증권법학회 세미나 발표 - 1706

자본시장법상 시세관여 불공정거래 규제 개선방향

- 시세조종과 허수성 호가 관계를 중심으로 -

엄세용(한국거래소)

본 발표는 순전히 개인의견이며, 본인의 소속기관의 입장과는 무관합니다.

목 차

I. 연구배경

II. 현행 시세관여 불공정거래 규제

III. 시세조종과 허수성 호가

IV. 주요국의 시세조종과 허수성 호가 규제

V. 우리 법제의 규제 및 개선방향

Ⅰ. 연구배경

◆ 알고리즘 거래 및 고빈도 거래의 발전으로 시세조종의 수단으로서 허수성 호가 또는 스푸핑(spoofing)의 이용이 많아지면서 규제 문제가 확산

- 미국 금융위기 이후 미국 도드-프랑크법 제정으로 허수성 호가에 대한 위법 취급 및 2010. 5월 flash crash의 원인의 하나로 나빈더 빈 사라오의 스푸핑 지적
- EU는 지침으로 스푸핑에 대한 규제 및 형사처벌 강화 권고

◆ 파생상품시장 뿐만 아니라 현물시장(주식시장)에서도 발견되며, 한국도 시세조종 사건에서 시세조종 수단으로 허수성 호가가 개입된 사례 많이 발견

- 우리가 시세조종 또는 교란행위로 규제하는 허수성 호가에 대한 규제 방식의 평가 및 합리적 대안 검토 필요
- 허수성 호가 규제에서 나타난 규제 시스템의 문제를 포함하여 부정거래, 교란행위의 관계 재정립 등 불공정거래 규제체계 개선을 모색

Ⅱ. 현행 시세관여 불공정거래 규제

□ 개 요

○ 공정하고 투명하게 결정되어야 할 증권 등 금융투자상품의 가격을 왜곡

○ 시세조종과 시세관여형 교란행위로 구성되며, 미공개정보를 이용한 정보이용형 불공정거래와 구별

□ 시세조종행위(market manipulation)

○ 시세조종의 5개 유형

– 위장거래, 현실거래, 허위표시, 시세고정▪안정, 현선연계

– 현실거래 시세조종 규제 무용론 : Fischel & Ross의 이론

○ 구성요건

1) 시세 : market price, 최초 상장기준가(신정제지 사건 판결 입법 반영)

2) 변동거래 : 거래성황 오인행위 + 변동거래(일반적으로 양자는 동반)

3) 유인목적 : 적법거래와 위법거래의 식별 지표
– 거래의 동기, 매매 양태 : 유인목적 추정

4) 변동거래와 유인목적의 관계 : 시세조종의 동기가 요건을 충족시키는 일련의 거래와 결합된 경우 시세조종의 목적을 추정(Louis Loss)

□ 시세관여형 시장질서 교란행위(market abuse)

○ 종 류

1) 허수성호가

– 거래성립가능성이 희박한 호가 또는 호가의 반복적 취소▪정정 행위

2) 통정/가장성 매매

– 가장성 매매 : 실질적인 권리이전의 목적이 없는 경우

– 통정성 매매 : 손익이전 또는 조세회피 목적, 동일 시기/동일 가격

3) 풍문유포행위 : 풍문 등으로 상품의 수요공급상황이나 가격에 오해 유발

○ 시세조종과 교란행위의 관계

– 시세관여형 교란행위가 시세조종에도 해당하는 경우에는 형사벌 대상인 시세조종이 우선(법 제178조의2제2항 단서)

□ 부정거래행위

○ 포괄규제 조항으로서, 잠재적으로 시세조종 등에 적용될 가능성

– 미국의 경우 시세조종의 고의 입증 어려움으로 Rule 10b-5를 우회활용

Ⅲ. 시세조종과 허수성 호가

□ 허수성 호가

– 개념 : 매매체결가능성이 없는 호가 또는 호가의 취소반복 행위

– 성격 : 대법원 판례에 의하여 ‘현실거래에 의한 시세조종”으로 판단
(대법원 2002. 6. 14. 선고2002도1256 판결)

□ 요인 및 규제 환경

1) 호가 종류 : 지정가 주문과 시장가 주문, 전량충족조건부 주문(FOK)
– 호가에 대한 행위자의 통제력 확보가 가능한 주문이 많이 이용

2) 호가 공개 : 접속매매(10단계 우선 호가), 단일가매매(3단계 우선호가)

3) 데이트레이딩(day-trading) : 당일중 증권을 사고파는 기법, T+2 결제

– 2015년 기준 유가증권시장 및 코스닥시장의 데이트레이딩 비중은 약 45.43%

4) 알고리즘거래 및 고빈도거래

– 알고리즘 계좌는 대량허수성 매수호가를 시장상승 신호로 인식, 허수성 매도호가는 반대

– 허수성 호가 확산의 주요 원인이며, 시장 불안정 야기로 각국에서 규제 노력

* 미국 SEC는 2016. 6월 초단타매매 전용 거래소 설립 허용(Speed bump, 350 마이크로초 동안 거래 지연시켜 속도경쟁 불평등 문제 완화)

□ 시세조종의 구성 요소와 허수성 호가

1) 변동거래성

- 시세조종 구성요건은 매매거래를 전제로 하고 있지만, 대법원은 "매매계약의 체결에 이르지 아니한 매수청약 또는 매수주문이라 하더라도 유가증권의 가격 상승 또는 하락 효과를 가지고, 제3자의 매매거래 유인하는 성질을 가지는 이상 여기에 해당…. 허수 매수주문도 현실거래에 의한 시세조종에 해당(대법원 2002. 6. 14. 선고 2002도1256 판결)
- 법 제176조 제2항 제1호 전단의 '거래성황 오인행위' 또는 후단의 '변동매매' 인지는 불명확

2) 강한 유인목적성 추정

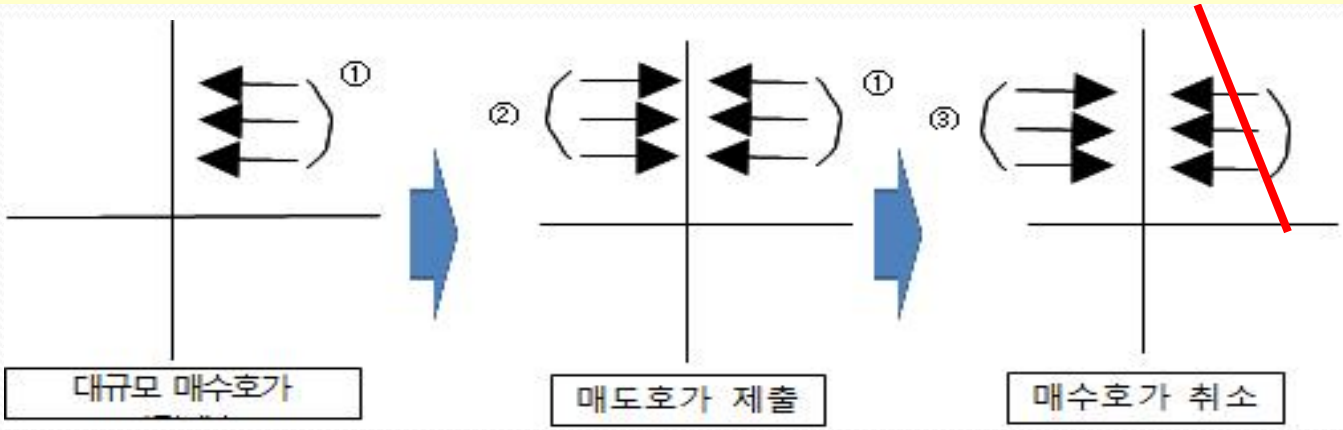
- 허수성 호가는 매매체결의사 없이 체결가능성이 없는 호가를 진열하거나 상습적인 취소로 체결을 회피하는 것이므로 강한 유인목적성이 표출
- 허수성 호가자체의 속성에 비추어 특별한사정이 존재하지 않는 한 유인목적 추정

□ 허수성 호가의 유형 (예시)

1) 유인호가 – 취소 결합형
2) 단일가 매매(시가, 종가) 이용형
3) 대량매수세 오인 유도형
4) 공매도 연계형 및 변동성 완화 장치(VI) 이용형

□ 허수성 호가의 이용형태(단일가 매매시 사례)

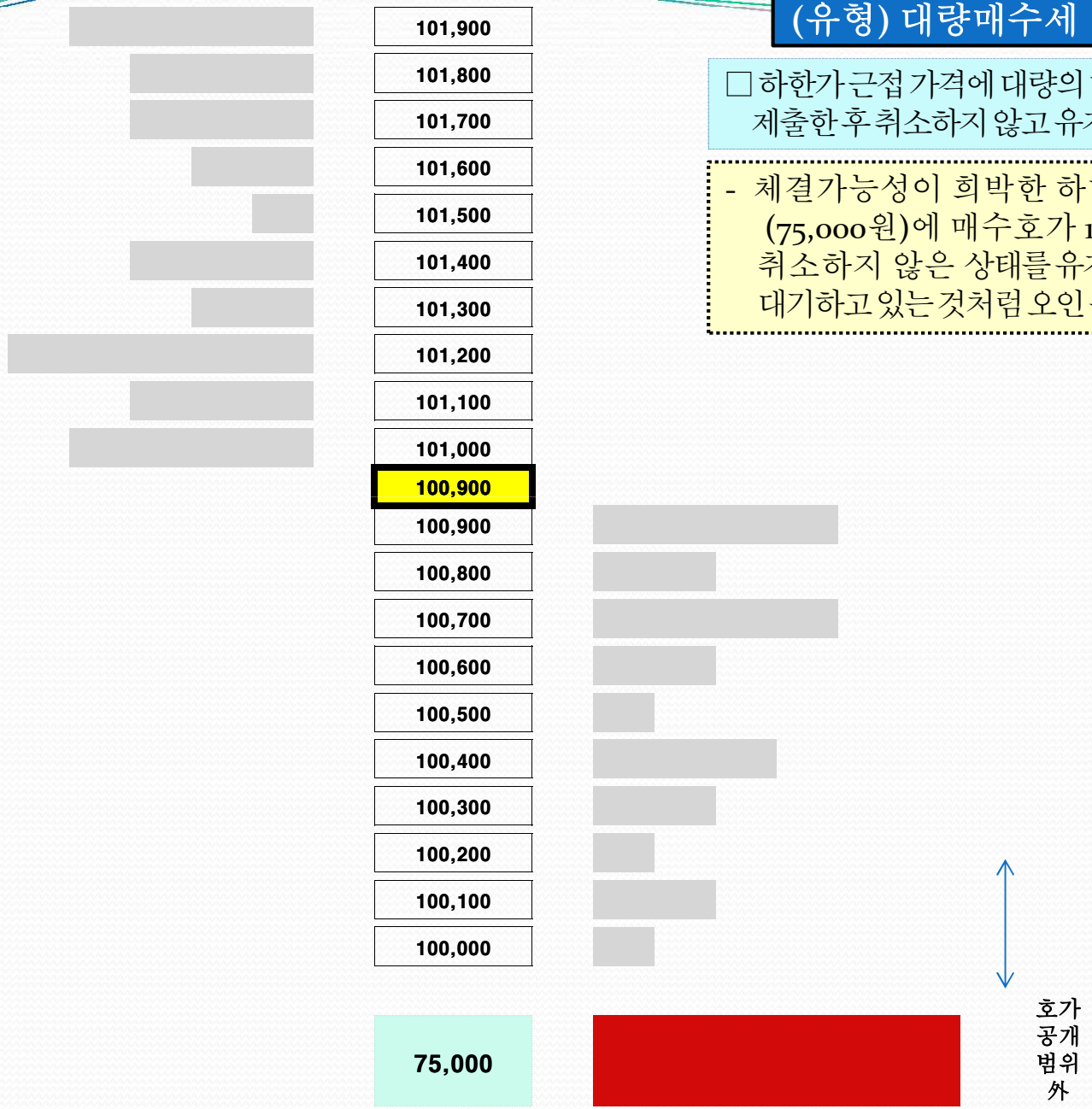
1) 단일가 매매 시간대에 매수측에 대규모 매수주문 제출
2) 체결시각에 임박하여 체결목적의 고가 매도주문 제출
3) 단일매매 체결 직전 기제출 매수주문 취소



(유형) 대량매수세 오인 유도형

□ 하한가 근접 가격에 대량의 허수성 매수호가를 제출한 후 취소하지 않고 유지하여, 시세오인 유도

- 체결가능성이 희박한 하한가 근접가격(75,000원)에 매수호가 10만주를 제출한 후 취소하지 않은 상태를 유지하여, 대량매수세가 대기하고 있는 것처럼 오인 유발



Ⅳ. 주요국의 시세조종과 허수성 호가 규제

1. 허수성 호가 규제 필요성 및 특징

□ 규제 필요성

1) 주문정보의 왜곡
   – 주문잔고에 나타난 시장상황에 기초한 올바른 투자판단을 저해
2) 거래 자유의 남용
   – 진정한 거래의사없이 행하는 비진의표시 내지는 사기적 행위
3) 거래 및 매매시스템 안정 저해
   – 알고리즘 거래는 스푸핑에 쉽게 기망되는 특성이 있음
   – 증권시장 매매시스템에 과부하 야기 및 시스템 오류 유발

□ 규제상의 특징

1) Fischel & Ross의 이론의 적용 한계
   – 수급개입, 거래 유인은 일반 현실거래보다 허수성 호가에서 뚜렷이 나타남
   – 허수성 호가 제출에 따른 비용이 낮고, 행위자가 의도한 대로 가격변동이 일어날 가능성이 현실거래보다 높음
   – 가장매매나 통정매매에 버금가는 기망적 행위이므로 규제의 사회적 비용 문제는 현실거래에 비해 크다고 볼 수 없음

2) 투자자 집단별 영향의 상이성

- (고빈도거래자) : 주문장부의 정보가 중요하므로, 허수성 호가에 부정적
- (일반투자자 및 인덱스펀드): 가격변화가 즉각적으로 일어나야 하므로 부정적
- (장기투자자) : 투자성과가 장기에 결정되기 때문에 시장의 즉각적인 정보 반영이 자신의 손익에 큰 영향이 없으므로 허수성 호가에 중립적

3) 파생상품시장의 특수성

- 기초자산 방향성 예측거래가 많음
- 알고리즘 거래 비중이 높음 : 16년의 경우 거래대금의 약 52.1% 차지
- 차익, 헤지거래자의 참여비중이 높음
- 상품, 종목, 잔존일수 등에 따라 가격 및 유동성 편차가 심해 통일적 허수성 호가 규제가 어려움

* 차익,헤지거래 기능 약화 문제, 알고리즘 거래 위축문제, 방향성 거래 저해 문제 등

2. 미 국

□ 개 관

○ 34년 증권거래법 제정 이전부터 보통법상 사기법리에 의해 시세조종 규제
- 규제기관은 증권은 SEC, 파생상품은 CFTC, 자율규제로 FINRA, NYSE, CME 등

○ 시세조종의 핵심
- 조작된 가격을 자연스럽게 형성된 가격으로 오인하게 한 기망성(판례)

□ 연방증권법상 시세조종 규제

○ 34년 증권거래법
- Sec. 9 : 거래소 시장에서의 시세조종 규제
- Sec. 15(c)(1) 및 (2) : 브로커-딜러의 장외시장에서의 시세조종 규제
- Sec. 14(e) : 공개매수와 관련된 시세조종 금지
- Sec. 10 : 포괄적 사기금지 조항

○ 33년 증권법
- Sec. 17(a) : 거래소 및 장외시장에서의 시세조종 규제에 이용

□ 도드-프랑크법 전▪후 스푸핑 규제

○ 도드-프랑크법 이전

- 증권시장 및 파생상품 시장 모두 34년 증권거래법이나 상품거래법상 포괄적 사기금지 조항 또는 시세조종 금지 규정에 의해 규제

○ 도드-프랑크법 이후

- 증권시장 : 기존 34년 증권거래법 그대로 유지
- 파생상품시장 : 상품거래법 일부 정비
  (1) Sec. 4c(a)(5) 신설 : 스푸핑을 명시적으로 금지
  * 스푸핑 : 당해 매수주문 또는 매도주문이 체결되기 전에 취소할 의도를 가진 매수 또는 매도주문(bidding or offering with the intent to cancel the bid or offer before execution)
  (2) Sec. 6(c) 개정 : 34년 증권거래법 Sec 10b를 모델로 한 조항으로 시도(attempt)행위를 추가
  (3) Sec. 9(a)(2) 시세조종 금지조항 유지

□ 스푸핑 관련 법적 이슈

1) 적용범위 문제

– 트레이더들은 실제 시장에 제출된 주문은 체결위험에 놓인 것이므로 내재적으로 적법한 것이며, 스푸핑은 허상을 만들어 내지만 소유권 변동의 실질이 없는 가장매매나 통정매매와는 다르다고 주장

– '취소의도' 중심으로 스푸핑을 정의한 결과임. 그러나 취소의도는 금융당국이 입증하는 것이고, 해당 트레이더는 적법한 취소사유를 입증하면 면책

2) 알고리즘과 스푸핑

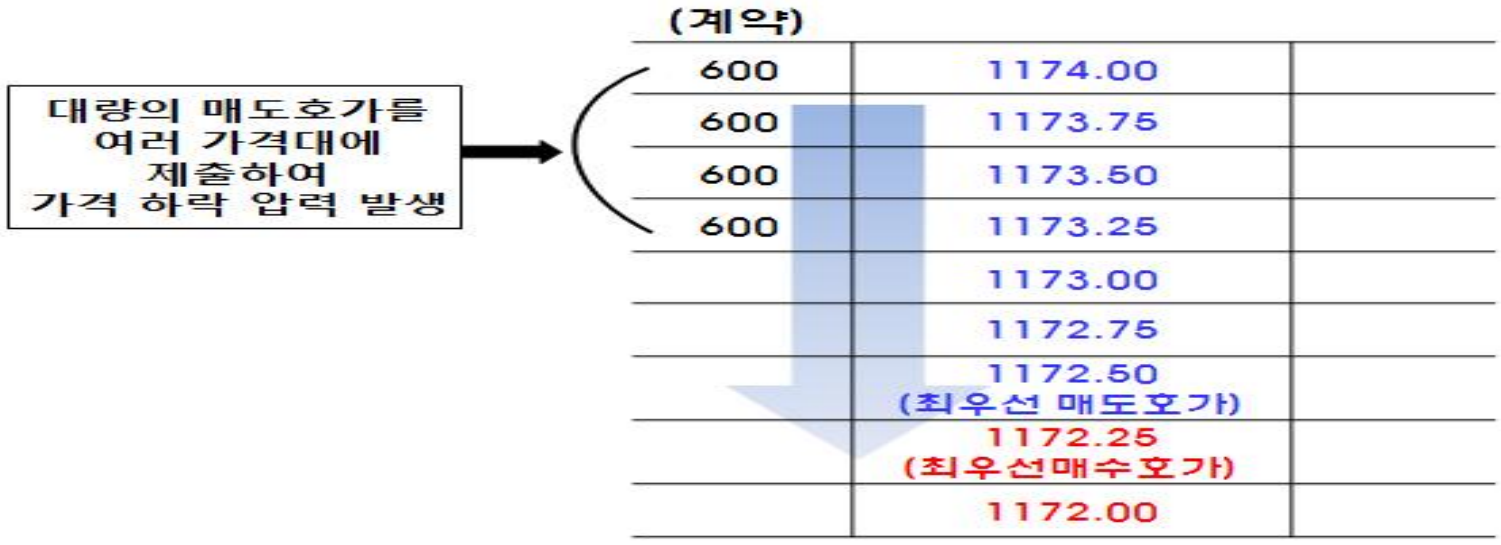
– 주문제출후 바로 해당 주문을 취소할 수 있는 적법한 경우가 많아 규제의 어려움

* 실증분석에 의하면 고빈도거래자는 자신의 주문의 90% 이상을 취소

– 입증을 위해 알고리즘 자체 분석, 수동거래 포함시 이메일, 메시지 등, 매매데이터 (정황증거) 활용

□ 규제사례 : 나빈더 빈 사라오의 E-mini S&P 500 선물 스푸핑('10.5.4)

○ 최우선 매도호가에서 4단계 떨어진 가격대로부터 4개의 가격대(체결 가능성이 낮은 가격대)에 각각 600계약씩 대량의 매도호가를 제출하여 시장에 하락압력 유발
– 당해 매도호가는 일정시간이 지난 후 체결시키지 않고 취소
→ 4건의 상품거래법 위반 혐의로 기소, CFTC는 상품 중개 금지, 민사제재금 청구



2. 영 국

□ 개 관

○ 시세조종, 내부자 거래 등 불공정거래는 형사정의법, FSMA 등에서 행위 성격에 따라 규제

□ 금융서비스시장법(FSMA)상 시장남용행위(Market Abuse)

○ 시세조종, 내부자 거래를 형사처벌만 하는 경우, 성립요건이 엄격하고, 협소한 범위의 남용행위만이 처벌되므로, FSMA가 추구하는 시장의 신뢰, 소비자 보호를 충분히 달성하는데 어려움 극복을 위해 도입

○ 시장남용행위는 FSMA §118, FCA의 시장남용규칙(MAR)

□ 영국의 스푸핑 규제

○ 스푸핑은 FSMA §118의 시장남용에 해당

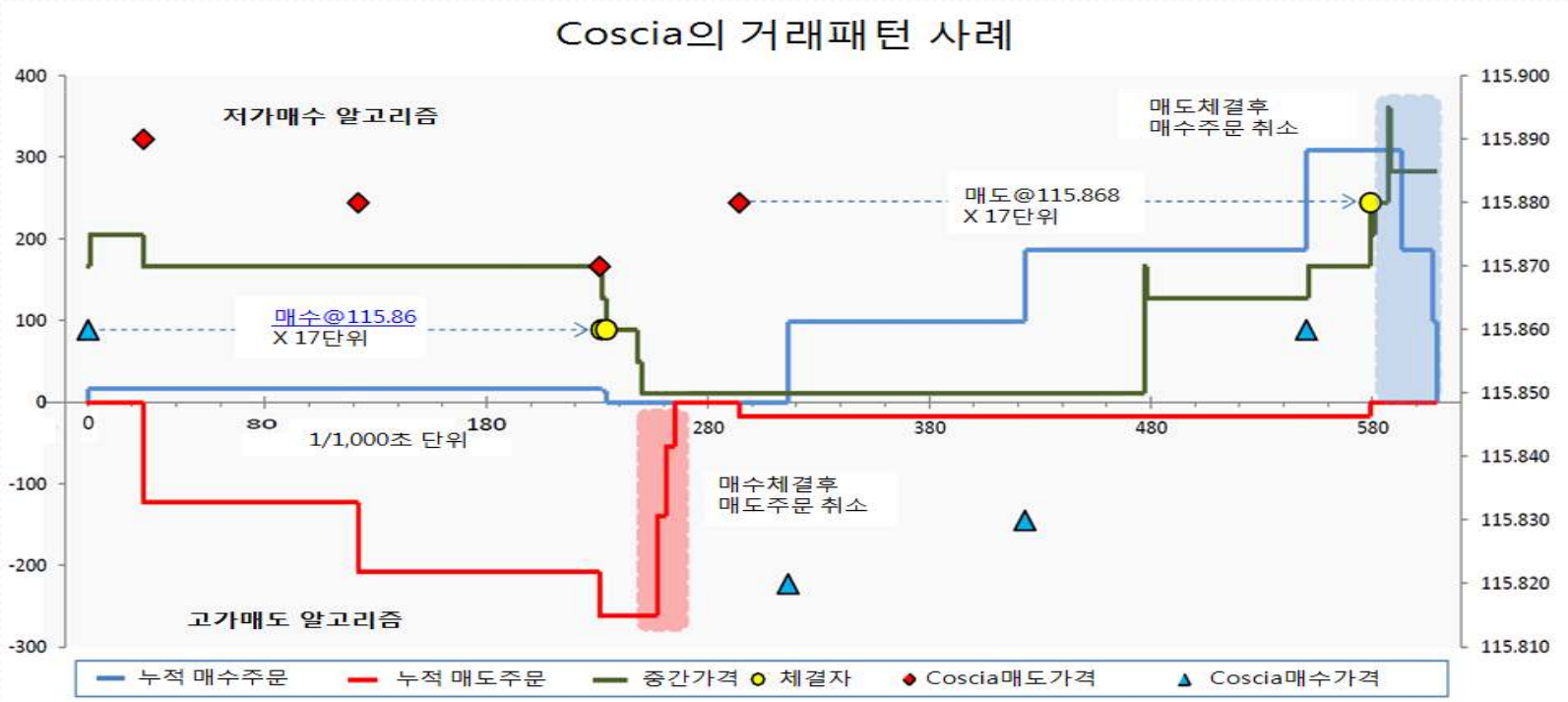
– 투자상품의 수요 또는 공급이나 가격에 허위 또는 오인 가능성이 있는 외관을 갖는 거래 또는 주문행위

□ 규제사례 : 마이클 코샤의 스푸핑

○ ICE시장에서 자신이 만든 자동 알고리즘 프로그램을 이용하여 레이어링 방식으로 밀리세컨드(milliseconds, 1/1,000초) 단위로 초고속의 알고리즘 거래

– 코샤는 저가매수 및 고가매도 알고리즘 트레이딩 을 사용하여 부당이득 획득

→ FCA는 코샤에 제재금 $903,176 부과



3. 일 본

□ 개 관

○ 일본의 시세조종 규제는 금융상품거래법 제159조에서 규제

□ 금융상품거래법상 시세조종행위

○ 시세조종행위는 가장거래, 담합거래, 변동조작, 표시에 의한 시세조종 및 안정조작 등으로 우리 자본시장법과 유사

– 시세조종에 대하여는 10년 이하의 징역 또는 1,000만엔 이하 벌금(병과 가능)

□ 일본의 『見せ玉』 규제

○ 見せ玉은 "약정할 의사없이 주문을 제출하는 것에 의해 제3자의 주문을 유인하여 시세를 변동시키거나 스스로 유리한 가격으로 매매를 하는 행위"

- 見せ玉은 변동조작(현실거래에 의한 시세조종)에 해당하는 것으로 하여 규제

○ 見せ玉에 대하여는 형사벌, 과징금 및 민사책임 부과 가능

□ 규제사례 : 에보 투자자문사(Evo Investment Advisor)의 허수성 호가

○ JPX에서 2014년 5월 15일 08:20 ~ 08:55에 DDS(JPX Mothers 상장회사)를 대상으로 거래 체결의사가 없는 대량의 시장가 매수주문을 다수 증권회사(22사)에 분산, 주문하여 최우선호가를 인위적으로 끌어올린 후, PTS(사설거래시스템)에서 당해 종목의 주가가 상승한 시점에 보유주식 매도 → 과징금 920만엔 부과

구분	시간	JPX	PTS
'14. 5/14	15:00	1,469￥(종가)	-
	16:00	-	1,670￥(PTS 일중 가격)
	19:15	-	1,510￥(PTS 야간거래종가)
5/15	08:20	1,169￥(JPX 최우선호가)	-
	08:20~08:21	1,169￥→1,400￥	-
	08:21~08:22	-	1,182￥→1,420￥
	08:21~08:39	1,400￥→1,769￥	1,399￥~1,650￥의 가격으로 매각 (70만￥ 차익 획득)
	08:51~08:55	1,460￥→1,169￥	

Ⅴ. 우리 법제의 규제 및 개선과제

1. 허수성 호가의 판단

□ 다면적 판단

○ 허수성 호가는 사안에 따라 ‘시세조종’ 또는 ‘교란행위’로 처벌

○ 체결의사의 부재, 취소의도 등 주관적 요건의 입증이 관건이고, 이들의 입증 어려움 및 다양한 면책사유의 존재 가능성을 고려할 필요

□ 매매체결의사의 부재의 판단

○ 내심의 의사이므로 매매양태를 통해 추정, 행위자는 반증을 통해 항변

(1) 매매체결 가능성 기준 : 객관적 가격
- 호가 자체가 체결가능성이 없거나 희박한 경우

(2) 체결회피 의도성 기준 : 취소 및 정정 행태
- 호가 자체는 체결범위내 이더라도 주문자의 취소/정정을 통해 의도적으로 체결을 회피하는 경우

(3) 면책사유 : 유동성 공급 등 정당화 사유 항변으로 제시

□ 판례상의 사례(시세조종)

(1) 허수성 호가 인정

(사례 1) ; 대법원 2002. 6. 14. 선고2002도1256 판결
차익목적으로 6개월간 실제 매수의사가 없는 대량의 허수매수주문을 내어 매수잔량을 증가시키거나 매수잔량의 변화를 심화.. 일반투자자의 매수세를 유인하여 주가를 상승시킨 후 매수주식을 고가에 매도하고 허수매수주문을 취소(총 7,542회에 걸쳐 168개 종목에 허수성 호가 제출)

(사례 2) ; 대법원 2005. 2. 25. 선고 2004도7479 판결
A사 주식 170,000주를 직전 매매체결가보다 150원 낮은 주당 850원에 매수주문을 하는 등 …. 총 54회에 걸쳐 실제 매수할 의사없이 3,749,110주의 매수주문

(2) 허수성 호가 부정

(사례 1) ; 서울고등법원 2009. 3. 19. 선고 2008노2314 판결
허수매수주문이 고가매수주문과 함께 제출됐지만, 주가가 큰 폭으로 변동하는 상황에서, 주가가 상승세였더라도 반드시 매수할 물량은 고가에 매수하면서 가격 급락시 저가에 대량매수할 의도를 가지고 허수매수주문한 경우 시세조종 불인정

(사례 2) : 대법원 2008. 12. 11. 선고 2006도2718 판결

시가로부터 5호가 범위내의 주문이지만 시장상황에 따라 얼마든지 순간적으로 체결될 가능성이 있어서, 비록 단기간 내에 취소할 의도였다 할지라도, 대량의 허수주문을 하는데에는 주문자 자신도 상당한 위험부담을 안게 되므로… 단순히 5호가 범위내 주문이라 하더라도 허수성 주문으로 보지 않았음

▷ (검 토)

- 호가 양태, 시장상황 및 당사자의 항변사유를 전체적으로 고려하여 판단할 필요
- 판례상 허수성 호가 인정 사례는 (1) 상당한 기간에 걸쳐 제출되는 계속성이 있고, (2) 제출 횟수 또는 대상종목수에 있어 대량의 물량이 동원되는 특징
- 판례는 호가의 객관적 양태는 허수성 호가에 해당하거나 그에 근접한 가격이더라도 그러한 호가를 제출하게 된 시장상황이나 해당 주문의 특별한 동기가 인정된 경우에는 시세조종성 부정

2. 규제상 특성 및 문제점

□ **시세조종과 교란행위의 이원화된 규제**(dual regulation)

○ 허수성 호가는 시세조종(형사벌), 교란행위(과징금)으로 처벌

– 허수성 호가의 성격을 어떤 것으로 분류하는 것이 중요한 관건

* 미국, 일본은 사전구분없이 위법성 정도에 따라 처리 방향 결정

○ 이원적 규제의 장단점 평가 : 규제의 효율성 ↔ 제재의 타당성

□ **죄형 법정주의 : 명확성의 원칙**

○ 시세조종형 허수성 호가는 법원 판례에 의하여 인정되므로 범죄와 형벌이 법률에 명확히 규정되어야 한다는 명확성 원칙 위배여부가 문제

– 허수성 호가의 양태와 위법 정도는 사건별로 매우 상이 : 형사소추 또는 과징금 대상의 판별은 매우 어려움

○ 미국에서는 스푸핑 처벌과 관련하여 적정절차(due process) 이슈 발생

– 마이클 코샤는 상품거래법 Sec 4c(a)(5)(C)의 스푸핑 정의 조항은 모호하여 무효라고 주장 → 연방지방법원은 2015. 4월 코샤의 모호성 주장 기각

□ 시세조종과 교란행위 적용의 우선관계

○ 어떤 허수성 호가가 시세조종과 교란행위 양 요건을 충족하는 경우

– 자본시장법은 이 경우 형사벌 대상인 시세조종을 우선(법 제178조의 3)

□ 제재상의 특징 및 문제

○ 위법성 정도에 따라 형벌, 과징금이 선택적으로 부과

○ 부당이득 규모에 연동하는 제재 방식

– 죄형 법정주의 문제[헌재는 합헌 결정 : 헌법재판소 2003. 9. 25. 2002헌바69, 2003헌바41(병합) 결정]
– 부당이득 산정의 정확성 및 객관성 : 업종 변동분, 시세조종 기간의 산정
– 형사정책적 타당성 : 고액 벌금 등 중한 형벌이 범죄 억제에 효과적?
– 외국 입법례 : 호주 2010년 회사법 개정시 시세조종과 내부자거래에 대해 A$495,000 또는 이득액이나 회피손실액의 3배중 많은 금액 또는 징역 10년(병과가능) → 가중은 벌금에 국한, 우리는 징역도 가중

○ 위반정도에 비례하는 다양한 제재수단 부족, 특히 행정제재

3. 개선과제

(1) 현실거래에 의한 시세조종 및 교란행위 구성요건 정비

- 현실거래 시세조종 구성요건에 '청약' 삽입
  - * 미국, EU : transaction('매매', '주문' 을 포함하는 넓은 개념으로 사용), order
    일본 : 매매, 청약
- 허수성 호가 개념 재구성
  - ○ 취소 의도 중심으로 허수성 호가 개념을 수정
    예) '매매를 체결할 의사가 없거나 취소를 목적으로 하는 호가'
- 특별목적의 허수성 호가 및 적용면제 근거 명시
  - ○ 시스템 부하 야기, 타인의 거래 체결 지연 등 규제 필요

(2) 시세조종과 교란행위의 합리적 판별 및 제재 적용

- 동일기능-동일규제 원칙에 따른 객관적 구분지표 마련
- 궁극적으로 일원적 규제로 위법성 정도에 따라 형벌 또는 과징금을 선택가능한 시스템도 검토 필요
- 행정제재 활성화 및 소액과징금 운영으로 신속하고 효과적인 억제

(3) 행정제재 수단의 다양화 및 피해자 구제 강화

- 부당이득 환수
  - ㅇ 경제적 범죄의 효과적인 징벌은 이득 박탈
  - ㅇ 시세조종으로 인한 벌금의 경우 몰수 및 가액 추징
    - 교란행위 과징금의 경우 비용-편익 분석을 통해 도입 여부 검토 필요

- 과징금 제도 개선
  - ㅇ 부당이득금 기준으로 가중하는 교란행위 과징금과 시세조종 벌금간 구분의 적정성 여부 (미국 행정제재인 민사제재금 방식)
  - ㅇ 부당이득 연동방식의 과징금 문제

- Fair Fund 제도의 도입
  - ㅇ 집단소송 등 도입했으나 피해자 구제에 큰 도움이 되지 못하는 상태
    - 환수이익, 과징금 등을 재원으로 하여 피해 회복에 활용

(4) 시세조종 등 불공정거래 규제체계 개선

– 통정성 및 가장성 매매(교란행위)는 시세조종으로 형사규제

○ 교란행위중 기망성이 높은 유형인 통정/가장매매는 시세조종 또는 부정거래로 형사규제

* 현행 교란행위 요건에는 손익이전, 조세회피 목적 등 위법성이 현저한 행위도 규정하고 있어 죄형간 균형에 맞지 않음

– 부정거래와 교란행위 구성요건 조정(통합 등)

○ 포괄규제 조항을 복수로 두는 입법례 드물고, 실효성 여부도 문제

– 신유형 교란행위 규제 근거 마련

○ 교란행위를 존치할 경우, 자본시장에서 다양한 교란행태를 포섭할 수 있는 체계 구축 : (예시)일반조항 추가 또는 증선위가 결정하도록 위임

감사합니다