

## OPINION

선임연구위원  
이효섭

## CFD 등 장외파생상품 연계 불법 거래행위 근절을 위한 과제\*

SG증권발 하한가 사태로 차익결제거래(CFD)를 폐지해야 한다는 의견이 있다. CFD는 사적 계약에 기반을 둔 장외파생상품으로, CFD를 폐지하면 TRS, 신종 마진거래 등 새로운 유형의 장외파생상품으로 쓸림이 커져 더 큰 문제를 야기시킬 수 있다. 한국은 2010년부터 장내파생상품에 대한 진입 규제를 강화해온 이후 개인투자자들이 가상자산, FX마진, 해외 레버리지 상품, CFD와 같은 고위험 상품 거래를 늘리는 등 투기적 상품으로의 쓸림현상이 관찰되었기 때문이다. 즉 CFD를 폐지하는 것만으로는 이번 SG증권 사태를 예방하는데 한계가 있고, 장외파생상품을 활용한 각종 불법 거래행위를 근절할 수 있는 근본적인 제도개선이 필요하다. 첫째, KRX 거래정보저장소 보고체계 및 의심거래보고(STR) 제도를 개선하여 CFD, TRS 등 장외파생상품의 거래 투명성을 강화해야 한다. 둘째, 장외파생상품을 활용한 신종 유형의 불공거래행위를 사전에 신속히 적출하고 조사할 수 있도록 시장감시시스템을 고도화하며, 불공정거래 행위의 근절을 위해 범죄자의 인적사항 공개를 확대하고, 불공정거래행위 범죄자에게 자본시장 거래참여를 제한할 필요가 있다. 셋째, 잠재적 불안전판매 예방을 위해 고위험 장외파생상품을 권유할 목적으로 개인전문투자자 등록을 요구하는 행위를 금지시키며, 개인전문투자자에게 장외파생상품을 권유할 때도 설명의무를 부과할 필요가 있다. 넷째, 금융회사가 단기성과 추구를 위해 보수가 높은 고위험 금융상품 위주로 권유하는 판매행태를 개선하기 위해 금융회사의 내부통제 및 성과급 체계 개선을 적극적으로 유도해야 한다.

### 장외파생상품을 활용한 불법 거래행위 유형

파생상품은 양날의 칼과 같다. 선물, 옵션 등의 파생상품은 투자자에게 레버리지 기회를 제공하며, 위험관리 및 가격발견 기능을 제공한다. 반면 기초자산 가격이 예상과 반대로 움직이면 파생상품 투자자는 대규모 손실을 입을 수 있고, 파생상품 규모가 과도하면 '웍더독(wag-the-dog)' 현상이 발생해 기초자산 가격의 변동성이 큰 폭으로 확대되는 등 금융안정을 위협할 수 있다. 특히 장외파생상품은 거래소에 상장되어 관리되는 장내파생상품과 달리, 레버리지가 크고 거래 투명성이 낮아 대규모 투자자 피해를 야기하거나 시스템리스크를 촉발할 수 있는 위험을 가진다. 2008년 글로벌 금융위기를 촉발시킨 주범과 2000년대 중후반 다수의 한국 중소기업들에게 금전적 피해를 입힌 키코(KIKO) 사태의 주범 모두 장외파생상품으로 알려져 있다.

\* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

무엇보다 차익결제거래(CFD), 총수익스왑(TRS) 등 주식을 기초자산으로 하는 장외파생상품은 불공정거래, 잠재적 불완전판매, 조세회피, 공시의무 회피, 변칙적 기업지배구조 형성 등 각종 불법 거래 행위에 활용되기 쉽다.<sup>1)</sup> CFD, TRS는 투자자 니즈에 맞추어 레버리지 및 위험관리 기능을 제공할 수 있는 장점이 있지만 현재 각종 불법 거래행위에 활용되는 등 장점보다 더 큰 단점들이 관찰된다. CFD, TRS를 활용할 경우 원 주문 주체가 드러나지 않아 시세조종 행위, 미공개정보 이용행위를 통해 부당 이득을 수취하거나 손실을 회피하기 쉽다. CFD, TRS 등의 장외파생상품은 금융회사의 불완전판매 수단으로도 악용될 수 있다. 「금융소비자 보호에 관한 법률」(이하 금융소비자보호법)에서는 개인전문투자자에게 장외파생상품 계약체결을 권유하는 경우, 설명의무, 적합성의 원칙, 적정성의 원칙 등 일반 투자자에게 적용하는 주요 판매 규제 적용을 배제하고 있다. 문제는 금융회사가 CFD, TRS 계좌개설을 통한 높은 수수료 수취를 목적으로 일반투자자를 개인전문투자자로 변경하도록 권유할 개연성이 있다. 금융회사가 CFD, TRS 등의 고위험 장외파생상품 권유를 목적으로 일반투자자에게 개인전문투자자 등록을 요구하는 것은 넓은 범주에서 불완전판매 행위로 볼 수 있다.

다음으로 CFD, TRS 등의 장외파생상품은 대주주 양도차익 과세 회피, 증여세 회피 목적 등 조세회피 수단으로 활용될 수 있다. 현행 세법은 상장주식 종목을 10억원 이상 보유하거나 주식 지분율이 일정 수준을 초과한 투자자는 대주주 요건에 해당되어 주식 양도차익에 대해 20~25%의 세금을 납부해야 한다. 이때 대주주가 CFD와 TRS를 활용하면 기초주식에 대한 소유 주체가 드러나지 않아 양도차익에 대한 세금을 경감할 수 있다. 또한 대주주가 CFD, TRS의 거래상대방을 자녀로 하고 기초지수의 손실을 유도할 경우, 통정매매 방식의 증여세 회피 수단으로 악용할 수 있다.

CFD, TRS를 활용하면 공시의무를 회피할 수 있고 의결권을 보유하지 않고 기업의 주주권한을 행사할 수 있는 등 변칙적 기업지배구조를 형성할 수 있다. 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 자본시장법)에 따르면 상장회사 주식 등을 5% 이상 보유한 자는 지분보유 및 변동상황, 보유목적 등의 변경 내용을 공시해야 하는데<sup>2)</sup>, CFD와 TRS를 통해 간접적으로 주식을 취득하면 대량보유 보고의무를 회피할 수 있다. 또한 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」(이하 공정거래법)에 따르면 일정 요건을 갖춘 기업집단을 상호출자제한기업집단으로 지정하여 높은 수준의 공정거래 규율을 적용하는데, CFD와 TRS를 활용할 경우 상호출자 제한 규제를 회피할 수 있다.

이처럼 CFD, TRS 등의 장외파생상품은 불공정거래, 잠재적 불완전판매, 조세회피, 자금은닉, 공시의무 회피, 공정거래규제 회피 등 다양한 불법 거래행위 목적으로 활용될 수 있다. 이에 본고에서는 CFD와 TRS를 활용한 불법 거래행위 근절을 위한 제도개선 방향을 제시하고자 한다.

1) 장외파생상품을 활용한 불법거래 행위에 관한 유형은 정운모·이효섭(2014), 이정두(2016)를 참고하기 바란다.

2) 자본시장법 제147조(주식등의 대량보유 등의 보고) 참조

### 장외파생상품 거래 투명성 강화

CFD, TRS가 불법 거래 목적으로 활용되는 것을 막으려면, CFD와 TRS의 원 주문 주체에 대한 모니터링을 강화해야 한다. 2009년 G20 정상회담에서 모든 장외파생상품을 거래정보저장소(TR)에 보고하도록 합의함에 따라 한국에서도 KRX가 장외파생상품 거래정보저장소로 지정되어, 2021년 4월부터 금융투자회사는 주요 장외파생상품에 대한 거래정보를 KRX 거래정보저장소에 보고해야 한다.<sup>3)</sup> 이자율과 통화를 기초자산으로 하는 장외파생상품 등의 경우 거래 주체, 거래 규모, 계약 체결 정보 등을 KRX 거래정보저장소에 보고해야 한다. CFD의 경우 거래 주체에 대한 보고의무와 더불어 개시담보금액, 유지담보금액, 반대매매 기준 등을 보고하고 있고 CFD와 연계된 계좌정보는 빠져 있어<sup>4)</sup> CFD와 연계된 장내 주식거래 주문 주체를 쉽게 숨길 수 있다. 따라서 CFD, TRS 관련 보고범위의 확대 등 KRX 거래정보저장소 보고체계 강화를 검토할 필요가 있다.

다음으로 금융회사가 장외파생상품 계약을 체결하거나 중개 업무를 수행하는 경우, 불법 거래행위로 의심하는 계약체결 건들에 대해서 금융정보분석원(FIU)에 의심거래로 보고하도록 요구할 필요가 있다. 「특정 금융거래정보의 보고 및 이용 등에 관한 법률」(이하 특정금융정보법)에 따르면 금융회사는 거래상대방이 불법적인 금융거래를 하는 등 자금세탁행위를 하고 있다고 의심되는 합당한 근거가 있는 경우, 해당 사실을 즉시 금융정보분석원장에게 보고해야 한다.<sup>5)</sup> 국제적으로 자금세탁 관련 범죄가 증가하고 있어, 가상자산, 장외파생상품 등을 활용한 자금세탁 범죄를 근절하기 위해 의심거래 관련 위험신호(red flag)를 고도화하고 이를 철저히 모니터링할 필요가 있다.

### 장외파생상품 연계 불공정거래 행위 근절

CFD, TRS는 원 주문 주체를 알 수 없고 레버리지가 크기 때문에 통정매매 등 각종 시세조종 행위와 미공개 중요정보 이용행위(내부자거래) 등 주요 불공정거래 수단으로 활용되기 쉽다. CFD, TRS는 기초자산의 가격 하락에도 배팅할 수 있기 때문에, CFD, TRS는 공매도 규제의 회피 수단으로도 활용될 수 있다. 이처럼 CFD, TRS는 각종 불공정거래 행위 수단에 악용될 수 있기 때문에 CFD, TRS의 기초자산 주식들에 대해 시장감시를 강화해야 한다. 최근 SG증권발 하한가 사태에서 보듯이, 불공정거래 수법은 갈수록 지능화되고 교묘해지고 있어, 장기간에 걸쳐 CFD, TRS 거래와 연계된 불공정거래 수법은 현행 시장감시시스템에서는 탐지하기 어렵다. 장기간에 걸쳐 장외파생상품 등을 활용한 신종 유형의 불공정거래를 신속하게 적출하고 조사하려면, AI 및 빅데이터 관련 우수 인재 채용을 늘리고 대규모 IT 인프라를 확충하는 등 한국거래소 시장감시시스템을 고도화할 필요가 있다. 또한 장외파생

3) 2009년 G20 정상회담에 따른 장외파생상품 규제 합의안 내용은 남길남(2010) 연구를 참조하기 바란다.

4) 한국거래소 거래정보저장업무규정 시행세칙 참조

5) 특정금융정보법 제4조 제1항 제2호 참조

상품을 활용한 미공개 중요정보 이용행위를 근절하기 위해, 내부자가 대규모로 지분을 매도할 때 사전 공시를 의무화할 필요가 있다.

지능화된 불공정거래 행위를 근절하려면 불공정거래 행위자에 대한 제재를 강화해야 한다. 미국, 영국, 일본 등 주요 선진국에서 도입한 불공정거래 과징금 제도를 신속히 도입하고 과징금 산출에 근거가 되는 부당이득(또는 손실회피 금액) 산출 방식도 고도화할 필요가 있다. 자본시장 불공정거래 행위자는 재범 가능성이 높은 가운데, 투자자 피해 최소화를 위해 재범률을 낮추는 노력도 병행되어야 한다. 미국, 캐나다, 영국 등의 사례를 참고하여 자본시장 불공정거래 행위 및 행위자에 대한 제재내역 공개를 확대하고, 이들 불공정거래 행위자에 대해 자본시장 거래참여를 제한할 필요가 있다.

### 장외파생상품 연계 불안전판매 행위 근절

투자성 상품을 일반투자자에게 판매하는 경우 판매회사는 설명의무, 적합성의 원칙, 적정성의 원칙 등 주요 투자권유 규제를 준수해야 한다. 다만 고위험 장외파생상품을 개인전문투자자에게 판매하는 경우 판매회사에 대하여 설명의무, 적합성의 원칙, 적정성의 원칙 등 주요 투자권유 규제의 적용을 배제하고 있다. 문제는 금융회사가 고위험 장외파생상품을 손쉽게 판매할 목적으로 기존 일반투자자에게 개인전문투자자로 변경 등록하도록 요구하고, 충분한 위험설명 없이 투자자 유형 변경과 동시에 고위험 장외파생상품을 권유할 개연성이 있다. 따라서 개인전문투자자로 등록한 후 일정 시간이 경과한 투자자에 한해, 고위험 장외파생상품 투자권유를 허용하는 방안을 검토할 수 있다.

다음으로 개인전문투자자에게도 고위험 장외파생상품을 권유할 때 설명의무 부과를 의무화할 필요가 있다. 미국, 홍콩 등은 자국 개인투자자에게 CFD 투자를 금지시키고 있으며, CFD 투자를 허용하고 있는 유럽의 경우 패키지형 소매투자상품(PRIIPs) 규정 개정으로 CFD를 1~7등급 중 가장 위험한 7등급으로 분류하고 손실 위험 등을 충분히 설명하도록 설명의무를 부여하고 있다. 자본시장법에서도 개인전문투자자에게 판매되는 CFD는 고난도금융상품으로 분류되어<sup>6)</sup>, CFD 권유회사는 손실 위험 등이 포함된 요약 설명서를 개인전문투자자에게 제공할 의무가 있다. 따라서 고난도금융상품과의 규제 적합성을 위해 개인전문투자자에게 장외파생상품을 권유할 때 최소한의 투자권유 규제인 설명의무를 부과하는 방안을 검토할 필요가 있다.

### 장외파생상품 관련 내부통제 강화

「금융회사 지배구조에 관한 법률」(이하 지배구조법)에 따르면, 주요 금융회사들은 내부통제기준 마련 의무와 함께 금융회사가 영업 과정에서 발생할 수 있는 위험을 제때에 인식하고 평가·감시·통제

6) 기관전문투자자에게 판매되는 CFD는 고난도금융상품에서 제외된다.

하기 위한 위험관리기준을 마련할 의무를 가진다.<sup>7)</sup> 이와 관련해서 금융투자업규정에서는 파생상품 영업 및 매매에 관한 내부통제 규정을 별도로 정하고 있는데, 일반투자자와 개인전문투자자 구분 없이 파생상품 영업관리자로 하여금 투자자의 투자목적에 비추어 거래내용이 적합한지 여부, 거래유형별 규모와 빈도가 적절한지 여부, 고객 포지션의 과도한 집중 여부 등을 주기적으로 점검할 의무를 부여한다.<sup>8)</sup> 이처럼 금융회사의 내부통제 기준에서는 고위험 상품 판매 단계 뿐 아니라 판매 이후 사후관리의 요건도 정하고 있다. 문제는 현재 내부통제 규정이 추상적으로 기술되어 있고, 감독자 책임이 명확하지 않아 실효성이 낮다는 것이다. 따라서 금융회사의 내부통제가 실효적으로 작동하기 위해서는 지배구조법 개정을 통해 대표이사과 이사회와 감사의 감독자 책임을 명확하게 규정하는 한편, 금융회사 임직원이 유인을 갖고 내부통제를 충실히 지킬 수 있도록 제재 감면 등 인센티브 부여를 검토할 필요가 있다.

한편 손실 위험이 큰 상품을 판매할수록 금융회사는 높은 판매보수를 수취할 수 있기 때문에 금융회사는 단기성과 극대화를 위해 보수가 높은 고위험 장외파생상품 위주로 투자권유를 수행할 개연성이 있다. 전문투자자에게 판매된 CFD, TRS 등은 금융소비자보호법상 설명의무, 적합성의 원칙 등의 규제를 받지 않기 때문에 금융회사는 단기성과를 높이기 위해 적극적으로 CFD의 영업을 수행했을 개연성을 배제할 수 없다. 따라서 금융회사의 성과급 지급 체계를 개선하여, 현재 단기 판매성과 중심의 보수체계에서 장기 고객성과 중심의 보수체계로의 전환을 유도할 필요가 있다.

### 맺음말

SG증권발 하한가 사태로 CFD를 폐지해야 한다는 의견이 있다. CFD는 사적 계약에 기반을 둔 장외파생상품으로, CFD를 폐지하면 TRS, 신종 마진거래 등 새로운 유형의 장외파생상품으로 쓸림이 커져 더 큰 문제를 야기시킬 수 있다. 한국은 2010년부터 장내파생상품에 대한 진입 규제를 강화해온 이후 개인투자자들이 가상자산, FX마진, 해외 레버리지 상품, CFD와 같은 고위험 상품 거래를 늘리는 등 투기적 상품으로의 쓸림현상이 관찰되었기 때문이다. CFD, TRS 등의 장외파생상품은 파생상품이 가지는 순기능도 있겠으나, 불공정거래 행위, 잠재적 불완전판매, 조세회피, 공시의무 회피, 변칙적 기업지배구조 형성 등에 활용되는 등 다양한 부작용을 가지고 있다. 따라서 이번 사태의 재발을 예방하려면 장외파생상품의 거래 투명성을 강화하고, 장외파생상품과 연계된 불공정거래와 잠재적 불완전판매를 근절하는 노력 등 근본적인 제도개선이 필요하다. 무엇보다 금융회사의 내부통제 및 성과급 체계를 개선하여 금융회사가 단기 수익을 우선하기보다 투자자의 장기수익을 우선하여 영업행위를 수행하도록 유도해야 한다.

7) 지배구조법 제27조 제1항 참조

8) 금융투자업규정 제2-24조 참조

## 참고문헌

남길남, 2010, 『미국의 장외파생상품 규제: 도드-프랭크법을 중심으로』, 자본시장연구원 조사보고서 2010-05.

이정두, 2016, 주식관련 장외파생거래의 제반 문제에 관한 연구, 『증권법연구』 제17권 제1호, 203-245.

정윤모 · 이효섭, 2014, 『파생상품 불공정거래 규제 체계의 개선방향』, 자본시장연구원 연구보고서 2014-02.