

파생상품 불공정거래 규제 체계의 개선방향

2014. 3.

연구위원 정윤모
연구위원 이효섭



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

序 言

최근 IPO 위축 등 자본시장을 통한 위험 자본 공급이 줄어들고, 주식 및 파생상품시장을 중심으로 자본시장의 유동성이 크게 감소하였다. 자본시장의 활성화를 위해 거래 활성화 방안 등 새로운 정책을 제시하는 것도 필요하지만, 자본시장의 신뢰를 회복하는 것이 선행되어야 한다. 무엇보다 자본시장의 불공정거래 행위 근절을 통해 시장의 신뢰를 회복하고 건전한 투자 환경을 조성해야 한다. 자본시장의 불공정거래 행위는 자본시장의 신뢰를 저하시켜 건전한 투자자의 시장 이탈을 초래할 수 있는 심각한 금융 범죄이기 때문이다.

본 보고서에서는 파생상품시장의 건전한 투자 환경 조성 및 투자자 신뢰 회복을 목적으로 한국 파생상품시장의 불공정거래 행위에 대한 규제 체계 개선을 논의하였다. IT 기술의 발달로 파생상품에 대한 불공정거래 행위가 복잡해지고 지능화되고 있다. 또한 파생상품시장의 불공정거래 행위는 대규모 손실을 초래하여 자본시장의 위험을 키울 수 있는 등 부작용이 매우 크다. 최근 발생한 옵션만기일 사건, ELS 시세조종 사건, ELW 스캘퍼의 부정거래 의혹 등이 사회적으로 큰 파장을 일으켰던 것이 대표적인 예이다.

본 보고서에서 저자들은 국내·외 파생상품 불공정거래 관련 사례 및 불공정거래 규제 체계를 비교 분석하고, 이를 통해 국내 파생상품 불공정거래 규제 체계의 개선방향을 제시하였다. 본 보고서에서 제시한 파생상품 불공정거래 규제의 사각지대 제거, 포괄적 가이드라인의 제정, 과징금제도의 도입 등을 통해 한국 파생상품시장이 공정한 법체계를 확립하고 파생상품 투자자들의 신뢰를 제고시키는 데 큰 기여를 할 것으로 기대한다.

본 보고서를 작성한 본 연구원의 정윤모 연구위원, 이효섭 연구위원에게 감사의 뜻을 표한다. 또한, 훌륭한 조언을 아끼지 않으신 본 연구원의 김갑래 연구위원께도 고마운 말씀을 드린다. 아울러, 본 보고서의 기초자료 조사를 도와준 이승진 연구원, 김지태 연구원과 원고 교정과 편집을 담당한 김지영 연구조원의 수고에도 감사드린다. 마지막으로 본 보고서의 내용은 연구진 개인의 의견이며, 본 연구원의 공식의견이 아님을 밝혀둔다.

2014년 3월

자본시장연구원

원장 김 형 태

목 차

Executive Summary	viii
Abstract	x
I. 연구배경 및 필요성	3
1. 자본시장의 불공정거래 사례 증가	3
2. 파생상품 시장의 신뢰 제고	5
II. 국내·외 파생상품 불공정거래 규제	11
1. 한국의 파생상품 불공정거래 규제	11
2. 미국의 파생상품 불공정거래 규제	22
3. 일본의 파생상품 불공정거래 규제	42
4. 소결	63
III. 파생상품 불공정거래 사례	69
1. 국내 파생상품 불공정거래 사례	69
2. 해외 파생상품 불공정거래 사례	86
IV. 파생상품 불공정거래 규제 체계의 개선방향	101
1. 파생상품 불공정거래 규제의 사각지대 제거	101
2. 포괄적 가이드라인의 제정	103
3. 과징금제도의 도입	105

4. 조사·제재 절차의 신속성과 전문성 제고	107
5. 불공정거래 정보수집 활동 강화	109
6. 제재절차에 대한 적법절차 원칙의 준수	110
7. 불공정거래 제재내역의 공개 확대	111
8. 불공정거래의 예방·적발을 위한 시장 인프라 개선	112
9. 사전예방활동 강화 및 사이버 공간에 대한 감시	113

참 고 문 헌	117
----------------------	------------

표 목 차

<표 I-1> 연도별 불공정거래 적발 건수 현황	5
<표 II-1> 파생상품 관련 내부자거래 규제 현황	16
<표 II-2> 파생상품 관련 시세조종행위 규제 현황	19
<표 II-3> 파생상품 관련 부정거래행위 규제 현황	21
<표 III-1> 두 번째 중간평가일 ELS 헤지 운용사의 삼성SDI 보통주 동시호가 주문내역	74
<표 IV-1> ELS 기초주식 헤지 가이드라인 주요 내용	104

그 립 목 차

<그림 I-1> KOSPI 200 선물·옵션 거래대금 추이	6
<그림 I-2> ELW 시장의 거래대금 추이	6
<그림 II-1> 자본시장법상 파생상품의 분류 체계	13
<그림 III-1> Two-Star ELS 만기수익 예시	70
<그림 III-2> 2010년 11월 11일 KOSPI 200 일중 추이	76
<그림 III-3> 국채선물 호가 정보 예시	81
<그림 III-4> 증권 주문시스템 구조	84
<그림 IV-1> 불공정거래에 대한 조사 및 제재 절차	108

약 어 표

ASC	Australian Securities Commission
ASIC	Australian Securities and Investments Commission
ASX	Australian Securities Exchange
CEA	Commodity Exchange Act
CFMA	Commodity Futures Modernization Act
CFTC	Commodity Futures Trading Commission
CME	Chicago Mercantile Exchange
DW	Derivatives Warrant
DLB	Derivative Linked Bonds
DLS	Derivative Linked Securities
DMA	Direct Market Access
EC	European Commission
ELB	Equity Linked Bonds
ELS	Equity Linked Securities
ELW	Equity Linked Warrant
FEP	Front End Processor
FINRA	Financial Industry Regulatory Authority
FRB	Federal Reserves Bank
FSA	Financial Services Authority
IDB	Inter Dealer Broker
KIKO	Knock In Knock Out

NYSE	New York Stock Exchange
OCC	Office of Comptroller of Currency
SEC	Securities and Exchange Commission
SFC	Securities and Futures Commission
USAO	United States Attorneys Office

《 Executive Summary 》

불공정거래는 투자자에게 피해를 입히고 자본시장의 공정성을 해쳐서 건전한 투자자의 시장 이탈을 초래할 수 있는 심각한 금융 범죄이다. 2013년 새로운 정부가 들어서면서, 자본시장에 대한 최우선 국정과제로 주가조작 등의 불공정거래 근절을 제시한 것에도 연유한다. 과거 불공정거래 규제는 주가조작 등 KOSPI 및 KOSDAQ 시장에 초점을 두어 왔다. 반면, 고속 성장세를 보여 왔던 파생상품 시장에서 생길 수 있는 불공정거래에 대한 관심은 상대적으로 적었던 것이 사실이다.

IT 기술의 발달 등으로 인해 파생상품이 갈수록 복잡해지고 거래가 지능화됨에 따라 파생상품 시장에서의 불공정거래 적발은 어려워지고 있다. 또한 파생상품의 불공정거래는 일반투자자 및 기관투자자의 대규모 손실을 초래해 시스템 리스크를 증폭시킬 우려도 존재한다. 실제 2000년대 초 ELS의 시세조종사건, 2010년 11월 11일의 옵션 만기일 사태, 2011년 5월 옵션 만기일의 사제 폭발물 폭파 사건, 2011년 3월 ELW 스캘퍼의 부정거래 의혹 등 한국 파생상품 시장에서 불공정거래 및 그 의심 사건이 발생하여 사회적으로 큰 파장을 야기하였다.

일련의 파생상품 불공정거래 사건은 파생상품 투자자에 대한 신뢰를 저하시켰을 뿐만 아니라 사회 전반에 파생상품에 대한 부정적 인식을 키웠다. 최근 시행된 KOSPI 200 옵션 승수 인상, 매수전용계좌 폐지, ELW의 LP 호가제출 제한 등과 같은 규제 배경에는 파생상품 관련 불공정거래 사건들이 큰 영향을 미쳤다고 판단된다. 따라서 파생상품 시장의 신뢰를 회복하고 건전한 투자 환경을 조성하기 위해서는 파생상품 불공정거래를 근절하기 위한 규제 체계의 개선이 필요하게 되었다.

본 연구에서는 먼저 국내외 파생상품 및 파생결합증권 불공정 거래 규제에 대해 살펴보고, 각 국의 비교 분석을 통해 이들 상품에 대한 합리적인 불공정거래 규제 체계의 방향을 검토하였다. 한국·미국·일본은 모두 내부자거래, 시세조종 및 부정거래행위를 규제하고 있지만, 규제의 입법체계, 기초자산에 따른 파생상품 구분, 그리고 증권과 파생상품 간의 배타적 개념정의 여부 등에서 서로 상이하다.

다음으로, 국내외 파생상품 및 파생결합증권 시장에서 발생하였던 실제 불공정거래 사례를 내부자거래, 시세조종, 현선연계 거래 등으로 구분하여 분석하고 시사점을 도출하였다. 한국의 경우, 파생상품 불공정거래의 처벌이 다소 경미할 뿐 아니라, 처벌까지 시간이 오래 소요되는 문제가 있다. 또한 파생상품의 경우 불공정거래 행위 주체가 해외에 있는 경우가 많아, 해외 금융감독 및 사법 당국과의 긴밀한 공조체계를 강화할 필요가 있다.

마지막으로, 국내외 파생상품 불공정거래 규제와 사례의 분석을 기초로 하여, 파생상품 불공정거래 규제 체계의 개선방안을 구체적으로 제시하였다. 개선방안으로는 규제의 사각지대를 해소하기 위해 장외파생상품 및 ELS/DLS, ELB/DLB 등 파생상품 속성을 가진 금융투자상품에 대한 법 적용범위 확대, 규정과 실무 사이의 간격을 메꾸어 줄 포괄적 가이드라인 제정, 규제의 실효성을 확보하기 위한 과징금제도 도입, 조사·제재 절차의 신속성과 전문성 제고, 공정한 제재절차 진행을 위한 적법절차 원칙의 준수, market discipline 강화를 위한 제재내역의 공개 확대, 불공정거래 개연성을 줄이기 위한 시장 인프라 및 제도 개선, 사전예방제도의 강화와 사이버 공간에 대한 감시제도 마련 등을 제시하였다.

« Abstract »

**A Study on Regulations for Unfair Trading in Korea's
Derivatives Market**

Unfair trading is a serious financial crime because it inflicts damage on individual investors and drives sound individual investors away from the capital markets. Although the new government gives priority to eradicating unfair trading practices related to stock price manipulation, unfair trading regulation in the derivatives market still receives little attention.

The crackdown on unfair trading activities grows more difficult as derivatives trading becomes more complicated and sophisticated with the rapid growth of IT technology. Unfair trading cases related to derivatives are likely to cause massive losses to both retail and institutional investors, which could lead to systemic risk. Recently, Korea's derivatives market experienced some unfair trading events: the price manipulation case in the ELS market, the plunge of the KOSPI200 on the option maturity day, and the allegation of unfair trading by ELW scalpers, just to name a few. All these cases had significant social ramifications.

To minimize these kinds of unfair trading incidents and to protect individual investors from huge losses in the derivatives market, Korean financial authorities strengthened regulations in

the exchange-traded derivatives market. For example, the multiplier for the KOSPI200 options was raised from KRW 100,000 won to KRW 500,000 won. Also, strict limitations were placed on liquidity provisions in the ELW market. In addition, the leverage in FX margin trading decreased because the initial margin was increased. A desirable approach to build a fair trading environment in Korea is making regulatory improvements, rather than reducing market liquidity.

This paper explores global regulations over unfair trading in the derivatives market, and suggests improvements for Korea's regulations for unfair trading in the derivatives market. We first classify unfair trading events that happened in both the exchange-traded and OTC derivatives markets into categories: insider trading, price manipulation, and other unfair trading. Then, we draw some policy implications. The problem in Korea is that unfair trading related to derivatives receives only minor penalties and the procedure for imposing punishment is too lengthy. Also necessary for Korea is international coordination with global financial and legal authorities because more and more unfair trading related crimes in Korea involve overseas investors.

Based on the analysis of unfair trading cases in the domestic and global derivatives markets, we finally propose specific ways to improve Korea's derivatives-related unfair trading regulations. First, it is recommended that the range of financial products

subject to the derivatives regulations be extended. Also necessary are comprehensive regulatory guidelines: a more effective penalty system; a fast-track investigation procedure; more stringent disclosure rules; improvements to market infrastructure; a prevention program; and market surveillance for online activities.

1. 연구배경 및 필요성

1. 자본시장의 불공정거래 사례 증가
2. 파생상품 시장의 신뢰 제고

I. 연구배경 및 필요성

1. 자본시장의 불공정거래 사례 증가

자본시장은 기업에게 자금을 공급하는 역할을 할 뿐 아니라, 투자자에게는 기업의 이익을 공유하도록 함으로써 사회 전체의 효율적 자원 배분을 유도하는 긍정적 기능을 수행한다. Allen and Gale(2001) 문헌에서는, 다양한 투자자들이 공정한 매매를 하는 경우, 자본시장 시스템(Capital Market System)과 은행 시스템(Banking System)이 공존하는 경우가 은행 시스템만 존재하는 경우보다 사회적 효용을 증가시킬 수 있음을 제시하였다. 반면, 자본시장이 완전하지 못하여(Incomplete Market) 공정한 경쟁 매매가 이루어지지 않는 경우에는 효율적 자원 배분이 이루어지지 않는 등 자본시장이 긍정적 기능을 수행하지 못할 수 있음을 지적하였다.

자본시장이 건전하게 발전하기 위해서는 공정한 경쟁 매매 환경을 갖추는 것이 무엇보다 중요하다. 자본시장의 불공정거래는 사회적 후생(Social Welfare)을 감소시킬 뿐 아니라, 시장 시스템의 신뢰를 저하시켜 투자자 이탈을 초래할 수 있기 때문이다. 이에, 미국은 오래전부터 자본시장의 불공정거래 행위를 근절시키기 위해 법 규제 체계를 정비하는 등의 노력을 기울여 왔다. 1929년 경제대공황 이후 주식 시장의 급등락이 반복되었는데, 당시 내부거래 이용 및 거짓 정보의 호도, 독점적 매매 행위 등과 관련한 불공정거래 행위가 만연하여 다수의 일반투자자가 대규모 손실을 입은 것으로 알려져 있다.¹⁾ 당시 미국 상원 위원회(Senate Committee)는 자본시장의 불공정거래 행위가 사회적으로 혼란을 야기할 수 있음을 인지하고 1934년 증권거래법(Securities Act of 1934)을 제정하였다.

1) Allen and Gale(1992) 참조

4 파생상품 불공정거래 규제 체계의 개선방향

한국의 경우 과거 증권거래법과 선물거래법 규제 체계 하에서 각각 유가증권과 파생상품의 불공정거래를 규제하였으나, 2009년 2월 이후 통합된 자본시장법 체계 하에서 증권과 파생상품을 포괄하는 금융투자상품의 불공정거래를 규제하고 있다. 이후 자본시장법 개정 등을 통해 불공정거래를 근절하기 위한 노력이 지속되었으나, IT 기술의 발달 등으로 자본시장의 불공정거래가 복잡해지고 지능화됨에 따라 관련된 불공정거래 행위는 줄어들지 않고 있다. <표 I-1>에서 볼 수 있듯이, 2010년 이후 자본시장 전체의 불공정거래 행위는 증가하고 있으며, 주식시장 뿐 아니라 파생상품 시장에서도 증가하고 있음을 알 수 있다.

2013년 들어선 신정부는 공정한 자본시장을 수립하기 위하여 “주가조작 등 불공정거래 행위 근절”을 자본시장의 최우선 국정과제로 제시하였다. 곧이어 금융당국과 법무부는 자본시장의 공정성을 높이고 투자자의 신뢰 제고를 위해 주가조작 등 불공정거래 근절 종합대책을 수립하였다.²⁾ 하지만 불공정거래 규제는 주로 주식시장에 관심을 두고 있어, 파생상품 시장까지 포괄적으로 적용하는 데는 어려움이 있다. 파생상품 시장의 불공정거래는 매매가 지능화되고 복잡하여 찾아내기 어렵다. 그 뿐 아니라 파생상품의 불공정거래 행위는 불특정 다수의 개인투자자 및 주요 금융기관에 대규모 손실을 끼칠 수 있는 등 시스템 리스크를 확대시킬 수 있기 때문에 막대한 사회적 비용을 유발시킬 수 있다.

이에, 본 연구에서는 파생상품 시장의 공정성과 신뢰성을 높이는 것을 목표로, 국내외 불공정거래 규제 및 사례를 분석하고, 파생상품 관련 불공정거래 행위 근절을 위한 시사점을 도출하였다.

2) 금융위원회 보도자료(2013.4.18) 참조

<표 1-1> 연도별 불공정거래 적발 건수 현황

구분	2009년	2010년	2011년	2012년	
감독원 인지도시건	55	65	71	145	
거래소 통보사건	180	129	151	126	
합계	235	194	222	271	
시장	거래소	72	43	56	70
	코스닥	142	146	155	188
	파생상품	21	5	11	13

자료: 금융감독원

2. 파생상품 시장의 신뢰 제고

한국 장내파생상품 시장은 KOSPI 200 주가지수 선물과 옵션이 각각 1996년 5월과 1997년 7월에 상장된 이후, 거래대금 기준 연평균 40~50%로 성장하며 2011년까지 괄목할 만한 성장세를 이어갔다(<그림 1-1>). 이러한 성장에 힘입어, 한국 장내파생상품 시장은 2011년에 거래계약수로 세계 1위를 차지하였다. 하지만, 2012년과 2013년에는 KOSPI 200 선물과 옵션의 거래대금은 전년대비 20~30% 가량 줄어들며, 2013년 상반기 기준 세계 8위로 하락하였다.³⁾ 반면, 같은 기간 한국과 경쟁 관계에 있는 중국과 일본의 파생상품 시장은 전년대비 50~100%의 성장세를 보이며 한국 파생상품 시장을 위협하고 있다.⁴⁾

파생결합증권 시장을 대표하였던 ELW 역시 2012년 이후 큰 폭으로 거래가 감소하였다. 2010년 하반기에는 일평균 거래대금이 약 2조 5천억

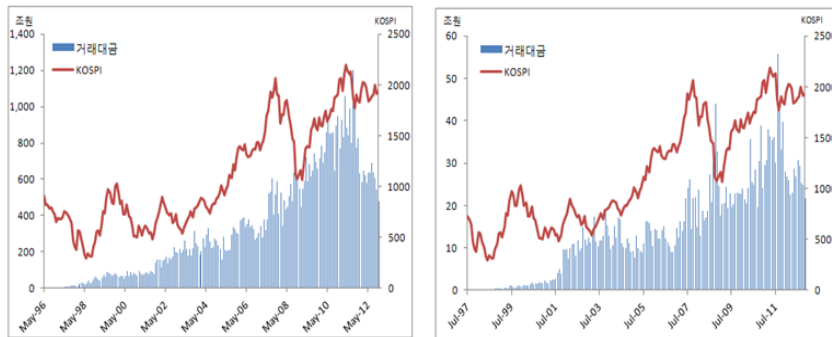
3) 한국거래소 보도자료(2013.9.2) 참조

4) 이효섭(2013) 참조

6 파생상품 불공정거래 규제 체계의 개선방향

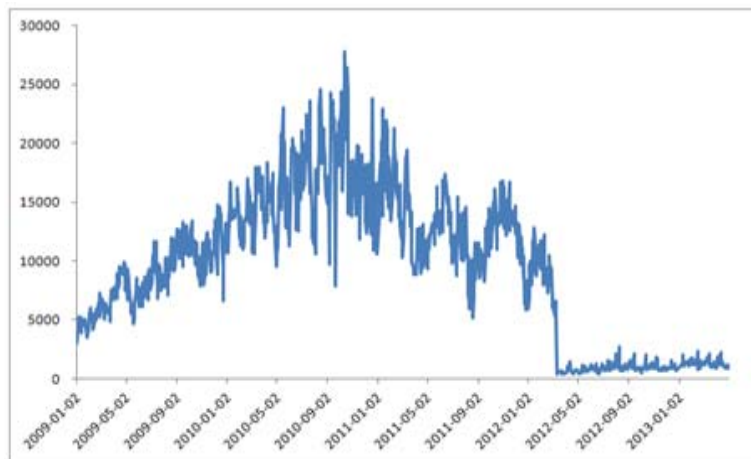
원을 상회하여 KOSPI 거래대금의 50%를 넘기도 하였으나, 유동성공급자의 호가제출 제한 제도가 시행된 2012년 3월 이후에는 일평균 ELW 거래대금이 1천억원 내외로 이전보다 90% 이상 감소하였다.

<그림 1-1> KOSPI 200 선물·옵션 거래대금 추이



자료: 한국거래소

<그림 1-2> ELW 시장의 거래대금 추이



자료: 한국거래소

이와 같은 한국 파생상품 시장의 급격한 거래 위축은 장내옵션시장, ELW 시장 및 FX마진 시장의 건전화를 목표로 도입된 일련의 규제⁵⁾가 큰 영향을 미친 것으로 판단된다. 최근 금융감독당국이 주요 파생상품에 대한 규제를 실시한 배경에는 파생상품의 투기성 증가 우려와 함께 장내파생상품 시장에서 연이어 발생한 불공정거래 행위로 인해 파생상품에 대한 부정적 인식이 증가한 데 있다. 실제, 2010년 11월 11일 옵션만기일 주가지수 폭락 사례, 2011년 5월 옵션만기일 당시 풋옵션에서 부당 이익을 취할 목적으로 고속터미널에 사제 폭발물을 폭발시킨 사례, 그리고 ELW 시장에서 스캘퍼의 부정거래행위 혐의로 인해 검찰이 12개 증권사 CEO를 기소한 사건 등이 사회적으로 큰 이슈가 되면서, 한국 파생상품 시장의 신뢰를 크게 훼손시켰다.

2008년 글로벌 금융위기 이후에는, 장외파생상품 시장을 중심으로 파생상품에 대한 부정적 인식이 증가하였다. 설상가상으로, 세계 최고를 자랑하는 한국 장내파생상품 시장에서 불공정거래 또는 그 의심 행위가 간헐적으로 발생하면서 파생상품 거래에 대한 투자자의 불신이 심화되고, 파생상품 시장으로부터 건전한 투자자의 이탈을 초래하게 된 것이다.

파생상품 시장은 투기적 참여자들만을 위해 존재하는 시장이 아니다. 파생상품은 위험관리 기능, 가격발견 기능 뿐 아니라, 금융 혁신의 도구를 제공하는 등 순기능을 가지고 있다. 이러한 파생상품의 순기능을 살리고, 불공정거래 행위 근절을 통해 파생상품의 부정적 인식을 줄여, 파생상품 시장의 건전한 발전을 도모해야 한다.

이에, 본 연구는 한국 파생상품 시장의 신뢰 회복을 목표로 파생상품 시장이 공정하게 운영될 수 있도록 파생상품 불공정거래 규제 체계를 검토하고 개선 사항을 제시하고자 한다.

5) 금융위원회 보도자료(2011.12.1)

II. 국내·외 파생상품 불공정거래 규제

1. 한국의 파생상품 불공정거래 규제
2. 미국의 파생상품 불공정거래 규제
3. 일본의 파생상품 불공정거래 규제
4. 소결

II. 국내·외 파생상품 불공정거래 규제

1. 한국의 파생상품 불공정거래 규제

한국의 금융투자상품에 관한 불공정거래 규제 발전과정을 살펴보면, 초기에는 장내증권과 장내선물을 대상으로만 규제하였으나, 점차 이들 장내상품과 직·간접적으로 관련된 금융투자상품을 이용한 불공정거래가 증가하면서 그 적용대상 범위가 점차 확대되어 왔다.

현행 자본시장법에서는 내부자거래나 시세조종행위 규제의 적용 대상 범위가 장내상품에서 장외상품으로까지 확대되었고, 일반적인 형태의 증권에서 파생상품과 파생결합증권으로 확대되었다. 이는 종래 규제대상에서 제외되었던 파생상품이나 파생결합증권을 이용하거나 또는 현선연계·선선연계 거래를 이용하여서도 내부자거래나 시세조종행위 규제를 회피할 수 있었기 때문이다.

특히 미국의 포괄적 불공정거래 금지조항인 1934년 증권거래법 10조 b항과 SEC Rule 10b-5를 모델로 도입된 자본시장법 제178조의 부정거래 행위 금지조항은 그 적용 대상을 모든 금융투자상품으로 확대하였다. 이에 따라, 장내·장외 금융투자상품인지의 여부, 증권·파생상품인지의 여부와 상관없이 자본시장법상 금융투자상품에 해당하면 부정거래행위 금지조항을 활용하여 다양한 형태의 불공정거래 행위에 대응할 수 있는 제도적 기반을 마련하였다. 이하에서는 파생상품과 파생결합증권을 중심으로 현행 불공정거래 규제에 대하여 살펴보기로 한다.

가. 자본시장법상 파생상품의 정의 및 분류

통상적인 파생상품은 주가지수, 주식, 이자율, 상품 등 기초자산의 가격에 연동되어 약속된 수익률을 지급하기로 한 계약, 권리, 교환 등을 뜻한다. 자본시장법에서는 통상적인 파생상품을 파생상품과 파생결합증권으로 구분하고 있다. 자본시장법 제5조 1항에서는 파생상품을 선물/선도, 옵션, 스왑 등으로 구분하여 정의⁶⁾하고 있어, 원본을 초과하여 손실이 발생할 가능성이 존재한다.⁷⁾ 반면, 파생결합증권은 파생상품과 유사하게 기초자산의 변동에 연계되어 미래 수익금이 달라지는 금융투자상품으로 정의⁸⁾되나, 원본을 초과하는 손실이 발생할 수 없다는 점에서

6) 자본시장법 제5조 1항

“파생상품”이란 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 계약상의 권리를 말한다.

1. 기초자산이나 기초자산의 가격·이자율·지표·단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등에 의하여 산출된 금전 등을 장래의 특정 시점에 인도할 것을 약정하는 계약
2. 당사자 어느 한쪽의 의사표시에 의하여 기초자산이나 기초자산의 가격·이자율·지표·단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등에 의하여 산출된 금전 등을 수수하는 거래를 성립시킬 수 있는 권리를 부여하는 것을 약정하는 계약
3. 장래의 일정 기간 동안 미리 정한 가격으로 기초자산이나 기초자산의 가격·이자율·지표·단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등에 의하여 산출된 금전 등을 교환할 것을 약정하는 계약
4. 제1호부터 제3호까지의 규정에 따른 계약과 유사한 것으로서 대통령령으로 정하는 계약

7) 파생상품에 있어서 원본의 개념이 반드시 명확한 것은 아니며 파생상품인 옵션매수의 경우 추가적인 손실발생 가능성이 존재하지 않기 때문에, 추가적 손실발생 가능성을 가지고 파생상품과 증권을 구분하는 절대적인 기준으로 활용하기는 어렵겠지만, 증권은 추가적 손실발생 가능성이 없다는 측면에서 소극적인 구분기준으로는 활용될 여지가 있다고 본다.

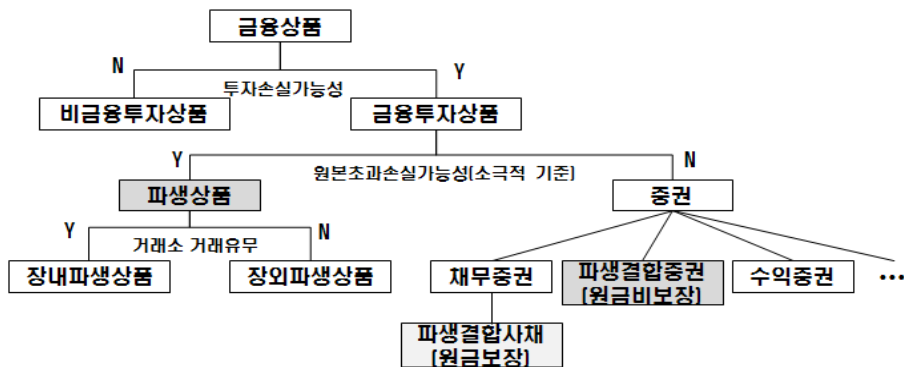
8) 자본시장법 제4조 7항

“파생결합증권”이란 기초자산의 가격·이자율·지표·단위 또는 이를 기초로

파생상품과 구분된다. 현재, ELS, DLS, ELW 등이 파생결합증권에 해당된다. 다만, 2013년 5월 자본시장법 개정으로, 원금을 보장하는 연계 증권은 명시적으로 파생결합증권에서 제외되어 채무증권으로 분류된다. 이에 따라, 과거에 원금보장형 ELS로 불리던 상품은 파생결합사채(Equity Linked Bond: ELB)로 불리고 있다.

한편, 자본시장법상 파생상품은 거래소에서 거래되는지 여부에 따라, 장내파생상품과 장외파생상품으로 구분되며, 장내파생상품은 다시 국내시장 상품과 해외시장 상품, 그 밖에 금융투자상품시장을 개설하여 운영하는 자가 정하는 기준에 따라 금융투자상품시장에서 거래되는 파생상품으로 나뉜다.⁹⁾

<그림 II-1> 자본시장법상 파생상품의 분류 체계



본 연구는, 불공정거래 규제의 적용 대상인 금융투자상품 중에서 <그림 II-1>에서처럼, 자본시장법상 파생상품과 파생결합증권을 대상으로

하는 지수 등의 변동과 연계하여 미리 정하여진 방법에 따라 지급하거나 회수하는 금전 등이 결정되는 권리가 표시된 것을 말한다.

9) 자본시장법 제5조 2항 참조

하되, 필요한 경우에는 채무증권 중 과거 파생결합증권에 속했던 파생결합사채도 대상으로 한다.

나. 내부자거래

자본시장법 제174조에 따르면, 내부자는 미공개정보를 이용하여 특정 증권 등의 매매, 그 밖의 거래에 이용하거나 타인에게 이용하게 해서는 안 된다. 여기서 특정증권 등에는 ① 주권상장법인이 발행한 증권(순수 채무증권, 수익증권, 파생결합증권은 제외), ② 이와 관련된 증권예탁증권, ③ ①과 ②의 증권으로 교환청구 할 수 있는 타인발행 교환사채권이 포함될 뿐 아니라, 이들 증권만을 기초자산으로 하는 파생결합증권이나 파생상품도 포함된다. 따라서 회사의 내부자는 미공개정보를 이용하여 특정 주식을 기초자산으로 한 주식선물, 주식옵션, 주가연계증권(Equity-Linked Securities: ELS), 주식워런트증권(Equity-Linked Warrant: ELW) 및 장외 파생상품 거래를 할 수 없다.

미공개정보를 이용한 경우가 아니더라도 주권상장법인의 내부자가 단기매매를 하는 경우에는 내부자거래의 예방을 위한 준수 사항을 따라야 한다. 즉 자본시장법 제172조에 따르면 내부자는 관련된 특정증권을 기초자산으로 한 주식선물, 주식옵션, ELS, ELW에서 6개월 이내 단기간에 매매하여 이익을 얻은 경우 그 이익을 해당 법인에게 반환해야 한다.¹⁰⁾

또한, 파생상품과 관련된 단기매매차익 반환의무와 함께 특정 내부자의 경우, 특정증권 등의 소유상황 및 변동 내역에 대해 보고할 의무가 있다. 임원 또는 주요 주주의 경우, 특정증권 등의 소유 및 변동 상황을 5일 이내에 증권선물위원회와 거래소에 보고해야 한다.¹¹⁾ 이때 해당 법

10) 기초자산에는 주권 이외에도 주식관련 채권, 증권예탁증권, 교환사채권 등 다양한 증권이 포함될 수 있다.

인 등의 증권을 기초자산으로 한 주식선물, 주식옵션, ELS, ELW 모두가 내부자의 특정증권 등에 포함되기 때문에, 임원 또는 주요 주주는 해당 파생상품과 파생결합증권의 보유상황을 보고해야 한다.¹²⁾

특정한 증권을 기초로 한 파생상품과 파생결합증권에 대한 규제 이외에도 장내파생상품의 경우, 장내파생상품을 금융위원회가 정하여 고시하는 수량 이상 보유하면 보유수량을 금융위원회와 거래소에 보고해야 하며, 금융위원회가 정하여 고시하는 수량 이상으로 변동된 경우에도 그 변동 내역에 대해 보고해야 한다.¹³⁾

한편, 특정 법인이 발행한 증권과 관련된 파생상품 또는 파생결합증권이 아니더라도, 장내파생상품의 시세에 영향을 미칠 수 있는 정책 입안·수립 또는 집행자, 장내파생상품의 시세에 영향을 미칠 수 있는 정보를 생성·관리하는 자, 장내파생상품의 기초자산 중개·유통 또는 검사와 관련된 업무에 종사하는 자는 관련 정보를 누설하거나, 장내파생상품이나 그 기초자산의 매매에 이용해서는 안 된다.¹⁴⁾

11) 자본시장법 제173조 참조

12) 내부자가 소속되어 있거나 지분을 소유하고 있는 상장법인이 발행한 증권과 관련이 있으면, 설령 타법인 발행 증권이나 파생상품일지라도 내부자거래의 금지대상에 포함될 수 있다. 예를 들어, A상장법인의 내부자에 대해서는 A상장법인의 주권과 교환청구 할 수 있는 B법인 발행의 교환사채권을 기초로 하는 파생상품과 파생결합증권에 대해서도 내부자거래 규제가 적용된다.

13) 자본시장법 제173조의2 1항

14) 자본시장법 제173조의2 2항

<표 II-1> 파생상품 관련 내부자거래 규제 현황

파생상품 유형	미공개중요정보 이용금지	단기매매차익 반환의무	소유상황 보고의무
특정 증권을 기초자산으로 한 파생상품 및 파생결합증권	<ul style="list-style-type: none"> · 상장법인의 내부자(내부자, 준내부자, 정보수령자) · 파생상품·파생결합증권 매매거래에 미공개정보의 이용 금지 	<ul style="list-style-type: none"> · 주권상장법인의 내부자(임직원, 주요주주) · 파생상품·파생결합증권의 단기매매차익 반환 	<ul style="list-style-type: none"> · 주권상장법인의 내부자(임원·주요주주) · 파생상품이나 파생결합증권의 소유 및 변동 상황 보고
장내 파생상품	<ul style="list-style-type: none"> · 장내파생상품의 시세에 영향을 미칠 수 있는 정책의 입안·수립·집행자 · 장내 파생상품의 시세에 영향을 미칠 수 있는 정보의 생성·관리자 · 장내 파생상품의 기초자산의 중개·유통 또는 검사 관련 업무종사자 · 정보누설, 매매거래이용 금지 	—	<ul style="list-style-type: none"> · 장내파생상품을 대량 보유하는 자 · 장내파생상품의 보유 및 변동 상황 보고

다. 시세조종

자본시장법에서는 금융투자상품의 매매에 있어서, 시장참여자들에게 그 매매가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나, 그릇된 판단을 하게 할 목적으로 인위적으로 시세를 조작하는 일체의 행위를 금지하고 있다. 이러한 시세조종행위 규제는 상장증권 및 장내파생상품의 매매에 적용될 뿐 아니라, ELS·DLS 등 비상장 파생결합증권 및 장외파생상품일지

라도 그 기초자산이 장내상품인 경우에는 매매 시 동일하게 적용된다.¹⁵⁾

시세조종행위는 파생상품 관련 불공정거래 유형 중 가장 많이 발생하는 유형으로, 시세조종 방법에 따라 위장거래에 의한 시세조종, 현실거래에 의한 시세조종, 허위표시에 의한 시세조종, 그리고 현선연계 시세조종으로 구분할 수 있다.

첫째, 위장거래에 의한 시세조종행위는 자본시장법 제176조 1항에 명시된 대로, 장내파생상품과 상장파생결합증권(ELW) 매매에 관하여 그 매매가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나, 그 밖에 타인에게 그릇된 판단을 하게 할 목적(오인목적)으로 거래하는 행위를 뜻한다. 구체적으로 통정매매(matched order)와 가장매매(wash sales), 그리고 통정매매 또는 가장매매를 위탁하거나 수탁하는 행위를 포함한다. 통정매매¹⁶⁾는 자기가 매도(매수)하는 것과 같은 시기에 그와 같은 가격 또는 약정수치로 타인이 그 상장파생결합증권 또는 장내파생상품을 매수(매도)할 것을 사전에 그 자와 서로 짝 후 매도하는 행위를 말한다.¹⁷⁾ 가장매매는 외관상으로 장내파생상품 또는 상장파생결합증권의 매매가 이루어진 것으로 보이나, 권리 이전을 목적으로 하지 않고 거짓으로 꾸민 매매를 뜻한다.¹⁸⁾ 거래세가 부과되지 않는 ELW 시장에서 거래량이 많은 것처럼 보이기 위해 동일인이 자전거래를 하는 행위가 가장매매에 포함

15) 자본시장법 제176조 4항

16) 장내파생상품 시장에서 매수-매도 호가가 드문 종목의 경우, 탈세 등 부(wealth)의 이전을 목적으로, 매도자가 매우 높은 가격에 팔기 위해 특정인과 서로 짜고, 높은 가격에 주문을 체결시키는 행위가 통정매매에 해당하는 것처럼 보이지만, 자본시장법 제176조 1항 본문에서 요구하는 “매매가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 기타 타인에게 그릇된 판단을 하게 할 목적(오인목적)”이 인정되지 않는 한, 조세관련법에 의한 처벌은 별론으로 하고, 자본시장법상의 통정매매로 처벌하기는 어려울 것이다.

17) 자본시장법 제176조 1항 1~2호

18) 자본시장법 제176조 1항 3호

될 수 있다.

둘째, 현실거래에 의한 시세조종은 매매유인과 관련된 불공정거래 행위¹⁹⁾를 뜻한다. 장내파생상품 및 상장파생결합증권(ELW) 시장의 매매가 성황인 것처럼 잘못 알게 하거나 그 시세를 변동시키는 매매 또는 그 위탁이나 수탁을 하는 행위가 이와 관련된 것이다. 예를 들어 가격을 인위적으로 올려서 투자자를 매매에 끌어들이기 위해, 직전 체결가격보다 항상 높은 가격에 매수 주문을 내는 행위, 최유리 매수호가에 대량의 매수주문을 연속해서 내는 행위, 고가 매도를 위해 허위 매수 주문을 내는 행위 등이 매매유인과 관련한 불공정거래에 해당된다.

셋째, 허위 표시에 의한 시세조종은 자본시장법 제176조 2항 2~3호에 해당하는 것으로, 장내파생상품 및 상장파생결합증권(ELW) 시장의 시세가 자기 또는 타인의 시장 조작에 의하여 변동한다는 말을 유포하는 행위, 그리고 매매 시 중요한 사실에 관하여 거짓의 표시 또는 오해를 유발시키는 표시를 하는 행위를 뜻한다. 예를 들어, 대량의 풋옵션을 보유한 투자자가 선물옵션 만기일에 전쟁, 테러 등의 허위 사실을 유포한 뒤, 주가지수가 급락하였을 때 이익을 얻으려는 행위가 이에 해당한다.

넷째, 현선연계 시세조종 행위는 파생상품 가격과 그 기초자산 가격 사이의 관계를 이용하여, 기초자산인 현물의 시세를 조정하여 파생상품에서 부당한 이익을 얻거나, 반대로 파생상품 시세를 조정하여 기초자산인 현물에서 부당한 이익을 얻는 행위²⁰⁾를 뜻한다. 양쪽 모두 장내상품일 필요는 없고 어느 한쪽만 장내상품이기만 하면 현선연계거래 규제의 대상이 된다. 장내파생상품 및 ELW의 만기일에 현물인 기초자산의 가격이 어느 범위에서 형성되는지에 따라 투자자의 정산금액이 달라질 수 있다. 기초자산 지수가 떨어졌을 때 이익을 얻을 수 있는 풋옵션을 사전

19) 자본시장법 제176조 2항 1호

20) 자본시장법 제176조 4항 1~5호

에 대량으로 보유한 뒤, 기초자산을 대규모로 매도하는 행위가 이에 해당된다. 장내파생상품과 상장파생결합증권(ELW) 뿐만 아니라, 장외파생결합증권인 ELS에 대해서도 불공정거래가 성립할 수 있다. 왜냐하면 장외파생결합증권인 ELS의 기초자산인 상장증권 가격이 사전에 정한 녹인(Knock-In) 수준보다 약간 높은 상태로 유지되고 있을 때, 대량의 물량을 매도하여 기초자산 가격을 녹인 수준 이하로 떨어뜨리는 행위는 현선연계와 관련한 시세조종 행위에 해당하기 때문이다. 지난 2013년 5월의 자본시장법 개정에서는 기초자산이 동일하거나 유사한 경우에는 파생상품과 파생상품 사이의 시세조종행위도 금지하였다.

<표 II-2> 파생상품 관련 시세조종행위 규제 현황

해당 파생상품	위장거래	현실거래	허위표시	현선연계
장내파생상품 및 상장파생결합증권	<ul style="list-style-type: none"> · 통정매매 · 가장매매 · 통정 또는 가장매매를 위탁·수탁하는 행위 	<ul style="list-style-type: none"> · 가격을 인위적으로 올리기 위한 고가매수, 허위 호가 주문 등 매매유인 행위 	<ul style="list-style-type: none"> · 시세를 인위적으로 조작하기 위해 허위 사실을 유포하는 매매유인 행위 	<ul style="list-style-type: none"> · 파생상품과 그 기초자산 · 증권과 그 연계증권 또는 기초자산 · 파생상품과 파생상품 · 부당한 이익을 얻을 목적으로 어느 한쪽의 시세를 조작하는 행위 (어느 한 쪽은 장외상품이라도 무방)

라. 부정거래 행위

IT 기술이 발달하고 금융상품이 복잡해짐에 따라, 불공정거래 행위도 정교해지고 있어, 사전에 구성요건이 정형화되어 있는 내부자거래 및 시세조종 유형만으로는 모든 불공정거래 행위를 포괄하기 어려워졌다. 구 증권거래법에서는 제188조의4 제4항²¹⁾ 등에서 사기적 부정거래행위 금지 조항을 두고 있었으나, 불공정거래행위의 목적과 유형을 구체적으로 규정하고 있어 지능적인 부정거래행위 일체를 포괄하기 어려웠다. 이에, 자본시장법 제178조 1항 1호에서는 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위를 금지하면서 포괄적인 불공정거래 금지조항을 도입하게 되었다.

기타 부정거래행위와 관련된 불공정거래 유형은 자본시장법 제178조 제1항 2~3호에 추가로 명시되어 있다. 구체적으로 중요사항에 관하여 거짓의 기재 또는 표시를 하거나 타인에게 오해를 유발시키지 아니하기 위하여 필요한 중요사항의 기재 또는 표시가 누락된 문서, 그 밖의 기재 또는 표시를 사용하여 재산상의 이익을 얻고자 하는 행위, 그리고 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 유인할 목적으로 거짓의 시세를 이용하는 행위를 부정거래행위로 보고 이들을 금지하고 있다.

한편 자본시장법 제178조 제2항은 누구든지 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 할 목적이나 그 시세의 변동을 도모할 목적으로 풍문의 유

21) 구 증권거래법 제188조의4 4항

누구든지 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 다음 각호의 1에 해당하는 행위를 하지 못한다.

1. 부당한 이득을 얻기 위하여 고의로 허위의 시세 또는 허위의 사실 기타 풍설을 유포하거나 위계를 쓰는 행위
2. 중요한 사항에 관하여 허위의 표시를 하거나 필요한 사실의 표시가 누락된 문서를 이용하여 타인에게 오해를 유발하게 함으로써 금전 기타 재산상의 이익을 얻고자 하는 행위

포, 위계의 사용, 폭행 또는 협박 등의 행위를 금지하고 있다. 품문의 유포, 위계사용이나 폭행·협박은 별도의 불공정거래행위 유형으로 구분할 수 있지만, 넓은 의미에서는 부정거래행위에 포함시킬 수 있을 것이다.

내부자거래 및 시세조종과는 달리, 부정거래행위와 관련해서는 그 적용대상을 상장증권이나 장내파생상품, 나아가 특정증권 등으로 한정하지 않고, 금융투자상품 전체로 확대하였다. 따라서 부정거래행위 규제는 파생상품과 관련하여 장내의 파생상품과 파생결합증권 뿐만 아니라, 장외의 파생상품 및 파생결합증권까지 모두를 포괄하게 되었다. 매매행위와 관련해서는 매수·매도 뿐 아니라, 공모·사모를 포함하기 때문에 장외에서 사모로 발행되는 ELS·DLS, 그리고 구조화상품의 판매 행위에서도 부정거래행위 금지 조항이 적용될 수 있다.

<표 II-3> 파생상품 관련 부정거래행위 규제 현황

해당 파생상품	포괄적 사기금지	부실표시 사용행위	위계사용
장내·장외의 파생상품 및 파생결합증권	· 부정한 수단, 계획, 기교의 사용	· 중요사항의 부실 표시 · 중요사항의 표시 누락 · 거짓 시세 이용	· 품문 유포 · 위계 사용 · 폭행·협박

2. 미국의 파생상품 불공정거래 규제

가. 개관

1) 이원적인 규제 체계

미국은 상품별·기관별 규제 체계에 따라 증권과 파생상품을 구별하여 규제한다. 규제근거가 되는 법률을 보면, 증권은 1933년 증권법(Securities Act of 1933), 1934년 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934)에 의하여 규제되는데 비해, 파생상품은 상품거래소법(Commodity Exchange Act of 1936: CEA), 상품선물현대화법(Commodity Futures Modernization Act of 2000: CFMA)²²⁾에 의해 규제된다.

증권은 뉴욕증권거래소(New York Stock Exchange: NYSE) 등 증권 시장에서 거래되고, 증권거래위원회(Securities Exchange Commission: SEC)의 감독을 받게 된다. 이때 SEC의 감독 대상 상품은 상장주식 및 채권 뿐 아니라, 증권을 기초자산으로 하는 파생상품²³⁾을 포함한다. 반

22) CFMA는 기본적으로 선물(futures)과 장외파생상품(over-the-counter derivatives: OTC derivatives)에 관한 법적 명확성을 제고하고, 경쟁을 확대하며, 그리고 시장에서의 시스템 리스크를 축소하기 위하여 CEA를 개정하는 연방법이다. CFMA는 장외파생상품, 특히 선물계약(futures contracts)에 대한 규제를 완화하고 있다. 동법은 전문적인 투자자들(sophisticated parties)간의 대다수 장외파생상품거래에 대해서는 CEA상의 선물(futures)이나 연방증권법상의 증권(securities)으로 규제하지 않는다는 입장을 명확히 하였다. 대신에 은행 및 증권회사 등과 같은 주된 딜러들은 일반적인 안전성과 건전성 기준(general safety and soundness standards)에 근거하여 이전과 마찬가지로 자신들의 연방규제자에 의해 장외파생상품거래에 대해 규제를 받게 되었다. CFTC는 기능별 규제를 주장하였지만 받아들여지지 않고, 기관별 감독방식이 유지되었다.

23) 증권을 기초자산으로 하는 개별주식 선물 및 옵션, 주가지수 선물 및 옵션

면 일반 파생상품은 시카고상품거래소(Chicago Mercantile Exchange: CME) 등 상품거래소에서 거래되고, 상품선물거래위원회(Commodity Futures Trading Commission: CFTC)의 감독²⁴⁾을 받게 된다. 한편, 금융감독당국은 증권 및 파생상품에 대하여 분리하여 독자적으로 업무를 수행하되, 형사처벌의 경우 연방검찰청(United States Attorneys Office: USAO)과 공조하거나 업무협조하면서 자본시장의 불공정거래 행위를 규제한다.

미국은 금융상품의 규제에서 상품별 규제 체계를 취하고 있어, 해당 금융상품이 증권(securities), 선물(futures), 혹은 장외파생상품(OTC derivatives) 중 어디에 해당하는지 여부에 따라 적용 규제가 달라진다. 증권선물(security future) 및 증권에 대한 옵션은 증권(securities)으로 분류되어 SEC의 규제대상이고, 선물은 CFTC의 규제대상이므로, 파생상품 일지라도 그것이 특별히 33년 증권법 또는 34년 증권거래법의 '증권(securities)'에 해당하게 되면 SEC의 감독대상이 된다.

증권관련 파생상품은 33년 증권법 2조 (a)항(1)과 34년 증권거래법 3조 (a)항(10)에 증권의 일종으로 규정되어 있는데, 증권으로 정의된 것 중에서 파생상품으로 분류할 수 있는 것으로는 ① 증권선물(security future), ② 증권기초스왑(security-based swap), ③ 증권·CD·증권그룹지수에 대한 풋, 콜, 스트래들, 옵션 또는 특권(any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities), 그리고 ④ 외환과 관련하여 전국증권거래소에 들어온 풋, 콜, 스트래들, 옵션 또는 특권(any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to

선, 워런트, 스트래들 및 스트랭글, 스왑 등의 상품이 포함된다.

24) SEC의 감독 대상이 되는 파생상품을 제외한 일반 파생상품 등이 CFTC의 감독 대상이 된다. 예를 들어, 원자재 파생상품, 농산물 파생상품 등이 해당된다.

foreign currency)이다.

상품선물(commodity futures)에 대해서는 별도로 상품거래소법에 규정되어 있으나, 명확한 정의규정을 두고 있지는 않으며 “장래의 인도를 위한 상품의 매매계약(contract of sale of a commodity for future delivery)”을 동법의 적용대상으로 하고 있다(CEA 1a조 (9)(10)(12)호, 2조 (a)항(1)(A) 등 참조).

증권에 기초한 파생상품은 선물 혹은 옵션의 요소도 함께 지니고 있으므로 선물규제의 대상이 될 수 있다. 그러나 이러한 증권에 기초한 풋(put), 콜(call), 옵션(option), 증권선물(security futures) 등과 같은 파생상품에 대해서는 34년 증권거래법 9조 (b)항에서 SEC가 규제할 수 있도록 명확히 규정하고 있다.²⁵⁾ 미국의 선물규제법에 해당하는 상품거래소

25) 34년 증권거래법 제9조 (b)항

It shall be unlawful for any person to effect, in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors—

- (1) any transaction in connection with any security whereby any party to such transaction acquires—
 - (A) any put, call, straddle, or other option or privilege of buying the security from or selling the security to another without being bound to do so;
 - (B) any security futures product on the security; or
 - (C) any security-based swap involving the security or the issuer of the security;
- (2) any transaction in connection with any security with relation to which such person has, directly or indirectly, any interest in any—
 - (A) such put, call, straddle, option, or privilege;
 - (B) such security futures product; or
 - (C) such security-based swap; or
- (3) any transaction in any security for the account of any person who such person has reason to believe has, and who actually has, directly or indirectly, any interest in any—

법은 모든 선물거래는 CFTC의 인가를 받은 상품거래소에서 거래되어야 한다는 이른바 “거래소집중원칙”(exchange trading requirement)을 규정하고 있었다(CEA 4조 (a)항). 이를 위반한 거래는 법률적으로 무효이다. 이처럼 CEA는 그 적용대상인 선물거래(futures contracts)에 대하여 명확한 정의 규정을 두지 않아, 감독기관인 CFTC와 법원의 해석 여하에 따라서는 선물이나 옵션 요소를 포함한 복합상품이 상품거래소법의 적용대상이 될 수 있었다. 특히, 주식연계증권과 같은 복합상품(hybrid instruments)의 경우, 33년 증권법과 34년 증권거래법에 따른 증권규제의 대상이 될 수 있고, 한편 선물 혹은 옵션의 요소도 함께 지니고 있으므로 선물규제의 대상도 될 수 있었다. 이러한 복합상품의 거래에 대한 시장참여자의 이러한 법적 불확실성을 해결하기 위하여, 미국의회는 장외 파생상품과 선물거래법과의 관계에 관하여 대통령 자문위원회의 검토를 거쳐 종래의 CFTC의 규제상 지침을 수정보완한 2000년 상품선물현대화법(CFMA)을 제정하여 복합상품의 법적 지위를 명확히 하였다.²⁶⁾

미국 CFMA상 증권형 복합상품(hybrid instrument)은 ‘하나 또는 그 이상의 상품 가치, 수준, 비율에 연계된 지급구조를 가진, 혹은 그러한

(A) such put, call, straddle, option, or privilege;

(B) such security futures product with relation to such security; or

(C) any security-based swap involving such security or the issuer of such security.

26) 1974년 의회가 상품(commodity)의 정의를 확대하면서 SEC와 CFTC 사이에 권한권에 관한 갈등이 초래되자, 이들 두 기관은 Shad-Johnson Accord 라는 정치적인 타협을 시도하였다. Shad-Johnson Accord는 SEC와 CFTC가 규제상 및 철학상의 차이점을 해결할 시간을 벌기 위해 단일 주식 및 좁은 범위의 지수에 관한 선물의 매도(sale of futures on single stocks and on narrow-based indices)를 금지하였다. CFMA에서는 복합상품(hybrid)에 대한 금지조치를 철폐하는 것을 포함하고 있다. 미국에서는 규제상의 문제를 초래하는 종래의 규제상 및 철학상 차이점이 아직도 많은 부분에서 남아있다고 여기고 있다.

상품의 인도를 규정하고 있는 증권'을 말하는데(7 USC §1a(29)),²⁷⁾ CFMA 105조는 아래의 네 가지 요건을 모두 충족하는 복합상품에 대해서는 일부 예외적인 경우를 제외하고 상품거래소법은 적용되지 않는다고 명시하였다.

- ① 대금전액수취기준: 복합상품의 발행인은 당해 복합상품의 인도와 거의 동시에 매각대금을 전액 수취하여야 함
- ② 추가지급의무기준: 복합상품의 매입자 혹은 보유자는 당해 복합상품의 존속기간 동안 혹은 그 만기에 지급된 매입대금 외에는 증거금, 결제금 기타 명목을 불문하고 추가적인 지급의무를 부담하지 않아야 함
- ③ 마진유지의무기준: 복합상품의 발행인은 당해 복합상품의 조건에 따라 시가평가에 의한 증거금 의무를 부담하지 않아야 함. 여기서, 시가평가에 의한 증거금에는 담보부부채증서에서 당해 담보부부채증서상 발행자의 상환의무 담보를 위해 제공된 담보제공액의 증가는 포함되지 않음
- ④ 선물·옵션 판매 기준: 복합상품은 상품거래소법의 적용을 받는 선물거래나 그에 대한 옵션으로 판매되지 않아야 함

한편, 도드-프랭크법에서는 장외파생상품에 대한 규제를 강화하기 위하여, 장외파생상품 중 '증권연계스왑(security-based swap)'의 정의를 33년 증권법에 추가하였고, 이에 해당하는 스왑은 SEC의 규제를 받게 하였다.²⁸⁾ 이에 따라 33년 증권법 제3조 (a)항에 증권연계스왑(security-based

27) 7 USC §1a(29) (CEA 1a조(29))

The term "hybrid instrument" means a security having one or more payments indexed to the value, level or rate of, or providing for delivery of, one or more commodities.

28) Dodd-Frank Act §721(a)(19), "by inserting after paragraph (41) (as redesignated by paragraph (1)) the following: (42) SECURITY-BASED

swap)에 관한 정의 규정이 마련되게 되었다.

미국은 파생상품에 대한 규제가 이원화되어 있는데, 증권 관련 파생상품에 대한 불공정거래 규제는 구체적이고 상세하게 마련되어 있는 반면, 상품 관련 파생상품의 불공정거래에 대해서는 단순한 규정만을 두고 있다. 상품선물 관련 규정인 CEA상 시장조종(manipulation)의 의미가 명시되어 있지 않고, 사기(fraud)에 해당하는 경우 역시 좁은 범위로만 명시하고 있다.

2) 증권법상 불공정거래의 유형

가) 시세조종

주식옵션, 주식선물과 같은 파생상품의 시세조종을 규제하기 위해 34년 증권거래법 9조에서는 시세조종행위에 해당하는 행위를 6가지 유형으로 분류하여 규정하고 있다. 9조는 미국내 증권거래소에 상장된 증권등에 대해서만 적용되므로, 장외시장에서의 시세조종행위에 대해서는 적용되지 않는다.

나) 사기적 부정거래

34년 증권거래법 10조 (b)항에서는 장외시장에서의 시세조종행위와 사기적 수단을 통한 거래행위도 금지한다. SEC는 10조 (b)항에 근거하여 Rule 10b-5를 제정하였다.

SWAP.-The term 'security-based swap' has the meaning given the term in section 3(a) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78c(a))"

다) 미공개중요정보의 이용

34년 증권거래법 10조 (b)항은 증권거래와 관련된 사기적 행위를 일반적으로 금지한다. SEC는 10조 (b)항을 근거로, Rule 10b-5, Rule 14e-3, Rule 10b5-1, Rule 10b5-2를 제정하였다. 불공정거래의 구체적인 개념이나 내용은 판례를 통해 정립되고 있다.

3) 파생상품 불공정거래 감독·규제기관

가) 상품선물거래위원회(CFTC)

CFTC는 등록된 선물업자의 재무건전성과 영업행위를 감독하고 포지션한도를 설정하며 거래소의 지정 및 감독, 시장 감시, 불공정거래 조사 및 제재권한 등을 가지고 있다. 선물업자의 영업행위 등 감독과 시장감시 등을 위하여 선물시장에 대한 조사권을 보유하고 정기적 시장조사를 하며, 거래소를 통하여 시장감시 업무를 수행한다.²⁹⁾

나) 증권거래위원회(SEC)

SEC는 증권과 관련된 일정한 선물·옵션거래에 관한 감독조사 및 제재권한을 가진다. CFTC와 마찬가지로 시장감시업무 외에 증권업자들에 대한 감독 및 제재권한을 가지며 불공정거래를 조사하고 조치할 권한이 있다.

29) CFTC는 시장을 감시하며 긴급한 상황이 발생하는 경우에는 거래소에 특정한 조치를 요구하거나 거래되고 있는 모든 선물거래를 다시 정리하도록 명령할 수 있다.

다) CFTC와 SEC 간의 긴밀한 협조

미국 선물시장에서는 증권은 SEC에서, 선물은 CFTC에서 규제하는 현선분리원칙을 지켜왔다. 그러나 최근의 상품선물현대화법과 애국자법(The Patriot Act)의 제정으로 인하여 미국선물시장은 다중규제(Multi-layered Regulation)의 도입이라는 변화를 겪고 있다. 상품선물현대화법은 새로 도입된 증권선물상품(Security Futures Products)을 선물이자 동시에 증권이라고 정의함으로써, CFTC와 SEC가 공동으로 선물시장을 규제하게 되었다. CFTC와 SEC는 2008년에 금융시장 감독 및 운영체계 일원화에 전격 합의하여 정보교환 등에 대한 양해각서(MOU)를 체결한 바 있다. 양 기관이 공동으로 감독하는 시스템 하에서 증권선물상품이 증권시장과 상품시장 양 시장에서 거래될 수 있도록 하는 패스포트 시스템을 도입하고, 증권선물상품에 관한 규칙 또는 증거금에 관한 규칙 등 공동 규정을 제정하는 등 유기적인 규제 체계를 확립하였다.

라) 통화감독청(OCC)

국법은행의 파생상품거래와 외환 관련 은행 간 장외파생상품은 은행 감독기관인 FRB와 OCC가 감독한다. 통화감독청(OCC)은 1993년 10월 국법은행에 대한 지침으로서 '파생금융거래 위험관리(Banking Circular 277)'를 발표하였다.³⁰⁾ 동 지침에서는 양자간 또는 다자간 상계, 현물결제와 자본적정성, 회계 등에 대한 준수사항을 제시하고 있다.

마) 연방검찰청(USAO)

연방검찰청은 형사처벌에 대한 고유의 조사권한을 가지고 있는데 불

30) OCC, risk management of financial derivatives, 10.27.1993

공정거래는 형사처벌의 대상이므로 당연히 연방검찰청은 SEC의 조사와 별도로 조사 권한을 가지고 있으며, 필요에 따라서는 SEC가 확보한 관련 자료의 제출을 요구할 수도 있다.

바) 자율규제기관에 의한 감독

거래소는 불공정거래 등을 사전에 예방하기 위하여 거래행위를 감시하며, 회원의 포지션 한도위반, 선행매매 또는 스캘핑 등에 대해서는 직접 조치하지만, 불공정거래가 적발될 경우 CFTC로 이첩한다. 미국의 대표적 증권거래소인 NYSE는 자율규제기관으로서 불공정거래행위에 대한 감시기능을 수행하는 시장감시국(Division of Market Surveillance)을 두고 있으며, 시장감시국에서는 시세조종, 내부자거래에 대한 시장감시 뿐만 아니라 증권사 직원에 의한 일임매매, 선행매매 등에 대한 감시업무도 수행한다. 증권업협회에 해당하는 FINRA는 미국에서 영업하는 모든 증권사의 자율규제기관으로서, 증권업계가 공정하게 운영되도록 하는 것을 목표로 회원인 증권회사 등을 관리 감독한다.

4) 도드-프랭크법의 개선내용

2010년 7월 도입된 도드-프랭크법은 내부고발자(whistleblower) 보상제도 및 증권사기 방조자에 대한 조사와 관련하여 SEC 집행력 등의 행정권한을 강화하고, SEC의 규제책임을 확대하도록 하였다. 이에 따라 SEC는 2011년 5월 25일에 내부고발자 보상체계와 보호프로그램을 운영하기 위한 규정(Regulation 21F)을 마련하였다. 동 규정은 기업의 내부고발자가 소속 회사의 연방 증권법 위반행위를 자체 내부고발 프로그램을 활용하여 고발하거나 SEC 등 정부 및 사법기관에 고발하는 방법 중 선택할 수 있도록 하였다. 소속 회사에 먼저 불법행위를 알린 후 일정 기

간(120일) 이내에 동일 정보를 SEC에 제공할 경우 최초 정보(original information)가 SEC에 접수된 것으로 간주하고 보상금 수령자격을 부여한다. 보상금 규모는 SEC의 금전적 제재 규모가 100만 달러 이상인 경우 동 금액의 10~30% 범위에서 SEC가 재량적으로 결정한다. 당초 업계 등 반대자들은 고발자가 소속사에 고발 내용을 먼저 알리거나 소속사와 SEC에 동시에 통보하는 방안을 희망했으나, SEC는 기업의 자체 내부고발 프로그램 활성화를 위한 인센티브를 부여하는 방안을 제시하며 절충하였다. 이러한 도드-프랭크법의 개선내용은 미국 시장에서 발생하는 파생상품과 관련된 불공정거래에 대하여 시장참가자들의 감시기능을 확대함으로써, 궁극적으로는 미국 시장의 공정성과 규제의 실효성을 높일 수 있을 것으로 예상된다.

나. 시세조종의 규제

1) 증권에 대한 시세조종

가) 시세조종의 개념과 규제근거조항

시세조종(market manipulation)에 대하여는 34년 증권거래법과 상품거래소법 모두 그 정의조항을 두고 있지 않다. 일반적으로는 단기의 매매차익을 노리고 증권시장에서 인위적인 가격형성을 유도하는 행위를 말한다.³¹⁾ 증권의 수요와 공급에 의하여 자연스럽게 결정되어야 할 가격형성(operation of the “natural law” of supply and demand)에 개입하여 인위적으로 가격을 변동시키는 것을 의미한다.³²⁾ 미국 34년 증권거래

31) a deliberate attempt to interfere with the free and fair operation of the market and create artificial, false or misleading appearances with respect to the price of, or market for, a security, commodity or currency
홈페이지 참조(http://en.wikipedia.org/wiki/Market_manipulation)

법의 가장 중요한 목표가 당시에 조직적으로 성행하던 시세조종행위를 억제하는 것이었을 만큼,³³⁾ 시세조종에 대한 규제는 미국 증권법에 있어서 중요하고 핵심적인 내용이다. 34년 증권거래법은 유통시장을 규율하기 위한 규정이므로, 시세조종 역시 유통시장에서의 규제를 중심으로 하여 이루어지고 있다.

시세조종에 대한 규제는 크게 34년 증권거래법 제9조, 제10조, 제15조의 세 가지 규정에 의하여 이루어진다. 제9조³⁴⁾는 전형적인 시세조종인 가장매매(wash sale), 통정매매(matched orders), 현실거래에 의한 시세조종, 풍설이나 표시에 의한 시세조종 등을 규정하고 있다. 이에 따라, SEC도 가장매매(wash trade)를 법조문과 동일하게 “증권의 거래 결과 해당 증권의 실질적인 소유권 변화를 발생시키지 않는 거래(securities transaction which involves no change in the beneficial ownership of the security)”로 정의하고 있다.³⁵⁾ 제9조는 거래소에서 거래되는 증권만을 대상으로 하기 때문에, 장외에서 거래되는 증권에 대한 시세조종에는 적용되지 않는다.³⁶⁾ 제15조 (c)항 (1)과 (2)에서는 브로커·딜러의 시세조종행위를 금지하고 있다.³⁷⁾ 그리고 제10조 (b)항과 Rule 10b-5는 일반적인 사기금지규정으로 시세조종에도 적용된다. 제10조 (b)항은 전국 증권

32) SEC v. First Jersey Securities, 101F. 3d 1450, 1466(2d Cir.1996)

33) “A fundamental goal of the federal securities laws is the prevention of manipulation. Manipulation impedes the securities markets from functioning as an independent pricing mechanism and under mines the fairness and integrity of those markets.”(61 Fed. Reg. 17,108(1996).)

34) 15 USC §78i- Manipulation of security prices

35) SEC Release No. 39133(September 25, 997)

홈페이지 참조(<http://www.sec.gov/litigation/admin/3439133.txt>)

36) Martin v. Prudential-Bache Securities, Inc., 820F. Supp. 980(W.D.N.C. 1991); Cowen & Co. v. Merriam, 745 F. Supp. 925(S.D.N.Y.1990)

37) SEC Release No.43188(Aug. 22, 2000)

홈페이지 참조(<http://www.sec.gov/litigation/admin/33-7882.htm>)

거래소에 등록된 증권뿐만 아니라 미등록증권의 매수 또는 매도와 관련하여 시세조종적이거나 사기적인 수단 또는 책략을 사용하는 것을 포괄적으로 금지하는 규정이다. 세 가지로 나뉘어 규정되어 있으나, 그 내용은 서로 중첩된다. 예를 들면, 장외시장에서 제9조의 행위를 하는 경우에는 제10조 (b)항 및 Rule 10b-5 위반에 해당할 수 있다.³⁸⁾

나) 1934년 증권거래법 제9조

제9조 (a)항에서는 6가지 유형의 시세조종을 위법이라고 규정하고 있다. 제1호는 가장매매(wash sale)와 통정매매(matched orders)에 대해 언급하고 있다. 가장매매는 형식적으로는 매매의 외관을 갖추고 있으나, 실질적으로는 권리의 이전을 목적으로 하지 않는 매매거래를 말한다.³⁹⁾ 통정매매란 자기나 타인에 의하거나 혹은 자기나 타인을 위하여 유사한 수량·시기·가격으로 당해 증권의 매도, 매수 주문을 하기로 사전에 통정한 후 당해 유가증권의 매수, 매도주문을 하는 행위를 말한다. 제2호는 현실 거래에 의한 시세조종을 규제한다. 매매유인을 목적으로 거래상황을 유발하거나 시세를 변동시키는 거래를 말한다. 미국의 판례는 시세조종에 금전적인 이해관계를 가진 자가 시세에 영향을 미치는 행위를 적극적으로 수행한 경우에 유인목적을 인정하고 있다.⁴⁰⁾ 제3호~제5호는 정보의 부실표시에 의한 시세조종⁴¹⁾을 금지하고 있다. 브로커·딜러 또는 증권거

38) SEC v. Montana, 464F. Supp. 2d 772,785 (S.D. Ind.2006)

39) "to effect any transaction in such security which involves no change in the beneficial ownership thereof(§9(a)(1)(A))."

40) Crane Co. v. Westinghouse Air Brake Co., 419 F. 2d 787(2d Cir.1969).

41) Sections 9(a)(1) and (2) deal with manipulative trading practices, while 9(a)(3)-(5) deal with information-based manipulative schemes(Sarah Dunn Davis, 2010, MARKET MANIPULATION ANNOTATED

래의 당사자가 증권매매를 유인할 목적으로 부실표시를 하는 것을 금지한다. 이는 주로 증권회사나 당해 증권의 발행회사가 시장에 사실과 다른 소문을 퍼뜨려 가격에 영향을 미치는 행위를 엄두에 두고 만들어진 규정이다. 마지막으로 제6호는 시장에서의 안정조작(stabilization)을 규제한다. 떨어지려는 시세를 안정시키는 것은 인위적으로 시세를 조작하는 것으로 본다. SEC는 1939년 안정조작에 관한 규칙인 Rule 104를 제정하면서, 안정조작에 대한 견해를 밝힌 바 있다.⁴²⁾ 안정조작의 목적은 당해 증권의 가격의 하락을 방지하는 소극적인 것이어야 한다(Rule 104(b)).

제9조 (b)항에서는 주식옵션과 주식선물 등 파생상품에 대한 시세조종을 금지한다. 미국 증권법에서는 기초자산의 가격을 변동시켜 옵션권리행사를 불가능하게 하려는 시세조종행위를 캡핑(capping), 서포팅(supporting), 페깅(pegging) 등으로 분류한다. 캡핑은 콜옵션 매도자가 기초자산을 매도함으로써 기초자산의 가격을 하락시키거나 상승을 저지함으로써 콜옵션 매수자의 권리행사 기회를 상실시키는 행위이고,⁴³⁾ 서포팅은 캡핑과 반대되는 것으로, 풋옵션 매도자가 기초자산을 매수함으로써 가격을 상승시키거나 하락을 저지하여 풋옵션 매수자가 권리행사를 못하게 하는 행위이며,⁴⁴⁾ 페깅은 옵션매도자가 만기일 가까이에서 옵션매수자의 권리행사를 저지하기 위해 특정 수준에서 기초자산 가격을 고정시키는 행위이다.⁴⁵⁾

BIBLIOGRAPHY, 1p).

42) SEC, Exchange Act Release No. 2446 (March 18, 1940)

43) Capping involves an options trader who is shortcall options submitting a series of sale orders on stock in an attempt to block the stock price from rising above the strike price of the short calls. If this works, the investor will be able to retain the call options out-of-the-money and prevent the short call options from being exercised.

44) Supporting is the opposite of capping. Supporting involves an options trader who has written puts on a certain security.

45) Pegging usually refers to an intention to cause the price of an

여기서 폐강으로 판단되기 위해서는 다음의 세 가지 조건이 갖추어져야 한다.⁴⁶⁾

- ① 진정한 소유자를 숨기기 위한 환매조건부매매계약(a prearrangement to sell and then buy back securities to conceal true ownership),
- ② 시장위험을 진정한 소유자에게 부담시키기 위해서 환매조건은 매매조건과 동일할 것(on the same, or substantially the same, terms, keeping the market risk entirely on the seller),
- ③ 경제적 실질과 법적 형식을 분리시키는 명목상의 거래를 이용하려는 악의(for a bad faith purpose, accomplished through a sham transaction)

다) 34년 증권거래법 10조 (b)항 및 SEC Rule 10b-5

34년 증권거래법 제10조 (b)항은 증권의 매매와 관련하여 'SEC가 정하는 규칙을 위반하여' 사기적인 방법을 사용하는 것은 위법이라고 규정한다. 이를 기반으로 SEC는 사기적인 거래행위를 규제하는 규칙을 제정하였다. 장외시장에서 거래되는 증권에 대한 시세조종이나 9조 (a)항에 포함되지 아니하는 형태의 시세조종들은 34년 증권거래법 10조 (b)항 및 SEC Rule 10b-5 등에 의하여 규율된다.

그러나 실제로 시세조종에 관한 34년 증권거래법 제9조가 있음에도 불구하고, 미국에서는 시세조종에 관하여 34년 증권거래법 9조 (a)항보다는 10조 (b)항과 SEC Rule 10b-5를 적용하여 규제하고 있다. 왜냐하면 34년 증권거래법 10조 (b)항과 SEC Rule 10b-5의 규정과 달리, 34년

underlying security to stay at a given price, regardless of whether the price is at, below, or above the strike price of put and/or call options.

46) Yoshikawa v. SEC, 192F.3d 1209, 1214 (9th Cir. 1999)

증권거래법 9조 (a)항은 매매성황오인이나 오해유발목적, 매매유인목적 등이라는 추상적이면서도 주관적인 개념이 도입되어 있어 이를 구체적 사건에서 증명하기가 매우 어려웠기 때문이다. 즉, 34년 증권거래법 9조 (a)항의 경우 유인 목적을 규정해 놓고 있지만 그 입증에 매우 곤란하여 포괄적 사기금지 규정인 동법 10조 (b)항과 SEC Rule 10b-5를 활용하게 된 것이다.

SEC는 34년 증권거래법 10조 (b)항에 근거하여 Regulation M을 제정하여, 발행시장에서의 시세조종, 즉 시장조성(market making)과 안정조작(stabilization)에 대응하고 있다. 시세조종은 유통시장 뿐 아니라 발행 시장에서도 문제가 될 수 있는데, SEC는 이러한 문제를 해결하기 위한 규칙을 제정하였는데, §242.100 내지 §242.105 조항이 이에 속한다.

Regulation M의 중요한 내용을 살펴보면 다음과 같다. 인수인, 브로커·딜러 등 발행관계자는 일정한 제한기간(restricted period) 동안 발행되는 증권과 동일한 증권에 대하여 매수주문을 내거나 매수할 수 없다 (§242.101). 발행회사와 증권소유자도 발행되는 증권과 동일한 증권에 대하여 매수행위를 할 수 없다 (§242.102). §242.103은 NASDAQ시장에서의 수동적(passive) 시장조성을 허용하는 규정이다. 그리고 §242.104는 안정조작에 관한 규정이고, §242.105는 공모에 관한 규정이다. Regulation M은 행위 유형으로만 규제하기 때문에, 시장가격에 실제로 영향을 미쳤는지 여부나, 당사자에게 유인목적 등 주관적 요건이 있는지 여부 등은 묻지 않는다.

2) 파생상품에 대한 시세조종

상품선물거래의 경우에는 실질적인 증권의 매수·매도를 전제로 하는 증권거래보다 시세조종(market manipulation)을 정의하기가 더욱 어려워

서 일반적으로 시세조종으로 알려진 몇 가지 행위를 예시하는 것으로 충분하다고 인정되고 있다. 상품거래소법에서도 이러한 입장에서 “가장 매매(wash sale)”, “허구의 거래(fictitious sale)”, “기타 진실하지 않거나 실질적인 소유권이전(bona fide transaction)을 발생시키지 않는 거래”를 예시하고 있다. 증권거래법과 마찬가지로 상품거래소법도 시세조종에 대한 정의조항을 두고 있지 않다.

미국의 상품거래소법은 기초자산의 지배를 통한 시세조종으로서 코너링과 스퀴징을 규정하고 있다. 코너링(cornering)은 옵션을 거래함과 동시에 기초자산을 매입함으로써 가격을 상승시키는 것을 말한다. 또한 스퀴징(squeezing)은 날씨 변화 등 조작자의 매점 외의 요인 등으로 기초자산의 공급이 부족하게 되어 매도포지션 보유자가 반대매매를 위해서 높은 가격으로 매수해야 하는 상황을 유도하는 것을 의미한다.

다. 내부자거래 규제

1934년 증권거래법 10조 (b)항은 증권거래와 관련된 사기적 행위를 일반적으로 금지하는 규정이었으나, SEC가 동 규정을 근거로 Rule 10b-5를 제정하면서 내부자거래를 규제하게 되었다. 34년 증권거래법에서 미공개중요정보 등의 이용행위를 금지하고 있는 명문 규정은 없다. 이후 1984년에는 내부자거래제재법(The Insider Trading Sanctions Act of 1984: ITSA)을 제정하여 민사제제금(civil penalty)을 부과할 수 있도록 하였고, 1988년에는 내부자거래증권사기집행법(The Insider Trading Securities Fraud Enforcement Act of 1988: ITSFEA)을 제정하여 손해배상청구권을 인정하고 형사처벌을 대폭 강화하는 한편, 내부자거래 제보에 대한 포상제도를 신설하였다. 이후 2000년에는 주로 회사외부자의 내부자거래를 규제하기 위하여 판례법상의 부정유용이론을 반영하여 Rule

10b5-1과 Rule 10b5-2를 제정하였다. 미국은 이러한 입법적인 조치를 통하여 우리 자본시장법에서 말하는 증권은 물론이고 증권을 기반으로 하는 일정한 파생상품에 대해서도 내부자거래를 효율적으로 규제할 수 있는 법적 기반을 마련하게 되었다.

미국은 일반적으로 추상적·포괄적인 규정인 34년 증권거래법 10조 (b)항과 Rule 10b-5에 의해 내부자거래를 규제하고 있어, SEC 및 법원이 구체적인 내용과 법리를 창조해가고 있다. SEC Rule 10b5-1에서는 “34년 증권거래법 10조 (b)항과 Rule 10b-5에서 금지하는 ‘시세조종적이고 사기적 수단’은 증권의 발행인, 주주 또는 미공개중요 정보원(source of the material nonpublic information)에게 직간접적으로 또는 파생적으로 부담하는 신인의무를 위반하면서 당해 증권이나 발행인에 관한 미공개중요정보를 기초로 이루어진 당해 발행 증권의 매매를 포함한다고 규정되어 있으나, 그 밖의 구체적인 개념이나 내용은 판례를 통해 밝혀지고 있다.

먼저, 정보평등이론(equal access theory)은 1961년 SEC의 Cady, Roberts & Co. 결정과⁴⁷⁾ 1968년 제2항소법원의 Texas Gulf Sulphur 판결⁴⁸⁾에 의하여 구체화되었다. 이 두 판결을 시작으로 미국에서 Rule 10b-5가 내부자거래 규제에 중심적인 역할을 하게 되었다. 정보평등이론은 투자자들은 동등한 지위에서 거래해야 한다는 전제에서, 미공개정보를 이용하는 것 자체가 불공정한 것이라는 입장을 취한다. 이 사건 판결에 따르면, 정보의 보유자가 반드시 협의의 내부자일 것임은 요하지 않는다.

그러나, 정보평등이론에 의하면 내부자거래로 인한 책임범위가 지나치게 확대되므로, 이러한 문제를 해결하기 위해 신인의무이론(fiduciary

47) Cady, Roberts & Co., 40 SEC 907, 914(1961)

48) 401 F.2d 833, 848(2d Cir, 1968)

duty theory)이 대두하였다. 이는 정보의 소유자라고 하여도 신인의무 내지 충실의무를 부담하는 경우에만 정보공개의무를 부담하며, 이러한 정보공개의무에 위반될 경우에만 책임이 인정되는 것이지, 단지 정보를 소유하고 있다는 사실만으로는 정보공개의무가 인정되지 않는다는 이론이다. 이 이론에 의하면 미공개정보를 소유하였다 하더라도 부정한 방법이 아닌 자기의 노력과 지식에 의하여 얻은 정보나 우연히 알게 된 정보에 기인하여 증권거래를 하였다면 Rule 10b-5 위반에 해당하지 않는다. 연방대법원이 내부자거래 규제에 관하여 처음으로 다룬 판결은 *Chiarella v. U.S.* 사건이다.⁴⁹⁾

신인의무이론에 대해서는 내부자거래 규제의 범위가 너무 제한된다는 비판이 제기되면서 부정유용이론(misappropriation theory)이 나오게 되었는데 현재 가장 유력한 이론으로 인정받고 있다. 부정유용이론이란 증권의 발행회사에 대한 신인, 충실의무위반에 한하지 않고, 누구라도 미공개정보를 유용하는 것은 위법이며 이에 대한 책임을 진다는 이론이다. 이 이론은 주로 외부자거래에 적용하기 위하여 고안된 이론으로 이 이론에 의하면 거래당사자 사이에 신뢰 관계가 존재하지 않는다고 하더라도, 정보 자체가 비밀유지의무에 위반하여 유용된 경우에는 내부자거래가 성립될 수 있다는 것이다. 부정유용이론은 1997년 연방대법원이 제 8 항소법원의 *O'Hagan* 판결을 통해 채택하였다.⁵⁰⁾ *O'Hagan*이 주식을 발행한 회사의 주주 또는 그 발행회사에 대한 신인의무를 위반한 것은 아니지만, 발행회사의 내부정보를 지득할 수 있게 해 준 정보원(Dorsey & Whitney)에 대한 신인의무를 위반하였고, 이것 역시 Rule 10b-5 위반이라고 판시하면서 유죄를 선고하였다. 즉, 당해 정보의 정보원에 대한 신인의무를 부담하는 자가 그 의무에 위반하여 주식을 거래하고 비밀정보를 유용하였다면 Rule 10b-5 위반에 해당된다는 요지로, 이 판례에 의

49) *Chiarella v. U.S.*, 455 U.S. 222(1980)

50) 521 U.S. 642(1997)

해 외부자까지도 규제하는 근거를 마련하게 되었다.

연방대법원에서 내부자거래의 개념을 축소해석하려는 움직임에 대응하여 미국 의회는 오히려 1984년과 1988년 입법을 통해 SEC의 권한을 강화하여 더 많은 내부자거래를 규제할 수 있도록 하였다. 즉 법원의 축소해석에 대응하여, 의회는 ITSA와 ITSFEA를 제정하여 내부자거래규제의 적용범위를 확대시켰다. 1984년 ITSA의 제정으로 SEC는 거래자와 정보제공자에게 3배의 배상금을 포함한 민사제재금을 부과할 수 있는 권한을 가지게 되었다. 또한 1988년 제정된 ITSFEA에 의하여 정보의 전달을 위해 정보제공자를 중간에서 조정한 자에게 제재금을 부과하고, 동시 거래자에 대한 책임도 처음으로 인정하게 되었다. SEC 또한 Chiarella 판결이 Rule 10b-5상의 책임을 제한하자, Rule 14e-3을 공표하는 대응조치를 취하였다. Rule 14e-3에서는 내부자와 외부자(both insider and outsider)가 기업의 공개매수(tender offer)와 관련된 중요한 비공개정보를 이용하여 거래하는 것을 금지하고 있다.

라. 사기적 부정거래의 금지

34년 증권거래법 10조 (b)항은 포괄적인 사기금지 규정으로서, 시세 조종 금지규정인 9조 등의 조항에서 규율하지 못하는 부분을 포괄적으로 규제하는 역할을 수행한다. 즉 34년 증권거래법 10조 (b)항은 “누구든지 직접 또는 간접으로 주권 통상의 방법이나 수단, 우편 또는 전국증권거래소의 시설을 이용하여 다음에 열거하는 행위를 하는 것은 위법”이라고 규정하고 있다.⁵¹⁾ 이러한 34년 증권거래법 10조 (b)항은 매매주

51) 34년 증권거래법 제10조

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails,

체가 누구인지, 등록증권인지, 공개회사인지 등의 여부에 관계없이 모든 증권에 적용되므로 대부분의 증권 관계소송에 근거 법규로 적용되고 있다. 또한, 9조에서 요구하는 목적성 요건도 필요 없으며, 고의(scienter)⁵²⁾의 증명도 “상황증거 또는 간접증거”에 의한 판단으로 충분하다. 10조 (b)항은 포괄적 규정이므로 동 조항을 가지고 내부자거래(insider trading), 시세조종(price fixing), 주가를 올리기 위한 가장적 회사매도(bogus company sales), 회사가 관련 정보를 투자자에게 통지하지 않은 행위 등을 모두 규제할 수 있다.

Rule 10b-5는 10조 (b)항의 모든 증권의 매수나 매도와 관련하여 시세조종적이거나 사기적인 수단(manipulative and deceptive devices)에 관한 규정을 두고 있다.⁵³⁾ 시세조종적이거나 사기적인 수단으로 Rule

or of any facility of any national securities exchange –

(b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities-based swap agreement, any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

52) 우리법상 고의보다 광의의 개념이다.

53) SEC Rule 10b-5 It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,

(a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud, in connection with the purchase or sale of any security.

(b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or in connection with the purchase or sale of any security.

10b-5에서 구체화된 내용은 (a)사기적 수단, 계획이나 기교의 사용, (b)중요한 사실에 대한 거짓표시를 하거나 또는 타인의 오해를 유발시키지 않기 위하여 필요한 중요한 사실을 누락한 표시 행위, (c)타인에 대한 사기(fraud)나 기망(deceit)으로서 작용하는 모든 비즈니스 행위, 실행, 과정에 참여하는 행위이다.

미국 증권법상 피고의 행위가 Rule 10b-5 뿐만 아니라 구체적인 다른 규정위반으로 책임을 야기할 수 있음에도 원고는 Rule 10b-5에 의한 소송을 할 수 있다. 예를 들어 증권신고서상 부실표시에 관한 명시적 구제를 규정한 33년 증권법 제11조가 있음에도 사기적 허위표시와 누락을 이유로 Rule 10b-5에 의한 소를 제기할 수 있다.⁵⁴⁾

3. 일본의 파생상품 불공정거래 규제

가. 개관

1) 이원적인 규제 체계: 금융상품거래법 & 상품선물거래법

자본시장법이라는 단일법으로 모든 파생상품 거래를 규제하고 있는 한국과는 달리, 일본의 경우에는 금융상품거래법과 상품선물거래법으로 파생상품 거래를 규제하고 있다. 즉 파생상품거래는 기초자산의 종류에 따라 금융상품거래법이나 상품선물거래법으로 나뉘어 규제된다. 기초자산에 따라 법규제의 내용이 다른 이유는 역사적인 경위 및 금융업자의

(c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person,

54) Herman & Maclean v. Huddleston, 459 U.S. 375, 1983

자질이 다르다는 데에 기인한다고 한다.

먼저 금융상품거래법은, 상품을 기초자산으로 하는 상품디리버티브 거래를 제외한, 다양한 디리버티브 거래를 그 적용대상으로 한다. 기초자산의 일부를 '금융상품'(유가증권, 예금계약 등에 기초한 권리, 통화 등, 법 2조 24항)과 '금융지표'(금융상품의 가격 또는 이율 등, 기상관측 성과에 관한 수치 등, 법 2조 25항)로 정의하고, 이들로부터 파생한 선물거래, 지수선물거래, 옵션거래, 지수옵션거래, 스왑거래 및 신용파생상품거래 등을 디리버티브 거래라고 정의한다(법 2조 20항~25항). 금융상품거래법은 2조 20항에서 그 적용대상이 되는 디리버티브 거래를 시장디리버티브 거래, 장외디리버티브 거래 및 외국시장디리버티브 거래의 3가지로 분류하고, 이에 대해 21항에서는 시장디리버티브 거래, 22항에서는 장외디리버티브 거래, 23항에서 외국시장디리버티브 거래에 대해서 규정하고 있다.

그 결과, 증권, 통화, 이율, 기상관측수치, 신용, 재해, 정령으로 지정된 것 등과 같이, 상품을 기초자산으로 하는 것을 제외한 다양한 파생상품거래가 금융상품거래법의 적용대상이 되었다. 이는 종래의 유가증권과 파생상품거래에 추가하여, 구 금융선물거래법의 대상이었던 통화나 금리의 선물거래, 옵션거래 등을 포함한 이외에, 규제대상이 아니었던 금리·환스왑 거래, 크레딧 디리버티브 거래, 날씨디리버티브 거래 등이 포함된다. 또한, 기초자산, 참조지표, 거래방법도 각각 정령으로 추가지정될 수 있고(법 2조 24항 4호, 25항 3호, 21항 5호, 22항 1호·6호·7호), 이에 근거하여 다수의 상품이 추가되었으며, 2010년 개정에서는 부동산디리버티브 거래도 추가되었다(금융상품거래법시행령 1조의18 4호).

금융상품거래법의 대상이 되는 디리버티브 거래를 파생의 기초에 따라 분류하면, 금융상품(2조 24항)을 기초자산으로 하는 거래(예: 동중국채선물거래), 금융지표(2조 25항)를 참조지표로 하는 거래(예: 금리스왑거

래), 기타(예: 크레딧 디리버티브 거래)로 분류할 수 있다. 또한 금융상품 거래법의 대상이 되는 디리버티브 거래를 거래 종류별로 분류하면, 선물거래, 선도거래, 옵션거래, 스왑거래, 기타로 나눌 수 있다.

한편, 상품선물거래법은 귀금속, 가솔린, 농산물 등의 상품을 기초자산으로 하는 디리버티브 거래에 대해 적용된다. 상품선물거래법의 적용범위를 살펴보면, 2조 1항에서 상품에 대한 정의 규정을 두고, 상품선물거래법의 적용범위는 여기서 정하는 상품에 한정된다.

법 제2조에서 정하고 있는 ‘상품’에는 ① 농산물, 임산물, 축산물 및 수산물, 그리고 이들을 원료 또는 재료로 하여 제조하거나 가공한 물품 중에서, 음식물인 것과 정령으로 정하는 기타의 것, ② 광업법 제3조 제1항에 규정하는 광물 기타 정령에서 정하는 광물 및 이들을 채련하거나 정제함으로써 얻는 물품, ③ 기타 국민경제상 중요한 원료 또는 재료로서, 그 가격 변동이 현저하기 때문에 선물거래와 유사한 거래의 대상이 될 개연성이 높은 것(선물거래 또는 선물거래와 유사한 거래의 대상이 되고 있는 것을 포함)으로서 정령으로 정하는 물품이 포함된다. ①과 관련하여 정령(상품선물거래법시행령) 1조 1항에서 소·돼지·목재·천연고무·면화·생사·양모·사료 등 14가지의 물품이 지정되었으며, ②와 관련하여서는 광업법 3조 1항에서 금광 등 41개의 광물, 정령 1조 2항에서는 리튬광·베릴륨광·마그네슘광 등 33의 물품이 지정되어 있다. 그리고 ③과 관련하여 아직 정령으로 지정된 상품은 없다.

상품선물거래법은 2조 15항에서 상품디리버티브 거래에 대한 정의규정을 두고 있다. 상품디리버티브 거래란 ① 상품시장거래, ② 외국상품시장거래 그리고 ③ 장외상품디리버티브 거래를 말한다. 상품시장거래는 일본국내의 상품거래소(시장)에 있어서의 거래, 외국상품시장거래는 외국의 상품시장에 있어서의 거래, 그리고 장외상품 디리버티브 거래는 상품시장거래와 외국상품시장거래 이외의 상품디리버티브 거래를 말한다.

즉, 구법은 국내의 상품 거래소에서의 선물거래 등만을 적용 대상으로 하였지만, 현재는 해외시장이나 장외에서의 상품디리버티브 거래도 적용 대상으로 하고 있다. 상품시장거래에 관한 상품은 법률과 정령으로 결정되고, 외국상품시장거래에 관한 상품은 실제 거래소 등에서 거래되고 있는 것으로 한정되고, 장외거래에 관한 상품은 법률과 정령으로 정하고 있다. 즉 2009년 개정을 계기로 하여 상품선물거래법은 상품디리버티브 거래에 관한 포괄적인 법이 되어서, 그 거래가 거래소의 거래인지 장외 거래인지, 국내 거래인지 해외 거래인지를 불문하고 포괄적으로 적용되게 되었다.

상품선물거래법의 적용대상이 되는 상품에 관해서는, 금융상품거래법 2조 24항 4호에 의해 금융상품거래법의 적용이 배제된다. 이와 같이 디리버티브 거래 규제의 범로서는 금융상품거래법이 포괄적이고, 그 적용을 상품선물거래법이 제외하고 있는 관계에 있다. 따라서 단순히 기초자산의 관점에서 디리버티브 거래 규제를 보면, 2개의 법률의 사이에 빈틈은 없기 때문에, 금융상품거래법과 상품선물거래법에 의해 기초자산이 무엇인지에 관계없이 디리버티브 거래 전반을 커버할 수 있는 법체계가 된 것으로 보인다.

그러나 이러한 2개의 법률로 디리버티브 거래 전부를 커버하고 있지는 않다. 그 이유는 금융상품거래법과 상품선물거래법이 정령지정제를 채택하고 있기 때문이다. 예를 들면, 이산화탄소배출량에 관한 디리버티브 거래는, 금융상품거래법으로 대응할 수 있지만, 현재 정령으로 지정되어 있지 않기 때문에 규제대상에서 제외되어 있다. 마찬가지로 상품선물거래법에 있어서도, 정령으로 지정되어 있지 않은 농산물계 또는 광물계의 상품에 관해서는, 상품선물거래법 2조 1항에 규정하는 상품이라고 할 수 없기 때문에, 여기에서도 이론상 규제의 사각지대는 존재한다. 이러한 문제를 근본적으로 해결하기 위해서는, 정령지정제를 폐지하고 포괄적 규정을 마련하는 체제로 전환해야 한다고 지적되고 있다.

2) 디리버티브 거래 및 구조화상품

일본에서 디리버티브(derivatives)란 근원이 되는 자산인 기초자산(underlying asset)으로부터 파생하는 것을 의미하며, 금융파생상품이라고도 하지만 디리버티브라는 용어가 일반적으로 사용된다. 디리버티브 거래란 선물거래, 선도거래, 옵션거래, 스왑거래, 이것을 조합한 거래 등, 기초자산으로부터 파생한 거래를 총칭한다. 기초자산을 기준으로 분류하면, 증권디리버티브 거래, 금융디리버티브 거래, 상품디리버티브 거래, 신용디리버티브 거래, 기후디리버티브 거래, 이벤트디리버티브 거래 등으로 나뉜다. 또한 거래형태 및 장소에 따라 일본거래소에서 행하는 시장디리버티브 거래, 업자와 고객이 1대 1로 하는 장외디리버티브 거래, 외국거래소에서 행하는 외국시장디리버티브 거래의 3가지 형태로 분류된다(금융상품거래법 2조 21항~23항, 상품선물거래법 2조 2항, 12항, 14항).

1998년 개정된 증권거래법에서는 유가증권지수등선물거래, 유가증권 옵션거래, 외국시장증권선물거래 및 유가증권장외디리버티브 거래가 내부자거래의 규제대상이었지만, 2006년 개정에 의해 「특정유가증권등에 관한... 디리버티브 거래」로 변경되었다. 그 결과, 상장회사등의 특정유가증권 등에 관한 크레딧 디리버티브 거래를 한 경우에도 내부자거래 규제가 적용되는 등, 디리버티브 거래에 관한 내부자거래규제의 적용범위가 확대되었다(금융상품거래법 2조 21항 5호, 22항 6호).

이에 비해, 구조화상품(structured product)이란, 디리버티브 거래를 다른 금융상품에 조입한 금융상품을 말한다. 즉 디리버티브 거래와 다른 금융상품을 조합해 하나의 금융상품으로 만든 것이다. 사채와 조합한 구조화채(structured bond), 예금과 조합한 구조화예금(structured deposit), 녹인·녹아웃(KIKO)형 옵션거래를 사채와 조합한 구조화채에 투자하는 녹인형투자신탁 등 여러 종류가 있다.

구조화상품에 대한 규제는, 디리버티브 거래가 조입된 금융상품의

종류에 따라 상이하다. 예를 들면, 구조화채에는 외국사채에 관한 규제, 즉 금융상품거래법이 적용되고, 구조화예금에는 예금에 관한 규제, 즉 은행법과 금융상품거래법의 일부 준용 부분이 적용된다. 구조화채에 투자하는 투자신탁인 녹인형투자신탁에는, 투자신탁에 관한 규제인 투자신탁·법인법과 금융상품거래법이 적용된다. 이와 같은 형식적인 적용에 추가하여서, 디리버티브 거래에 관한 규제도 중복하여 적용되는지가 문제로 된다. 이에 대해서는 구조화상품의 리스크의 중심은 디리버티브 거래 부분에 있기 때문에, 디리버티브 거래에 관한 규제가 적용된다고 보는 것이 합리적이라고 한다.

나. 내부자거래 규제

1) 내부자거래의 규제근거

내부자거래란, 회사경영자 등 미공개정보를 입수할 수 있는 지위에 있는 자가 미공개 중요정보를 이용하여 하는 증권거래를 말한다. 일본에서도 내부자거래 규제의 정당성에 대한 논란이 있지만, 일반적으로 내부자거래는 불공정하기 때문에 금지되고, 투자자의 시장에 대한 신뢰를 해치기 때문에 금지된다고 설명된다. 불공정이라든지 시장에 대한 신뢰는 시장의 기능과의 관계에서 이해될 수 있다. 즉, 내부자거래가 정말로 불공정한 거래인지 아닌지는 확실하지 않지만, 증권시장이 기능을 발휘하려면 일반투자자의 거래참가가 불가결하며, 일반투자자가 내부자거래를 불공정하다고 느끼는 이상, 내부자거래는 금지되지 않으면 안 된다고 한다.

1988년 증권거래법 개정을 통하여 내부자거래 규제가 처음으로 도입되었고, 1992년에 내부자거래규제의 적용대상이 상장유가증권에서 장외

매매유가증권으로 확대되었는데, 이것도 장외등록시장에 대한 투자자의 신뢰를 확보하기 위해 필요하였기 때문이다. 현재, 적용대상은 취급유가증권(green sheet 종목)으로 확대되었다.

2) 내부정보에 관한 내부자거래

일본법에서는 166조가 내부정보에 관한 내부자거래를 금지하고, 167조가 외부정보에 관한 내부자거래를 금지하고 있다. 166조 및 167조는 중요사실을 알고 있는, 회사관계자·공개매수자 또는 정보수령자가, 당해 사실의 공표전에, 관계증권의 매매를 하는 것을 금지하고 있다.

가) 금지되는 행위

내부자거래가 금지되는 것은, 당해 상장회사 등의 특정유가증권 등에 관한 매매 기타의 유상의 양도·양수 또는 디리버티브 거래이다(법 166조 1항). 즉 내부자거래의 규제대상은 상장회사 등의 ① 특정유가증권 등에 관한 매매 기타의 유상 양도 또는 양수, 그리고 ② 특정유가증권 등에 관한 디리버티브거래이다. 즉 상장회사 등의 특정유가증권 등에 관한 디리버티브 거래는 일본 금융상품거래법에 의해 내부자거래에 해당하게 되면 금지된다.

여기서 특정유가증권 등이란, 상장회사의 사채권, 주권, 신주예약권증권 등의 특정유가증권과, 특정유가증권에 관한 옵션증권 등의 관련유가증권을 말한다(163조 1항). 먼저 특정유가증권이란 상장회사 등의 ① 사채권, ② 우선출자법에서 정하는 우선출자증권, ③ 주권 또는 신주예약권증권, ④ 기타 정령에서 정하는 유가증권을 말한다(법 163조 1항). 이에 따라 정령 27조의3에서는 특정유가증권을 지정하고 있다.⁵⁵⁾

55) 정령 27조의3에서 특정유가증권으로 지정하고 있는 유가증권은 다음과 같다.

‘상장회사 등’이란, 상기 ①~③의 유가증권으로서 금융상품거래소에 상장되어 있는 것, 장외매매유가증권⁵⁶⁾ 또는 취급유가증권⁵⁷⁾에 해당하는 것 기타 정령에서 정하는 유가증권의 발행인을 말한다(법 163조 1항).

상기 ①~③은, ④의 외국인이 발행하는 증권·증서와는 달리, 상장되어 있는지 아닌지, 장외매매유가증권 또는 취급유가증권인지 아닌지, 게다가 국내에서 유통되고 있는지 외국에서 유통되고 있는지를 묻지 않는다. 그 이유는, 유가증권의 상장등은 종목마다 이루어지기 때문에, 상장회사등이 비상장의 유가증권을 발행하는 일이 있을 수 있는 바, 비상장의 유가증권에 관해서도 내부자거래의 가능성이나 폐해가 있는 것에 감

-
- ① 사채권, 우선출자법에서 정하는 우선출자증권, 주권 또는 신주예약권증권
 - ② 외국인이 발행하는 증권 또는 증서 중에서, 상기 ①에 열거한 유가증권의 성질을 가지는 것으로, 금융상품거래소에 상장되어 있거나, 또는 장외매매유가증권 혹은 취급유가증권에 해당하는 것
 - ③ 외국인이 발행하는 증권 또는 증서 중에서, 상기 ①에 열거한 유가증권의 성질을 가지고 상기 ②에 해당하지 않는 것으로서, 해당 유가증권을 수탁유가증권으로 하는 유가증권신탁수익증권이 금융상품거래소에 상장되어 있거나, 또는 장외매매유가증권 혹은 취급유가증권에 해당하는 것
 - ④ 외국인이 발행하는 증권 또는 증서 중에서, 상기 ①에 열거한 유가증권의 성질을 가지고 상기 ② 또는 ③에 해당하지 않는 것으로서, 이에 관련된 권리를 표시하는 예탁증권이 금융상품거래소에 상장되어 있거나, 또는 장외매매유가증권 혹은 취급유가증권에 해당하는 것

56) 「장외매매유가증권」이란, 법 67조의11 제1항의 규정에 의해, 장외매매 유가증권시장을 개설하는 인가금융상품거래업협회가 장외매매유가증권등록원부에 등록된 유가증권이지만(법 2조 Ⅷ항 ⑩호 하), 아직까지는 존재하지 않는다고 한다.

57) 「취급유가증권」이란, 인가금융상품거래업협회가 그 규칙에 있어서 매매 기타 거래의 권유를 행하는 것을 금하고 있지 않은 주권, 신주예약권부사채권, 신주예약권증권, 출자증권, 자산유동화법상의 우선출자증권 및 투자신탁법상의 투자증권(투자법인의 사원의 지위를 표창하는 증권)을 말하며(법 67의18 ④호, 협회부령 11조), 이른바 그린시트 종목의 유가증권이 포함된다.

안하면, 그것들도 내부자거래규제 대상으로 하지 않으면 규제의 실효성을 확보할 수 없기 때문이다.

한편, '관련유가증권'이란, 상장회사 등의 특정유가증권에 관련된 옵션을 표시하는 법 2조 1항 19호의 규정에 의한 유가증권, 기타 법령에서 정하는 유가증권을 말한다(법 163조 I 항, 시행령 27조의4).⁵⁸⁾

내부자거래는 형식범으로 구성되어 있어서, 중요사실을 이용하여 거래한 것이나, 당해 거래에 의해서 이익을 얻는 것은, 내부자거래죄의 성립요건으로 되어 있지 않다. 시장 외에서의 매매도 금지의 대상이다.

나) 중요사실

내부자거래가 성립하기 위해서는, 알고 있는 정보가 투자자의 투자판단에 있어서 중요한 것이어야 한다. 그와 같은 중요사실은, ① 결정사실, ② 발생사실, ③ 결산변동, ④ 포괄조항, ⑤ 자회사의 중요사실로 구분되어 정의되어 있다(166조 2항).

결정사실이란, 상장회사의 업무집행결정기관이 일정한 사항을 행하는 것에 대해 결정을 한 것, 또는 이미 행한다고 결정하여 공표한 사항을 행하지 않는다고 결정한 것으로, 그 사항이란 주식의 발행·자기주식의 처분, 자본감소, 자본준비금·이익준비금의 감소, 자기주식의 취득, 주식

58) 관련유가증권은 다음과 같다.

- ① 상기 옵션을 표시하는 유가증권
- ② 투자신탁법상의 투자신탁·외국투자신탁의 수익증권 또는 투자신탁법상의 투자증권·투자법인채권·외국투자증권으로서, 당해 신탁재산 또는 자산을 당해 상장회사 등의 특정유가증권만에 대해 투자하는 것을 신탁약관 또는 규약으로 정한 투자신탁·투자법인 또는 이와 유사한 외국투자신탁·외국투자법인에 관계되는 것(이른바 자사주투신)
- ③ 커버드 워런트
- ④ 상장회사 등의 특정유가증권에 관한 권리를 표시하는 예탁증권 등

무상 배정, 주식분할, 잉여금의 배당, 주식교환, 주식이전, 합병, 회사의 분할, 사업의 전부 또는 일부의 양도·양수, 해산, 신제품·신기술의 기업화, 그리고 정령에서 정한 사항이다. 다만, 내각부령이 정하는 경미기준에 해당하는 것은 제외된다.

발생사실이란, 상장회사에 재해로 인한 손해·업무수행의 과정에서 생긴 손해, 주요주주의 이동, 특정유가증권·특정유가증권에 관한 옵션의 상장폐지의 원인이 되는 사실, 또는 정령에서 정한 사실이 발생한 것을 말하며, 경미기준에 해당하는 것은 제외된다.

결산변동이란, 상장회사 또는 그에 속한 기업집단의 매출액·경상이익·순이익·배당의 어느 것에 있어서, 직전의 예상치·실적치와 새롭게 산출된 예상치·실적치에, 내각부령에서 정한 중요기준을 만족시키는 일정한 변동이 생긴 것을 말한다. 결산변동을 중요사실로 한 것은, 결정사실이나 발생사실의 발생을 수반하지 않지 않는 통상의 실적변동에 있어서도, 변동폭이 크다면 투자판단에 중요한 영향을 주므로 내부자거래를 금지할 필요가 있기 때문이다.

법이 이처럼 중요사실을 구체적으로 열거한 것은, 내부자거래규제의 범위를 명확히 하기 위해서이다. 그러나 중요사실을 개별 열거하는 것은 새로운 내부자거래에 적절히 대응할 수 없기 때문에, 「상장회사의 운영, 업무 또는 재산에 관한 중요한 사실로서 투자자의 투자판단에 현저한 영향을 미치는 것」이라는 포괄조항이 마련되어 있다. 포괄조항의 적용 방법에 대하여는, 동일한 사실을 두 가지 이상의 면으로 구분하게 되어, 투자판단에 있어서 중요한 사실을 「중요사실」로 파악할 수 없을 우려가 있다. 이에 따라 입법론으로서의 중요사실의 개별 열거를 포기하고 포괄조항 1개로 해야 한다는 주장이 제기되고 있다.

다) 회사관계자

일정한 지위에 있는 자가 일정한 관계로부터 중요사실(중요한 미공개 정보)을 알았을 경우에 한해서 「회사관계자」에 해당한다(166조 1항). 구체적으로는, ① 상장회사 등(상장회사·그 친회사·자회사)의 임원 등(임원·대리인·사용인 기타 종업원)이 그 직무와 관하여 안 경우(동항 1호), ② 3% 이상의 주주가 장부열람권의 행사와 관하여 안 경우(동항 2호), ③ 상장회사 등에 대한 법령에 근거한 권한을 보유하는 자가 그 권한의 행사와 관하여 안 경우(동항 3호), 그리고 ④ 상장회사 등의 계약처가 계약의 체결·교섭·이행과 관하여 안 경우(동항 4호)이다.

이처럼 회사관계자의 범위는 한정적이어서, 직업 또는 지위 때문에 중요사실에 접근할 수 있는 자의 전부를 파악하고 있지는 않다. 예를 들어, 신문기자나 애널리스트는 그 직업 때문에 미공개의 중요사실을 입수할 수 있는 입장에 있을 수 있지만, 발행회사와 계약관계가 없기 때문에 회사관계자로는 되지 않고, 정보수령자로 되는 것에 불과하다. 그 결과, 애널리스트 등으로부터 정보를 전달받은 자의 거래는 처벌할 수 없다.

라) 정보수령자

회사관계자로부터 정보의 전달을 받은 자도, 거래가 금지된다(166조 3항). 정보수령자로부터 정보의 전달을 받은 제2차수령자는, 거래가 금지되지 않는다. 정보수령자에 해당되는지 여부는 투자자에게 있어 명확하여야 한다고 생각되었기 때문이다. 그러나 외국에도 사례가 없는 한정된 방식으로서, 입법론으로는 적당하지 않다고 비판받고 있다.

3) 외부정보에 관한 내부자거래

투자자의 투자판단에 있어서 중요한 정보에는, 상장회사 이외의 자를 발생원으로 하는 외부정보도 있으며, 그러한 외부정보에 접근할 수 있는 일정한 지위에 있는 자가 당해 정보를 알고서 증권거래를 하는 것도, 투자자와의 관계에서 불공정하다고 생각할 수 있다. 그래서 167조는, 공개매수·주식매집에 관한 중요사실에 대해 공개매수자·매집자와 일정한 관계에 있는 자에 의한 증권거래를 금지하고 있다.

167조의 중요사실이란, 「어떤 자」가 상장회사의 주권 등에 대해서 공개매수 등을 하는 것에 대한 결정을 한 것, 또는 이미 행한다고 결정하여 공표한 공개매수 등을 하지 않는다고 결정한 것을 말한다(동조 2항). 「공개매수 등」에는, 타사주 공개매수·자사주 공개매수와 상장주권 등의 5% 이상의 매집이 포함된다. 「어떤 자」가 법인인 경우에는, 그 업무집행결정기관에 의한 결정이 필요하다.

규제의 대상이 되는 공개매수자등관계자는, 공개매수자·매집자의 임원·대리인·사용인 기타 종업원, 거래처 등이다(동조 1항). 공개매수나 매집을 하는 자 자신은, 공개매수 등에 관한 중요사실을 알고 있다하여, 대상주권의 취득이 금지되지 않는다.

중요사실의 공표가 된 것이란, ① 공개매수의 결정 또는 중지결정이 공개매수 개시공고·공개매수철회공고·공개매수신고서·공개매수철회신고서에 기재된 것, ② 공개매수·매집의 결정 또는 중지결정이, 둘 이상의 보도기관에 공개되고 나서 12시간이 경과된 것, ③ 자사주 공개매수의 결정 또는 중지결정이 상장회사로부터 거래소에 통지되어 거래소의 홈페이지에 공개된 것을 말한다(동조 4항).

내부자의 금지행위는, 공개매수 등의 결정에 대해서는 특정증권 등⁵⁹⁾

59) 금융상품거래법시행령 33조에 의하면 특정증권 등의 범위를 다음과 같이

또는 관련주권 등⁶⁰⁾의 매수, 공개매수 등의 중지에는 대해서는 이들 증권

정한다.

1. 주권, 신주예약권증권 및 신주예약권부사채권
 2. 외국인이 발행하는 증권 또는 증서 중 전호에 열거하는 유가증권의 성질을 가지는 것으로 금융상품거래소에 상장되어 있거나 또는 장외매매유가증권 혹은 취급유가증권에 해당하는 것
 3. 외국의 자가 발행하는 증권 또는 증서 중 제1호에 열거하는 유가증권의 성질을 가지는 것(전호에 열거하는 것을 제외한다.)으로 당해유가증권을 수탁유가증권으로 하는 유가증권신탁수익증권이 금융상품거래소에 상장되어 있거나 또는 장외매매유가증권 혹은 취급유가증권에 해당하는 것
 4. 외국인이 발행하는 증권 또는 증서 중 제1호에 열거하는 유가증권의 성질을 가지는 것(전2호에 열거하는 것을 제외한다.)으로 이와 관련된 권리를 표시하는 법 제2조 제1항 제20호에 열거하는 유가증권이 금융상품거래소에 상장되어 있거나 또는 장외매매유가증권 혹은 취급유가증권에 해당하는 것
- 60) 금융상품거래법시행령 33조의2에 의하면 관련주권 등의 범위를 다음과 같이 정한다.
1. 법 제2조 제1항 제10호에 열거하는 유가증권으로 신탁재산을 당해공개매수 등에 관련된 특정주권 등에만 투자하여 운용하는 것을 신탁약관에서 정한 투자신탁 또는 이에 유사한 외국투자신탁에 관련된 것
 2. 법 제2조 제1항 제11호에 열거하는 유가증권으로 자산을 당해공개매수 등에 관련된 특정주권 등에만 투자하여 운용하는 것을 규약에서 정한 투자법인 또는 이에 유사한 외국투자법인이 발행하는 투자증권 등
 3. 법 제2조 제1항 제19호에 열거하는 유가증권으로 당해공개매수 등에 관련된 특정주권 등에 관련된 옵션을 표시하는 것
 4. 법 제2조 제1항 제20호에 열거하는 유가증권으로 당해공개매수 등에 관련된 특정주권 등에 관련된 권리를 표시하는 것
 5. 유가증권신탁수익증권으로 당해공개매수 등에 관련된 특정주권 등을 수탁유가증권으로 하는 것
 6. 당해 공개매수 등에 관련한 특정주권 등의 발행회사외의 회사가 발행하는 사채권(신주예약권부사채권을 제외한다)이며 당해 공개매수 등에 관련한 특정주권 등에 의해 상환하는 것이 가능하다는 취지의 특약이 부기되어 있는 것(사채권을 보유하는 자가 당해 사채권의 발행회사에 대하여, 특정주권 등에 의하여 상환하는 것이 가능한 권리를 가지고 있는 것에

의 매도로 한정되어 있다(동조 1항).

4) 단기매매차익반환

상장회사의 임원(이사·감사·집행역) 및 10% 이상의 의결권을 보유하는 주요주주가 그 직무 또는 지위에 의해 취득한 비밀을 부당하게 이용하는 것을 방지하기 위해, 그 자가 '당해 상장회사등의 특정유가증권등'을 6개월 이내에 매매하여 얻은 이익을 회사에 제공하여야 한다(164조). 이 단기매매이익제공제도는 내부자거래를 방지하기 위해서 1948년 제정 당시의 증권거래법에 규정이 마련된 것이다. 이익제공의무가 생기는 것은 실제로 미공개정보를 알고서 거래한 것을 요하지 않는다. 이 제도는 단기매매 자체를 금지하는 것은 아니고, 단순히 이익의 보유를 제한하는 것에 지나지 않는다. 단기매매차익반환 조항은 옵션을 표시하는 유가증권도 적용대상으로 하고 있으므로 파생상품거래도 그 규제대상에 포함되는 것으로 보아야 할 것이다.

회사가 임원등에 대해서 단기매매이익의 제공을 청구하지 않을 때에는, 주주가 회사를 대위하여 청구할 수 있다. 이익제공청구를 하기 쉽도록 하기 위해서 임원 및 주요주주는 자사주 등의 매매를 한 때에는 다음달 15일까지 매매보고서를 내각총리대신에게 제출하여야 한다(163조).

민법상의 조합과 같이 법인격이 없는 펀드가 투자를 할 때, 10% 이상의 주요주주에 해당하는지 여부는 펀드의 배후에 있는 조합원마다 계산하게 된다. 여기에서는 이익의 귀속주체가 문제이기 때문이다. 그런데 펀드의 배후에 있는 주주를 파악하는 것은 어렵기 때문에, 금융상품거래법에서는 주요주주에 해당되는지 여부를 조합이 가지는 의결권으로 판

한한다)

7. 외국인이 발행하는 증권 또는 증서로 전호에 열거하는 유가증권의 성질을 가진 것

단하기로 하였다(165조의2). 단기매매이익을 주고 있는지 여부도 각 조합원별로 판단하고, 조합원의 전원이 이익제공의무를 부담한다. 매매보고는 조합마다 작성하고, 펀드의 운용업자가 있는 경우는 당해 업자를 통하여, 거래를 집행한 조합원이 제출한다. 이 개정으로 단기적인 이익을 목적으로 하는 투자펀드의 활동이 억제될 것이다.

5) 내부자거래의 제재와 방지

내부자거래죄는 1988년 도입 당시는 형식범으로 구성되어 그 벌칙도 가벼웠지만, 점차 내부자거래의 반사회성이 강조되어 벌칙이 강화되었다. 금융상품거래법에서는 위반자에 5년 이하의 징역, 500만원 이하의 벌금, 또는 양자 모두를 부과하고(197조의2), 법인의 재산 또는 업무와 관하여 내부자거래가 행해진 때에는, 법인에게 5억원 이하의 벌금을 부과한다(207조). 내부자거래에 의해서 매수한 주권이나 매각대금은 몰수의 대상이 되고, 몰수할 수 없을 경우에는 그 물건의 가액이 추정된다(198조의2). 투자운용업자가 고객의 계산으로 내부자거래를 한 경우에 고객이 취득한 재산은, 헌법상의 요청(재산권의 보장)으로 인해, 몰수·추정의 대상으로 되지 않는다고 해석된다.

내부자거래는, 과징금의 대상으로도 되어 있어 내부자가 얻은 이득상당액 또는 회피한 손실상당액의 납부를 명할 수 있다(175조). 벌금과 과징금은 양자 모두 부과되는 일이 있지만, 몰수·추정이 이루어진 때에는 그 액수를 차감하여 과징금의 액수를 정한다. 따라서 과징금은 내부자거래에 대해 형사소추가 이루어지지 않은 경우에 효과를 발휘한다고 말할 수 있다. 내부자거래에 대해 과징금이 활발하게 적용되고 있지만, 내부자의 이득이 과징금액을 상회하고 있어 억지효과가 충분히 발휘되고 있지 않다고 하는 비판도 있었으므로, 2008년의 개정에 의해 과징금액을 기존의 2배 정도로 인상하였다.

내부자 민사책임에 대해서는, 특별한 규정이 마련되어 있지 않기 때문에, 투자자는 일반불법행위규정(민법 709조)에 따라서 손해배상을 청구하게 된다. 내부자의 의무는 거래하려면 공시해야 하는 의무 내지 공시하지 않으면 거래해서는 안 될 의무이기 때문에, 공시의무 위반이나 거래단념의무 위반이라고도 볼 수 있다.

이것을 공시의무 위반으로 파악하면, 부실한 정보공시에 기한 책임과 같이, 내부자의 거래시부터 진정한 정보가 공시된 때까지 거래를 한 투자자에 대해, 내부자는 막대한 액수의 배상책임을 지게 될 것이다. 한편, 거래단념의무 위반으로 파악하면, 내부자가 거래를 한 것에 의해 투자자가 구체적인 손해를 입었다고는 생각되지 않기 때문에, 투자자는 손해배상을 청구할 수 없다고도 할 수 있다. 지금까지 판례는 없다.

다. 시세조종의 금지

시세조종이란, 시장에 있어서 가격형성(시세)을 인위적으로 조작하는 것을 말한다. 시세조종은 시세를 정보에 근거한 시세로부터 동떨어지게 할 뿐만 아니라, 시세조종이 행해지고 있는 시장에 일반투자자는 접근하지 않을 것이기 때문에, 시장에 대한 투자자의 신뢰를 해치는 강한 악성이 있어, 엄격한 벌칙으로 금지되어 있다. 시세조종의 금지는, 유가증권 매매뿐만 아니라, 시장디리버티브 거래, 상장금융상품등에 관한 장외 디리버티브 거래에도 적용된다. 시세조종을 구성하는 거래를 위탁하는 행위도 금지의 대상으로 되어 있다.

159조는 시세조종의 행위유형으로서, ① 가장거래(1항 1~3호), ② 통정거래(1항 4~8호), ③ 변동조작(2항 1호), ④ 표시에 의한 시세조종(2항 2호·3호), ⑤ 안정조작(2항 4호)을 열거하고 있다. 이른바 사수전은 이러

한 테크닉을 구사하는 것이어서, 위법한 시세조종에 해당한다.

가장거래란, 동일인이 동일 종목에 대해 동 시기에 매도주문과 매수 주문을 하는 형태로, 유가증권 등의 권리이전을 목적으로 하지 않는 거래를 말하며, 통정거래란, 복수의 자가 통모하여 가장거래를 하는 것을 말한다. 모두다 거래량에 대해 허위의 정보를 작출하여, 투자자의 판단을 오도할 우려가 있기 때문에, 법은 가장거래·통정거래를, 거래가 활발하게 이루어지고 있다고 오해를 일으키는 등, 거래의 상황에 관해 타인에게 오해를 일으키게 하는 목적(변성목적)을 가지고 행하는 것을 금지하고 있다.

변동조작이란, 대량의 매매주문을 시장에 내어서 시세를 인위적으로 변동시키는 행위를 말한다. 그런데, 대량의 매매주문을 하면 시세가 변동하는 것은 당연한 일이므로, 어떻게 위법행위와 적법행위를 구별하는지가 문제로 된다.

판례는 인위적 조작을 가해서 시세를 변동시키는 것임에도 불구하고, 투자자에게 그 시세가 자연의 수급관계에 의해 형성된 것이라고 오인시켜 유가증권의 매매거래에 끌어들이 목적(유인목적)을 가지고 하는 것이 변동조작으로서, 이 유인목적이 없는 경우에는 변동조작에 해당하지 않는다고 해석하고 있다(최고재판소 1994년 7월 20일 판결). 변동조작은 드러나기 어렵기 때문에 시세조종의 수단으로서 가장 빈번히 이용되고 있는 수법이라고 말해지고 있다.

표시에 의한 시세조종이란, 시세가 자기 또는 타인의 조작에 의해서 변동한다는 뜻을 유포하는 행위와, 유가증권의 매매 등을 하는데 있어 허위 또는 오해를 일으키는 표시를 고의로 하는 행위를 말하며, 모두 유인 목적을 가지고 행하는 경우에 한하여 시세조종행위로 된다.

안정조작이란, 시세를 안정시킬 목적을 가지고서 일련의 매매거래를 하는 것이다. 시세를 안정시키기 위해서는, 하락 경향이 있는 시세를 상

승시키거나 또는 상승 경향이 있는 시세를 하락시킬 필요가 있기 때문에, 안정조작의 악성은 변동조작과 차이가 없다.

그렇지만, 유가증권의 모집이나 매출 시에는 대량의 증권이 시장에 출회되기 때문에 수급관계가 무너져 시장가격이 하락할 우려가 있고, 시장가격이 모집·매출가액보다도 하락하면 모집·매출이 실패로 끝날 위험이 발생한다. 그래서 법은 모집·매출의 元引受증권회사가 일정한 rule에 따라 대상증권의 시장가격을 매수하여 지지하는 것을 허용하고 있다. 따라서 159조가 금지하는 것은, 이 rule에 따르지 않는 안정조작거래이다.

시세조종행위의 벌칙은, 위반자가 10년 이하의 징역, 1000만엔 이하의 벌금, 또는 그 양자 모두(197조), 법인이 7억엔 이하의 벌금이다(207조). 당초는 시세조종행위 중에서 변동조작만이 과징금의 대상으로 되어 있었다. 이것은, 변동조작의 경우 행위자의 이득상당액을 산정하기 쉽다는 이유에 지나지 않고, 위반행위를 억제한다고 하는 과징금제도의 취지에서는 다른 시세조종행위도 과징금의 대상으로 해야 한다. 이러한 비판을 받아들여 2008년 개정은 가장거래·통정거래·안정조작도 과징금의 적용대상에 포함하였다(174조~174조의3).

시세조종에는 특별한 민사책임규정이 마련되어 있지만(160조), 손해배상이 인정된 사례는 없다. 시세조종 기간 중에 시장에서 거래를 한 투자자는, 위반행위에 의해 형성된 가격과 위반행위가 없다고 할 때 형성되었을 가격과의 차액분의 손해를 입고 있다고 생각되므로, 투자자의 손해를 합치면 막대한 금액이 될 것이다. 시세조종을 억제하기 위해서라도 투자자에 의한 손해배상청구를 규합하는 제도(class action)가 필요할 것이다.

라. 포괄적인 불공정거래 금지규정

157조는, ① 유가증권매매 기타의 거래 또는 디리버티브 거래 등에 대해 부정한 수단·계획·기교를 사용하는 것, ② 유가증권매매 기타의 거래 또는 디리버티브 거래 등에 대해 허위 또는 오해를 일으키는 표시를 사용하여 금전 기타의 재산을 취득하는 것, ③ 유가증권매매 기타의 거래 또는 디리버티브 거래 등을 유인할 목적으로 허위의 시세를 이용하는 것을, 누구에 대해서도 벌칙을 가지고 금지하고 있다.

이 규정의 기본이 된 미국의 연방 증권거래법 10조 (b) 및 SEC Rule 10b-5는, 새로운 사기행위에 대처하기 위한 포괄적인 사기금지규정으로 서, 내부자거래규제나 적합성 원칙의 근거규정이 되고 있다. 또한, 명문의 규정이 있는 disclosure 위반이나 시세조종에 대해서도 적용되어, 제도의 미비를 보충하는 역할을 하고 있다.

일본법 157조도, ①과 같이 포괄적인 사기금지규정의 성질을 가지고 있지만, 거의 이용되고 있지 않다. 그 이유는 본조에는 벌칙이 첨부되어 있는 바, 「부정한 수단·계획·기교」라고 하는 구성요건이 형벌규정으로 서의 명확성이 부족하기 때문인 것 같다.

그러나 현재 내부자거래규제가 미치지 않는 금융상품에 대해 행해지는 내부자거래와 유사한 행위나, 시세조종의 요건을 엄밀히는 충족시키지 못하지만 복잡한 거래를 전체적으로 관찰하면 시세조종과 동일한 악성이 있는 행위에 대해서, 본조를 적용하는 것은 가능할 것이라고 생각된다. 예를 들어, 이전에 행해졌던 회사경영자가 보유주식을 팔아 치우기 위해서 대폭적인 주식분할을 하여 주가의 심한 등락을 초래하는 행위는, 시세조종과 동등하거나 그 이상으로 시장에 악영향을 주는 행위이므로, 본조의 부정한 수단에 해당되는 것으로서 규제하여야 했다.

마. 풍설의 유포·위계거래

158조는 누구라도, ① 유가증권의 모집, 매출, 매매 기타의 거래 또는 디리버티브거래 등을 위해서, 또는 ② 유가증권 혹은 옵션·디리버티브거래에 관한 금융상품·금융지표의 시세의 변동을 도모할 목적으로, (a)풍설을 유포하거나 (b)위계를 이용하거나, 또는 (c)폭행·협박을 해서는 안 된다고 규정하고 있다. 이 규정은, 전쟁 전의 거래소법에 있었던 것으로 시세조종의 방지를 목적으로 하고 있었다. 그 후, 증권거래법 제정시에 미국법을 참고하여 시세조종의 금지규정 및 일반적인 사기금지규정이 도입되었기 때문에, 본조의 적용범위는 이들과 서로 겹치게 되었다.

풍설의 유포란, 허위 또는 불확실한 정보를 유포하는 것이다. 유죄로 하기 위해서는, 유가증권의 거래를 성공시키기 위해서라든가, 시세의 변동을 도모할 목적으로 풍설을 유포하는 것이 필요하다.

위계거래란 무엇인가에 대해 판례·학설은 상세하게 논하고 있지 않지만, 사실을 숨기고 거래를 진행시키는 것을 말한다고 해석된다. 2006년의 라이브도어 사건에서는 이익을 얻기 위해서 주식교환 비율을 자의적으로 결정했는데 그 사실을 숨기고 거래를 진행한 것이 위계거래에 해당한다고 하여 소추되었다. 주식교환 등의 회사의 조직재편행위에 부정적인 경우, 통상은 조직재편행위의 금지나 무효의 소라고 하는 사법상의 수단으로 다투지만, 위계거래의 금지규정을 이용하면 형사책임을 물을 수 있다.

또한, 최근 증권거래등감시위원회는, 경영이 기울어진 회사에 제3자 배정증자를 하게하고, 증자직후에 자금을 회사로부터 회수한다고 하는 불공정 파이낸스 사례에서, 시장을 속여서 투자자로부터 자금을 편취하는 위계거래에 해당하는 것이라 하여, 158조 위반에 의한 고발을 하고 있다. 이처럼, 일본에서는 157조가 아닌 158조가 포괄적인 사기금지규정

으로 활용되고 있다.

바. 상품선물거래법상의 불공정거래 규제

상품선물거래법은 금융상품거래법에 비해 불공정거래에 관한 규제가 매우 간략하게 되어 있다. 동법 제116조에 가장거래, 통정거래 등의 금지에 관한 규정과 제1조 목적 조항에서 상품의 거래의 공정성에 관한 내용이 불공정거래에 관한 내용의 대부분을 차지한다.

제116조의 가장거래, 통정거래 등의 금지조항은, 누구도 다음에 열거하는 행위를 하지 못하도록 규제하고 있다. ① 상품시장에서의 거래에 관한 해당 상품의 소유권 이전을 목적으로 하지 않는 매매 거래를 하는 것, ② 상품시장에서의 거래에 관해 가장거래를 하거나 속여서 자기 이점을 이용하지 않고 거래하는 것, ③ 상품시장에서의 거래에 관하여, 자기가 하는 거래의 신청과 동일한 시기에, 그것과 동일한 대가의 금액 또는 약정가격 등에 있어서, 타인이 해당 거래를 성립할 수 있는 신청을 할 것을 미리 그와 통모한 후에, 해당 거래의 신청을 하는 것, ④ 상품시장에서의 거래에 관해 단독으로 또는 타인과 공동으로, 해당 상품시장에서의 거래가 번성하다고 오해시키는 일련의 거래 또는 해당 상품시장에서의 시세를 변동시킬 일련의 거래를 하는 것, ⑤ 전 각호 중 하나에 해당하는 행위의 위탁을 하거나 그 수탁하고, 혹은 기타 위탁의 주선을 수탁하는 것, ⑥ 상품시장에서 거래하는 경우, 해당 상품시장의 시세를 변동시킬 목적을 가지고, 상품 시장 밖에서 상장상품구성물품 또는 상장상품지수대상 물품의 매매 기타 거래를 하는 것, ⑦ 상품시장에서의 거래에 관하여, 상품시장의 시세가 자기 또는 타인의 시장 조작에 의해서 변동한다는 사실을 유포하는 것, ⑧ 상품시장의 거래를 하는 경우, 중요한 사항에 대해 허위 표시 또는 오해를 유발할 표시를 고의로 하는

것으로 제1조 목적조항을 보면, 이 법률은 상품의 가격 형성 및 매매 기타 거래 및 상품시장에서의 거래 등의 수탁 등을 공정하게 하고, 상품시장에서의 거래 등의 수탁 등 위탁자의 보호에 기여한다고 하여, 상품선물거래법이 불공정한 거래를 방지하고 투자자 보호를 목적으로 하고 있음을 명시하고 있다.

4. 소결

가. 파생상품 규제 체계

미국과 일본은 파생상품에 대한 규제를 증권법 내지 금융상품거래법과 상품거래소법 내지 상품선물거래법으로 나누어 이원적으로 규제하고 있다. 미국의 경우에는 33년 증권법이나 34년 증권거래법상 증권(securities)의 정의 부분에 이미 옵션 등 일정 부분의 파생상품이 포함되어 이들 증권법에 의해 규제되고 있으며, 일반적인 파생상품에 대해서는 상품거래소법에서 규제되는 이원적 규제시스템을 채택하고 있다. 일본의 경우에도 기초자산이 상품인 파생상품의 경우에는 상품선물거래법이 적용되지만, 상품 이외의 것을 기초자산으로 하는 파생상품은 금융상품거래법의 적용대상으로 하는 이원적인 규제시스템을 채택하고 있다.

우리의 경우에도 과거 자본시장법 이전에는 이러한 입법경로에 따라 증권거래법과 선물거래법으로 양분된 파생상품 규제 체계를 채택하고 있었지만, 자본시장법이 제정되면서 기초자산이 무엇인지 여부를 불문하고 단일한 자본시장법으로 규제함으로써 규제대상과 규제법규의 명확성을 높이고 파생상품 관련법들 간에 적용영역이 중복되는 문제를 근원적

으로 해결하고 있다. 이 경우 미국이나 일본의 경우처럼 상품을 기초자산으로 하는 파생상품과 그 이외 금융상품이나 금융지표를 기초자산으로 하는 파생상품 간에 불공정거래 규제상의 차이를 두는 것이 타당한지 여부에 대해서는 검토가 더욱 필요하다고 본다.

나. 파생상품간의 규제 차이

우리나라의 경우에는 단일법에 의한 파생상품 규제를 채택하는 관계로, 기초자산이 무엇인지의 여부에 상관없이 동일한 수준의 불공정거래 규제를 하고 있다. 자본시장법 제4조 10항은 파생상품이나 파생결합증권의 기초자산에 대해 금융투자상품, 통화, 일반상품, 신용위험 등이라고 일원적으로 규정함으로써 기초자산의 종류에 따른 파생상품의 구분과 그에 대한 규제상의 차이는 없다.

그러나 증권관련 파생상품과 상품관련 파생상품에 대해 이원적인 규제 체계를 채택하고 있는 미국이나 일본의 경우를 보면, 증권이나 금융상품과 관련된 파생상품에 대해서는 증권에 준하는 매우 다양한 유형의 불공정거래 규제가 적용되는 반면에, 상품과 관련된 파생상품의 경우에는 주로 시세조종 중심의 불공정거래 규제 체계를 마련하고 있다.

다. 각국의 증권과 파생상품에 대한 개념 비교

우리나라나 일본의 경우에는 이론적으로 증권과 파생상품의 개념이 상호배타적으로 구분되고, 이에 따라 증권과 파생상품에 대한 규제가 상이하게 적용된다. 자본시장법 제3조 내지 제5조를 살펴보면, 증권과 파생상품은 금융투자상품을 구성하는 양대 부분으로서 상호 배척하는 개

념으로 정의되어 있다.

일본의 경우에도 유가증권과 파생상품거래를 대비되는 개념으로 정의하고 있다. 유가증권이란 국채증권, 지방채증권, 특수채, 사채권, 우선출자증권, 주권, 신주예약권증권, 수익증권, 투자증권, 저당증권, CP 등을 의미하는데 비해, 디리버티브 거래란 금융상품이나 금융지표의 선물거래·옵션거래·스왑거래·크레딧 디리버티브 거래를 의미한다. 다만 일본 금융상품거래법 제2조 1항 19호를 보면, 옵션증권·증서도 유가증권으로 분류하고 있어서 이에 해당하는 부분만큼은 미국처럼 유가증권과 파생상품의 개념이 교차된다고 보아야 할 것이다.

이에 비해 미국의 경우에는 증권(securities)의 개념 자체에 일정 부분 채무학상의 파생상품이 포함되어 있어, 한국이나 일본과는 파생상품 및 증권의 개념구분이 매우 다르다는 것을 알 수 있다. 34년 증권거래법 등을 보면 증권의 개념에 증권을 기초자산으로 하는 파생상품이 포함되고, 이러한 증권관련 파생상품에 대해서는 상품거래소법이 아니라 증권법을 적용한다. 이에 따라 증권선물(security future), 증권연계스왑(security-based swap), 그리고 증권·CD·증권지수에 대한 옵션 등은 증권(securities)으로 분류되고 있으며 SEC의 규제대상이 된다.

Ⅲ. 파생상품 불공정거래 사례

1. 국내 파생상품 불공정거래 사례
2. 해외 파생상품 불공정거래 사례

III. 파생상품 불공정거래 사례

1. 국내 파생상품 불공정거래 사례

가. 시세조종 사례

1) ELS 시세조종 사례

주가연계증권(ELS)은 주가지수 또는 개별주식을 기초로 한 파생상품으로 자본시장법에서는 파생결합증권으로 분류되고 있다. ELS는 장내에서 거래되는 상품은 아니지만, ELS의 기초자산이 되는 주가지수 또는 개별주식 가격이 장내거래소에서 수요·공급에 의해 결정되기 때문에 기초자산의 시세조종을 통해 ELS의 기준가격이 달라질 수 있다. 만일 특정 주체가 금전상의 이익을 얻으려는 목적으로 시세조종을 통해 기초자산 가격을 사전에 정한 녹인(Knock-In) 수준 이하로 떨어뜨릴 경우, ELS 투자자는 원금의 일부를 손해 보게 된다.

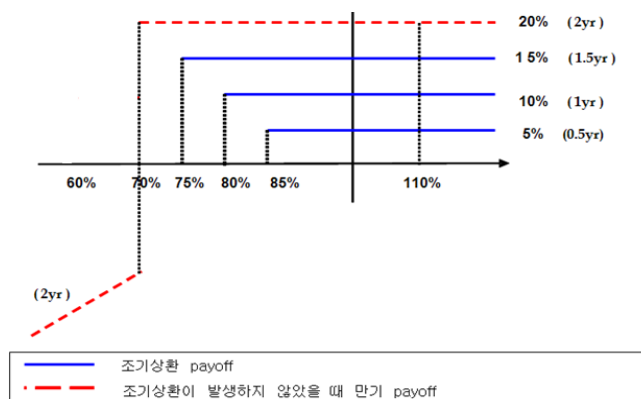
ELS 상품 구조 중에서 가장 인기를 끌었던 스텝다운 형 2-Star 상품(Two-Star Step Down) <그림 III-1>의 경우, 조기상환일 혹은 만기 이전에 한번이라도 사전에 정한 녹인(Knock-In) 수준을 하회하게 되면 만기 시점에 두 기초자산의 수익률 중에서 성과가 나쁜 것에 기초하여 수익금을 지급하기 때문에 투자자가 손실을 볼 확률이 증가한다. 만일, 조기상환 가능 시점(예: 매 6개월 시점)에 녹인 수준을 하회한 적이 없으면 금융투자회사는 투자자에게 금리보다 높은 수준의 쿠폰 수익률을 지급한다.

이러한 수익구조를 투자자에게 지급하기 위해 ELS 원발행회사는 델타 헤지 과정을 수행해야 한다. 일반적인 상황에서 ELS의 원발행회사는

기초자산 가격이 상승하면 보유한 기초자산을 매도하고, 반대로 기초자산 가격이 하락하면 기초자산을 추가로 매수하여 ELS 수익구조를 복제한다. 하지만 기초자산 가격이 사전에 정한 임계치인 녹인(Knock-In) 수준을 하회하거나, 조기상환일에 근접한 경우 ELS 원발행회사는 일반적인 상황과는 달리, 기초자산 가격이 상승하면 추가로 기초자산을 매수하고, 기초자산 가격이 하락하면 보유한 기초자산을 매도하는 과정을 수행하게 된다.

문제는 이와 같은 델타 헤지 과정이 정상적으로 수행되고 있는지, 아니면 투자자에게 손실을 전가시키고 금융투자회사의 수익을 극대화시키기 위한 시세조종으로 봐야하는지를 판단하는 것이다. ELS 투자자는 델타 헤지 과정에서 기초자산을 매도하는 행위가 오히려 기초자산을 하락시켜 손실 발생 확률을 높인다고 의심할 수 있다. 하지만 금융투자회사는 정상적인 델타 헤지 과정을 수행하지 않게 되면, 헤지 과정에서 손실이 증가할 수 있기 때문에 위험을 높여가면서 시세조종을 할 가능성은 크지 않을 수 있다.

<그림 III-1> Two-Star ELS 만기수익 예시



ELS의 시세조종과 관련한 불공정거래 여부는 과거 소송을 통해 수차례 제기되었다. 과거 소송을 제기한 투자자들은 ELS를 발행한 금융투자회사 또는 헤지를 담당한 금융투자회사가 조기상환일 또는 만기일에 기초자산의 주가를 인위적으로 하락시켜, 손실을 보았다고 주장하고 있다. 반대로 피고 측인 금융투자회사의 경우, ELS의 조기상환일 또는 만기일에 헤지를 위해서 기초자산을 매도한 것이기 때문에 투자자에게 손실을 입히기 위해 인위적으로 주가를 하락시킨 것은 아니라고 주장하고 있다.

본고에서는 원고와 피고가 각각 일부 승소, 그리고 패소 판결을 받고 상고심에 계류되어 있는 D증권 ELS 사례를 통해 ELS 시세조종 판례⁶¹⁾의 쟁점을 살펴보고 향후 불공정거래 개연성을 최소화할 수 있는 방안을 모색하는데 초점을 두고자 한다.

1심에서 소송을 제기한 원고 측(ELS 투자자)은 피고 측(D증권사)으로부터 2005년 3월 15일 삼성SDI 주식을 기초자산으로 하는 원금비보장형 ELS를 매입하였다. 기준가격 결정일인 2005년 3월 16일에 발행된 해당 ELS는 만기일이 2008년 3월 19일로 약 3년 만기 상품이었으며, 매 4개월 마다 총 8차례 중간평가일⁶²⁾이 존재하여 특정조건을 만족하면 중도상환이 가능할 수 있다. 중도상환은 매 중간평가일에 기초자산의 중간평가간가격이 기준가격보다 크거나 같을 때 또는 기준가격 결정일 익일부터 해당 중간평가일까지 기초자산 가격이 장중가격을 포함하여 한번이라도 기준가격의 110% 이상 상승한 적이 있는 경우에 가능하다. 중도상환조건을 만족한 경우 피고는 원고에게 액면금액을 포함하여 6%⁶³⁾의 이자를

61) “서울중앙지방법원 2011고합600 판결문“ 참조

62) 2005년 7월 18일(첫 번째 중도상환일), 2005년 11월 16일(두 번째 중도상환일), 2006년 3월 16일, 2006년 7월 18일, 2006년 11월 16일, 2007년 3월 16일, 2007년 7월 16일, 2007년 11월 16일

63) 8개월 후 조기상환 시 수익률이 6%이기 때문에 연간 수익률과 환산할 경우 9%가 된다.

지급해야 한다.

만일, 중도상환이 발생하지 않는 경우에 만기 평가가격이 기준가격보다 낮고, 32개월 중간평가일 익일부터 만기평가일까지 기초자산 가격이 장중가격을 포함하여 한번이라도 기준가격의 110% 이상 상승한 적이 없고, 기준가격 결정일 익일부터 만기평가일까지 한번이라도 기준가격 대비 40% 이상 하락한 적이 있는 경우에는 원고는 손실이 발생할 수 있다. 이때, 피고는 “액면금액×(만기평가가격/기준가격)” 만큼 원고에게 지급하게 된다. 만기일에 이 경우를 제외하고⁶⁴⁾는 원고가 손실이 발생하지 않도록 설계되어 있었다.

문제는, 두 번째 중간평가일 장종료 무렵에 발생하였다. 두 번째 중간평가일인 2005년 11월 16일 삼성 SDI 보통주는 2005년 3월 16일 기준 가격과 같은 수준인 108,500원에 거래가 시작되어 장 종료 10분 전인 14시50분 전까지 108,500원 또는 109,000원에 거래가 되었다. 만일 최종 체결 시점인 15시까지 108,500원 이상에서 주가가 머무른다면, ELS 투자자인 원고 측은 액면금액과 함께 약 6%의 수익률을 얻을 수 있게 된다. 하지만 헤지 운용주체인 피고는 당일 동시호가 시간인 14시50분부터 15시까지 약 13만 4천주의 삼성SDI 보통주식을 107,500원과 108,000원에 직전 체결가격인 109,000원 미만으로 주문을 내어 당일 최종 가격은 108,000원에 끝나게 되었다. 만약 108,500원 이상에서 끝나게 되면 ELS 투자자는 6%의 수익을 거둘 수 있었으나, 108,000원에 끝나게 됨에 따라

64) 만기일에, 만기평가가격이 기준가격보다 크거나 같은 경우 또는 32개월 중간평가일 익일부터 만기일까지 기초자산 가격이 장중가격을 포함하여 한번이라도 기준가격의 110% 이상 상승한 경우 피고는 원고에게 액면금액의 127%(연 9%)를 지급한다. 만일 만기평가가격이 기준가격보다 낮고, 32개월 중간평가일 익일부터 만기일까지 기초자산 가격이 장중가격을 포함하여 한번이라도 기준가격의 110% 이상 상승한 적이 없고, 기준가격 결정일부터 만기평가일까지 한번이라도 40% 이상 하락한 적이 없는 경우 액면금액의 100%(손실률 0%)를 지급한다.

향후 6차례 중도상환시점을 기다리거나 아니면 만기일까지 기다려야 한다. 이때 한번이라도 기초자산 가격이 기준가격의 40% 이상으로 하락하게 되면, 원금 일부의 손실을 입을 가능성이 커지게 된다. 실제, 원고 측 정씨는 해당 ELS 상품의 만기일인 2008년 3월 19일에 초기투자금액의 66.82%를 받아 약 33.17% 손해를 보았다. 또 다른 원고 측 이씨는 2008년 1월에 재매입을 요청하여 약 43% 투자 손해를 보았다.

핵심 쟁점은 피고 측 증권사가 해당 ELS 상품을 복제하기 위해 수행한 델타 헤지 행위의 정당성 여부이다. 구체적으로 동시호가 시점에 직전 체결가격 이하로 주문한 대규모 주식 매도 수량(<표 III-1> 참조)이 정당한 행위였는지 아니면 현선연계 불공정거래 행위로 보아 신의성실 원칙에 반하는 행위였는지를 판단해야 한다. 흥미롭게도 재판부는 1심과 2심에 다르게 판결을 내렸다. 1심 재판부인 서울중앙지방법원 제31 민사부는 피고인 증권회사가 주식을 대량 매도함으로써 신의성실에 반하여 원고의 상환조건의 성취를 방해하였다고 판단하여 원고 일부 승소 판결을 내렸다. 반면, 2심 재판부인 서울고등법원 제10 민사부는 피고의 헤지과정이 적절하지 않은 델타 헤지라고 보기 어렵고, 조기상환조건의 성취를 방해하는 것이 피고인 증권회사에게 금전적으로 이익이 되지 않는다고 판단⁶⁵⁾하여 원고의 주장을 기각하였다.⁶⁶⁾

65) ELS의 헤지운용의 경우 만기가 길수록 헤지 비용이 증가하며, ELS가 조기상환이 될 경우 변동성이 높은 기초자산을 대상으로 새로운 ELS를 발행할 수 있기 때문에, 증권회사는 오히려 ELS 조기상환이 금전적으로 이익이 될 수 있음을 언급하였다.

66) 한편, 한국거래소는 D증권회사에 대해 대량의 헤지물량을 주문하여 SDI 증가에 영향을 주었다고 판단하여 5천만원의 회원제재금을 부과하였다.

**<표 III-1> 두 번째 중간평가일 ELS 헤지 운용사의 삼성SDI
보통주 동시호가 주문내역**

주문시간	호가	수량	직전 체결가격	직전대비 가격
2005.11.16 14:52:54	107,500	20,000	109,000	-1,500
2005.11.16 14:53:10	107,500	8,000	109,000	-1,500
2005.11.16 14:53:27	107,500	20,000	109,000	-1,500
2005.11.16 14:54:11	107,500	6,000	109,000	-1,500
2005.11.16 14:54:56	108,500	20,000	109,000	-500
2005.11.16 14:55:40	108,500	20,000	109,000	-500
2005.11.16 14:57:46	108,000	20,000	109,000	-1,000
2005.11.16 14:58:48	108,000	10,000	109,000	-1,000
2005.11.16 14:59:42	108,000	10,000	109,000	-1,000
합계		134,000		

자료: 서울중앙지법 제 31민사부 판결문 참조(사건 2009가합90394 상환금)

하급법원과 상급법원의 상이한 판결에서 볼 수 있듯이⁶⁷⁾, 본 사례는 파생상품의 외생성(exogeneity)을 규범적으로 인정하는 것이 옳은지, 아니면 인정하지 않아도 되는 것인지에 대한 과제를 남겼다. 파생상품의 외생성이란, 파생상품 가격은 기초자산인 현물자산 가격에 영향을 받아야지, 파생상품의 수요와 공급 또는 파생상품으로 인한 헤지 과정에 의해 영향을 받아서는 안 된다는 것을 의미한다. 원고측은 파생상품의 외생성을 기초로 델타 헤지 과정에서 매수 및 매도 주문행위가 기초자산에 영향을 미쳐 투자자의 손실로 이어질 수 있기 때문에 불공정거래 행위라고 주장한다. 반면, 피고측은 금융기관의 델타 헤지 과정은 필연적인 것이기 때문에 이론적으로 필요충분조건을 따라하는 파생상품의 외생성을

67) 현재, 원고는 항고심에 불복하여 상고를 제기함에 따라 대법원의 최종 판결을 기다리고 있다.

현실 상황에서 규범적 효력으로 인정하기 어렵다고 주장한다.

이러한 문제를 최소화하기 위해서 델타 헤지 과정의 적절성을 판단하는 법적 기준을 세우는 것이 무엇보다 필요하였다. 다행히도 금융위원회, 금융감독원, 그리고 한국거래소는 공동으로 2009년 9월 “ELS 헤지거래 가이드라인”을 제정⁶⁸⁾하여 헤지 과정의 불공정거래 가능성을 최소화하고 발행회사가 지켜야 할 헤지 원칙을 제시하였다. ELS 헤지 가이드라인에서는 파생상품의 외생성과 관련하여 ELS 헤지거래일지라도 현물 가격에 부당한 영향을 미치지 않아야 함을 제시하였다. 또한, 의도적 시세조종 행위로 오인 받을 수 있는 거래는 원칙적으로 금지하였으며, 헤지거래로 인해 투자자의 이익과 헤지 금융기관관의 이익이 서로 상충될 경우, 투자자의 이익을 우선하도록 하였다. 실제, ELS 중간평가일 또는 만기일에 시세조종과 관련된 소송 건은 2009년 9월 이전에 발생한 것으로 2009년 10월 이후에는 ELS 시세조종 관련하여 쟁점이 된 사례는 찾기 어렵다.

2) 현·선 연계 시세조종 사례 - 2010.11.11 옵션 만기일 사건

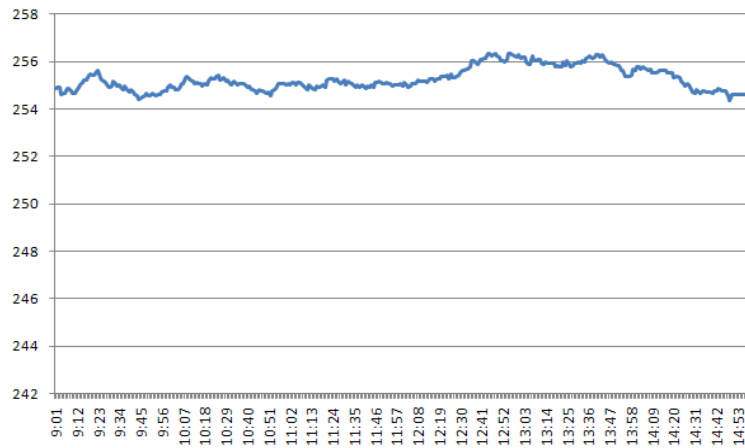
현·선 연계 시세조종 행위는 파생상품 시장의 시세조종 관련 불공정거래 행위 중 가장 적출이 어려운 것으로 알려져 있다. 파생상품 또는 연계된 현물 자산에서 부당한 이익을 얻을 목적으로, 둘 중 하나를 조작하는 행위를 뜻하는데, 증권 및 파생상품 거래 계좌에 대한 ID가 다르고, 규제 회피를 위해 다른 투자자의 계좌를 분할하여 사용할 경우 적출이 매우 어렵기 때문이다.

현·선 연계 시세조종 행위의 가장 대표적인 사례는 2010년 11월 11일 KOSPI 200 주가지수 옵션 만기일 사건이다. 해당일 KOSPI 주가는 장중

68) 금융위원회 보도자료(2009.9.10) 및 한국거래소 보도자료(2009.9.21) 참조

료 10분 전까지만 해도 전일대비 0.2% 하락의 보합권을 유지하였으나, 장마감 동시호가 시간인 14시 50분부터 15시 사이에 사상 최대 규모인 2조 4천억원의 프로그램 매도 주문이 출회되어 10분 사이에 KOSPI 200 지수가 254.62p에서 247.51p로 7.11p(2.79%) 하락하였다.

<그림 III-2> 2010년 11월 11일 KOSPI 200 일중 추이



자료: 남길남·이효섭(2012)

금융위원회 및 금융감독원의 조사⁶⁹⁾에서, 도이치은행 홍콩지점 임직원과 한국도이치증권(주) 파생상품 담당 임직원이 사전에 공모하여 합성 선물⁷⁰⁾ 매도 및 풋옵션 매수 포지션에서 이익을 얻을 목적으로 사전에 보유한 KOSPI 200 구성종목 199개 주식을 직전가 대비 4.5%~10.0% 낮은 가격으로 총 7회 분할 매도하여 총 448억 7,873만원의 부당이득을 취한 것으로 밝혀졌다. 홍콩 및 국내 도이치증권 임직원 및 법인은 자본시장법 제176조 제4항과 관련한 현물·선물 연계 시세조종 금지를 위반한

69) 금융위원회·금융감독원 보도자료(2011.2.11)

70) 콜옵션과 풋옵션을 통해 선물을 복제하는 것을 뜻한다.

것으로 확인되어 증권선물위원회로부터 6개월 일부 영업정지 및 특정임직원의 6개월 정직처분을 받았다. 그 뿐 아니라, 해당 임직원 및 한국도이치증권(주) 법인은 검찰에 고발되어 법원의 판결을 앞두고 있다.

2010년 11월 11일 옵션만기일 사태는 사전에 공모한 도이치증권 임직원들의 부당이득으로 끝나지 않았다. KOSPI 200 주가지수의 급락으로 당일 만기일을 맞이한 풋옵션 가격은 급등하였으며, 콜옵션 가격은 급락하게 되었다. 당일 만기 행사가격 252.5p 풋옵션 가격은 0.01p(1천원) 까지 떨어졌으나, 동시호가 마감 후에는 4.99p(4백99만원)으로 499배 폭등하기도 하였다. 문제는 해당 풋옵션을 매도한 투자자들의 대규모 손실로 이어져, 결제리스크를 확대시켰다는 데 있다. 와이즈에셋자산운용회사가 운용하고 있던 특정 펀드가 898억원의 대규모 손실을 보아, 펀드운용회사인 와이즈에셋자산운용회사는 파산을 하였으며, 당시 와이즈에셋운용회사의 위탁증권회사인 하나대투증권 또한 미결제금액을 대지급함에 따라 760억원의 손실을 보기도 하였다.

당시 주가지수 옵션 만기일 사태는 주식 시장의 결제리스크 관리 체계의 취약함 뿐 아니라 현·선 연계 불공정거래 방지 체계 시스템의 미숙함을 여실히 드러냈다. 한국거래소를 포함한 금융당국은 증거금 체계의 개편, 임의종료제도 및 프로그램매매 사전신고제도 개선, 미결제약정 보유한도 개정 및 대량보유 및 변동보고제도 개선 등을 통해 결제리스크를 줄이고 불공정거래 개연성을 줄일 수 있는 규정을 마련하였다. 하지만, 현·선 연계와 관련한 시세조종 가능성을 근본적으로 줄이기 위해서는 선물·옵션 만기일 제도의 개선이 필요하다는 지적이 있다. 주요 국가의 주가지수 파생상품의 결제가격은 특별시초가, 또는 평균가격을 주로 사용하고 있는 반면, 한국의 KOSPI 200 선물·옵션 상품의 경우 종가 단일가격을 사용하고 있기 때문이다.⁷¹⁾

71) 남길남·이효섭(2012) 참조

3) 허위 사실 유포와 관련된 시세조종 사례

장·내외 과생상품 및 과생결합증권에서 이익을 실현하기 위해 기초자산의 시세를 인위적으로 조작하기 위한 허위 사실 유포 행위는 금지되어 있다. 구체적으로 자기 또는 타인의 시장 조작에 의해 시세가 변동한다는 말을 유포하는 행위, 기초자산 가격 및 해당 과생상품 가격에 영향을 미칠 수 있는 중요한 사실에 관하여 거짓의 표시 또는 오해를 유발시키는 행위는 자본시장법에서 금지하고 있다.⁷²⁾

거짓 정보 유포와 관련한 시세조종 사례는 드물게 발생하고 있다. 북한의 전쟁 위협 등 거짓 정보에 의해 KOSPI 200 주가지수 선물·옵션의 가격이 일시적으로 영향을 받는 것이 대표적인 예이다. 최근에는 사제 폭발물을 폭발시킴으로써 과생상품에서 이익을 거두려는 사건이 발생하기도 하였다.⁷³⁾ 옵션 만기일인 2011년 5월 12일, 해당 투자자는 서울역과 고속터미널 등 인구 밀집지역에 폭발물을 폭발시켜 사회적 혼란을 야기하고, 이로 인해 주가지수가 큰 폭으로 떨어질 것을 예상하여, 주가 하락 시 이익이 되는 풋옵션에 투자한 것으로 밝혀졌다.⁷⁴⁾

인구 밀집지역에서 사제 폭발물이 폭발되었음에도 불구하고, 폭발성 물질의 규모가 미미하여 인명 피해는 발생하지 않았으며, KOSPI 200 주가지수 또한 급락은 나타나지 않았다. 해당 투자자는 미리 매수한 풋옵션에서도 큰 이익을 거두지 못한 것으로 밝혀졌으나, KOSPI 200 주가지수 선물·옵션 등 과생상품의 투기성에 대한 우려가 커지는 계기가 되었다.

해당 폭발물 사건이 직접적인 원인을 제공한 것은 아니었지만, 2008

72) 자본시장법 제176조 2항 2~3호

73) “서울중앙지방법원 2011 고평552 판결문” 참조

74) 서울고등법원 항소심에서는 폭발물의 위력이 크지 않고 인명 피해는 크지 않았으며, 피해자와 합의한 점을 고려해 원심을 감형한 징역 4년을 선고하였다.

년 글로벌 금융위기 이후 파생상품 시장에 대한 부정적 인식이 증가하는 가운데, 이후 파생상품 시장의 투기성을 완화하려는 주요 규제⁷⁵⁾가 시행되었다. 하지만 투기적 거래 비중을 줄이기 위한 제도 개선만으로는 허위 사실 유포 등과 관련한 불공정거래 행위를 근본적으로 막는 것은 어렵다. 과징금 제도 개선 등 불공정거래 처벌 강도를 높이는 방안 등이 이러한 유형의 불공정거래 행위를 줄이는 데 보다 도움이 될 수 있다.

4) 허수 주문을 통한 시세조종 사례

IT 기술의 발달로 거래소 시장의 주문 및 처리 속도가 빨라짐에 따라, 고빈도 매매를 포함한 알고리즘 매매의 비중이 증가하고 있다. 특히 한국 파생상품 시장은 거래비용이 적고 유동성이 풍부할 뿐 아니라 현물 시장과의 연계성이 높아, 알고리즘 거래자들의 참여가 높은 것으로 알려져 있다. 고빈도 매매와 관련한 알고리즘 거래 비중이 늘어나면서 호가 스프레드가 줄어드는 등 시장 효율성이 증가되는 이점이 있으나, 독점적 거래자가 존재할 경우 허수 주문 등 투자유인과 관련한 시세조종 행위의 가능성이 생길 수 있다.

허수 주문을 이용해 부당 이득을 취하려고 하는 투자자는 체결 가능성이 상대적으로 낮은 호가에 대량의 매수(매도) 주문을 넣어 체결 가능성이 높아(낮아)질 것처럼 다른 투자자를 유인한 뒤, 체결 가격이 상승(하락)하면 원하는 가격에 매도(매수) 주문을 제시한 뒤 기존에 주문한 허수 주문을 취소하는 전략을 사용한다. 즉 매수 또는 매도를 목적으로 하지 않고 허수 주문을 이용하여 가격의 변동을 유인한 뒤 기존 주문을 취소하는 행위를 수차례 반복하는 것을 뜻한다. 파생상품의 시세 유인과 관련해서는 (구)선물거래법⁷⁶⁾에서 해당 시세조종 행위를 금지하였으며,

75) 2012년 시행된 ELW 유동성 공급자의 호가 제출 제한, KOSPI 200 옵션 매수 전용계좌 폐지, KOSPI 200 옵션 승수 인상 등이 대표적인 예이다.

변경된 자본시장법에서는⁷⁷⁾ 투자 유인과 관련한 시세조종 행위를 금지하고 있다.

과거 국채선물 시장에서 허수 주문과 관련된 시세조종 행위가 발견된 사례⁷⁸⁾가 있다. 2002년 6월 19일부터 2002년 9월 17일까지의 기간 동안 2002년 9월 만기 예정인 국채선물에 대해, 피고인 J투자신탁운용회사는 체결가능성이 적은 3~6단계의 호가에 200~1000 계약의 허수주문을 한 뒤 전부를 취소하거나 정정하는 행위를 빈번하게 하여 부당이득을 취한 사례이다. 대법원 판결문에 따르면, 피고측의 주문비중은 전체 주문수량에서 20.1~71.7%를 차지할 정도로 컸으며, 500 계약 이상의 대량 주문의 취소비율이 72.6~100%로 매우 높아 시장참여자에게 잘못된 정보를 제공하였다.

당시 투자 유인과 관련한 시세조종 행위 가능성이 제기되었던 주된 이유는 국채선물 시장의 유동성이 최근에 비해 낮았으며, 특정 매매 주체의 거래 비중이 높았던 것에 기인한다. 이후 국채 장내거래 의무화(2002년 7월), 호가집중을 통한 채권의 유동성 제고(2006년 12월, 2007년 7월) 등을 통해 국채 현물 및 선물 시장의 유동성이 확대되었고, 다양한 거래 주체가 참여하면서 독점적 투자 유인 가능성은 현저히 줄어들었다.

하지만, 허수 주문 등 투자 유인과 관련한 시세조종 사례는 언제든지 발생할 수 있다. 국채선물 및 KOSPI 주가지수 선물·옵션 시장은 유동성

76) (구) 선물거래법 제31조 1항 4호에서는, “단독 또는 타인과 공동으로 선물 거래를 유인할 목적으로 당해 선물거래가 성황을 이루고 있는 것으로 오인하게 하거나 선물거래의 시세를 고정 또는 변동시키는 거래행위”를 금지하고 있다.

77) 자본시장법 제176조 2항 1호에서는, “상장증권 또는 장내과생상품의 매매를 유인할 목적으로 매매가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 시세를 변동시키는 매매 또는 그 위탁이나 수탁을 하는 행위”를 금지하고 있다.

78) “대법원 2008.12.11. 선고 2006도2718 판결문” 참조

이 풍부하고 시장참여자가 다양하여 해당 시세조종 행위가 나타날 가능성은 낮다. 반면, 유동성이 낮은 일부 파생상품의 경우는 여전히 시세조종 위험성에 노출되어 있다. 특히 IT 기술의 발달로 주문 및 체결과 관련한 알고리즘 매매 비중이 늘어남에 따라, 투자 유인과 관련한 지능화된 불공정거래 행위의 적출은 어려워질 수 있기 때문이다.

<그림 III-3> 국채선물 호가 정보 예시

165HC				3년국채 F 1312				CME 차트 실행			
기초자산		106.00 (0.02)	베이스스	-0.10	괴리율		-0.03%	중 합			
고 가	105.90	(0.03)	순매수	-47	4,707	-4,660					
중 간 값	105.86	(-0.01)	시간	개인	외국인	기관계					
저 가	105.82	(-0.05)	15:15	-11	800	-789					
거 래 량	60,034	(51,624)	15:05	5	0	-5					
미결제약정	201,116	(232)	15:04								
CME 현재가			15:03	2	0	-2					
CME 거래량			15:02	3	13	-16					
CB 상한	0.00		15:00								
(3)	231	105.94 (77)	14:59	-1	250	-249					
(4)	540	105.93 (135)	14:58								
(13)	1,552	105.92 (119)	14:57	-1	48	-47					
(8)	452	105.91 (57)	시간	대비	체결가	체결매도	체결매수				
(10)	704	105.90 (70)	15:15:00	0.03	105.90		3,402				
현재가	105.90	(0.03)	15:04:59	0.02	105.89	200					
(27)	105.89	240 (9)	15:04:58	0.03	105.90		100				
(55)	105.88	110 (2)	15:04:47	0.02	105.89	10					
(67)	105.87	334 (5)	15:04:47	0.02	105.89		38				
(59)	105.86	702 (12)	15:04:47	0.02	105.89		50				
(57)	105.85	628 (11)	15:04:46	0.02	105.89		5				
CB 하한	0.00		15:04:46	0.02	105.89		1				
(112)	9,724	1,022 (171)	15:04:46	0.02	105.89		2				
			15:04:46	0.02	105.89		2				

5) 현실 매매에 의한 시세조종 사례

자본시장법 제176조 제2항 제1호에서는 현실 거래에서 매매를 유인할 목적으로 매매가 성황을 이루고 있는 듯 잘못 알게 하거나, 시세를 변동시키는 행위 또는 그 위탁이나 수탁을 하는 행위를 금지하고 있다. 하지만 현실 매매에 의한 시세조종 행위와 정상적인 거래를 구분하는

것은 쉽지 않을 수 있다. 특별히 매매 유인 행위가 짧은 시간에 단 1~2건의 매수 또는 매도 주문인 경우에는 더욱 판단이 어렵다.

과거 판례에서는 장외파생상품 계약에서 부당한 이익을 취할 목적으로, 기초자산의 매매 유인을 한 행위를 현실 매매에 의한 시세조종 사례로 판시하였다.⁷⁹⁾ (구) 증권거래법 및 선물거래법 틀에서는 장외파생상품과 해당 기초자산이 장내에 상장된 경우, 현·선 연계 시세조종 행위의 판단이 쉽지 않았다.

해당 사건⁸⁰⁾은 2003년 D은행과 A사 간 상장주식인 한미은행 주식을 기초로 한 녹아웃옵션 계약과 관련되었다. D은행은 한미은행 주가가 일정 수준 이상으로 상승하면, A사에게 콜옵션 행사금 지급 의무를 이행하지 않아도 되었으며, 반대로 A사의 경우 한미은행 주가가 일정 수준 이상으로 상승하지 않으면 옵션 이행을 통해 사전에 정해진 수익을 얻을 수 있었다. 특정일에 D은행은 A사의 권리 행사를 방해하기 위해 장마감 동시호가 무렵 2회의 대량 매수 주문을 수행하였으며, 반대로 A사는 권리 행사를 위해 유사 시간에 1회의 대량 매도 주문을 수행하였다. 이처럼 양 당사자는 10분 이내의 시간에 1~2건의 주문을 하였지만, 재판부는 단 1건과 2건의 거래에 대해 매매 유인 목적으로 보고 불공정거래로 판시하였다.

본 판결은 불공정거래 규제와 관련해서 중요한 시사점을 남겼다. 첫째, 장내상품과 관련한 시세조종 행위 뿐 아니라, 장외파생상품과 관련한 시세조종 행위 금지 조항의 개선 필요성을 남겼다. 다음으로 1~2차례의 적은 매매 행위에 대해서도 주식시장 및 파생상품 시장 전반에 시세조종과 관련한 불공정거래 행위로 판시할 수 있음을 보여주었다. 즉 단

79) 자본시장법 제176조 제4항 이하에서는 장내·외 파생상품 및 기초자산에 대해서 현·선 연계 시세조종행위를 금지하고 있다.

80) “서울중앙지방법원 선고 2010 고평합11 판결문” 참조

한차례의 매매를 통해서도 부당한 이익을 획득하거나, 다른 투자자의 이익을 침해할 수 있으면 시세조종과 관련한 불공정거래 행위로 볼 수 있을 것이다.

나. 부정거래 행위 사례

1) 주식워런트(ELW) 전용선 거래 사례

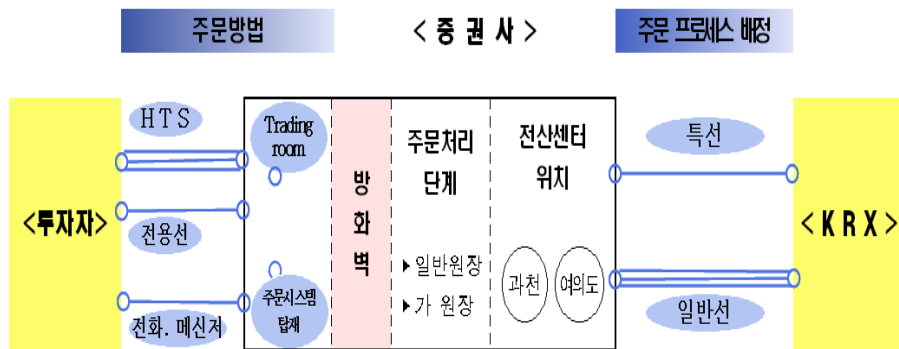
ELW는 주가지수 또는 개별 주식 가격과 연동되어 미리 정해진 방법에 따라 만기 시 주권 매매 권리(사거나 팔 권리) 또는 현금을 수수하는 권리가 부여된 파생결합증권이다. ELW는 장내 옵션과 수익구조가 매우 유사하지만, 일반 투자자는 초기에 매도를 할 수 없어 원금을 초과하는 손실은 발생하지 않는 특징이 있다. 2005년 12월에 도입된 ELW는 2010년까지 매년 높은 성장률을 보이며 급격히 성장하였다.⁸¹⁾ 한국 ELW 시장이 가파르게 성장하면서, 전문 개인투자자로 불리는 스캘퍼 등의 불공정거래 개연성이 제기되었다.

2011년 3월, 검찰은 증권회사가 스캘퍼에게 주문체결전용시스템 등 내부 전산망 사용에 대한 특혜를 제공한 혐의로 12개 증권회사의 전·현직 CEO를 기소하였을 뿐 아니라, 주문체결전용시스템 등 차별적 특혜를 제공받아 부당한 이익을 획득한 혐의로 해당 스캘퍼를 기소하였다. 검찰은 주문 체결에서 일반 투자자보다 5~8배 이상 빠른 전용선을 제공한 것은 자본시장법 제178조 제1항 제1호에서 명시된 “부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위” 금지 조항을 어긴 것으로 판단하였다. 반면, 피고는 특정 투자 주체에게 DMA로 불리는 전용선을 제공하는 것은

81) 2010년 10월에는 ELW 거래대금이 2조 7,747억원으로 사상 최대의 금액을 달성하였으며, 2010년 8월에는 KOSPI 대비 ELW 거래대금 비중이 58.86%로 최대치를 달성하였다.

세계 주요 거래소에서 허용되고 있을 뿐 아니라, ELW 시장 이외에 현물 주식 및 장내파생상품에도 이미 폭넓게 행하여지고 있음을 근거로 자본시장법 제178조 1항 1호와 관련한 부정거래행위로 볼 수 없음을 주장하고 있다.

<그림 III-4> 증권 주문시스템 구조



자료: 금융위원회

1심 재판부인 서울중앙지방법원 및 2심 재판부인 서울고등법원 재판부는 모두 증권사 임직원 및 스캘퍼에 대해 전용선 특혜 혐의에 대해 무죄판결을 내렸다. 하지만 검찰은 상고를 제기함에 따라 대법원의 최종 판결을 기다리고 있다. 본 사건의 주요 쟁점은 스캘퍼가 증권회사로부터 주문체결전용시스템을 차별적으로 제공받은 행위를 자본시장법 제178조 제1항 제1호의 부정거래행위로 볼 수 있는지 여부이다.

자본시장법 제178조 제1항 제1호의 “부정한 수단, 계획 또는 기교의 사용”은 포괄적인 개념으로, 불공정거래 행태가 지능화되고 복잡해짐에 따른 규제 사각 지대를 해소하기 위해, 내부자거래와 시세소종을 금지하는 규정과는 별도로 도입되었다. 과거 판례⁸²⁾에 따르면, 자본시장법 제

178조 제1항 제1호의 “부정한 수단, 계획 또는 기교의 사용” 금지 조항은 사회통념상 부당하다고 인정되는 일체의 수단이나, 계획 또는 기교를 의미하고 있다. 문제는 사회통념상 부당하다고 인정되는 수단, 계획 또는 기교의 의미는 매우 포괄적이며 추상적이어서 구체적인 사례에 적용하는 것이 어렵다는 데 있다. 예를 들어, 스캘퍼와 증권회사 사이에 사전 공조로 일반 개인투자자의 주문을 유인하여 개인투자자의 과도한 손실을 야기한 것이 분명하다면 사회통념상 부당한 행위로 볼 수 있는 명분이 될 수도 있다. 하지만, ELW 상품 자체가 장내 옵션과 유사한 수익 및 위험 구조를 가지고 있기 때문에, 일반 개인투자자의 손실 대부분이 스캘퍼의 부당이득으로부터 발생하였다고 보는 데에는 한계가 있을 수 있다.

ELW 전용선 특혜 사건이 불거진 이후 금융당국은 스캘퍼의 차별적 전용선 사용과 관련된 불공정거래 개연성을 최소화하기 위해 주문 속도와 관련한 개선 방안을 제시하였다.⁸²⁾ 전문적인 투자자인 스캘퍼와 일반 투자자와의 형평성을 위해, 일반 투자자도 증권사와 개별 계약을 맺어 전용선 또는 접수 위치의 선택이 가능하도록 하였으며, 증권회사의 방화벽을 거치지 않고 스캘퍼의 주문처리 시스템을 호가제출 단계(FEP) 등에 탑재해 주는 경우는 금지하였다.

금융당국의 제도 개선이 시행되었음에도 불구하고, ELW 스캘퍼와 관련된 본 사건은 자본시장의 포괄적 불공정거래 행위 금지와 관련하여 중요한 과제를 남겼다. 향후에도 IT 기술의 발달로 복잡해지고 지능화된 불공정거래 행위가 지속될 우려가 있으므로, 관련된 불공정거래 행위를 최소화하기 위한 구체적인 방안이 필요하다. 자본시장법 제178조 제1항의 “부정한 수단, 계획 또는 기교의 사용” 금지 규정을 구체화 할 수 있도록 판례가 축적되고 가이드라인이 마련되어야 죄형법정주의 틀

82) 대법원 2011.10.27 선고 2011도8109 판결 참조

83) 금융위원회·금융감독원 보도자료(2011.5.20)

안에서 포괄적 불공정거래 금지 규정을 효과적으로 활용할 수 있을 것이다.

2. 해외 파생상품 불공정거래 사례

가. 내부자거래 사례

1) 장내파생상품시장에서 내부 정보를 이용한 사례

미국은 34년 증권거래법 제10조 (b)항과 SEC Rule 10(b)-5에 근거하여 내부자거래를 금지하고 있다. SEC Rule 10(b)-5는 모든 증권거래와 관련된 사기적 행위를 일반적으로 금지하는 것을 목적으로 하였으나, 최근에는 주로 내부자거래 금지에 그 목적을 두는 것으로 알려져 있다.⁸⁴⁾ 한국에서는 장내·외 파생상품과 관련해서 내부자거래위반과 관련한 판례는 찾기 어려우나, 미국에는 다양한 판례가 존재한다. 미국은 개별주식을 기초자산으로 하는 주식옵션의 거래가 장내 시장에서 매우 활발할 뿐 아니라, 장외에서도 워런트 등 개별 주식을 기초로 한 다양한 상품이 거래되고 있기 때문이다.

본고에서는 2012년 8월 선고된 내부자거래 사례를 살펴보고자 한다. 전직 보험회사의 CEO였던 Van Gilder는 2007년 당시 친구로부터 유명 투자회사(Tracinda Corp)가 덴버에 소재한 델타 석유 회사(Delta Petroleum Corp)의 지분을 인수한다는 정보를 취득하여, 해당 석유 회사의 주식 및 옵션을 사전에 매수하여 부당 이득을 취한 것으로 밝혀졌다. SEC의 조사결과, Van Gilder는 해당 정보를 친척 등에게 전달하였

84) 김건식(2001) 참조

으며, 이를 통해 약 16만달러의 부당 이득을 취득한 것으로 밝혀졌다. 결국, 5,000달러의 벌금과 함께 5년 간 보호관찰(probation) 형을 선고받았다.

미국에서 파생상품과 관련된 내부자거래 의혹은 과거에도 여러 차례 제기되었다. 2011년 9.11 테러 당시, 비행기의 추락 및 세계무역센터 쌍둥이 빌딩의 붕괴로 수많은 목숨을 앗아갔다. 흥미로운 것은 9.11 테러가 발생하기 직전 거래일에, American Airline과 United Arline 회사를 기초로 한 풋옵션의 거래가 급등한 점이다. 평상시에 두 회사를 기초자산으로 하는 콜옵션과 풋옵션의 거래금액 비율은 1배로 큰 차이가 나지 않았으나, 9.11 테러 발생 1~3 거래일 전에 풋옵션의 거래 금액이 콜옵션에 비해 6~25배 증가한 것으로 나타났다.⁸⁵⁾ 실제, 9.11 테러 이전에 해당 풋옵션을 산 투자자는 엄청난 시세 차익을 거둔 것으로 확인되어 Osama Bin Laden 등의 내부자거래를 의심하였지만, SEC 등의 수사결과 명확한 불공정거래 사실은 밝혀지지 않았다.

한국 장내파생상품 시장에서 내부자거래로 인한 불공정거래 행위 판례가 없었다는 점에서 미국의 장내파생상품 관련 내부자거래 사례는 중요한 의미를 가진다. 한국에서 내부자거래에 관련한 판례는 과거 상장주식 등에 국한되었다. 하지만 최근 ELW, 개별주식선물 등 상장주식을 기초로 한 장내파생상품 뿐 아니라 워런트 등의 장외파생상품 거래가 꾸준히 증가하고 있어 파생상품에서도 내부자거래 개연성이 제기될 수 있다. 따라서 내부자거래와 관련된 파생상품의 불공정거래 행위 금지를 위해 자본시장법 및 이하 시행령의 개선 필요성 여부를 검토할 필요가 있다.

85) Poteshman(2006) 참조

2) 장외파생상품 시장에서 내부 정보를 이용한 사례

미국의 불공정거래 금지는 34년 증권거래법 제10조 (b)항과 SEC Rule 10(b)-5, 그리고 상품거래소법 제6조 (c)항에 근거를 두고 있다. 장내파생상품 및 일반상품 파생상품 등은 각각 Rule 10(b)-5 및 상품거래소법 제6조 (c)항의 적용이 가능하다. 하지만, 기초자산이 유가증권 형태가 아닌 장외파생상품인 경우 불공정거래 행위 처벌이 어려웠다. 대표적으로 신용을 기초로 한 신용부도스왑(Credit Default Swap: CDS)의 경우, 내부자거래 또는 시세 유인 등의 불공정거래 혐의를 적용하기 어려웠다.

최근, SEC에 의해 기소된 CDS 관련 불공정거래 의심 사례는 불공정거래의 판례가 다양한 장외파생상품까지 확대될 수 있다는 점에서 매우 중요한 시사점을 남겼다. 밀레니엄 헤지펀드 매니저였던 Renato Negrin은 도이치뱅크 채권 영업 담당자인 Jon-Paul Rorech로부터 독일 출판회사인 VNU에 대한 내부 정보를 들었다. Rorech는 Negrin에게 VNU 회사의 채권 발행정보를 제공하여, VNU 회사의 신용위험이 변동될 수 있음을 암시하였다. Negrin은 VNU 회사의 부도확률이 올라갈 것으로 예상하여, 미리 VNU 회사의 CDS를 매입한 후 CDS 가격이 오르자 이를 곧바로 매도하여 약 1백 2십만 달러의 수익을 거두었다. SEC는 녹취록을 근거로, CDS와 관련된 최고의 불공정거래 사건임을 강조하였다.

SEC의 주장과는 달리, 법원은 Rorech와 Negrin 사이의 정보 교환은 내부자거래로 볼 수 없다고 주장하였다. 하지만, 법원은 CDS에 대해서도 SEC Rule 10(b)-5을 적용할 수 있음을 판시하였다. 비록 SEC가 패소 판결을 받았지만, Rule 10(b)-5의 어느 증권(any security)에 CDS가 포함됨을 의미하는 판례라는 점에서 매우 중요한 시사점을 남겼다. 피고는 CDS 스프레드에는 기초자산 가격 이외에도 다양한 요인이 미칠 수 있기 때문에 Rule 10(b)-5의 어느 증권에 포함될 수 없다고 주장하였지만,

이는 받아들여지지 않았다. 오히려 법원은 CDS 스프레드와 기초자산 간에 일정 상관관계만 가지고 있어도 이를 증권에 적용될 수 있다고 판시하였다. 기초자산의 가격, 변동성, 상관관계 등 다양한 요인에 의해 값이 결정될 수 있는 장외파생상품에 대해서도 불공정거래 적용을 할 수 있다는 점에서 매우 중요한 선례를 남겼다고 할 수 있다.

나. 시세조종 사례

1) 투자 유인과 관련한 시세조종 사례 - 미국 커피 선물 사례

미국 상품선물거래위원회(Commodity Futures Trading Commission: CFTC)는 상품거래소법⁸⁶⁾에 근거하여, 농산물 등 일반상품 및 이를 기초로 한 파생상품에 대해 가장매매(wash sale or fictitious sale), 통정매매(accommodation trade) 등 투자유인 행위와 관련된 불공정거래를 규제하고 있다.

일례로, CFTC는 2008년 7월부터 2010년 9월까지 동안, 커피 선물 시장에서 1300 여건의 가장매매(fictitious sale)를 통해 부당 이득을 취득한 ICE(Intercontinental Exchange) 중개인 David Nunn을 검찰에 고발하였다. David Nunn은 자신의 고유 계좌와 다른 고객 계좌의 주문을 인위적으로 조작하여, 특정 계좌가 유리한 조건을 체결할 수 있도록 유도하였다. 즉 경쟁 시장을 통해 가격이 형성된 것이 아니라, 매수-매도 주문 모두 자신이 조작하여 인위적으로 시세를 형성시킨 것이다. 당시 David

86) 상품거래법 §6c [7 U.S.C. 9, 15] Prohibition Regarding Manipulation and False Information

- (1) Prohibition Against Manipulation 이하
- (2) Prohibition Regarding False Information 이하
- (3) Other Manipulation 이하

Nunn은 만기가 다른 두 선물 가격 차이를 거래하는 월물 스프레드 (calendar spread) 포지션을 보유하고 있었기 때문에, 선물 가격 조작을 통해 특정 계좌의 손실을 유도하고 또 다른 특정 계좌의 이익을 추구할 수 있었다.

CFTC는 David Nunn에 대해 가장매매 혐의 뿐 아니라, 거짓된 거래 정보를 입력한 혐의로 제재금을 부과하고 중개인 등록을 취소하였다. 본 사건은 파생상품 시장에서 유동성이 떨어지거나, 특정 주체의 독점적 거래가 늘어나는 경우, 가장매매 및 통정매매가 일어날 가능성이 높을 수 있음을 시사했다. 한국 장내파생상품 시장 역시 대부분의 거래가 KOSPI 200 선물·옵션과 국채선물 등 주요 상품에 거래가 치우쳐 있으며, 나머지 10개 내외의 상품의 거래는 매우 부진한 상황이다. 따라서 이들 유동성이 낮은 상품들에 대해 가장매매 및 통정매매 가능성을 최소화하기 위해 불공정매매 적발을 위한 감시 체계를 강화할 필요성이 제기된다.

2) 현·선 연계를 이용한 시세조종 사례 - 구리 선물 사례

귀금속·비철금속, 에너지 등 일반상품을 기초로 한 파생상품은 런던 금속거래소(London Metal Exchange: LME), 시카고상품거래소(Chicago Mercantile Exchange: CME) 등에서 비교적 활발히 거래되고 있다. LME와 CME는 각각 1877년, 1919년에 설립되어 100년 이상의 역사를 가지고 발전해 왔지만, 해당 시장에서 일반상품을 기초로 한 파생상품의 불공정거래 사건은 끊이지 않았다. 본고에서는 과거 구리 선물 시장에서 발생한 일본 스미모토 상사의 불공정거래 사례를 구체적으로 살펴보고자 한다.

1995년부터 1996년 사이, 일본 스미모토 상사의 트레이더였던 하나마카 야스오는 회사에 매매내역을 정확히 보고하지 않고, 대량의 구리 선

물과 구리 현물을 보유하는 거래를 수행하였다. 당시 트레이더는 구리 선물과 구리 워런트를 사전에 대량으로 보유한 후, 해당 파생상품에서 높은 수익을 거두기 위해, 미국 1년 구리 소비량과 맞먹는 약 250만 톤의 구리 현물을 매집하였다. 당시 스미모토 상사가 보유한 구리는 전 세계 구리의 5%에 해당할 정도로 높은 비중을 차지하였다. 하지만 하나마카 야스오의 전략은 실패로 돌아가 회사에 약 26억불의 손실을 입혔으며, 7년형의 선고를 받았다.

스미모토 상사의 대규모 손실에도 불구하고, CFTC는 구리 상품 시장에서 스미모토 상사의 시세조종 행위(market manipulation)가 미국 상품거래소법 제6조 (c)항 및 (d)항 등을 위반했다고 판단하여, 1억 5천만 달러의 제재금 및 영업정지 처분을 내렸다. CFTC 의장이었던 Brooksley Born의 진술에 따르면, 스미모토 상사의 시세조종 행위가 구리의 급등락을 야기하여 전 세계 구리 시장 및 미국 실물 경제에 부정적 영향을 미쳤기 때문에, 해당 불공정거래에 대한 초유의 엄중한 제재금을 부과했다고 발표하였다. 당시 스미모토 상사의 불공정거래 사건은 파생상품 불공정거래에 대해 엄청난 규모의 제재금 처벌을 내렸다는 점에서 의미 있는 사건으로 회자되고 있다. 또한 미국 CFTC, 영국 FSA 및 일본 금융당국의 긴밀한 공조가 있었다는 점에서 교훈을 남기고 있다.

3) 현·선 연계를 이용한 시세조종 사례 - 호주 주가지수 사례

1996년 3월 노무라 영국 법인은 호주 증권거래소(ASX)의 All Ordinaries Index의 구성 종목 주식을 대량 보유하고 있었으며, 이를 헤지하기 위해 시드니 선물거래소에 상장된 All Ordinaries Share Price Index 선물에 대해 매도 포지션을 보유하고 있었다. 해당 선물의 만기일인 1996년 3월 29일, 노무라 영국법인은 ASX 거래 종료 30분을 남기고 차익거래 포지션의 종료를 위해 호주 달러로 6억 달러에 해당하는 보유

주식에 대해 매도 주문을 제출하였다. 이때 수익을 극대화하기 위해 매도 주문을 전일 증가보다 5~20% 가량 낮은 가격으로 제출함과 동시에 낮게 할인된 가격으로 동일 수량으로 다시 매수 주문을 제출하였다.⁸⁷⁾ 노무라 영국법인의 예상대로, 노무라의 매도 주문으로 인해 All Ordinaries Index가 크게 하락하였다면 주가지수와 파생상품 차익거래 포지션으로부터 이익을 취하였을 뿐 아니라, 차익거래 포지션 종료 이후에 싼 가격으로 주식을 살 수 있었다. 그러나 노무라의 예상과는 달리, 주가지수의 큰 하락은 발생하지 않았으며 결국 수익보다 비용이 많이 들어⁸⁸⁾ 계획은 실패로 돌아갔다.

당시 호주연방법원은 호주증권투자위원회(Australian Securities and Investments Commission: ASIC)의 조사를 기초로, 노무라 영국법인의 주식 매도 행위가 지수 청산을 위한 정당한 거래가 아니라, 시장가격에 대해 거짓이거나 오해를 유발할 수 있는 의도가 있다고 보아 호주 회사법(Corporate Act) 1041B를 위반했다고 결정하였다. 당시 불공정거래를 야기한 주체가 호주 역외에 있는 노무라 영국 법인이었기 때문에, 법적 실효성을 위해서는 국제적 공조가 필요하였다. 이에, ASIC는 영국 금융감독청(Financial Services Authority: FSA) 및 홍콩증권선물위원회(Securities and Futures Commission: SFC)에 협력을 요청하였으며, FSA는 이를 받아들여 노무라 영국법인 및 임직원에게 대해 제재금, 직위해제 등의 제제조치를 내렸다.

본 사건은 현·선 연계와 관련한 불공정거래 행위의 국제적 판례로 의미가 있을 뿐 아니라, 과도한 이익을 취하지 않았음에도 시장 가격에 관해 거짓이거나 오해를 유발하는 의도가 있음을 판시한 점에서 중요한 시사점을 가진다. 또한, 감독당국의 국제적 공조를 통해 역외(Cross-Border) 주문의 불공정거래 행위를 처벌한 것도 큰 의미를 지닌다. 본 사례와 유

87) 한국거래소 자율규제리포트 2009년 10호 참조

88) 남길남·이효섭(2012) 참조

사한 2010. 11. 11 한국의 옵션 만기일 사태 이후, 역외 불공정거래 행위 주체에 대한 법적 처벌이 이루어지지 않고 있어, 금융당국의 국제적 공조는 더욱 필요하다고 판단된다.

4) 현·선 연계를 이용한 시세조종 사례 - 홍콩 DW 사례

홍콩 DW⁸⁹⁾는 한국의 ELW와 유사한 상품으로, 1989년 홍콩거래소에 도입된 후, 세계 1위의 장내 워런트 시장으로 자리매김하며 최근까지 꾸준한 성장세를 보여주었다. 하지만, 가파른 성장에도 불구하고 시세조종 등과 관련한 불공정거래 행위가 수차례 적발되기도 하였다.

홍콩 DW 시장의 불공정거래와 관련하여 두 가지 판례를 살펴보고자 한다. 첫째 사건은 투자자 Fu와 Lee가 특정 DW 상품에 대해 2004년부터 2005년 사이에 가장매매를 한 사례⁹⁰⁾이다. 홍콩증권선물위원회(SFC)의 조사에 따르면, Fu와 Lee는 사전에 모의를 통해 특정 계좌의 매수가 특정 계좌의 매도로 이어지도록 주문을 조정하였다. 이와 같은 가장매매를 통해 특정 DW 상품이 매우 활발히 거래되는 것처럼 호도하였다. Fu와 Lee는 DW 상품의 발행자인 맥쿼리 증권으로부터 커미션 수수료(Commission Rebate)를 받은 것으로 확인되었으며, 커미션 수수료 수입이 거래 비용보다 높아 약 1백만 달러의 부당 이득을 취한 것⁹¹⁾으로 밝혀졌다. 홍콩지방법원은 SFC의 조사 결과에 기초하여, Fu와 Lee의 불공정거래 행위가 홍콩증권선물법령(Securities and Futures Ordinance) 295 조인 가장매매 행위(Offense of False Trading) 금지를 위반했다고 판시

89) 홍콩 DW(Derivatives Warrant)는 홍콩거래소 또는 해외 거래소에 상장된 기초주식 또는 주가지수를 사거나 팔 권리를 거래하는 상품으로 초기 매도가 불가한 특징을 제외하고는 장내 옵션과 그 성격이 유사하다.

90) 홍콩증권선물위원회(SFC) 홈페이지 참조

91) Fu와 Lee는 2004년 1월부터 2005년 1월 동안, 맥쿼리 증권에서 발행된 워런트의 거래 중에서 약 80%를 가장으로 체결한 것으로 밝혀졌다.

하였고 각각 33개월과 36개월 형을 선고하였다.

DW 불공정거래와 관련한 또 다른 예는 증가 시세조종과 관련한 사례이다. 투자자 Szeto는 중국공상은행(Industrial and Commercial Bank of China) 주식을 기초로 한 DW 상품에 대해, 장마감 동시호가 시간에 대량의 매수-매도 주문을 수행하여 DW 가격을 인위적으로 18.5% 상승시켰다. Szeto는 이와 같은 DW 기초자산의 증가 시세조종을 통해, 연계된 DW 상품에서 약 2만 5천 달러의 부당이득을 취한 것으로 밝혀졌다. 재판부는 Szeto의 행위가 홍콩증권선물법령(Securities and Futures Ordinance) 299조의 시세조종 행위 금지를 위반했다고 보아, 1개월 집행 및 12개월 집행유예와 2만 5천 달러의 벌금형을 선고하였다.

홍콩의 DW와 관련된 불공정거래 사례는 가장매매 행위와 증가 시세조종 행위 등에 대해 엄중한 판결을 내렸다는 점에서 시사점이 크다고 할 수 있다. DW 시장은 한국의 ELW 시장과 유사하게, 레버리지가 높고 가격 변동성이 크기 때문에, 소수의 불공정거래 행위는 일반 투자자의 큰 손실로 이어질 가능성이 높다. 홍콩거래소를 포함한 홍콩금융당국은 DW 등의 파생결합증권 상품에 대해서 불공정거래 행위를 최소화하기 위한 노력을 기울이고 있다. 최근 홍콩거래소는 DW 발행회사들과 공동으로, 유동성 공급자의 역할을 확대하는 가이드라인⁹²⁾을 발표하여 DW 시장의 불공정거래 최소화 등을 포함한 건전화 방안을 마련한 것이 대표적인 예이다.

5) 장외파생상품 시장의 시세조종 사례

장외파생상품은 거래소를 포함한 각국의 금융감독당국이 불공정거래 감시를 담당하고 있지만, 국가간 거래(Cross-Border Trading)를 포함하는

92) “Industry Principles on Liquidity Provision for Listed Structured Products” 가이드라인 참조(2012, 홍콩거래소)

장외파생상품 시장에서 불공정거래의 감시는 쉽지 않다. 장외파생상품 시장에서 시세조종과 관련된 행위는 호가 정보가 한 곳에 체계적으로 집중되지 않아 시장 감시가 어렵기 때문이다. 금리 및 통화 스왑, 통화 선도, CDS 등의 장외파생상품은 주로 IDB(Inter-Dealer Broker)로 불리는 중개기관을 통해 주문과 체결이 이루어지는데, 시장참여자의 수가 적어 주문의 독점성이 크거나 유동성이 낮을 때는 가격 조작(price manipulation) 의혹이 불거질 수 있다.

최근 CFTC⁹³⁾는 전 세계 주요 장외파생상품의 중개를 담당하는 ICAP에 대하여, 엔화 기초 파생상품인 Yen LIBOR 관련 시세조종 혐의를 기초로 6천 5백만 달러의 대규모 벌금을 부과하였다. CFTC의 조사에 따르면, ICAP 중개인이 거짓 정보를 흘려, 엔화 파생상품에 기초가 되는 엔화 차입 금리(Yen borrowing rate)를 조작한 것으로 밝혀졌다. ICAP 중개인은 사전에 취한 엔화 파생상품 포지션에서 수익을 극대화하기 위해, 파생상품의 참조 가격이 되는 Yen Libor를 조작한 것으로 드러났다.

장외파생상품의 참조가격 조작 의심은 CDS 시장에서도 제기되었다. 2008년 글로벌 금융 위기 당시, 주요 채권의 CDS 가격 변동성이 높은 반면, 거래 유동성은 낮은 상황이 계속되어 불공정거래 의혹이 제기된 것이다. 최근 유럽 위원회(Europe Commission: EC)는 장외파생상품 시장에서 비경쟁적(Non-competitive) 시세 형성을 목적으로 기존 거래소의 시장 참여를 막았다는 이유로, 13개 대형 투자은행과 CDS 정보제공 업체인 Markit에게 대규모 제재금을 부과하였다. 2006년부터 2009년 사이, 13개 투자은행이 국제스왑 및 파생상품협회(International Swaps and Derivatives Association: ISDA)와 Markit 등과 유착하여, Deutsche Boerse 거래소와 CME 거래소의 CDS 시장 개설을 막았다는 것이 주된 이유이다.

93) 2013.9.25 CFTC 보도자료 참조(<http://www.cftc.cftc/pressroom/>)

위의 두 사건은 국제 금융당국이 대형 투자은행 및 중개기관을 상대로, Yen LIBOR 가격 조작 행위와 CDS 시장의 담합 등에 대해 엄중한 처벌을 내렸다는 점에서 의미하는 바가 크다고 할 수 있다. 무엇보다 국제적 거래(Cross-Border Trading)와 관련된 장외파생상품의 불공정거래 규제가 강화되고 있음을 짐작할 수 있다. 더불어, 장외파생상품의 장내화 움직임이 보다 가속화될 것으로 예상된다. G20 회의 이후, 표준화된 장외파생상품에 대해 중앙청산소를 통해 거래를 하고, 거래 내역 또한 거래정보저장소(Central Counter Party: CCP)에 저장하도록 의무화한 것도 장외파생상품의 장내화 패러다임으로 이해할 수 있다. 한국의 경우, 원-달러 금리스왑(IRS) 상품에 대해, 2014년 CCP를 통한 의무청산을 앞두고 있어, 해당 시장이 투명하게 정착될 수 있도록 불공정거래 행위와 관련된 세부 규정을 재점검하는 것이 필요할 것이다.

6) 중개전문회사의 시세조종 사례

그동안 파생상품과 관련된 불공정거래 행위는 주로 개인투자자 또는 기관투자자에게 해당되었다. 그러나 최근 IT 기술의 발달로, 주문 및 체결 속도의 중요성이 부각되고 고빈도 매매를 포함한 알고리즘 거래의 비중이 증가하면서, 주문을 중개하는 중개전문회사도 불공정거래 행위 감시 대상이 되고 있다.

최근 CFTC는 외국인 파생상품 중개를 담당하는 FXDD에 대해, 일반 투자자에게 불리한 주문-체결 시스템을 제공하고 준법감시체계를 준수하지 않았다는 혐의로, 274만 달러의 벌금을 부과하였다. CFTC의 조사에 따르면, FXDD는 체결 예상 가격이 고객의 매수 주문 가격보다 2단계 이상 올라갈 경우 주문을 취소하였으며, 반대로 체결 예상 가격이 고객의 매수 주문 가격보다 2단계 낮은 경우 주문을 체결시켰다. 일반 고객의 경우 호가 집중 단계에서 경쟁 매매 과정을 볼 수 없고, FXDD에서

제공하는 호가정보 화면만 볼 수 있기 때문에, 보다 싸게 매수할 수 있는 기회를 잃어버리게 된다. 즉 거래 시스템이 불공정하게 설계되어 투자자에게 전달될 경우, 투자자의 손실로 이어질 수 있는 것이다.

본 사례는 주문체결시스템 역시 포괄적인 불공정거래 행위 대상이 될 수 있다는 점에서 중요한 의미를 가진다. 한국 장내파생상품 시장은 대부분 HTS나 MTS 등 전자 거래로 이루어지고 유동성이 매우 풍부하기 때문에 투자자에게 공정한 주문체결시스템을 제공하는 것이 무엇보다 중요하다. 부당한 이익을 취할 목적으로 호가집중 및 주문체결 단계에서 호가 가로채기 또는 주문-체결 지연 현상을 유도하는 행위는 부정거래행위 조항 등 자본시장법상 포괄적 불공정거래 행위에 해당될 수 있을 것이다.

IV. 파생상품 불공정거래 규제 체계의 개선방향

1. 파생상품 불공정거래 규제의 사각지대 제거
2. 포괄적 가이드라인의 제정
3. 과징금제도의 도입
4. 조사·제재 절차의 신속성과 전문성 제고
5. 불공정거래 정보수집 활동 강화
6. 제재절차에 대한 적법절차 원칙의 준수
7. 불공정거래 제재내역의 공개 확대
8. 불공정거래의 예방·적발을 위한 시장 인프라 개선
9. 사전예방활동 강화 및 사이버 공간에 대한 감시

IV. 파생상품 불공정거래 규제 체계의 개선방향

1. 파생상품 불공정거래 규제의 사각지대 제거

파생상품의 불공정거래 행위 유형은 내부자거래, 시세조종, 그리고 부정거래행위 등으로 나눌 수 있다. 또한 시세조종은 가장 및 통정 매매, 시세 유인 매매, 현선 연계 매매 등으로 구분된다. 문제는 각각의 불공정거래 행위에 해당하는 파생상품 유형이 서로 다른 데 있다.

첫째, 미공개중요정보 이용행위 금지에 해당하는 금융투자상품은 특정증권등⁹⁴⁾으로 명시되어 있어, 특정증권에 포함되지 않는 상품을 기초자산으로 하는 장내파생상품과 장외파생상품, 그리고 원금보장형 ELS/DLS 등은 포함되지 않을 수 있다. 예를 들어, 기업의 실적 발표 내용을 사전에 알 수 있는 내부자가, 해당 기업 실적이 향후 좋을 것으로 예상하여 해당 기업발행 주식을 기초로 하는 원금보장형 ELS 상품(현재 ELB 상품)에 투자한 경우, 사실상으로는 미공개정보를 이용한 행위로 볼 수 있으나 현행 자본시장법상으로는 특정증권 등에 해당하지 않게 되어 규제가 불가능하다.⁹⁵⁾

둘째, 시세조종 규제의 적용대상이 되는 금융투자상품에는 상장증권과 장내파생상품만이 포함되어 있고, 장외파생상품은 제외되어 있다. 최

94) 자본시장법 제172조 제1항에서 특정증권 등은

1. 주권 상장법인이 발행한 증권(순수채무증권, 수익증권, 파생결합증권 제외)
2. 증권예탁증권
3. 타인발행 교환사채권
4. 1~3까지의 증권만을 기초자산으로 하는 금융투자상품으로 명시되어 있다.

95) 금융투자상품의 범위를 확대하기 위하여, “특정증권만을 기초자산으로 하는 금융투자상품” 대신, “특정증권을 주된 기초자산으로 하는 금융투자상품”으로 변경하는 것도 실효성 있는 방안이 될 수 있다.

근 장외파생상품 시장에서 참여자가 증가하고 IT 기술이 빠르게 발달함에 따라, 이자율 스왑, 통화선도 계약 등 다수의 상품이 경쟁매매를 통해 거래가 이루어지고 있다. 또한 G20 회의 이후 장외파생상품에 대한 규제가 시행되면서, 이자율 스왑 등 특정 상품들에 대해 장외파생상품 청산소(CCP)를 통해 거래를 하도록 의무화되었다. 이러한 규제 변화는 장외파생상품 시장이 점차 장내화되고 있음을 뜻한다. 한국도 2014년부터 원달러 이자율 스왑 상품에 대해서 CCP 의무청산이 시행됨에 따라, 해당 시장에서 불공정거래 방지를 위한 규제 체계 마련이 조속히 필요한 상황이다.

셋째, 현선 연계 관련한 시세조종 행위 대상 금융투자상품 쌍(pair)은 파생상품과 기초자산, 증권과 연계증권, 파생상품과 유사 파생상품으로 정의되어 있다.⁹⁶⁾ 예를 들어 ELS 헤지 과정에서 이익을 보기 위해 ELS의 기초자산을 인위로 고정시키거나 변동시키는 행위는 금지된다. 또한 주가지수 선물에서 부당한 이익을 얻기 위해 유사 파생상품인 선물 스프레드 가격을 조정하는 행위는 파생상품과 유사 파생상품의 연계 거래로 보아 금지 대상이 될 수 있다. 하지만, 파생결합증권에서 이익을 얻는 목적으로 기초자산과 상관관계가 매우 높은 특정 파생상품의 가격을 변화시키는 행위는 현 자본시장법 하에서는 현선 연계 금지 조항을 적용하기 어렵다.

한편, 부정거래행위 금지와 관련된 자본시장법 제178조 제1항 제1조의 “부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위” 금지는 포괄적 불공정거래 행위 금지를 위해 도입된 것으로, 모든 금융투자상품에 대해 적용할 수 있다. 따라서 장내·외 파생상품 뿐 아니라 ELS/DLS, ELW 등의 파생결합증권, 채무증권으로 분류된 ELB/DLB 등의 통상적인 파생상품 전체에 적용이 가능하다. 그러나 파생상품 불공정거래 행위와 관련하여

96) 자본시장법 제176조 4항 이하 참조

본 조항이 적용된 사례가 없을 뿐 아니라, 죄형법정주의 틀 안에서 해당 조항을 적극적으로 활용하기 어려운 문제가 있다.

따라서 복잡해지고 지능화된 파생상품 불공정거래 행위의 금지를 위해서는 시세조종이나 내부자거래 규제의 적용대상 파생상품 및 파생결합 증권을 장내상품뿐만 아니라, 장외상품으로 확대할 필요성이 인정된다.

2. 포괄적 가이드라인의 제정

ELS/DLS는 2003년 도입 이후, 연평균 20~30%의 성장세를 보이며 중위험·중수익을 대표하는 핵심적인 투자 자산으로 자리매김을 하였다.⁹⁷⁾ 하지만, 지난 10년 간 ELS/DLS 시장의 발전 과정은 순탄치만은 않았다. 과거 ELS/DLS 시장에서는 중도상환일 또는 만기일에 시세조종과 관련한 불공정거래 행위가 발생하여 투자자들의 손실로 이어질 수 있는 문제가 제기되었다. 실제로, 앞서 제시한 사례 이외에도, ELS/DLS의 시세 조정 의심 사건이 다수 발생하였다.

이와 같은 불공정거래 행위를 최소화하기 위해 2009년 9월 금융위원회, 금융감독원, 그리고 한국거래소가 공동으로 “ELS 헤지거래 가이드라인”을 제정하였다. ELS 헤지거래를 담당하는 증권회사는 고객에게 손실을 입힐 목적으로 헤지 거래를 수행해서는 안 되며, 시세조종 행위로 의심받을 수 있는 매매 행위를 금지하도록 조치하였다. 김영식 외(2010) 연구에서도, ELS 헤지 가이드라인이 시행된 2009년 10월 이후 조기상환일 또는 만기일에 기초자산의 초과 하락폭이 이전보다 유의할 정도로

97) 2013년 8월 기준 ELS와 DLS의 미상환잔액은 각각 41조원과 20조원의 규모를 가지고 있다.

감소한 것을 보여주었다. 실제, 2009년 10월 이후에는 ELS/DLS와 관련한 불공정거래 기소 사건은 존재하지 않는 것으로 알려져 있다.

<표 IV-1> ELS 기초주식 헤지 가이드라인 주요 내용

항목	주요내용
가.	헤지거래이더라도 시장수급에 의한 가격결정에 부당한 영향을 미치지 않아야 함
나.	헤지를 요하는 금융상품(ELS, ELW)의 발행물량, 상환시기를 정확히 파악하고 헤지물량이 특정시기에 집중되지 않도록 내부통제체제를 갖추어야 함
다.	매매수량, 시기 및 호가가격은 헤지목적에 부합하고, 위험관리 목적 등 객관적으로 정당화되어야 함
라.	조기(만기) 상환가격 결정기간 중 의도적 시세조종행위로 오인될 수 있는 호가제출 및 매매거래는 금지됨
마.	조기(만기) 상환 기준일 및 종가시간 때 과도한 매매거래를 통해 조기(만기) 상환가격 결정에 영향을 미치는 행위, 특정시세에 형성하는 호가를 순차적으로 제시하여 주가를 왜곡시키는 행위, 종가 마감시간 임박에 호가를 제출하여 영향을 미치는 행위, 장중분산, 시간외활용 등 시장충격을 완화할 수 있는 방법 대신 종가 또는 특정시간대 거래를 집중하여 결제가격에 영향을 미치는 행위를 금지함
바.	대량의 헤지거래 주문정보를 이용한 선행매매적 행위를 금지함
사.	헤지거래 가이드라인에 위반할 소지가 있는 주문수탁 및 처리를 금함
아.	헤지거래 관련 투자자의 이익과 회원이익이 충돌할 경우 투자자 이익을 우선적으로 고려해야 함

자료: 한국거래소

위와 같은 규범적 가이드라인은 위반할지라도 법적 처벌 대상은 아니다. 하지만, 거래소의 시장감시위원회는 해당 규정의 위반을 근거로, 회원사에 대해 경고 조치 및 제재금 부과가 가능하다. 현실적으로는, 해

당 규범을 통해 관련 불공정거래 행위의 예방이 가능하며, 사법부의 판단 근거로 활용될 수 있을 것이다.

따라서 ELS/DLS 이외의 다양한 장내·외 파생상품에도 불공정거래 예방을 위한 포괄적 가이드라인의 제정이 필요하다. 장내파생상품 시장의 거래소 규정이 대표적인 예라고 할 수 있다. 하지만, 장외파생상품 및 최근 ELB로 불리는 채무증권, 그리고 향후 도입될 수 있는 새로운 파생상품에 대해서는 불공정거래 예방을 위한 포괄적 규범이 마련되어 있지 않다.

파생상품 관련 포괄적 규범에는 헤지 거래에 있어서의 주의 사항, 대량 보유 및 변동 내역의 보고 의무, 시세조종 행위의 의심 유형, 유동성 공급자의 준수 사항 등을 개별상품 유형에 관계없이 포함시키는 것이 필요하다. 그리고 개별상품 특징에 맞추어 세부 규정 또는 지침을 제시하면, 파생상품 관련 불공정거래 행위 예방에 더욱 효율적일 것이라 판단된다.

3. 과징금제도의 도입

불공정거래 규제의 집행을 통하여 파생상품 시장에서의 건전한 거래 질서가 확립될 수 있는 것이다. 파생상품에 관한 불공정거래 규제 체계가 제대로 기능하지 못하면 투자자 피해 및 파생상품시장의 공정성에 대한 불신이 초래되고, 나아가 우리 파생상품시장의 국제적 경쟁력마저 뒤흔어지게 될 우려가 있다.

불공정거래를 효율적으로 규제하기 위해서는 적발된 위법행위에 대해 엄격하고 적절한 처벌과 제재를 부과하여야 사후에 동일한 행위가

반복되는 것을 근절할 수 있다. 현재 과생상품의 불공정거래 규제는 형사제재를 중심으로 운영되고 과징금 등 행정적 제재는 도입⁹⁸⁾되어 있지 않은데, 형사제재의 엄격성으로 인해 각종 불공정거래에 대해 효과적으로 대처하기가 쉽지 않은 상황이다.

먼저, 형사벌의 부과는 인권에 대한 강력한 제약이 되기 때문에, 그 성질상 다른 제재수단에 대해 최후적·보충적 수단으로만 집행되고, 처벌수준도 다른 범위반과의 균형을 고려하여 정해지기 때문에 위반행위에 대해 충분한 억지효과를 내기가 쉽지 않다. 불공정거래의 사실인정에 있어서도 형사절차상 엄격한 입증을 요구하기 때문에 민사소송에 있어서와 동일한 정도의 입증을 요구하는 행정적 제재에 비해 활용되기 어려운 측면이 있다. 또한 대부분의 불공정거래 사건은 주로 경미한 벌금이나 집행유예로 처리되고 있어 불공정거래에 대한 제재강도가 높은 수준은 아니라고 지적된다.

금융범죄는 계속 변화, 발전하여 행위 유형의 사전예측이 어려운 바, 형사제재만으로 한계가 있다면 과징금이라는 행정적 제재수단의 도입을 검토할 필요가 있다. 과징금제도는 위법성이 형사처벌을 할 정도는 아니나, 자본시장을 교란하는 불공정거래행위에 대한 제재수단이 될 수 있으므로, 규제공백이 발생하는 것을 막는 효과도 있다.

법경제학적 측면에서 볼 때도, 불공정거래에 대한 효율적인 규제를 위해서는 금전적 제재수단인 과징금 제도의 도입이 필요하다고 본다. 불공정거래를 통하여 얻을 수 있는 이익(advantage)보다는 불공정거래로 인하여 부담하게 되는 불이익(disadvantage)을 크게 하는 것이 근본적인 예방대책이 되기 때문이다.

불공정거래에 대한 과징금 제도를 도입하는 데 있어, 현행 형사제재

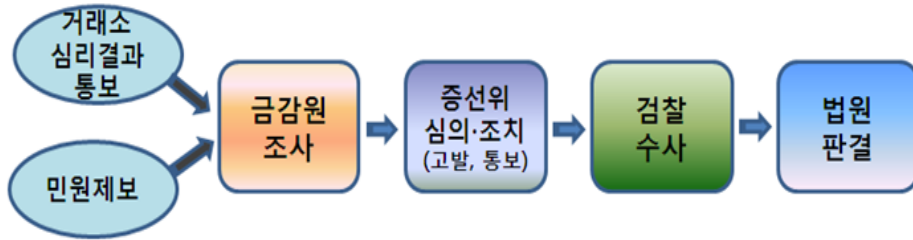
98) 다만, 금융투자업자 및 그 소속 임직원의 불공정거래에 대해서만 행정적 제재를 할 수 있을 뿐이다.

와 민사구제수단 등을 포함하여 포괄적인 시각에서 불공정거래에 대한 규제 실효성을 충분히 확보할 수 있는 방안을 도출해내려는 노력이 중요하다. 이와 관련하여 금융감독기관의 과징금 부과에 의해 효과적으로 투자자 보호 및 시장건전성을 이루고 있는 미국의 SEC와 일본 금융청, 영국 FCA의 입법사례는 물론이고, 우리나라 공정거래법과 자본시장법에 이미 들어와 있는 과징금 제도에 대한 적극적인 검토가 필요하다.

4. 조사·제재 절차의 신속성과 전문성 제고

파생상품과 관련된 불공정거래의 적발 및 제재 조치가 거래소, 감독원, 증선위, 금융위, 검찰의 각 기관별·단계별로 이루어지고 있어 최종적으로 문제를 해결하는 데까지 걸리는 기간이 지나치게 길어지는 경향이 있었다(<그림 1> 참조). 종래에는 거래소, 감독원, 증선위를 거쳐 검찰로 이첩되기까지 통상 1년 정도가 소요되었다고 하는데, 2013년 4월에 발표된 불공정거래 근절 종합대책에 따라 Fast Track으로 처리된다면 원칙적으로 1개월 이내 늦어도 최장 3개월 이내에 신속하게 대응할 수 있어 과거에 비해 1/10 내지 1/4로 짧은 기간에 진행될 수 있을 것으로 기대된다.

<그림 IV-1> 불공정거래에 대한 조사 및 제재 절차



자료: 금융위원회, 법무부 보도자료(2013.4.18)

이러한 신속한 대응 방안이 자본시장에서 상시적인 업무관행으로 뿌리 내리기 위해서는, 과생상품 및 과생상품거래의 복잡성이라는 특성을 고려하여 불공정거래를 실효성 있게 규제할 수 있는 검찰이나 감독기관의 전문성 강화 및 인력 확대가 요구된다.

불공정거래의 소지가 있는 특정 이슈에 대해서는 신속하고 집중적인 조사 및 제재를 통해 투자자를 보호하고 시장의 건전성을 확보할 수 있는 대응 능력 향상이 필요하다. 지난 4월의 불공정거래 근절 종합대책에서 조사·수사단계에서 불공정거래 사건을 긴급사건, 중대사건, 중요사건, 일반사건으로 분류하여 사건의 경중에 따라 신속하고 집중적인 대응을 할 수 있도록 한 것은 이런 측면에서 바람직한 방향이었다.

향후에도 불공정거래를 조사하고 제재하기 위한 절차에 소요되는 기간을 단축하여 투자자의 피해 및 시장 신뢰의 손상을 최소화해야 할 것이다. 이를 위해서는 후속단계의 규제부담을 경감하고 신속한 처리를 지원할 수 있도록 증거를 확보하고 본조사의 범위를 결정하기 위한 예비조사를 활성화하고, 업무의 반복에 따른 비효율성과 중복을 피하고 각 기관 간의 원활한 조사업무협조를 지원하기 위한 상호 협조체계를 강화하여야 할 것이다.

5. 불공정거래 정보수집 활동 강화

파생상품과 관련된 범죄는 전문적이고 기술적인 자료분석이 필요하고, 파생상품과 관련된 실물과 자금의 흐름을 함께 보아야만 그 실체를 추론할 수 있기 때문에 후속 제재단계에서도 기초 조사자료에 의존가능성이 높은 특성을 가지고 있다. 따라서 불공정거래의 초기 인지단계인 거래소에서의 불공정거래 적출 가능성을 향상시켜야 한다.

금융감독기관은 불공정거래에 관한 제보나 조사를 의뢰하는 민원을 단서로 하여 조사에 착수할 수 있다. 불공정거래가 다양해짐에 따라 이를 적발하고 조치하는데 제보의 중요성이 커지고 있으므로, 불공정거래 신고·제보 시스템의 활성화가 요청된다. 내부자거래, 시세조종 등과 같은 유형의 불공정거래의 조사에서는 내부자에 의한 정보 제공이 매우 중요하므로, 제보자에 대한 제재 감경 조치 등의 인센티브 강화가 필요하다.

지난 2013년 4월에 발표된 ‘주가조작 등 불공정거래 근절 종합대책’에 따르면 불공정거래 제보에 대한 인센티브를 대폭 확대하기 위하여 종래 금감원 및 거래소가 각각 1억원, 3억원을 한도로 지급하던 포상금의 상한을 각각 20억원으로 상향한다고 발표하였는데 불공정거래 정보수집활동을 강화하기 위해서는 바람직한 방향이다.

이러한 포상금제도가 인센티브 요인으로 작용할 수 있도록 하려면 적발에 대한 기여도, 사건의 규모, 그리고 제재의 수준 등을 고려하여 실제 지급률을 인상할 필요가 있다. 금감원이나 거래소에서 실시하고 있는 불공정거래 포상금제도 등에 대한 홍보를 통해 보다 많은 신고가 이루어질 수 있도록 하여야 할 것이며, 포상금 지급액의 인상은 감독기관의 포상금제원에 대한 부담이 증가할 수 있으므로 그 재원을 조달하는 방안에도 대해서도 검토할 필요가 있다.

자본시장법 개정으로 파생상품의 불공정거래 행위에 대한 과징금 제도가 도입된다면 과징금 중에서 일부를 포상재원으로 활용하는 방안을 검토할 수 있을 것이다. 미국은 34년 증권거래법 21A조 (e)항에서 포상제도를 운영하고 있으며, SEC는 징수한 civil penalty 중에서 10%를 내부자거래 정보제공자에 대한 포상금(bounty) 재원으로 활용하고 있다.

그 밖에도 시장에서 일어나는 파생상품 관련 각종 불공정거래를 신속히 포착하여 대처할 수 있는 정보취득 시스템을 구축할 필요가 있다.

6. 제재절차에 대한 적법절차 원칙의 준수

파생상품에 관한 불공정거래 조사 및 제재 시 불공정거래 혐의자에 대한 적법절차를 보장하여 방어권 행사가 가능하도록 하여야 할 것이다. 헌법 12조 1항에서는 “누구든지 법률과 적법한 절차에 의하지 아니하고는 처벌·보안 처분 또는 강제노역을 받지 아니한다”라고 규정하여 법치주의와 적법절차(due process of law)의 원리를 천명하고 있다.

우리나라는 불공정거래의 조사 및 제재와 관련하여 행정절차법이라는 기본법 이외에 대부분의 세부절차를 행정청의 재량에 맡기고 있다. 미국 SEC의 행정제재절차는 유사재판절차로서, SEC가 입법자, 검찰관, 재판관의 역할을 담당하여 절차의 공정성 및 적법절차 문제가 제기될 수 있으므로, SEC의 제재절차는 행정절차법(Administrative Procedure Act)에 따라 이루어지고, 증거우선에 따라 판단이 행해진다. 영국의 경우는 금융행위감독청(Financial Conduct Authority: FCA)이 각종 제재를 함에 있어서 당사자에게 충분한 반론의 기회를 주기 위하여 단계별로 예고통지, 결정통지를 보내도록 하고 있으며, 확정되는 경우에는 최종통

지를 보내도록 하고 있다.

파생상품의 불공정거래에 대한 제재 강도가 전반적으로 강화된다면, 상대방에게 미치는 영향이 커지므로 절차적으로 혐의자가 충분히 소명할 수 있는 기회를 부여해야 할 것이다. 보다 구체적이고 세부적인 내부 규정을 마련함으로써, 조사 및 제재가 행정청의 임의에 의해 진행되지 않고 조사당사자 등의 의견제출 및 청문 등이 충분하게 이루어 질 수 있는 제도적 여건의 마련이 필요하다.

7. 불공정거래 제재내역의 공개 확대

시장원리에 의한 시장규율(market discipline)을 활용하기 위해서는 신속하고 정확한 불공정거래 제재 내역이 시장에 알려져야 한다. 불공정거래 행위자의 반복적이고 상습적인 행태에 비추어 과거에 불공정거래로 인하여 제재를 받았던 기록은 투자자들의 불공정거래 피해 예방에 매우 유용한 자료가 될 것이다. 또한 제재 받은 금융투자업자나 그 임직원에 대한 정보를 일반투자자들이 용이하게 열람할 수 있다면, 투자자는 거래 개설 시 위법행위 성향이 높은 자와의 거래를 회피할 수 있을 것이다.

각국은 불공정거래 제재 내역을 시장참여자들에게 알려서 시장규율의 작동에 의한 불공정거래 행위자의 도태를 유도하고 위법행위의 예방을 도모하고 있다. 미국 SEC는 증권관계법과 SEC 규칙이나 거래소 규칙 등 증권관련 규칙의 위반에 관한 정보를 재량에 따라 공표할 수 있다. 영국 FCA도 시장남용 사실이나 제재 내역을 언론에 공표할 수 있다.

먼저, 미국 SEC는 재량에 따라 증권관계법, 위원회 규칙, 그리고 거래소 규칙 등 증권법규의 위반에 관한 정보를 공표할 수 있다. SEC는

비공개 조사과정 중에 드러난 위반사항에 관한 정보도 공표할 권한이 있다(34년 증권거래법 21조 (a)항). SEC와 협의자간에 화해(settlement)가 이루어진 경우에도 화해금의 납부 및 화해사실이 공표된다. SEC는 신속하고 정확한 제재내역의 적극적인 공개를 통하여 시장규율의 기능을 기대한다.

영국의 경우 제재조치의 최종통보 후에 FCA의 재량으로 외부에 알리는 것이 적절하다고 판단될 경우에는 해당 사실을 언론에 보도할 수 있다(FSMA 391조 4항). 또한, FCA는 시장남용행위(market abuse)를 행한 자의 시장남용 사실을 공표할 수 있도록 하여(FSMA 123조), 시장남용행위에 대한 예방적·행정적 처분이 가능하다. 프랑스의 경우도 AMF 집행위원회가 제재의 여부 및 내용을 결정하고 제재가 확정되면 이를 제재당사자에게 알리고 AMF 홈페이지에 공개한다.

우리 자본시장법도 426조 8항에서 금융위가 불공정거래에 대한 조사 실적·처리결과나 위법행위의 예방에 필요한 정보나 자료를 신문, 방송, 인터넷을 통해 공표할 수 있도록 허용하고 있다. 그러나 현재는 프라이버시 보호, 피의사실공표죄, 명예훼손죄 등과 같은 법적 문제발생을 우려하여 불공정거래 행위자에 대해 익명처리하거나 위반사실의 공표를 제한하는 등 실제 운영은 적극적이지 않다. 시장원리의 작동에 의한 시장규율을 활용하기 위해서는 불공정거래 제재내역을 신속하고 정확하게 시장에 공급하는 관행이 정착되어야 할 것이다.

8. 불공정거래의 예방·적발을 위한 시장 인프라 개선

파생상품 시장의 거래 행태는 갈수록 지능화되고 복잡해지고 있다. 실제 파생상품을 대표하는 KOSPI 200 선물의 경우, IT 기술의 발달로

컴퓨터가 자동으로 주문을 수행하는 알고리즘 매매 또는 고빈도 매매의 비중이 전체 거래의 절반을 넘어서는 것으로 알려져 있다. 문제는 파생상품 시장의 매매 기술이 발전할수록, 파생상품과 관련된 불공정거래 행위의 적발이 더욱 어려워진다는 데 있다.

IT의 발달 등으로 매매 기술이 빠르게 발전되는 속도에 맞추어, 불공정거래 감시 및 적발 기술을 발전시켜야 한다. 이를 위해서는 IT 시스템 투자를 통해 모니터링 역량을 강화해야 할 것이다. 하드웨어 관련해서 IT 네트워크 및 시스템 장비의 속도 향상을 위한 투자 역시 아끼지 않아야 한다. 또한, 파생상품 관련한 최신 불공정거래 적발 알고리즘을 연구하고, 이를 기반으로 한 소프트웨어 개발에 많은 투자를 해야 할 것이다.

다음으로, 현선 연계 불공정거래 행위를 사전에 예방하기 위해 현선 연계 거래 계좌를 사전에 신고하고, 파생상품 이용 계좌와 주식 이용 계좌의 ID를 동일하게 부여하는 방안을 검토할 필요가 있다. 현선 연계 계좌가 사전에 등록될 경우, 효율적인 시장 감시가 가능해지는 장점이 있다. 유사하게 파생상품과 주식시장에 동일 ID를 부여하게 되면, 불공정거래 행위 발생 시 사후 적발이 용이해진다. 주문 주체가 분산될 경우 적발이 어려울 수 있는데, IT 보안 탐지에서 활용되는 하드웨어 주소 (Mac Address) 식별자를 도입하는 것도 방안이 될 수 있다.

9. 사전예방활동 강화 및 사이버 공간에 대한 감시

파생상품의 불공정거래에 대한 사후적발 뿐만 아니라 사전에 불공정거래가 가급적 발생하지 않도록 함으로써, 투자자들이 불측의 손실을 입지 않도록 하는 사전예방조치가 중요하다. 신종 금융상품 증가, 정보통

신기술 발전에 따라 불공정거래 수법이 다양화·고도화되고 있으므로, 불공정거래에 대한 선제적 대응을 위해 지속적으로 다양한 유형의 예방조치 요구 기준을 개발하는 등 적극적으로 시장의 변화에 대처해 나갈 필요가 있다고 본다.

이와 관련하여, 파생상품과 관련된 불공정거래 예방을 위한 지속적인 교육 및 홍보활동이 필요하다. 투자자들에 대한 교육 프로그램의 확대 및 금융기관이나 상장법인의 임직원들을 대상으로 하는 불공정거래 예방 의무교육이 강화되어야 할 것이다. 특히, 기존의 불공정거래 규제 체계는 대면거래 및 오프라인 시장을 배경으로 정립된 것이므로, 인터넷 등 사이버 공간을 통해 발생할 수 있는 불공정거래를 효율적으로 모니터링하고 감시할 수 있는 규제 체계 및 관련 제도의 준비가 있어야 할 것이다. 사이버 모니터링 체계의 구축 및 사이버 전문감시 조직의 보강 등을 통한 감시 인프라의 선진화가 필요하다.

참 고 문 헌

참 고 문 헌

<국내문헌>

금융감독원, 2002, 불공정거래 조사업무.

금융위원회, ELS 발행 및 운영 관련 제도개선 방안, 보도자료, 2009 (9.10).

금융위원회, 장내옵션시장, ELW 시장 및 FX마진시장 건전화방안, 보도자료, 2011 (12.1).

금융위원회·금융감독원, ELW 추가 건전화방안 마련, 보도자료, 2011 (5.20).

금융위원회·법무부, 주가조작 등 불공정거래 근절 종합대책, 보도자료, 2013 (4.18).

금융위원회·금융감독원, 옵션만기일 주가급락 관련 불공정거래 혐의 조사결과 조치, 보도자료, 2011 (2.11).

김건식, 2001, 내부자거래 규제의 이론적 기초, 『증권학회지』 28, 149-179.

김건식·송옥렬, 2001, 『미국의 증권규제』, 홍문사.

김건식·정순섭, 2010, 『자본시장법』, 두성사.

김영식·안동현·유원석·최영민, 2010, Engineering For Whom? Theory and Evidence in Structured Products, 2010년 3차 한국증권학회 학술발표자료.

김영춘, 2010, 『장내파생상품의 시세조종에 관한 법적 연구』, 법학석사 학위논문, 연세대학교.

- 김용재, 2009, 현선 연계시세조종행위의 규제 체계에 대한 소고, 『금융법연구』 제6권 제1호, 한국금융법학회.
- 김 울, 2013, 자본시장 환경변화와 가장성 매매 규제 - 미국에서의 논의를 중심으로 -, 정기세미나 발표자료, 한국증권법학회.
- 김흥기, 2006, 『장외파생상품거래의 법적 규제에 관한 연구』, 법학박사학위논문, 연세대학교.
- 남궁주현, 2011, 현실매매에 의한 시세조종행위의 성립요건에 관한 고찰, 『증권법연구』 12권 2호, 증권법학회.
- 남길남·이효섭, 2012, 『주가지수 파생상품 만기일 효과에 관한 연구』, 자본시장연구원 연구보고서 [12-01].
- 남희경, 2013, 『장외파생상품의 청산에 관한 법적 연구: CCP 청산제도의 도입을 중심으로』, 박사학위논문, 연세대학교.
- 석명철, 2001, 『미국증권관계법』, 박영사.
- 성희활, 2009, 자본시장법상 연계불공정거래의 규제현황과 개선방향 - 주가연계증권 연계거래를 중심으로, 하계세미나 발표자료, 한국금융법학회.
- 옥선기, 2012, 『자본시장법상 연계불공정거래의 규제에 관한 연구 - 사례 및 문제점 분석과 과징금 도입을 중심으로』, 박사학위논문, 고려대학교.
- 이종철, 2003, 미국의 증권사기 규제 연구, 해외연수검사연구논문집 제21집, 법무연수원.
- 이현영, 2009, 현행법규상 신종증권제도, 산은경제연구소.
- 이효섭, 2013, 자본시장 침체 극복을 위한 금융 신상품 개발의 필요성, 자본시장연구원 Weekly opinion [2013-33].

- 임재연, 2009, 『미국증권법』, 박영사.
- 정윤모·이승진, 2012, 『주요국의 불공정거래 조사 및 제재의 분석과 시사점』, Issue Paper, 자본시장연구원.
- 최원우, 2013, 자본시장법상 부정거래행위 금지의 일반론과 최근 쟁점사항 검토, 정기세미나 발표자료, 증권법학회.
- 한국거래소, 주가연계증권(ELS) 헤지거래 가이드라인 제정·실행, 보도자료, 2009 (9.21).
- 한국거래소, 2013, 2013년 세계 상반기 파생상품시장 동향, 보도자료, 2013 (9.2).

<해외문헌>

- Allen, F., Gale, D., 1992, Stock-Price Manipulation, Review of Financial Studies 5, 503-529.
- Allen, F., Gale, D., 2001, Comparing Financial Systems, The MIT Press.
- Dean Kloner, 2001, The Commodity Futures Modernization Act of 2000, Securities Regulation Law Journal 29 (3), 286-297.
- Louis Loss · Joel Seligman, 2003, Fundamentals of Securities Regulation, Fifth Edition, Aspen Publishers.
- Maxwell K. Multer, 2011, Open-Market Manipulation under SEC Rule 10b-5 and its Analogues: Inappropriate Distinctions, Judicial Disagreement and Case Study: Ferc's Anti-Manipulation Rule, Securities Regulation Law Journal 39 (2), 97-139.
- Office of the Comptroller of the Currency, 1993, Risk Management of Financial Derivatives.

Poteshman, Allen. M., 2006, Unusual Option Market Activity and the Terrorist Attacks of September 11, 2001, Journal of Business 79, 1703-1726.

岸田雅雄, 2010, 「金融商品取引法」, 新世社.

黒沼悦郎, 2013, 「金融商品取引法入門」 第5版, 日本経済新聞出版社.

河本一郎・大武泰南, 2008, 「金融商品取引法讀本」 第2版, 有斐閣.

櫻井健夫・上柳敏郎・石戸谷 豊, 2011, 「新・金融商品取引法ハンドブック」 第3版, 日本評論社.

松尾直彦, 2013, 「金融商品取引法」 第2版, 商事法務.

山下友信・神田秀樹, 2010, 「金融商品取引法概説」, 有斐閣.

<웹사이트>

CFTC	http://www.cftc.gov
SEC	http://www.sec.gov
OCC	http://www.occ.gov
국가법령정보센터	http://www.law.go.kr
금융감독원	http://www.fss.or.kr
대법원 종합법률정보	http://glaw.scourt.go.kr
한국거래소	http://www.krx.co.kr
한국거래소 시장감시위원회	http://moc.krx.co.kr
홍콩거래소	http://www.hkex.com.hk