

2010년 ‘옵션’쇼크와 연계시세조종의 판단기준

- 2016. 1. 25. 선고 서울중앙지방법원
2011고합1120호 사건을 중심으로 -

김 영 기*

I. 사건 개관

1. 범죄사실 개요)

A는 도이치은행 홍콩지점 차익거래부분 팀장 겸 상무, B는 같은 팀 이사, C는 도이치은행 홍콩지점 주식영업부분 리스크 총책임자, 피고인은 도이치증권 주식회사의 주식파생상품부분 팀장 겸 상무이다.

A, B, C, 피고인은 도이치은행과 도이치증권 주식회사의 고유계정에서 장내파생상품인 코스피(KOSPI)200 지수 옵션을 매수한 다음, 2010년 중 지수차익거래를 통해 보유하고 있던 대규모 코스피200 지수를 구성하는 현물 주식을 2010. 11. 11. 옵션만기일에 일시에 전량 매도하여 기초자산인 코스피200 지수를 하락시킴으로써 위와 같은 파

* 전주지방검찰청 남원지청장(부장검사), 한국거래소(KRX) 법률자문관 파견 역임.

1) 범죄사실은 대상 판결문의 2쪽 이하 범죄사실을 인용하였다. A, B, C는 모두 외국인이고, 피고인은 한국인이다. A, B, C는 이 사건 옵션사태에 대한 금융감독원의 기초조사가 진행되던 중 해외로 출국하여 결국 피고인만 기소가 되었는바, A, B, C에 대한 형사제재가 이루어지지 못하였다는 점이 이 사건의 한계이다.

생상품 매수에서 도이치은행과 도이치증권 주식회사에게 부당한 이익을 얻게 할 목적으로,

A는 한국시장 지수차익거래의 총책임자로서 위와 같은 전략을 수립하고 그 실행을 지휘하는 역할을, B는 그에 따른 주식 매도와 파생상품 매수 주문을 처리하는 등의 역할을, C는 본건 거래에 대한 보고를 받아 이를 승인하면서 거래시 손실한도액 등을 설정해 주는 등의 역할을, 피고인은 본건 거래의 효율적 실행방법에 관한 아이디어를 제시하고 도이치은행 홍콩지점이 외국인 소유 제한 등의 이유로 보유하지 못한 에스케이텔레콤(SKI),²⁾ 케이티(KT) 주식을 매도하는 등 거래의 일정 부분을 수행하는 등의 역할을 각 담당하기로 하고,

2010. 11. 11.(목)³⁾ 동시호가 직전인 14:19:56경부터 14:49:58경까지 사이에 당일 만기가 도래하는 2010년 11월물 코스피200 지수를 기초 자산으로 하는 ‘합성선물과 풋옵션(put option) 거래’를 통해 코스피200 지수 하락시 이득을 얻을 수 있는 투기적 포지션을 구축⁴⁾한 다음, 장 마감 동시호가 시간대(14:50~15:00)에 코스피200 지수를 구성하는 200개 종목 중 도이치은행이 보유한 삼성전자 등 198개 종목의 현물 주식 2조 3,731억 4,160만 2,300원 상당은 동시호가 직전 가격 대비 4.5%~10.0% 낮은 가격으로 7회 분할하여 매도 주문을 제출⁵⁾하고, 도

2) 에스케이텔레콤 주식은 도이치은행에서도 일부 보유하였으나 코스피200 지수에 대한 영향을 일정하게 유지하기 위해 필요한 양에 미치지 못하여 그 부족분을 도이치증권 주식회사가 보유하였다. 대상 판결문 각주 2.

3) 본 사건이 발생한 당일이다.

4) 이하 밑줄은 필자가 그은 것이다. 도이치은행은 합성선물거래로 255.0p 콜옵션 19,645계약을 매도하고 같은 행사가 풋옵션 19,595계약을 매수하였고, 이와는 별도로 252.5p 풋옵션 30,000계약과 255.0p 풋옵션 21,007계약을 매수하였다. 한편 도이치증권 주식회사는 13:03:30~14:41:19경 255.0p 풋옵션 2,000계약을 매수하였는데, 도이치은행과 도이치증권 주식회사의 이와 같은 옵션거래는 뒤에서 검토하는 바와 같이 지수차익거래와는 무관하게 오로지 코스피200 지수 하락시 이익을 목적으로 한 것으로 볼 수 있다. 대상 판결문 각주 3 참조.

5) 동시호가 직전 199개 종목의 가격대비 4.5% 낮은 가격을 일괄적으로 지정(3회 주문시에는 10% 낮은 금액)하여 동시호가 시간대에 약 1분여 간격으로 시장 상황(예상 지수)을 지켜보며 지정가로 주문을 제출하였다. 본건 주문은

이치증권 주식회사가 보유한 에스케이텔레콤, 케이티 2개 종목의 현물 주식 693억 3,678만 5,000원 상당은 시장가로 7회 또는 9회 분할하여 매도 주문을 제출하는 방법⁶⁾으로 코스피200 지수를 동시호가 직전 254.62p에서 247.51p로 7.11p 급락(▽2.79%)시키고, 이로 인하여 위와 같이 매수한 풋옵션 등에서 도이치은행과 도이치증권 주식회사에게 총 448억 7,873만 3,524원⁷⁾의 이익을 얻게 하였다.

이로써 피고인은 A, B, C와 공모하여 장내파생상품 매매에서 도이치은행과 도이치증권 주식회사에게 부당한 이익을 얻게 할 목적으로 그 장내파생상품의 기초자산의 시세를 변동시키는 행위를 하였다.⁸⁾

로 지수가 하락하였다가 다시 회복되는 추세를 보이면 다음 주문을 내어 주가를 계속하여 하방으로 떨어뜨렸다. 대상 판결문 각주 4 참조.

- 6) 동시호가 직전에 '지정가로 매도주문을 내고, 단일가 매매방식이 적용되는 동시호가 시간대에 '시장가로 매도주문을 냈다는 것은 매매를 통한 이익실현보다 매도를 통한 추가하락에 더 큰 목적이 있었음을 의미한다고 평가할 수 있을 것이다. 주문방식도 당사자의 의사를 추정하는 중요한 간접사실 중 하나이다.
- 7) 도이치은행은 436억 9,537만 1,124원의 이익을, 도이치증권 주식회사는 11억 8,336만 2,400원의 이익을 각 얻었다. 대상 판결문 각주 7.
- 8) 피고인이 소속되어 있던 도이치증권 주식회사도 자본시장과금융투자업에 관한 법률(이하, '자본시장법'으로 약칭한다)상 양벌규정(제448조)에 근거해 기소되었고 동 사건에서 1심 유죄(벌금 15억원) 선고되었다. 재판과정에서 피고인 도이치증권 주식회사는 '내부 준법감시통제시스템 등을 갖추고 종업원에 대한 준법교육, 업무과정에 대한 모니터링, 사후교육 등 직원들의 위법행위를 방지하기 위해 통상적으로 기울여야 하는 상당한 주의와 감독을 다하였다'고 주장하였으나 법원은 '그와 같은 것은 일반적·추상적 수준의 조치에 불과할 뿐이고 오히려 피고인 회사도 피고인이 이 사건 차익거래를 수행하고 있음을 사전에 인지하고 있었던 점, 이 사건 당일 이 사건 차익거래가 청산될 것임을 알면서도 이에 관한 검토나 감시를 소홀히 하였던 점, 차익거래를 실행하는 담당자들간 정보교류의 차단이나 휴대전화기 사용금지 등 내부통제시스템도 제대로 작동시키지 않은 점 등을 종합할 때 상당한 주의와 감독을 다하였다고 볼 수 없다'며 피고인 도이치증권 주식회사의 주장을 배척하였다. 다만, 본고에서는 피고인과 A, B, C의 위법행위를 중심으로 검토한다.

2. 피고인의 변소 요지와 1심 선고형량

피고인은 수사 및 재판과정에서 줄곧 ‘자신은 한국의 청산규정 등을 제대로 알지 못하는 도이치은행 A, B, C에게 한국거래소의 시장감시시스템 등을 알려주며 자문을 하였을 뿐 A, B, C와 범행을 공모한 사실이 없고(공모관계의 부정), 2010. 11. 11. ‘11월물’ 옵션만기일 당일 풋옵션을 매수한 것은 자신이 도이치증권 주식회사 소속 파생상품 팀장의 업무로서 수행 중이던 ELW⁹⁾의 해지를 위한 것이었지 도이치증권 주식회사에 부당한 이익을 얻게 할 목적이 아니었다(범의의 부인)’는 취지로 변명하였다.

그러나 법원은 ‘피고인의 본건 기능적 행위분담을 통한 A, B, C와의 공모관계는 물론 시세조종의 범의도 인정된다’면서 피고인에게 징역 5년¹⁰⁾을 선고하였다.¹¹⁾

한편 이 사건의 중요한 쟁점 중 하나는 ‘금융감독원 선임조사역이 피고인, A, B, C를 상대로 작성한 각 문답서의 증거능력 유무’였다.

피고인은 ‘금융감독원 선임조사역은 법률에 따라 수사권한이 인정되는 수사기관에 해당하지 않으므로 선임조사역에 의해 작성된 문답서와 문답서에 기초해 수집된 증거들은 모두 위법수집증거에 해당하여 증거능력이 없다’고 주장하였다.

그러나 법원은 ‘금융감독원장은 자본시장법 제438조 제4항, 동법 시행령 제387조 제3항, 제426조 제2항 등에 근거해 증권선물위원회로

9) ELW(주식워런트증권, Equity Linked Warrant)는 특정 주식이나 주가지수를 미래의 특정시점에 미리 정해진 가격으로 사거나 팔 수 있는 권리(즉 옵션)가 부여된 유가증권을 말한다. ELW는 본질적으로 옵션과 유사하지만 특정 증권 회사에서 발행하여 상장한 뒤 한국거래소 시장을 통해 거래되는 유가증권이고, 발행회사가 유동성공급자(LP)로서 ELW시장에 유동성을 공급하므로 투자자는 유동성에 대한 우려없이 원활하게 ELW를 거래할 수 있다는 점에서 옵션과 다르다. LP는 매도한 ELW와 반대방향으로 주식이나 옵션을 매수함으로써 ELW거래의 위험을 해지한다. 대상 판결문 43~44쪽 참고.

10) 대법원 양형기준에 의한 피고인의 법률상 처단형의 범위는 ‘징역 5년~징역 30년’으로 법원은 최하한형을 선고하였다.

11) 본건은 피고인 등의 항소로 현재 항소심 진행 중에 있다.

부터 자본시장법위반 등의 조사업무집행을 위해 조사에 필요한 장부, 서류나 그 밖의 물건제출은 물론 관계자의 출석과 진술을 요구할 수 있으므로 금융감독원 선임조사역의 본건 조사활동은 적법하다. 설령 본건 각 문답서가 권한없는 자에 의해 작성되었다고 하더라도 문답서 작성 대상자에 대한 권리침해의 정도, 피고인과의 관련성, 절차위반행위와 증거수집사이의 인과관계 등을 종합할 때 그러한 절차위반행위가 적법절차의 실질적 내용을 침해하는 경우에 해당하지 아니하고 오히려 그 증거의 증거능력을 배제하는 것이 헌법과 형사소송법이 형사소송에 관한 절차조항을 마련하여 적법절차의 원칙과 실제적 진실규명의 조화를 도모하고 이를 통하여 형사사법정의를 실현하려 한 취지에 반하는 결과를 초래하는 것으로 보인다(대법원 2007. 11. 15. 선고 2007도3061 전원합의체 판결 참고)¹²⁾며 문답서의 증거능력을 인정하였다.

금융감독원 선임조사역의 문답조사는 수사활동이 아니라 수사활동을 보조하기 위한(또는 수사활동에 선행하는) 행정조사이고 자본시장법에 근거가 마련되어 있으므로 원진술자의 진술에 의해 성립의 진정함이 증명된다면(형사소송법 제313조 제1항) 증거능력을 인정하여야 할 것이다. 원심 법원의 판단이 타당하다고 생각한다.

II. 차익거래와 옵션투자의 기본 이해

1. 선물과 옵션

선물(futures)거래는 현재 시세로 매매계약을 체결하되 미래의 특정 시점에 결제를 실행하기로 하는 내용의 계약을 말하고, 옵션(options)거

12) 대상 판결문 7~9쪽 참고. 다만 사건으로, 이 사건에서 법원은 '금융감독원 선임조사역의 문답서는 자본시장법에 근거해 작성된 서류로서 권한있는 자가 작성한 문서이며 형사소송법 제313조 제1항에 따라 증거능력이 있다고 판시하면 충분하지 더 나아가 '가사 권한없는 자에 의해 작성되었다고 하더라도...'라는 판단은 불필요하다고 본다.

래는 어떤 상품을 특정기일 또는 특정 기간 내¹³⁾에 특정 가격으로 사거나 또는 사지 않거나 팔거나 또는 팔지 않아도 되는 권리를 매매하는 거래를 말한다.¹⁴⁾

옵션거래도 일종의 선물거래라 할 수 있고, 현재를 기준으로 장래 발생할 위험을 거래 당사자들이 안분하며, 현물에서 파생된 상품이라는 점에서는 선물과 옵션이 공통된다.

그러나 당사자들의 권리, 계약목적물, 본 계약의 체결시점, 한국거래소 시장에서의 1계약당 매매단가,¹⁵⁾ 특히 선물거래와 달리 옵션거래에서는 옵션매수자가 계약금을 포기하고 권리행사를 하지 않음으로써 손실규모를 계약금에 한정할 수 있는 반면 선물거래에서는 그와 같은 안전장치가 없다는 점 등에서 양자는 차이가 있다.

2. 코스피200 선물과 코스피200 옵션

코스피200 선물과 코스피200 옵션은 우리 자본시장의 대표적 파생상품이다.

‘코스피200’이란 유가증권시장에서 시가총액 비중이 큰 200개 종목의 시가총액을 근거로 만든 주가지수를 말한다. 시세 단위는 포인트이고, 지수 산출 기준시점은 1990. 1. 3.이며, 시장 대표성·유동성·업종 대표성 등을 고려하여 연 1회 한국거래소의 선물·옵션 주가지수 운영위원회가 ‘200개’에 새로이 편입하거나 제외할 종목을 심의한다.¹⁶⁾

‘코스피200 선물’이나 ‘코스피200 옵션’은 ‘코스피200’ 주가지수를 선물이나 옵션으로 거래하기 위해 인위적으로 만들어낸 금융상품이라 할 수 있는데 코스피200선물은 3월물, 6월물, 9월물, 12월물 등 네 가

- 13) 계약 후 특정일(만기일)이나 그 전까지 권리행사가 가능한 옵션을 미국식 옵션이라 하고, 특정일에만 권리행사가 가능한 옵션을 유럽식 옵션이라 부른다. 한국거래소가 운영하는 자본시장에서는 유럽식 옵션상품만 거래되고 있다.
- 14) 옵션거래는 매매계약을 체결할 권리를 사고 파는 것이므로 일종의 ‘매매예약’이라고도 할 수 있다.
- 15) 선물 1계약당 매매단가는 50만원이고, 옵션 1권리당 매매단가는 10만원이다.
- 16) ‘코스피200’에 상응한 코스닥시장의 주가지수는 ‘코스닥50’이다.

지 종류가 있고 각 상품의 결제일은 해당월 둘째 주 목요일이며, 코스피200옵션은 매월물 상품이 거래되고 각 상품의 결제일은 매월 둘째 주 목요일이다.¹⁷⁾

한편 선물과 옵션의 혼합거래방식 중에는 '합성선물(synthetic futures)'이라는 것도 있는데 '합성선물'은 만기가치가 선물과 같아지도록 옵션만을 이용해서 만드는 포지션으로서¹⁸⁾ 차익거래로 보유한 현물에 대한 반대포지션을 선물로 구축하지 않고 같은 손익구조를 갖는(예를 들면 행사가가 같은) 옵션(콜옵션, 풋옵션)을 합성해 구축하는 것을 말한다. 합성선물의 매수는 콜옵션을 매수하고 풋옵션을 매도하는 방법으로 이루어지고 합성선물의 매도는 콜옵션을 매도하고 풋옵션을 매수하는 방법으로 이루어진다.¹⁹⁾

3. 매수차익거래와 매도차익거래

한편 파생상품거래는 미래 시세를 알 수 없어 손실위험이 상존하고 투자자로서는 늘 불안하기 마련이다. 그러다보니 파생상품거래와 반대방향으로 현물거래를 함으로써 위험을 해지하는 경우가 많다.

그런데 현물과 선물거래를 동시에 하는 경우 현물과 선물 가격의 일시적 불균형을 이용해 이득을 보기도 하는데²⁰⁾ 현물과 선물의 베이스 차이(가격 차이)를 활용하여 수익을 추구하는 거래를 차익거래(arbitrage trading)라 한다.

17) 따라서 매년 3월, 6월, 9월, 12월 둘째 주 목요일에는 선물과 옵션의 결제(청산)가 중복된다.

18) 동일한 행사가의 콜옵션과 풋옵션을 동일한 수량으로 각 5계약 이상 매수하면(옵션은 1계약의 기본단위가 10만원인 반면 선물은 50만원이므로 선물효과를 얻기 위해서는 옵션 5계약 이상을 매수하여야 한다) 선물과 같은 효과를 얻을 수 있는데 이를 '합성선물'이라 하는 것이다. 합성선물의 가격(포인트)은 (옵션의 행사가격 + 콜옵션 프리미엄 - 풋옵션 프리미엄)으로 계산한다.

19) 대상 판결문 각주 3 등 참고.

20) 이론상으로는 청산 전까지 현물과 선물의 가격이 같을 수 없기 때문에 현물과 선물 병행거래에서는 늘 차익이 발생하게 된다.

차익거래 중 주가지수(index)와 주가지수 선물을 매매하는 차익거래를 지수차익거래라고 한다. 다만 주가지수를 매매하는 시장은 현실적으로 존재하지 않기 때문에 차익거래자가 선물의 기초자산을 인위적으로 만들어야 한다. 코스피200지수 선물을 이용한 지수차익거래의 경우 코스피200지수를 구성하는 주식들을 시가총액 구성비율에 따라 매수하여 포트폴리오(주식 바스켓²¹⁾)를 구성함으로써 주가지수를 복제하게 된다.²²⁾

지수차익거래에는 현물을 매수하고 선물을 매도하는 ‘매수차익거래’와 현물을 매도하고 선물을 매수하는 ‘매도차익거래’가 있다.

‘매수차익거래’는 현물인 주식 포트폴리오가 주가지수 선물에 비해 상대적으로 저평가 되었을 때(콘탱고 상태) 투자자는 주가지수 선물을 매도함과 동시에 (일정한 이자를 부담하고 차입한 자금으로) 대상 주가지수에 속한 주식들(포트폴리오)을 매수한 후, 선물의 만기나 현물과 선물의 가격이 균형을 이룰 때 또는 그 가격차이가 축소된 때에 처음 거래와 반대로 선물을 매수하고 보유하고 있던 주식들을 매도(그 매도대금으로 차입금을 상환한다)하는 방법으로 이루어진다.

‘매도차익거래’는 매수차익거래와 반대로, 현물인 주식 포트폴리오가 주가지수 선물에 비해 상대적으로 고평가 되었을 때(백워드이션) 투자자는 주가지수 선물을 매수함과 동시에 대상 주가지수에 속한 주식들(포트폴리오)을 공매도한 후(그 공매도대금을 일정한 이자율로 운용하게 된다), 선물의 만기나 현물과 선물의 가격이 균형을 이룰 때 또는 그 가격차이가 축소된 때에 처음 거래와 반대로 선물을 매도하고 주식들을 매수하는 방법으로 이루어진다.²³⁾

지수차익거래를 위해서는 현물이나 선물을 매수 또는 매도해야

21) 일정 수 이상 여러 종목의 주식을 한꺼번에 거래하는 것을 ‘바스켓 트레이딩(basket trading)’이라고 하며, 이때 여러 종목 주식들의 묶음을 ‘바스켓(basket)’이라고 한다.

22) 대상 판결문 12쪽.

23) 대상 판결문 13쪽.

하므로 그 과정에서 발생하는 수수료, 세금 등 거래비용, 시세 오차 (tracking error)²⁴⁾ 등도 함께 고려하여야 한다.

주가지수 선물 가격이 위와 같은 비용을 상쇄할 만큼 충분히 이론 가격보다 높거나 낮게 형성되었을 경우 지수차익거래가 가능하므로 지수차익거래 여부를 결정함에 있어서는 선물 가격뿐만 아니라 거래 비용, 시세 오차, 시장충격 비용 등을 최대한 정확히 예측하고 계산하여야 한다.²⁵⁾ 이와 같은 이유로 사실상 개인은 차익거래를 하기 어렵고 대부분 기관투자자들이 컴퓨터 프로그램매매를 이용하여 대규모로 차익거래를 하고 있다.²⁶⁾

Ⅲ. 연계시세조종의 구성요건과 형사책임

1. 개요

우리 자본시장법은 제176조 제1항에서 제3항까지 상장증권 또는 장내파생상품과 관련된 시세조종을 금지하고 있다. 그런데 현물시장

24) 대상 판결문에서는 '추적 오차'라는 표현을 사용하였다(대상 판결문 14쪽). 시세 오차는 현물인 주식 바스켓과 주가지수의 움직임이 일치하지 않아 발생하는 비용을 말한다. 즉 코스피200 지수 선물을 이용한 지수차익거래의 경우 코스피200 지수를 구성하는 200개의 종목 전체를 시가총액 구성비율과 똑같이 매수하여 포트폴리오를 구성하였을 경우 주식 바스켓이 주가지수를 거의 정확하게 따라가게 되지만 200개 종목 중 일부만으로 바스켓을 구성하거나 구성비율이 다를 경우 주식 바스켓이 주가지수를 정확하게 쫓지 못하게 되어 실제 주가지수와 주식 바스켓의 주가지수간에 차이가 발생하게 되는데 이를 시세 오차라고 부르는 것이다. 대상 판결문 각주 20 참조.

25) 대상 판결문 13~14쪽 참조.

26) 차익거래와 연관된 기관투자자들의 프로그램 대량매매로 특히 만기일에 포지션 청산을 위한 현물 매도·매수 물량이 시장에 쏟아져 주가가 요동을 치는 경우가 종종 발생한다. 증권가에서는 주가가 요동치는 선물만기일을 마녀가 날뛰는 날에 비유해 위칭데이(witching day)라고 부른다. 1년에 네 번(3월, 6월, 9월, 12월) 둘째 주 목요일에는 지수 선물·지수 옵션과 개별주식 선물·개별주식 옵션의 만기가 겹치게 되는데 이를 '네 마녀의 날'(quadruple witching day)이라고 하기도 한다.

과 현물시장에서 파생된 파생상품시장은 현물시장의 기초자산 가격변동에 의해 장내파생상품의 가격이 영향을 받는 등(그러므로 장내파생상품의 수익과 손실을 좌우하는 중요변수는 결국 ‘현물시세’이다) 직접적이고 밀접하게 연관되어 있으므로²⁷⁾ 특히 파생상품에서 이득을 얻기 위해 그와 연관된 현물의 시세를 조종할 유인이 존재할 가능성을 배제하기 어렵다.

이에 동법 제176조 제4항은 ‘④ 누구든지 증권, 파생상품 또는 그 증권·파생상품의 기초자산 중 어느 하나가 거래소에 상장되거나 그 밖에 이에 준하는 경우로서 대통령령으로 정하는 경우에는 그 증권 또는 파생상품에 관한 매매, 그 밖의 거래와 관련하여 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하여서는 아니된다. 1. 파생상품의 매매 등에서 부당한 이익을 얻거나 제3자에게 부당한 이익을 얻게 할 목적으로 그 파생상품의 기초자산의 시세를 변동 또는 고정시키는 행위, 2. 파생상품의 기초자산의 매매 등에서 부당한 이익을 얻거나 제3자에게 부당한 이익을 얻게 할 목적으로 그 파생상품의 시세를 변동 또는 고정시키는 행위, 3. 증권의 매매 등에서 부당한 이익을 얻거나 제3자에게 부당한 이익을 얻게 할 목적으로 그 증권과 연계된 증권으로서 대통령령으로 정하는 증권 또는 그 증권의 기초자산의 시세를 변동 또는 고정시키는 행위, 4. 증권의 기초자산의 매매 등에서 부당한 이익을 얻거나 제3자에게 부당한 이익을 얻게 할 목적으로 그 증권의 시세를 변동 또는 고정시키는 행위, 5. 파생상품의 매매 등에서 부당한 이익을 얻거나 제3자에게 부당한 이익을 얻게 할 목적으로 그 파생상품과 기초자산이 동일하거나 유사한 파생상품의 시세를 변동 또

27) 통상, 현물시장을 ‘몸통’에 파생상품시장을 ‘꼬리’에 비유한다. 당연히 ‘몸통’이 ‘꼬리’를 흔드는 것이 보통인데 때로는 파생상품정산을 위한 현물거래로 현물시장이 큰 충격을 받기도 한다. 이와 같은 역방향 현상을 가리켜 ‘개의 꼬리가 개의 몸통을 흔든다’(tail wag the dog)고 한다. 파생상품에서 이득을 보기 위해 그 기초자산인 현물의 시세를 조종하는 행위도 ‘꼬리가 몸통을 흔드는 행위’에 비유할 수 있을 것이다.

는 고정시키는 행위'로서 '연계시세조종의 금지'를 규정하고 있다.

1호는 '현선 연계시세조종(순방향 연계시세조종)', 2호는 '선현 연계시세조종(역방향 연계시세조종)', 3호는 '현현 연계시세조종²⁸⁾', 5호는 '선선 연계시세조종'을 금지하는 것으로 이해할 수 있다.²⁹⁾ 본건과 관련하여서는 제1호 현선 연계시세조종이 문제된다.

2. 형사책임

연계시세조종행위를 한 자는 자본시장법 제443조 제1항에 따라 10년 이하의 징역 또는 그 위반행위로 얻은 이익이나 회피한 손실액의 1배 이상 3배 이하에 상당하는 벌금에 처한다. 또한 그 이득액이나 손실회피액수에 따라 가중처벌한다(동법 제443조 제2항).

본건의 경우, 피고인은 그 이득액수가 50억원 이상이어서 '무기 또는 5년 이상의 징역형'에 처할 수 있는 대상이었는데, 앞서 언급한 것처럼 1심 법원은 피고인에 대해 법정형(처단형) 하한형인 '징역 5년'을 선고하였다.³⁰⁾

IV. 본건 사실관계의 정리

1. 사건 이해의 전제

본건 피고인과 A, B, C의 시세조종 공모범의 등을 판단하기 위해

- 28) 특히 동법 제176조 제4항 제3호, 동법 시행령 제207조 제4호는 ELS(추가연계증권)의 발행자들이 만기 상환의무를 면하기 위해 기초자산의 시세를 조종하는 행위를 명시하여 시세조종행위로 보고 있다. 참고로, ELS의 델타해지거래 관련된 최근의 시세조종 등 형사법적 쟁점(특히 미래에셋증권 시세조종사건 등)에 대해서는 나지수, '추가연계증권(ELS) 델타해지거래 관련 분쟁의 분석', 서강대학교 대학원 법학과 석사학위논문(2015. 12), 49쪽 이하 참조.
- 29) 김정수, 자본시장법원론, 서울파이낸스앤로그룹(2014), 1296쪽 이하 ; 한국증권법학회, 개정판 자본시장법 주석서(I), 박영사(2015), 1126쪽 이하 ; 김건식·정순섭, 자본시장법(제3판), 두성사(2013), 461쪽 이하.
- 30) 다만 1심 법원은 피고인에 대해 유죄의 징역형을 선고하면서 법정구속은 하지 아니하였다.

서는 정확한 사실관계 파악이 요구된다. 사실관계는 ‘2010. 11. 11.(목) 옵션만기일 전까지 정상적인 차익거래 상황’, ‘2010. 9.경부터 위 옵션만기일 전, 특히 옵션만기일 직전인 2010. 11. 8.(월)~11. 10.(수) 상황’, ‘2010. 11. 11. 이 사건 거래일 당일 상황’의 세 단계로 나눠 살펴볼 필요가 있다.³¹⁾

가. 2010. 11. 11.(목) 옵션만기일 전까지 매도·매수 정상 포지션

① A는 도이치은행 홍콩지점 ASG³²⁾의 담당 상무로서 코스피200 지수차익거래에 관한 실질적인 결정권한을 보유하고 있었고, B는 같은 지점 ASG 이사로서 코스피200 지수차익거래를 직접 운용한 실무 책임자였으며, C는 도이치은행의 주식부문 거래 및 위험 담당 부서장으로서 A의 직근 상급자였다.

② ASG는 2009. 9. 24.부터 도이치은행의 자기자본을 이용하여 110억원 상당의 주식 등을 매수하면서 코스피200 지수차익거래를 시작하였는데 2010. 7. 14. 매수차익잔고가 1조 1,300억원에 이를 정도로 거래규모가 꾸준히 증가하였다. 2010. 7.경 ASG의 접속시스템 성능이 개선되어 더 많은 지수차익거래 주문·체결이 가능해졌고, 2010. 9.경부터는 현물에 대한 반대포지션을 선물뿐 아니라 합성선물로 구축하기 시작하였으며, 2010. 11. 10.경 매수차익거래 잔고는 2조 1,079억원으로 늘어났다.

③ 2010년 초순경부터 시세 오차 및 델타 관리 등을 이유로 도이치은행의 계열사로서 피고인이 소속되어 있던 도이치증권 주식회사 한국지점(이하 ‘DSK’라고 한다)에서 ASG의 코스피200 지수차익거래를 통합하여 관리했고, 특히 도이치은행이 외국인의 상장주식취득 한도 때문에 매수하지 못하는 에스케이텔레콤, 케이티 주식을 DSK가 자기

31) 이하 단계별 사실관계는 대상 판결문 15쪽 이하의 사실관계를 필자의 발표내용에 맞춰 요약, 정리한 것이다.

32) Absolute Strategy Group. 도이치은행의 하위조직으로 지수차익거래를 담당하는 부서이다.

자본으로 매수하여 보유하게 되었다.

④ ASG는 지수차익거래를 시작한 이래 꾸준히 매수차익거래 잔고를 늘려온 결과 2010. 11. 10.경 2조 1,079억원 상당의 주식을 보유하고 있었고, 옵션만기일인 같은 해 11. 11. 09:42:51~14:08:01경 2,653억원 상당의 주식을 순매수하여, 이 사건 당일 장 마감 동시호가 직전에는 2조 3,731억원 상당의 주식을 보유하고 있었다.

⑤ DSK는 2010. 11. 10.경 638억원 상당의 현물 주식을 보유하고 있었고, 같은 해 11. 11. 09:14:22~12:54:59경 55억원 상당의 주식을 매수하여, 장 마감 동시호가 직전에는 693억원 상당의 주식을 보유하고 있었다.

⑥ 따라서 ASG(DSK 소유분을 포함한다, 이하 같다)가 이 사건 당일 장 마감 동시호가 시간대 직전 보유 주식은 합계 2조 4,424억원 (=2조 3,731억원+638억원+55억원) 상당이었다.

⑦ 한편 ASG는 2010. 9. 6.부터 12월물 선물을 매수하여 이 사건 시세조종 직전 합계 5,500계약(명목금액 7,030억원)의 선물을 보유하고 있었다.

⑧ DSK는 2010. 11. 5.부터 같은 달 11.까지 매수한 약 269억원 상당의 에스케이텔레콤, 케이티 주식에 대한 반대포지션으로 12월물 선물 197계약(명목금액 250억원)을 매도하였다.

⑨ 그러므로 ASG가 이 사건 당일 장 마감 동시호가 시간대 직전 보유한 12월물 선물은 합계 6,780억원(=7,030억원-250억원) 상당이었다.

⑩ ASG는 2010년 9월 옵션만기일 이후 롤오버시킨 계약과 현물을 매수할 때마다 구축한 계약을 포함하여, 행사가 230.0p~257.5p 사이의 12가지 가격에 11월물 합성선물 119,480계약(명목금액 2조 9,855억원) 매도포지션을 취하였다.

⑪ 또한 DSK도 2010년 11월 이전에 매수한 에스케이텔레콤, 케이티 주식에 대응하여 행사가 232.5p~245.5p 사이의 12가지 가격에 11월물 합성선물 4,055계약(명목금액 966억원) 매도포지션을 취하였다.

⑫ 따라서 ASG가 이 사건 당일 장 마감 동시호가 시간대 직전까지 취한 11월물 합성선물 매도포지션은 합계 3조 821억원(=2조 9,855억원+966억원) 상당이었다.

⑬ 결국 ASG의 이 사건 당일 차익거래 장 마감 동시호가 시간대 직전 포지션은 약 383억원(=2조 4,424억원+6,780억원-3조 821억원) 상당 long delta(매수) 포지션인 상태였다.

⑭ 비록 롱포지션과 숏포지션의 규모가 정확하게 일치하지는 않지만 대규모 지수차익거래의 경우 포지션 설정 과정에서 100% 정확하게 같은 금액으로 해지하기 어렵고 초과한 매수금액이 전체 매수금액의 1% 정도였다는 점을 고려하면 이 시점까지 ASG가 취한 포지션은 델타 중립 포지션(Delta Neutral Position)으로서 정상적인 차익거래를 진행해왔다고 평가할 수 있는 것이다.³³⁾

나. 2010. 9.경 이후 상황 특히 2010. 11. 8.~11. 10. 상황

(1) 범행의 동기 발생

도이치은행은 2010. 9.경 도이체 포스트 بانک 아게(Deutsche Post Bank AG) 지분 인수자금 확보와 보통주 자본 추가 확보를 기본 골자로 하는 바젤(Basel) III 협약에 따라 자본확충을 위하여 102억 유로(15조 3,000억원) 상당의 대규모 유상증자를 하여야 할만큼 자기자본 운용상에 제약이 생긴 상황이어서 자기자본으로 투자 중인 투자규모를 축소할 필요가 생겼다.

이에 도이치은행은 2010. 9.경부터 ‘각 팀의 투자자산 포지션을 2010년 연말을 넘겨 이월하게 되면 자기자본 사용 비용을 팀의 성과에서 차감할 수도 있다’는 등의 구체적인 방침을 제시하며 연내 투자 자산규모 축소를 독려하였다.

그와 같은 상황에서 ASG는 2010년 성과목표인 6,000만 유로(약 900억원)를 달성하여야 성과금을 받을 수 있는데 2010. 10.말 기준

33) 대상 판결문 18~19쪽 참고.

4,300만 유로(약 645억원, 목표대비 71.7%)의 실적만 거둔 상태여서 연말까지 성과목표에 미달할 우려가 있었고, 특히 2010. 9.말까지 코스피 200 지수차익거래 수익이 590만 유로(약 88억원), 자기자본이익률(ROE)³⁴⁾이 0.55%에 그쳐 그 성과가 저조하였다.³⁵⁾

(2) 2010. 11. 8.~11. 10. 범행의 단계별 모의³⁶⁾

① ASG 담당 상무로서 코스피200 지수차익거래에 관한 실질적인 결정권한을 보유한 A는 2010. 11. 8. 자신의 상사이자 도이치은행 글로벌 ASG 총책임자인 D에게 'this week'이라는 제목으로 '목요일 한국에서 만기일에 우리는 14억 유로 상당의 포지션을 청산할 가능성이 있다. 기술팀, 준법감시부 등에 문제가 없는지 확인하고 있다'는 이메일을 보내 처음으로 청산가능성을 보고하였다.

② A는 같은 해 11. 9. D가 이메일로 청산에 관해 구체적으로 물어보자, '유동성도 평균 이하이기 때문에 덜 시끄러워야 한다', 'OT^{M37)} 풋옵션도 고려하고 있다'고 회신하였다.

③ A는 2010. 11. 10.에도 D에게 과거 옵션 만기일의 거래규모에 관하여 분석한 내용을 첨부하여 '우리는 포지션을 청산할 것이다, 15억 유로를 청산할 것이고 만기 이전의 사전포지션의 델타값은 -7억 5천만 유로(약 1조 1,250억원)가 될 것이다, 또한 만기 동시호가 시간대

34) Return On Equity. 기업의 자기자본에 대한 기간이익의 비율을 말한다. 예를 들어, 'ROE 10%'는 10억원의 자기자본을 투자하여 동기 1억원의 이익을 냈다는 것을 말한다. ASG의 ROE가 0.55%에 불과하였으니 당시 ASG의 투자실적이 매우 좋지 않았음을 알 수 있다.

35) 대상 판결문 20쪽 참고.

36) 대상 판결문 20~21쪽 참고.

37) 옵션의 행사가격과 기초자산가격과의 관계를 나타내는 용어로 '외가격(Out of The Money)' 상태를 의미한다. 콜옵션에서 행사가격이 기초자산가격보다 높은 경우, 풋옵션에서 행사가격이 기초자산가격보다 낮은 경우가 이에 해당하는데, 옵션 매수자의 입장에서는 권리를 행사하지 않을 것이므로 옵션의 가치는 0에 가깝다. 반대로 ITM은 콜옵션에서 행사가격이 기초자산가격보다 낮고, 풋옵션에서 행사가격이 기초자산가격보다 높은 '내가격(In The Money)' 상태를 의미하고, ATM은 옵션의 행사가격과 기초자산가격이 같은 '등가격(At The Money)' 상태를 의미한다. 대상 판결문 각주 39.

에 OTM 풋옵션을 매수할 것이다'라고 하면서 이메일로 청산에 대한 승인을 요청했다.

④ D는 '좋다(I'm OK conceptually)'고 답하였다.

⑤ 한편 A의 상급자인 C는 2010. 11. 10. A와 A의 부하 직원인 B로부터 이 사건 차익거래의 청산에 관하여 보고받고 '코스피200 지수 상승으로 손실이 발생하더라도 최대 500만 유로(약 75억원)가 넘지 않도록 하라'고 지시하였다.

다. 2010. 11. 11. 본건 거래일 당일 상황

(1) 투기적 포지션의 구축

앞서 언급한 것처럼 이 사건 당일 차익거래는 사실상 델타 중립 포지션을 유지하고 있었다. 그럼에도 불구하고 A는 위와 같은 모의에 따라 B에게 지시하여 합성선물 매도포지션을 추가로 구축하고 풋옵션을 추가로 매수하게 하였다.

① B는 지수차익거래를 할 때 일반적으로 사용하는 자동주문시스템(너브센터)이 아니라 수동주문시스템인 아발론(Avalon)을 통해 2010. 11. 11. 14:19:56경 행사가 255.0p 콜옵션 50계약을 매도하고, 같은 행사 가격의 풋옵션 50계약을 매수한 것을 비롯하여 그때부터 14:49:58경까지 총 1,323회(콜옵션 매도 631회, 풋옵션 매수 692회)의 주문을 제출하여, 콜옵션 매도 19,645계약, 풋옵션 매수 19,595계약을 체결시켰다.

이로써 ASG는 총 19,595계약(명목금액 4,997억원)의 합성선물 매도포지션을 취하게 되었고, 위와 같은 합성선물 구축을 위한 옵션매매에 총 4억 7,532만원을 지출하였다.

② 이와 별도로 B는 아발론을 통해 같은 날 14:12:24경부터 14:42:48경까지 총 19회의 주문을 제출하여 행사가 255.0p 풋옵션 21,007계약을 매수하였을 뿐만 아니라 당시 가격이 255.0p 풋옵션의 4%에 불과하였던 행사가 252.5p 풋옵션³⁸⁾ 30,000계약도 매수하였다.

38) 이는 당시 코스피200 지수에 비추어 볼 때 OTM 옵션이었다. A가 D에게 보낸 이메일에서 OTM 옵션도 매수할 것이라고 한 바 있다. OTM 옵션까지 매

이로써 ASG는 총 51,007계약(명목금액 1조 2,932억원)의 풋옵션을 보유하게 되었고 위와 같은 옵션매수에 총 11억 1,944만원을 지출하였다.

③ 이에 더하여 DSK는 이 사건 당일 14:25:32~14:57:53경 12월물 선물 5,500계약(명목금액 6,780억원)을 매도하였고,

④ 같은 날 13:03:30~14:41:19경 255 풋옵션 2,000계약(명목금액 408억원)³⁹⁾을 매수하였다.

⑤ 요약하면, ASG의 지수차익거래는 이 사건 당일 장 마감 동시호가 시간대 직전 명목금액 기준으로 1조 1,394억원(= 383억원 - 6,780억원 - 4,997억원)⁴⁰⁾ 상당의 매도 오버포지션 위험에 노출되어 있었는데 여기에 ASG와 DSK가 추가 매수한 풋옵션까지 고려하면 이 사건 당일(2011. 11. 11.) 장 마감을 불과 1시간도 채 남기지 않은 상태에서 시작된 투기적 포지션의 규모가 총 2조 4,734억원(= 1조 1,394억원 + 1조 2,932억원 + 408억원, 약 16.9억 유로)에 달하였다.

이러한 포지션 설정은 통상의 지수차익거래 범주를 벗어난 것으로 매수차익거래에서의 현물 매수에 대한 반대포지션과 관계없이 시세조종을 통한 이익을 노리고 구축된 것이라고 하지 않을 수 없다.

(2) 불법이익 극대화를 위한 시세조종 : 대규모 현물 매도와 주가하락의 도모

지금까지 살펴본 '합성선물 매도 + 추가 풋옵션 매수' 포지션에서는 주가가 일정 수준 이상으로 상승할 경우 손실을 보는 반면 주가가 하락하여 옵션 행사가와 만기일 증가의 격차가 커질수록 큰 이익을 얻는다.⁴¹⁾

입하였다는 사실은 A, D 등이 의도한 것이 무엇이었는지를 말해준다고 할 수 있다.

39) 피고인은 이 부분 풋옵션 매수가 'ASG의 지수차익거래와 무관하고 자신들의 주업무인 ELW 판매에 관한 해지수단이었다'고 주장하였으나 법원은 이를 받아들이지 않았다.

40) 1조 1,394억원은 약 7.6억 유로에 해당하는 금액으로 A가 D에게 보낸 이메일에서 '7.5억 유로 상당의 델타 포지션을 취할 것'이라고 언급한 부분과 거의 일치한다. 대상 판결문 각주 43.

① 이에, A와 B는 동시호가 시간대에 약 2조 4,424억원 상당의 주식(코스피200 지수를 구성하는 200개 종목 중 199개 종목의 주식) 중 ASG가 보유하고 있던 197개 종목의 주식은 종목별로 7회에 걸쳐 동시호가 직전에 형성된 가격보다 4.5% 내지 10% 낮은 가격에 지정가로 매도 주문을 제출하였다.

② 또한 DSK가 보유하고 있던 2개 종목의 주식은 9회 또는 7회에 걸쳐 시장가로 매도 주문을 제출하였다.

③ 이러한 거래는 한국 주식시장에서 유례가 없는 것이었다.

④ 동시호가 시간대 진입 직후 매수차익기회가 발생하여 프로그램 매수세가 유입됨으로써 14:50:24경 동시호가 직전 지수인 254.62p보다 2.55% 상승한 261.10p로 코스피200 예상체결지수가 상승하기도 하였다.

⑤ 그러나 첫 번째 대규모 매도 주문이 제출된 14:51:21경 이후 코스피200 지수는 크게 하락하였다.

⑥ 계속하여 옵션 만기일에 따른 차익실현을 위해 프로그램 매수세가 유입되었고 그로 인해 예상체결지수가 반등하려 할 때마다 위와 같이 대량의 매도주문이 연이어 제출되었다.

⑦ 결국 코스피200 지수는 동시호가 직전의 254.62p에서 247.51p로 급락한 채 장이 마감되었다. 장 마감 동시호가 시간대에 체결된 체결금액은 이 사건 당일 전체 체결금액의 92%, 체결 수량도 전체 체결수량의 91.3%에 달하였다.

V. 사안의 쟁점 : 특히 연계시세조종의 판단기준

1. 서설

앞서 적시한 것처럼, 이 사건은 도이치은행 ASG의 A, B, C가 주

41) 손실 또는 이익의 크기는 '옵션의 행사가격과 만기 종가의 차이 × 1계약당 가격(모두 옵션으로 구성되어 있으므로 10만원이다) × 수량'이다. 대상 판결문 각주 44.

도하여 저지른 것이고 피고인은 도이치증권 주식회사 임원으로 A, B, C의 범행에 가담하는 형태로 이루어졌다. 이와 같은 이유로 피고인은 공모관계를 부정하였다. 더 나아가 피고인은 'A, B, C가 투기적 포지션을 의도하였는지 알지 못하며 자신이 이 사건 당일 일부 풋옵션을 매수한 것은 그 무렵 수행 중이던 ELW의 해지를 위한 것이었을 뿐 투기적 청산을 위한 것이 아니었다'는 취지로도 주장하였다. 외국인인 A, B, C가 해외로 도피하여 기소되지 못한 채 피고인만 공소제기된 상황에서 이 사건의 주요 쟁점은 '공모관계와 시세조종의 범의'였다.

2. 기능적 행위지배와 공모관계의 인정

형법 제30조의 공동정범은 2인 이상이 공동하여 죄를 범하는 것으로서 공동정범이 성립하기 위하여는 주관적 요건인 공동가공의 의사와 객관적 요건인 공동의사에 의한 기능적 행위지배를 통한 범죄의 실행사실이 필요하다.

공동가공의 의사는 공동의 의사로 특정한 범죄행위를 하기 위해 일체가 되어 서로 다른 사람의 행위를 이용하여 자기의 의사를 실행에 옮기는 것을 내용으로 하는 것인바,⁴²⁾ 이러한 공동가공의 의사는 타인의 범행을 인식하면서도 이를 제지하지 아니하고 용인하는 것만으로는 부족하나 반드시 사전에 치밀한 범행계획의 공모에까지 이를 필요는 없으며 공범자 각자가 공범자들 사이에 구성요건을 이루거나 구성요건에 본질적으로 관련된 행위를 분담한다는 상호이해가 있으면 충분하다.⁴³⁾

또한 2인 이상의 범죄에 공동가공하는 공범관계에 있어서 공모는, 법률상 어떤 정형을 요구하는 것이 아니고 2인 이상이 공모하여 범죄에 공동가공하여 범죄를 실현하려는 의사의 결합만 있으면 되는 것으로서 비록 전체의 모의과정이 없었다고 하더라도 수인 사이에 순차

42) 대법원 2001. 11. 9.선고 2001도4792 판결 등 참고.

43) 대법원 2000. 4. 7.선고 2000도576 판결 등 참고.

적으로 또는 암묵적으로 상통하여 그 의사의 결합이 이루어지면 공모 관계가 성립한다고 할 것이고, 공모공동정범에 있어서의 이러한 공모나 모의는 범죄사실을 구성하는 것으로서 이를 인정하기 위하여는 엄격한 증거가 요구되지만 피고인이 그 실행행위에 직접 관여한 사실을 인정하면서도 공모의 점과 함께 범의를 부인하는 경우에는 이러한 주관적 요소로 되는 사실은 사물의 성질상 범의와 상당한 관련성이 있는 간접사실을 증명하는 방법에 의하여 이를 입증할 수밖에 없고 무엇이 상당한 관련성이 있는 간접사실에 해당할 것인가는 정상적인 경험칙에 바탕을 두고 치밀한 관찰력이나 분석력에 의하여 사실의 연결 상태를 합리적으로 판단하는 방법에 의하여야 한다.⁴⁴⁾

피고인은 공모관계를 부인하였지만 법원은 ① 10여 년 가까이 ‘펀드매니저, 트레이더’로 일하며 지수차익거래 등을 담당해 온 피고인의 이력, ② 외국인 보유한도가 있어 도이치은행이 소유하지 못하는 에스케이텔레콤, 케이티 주식을 도이치증권 주식회사가 보유하며 계열사인 도이치은행(ASG)의 지수차익거래를 지원해 온 점, ③ 피고인이 A로부터 옵션 만기일 프로그램매매 가능성을 전해 듣고 2010. 11. 9.경 도이치은행의 주식계정이 개설되어 있던 미래에셋증권 국제부에 ‘옵션 만기일 프로그램 매매’를 문의하는 과정에서 도이치증권의 대규모 지수차익거래 잔고를 알게 되었다는 점(피고인은 지수차익거래 잔고를 확인한 후 미래에셋증권 담당자에게 ‘수수료를 1bp 수준으로 저렴하게 해 달라’는 취지의 부탁도 하였다), ④ 피고인이 A와 주고받은 이메일 내용⁴⁵⁾, ⑤ 이 사건 발생 하루 전인 2010. 11. 10. DSK의 주식

44) 대법원 2000. 7. 7.선고 2000도1899 판결 등. 대상 판결문 25~26쪽 참조.

45) A는 2010. 11. 8. ‘Korea Trading’이라는 제목의 이메일(참조 : B, C, 피고인)에서, ‘목요일에 10억 유로(약 1조 5천억원) 이상 매우 큰 규모의 청산 가능성’을 시사하며, ‘시스템상 어떤 제한들이 있는지 검토해 달라’고 부탁하였다. 피고인은 위 이메일을 받고 같은 날 A에게 한국거래소 가이드라인과 DSK 내부시스템상의 제한에 관해 회신하였고, B는 같은 날 피고인에게 ‘바스켓은 너브센터(도이치은행 전산시스템)를 통해 보낼 것이며, 세부적인 논의를 위해 전화하겠다’고 회신하였다. 피고인은 2010. 11. 8. 15:49~15:57경(약 8분 40초 동

딜링부 담당 직원을 찾아가 '프로그램매매 사전보고'⁴⁶⁾에 관한 내용을 문의한 점, ⑥ 한국거래소에 대한 동시호가시간대 프로그램매매 사전 보고를 최대한 늦게 하려고 노력하였고 실제로 보고마감시한(14:45)보다 1분여 늦게 보고를 한 점⁴⁷⁾, ⑦ 이 사건 당일 피고인이 A, B와 사전보고지연을 논의한 점⁴⁸⁾, ⑧ 피고인도 DSK의 담당 직원을 통해 이

안) B와 전화통화를 하며 '한국의 딜러가 사전공시를 한 다음 누가 주문실행을 해야 하느냐'는 B의 질문에 '딜러들이 바스켓 주문에 익숙하지 않으므로 직접 주문을 내는 것이 안전하다고 하면서, '네가 너희쪽 주문을 내고 DSK 쪽 계좌에서 함께 팔아야 하는 것이 있으면 나에게 얘기해라'라고 답변하였다. 계속하여 B가 '빅사이즈'의 매도 주문을 원하며 '주문이 잘 들어가는지 테스트하고 싶다'고 하므로 피고인은 '얼마나 많은 매도 주문을 낼 것이냐'고 물었고 B가 '잘 모르겠지만 10억 유로 정도 된다'고 답하자 피고인은 '와우'하고 놀라면서 '장중에 주문을 넣었다가 취소하는 방법으로 테스트해보라', '만약 거래소에서 문제를 삼으면 실수로 주문했다고 얘기하라'고 조언하기도 하였다. 대상 판결문 30~31쪽 참고.

- 46) 코스피200에 대한 선물거래종목 또는 옵션거래종목의 최종거래일에 장 종료 10분 전부터 장 종료시까지 프로그램매매 호가를 제출하고자 하는 경우(이미 제출된 프로그램매매 호가를 당해 시간 중에 정정하고자 하는 경우를 포함한다)에는 그 내용, 즉 '프로그램매매하고자 하는 주식 종목명, 매도 또는 매수 호가 수량을 장 종료 15분 전까지 한국거래소에 보고하여야 한다'. 한국거래소는 이 사건 당시 위와 같이 보고된 사항을 시장에 공시하고 있었다. 사전보고 및 공시제도는 시장참여자들에게 프로그램매매 주문량을 예측하고 적절하게 대응할 기회를 제공함으로써 선물·옵션의 결제지수가 결정되는 만기일장 마감 무렵에 있을 수 있는 주가 급등락을 최소화하고 투자자들을 보호하기 위해 마련된 제도이다.(한국거래소 유가증권시장 업무규정 제104조 제1항, 제3항, 유가증권시장 업무규정 시행세칙 제130조 제3항, 별지 제10호 등) 대상 판결문 35쪽 참고.
- 47) 사전보고를 지연하면 한국거래소의 제재(과징금 등)를 받는다. 그럼에도 A는 피고인과 대화 도중 피고인으로부터 '거래소로부터 제재를 받을 수 있다'는 말을 듣고도 '그런 상황이 생긴다면 그렇게 할 것'이라고 말하는 등 어느 정도의 규정 위반을 감수하려는 태도를 보이기도 하였다. 사전보고가 늦어지고 그로 인해 한국거래소의 공시가 순차 지연되면 기관투자자들은 프로그램매매 포지션에 변화를 줄 시간적 여유를 갖지 못해 결국 동시호가 시간대로 들어가 단일가 매매에 응할 수밖에 없게 된다. 피고인, A, B, C는 동시호가 시간대를 이용해 대규모 청산을 할 의도였기 때문에 일부러 사전보고를 늦춘 것이라고 추정할 수 있다.
- 48) 피고인은 2010. 11. 11. 오전 B, C와 블룸버그 메신저로 대화를 하였는데, 피

사건 당일 행사가가 코스피200지수 255.0p인 11월물 풋옵션을 매수하였다는 점(이에 대해 피고인은 “코스피200지수 255.0p인 11월물 풋옵션을 매수한 것은 ELW에 대한 해지를 위한 것이었다.”고 변명하였다. 그러나 이 사건 당일에는 행사가가 코스피200지수 250.0p인 11월물 풋ELW가 가장 많이 매도되었고 255.0p 11월물 풋ELW은 매도되지 않은 상태였으므로 ELW 해지를 위해서라면 같은 행사가(즉 250.0p)의 11월물 풋옵션을 매수하여야 하는 것이어서 피고인의 주장은 ELW 해지업무에도 부합하지 않는 것이었다⁴⁹⁾, ⑨ 이 사건 당일 피고인이 A와 전화, 메신저, 이메일 등을 통해 긴박하게 나는 대화 내용⁵⁰⁾, ⑩ 피고인

고인은 “사전보고를 늦게 할수록 영향력이 커질 것이다(so... late input will increase impact...)”라고 말하였고, B와 C는 “그들에게 최대한 보고를 늦게 하라고 지시해라(give them instruction to report as late as possible)”라고 말하였다. 피고인은 이에 대해 공판에서 ‘사전보고를 늦게 하라는 것이 아니라 주문을 늦게 넣으라는 취지였다’고 주장하였으나 피고인의 주장대로라면 전후 문맥상 ‘주문을 늦게 넣으면 비용이 증가할 텐데 ... 그들에게 최대한 주문을 늦게 하라고 지시하라는 것으로 모순되어 법원은 받아들이지 아니하였다. 대상 판결문 37쪽 참고.

- 49) ELW의 델타는 한 번 정해진 뒤 계속 고정되어 있는 것이 아니라 기초자산 가격이 변하거나 다른 여러 가지 변수가 변함에 따라 계속해서 변한다. 따라서 델타 해지를 하는 경우 기초자산 가격이 변함에 따라 해지를 위해 매수해야 하는 주식 수가 달라지므로 해지를 위해서는 계속해서 주식 수를 늘리거나 줄이는 거래를 반복해야 하는데 이러한 과정에서의 오차 발생 위험을 감마 리스크(gamma risk)라고 한다. 피고인도 검찰에서 “감마의 경우 어떤 종목에서 감마가 발생하였는지 원인을 찾아야 한다. 즉 많이 팔린 워런트가 무엇인지 파악하여 원인을 찾아내고 그것을 해지하기에 적당한 옵션이 무엇인지 찾는다. 가능하다면 감마를 실제로 많이 발생시킨 워런트에 대응한 옵션으로 해지하는 것이 낫다.”, “250.0p 풋ELW 매도포지션을 해지하기 위해서는 행사가 250.0p 풋옵션을 매수하는 것이 통상적이다.”라고 진술한 바 있기도 하다. 대상 판결문 45쪽.
- 50) 피고인은 이 사건 당일 A와 여러 차례 사무실 전화, 블룸버그 메신저, 이메일 등을 통해 연락하였을 뿐만 아니라 12:52경부터 사전보고 마감시각 직전인 14:44경까지 사이에 총 6회에 걸쳐 휴대전화로 통화하였다. 또한 피고인은 이 사건 당일 장 마감 이후 A로부터 “휴대전화 대화내용을 지우라”는 지시를 받고 피고인의 휴대전화기에 설치되어 있던 ‘왓츠앱’이라는 메신저 애플리케이션에 저장된 대화내용을 삭제하였고, 15:30경에는 DSK의 담당 직원에게 “오늘 날짜로 A로부터 온 이메일이 있는지 확인해 보라”라고 한 후, 담당 직

이 A, B, C에게 한국의 '사전보고, 주문정보보안' 관련 사항을 설명하고 '시장상황'을 전달하였다는 점 등을 종합하면 '피고인은 늦어도 2010. 11. 8.에서 같은 달 10.경에는 이 사건 차익거래의 규모뿐만 아니라 ASG가 선물·옵션 만기일인 같은 달 11. 매수차익거래를 모두 청산할 예정이라는 사실과 이를 통해 주가가 하락할 경우 투기적 포지션에서 이익을 얻을 것이라는 사실을 적어도 미필적으로나마 인식하고 있었고, 비록 전체의 모의과정이 없었다고 하더라도 피고인과 A, B, C 사이에 순차적으로 또는 암묵적으로 이 사건 시세조종 행위를 이루거나 그에 본질적으로 관련된 행위를 분담한다는 상호이해가 있었음을 충분히 인정할 수 있다'고 판시하였다.

3. 연계시세조종의 판단기준

가. 피고인의 행위에 대한 결론

법원은 '피고인은 A, B로부터 2010. 11. 11. 옵션만기일에 이 사건 차익거래로 도이치은행이 보유하고 있던 코스피200지수 구성종목 주식을 대량매도하리라는 것을 전해 듣고, 그 청산과정에서 필요한 매도시점 및 주문제출방식, 사전신고 등과 관련하여 ① 코스피200지수를 효과적으로 하락시키는 방법을 조언하였다. 더 나아가 피고인은 A, B 등과 함께 피고인의 조언대로 장 마감 동시호가 시간대에 도이치은행(ASG) 및 도이치증권 주식회사(DSK)가 보유하고 있던 코스피200지수 구성종목 주식을 지정가 또는 시장가로 7~9회 분할해 전량 매도함으로써 ② 코스피200지수 하락에 직접 기여하였을 뿐만 아니라 지수 하락을 예상하고 ASG와 마찬가지로 이 사건 풋옵션을 사전에 매수함으로써 ③ 투기적 포지션을 구축하는 데에도 가담하였다. 피고인의 이러

원이 "한 통 와 있다."고 하자 "지우라"고 지시하였다. 피고인이 시장상황에 관한 정보를 얻기 위해 여러 차례 연락하였던 지인이 있었는데 그 자는 이 사건 당일 장 마감 이후 피고인에게 "여의도 전역 파문~~ 잠수 타셔야 할 듯"이라는 내용의 문자메시지를 보냈다. 대상 판결문 51~52쪽 참고.

한 행위는 피고인이 이 사건 시세조종행위의 구성요건을 이루거나 구성요건에 본질적으로 관련된 행위를 분담함으로써 기능적 행위지배를 통해 범죄를 실행한 것으로 평가할 수 있다⁵¹⁾고 판시하였다.⁵²⁾

피고인은 공판 내내 이 사건의 본질(투기적 포지션 구축)과 별로 관련이 없거나 근거가 빈약한 사정, 예를 들면 'B와 대화를 하는 중에 B로부터 준법감시부와 상의를 해보라는 조언을 받았다', 'ASG가 롤오버를 할 것으로 보았지 시세조종에 나설 것으로 예상하지 못하였다', '지정가가 아니라 시장가로 매도를 하였다', '개별주식거래에서 8.7억원의 손실을 보았다', '장 종료 직전 풋옵션 400계약을 매도하였다'는 등 주장을 하였으나 법원은 피고인의 변명에 현혹되거나 사건의 본질에서 벗어나지 않고 정확하게 실체 판단을 하였다고 생각한다.

나. 통상의 거래(차익거래, 해지거래 등) 속에 숨어 있는 시세조종 구별 기준

최근, ELS의 델타해지거래와 관련된 몇 개의 시세조종사건,⁵³⁾ 도이치증권과 대한전선간 Knock-out 옵션 시세조종사건,⁵⁴⁾ 그리고 본건의 공통점은 '사실은 피고인들이 시세조종을 도모해 놓고서도 해지나 차익거래 등 정상적인 위험회피나 이익실현의 행위였을 뿐이라고 주장을 하였다는 점'과 '시세조종이 분명함에도 그들의 주장에 일응 부합한 외형으로 해지 또는 차익거래의 모습을 띠고 있어 시세조종의 판단이 쉽지 않았다⁵⁵⁾'는 점이라고 할 수 있다.

51) 대상 판결문 52~53쪽.

52) 이 사건 당일 투기적 포지션의 청산을 미리 예상하지 못한 자산운용사 등 투자자들이 입은 피해는 약 1,400억원에 이르는 것으로 추정되었다.

53) 상세한 것은 나지수, '주가연계증권(ELS) 델타해지거래 관련 분쟁의 분석', 서강대학교 대학원 법학과 석사학위논문(2015), 49~75쪽 참고.

54) 이에 대해 상세한 것은 拙稿, '현실거래에 의한 시세조종과 매매유인 목적', 형사판례연구 제21권(지송 이재상 교수 고회기념 논문집), 박영사(2013), 325쪽 이하 참고.

55) 실제로 일선에서 해지업무를 담당하는 트레이더 등은 '해지와 시세조종은 외견상 잘 구분되지 않고 또 포지션 청산의 효과를 제대로 거두기 위해서는 장

그러나 시세조종은 ① 행위 당시의 정황에 있어서 시세를 인위적으로 조작하게 된 다른 목적이 존재하고, ② '거래량, 가격, 전후의 거래상황, 시장관여정도' 등의 사정을 종합할 때 거래 방식이 비정상적이며, ③ 그로 인해 취득하는 이득(또는 손실회피) 규모가 통상의 해지거래나 차익거래로 달성하기 어려운 수준이라는 점에서 일상적인 차익거래 내지 해지거래와 분명히 구별될 수밖에 없다.⁵⁶⁾

그러므로 정상적인 거래와 정상적인 거래를 가장한 시세조종은 '거래 동기(목적 요건), 거래 방식(수단 요건), 이득 규모(결과 요건)'의 세 가지 복합적 관점에서 구분이 가능하다고 생각한다.

그런데 세 가지 기준 중 중요한 것은 '거래 방식'이라 할 수 있다. 한국거래소는 2012. 4.경 회원사들에게 배포한 '해지거래 가이드라인'에서 거래 방식 관련하여 '① 자연스런 시장수급에 의한 가격결정에 부당한 영향을 미치지 않도록 최선을 다하여야 한다, ② 해지 물량이 특정시기에 집중되지 않도록 합리적인 운용계획을 수립하는 등 적절한 내부통제(compliance)를 갖추어야 한다, ③ 해지거래의 매매수량, 매매거래 시기 및 호가 가격 등이 해지목적에 부합하고, 위험관리에 필요한 범위에 해당하는 등 객관적으로 정당화될 수 있어야 한다'는 등 몇 가지 준수사항을 제시한 바 있다.

시세조종 여부를 판단함에 있어서는 이러한 기준에 비춰 거래방식이 수긍될 수 있는지 살펴보고 특히 '적절한 내부통제시스템이 갖추어져 있는지, 거래 전 적합한 방식으로 내부통제를 실질적으로 거쳤는지'의 점도 중요한 비중으로 검토해볼 필요가 있다.⁵⁷⁾

요컨대, 시세조종을 인정하는 데 필요한 기준은 '행위 당시의 정

마감 직전 거래를 하여야 하는 경우가 보통인데 시장에 충격을 주었다고 해서 이를 시세조종으로 본다면 어떻게 해지업무를 하란 말이냐는 취지의 하소연을 하고 있다.

- 56) 그럼에도 불구하고 행위자들은 복잡한 상품구조, 해지와 같은 전문기술적 필요성 등을 내세워 시세조종을 정당한 거래로 위장하는 경우가 많았다.
- 57) 사전에 정상적인 컴플라이언스(compliance)가 작동되었다면 이와 같은 거래는 내부에서부터 용인되지 못하였을 것이다.

황+거래 방식의 합리성 구비 여부+부당한 이익 여부라 할 것이며 결국 ‘행위자가 의도한 바가 무엇이었는지’가 관건으로 그에 관련된 정황과 간접사실을 얼마나 충분히 확보하느냐에 따라 판단도 달라질 것이다.

이 사건 대상판결은 핵심을 놓치지 않고 ‘① 투기적 포지션을 구축하게 된 동기(거래 동기), ② 경험칙상 납득하기 어려운 투기적 포지션의 구축 방법(거래 방법), ③ 투기적 포지션의 구축과 통상의 차익거래만으로는 얻을 수 없는 막대한 이득의 취득(결과)’이라는 기준에서 시세조종 여부를 판단하였는바, 지극히 타당한 결론이라고 하지 않을 수 없다.

VI. 마무리하며

정상적인 거래 속에 숨어 있는 비정상적 시세조종은 ‘거래의 목적, 거래의 수단, 그로 인한 이득 규모’ 세 가지 기준을 종합하여 가려낼 수 있다고 본다.

이러한 기준은 그간 발생하였던 유사사건에서도 공통적으로 적용이 가능하며 대상판결에서도 같은 판단기준이 시사되었다는 점에서 의미가 있다고 생각한다.

시세조종을 정상적인 거래로 가장할 때 피해를 입는 것은 일반투자자뿐만이 아니다. 정상적인 거래를 하고 있는 트레이더들도 피해를 입을 수 있다.

한국거래소의 시장감시자료에 의할 때 한국거래소 시장감시본부가 적발한 2014년 자본시장 내 현물 불공정행위는 105건(262종목)인 반면 2015년 상반기 현물 불공정행위는 2014년에 비해 19.6% 증가하였으며, 특히 파생상품시장에서 불공정행위는 2014년에 비해 2015년 상반기 57.1% 증가하였다고 한다.⁵⁸⁾

58) 한국거래소 발간, ‘자본시장 자율규제리포트’, 제34호, 17쪽.

파생상품시장은 계속 발전할 것으로 예상되고 이해하기 힘들 정도의 구조를 갖춘 파생상품도 등장할 것이며 더불어 파생상품과 연계된 현물 시세조종의 태양도 크게 진화할 것이다.

시세조종을 범하고서도 처벌을 모면하거나 잘못된 판단으로 억울한 피해자가 발생하지 않도록 차제에 위와 같이 시세조종의 구별기준을 명확히 유형화할 필요가 있을 것이다.

[주 제 어]

파생상품, 선물, 옵션, 연계시세조종, 연계시세조종의 구별기준

[Key Words]

derivatives, futures, options, linked-manipulations, some criterias distinguishing linked-manipulations from faked-normal stock tradings

[참고문헌]

1. 단행본

김정수, 자본시장법원론, 서울파이낸스앤로그룹(2014).

김건식·정순섭, 자본시장법(제3판), 두성사(2013).

금융감독원, 자본시장 불공정거래 및 기업공시 판례분석(2015).

박상기, 형법학, 집현재(2013).

한국증권법학회, 개정판 자본시장법 주석서(I), 박영사(2015).

한국거래소, '자본시장 자율규제리포트', 제34호.

2. 논문 기타 문헌

김영기, '현실거래에 의한 시세조종과 매매유인 목적', 형사판례연구 제21권
(지송 이재상 교수 고회기념 논문집), 박영사(2013).

나지수, '주가연계증권(ELS) 델타해지거래 관련 분쟁의 분석', 서강대학교 대
학원 법학과 석사학위논문(2015).

한국거래소 유가증권시장 업무규정, 업무규정 시행세칙.

[Abstract]

A study on so-called 'option shock' in 2010 and some standards of judgement about linked-manipulations

Kim, Young-Ki*

There are futures, options as derivatives in our capital-market including KOSPI200 futures and options. Unfortunately linked-manipulations between stock tradings and derivatives tradings happen too often.

It is able to distinguish linked-manipulations from faked-normal stock tradings using some criterias ; real purposes of tradings, rational manners or not, the scales of profits.

These acts of unfair trades are increasing in our capital market and especially the occurrences of new type of unfair trades cast attentions on same fields for example manipulations disguising hedge in option trades etc.

Crimes in manipulations fields are developing without halts.

In order to cope with its revolutions, we should make clear standards to distinguish linked-manipulations from faked-normal stock-tradings by searching same case studies.

* Senior Prosecutor of Branch in Namwon, Jeonju District Prosecutor's Office.

