두 번째 사례인 대우증권 ELS의 경우, 1심에서 손해배상액을 다음과 같이 산정하고 있다. 첫 번째 원고에게는 226,907,233원(= 지급받아야 할 중도상환금 445,200,000원(= 420,000,000원 × 106%) + 중도상환금에 대한 지연손해금 62,352,394원 - 이미 지급된 만기상환금 280,645,161원), 두 번째

원고에게는 44,019,844원(= 지급받아야 할 중도상환금 74,200,000원(= 70,000,000원 × 106%) + 중도상환금에 대한 지연손해금 9,721,216원 - 이미 지급된 중도상환금 39,901,372원) 및 각 금액에 대한 지연손해금을 지급할 것을 판시하였다.

세 번째 사례인 한투증권 ELS의 경우도 1심에서 손해배상의 범위를 다음과 같이 판결하고 있다. ELS 투자자들이 만기상환조건이 충족될 경우 지급받기로 약속한 투자원금의 128.6%에 해당하는 상환금에서 이미 지급받은 투자원금의 약 74.9%에 해당하는 상환금의 차액을 손해배상하도록 하고 있다.

지연손해금을 계산할 경우, 민법상 이자율은 5%이며 상법상(상거래에서 발생하는 채무 등) 이자율은 6%이다. 우리나라에서 무위험이자율이라 할 수 있는 국고채(1년물) 금리의 경우, 2000년 7.69%에서 2014년 2.44%로 상당히 급격하게 하락하였다. 상법상의 6%의 이자율은, 2000년 초반에서 생각한다면 국채이자율보다 낮아 지연손해금이 아주 작은 액수로 여겨질 수 있지만, 2010년 이후 시점에서는 엄청난 이자율 부담이 된다. 즉, 지연손해금의 가치가 시장의 이자율의 상황에 따라서 상대적으로 될 것이며, 이에 따라 부당이익이나 손해배상액의 가치도 시대에 따라 달라지게 된다. 법정이자율이 시장의 이자율 상황에 따라 매 번 개정하기 어려운 점을 생각하면, 국고채 금리 등에 연동시키는 것도 합리적인 방안일 것이라 사료된다.

불공정거래를 효과적으로 방지하기 위해 징벌적 손해배상제도(punitive damages)의 도입에 대해 고려해 볼 수 있다. 징벌적 손해배상이란 민사재판에서 가해자에게 부과하는 손해배상에 있어서 실제 손해액을 훨씬 넘어선 많은 액수를 부과하는 제도이다. 즉 가해자의 행위가 비도덕적이거나 반사회적이라고 판단되는 경우 일반적 손해배상을 넘어선 제재를 가함으로써 형벌적 성격을 지닐 수 있다. 실제로 불공정거래가 근절되지 않는 이유 중 하나가 성공하면 큰 돈을 벌 수 있고, 발각되더라도 처벌이 쉽지 않고 처벌되더라도 유죄로 인정되는 부분은 일부분에 불과하기 때문인 경우가 많다. 따라서, 징벌적 손해배상제도를 불공

정거래에 대해 도입하다면 선제적 예방효과를 얻을 수 있을 것이다.

4.4 범죄이익의 환수

불공정거래에 효율적으로 대처하고 재발을 방지하기 위해서는 범죄를 인한 부당이익을 실제로 얼마나 빨리 정확하게 환수할 수 있느냐가 중요하다. 범죄이익에 대한 환수가 효과적으로 실행이 될 때 범죄의 동기를 근본적으로 없앨 수 있을 것이다.

네 번째 사례인 도이치은행의 옵션쇼크 사건에 대해서 검찰은 ‘범죄수익은닉의규제및처벌등에관한 법률’ (제8조 제1항 제1호)에 의하여 산정한 부당이익액 448억 7,873만원을 법원에 추징보전명령을 청구하여 집행한 후, 도이치증권 한국지점으로부터 위

금액 상당을 압수조치하였다. 이는 증권범죄 사상 최초로 부당이익금 전액을 실질적으로 환수했다는 점에서 의의가 있다.

하지만, 이 법은 실효상의 문제점이 있다. 범죄수익은닉의 규제 및 처벌 등에 관한 법률상의 몰수, 추징은 임의적인 것이며, 그 최종 결정 여부는 법원에서 판단한다. 따라서, 법원은 형사재판을 통하여 부당이익 부분에 대해 무죄를 선고할 수도 있다. 또한, 재판이 항소심 및 대법원 판결까지 간다면 실제 시행에는 많은 기간이 소요될 수 있다. 따라서, 이러한 사법절차 보다는 금융위원회가 법인에 대하여 과징금을 부과하는 행정제재 형태가 즉시성이 있고 효율적으로 부당이익을 환수한다는 의미에서 합리적인 제도임이 주장되기도 한다 (옥선거, 2012).

[5] 결 론

한국 파생상품시장의 발전은 눈부시지만, 금융시장의 정확한 가격발견 및 효율적 자원배분 기능을 방해하는 불공정거래행위도 지능화되는 어두운 면도 있다. 가장 대표적인 예가 특정 증권에서 부당한 이익을 얻을 목적으로 이와 연관된 증권의 시세를 조종하는 ‘연계시세조종’ 행위라 할 수 있다. 2009년 2월 4일 시행된 자본시장법은 법 제176조 제4항에서 연계시세조종 행위 규제에 대한 내용을 명확히 하였다. 하지만, 현실적으로 이 법조항에 의해서 규제가 되고 있는 사건은 거의 없다.

본 논문은 이러한 법 조항과 현실과의 괴리의 원인이 무엇이며, 법 조상의 적용에 있어서 발생할 수 있는 여러 쟁점들에 대해서 고찰해 보고자한다. 첫째, 자본시장법에서 규정하고 있는 연계시세조종 행위의 유형과 발생가능성에 대해 검토하였다. 둘째, 실제 발생한 연계시세조종 행위에 대한 판례 검토를 통하

여 자본시장법이 실제 어떻게 적용되고 있는 지를 살펴보았다. 셋째, 앞의 사례들을 통하여 자본시장법상 연계시세조종 행위에 관한 규정을 적용함에 있어서 생길 수 있는 쟁점들과 개선방향들에 대하여 다루었다.

이 논문은 연계시세조종의 법률적인 측면만 다루고 있다. 이는 본 논문의 범위이기도 하며 또한 한계이다. 알다시피, 법률적 분쟁해결 방법인 재판은 결론에 도달하기 위해 3심까지 가능하기 때문에 그 시간이 상당히 길고 지루하다고 할 수 있다. 또한 이는 사후적인 해결책이다. 연계시세조종이라는 범죄 행위에 대해 빠르고 효율적으로 대응하고 또한 선제적으로 방어하기 위해서는 행정제재나 시장감독기법 등 다양한 측면에서의 논의도 필요하다고 생각된다. 이에 대해서는 향후 더 활발한 연구가 진행되기를 기대해 본다.



참 고 문 헌

김준석, 2012, 증권시장 불공정거래에 대한 소고, 자본시장 Weekly 18호, 자본시장연구원.

김흥기, 2009, 자본시장법상 파생상품 연계 불공정 거래행위에 관한 연구, 법조 58(9), 32-73.

김흥기, 2010, 자본시장법상 연계불공정거래 규제 체계 및 입법론, 해석론에의 시사점-주가연계증권(ELS) 연계거래를 중심으로, 연세 글로벌 비즈니스 법학연구 2(2), 73-104.

성희활, 2009, 자본시장법상 연계 불공정거래의 규제현황과 개선방향: 주가연계증권(ELS) 연계거래를 중심으로, 금융법연구 6(2), 48-84.

양철원, 유지연, 2015, 선물·옵션 만기일의 주식 종가 결정에 지수차익거래가 미치는 영향: 정상적인 차익거래인가? 연계시세조종인가?, 한국증권학회 제 1차 학술발표회.

옥기울, 2001, 현물 및 선물 연계에 의한 불공정 거래행위 대응방안, 증권학회지 28, 419-448.

옥선기, 2012, 자본시장법상 연계불공정거래의 규제에 관한 연구 - 사례 및 문제점 분석과 과징금 도입을 중심으로, 고려대 법학박사학위논문.

임재연, 2012, 자본시장법, 박영사.

자본시장연구원, 2014, 파생상품 불공정거래 규제 체계의 개선방향, 자본시장연구원 연구보고서.

Bernhardt, Dan, and Ryan J. Davies, 2005, Painting the tape: Aggregate evidence, *Economics Letters* 89, 306-311.

Carhart, Mark M., Ron Kaniel, David K. Musto, and Adam V. Reed, 2002, Leaning for the tape: Evidence of gaming behavior in equity mutual funds, *Journal of Finance* 57, 661-693.

Comerton-Forde, Carole, and Talis J. Putnins, 2011, Measuring closing price manipulation, *Journal of Financial Intermediation* 20, 135-158.

Hillion, Pierre, and Matti Suominen, 2004, The manipulation of closing prices, *Journal of Financial Markets* 7, 351-375.

Kumar, Praveen, and Duane J. Seppi, 1992, Futures Manipulation with "Cash Settlement", *Journal of Finance* 47, 1485-1502.

The Regulations of Cross-market Manipulations under the Financial Investment Services and Capital Markets Act : Focusing on the Cases

Cheol-Won Yang*

(Dankook University)

Ji-Yeon Yoo**

(Incheon District Prosecutors' Office Bucheon Branch)

Abstract

The growth of derivative markets in Korea is prominent. A KOSPI200 option, typical derivative security in Korea marked the first rank in the trading volume over the world. On the other hand, manipulation in the market, which hinders the accurate price discovery and efficient allocation of resources, become more complex and smarter. Especially, the cross-market manipulation that manipulator earns the unfair profit from a certain security by manipulating another security linked to the security become a social issue. The Financial Investment Services and Capital Markets Act enforced from Feb. 4, 2009 first included the provision for regulation on the cross-market manipulations.

However, this provision has been rarely applied into the real cases. This paper considers what is the cause of this gap between the provision in law and the actual application and how to narrow this gap. For these purposes, our paper deals three aspects about the issue. First, the types of the cross-market manipulations regulated in the Financial Investment Services and Capital Markets Act are classified and explained. The probability that each type occurs in the market is also discussed in the view of liquidity of security. Second, we introduce four cases to analyze how this provision can be applied in the suit. The first case is about the option contract. The second and third are civil suits about the equity-linked security(ELS). The fourth is criminal suit on the KOSPI200 option and stocks included in the KOSPI200 index. Finally,

* Corresponding Author. Associate Professor, School of Business Administration, Dankook University.
E-mail: yang@dankook.ac.kr.

** Prosecutor, Incheon Prosecutors' Office.



this paper presents the problems that maybe occur when regulating the cross-market manipulations by applying the provision in the Financial Investment Services and Capital Markets Act and tries to suggest an improvement direction for these.

Key words : *Capital Markets Act, Cross-market Manipulation, Case, Option, Equity-Linked Security*

JEL classifications : G18, K22, K42

Article history : Received 21 July 2015, Revised 12 November 2015, Accepted 26 November 2015