

서울중앙지방법원

제 28 형사부

판 결

사 건 2011고합601  
자본시장과금융투자업에관한법률위반

피 고 인 1. 이 ○ ○  
2. 제 ○ ○

판결선고 2011. 12. 15.

# 목 차

I. 이 사건의 공소사실	2
[신분관계]	2
[ELW 거래의 특징 및 스캘퍼의 등장]	2
[범죄사실]	4
1. 기초사실	4
2. 구체적 범죄사실	9
3. 결어	11
II. 검사와 피고인들의 주장	12
1. 검사의 주장 요지	12
가. 사실관계 부분	12
나. 법률상 쟁점 부분	12
2. 피고인들의 주장 요지	14
가. 사실관계 부분	14
나. 법률상 쟁점 부분	14
III. 판단	16
1. 이 사건의 쟁점	16
2. ELW 시장의 구조 및 거래의 실제	17
가. ELW의 개념 및 특징	18

1) 개념 .....	18
2) 특징 - 증권화된 옵션 .....	18
나. ELW 시장의 구조 .....	20
1) 증권거래기관의 조직개편 .....	20
2) ELW 시장의 개설 .....	21
3) 발행시장과 유통시장의 구분 .....	23
4) 유동성 공급자 제도 .....	23
가) 유동성 공급자의 개념 .....	23
나) ELW 시장에의 도입 .....	24
다) 유동성 공급자의 의무 .....	26
라) LP가 발행시장에서 인수자 지위를 겸하게 되는 특수성 .....	28
마) 우리나라 ELW 시장에서의 유동성 공급자 자격 .....	29
다. ELW 거래의 실제 .....	30
1) 거래참여자 - LP와 개인투자자 .....	30
2) LP와 개인투자자들의 대향관계 .....	31
3) 개인투자자들의 매매행태 .....	35
가) 내가격 ELW의 레버리지 효과 .....	35
나) 실제의 매매행태 .....	37
4) LP와 개인투자자들의 이해충돌 .....	41
가) LP의 지위 .....	41
나) 개인투자자들의 지위 .....	42
(1) 손익 통계 .....	42
(2) 개인투자자들의 대규모 손실의 원인 .....	43
라. 스캘퍼의 거래방법 .....	46
1) LP의 ELW 호가 산정방식 .....	47
2) 스캘퍼의 ELW 거래기법 .....	49
가) 스캘퍼의 개념 .....	49
나) 스캘퍼의 LP 호가 예측방법 .....	50
다) 스캘퍼의 매도·매수방법 .....	51

(1) 매수방법 .....	51
(2) 매도방법 .....	52
(3) 속도와 알고리즘 매매 프로그램의 중요성 .....	55
라) ○○증권 감리사례 .....	57
3. 공소사실에 대한 판단 .....	59
가. 이 사건의 사실관계 .....	59
1) ○○○투자증권의 ELW/선물옵션 VIP특화시스템 개발 경위 .....	59
가) 이 사건 스캘퍼들 - 속칭 '○○팀' .....	59
나) ○○팀의 ELW 거래 이력 .....	60
다) ○○○투자증권에 대한 시스템 설치 문의 .....	61
라) ○○○투자증권의 ELW/선물옵션 VIP특화시스템 개발 과정 .....	62
마) ELW/선물옵션 VIP특화시스템을 이용한 이 사건 스캘퍼들의 거래 .....	64
2) ○○○투자증권의 전산 시스템 .....	64
가) 시스템 구성 현황도 .....	64
나) 일반 고객 단말과 연결된 주문 처리 시스템 .....	65
① 주문 전송 경로 .....	65
② 시세 접수 경로 .....	66
다) 기관 FIX 단말과 연결된 주문 처리 시스템 .....	68
① 주문 전송 경로 .....	68
② 시세 접수 경로 .....	70
라) LP의 주문 처리 시스템 .....	71
① 주문 전송 경로 .....	71
② 시세 접수 경로 .....	71
3) ELW/선물옵션 VIP특화시스템의 각 구성요소들에 대한 개별적인 검토 .....	72
가) 알고리즘 매매 프로그램의 증권사 내부 서버 탑재 .....	72
나) 서버 전용 .....	73
다) 이 사건 스캘퍼들을 위한 DB 구축 및 가원장 방식 도입 .....	74
라) 시세관련 미가공 원데이터 제공 .....	77
4) 소결론 .....	78

나. '부정한 수단'의 의미.....	79
1) 입법연혁 및 입법취지.....	79
2) 외국의 입법례.....	81
가) 미국.....	81
나) 일본.....	83
3) '부정한 수단'의 해석.....	84
다. ○○○투자증권의 ELW/선물옵션 VIP특화시스템이 부정한 수단에 해당하는지 여부....	86
1) 다른 투자자들의 이익을 침해할 위험성이 있는지 여부 .....	87
가) 직접적인 이해충돌 여부 .....	87
(1) ELW 시장의 특수한 구조와 물리적인 한계.....	87
(2) 구체적 검토 .....	88
(가) 매수주문의 경우 .....	88
(나) 매도주문의 경우 .....	92
(다) 매매기회 상실의 정도.....	96
(라) 속도 관련 서비스를 이용하지 않는 스캘핑 시도와 관련하여 .....	97
(마) 소결론.....	100
(3) 거래대상의 차이 .....	100
나) 간접적인 이해충돌 여부 .....	101
다) 일반투자자들의 오해 .....	104
(1) 일반투자자들 사이에 퍼져 있는 오해의 내용.....	104
(2) 오해의 원인 - 간헐적으로 전송되는 ELW 호가잔량 정보.....	106
(가) 마스터 루핑 방식 .....	108
(나) ELW 호가잔량 정보 전송 지연 및 누락의 문제 .....	109
2) ELW/선물옵션 VIP특화시스템 구축이 위법한 행위에 해당하는지 여부.....	114
가) '주문 처리 과정에서 속도의 차이가 없어야 한다.' 원칙의 존부.....	114
(1) 관련 규정.....	114
(2) 감독 당국의 각종 행정지도 공문.....	118
(가) 금융위원회.....	118
(나) 한국거래소.....	120

(다) 금융감독원.....	125
(3) '주문 처리 과정에서 속도의 차이가 없어야 한다.'는 원칙의 실현을 위한 조건	130
(가) 주문처리속도를 동일하게 만드는 방법.....	130
(나) 주문 접수 순서대로 주문 정보가 거래소로 전송되도록 통제하는 방법.....	132
(4) 규정 및 공문의 해석.....	135
나) 유가증권시장 업무규정과 행정지도의 비법규성.....	139
다) 소결론.....	140
3) 동등한 접근 기회 보장의 문제.....	140
4. 결론.....	143
가. 검토 및 판단 내용의 요약.....	143
나. 형사처벌의 영역에 관하여.....	147
다. 결어.....	148

# 서울중앙지방법원

## 제 28 형사부

### 판 결

사 건 2011고합601 자본시장과금융투자업에관한법률위반  
피 고 인 1. 이○○ (000000-0000000), 금융기관임원  
주거 서울 강남구 ○○○ ○○○○○ ○○○ ○○○  
등록기준지 안동시 ○○○ ○○  
2. 채○○ (000000-0000000), 금융기관임원  
주거 성남시 분당구 ○○○ ○○○ ○○○○○ ○○○ ○○○  
등록기준지 영천시 ○○○ ○○○ ○○○  
검 사 정유철  
변 호 인 변호사 김수형, 전원열, 백창훈(피고인 모두를 위한 사선)  
판 결 선 고 2011. 12. 15.

### 주 문

피고인들은 모두 무죄.

피고인들에 대한 판결의 요지를 공시한다.

### 이 유

## I. 이 사건의 공소사실<sup>1)</sup>

### [신분관계]

○○○투자증권 주식회사(이하 "○○○투자증권"이라고 함)는 금융투자업자로서 투자자들의 ELW(주식워런트증권, Equity Linked Warrant)<sup>2)</sup> 매매 주문을 한국거래소(이하 '거래소'라고 함)에 중개하는 회원사이다.

피고인 제○○은 ○○○투자증권 대표이사로서 ○○○투자증권의 수입과 지출 등 경영 전반을 총괄하면서 임직원들을 지휘·감독하는 사람이고, 피고인 이○○은 피고인 제○○의 지휘를 받는 ○○○투자증권 IT본부장으로서 권○○ 팀장, 김○○ 팀장 등 IT본부 소속 직원들을 지휘·감독하면서 ○○○투자증권을 통해 ELW 거래를 하는 투자자들의 주문을 거래소로 전달하는 ○○○투자증권의 자동주문 전산시스템의 개발, 운영, 관리를 총괄하는 사람이다.

### [ELW 거래의 특징 및 스캘퍼의 등장]

ELW는 만기에 행사가격으로 기초자산을 사거나 팔 수 있는 권리를 증권화한 것이므로, 만기에 기초자산의 가격이 행사가격보다 높을 경우 상대적으로 낮은 행사가격으로 기초자산을 살 수 있는 권리(콜 옵션)를 보유한 사람이 이익을 얻게 되고 만기에 기초자산의 가격이 행사가격보다 낮을 경우 상대적으로 높은 행사가격으로 기초자산을 팔 수 있는 권리(풋 옵션)를 보유한 사람이 수익을 올릴 수 있는 상품이며, 다른 파생상품과 같이 투자자가 만기에 기초자산의 가격이 행사가격보다 상승할 것인지 하락할

1) 이하, 'I. 이 사건 공소사실'이라는 목차의 각주 내용은 모두 공소장에 기재된 각주 내용을 공소사실의 일부로 보아 공소장 본문과 그대로 옮겨 둔 것이다.

2) **ELW** : 미래의 특정시점(만기)에 미리 정해진 가격(행사가격)으로 기초자산(○○전자 주식 등 특정주식이나 KOSPI 200 주가지수)을 사거나(call 옵션) 팔 수(put 옵션) 있는 권리를 가진 금융투자상품(유가증권)으로, 주식 옵션이나 주가지수 옵션을 적은 금액으로 분할한 성격을 지님



것인지를 예측하여 콜 옵션을 구입할 것인지 팔 것인지, 풋옵션을 구입할 것인지 팔 것인지를 결정함으로써 거래가 이루어지는 상품이다.

따라서, 다수와 다수의 자유 거래 시장 구조에서 거래가 이루어진다면 많은 투자자들이 기초자산의 가격 상승을 예측할 경우 이익을 얻을 수 있는 콜 옵션을 구입하려 할 것이므로 콜 옵션의 가격이 올라가고, 기초자산의 가격 하락을 예측한다면 이익을 얻을 수 있는 풋 옵션을 구입하려 할 것이므로 풋 옵션의 가격이 올라가게 될 것이며, 가격의 변동 시점과 변동폭은 얼마나 많은 투자자들이 기초자산의 가격의 변동 방향을 상승 또는 하락으로 예측하는가에 따라 달라졌을 것이고, 기초자산 가격 변동 방향을 정확하게 예측할 수 있는 투자자가 예상대로의 가격변동에 따라 이익을 얻게 되었을 것이다.

그런데 다수의 투자자들 사이에 매매가 이루어짐으로써 상품(주식)의 가격이 결정되고 있는 주식 시장과 달리, ELW 시장의 경우 대부분의 거래는 ELW 유동성 공급자(Liquidity Provider, 주로 증권회사가 담당, 이하 'LP')<sup>3)</sup>와 투자자들 사이에 이루어지고 있으며 이에 따라 특정 ELW의 가격은 LP가 제시한 매매호가(매도호가 및 매수호가<sup>4)</sup>)에 의해 결정되는 구조이다.

한편 LP는 유동성을 공급하기 위하여 의무적으로 ELW의 매매 가격을 결정·제시하도록 되어 있어 기초자산의 가격이 변동될 경우 LP는 그와 연계하여 ELW의 가격을 변경하여 호가를 제출하게 되는데, LP는 다수의 ELW를 운용하면서 시시각각으로 변하는 기초자산 가격에 대응하여 즉각적으로 호가를 변경하여야 하므로, LP 업무를 수

---

3) **유동성 공급자(LP)** : ELW를 발행하거나 취급하는 국내, 외 증권사로 거래소에 거래되는 ELW의 유동성을 높이기 위해, ELW를 발행한 후 ELW 만기가 될 때까지 투자자들 상대로 일정수량의 ELW에 대해 매수, 매도할 의무를 지게 되어 있는 관계로, LP는 거래소에 ELW의 매도 및 매수 호가를 지속적으로 제시하도록 하고 있다

4) LP는 매도호가와 매수호가를 동시에 제출하는데 매도호가를 매수호가 보다 높게 책정하여 제시함. 기본적으로 이윤을 추구하므로 그 상품을 팔겠다는 가격이 사겠다고 하는 가격 보다 높은 가격임

행하는 증권사 직원이 그때그때의 정보를 확인하면서 개별적인 판단 과정을 통해 호가를 제시하는 것이 사실상 불가능하여 컴퓨터 프로그램에 의하여 자동적으로 정보를 처리하는 기계적인 방법(기초자산 가격상승 → 콜 옵션 매도·매수 호가 상향조정, 풋 옵션은 하향조정 / 기초자산 가격상승 → 풋 옵션 매도·매수호가 상향조정, 콜 옵션은 하향조정)으로 기초자산의 변동에 따른 호가를 제출하게 되었다.

따라서, LP의 위와 같은 호가 변동은 미리 정해진 일정한 법칙에 따라 기계적으로 이루어지고 있으며, 투자자들이 이러한 법칙을 알게 되면서 ELW 매매거래에 있어서는 기초자산의 가격이 변경될 경우 곧이어 기계적으로 이루어질 LP의 기존 매도·매수 호가 변동을 예측할 수 있으므로, 투자자들은 기초자산 가격의 변동을 확인하는 즉시 LP가 기존 매도호가를 취소하고 거래가격을 상향조정하기 전에 기존 매도호가로 ELW를 구입한 다음 LP가 매도·매수호가를 변경한 뒤에 높아진 매수호가에 ELW를 즉시 되파는 방법으로 호가차익만을 취득함으로써 수익을 올리는 투자방법이 성행되어 왔고, 이러한 투자기법을 전문적으로 수행하는 스캘퍼 그룹들이 등장하였으며, 전산장비와 매매프로그램(알고리즘)을 이용함으로써 LP의 매도·매수 호가제시를 컴퓨터가 예상하여 즉각적이고도 기계적으로 매매 주문을 제출함으로써 더 많은 거래를 통해 더 많은 수익을 올리려는 스캘퍼팀들까지 등장하게 되었다.

## [범죄사실]

### 1. 기초사실

#### 가. 일반투자자의 ELW 주문 등 통상의 전산 처리 과정

일반투자자가 ELW를 매매 시, 통상의 경우, 거래소 회원사인 증권회사(이하 '증권회사'라고 함) 전산망 외부에서 일반투자자 개인 컴퓨터(PC)의 HTS(home trading

system) 프로그램을 이용하여 ELW 매매주문을 발송하는바, 그 ELW 매매 주문은 인터넷 통신망을 통하여 ① 증권회사 내부 접속서버(일명 BEP 서버<sup>5</sup>)에 접속한 다음, ② 증권회사의 상품주문서버에서 원장체크절차(본인확인·계좌유효성체크·증거금체크 등) 등 금융상품 매매 주문 처리가 이루어진 후, ③ 거래소와 직접 연결된 증권회사 내부 대외계 서버(일명 FEP 서버<sup>6</sup>)를 거쳐 거래소에 매매 주문이 도달된다.

또한, 일반투자자가 특정 ELW 매매의사 결정을 위해 필수적인 정보인 해당 ELW 및 ELW 기초자산과 관련된 시세정보(KOSPI200 지수 등)는 거래소의 자회사인 KOSCOM → [증권회사 시세 FEP 서버<sup>7</sup>] → 시세정보 편집이 이루어지는 증권회사 시세서버<sup>8</sup> → 증권회사 BEP 서버] → 일반 투자자 PC로 전달된다.

#### 나. 스캘퍼가 ELW 시세차익을 확보하기 위한 필요 조건

ELW 시장에서는 위와 같이 스캘퍼가 매매차익을 얻기 위해서는 LP가 ELW 가격변동 요인을 ELW 가격에 반영시키기 전에(즉, LP가 기존 매도호가를 취소하고 새로운 매도호가를 제시하기 전에) 기이 형성된 가격으로 매수한 다음 새로운 매도호가 제시되면 이를 매도하여야 하고,<sup>9)</sup> 이를 위해서는 LP가 ELW 호가를 변동시킬 것으로 예

- 
- 5) **BEP(back end processor) 서버** : 증권회사와 고객 사이를 연결하는 서버, 즉 고객의 금융투자상품 매매에 관한 주문 등이 최초로 접수되는 증권회사의 서버 컴퓨터를 의미함
  - 6) **FEP(front end processor) 서버** : 증권회사와 거래소(KOSCOM 포함)를 연결하는 서버, 즉 증권회사의 서버 중 거래소에 금융투자상품 매매에 관한 주문이나 체결 및 시세 정보를 직접 송·수신하는 서버 컴퓨터를 의미함
  - 7) **증권회사 시세 FEP 서버** : 시세정보 제공 등의 서비스를 하는 거래소의 자회사인 KOSCOM 으로부터 최초로 시세정보를 수신하는 증권회사 내 서버
  - 8) **증권회사 시세서버** : 증권회사는 증권회사 시세 FEP 서버를 통하여 받은 시세정보 (KOSCOM이 생산)를 고객에게 그대로 보내지 않고 각 증권회사의 전산환경에 맞게 편집(일명 filtering)을 한 후 편집된 내용을 고객에게 송신하고 있는바, 이러한 시세정보 편집(filtering)을 하는 기능을 가진 서버를 증권회사 시세서버라고 함
  - 9) 기이 형성된 가격으로 매매를 한 후 다시 새롭게 형성되는 가격에 매매를 하여 매매차익을 취득하는 것에 관한 예를 들어 설명하자면, 기초자산 가격의 상승으로 LP가 call ELW의 호가를 상승시킬 것으로 예상되는 경우, LP가 해당 ELW의 기존 호가를 취소하고 새로운 높은 호가를 제시하거나 혹은 기존 호가의 물량이 여타 스캘퍼나 일반 투자자들이 매매하여 소진되기 전에 빨리 기존

상되는 특정 ELW 종목에 대한 스캘퍼의 매매 주문이 일반 개미투자자나 다른 스캘퍼보다 빠르게 증권회사를 거쳐 거래소에 도달시켜 매매가 체결되도록 할 필요가 있다.

특히 ELW 시세차익 확보를 위해 컴퓨터 프로그램화된 초단타 매매 전략을 사용하는 스캘퍼의 입장에서는, 자신의 알고리즘 매매 프로그램이 탑재된 컴퓨터에서 이루어진 ELW 매매주문이 인터넷 통신망을 통하여 증권회사에 전송될 경우에 나타날 수 있는 '매매 정보 등 DATA 전송 속도의 저하'를 방지하고 그 DATA 전송 속도를 가능한 빠르게 하여야 하며, 또한 1초 당 수십 건까지 계속하여 자동으로 발송될 수 있는 스캘퍼의 ELW 매매주문이 증권회사 내에서 신속히 처리되도록 'ELW 주문처리속도를 향상'시키는 것이 ELW 시세차익 확보의 필요조건이 된다.

이를 위해서 스캘퍼는 증권회사로부터, 다른 일반 투자자들은 이용할 수 없는, (1) DATA 전송 소요시간을 단축시키기 위해, ELW 매매주문이 행해지는 스캘퍼 컴퓨터와 거래소 사이 전산망의 물리적 총 거리를 단축시키거나 스캘퍼 컴퓨터와 증권회사를 인터넷으로 연결하여 ELW 매매 DATA를 전송하는 경우 반드시 거치게 되는 중계 및 보안장치(라우터, 방화벽 등) 등을 거치지 않도록 하는 방법이 필요하고, 이를 위해서는 스캘퍼의 ELW 알고리즘 매매 프로그램이 탑재된 컴퓨터를 증권회사 내부 전산망에 직접 연결시키고(증권회사 내부 전산망을 이용)<sup>10)</sup>, (2) 스캘퍼 전용 증권회사의 BEP·상품주문처리 서버·FEP 서버를 설치 및 전용(專用)하거나(스캘퍼 전용 증권회사 서버 이용)<sup>11)</sup>, (3) 일반투자자들의 ELW 매매 주문시 고객 전체 database(이하 'DB')에서 고

---

호가로 해당 ELW를 매수한 다음, 새롭게 형성되는 높은 호가에 방금 전 매수한 ELW를 매도하여 시세차익을 취득하게 됨

10) 증권회사가 외부인인 스캘퍼에게 스캘퍼의 알고리즘 매매 프로그램이 탑재된 컴퓨터를 증권회사 내부전산망에 직접 연결 후 동 컴퓨터를 사용토록 한 것인바, 이것은 증권회사의 전산 보안상 심각한 문제를 일으킬 소지가 많음. 따라서 전자금융거래법, 전자금융감독규정, 전자금융감독시행세칙 등 관계 법규에 의할 때, (1) 외부인의 금융기관 내부전산망에 직접 연결된 컴퓨터의 사용 금지 및 (2) 금융기관 내부전산망의 외부 연결 규제 및 원격관리 금지 규정이 있고, 또한 (3) 스캘퍼의 알고리즘 매매 프로그램을 증권회사 내 컴퓨터에 불법 설치, (4) 스캘퍼 외부 사무실과 금융기관 내부 전산망의 불법 연결로 평가됨

객 정보를 가져와 각 매매 주문마다 일일이 주문의 유효성 관련 항목을 모두 체크하는 반면, 스캘퍼 ELW 주문에는 ① 소수의 스캘퍼 정보로만 구성된 DB를 구축, 사용하여 스캘퍼 정보를 검색, 확인하는데 소요되는 시간을 단축시키고(스캘퍼 DB구축)<sup>12)</sup>, ② 주문 유효성 관련 체크 항목 역시 일반투자자에 비해 일부를 생략시켜 스캘퍼 ELW 매매주문정보의 처리 소요시간을 단축시키거나<sup>13)</sup>(가원장체크)<sup>14)</sup>, (4) 또한 스캘퍼는 자신의 ELW 자동 매매주문 결정을 일반투자자나 다른 스캘퍼 보다 빨리 하여야 하고, 이는 ELW 자동매매주문 프로그램(위 ELW 알고리즘 매매 프로그램)의 입력변수인 ELW 및 그 ELW 기초자산에 관한 시세정보를 상대적으로 빨리 받을 수 있는지에 달려 있는바, 위에서 본바와 같이 일반투자자가 KOSCOM으로부터 시세정보를 받는 과정 중, 스캘퍼는 증권회사의 시세정보 편집 등의 절차가 생략된 채 시세정보를 받아야 한

11) 일반 투자자들이 증권회사에 접속하여 금융투자상품의 매매 주문을 내는 경우, 증권회사의 BEP 서버 중 1대의 BEP 서버에 수천에서 수만 명의 일반 개미 투자자들이 접속하고, 수천에서 수만 명의 일반 개미 투자자들에 의해 나온 수천, 수만 건의 매매 주문이 소수의 상품주문처리 서버나 FEP 서버에서 처리되고 있는바, 이렇게 BEP 서버 등 증권회사 서버를 한 팀의 스캘퍼가 독점하거나 소수의 스캘퍼들만이 사용하는 자체가 주문처리 속도의 향상에 직결되는 것으로, 이는 위 일반 개미투자자들과 비교해볼 때 커다란 특혜에 해당

12) (가원장체크를 위해 일반투자자들의 원장 DB와 스캘퍼 DB를 분리하여 이용)

: 일반 투자자들의 ELW 매매 주문시 각 매매 주문의 유효성을 확인하기 위해 수천만 명의 계좌 및 거래정보가 저장되어 있는 DB에서 일일이 주문을 낸 고객 계좌 및 거래정보를 찾는 반면, 스캘퍼 ELW 주문에는 소수의 스캘퍼 계좌 및 거래정보로 구성된 DB를 구축한 후 동 DB에서 스캘퍼 주문에 관한 유효성을 확인할 수 있는 기초 자료를 검색하게 됨.(자료의 검색에 소요되는 시간은 검색 대상 자료의 크기에 절대적으로 비례하는 것을 생각하면, 이 방법에 의해 소요 시간이 단축되는 이유를 쉽게 이해할 수 있음)

13) (원장체크항목의 일부 생략) : 각 증권회사는 적법, 유효한 ELW 주문을 거래소에 전달시켜야 하므로, 이를 위해 각 주문이 정당한 권한자에 의해 이루어졌는지(본인확인, 비밀번호 확인), 해당 계좌가 주식계좌 인지 아니면 선물, 옵션계좌인지를 확인하고 미수금이 완납되었는지, 사고계좌가 아닌지 여부 등을 확인하며 (계좌 유효성 체크), 주문한도 초과 여부 등을 확인하며(주문 자체의 유효성 확인), 해당 주문이 이행될 수 있는지 확인(매입 증거금, 매도가능 수량 체크 등 증거금 체크) 등을 하게 되고 이를 원장체크절차라고 함, 이러한 원장체크절차는 매 주문시 마다 일일이 이루어져야 하고, 실제 일반 개미투자자들의 주문은 매 주문마다 이러한 원장체크절차가 이루어지고 있음. 하지만 대량·초단타 매매를 하는 스캘퍼의 ELW 주문의 경우 매 주문마다 이러한 원장체크절차가 이루어진다면, 스캘퍼의 위 주문이 신속히 증권회사 내부 상품주문서버에서 처리될 수 없음

14) 원장체크항목의 일부생략 및 스캘퍼 DB의 분리 구축 이용 등 가원장체크는 스캘퍼의 대량·초단타 ELW 매매시 그 처리 속도 단축의 핵심 요소 중 하나임

다(시세정보 우선제공).<sup>15)</sup>

#### 다. 증권회사와 스캘퍼는 스캘퍼의 ELW 대량·초단타 매매를 통해 공생

스캘퍼는 위에서 본 바와 같이 증권회사로부터 내부 전산망 이용, 스캘퍼 전용 증권 회사 서버 이용, 가원장체크, 시세정보 우선제공 등의 부정한 수단을 제공받아 스캘퍼 1인당 매월 평균 수백억 원에 이르는 대량·초단타 ELW 매매를 할 수 있게 되고 이 과정에서 ELW 시세차익을 일반투자자나 여타 스캘퍼와 비교하여 월등히 확보할 수 있게 된다. 게다가 스캘퍼는 이러한 대량 ELW 매매를 한 결과로 부담해야 할 수수료를 일반 투자자나 여타 소규모 스캘퍼에게는 허용되지 아니하는 파격적인 업계 최저 수수료율을 적용받음에 의해 더욱더 용이하게 자신의 ELW 대량·초단타 매매를 할 수 있게 되고, 그 외 지속적인 ELW 매매처리속도 측정 및 속도 향상을 위한 컴퓨터 장치 업그레이드 서비스를 받거나, 증권회사 내부에 트레이딩 룸을 제공받는 등의 혜택을 누리게 된다.

증권회사는 스캘퍼에게 위와 같은 부정한 수단 및 특별○○를 제공해주는 대가로, 스캘퍼들이 매월 수조 원의 대량·초단타 ELW 매매 거래를 하게 될 때 최저 우대 수수료율을 적용하더라도 이 경우 발생하는 수수료 수입으로 매월 수억 원을 취득할 수 있었고, 증권회사의 시장점유율을 상승시키는데 결정적인 기회가 될 수 있었다. 결국 증권회사와 스캘퍼 사이에 이루어지는 위와 같은 부정한 수단의 제공은 증권회사와 스

---

15) ELW의 기초자산 시세정보를 남들보다 미리 받는 것은, 시험을 볼 때 남들보다 미리 시험지를 받아 보고 문제 힌트까지 독점적으로 받는 것과 같음. 즉 ELW는 옵션의 성격을 지니고 있어 기초자산의 가격(KOSPI 200 주가 지수 혹은 개별 주식의 주가)이 상승할 경우, call ELW의 시세는 상승하고, put ELW는 가격이 하락하게 되는바, 남들보다 ELW 기초자산 가격의 상승 여부를 미리 받아 자동적으로 매매 알고리즘 변수로 신속히 입력되는바, 이에 의해 남들보다 빨리 ELW 가격 결정 변수를 확보한 후 ELW 추후 가격 결정 방향을 자동적으로 결정하게 되어 ELW 초단타 매매 여부를 신속히 결정하게 됨. (ELW 매매 알고리즘은 블랙숄즈 모델 등 옵션 가격 결정 모형을 기초로 하고 있고, 옵션 가격 결정 모형에서는 기초자산 가격의 변화가 중요한 입력 변수 중에 하나임)

캘퍼 사이에 형성되는 공생관계유지의 기초가 된다.

## 2. 구체적 범죄사실

누구든지 금융투자상품의 매매와 관련하여 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하여서는 아니 된다.

또한 금융투자업자는 신의성실의 원칙에 따라 공정하게 금융투자업을 영위하여야 하고 정당한 사유 없이 투자자의 이익을 해하면서 자기가 이익을 얻거나 제3자가 이익을 얻도록 하여서는 아니된다.

그럼에도 불구하고 ○○○투자증권의 임원들인 피고인들은 아래와 같은 방법으로 일반투자자들과 달리 특정 스캘퍼들에게 일반투자자들은 모르는 위와 같은 부정한 수단 및 특혜를 제공하였다.

### 가. 스캘퍼 송○○, 김○○, 이○○, 정○○과 공동범행

(1) 2010. 4.경 피고인 이○○은 직원 김○○으로부터 "M/S를 제고할 수 있고 수수료 수입을 증대시킬 수 있는 스캘퍼팀을 유치하기 위하여 일반 투자자와는 다른 주문처리 시스템인 'ELW/선물옵션 VIP특화시스템'을 구축하여 이를 스캘퍼들에게 제공하여야 한다."라는 보고를 받았고 피고인 이○○은 그 무렵 피고인 제○○이 참석한 전체회의에서 위 시스템 구축이 필요하다는 보고를 하였으며 피고인 제○○은 위와 같이 보고를 받고 2010. 4. 14. 위 시스템 구축을 위하여 약 7억 원이 필요하다는 보고를 받은 후 시스템 구축을 위한 품의서에 결재함으로써 이를 승낙하였다.

피고인 제○○의 결재를 받은 직원 김○○은 직원 한○○을 통하여 속칭 ○○팀 스캘퍼팀인 송○○, 김○○, 이○○, 정○○, 강○○를 위하여 동인들의 ELW 매매 주문

이 일반 투자자(속칭 개미)들이나 다른 스캘퍼보다 빠르게 거래소에 도달되는데 필요한 위 공소사실 1 중 스캘퍼 전용 증권회사 서버 이용(나(2)), 스캘퍼 DB구축(나(3)①), 가원장체크(나(3)②), 시세정보우선제공((4))등의 전산처리절차 등을 제공하였다.

(2) 2010. 11경 피고인 이○○은 직원 김○○으로부터 명동팀, 일산팀 등 스캘퍼가 ELW매매 체결율이 떨어진다는 불만을 제기하면서 다른 증권회사처럼 증권사 서버에 매매알고리즘을 올릴 수 있도록 해달라고 요청한다는 보고를 받았고, 이에 피고인 이○○은 그 무렵 WM본부장 이○○과 협의하여 피고인 제○○에게 ELW 주문처리시스템인 "ELW/선물옵션 VIP특화시스템"에 ○○팀 스캘퍼들이 개발한 매매알고리즘을 탑재한다는 취지의 주문속도 최적화 프로세스에 대한 조치방안을 보고한 후 위와 같이 증권사 방화벽 내부의 ELW 주문시스템에 스캘퍼들이 개발한 매매알고리즘 프로그램을 탑재하였고 김○○은 직원 한○○을 통하여 속칭 ○○팀 스캘퍼팀인 송○○, 김○○, 이○○, 정○○, 강○○를 위하여 동인들의 ELW 매매주문이 일반 투자자(속칭 개미)들이나 다른 스캘퍼보다 빠르게 거래소에 도달되는데 필요한 증권회사 내부 전산망 이용(매매 알고리즘 탑재)((1))의 전산처리절차 등을 제공하였다.

(3) 위 송○○ 등은 2010. 6. 서울 영등포구 ○○○○에 있는 ○○타워 ○○호에서 위 "(1), (2)"와 같이 제공받은 전산처리절차 등을 이용하여 그곳에 설치된 컴퓨터를 이용하여 위 "ELW/선물옵션 VIP특화시스템"을 이용하여 ELW 매도매수 주문을 하는 방법으로, 2010. 12. 이후에는 서울 영등포구 ○○○○ ○○에 있는 ○○○○○ 사무실에서 위 "ELW/선물옵션 VIP 특화시스템"에 탑재된 매매 알고리즘 프로그램을 통하여 컴퓨터를 통하여 초단타 매매가 이루어지는 상황을 체크, 관리할 수 있도록 하는 방법으로, ○○○투자증권에 개설한 송○○ 명의의 계좌를 이용하여 2010. 6.경부터 2010.



11.경까지 약 2조 1,515억 원 상당의 ELW 매매를 한 것을 비롯하여 2010. 6.경부터 2011. 2.경까지 사이에 별지 범죄일람표 기재와 같이 송○○ 등 ○○팀 스캘퍼들의 매매 주문들이 다른 일반투자자나 스캘퍼들의 주문들보다 빠른 속도로 ○○○투자증권 내부 전산망에서 처리, 전송되어 거래소에 도달되게 하는 방법으로 총 5개의 ELW 계좌를 이용하여 거래대금 합계 약 7조 8,189억 원 상당의 ELW 매매를 하게 하였다.

#### 나. 스캘퍼 이○○과의 공모범행

이○○은 2010. 6.경 일산시 소재 ○○○투자증권 일산지점에서, 위 "(1)"과 같이 제공받은 전산처리절차 등을 이용하여 그곳에 설치된 컴퓨터를 이용하여 위 "ELW/선물 옵션 VIP특화시스템"을 이용하여 ELW 매도매수 주문을 하는 방법으로 ○○○투자증권에 개설한 이○○ 명의의 계좌로 2010. 6.경부터 2010. 9.경까지 별지 범죄일람표와 같이 4개월 동안 1,022억 원 상당의 ELW 매매를 함에 있어 이○○의 매매 주문들이 다른 일반투자자나 스캘퍼들의 주문들 보다 빠른 속도로 ○○○투자증권 내부 전산망에서 처리, 전송되어 거래소에 도달되게 하였다.

### 3. 결어

이로써 피고인들은 위 송○○, 김○○, 이○○, 정○○, 이○○ 등 스캘퍼들과 공모하여 2010. 6.경부터 2011. 2.경까지 위와 같이 일반투자자들은 모르는 증권회사 내부 전산망 이용, 스캘퍼 전용 증권회사 서버이용, 스캘퍼 DB구축, 가원장체크, 시세정보우선 제공 등 부정한 수단을 제공받은 위 스캘퍼들이 거래대금 합계 8조 8,414억 원 상당의 ELW 매매를 함에 있어 약 5억 2천만 원 상당의 수수료 수익을 취득함으로써 거래소에 상장된 금융투자 상품인 ELW의 매매와 관련하여 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하였다.

## II. 검사와 피고인들의 주장

### 1. 검사의 주장 요지

#### 가. 사실관계 부분

○○○투자증권 임원들인 피고인들은 ELW 거래로 인한 수수료 수익을 얻고 시장점유율을 향상시킬 목적으로, 이 사건 5가지 속도 관련 서비스들을 갖춤으로써 다른 투자자의 주문보다 빠른 속도로 주문을 처리할 수 있도록 설계된 'ELW/선물옵션 VIP 특화시스템'을 설치한 뒤 다른 투자자들 몰래 이 사건 스캘퍼들에게만 위 시스템을 제공하였다.

#### 나. 법률상 쟁점 부분

1) 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 '자본시장법'이라고 한다) 제178조 제1항 제1호에서 사용을 금지한 '부정한 수단, 계획 또는 기교'(이하 '부정한 수단 등'이라고 한다)는 사회통념상 부정하다고 인정되는 일체의 수단을 말하고, 위 조항의 보호 법익은 '유가증권 거래의 공정성' 등과 같은 사회적 법익이다. 또한 위 금지조항을 위반함으로써 성립하는 범죄는 보호법익에 대한 침해의 위험성만 있으면 성립하는 위법범이다. 따라서 이 사건 공소사실은 피고인들이 다른 투자자들을 기망한 경우에만 유죄로 인정되는 것이 아니고, 피고인들의 행위로 인하여 다른 투자자들에게 현실적인 손실이 발생하였음을 요하지도 아니한다.

2) ELW 거래에 참가하는 대부분의 개인투자자들은 속칭 단타매매를 하고 있다. 이들 대부분은 기초자산의 가격과 ELW의 가격을 실시간으로 확인하면서 이 사건 스

스캘퍼들과 동일한 방식으로 LP가 ELW 호가를 상승시키기 직전에 ELW를 매수하려고 하는 매매행태를 보인다. 따라서 스캘퍼들과 동일하게 기초자산 가격이 변동하는 순간에 매매주문을 내게 되는데, 이 때 주문처리속도가 빠른 투자자의 주문이 먼저 거래소에 도달하여 매매가 체결되게 되므로 투자자의 입장에서는 주문처리속도가 빠를수록 유리하다. 그런데 이 사건 스캘퍼들은 ○○○투자증권의 ELW/선물옵션 VIP특화시스템을 사용함으로써 증권사로부터 스캘퍼가 아닌 일반투자자들보다 훨씬 빠른 주문 처리속도를 제공받았고, 이를 바탕으로 LP의 호가물량을 위 개인투자자들보다 선점하였다. 이로 인하여 위 개인투자자들은 거래기회를 박탈당하였고, 더 나아가 그들이 원하는 시점에 ELW를 매도하지 못하고 계속 보유하고 있다가 장 막판에 손절매 함으로써 손실을 입는 경우도 발생하였다.

위와 같은 거래기회 박탈만으로도 앞서 본 사회적 법익에 대한 침해의 위험성이 있다고 인정되므로, 이 사건 스캘퍼들이 사용한 위 ELW/선물옵션 VIP특화시스템은 부정당한 수단 등에 해당한다.

3) 자본시장법 제37조, 거래소의 유가증권시장 업무규정 제22조 제2항 제2호, 유가증권시장 업무규정 시행세칙 제123조 제1항, 제4항, 파생상품시장 업무규정 제72조 제3항, 제122조 제1항, 제2항, 파생상품시장 업무규정 시행세칙 제117조의 2 등의 규정을 종합하면, '주문처리속도와 관련하여 고객 간에 차이를 두어서는 아니 되고, 고객의 주문을 접수순서대로 처리하여야 한다.'라는 증권사에 대한 법률상 의무를 인정할 수 있다. 금융위원회, 금융감독원, 거래소 등 금융감독기관들도 증권사에 위와 같은 법률상 의무를 준수할 것을 내용으로 하는 행정지도를 지속적으로 시행하여 왔다. 따라서 피고인들이 ELW/선물옵션 VIP특화시스템을 이 사건 스캘퍼들에게 제공한 것은 위와 같은 법률상 의무를 위반한 것이므로, 이러한 측면에서도 위 ELW/선물옵션 VIP특

화시스템은 부정 한 수단 등에 해당한다.

## 2. 피고인들의 주장 요지

### 가. 사실관계 부분

피고인들이 이 사건 스캘퍼들에게 이 사건 5가지 속도 관련 서비스들을 갖춘 ELW/선물옵션 VIP특화시스템을 제공한 것은 사실이다. 그러나 위 5가지 속도 관련 서비스들은 전 세계적으로 허용되어 있을 뿐 아니라 확대되는 추세에 있기까지 한 DMA 방식의 주문 전달 시스템에서도 모두 갖추고 있는 서비스들이다.

증권사가 위와 같은 서비스들을 이용하여 고객에게 빠른 주문처리속도를 갖춘 시스템을 제공하는 일은 우리나라에서도 이미 폭넓게 행하여지고 있고, 투자자들에게 널리 알려진 사실이기도 하다. 이 사건에서 문제되고 있는 ○○○투자증권의 ELW/선물옵션 VIP특화시스템은 이러한 시스템의 한 유형에 불과하다.

### 나. 법률상 쟁점 부분

1) 이 사건 스캘퍼들의 거래로 인하여 ELW 거래에 참여하는 스캘퍼가 아닌 다른 투자자들의 거래기회가 박탈되는 일은 발생하지 아니한다. 스캘퍼는 기초자산 가격의 변동으로 인하여 LP가 호가를 변경할 것이라고 예측되는 순간에만 LP의 호가변경 직전에 그 호가물량을 대상으로 주문을 낸다. 그러나 LP의 호가 변경은 기초자산 가격이 변동되는 시점과 거의 동시에 이루어지기 때문에 알고리즘 매매 프로그램을 활용하지 아니하는 다른 투자자들이 그 기초자산 가격변동 시점부터 LP의 호가변경 시점 사이에 거래를 하는 사례는 대단히 희소하다. 또 스캘퍼가 LP의 호가 물량을 대상으로 매

매를 체결하여 그 호가잔량이 더 이상 남아있지 않게 되더라도, LP는 가능한 범위 내에서 호가물량을 계속해서 다시 채워 넣기 때문에 다른 투자자도 새롭게 채워진 물량을 대상으로 거래를 체결할 수 있다.

따라서 스캘퍼와 스캘퍼가 아닌 다른 투자자들 사이에서는 이해충돌의 우려가 없고, ELW 시장에 참여하고 있는 개인투자자들이 ELW 거래를 통해 손실을 입는다고 하더라도 이는 스캘퍼의 존재 때문은 아니다. 스캘퍼는 오직 LP와 경쟁하면서 이익을 취득할 뿐이다.

2) 검사가 주장하는 '주문 처리 속도와 관련하여 고객 간에 차이를 두어서는 아니 되고, 고객의 주문을 접수 순서대로 처리하여야 한다.'라는 증권사의 법률상 의무는 존재하지 않는다. 검사가 위와 같은 법률상 의무의 근거규정으로 들고 있는 여러 규정들은 이 사건에 적용될 여지가 없거나 위와 같은 법률상 의무를 규정한 것으로 해석할 수 없다.

그 뿐 아니라 위와 같은 의무는 물리적, 기술적으로 이행 불가능하다. 금융 감독 기관들도 이러한 현실을 고려하여 위와 같은 의무를 강제하는 내용의 행정지도를 시행한 바가 없으며, 이 사건이 문제된 이후에는 오히려 증권사가 이 사건 5가지 속도 관련 서비스들을 제공하는 것을 허용한다는 취지의 'ELW 추가 건전화 방안'을 마련하여 발표하기도 하였다.

3) 따라서 ○○○투자증권에서 이 사건 스캘퍼들에게 제공한 ELW/선물옵션 VIP특화시스템은 자본시장법 제178조 제1항 제1호의 부정한 수단 등에 해당하지 않는다.

### Ⅲ. 판단

#### 1. 이 사건의 쟁점

피고인들은 ELW/선물옵션 VIP특화시스템의 5가지 속도 관련 서비스들과 관련하여 그것은 ○○○투자증권을 비롯한 다수의 증권사들이 기관투자자, 외국인투자자 등을 대상으로 기존부터 제공하고 있던 서비스들의 일부라는 취지로 주장하고 있으므로, 이 부분 사실관계와 관련하여 우선, ① ○○○투자증권이 기존에 고객들을 대상으로 제공하고 있던 전산 서비스들이 어떤 것이 있는지 전체적으로 확인할 필요가 있다. 따라서 ○○○투자증권 내부의 전산 시스템에 대하여 먼저 살펴본다.

다음으로 이 사건의 법률적인 쟁점과 관련하여, 검사는 ELW/선물옵션 VIP특화시스템을 이용한 이 사건 스캘퍼들의 ELW 거래행위가 다른 투자자들과 사이에 이해충돌의 위험성이 있다고 주장하는 반면, 피고인들은 ELW 시장에서 발생하는 개인투자자들의 손해는 이 사건 스캘퍼들과 관련이 없고, ELW/선물옵션 VIP특화시스템을 이용한 이 사건 스캘퍼들의 ELW 거래행위는 LP를 상대로 한 정당한 거래행위였다고 주장한다. 따라서 이와 관련하여서는 ② 구체적인 ELW 거래 현실에 비추어 스캘퍼들과 다른 투자자들 사이에 실제로 이해충돌의 위험성이 있는지 확인할 필요가 있다.

검사는 위 이해충돌 문제와 더불어, 증권사들에게 '고객의 주문을 처리하는 과정에서 속도의 차이를 두어서는 아니 된다.'라는 법률상 의무가 있다고 주장하면서, 이 사건 속도 관련 5가지 서비스들을 갖춘 ELW/선물옵션 VIP특화시스템을 통하여 이 사건 스캘퍼들의 주문을 일반투자자들의 주문보다 더 빨리 거래소로 전송한 피고인들의 행위는 위 법률상 의무를 위반한 행위이고, 따라서 그런 측면에서 위 ELW/선물옵션 VIP특

화시스템이 부정한 수단 등에 해당한다는 논리를 전개하는 반면, 피고인들은 위와 같은 법률상 의무는 존재하지 아니한다고 주장한다. 따라서 ③ 과연 위와 같은 법률상 의무가 존재하는지, 만약 존재한다면 그것이 실현 가능한 것인지, 그 의무의 내용과 한계는 어떻게 되는지, 그 의무를 위반한 것을 이유로 ELW/선물옵션 VIP특화시스템을 부정한 수단 등에 해당한다고 평가할 수 있는지 등이 모두 검토되어야 한다. 이와 관련하여 검사는 법률상 의무의 주요 근거로 거래소의 유가증권시장 업무규정 및 금융감독 기관들의 행정지도 공문들을 제시하고 있고, 피고인들은 검사의 위와 같은 주장이 위 업무규정 및 행정지도 내용에 대한 오해에서 비롯된 것이라고 주장하고 있으므로, 위 업무규정 및 공문들에 대하여 우선적으로 살펴본다.

한편, 이 사건은 i) 2005. 12. 1. 개설된 '거래소의 ELW 시장'이라는 특수한 시장에서 시장 개설 이래 현재까지 항상적으로 전체 개인투자자들의 손익합계가 대규모 손실을 기록한 상황과 ii) 그러한 상황에서 2009년 하반기부터 같은 시장에 등장한 스캘퍼들이 비교적 거액의 이익을 거두기 시작한 것이 발단이 된 것으로, 앞서 본 ① 내지 ③의 쟁점들에 대한 심도 있는 논의를 위해서는 ELW 시장의 구조와 그 참여자들의 역할, ELW의 거래의 실제 등에 대한 명확한 이해를 기반으로 위 i), ii)와 같은 현상의 원인을 정확히 파악하는 것이 필요하다. 따라서 아래에서는 이 부분을 먼저 살펴보고, 위 쟁점에 대하여 차례로 논의하기로 한다.

## 2. ELW 시장의 구조 및 거래의 실제

이 법원에서 적법하게 채택하여 조사한 증거들에 의하면 ELW 시장의 구조 및 거래의 실제와 관련하여 다음과 같은 사실이 인정된다.

## 가. ELW의 개념 및 특징

### 1) 개념

ELW란 주가지수나 주식 등 기초자산을 미래 일정 시점(만기)에 미리 정한 가격(행사가격)으로 사거나 팔 수 있는 권리,<sup>16)</sup> 즉 주가지수옵션 또는 주식옵션에 해당하는 권리가 화체되어 있는 증권<sup>17)</sup>으로서 투자 당시에 지급된 금전 이외에는 어떠한 명목으로도 추가 지급의무를 부담하지 않는다는 측면에서 개념상 '증권'에 해당하고, 미리 정하여진 방법에 따라 기초자산의 가격 등의 변동과 연계하여 장래에 지급금액 또는 회수금액이 결정되는 파생상품의 실질을 가지고 있으므로 그 중에서도 '파생결합증권'<sup>18)</sup>에 해당한다.

현재 유가증권시장에 상장이 허용되는 ELW의 기초자산으로는 KOSPI 100 구성주식, 코스닥 시가총액 상위 5종목, 위험관리(헤지)가 가능한 KOSPI 200지수, 스타지수, 닛케이225지수, 항생지수 등 109가지 자산이 있다. 상품의 안정성 확보와 가격조작 방지 등을 위해 우량하고 유동성이 풍부한 자산으로 한정되어 있다.<sup>19)</sup>

### 2) 특징 - 증권화된 옵션

ELW에 화체되어 있는 권리는 옵션과 동일하므로 ELW 발행자는 ELW 보유자에 대하여 옵션매도자와 동일한 의무를 이행할 책임이 있다. 이에 자본시장법은 장외 파생인가를 받은 금융투자업자에게만 ELW를 발행할 수 있는 자격을 부여하고 있다.<sup>20)</sup> 그러나 옵션은 상품구조와 시장구조가 모두 옵션 매도자와 옵션 매수자 사이의 옵션계

16) 일반적으로, 살 수 있는 권리를 '콜(Call) 옵션', 팔 수 있는 권리를 '풋(Put) 옵션'이라고 한다.

17) 변호인 제출 증거목록 순번 14 정○○, ELW 전용선 거래 및 부정거래행위에 관한 연구 3 내지 5쪽

18) 자본시장법의 파생결합증권이란 기초자산의 가격, 이자율, 지표, 단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등의 변동과 연계하여 미리 정해진 방법에 따라 지급금액 또는 회수금액이 결정되는 권리가 표시된 것으로 주식워런트증권(ELW), 주식연계증권(ELS), 파생결합증권(DLS) 등을 포괄하여 보다 일반적인 개념으로 정의하고 있다.

19) 다만 뒤에서 살펴볼 금융위원회의 2010. 10. 29. ELW시장 건전화방안에 따라 거래규모를 고려하여 거래가 미미한 기초자산 종목을 상장에서 제외하기로 방침을 정한 상태이다[수사기록 62쪽의 수사보고(금융위원회의 보도자료(ELW시장 건전화 방안 마련) 첨부 보고)].

20) 자본시장법 제12조 제1항 제2호



약을 중심으로 설계되어 있는 반면, ELW는 상품 구조와 시장 구조가 모두 발행 이후 다수의 투자자들 사이에서 활발하게 매매될 것을 전제로 설계되어 있다. 양자의 상품 구조 및 시장 구조의 구체적인 차이를 요약하면 아래 표와 같다.

<표 1>

구분		ELW	옵션
법적구조	규제법	자본시장법	
	상품특성	고도의 유통성을 가진 유가증권	옵션매도자와 옵션매수자 사이의 옵션거래
	거래시장	유가증권시장	파생상품시장
	발행주체	금융투자업자	옵션매도자 (불특정 다수의 투자자, 일반투 자자 가능)
시장구조	의무이행과 위험관리	-발행자(금융기관)가 단독으로 옵션매도자의 의무를 이행할 책 임 부담 -감독기관이 발행자의 신용위험 규제	-옵션매도자의 계약이행을 거래 소가 옵션매수자에 대하여 보증 하는 형태
	매매대금 결제방식	-ELW 매수일로부터 2거래일에 매수대금 결제 -결제이후의 가격변동에 따른 추가납입 없음	-보증인인 거래소가 요구하는 증거금 납부 -거래소가 요구하는 증거금 액 수는 옵션매매 이후 기초자산의 가격변동에 따라 계속 변동 -증거금 액수가 증가하는 경우 계속하여 추가 납부
	유동성 제공	유동성 공급자(LP)가 매도·매수 호가 제시하여 유동성 공급	유동성 공급자가 없으며 시장수 급에 의존
	권리행사일 까지의 기간	장기(3월~3년)	단기(6개월 이하)

ELW는 한번 매수한 이후 추가자금 납입의 부담이 없고, 뒤에서 다시 살펴보게 될 유동성 공급자의 유동성 공급으로 인하여 원하는 경우 언제든지 매도하여 현금화할 수 있으므로, 소액의 자금을 가진 개인투자자들의 접근이 용이하다는 점이 특징이다. 한편, ELW 발행자와 ELW 보유자 간에 이루어지는 권리행사일의 최종 결제방식과 관련하여, 제도적으로는 현금결제와 기초자산 실물인수도 결제의 두 가지 방법이 가능하게 되어 있으나, 현재 유가증권시장에 상장되어 있는 ELW와 관련하여 현실에서는 '주식 5% 소유지분 제한' 등의 규제에 인하여 발행자가 실물을 확보하여 인도하는 것이 용이하지 아니하고, 지수형 ELW의 경우에는 성질상 실물을 인수할 수도 없으므로, 현금결제방식, 즉 권리행사일의 기초자산의 가격과 미리 정하여진 권리행사가격의 차액만을 지급받는 방식이 대부분 활용되고 있다.<sup>21)</sup> 결과적으로 ELW는 위와 같이 권리행사일의 최종 결제방식도 개인투자자들에게 용이하게 되어 있다.

## 나. ELW 시장의 구조

### 1) 증권거래기관의 조직개편

2005. 1. 27. 한국증권선물거래소법(2004. 1. 29. 법률 제7112호로 제정되었다가 자본시장법 부칙 제2조 6호에 의해 2009. 2. 4. 폐지됨)이 시행됨에 따라 증권거래소와 선물거래소가 통합되어 주식회사<sup>22)</sup> 한국증권선물거래소(이하 '한국증권선물거래소'라고 한다)가 설립되었다.<sup>23)</sup>

21) 변호인 제출 증거목록 순번 1 거래소, ELW 시장의 이해 30쪽, 변호인 제출 증거목록 순번 6 증권선물거래소, 주식워런트증권 길라잡이 24쪽

22) 자본시장법

제375조

① 거래소는 자본금 1천억 원 이상의 주식회사로 한다.

제374조

거래소에 대하여는 이 법에서 특별히 정한 경우를 제외하고는 '상법' 중 주식회사에 관한 규정을 적용한다.

23) 이후 한국증권선물거래소는 2009. 2.경 한국거래소로 이름을 다시 변경하였다.

한국증권선물거래소가 출범하기 이전에는 증권거래법에 의해 설립된 특별법인인 한국증권거래소와 선물거래소법에 의해 설립된 특별법인인 주식회사 한국선물거래소가 존재하였고, 각 거래소의 취급 금융상품은 법률로 정하여져 있었다. 그런데 위와 같이 한국증권선물거래소가 설립되면서 한국증권거래소는 한국증권선물거래소 내의 유가증권시장본부로, 한국선물거래소는 한국증권선물거래소 내의 선물시장본부로 조직이 개편되었다. 그와 함께 취급 금융상품의 내용도 조정되었다. 가령 KOSPI200 옵션 상품은 한국증권선물거래소 설립 이전에는 한국증권거래소가 상장하여 관리하던 상품이었는데,<sup>24)</sup> 설립 이후에는 한국증권선물거래소의 선물시장본부의 취급 상품이 되었다.

## 2) ELW 시장의 개설<sup>25)</sup>

한국증권선물거래소 유가증권시장본부는 2005. 7. 22.경 유가증권시장에 ELW 시장을 개설하는 방안을 추○○겠다고 발표하였고, 그 후 2005. 12. 1. ELW 시장이 개설되었다.<sup>26)</sup>

ELW라는 금융상품 자체는 위 시장개설 이전에도 존재하고 있었다. 그러나 ELW 시장 개설 이전에는 ELW 발행회수가 215회, 발행금액이 잔액기준 2조 6,593억 원에 불

24) 증권거래법(2007. 8. 3. 법률 제8635호로 폐지되기 전의 것) 제2조 제1항 제9호, 증권거래법시행령(2005. 1. 27 대통령령 제18687호로 개정되기 전의 것) 제2조의3 제5호

25) 박○○은 관련 사건에서 법정에 증인으로 출석하여, 당시 한국증권거래소가 개발하고 취급하던 KOSPI200 옵션 상품은 거래량이 전 세계에서 가장 많은 옵션상품으로 한국증권거래소에 막대한 수수료 수입을 가져다준 매우 성공적인 금융상품이었는데, 위와 같은 조직개편 과정에서 위 금융상품을 거래소 파생상품시장본부가 취급하게 되어 한국증권거래소의 후신인 유가증권시장본부 관계자들의 입장에서는 상장 수수료 수입이 줄어드는 것을 안타까워하였고, 마찬가지로 증권회사의 입장에서도 선물회사들이 KOSPI200 옵션 관련 파생상품의 중개업무에 참여하게 되어 수수료 점유율이 낮아지게 되어 이익이 줄어들자 안타까워하였으며, 이러한 경위로 유가증권시장본부 관계자들과 증권회사들이 위 옵션상품을 유가증권시장에 끌어들이기 위하여 실질이 옵션인 ELW를 그 형식이 유가증권이라는 이유로 유가증권시장본부에서 취급하도록 추○○여 ELW 시장을 개설하게 된 것이라는 취지의 주장을 하였다. 나아가 그는 파생상품시장의 규제체계를 배제한 채 유가증권시장의 규제의 틀 속에서 ELW 시장을 운용하다보니 개인투자자들이 너무 쉽게 ELW 거래에 뛰어들어 계속 손실을 입게 되는 문제가 발생한 것이라는 취지의 주장도 함께 하였다[번호인 제출 증거목록 순번 5 박○○, ELW 규제의 쟁점에 관한 연구 17. 18쪽, 같은 증거목록 순번 48 박○○에 대한 증인신문조서(2011고합605호 사건) 23 내지 25쪽]. 실제로 ELW 시장이 개설된 이후 뒤에서 보는 바와 같이 매년 ELW 거래규모가 폭발적으로 성장하여 2010. 6.말을 기준으로 상품운영 및 감독주체인 거래소의 ELW 관련 매출액은 158억 원에 이르게 되었고, 특히 ELW 관련 상장수수료(72억 원)는 전체 상장수수료 매출(104억 원) 중 69%를 차지하게 되었다. 앞서 본 박○○의 주장에 따르는 입장에서는 거래소가 ELW 시장을 개설하여 조직개편 과정에서 상실한 이익을 만회한 것이라고 평가할 수 있다[수사기록 26쪽의 수사보고(국회의원 조○○의 거래소 국정감사 보도자료 첨부 보고)].

26) 번호인 제출 증거목록 순번 42 증권선물거래소, (보도자료) 주식워런트증권 시장개설 1쪽

과할 정도로 발행량 자체가 극히 적었고, 발행 이후의 거래량 역시 적었다. 또한 당시에는 ELW가 대부분 사모방식으로 발행되었고, 공모방식으로 발행을 시도하면 성공하지 못하였다.<sup>27)</sup>

이러한 상황에서 거래소에 ELW 시장이 개설되면서, 장외과생인가를 받은 증권회사가 적법하게 발행한 ELW는 유가증권시장에 상장되어 불특정 다수의 투자자들에 의해 거래될 수 있게 되었다. 위와 같이 발행 이후의 거래를 원활하게 하기 위한 제도적인 장치가 마련된 가운데 발행사가 시장지위를 유지하고 투자수요를 이끌어내기 위해 발행을 증가시켜 ELW 발행건수와 발행량이 급증하였고,<sup>28)</sup> 발행되어 상장된 ELW의 종목 수가 급증하자 이에 따라 ELW 거래량이 다시 급증하는 순환구조가 형성되었다.<sup>29)30)</sup>

ELW 시장이 개설된 직후인 2006년부터 2009년까지 매년 ELW의 일평균 거래대금 증가 추이는 다음 표와 같다.<sup>31)</sup>

<표 2>

(단위 : 억 원)

	2006년	2007년	2008년	2009년
일평균 거래대금	1,852	2,757	3,846	8,523

위와 같이 거래량이 증가한 결과, 시장개설 후 불과 5년만인 2010. 3.중 거래대금이 세계 1위인 홍콩의 82%에 육박하게 될 정도로 ELW 시장 규모가 거대해졌다.<sup>32)33)</sup>

27) 2003년의 공모 발행은 단 3회에 그쳤고, 그 발행금액도 2억 원에 불과하였다.

28) 2009년 중 ELW 발행액은 39조 원으로 전년(23.7조 원) 대비 64.4% 증가하였고, 2009년 말 ELW 발행잔액은 18.1조 원으로 전년(10조 원) 대비 81.5% 증가하였다[수사기록 39쪽의 수사보고(증권감독원의 "ELW 시장 구조와 현황" 자료 첨부 보고)].

29) 변호인 제출 증거목록 순번 42 (보도자료) 주식워런트증권 시장개설 5쪽

30) 당시 외국의 ELW 시장 현황을 살펴보면, 2005. 3.말 기준으로 21개 거래소에 54,072 종목이 상장되어 있었다.

31) 수사기록 45쪽의 수사보고(증권감독원의 "ELW시장 구조와 현황" 자료 첨부 보고)

32) 세계 10개 시장 중 거래규모를 기준으로 홍콩이 1위, 우리나라가 2위인데, 전 세계 ELW 거래량 중 1, 2위가 대부분을 차지한다[수사기록 44쪽의 수사보고(증권감독원의 "ELW시장 구조와 현황" 자료 첨부 보고)].

33) 한편, 위와 같이 ELW 거래량이 급증한 데에는, ELW 거래를 하는 개인투자자들의 단기매매 성향으로 인하여 거래의 회전률이 높다는 점이 주된 이유 중 하나라는 주장도 있다[수사기록 44쪽의 수사보고(증권감독원의 "ELW시장 구조와 현황" 자료 첨부 보고)].

### 3) 발행시장과 유통시장의 구분

ELW 시장은 발행시장과 유통시장이 명확히 구분되어 있다. 그 이유는 우선, 옵션의 실질을 가지고 있는 파생상품에 해당하는 ELW의 발행자격은 장외파생인가를 받은 금융투자업자에게만 있는 반면, ELW를 유가증권시장에 상장하고 투자자들의 ELW 거래를 중개하는 자격은 거래소 회원사인 증권회사에게 있기 때문이다. 그리고 시장 구조적인 측면에서도, ELW '발행'은 파생상품시장에서 이루어지고 있는 옵션거래에 있어서 옵션 매도와 유사한 영역인 반면, ELW '거래'는 옵션거래와는 전혀 다른 유가증권시장의 고유한 업무영역이다.

실제로 우리 ELW 시장은 ELW의 발행 과정에서는 다수의 투자자를 상대로 분배를 전혀 하지 않고, 발행자인 회사가 단독으로 ELW를 발행하면 ELW 거래자격을 갖춘 자가 위 발행된 ELW를 전량 인수한 뒤 이를 유가증권시장에서 매각함으로써 최초의 매매거래가 이루어지는 형태로 설계되어 있다. 이에 따라 '다수 대 다수'의 경쟁적 시장의 외양을 갖춘 거래소시장에서도 ELW의 매매거래는 '1 대 다수', 즉 1인의 매도자와 불특정 다수의 잠재적 매수자가 거래하는 시장이 된다. 한편 뒤에서 보는 바와 같이 우리나라의 ELW 시장은 거래활성화를 위하여 유동성 공급자 제도를 도입하였고, 이러한 유동성 공급자에게 위에서 본 'ELW 전량 인수자'의 역할을 수행하도록 하고 있다.<sup>34)</sup>

### 4) 유동성 공급자 제도

#### 가) 유동성 공급자의 개념

일반적으로 증권이 유통되는 거래소 시장의 매매체결방식은 크게 주문주도형(order-driven) 방식과 호가주도형(quote-driven) 방식으로 분류할 수 있다.<sup>35)</sup> 주문주도

34) 수사기록 37쪽의 수사보고[증권감독원의 "ELW시장 구조와 현황" 자료 첨부 보고]

35) 변호인 제출 증거목록 순번 5 박○○, ELW 규제의 쟁점에 관한 연구 12쪽

형 방식은 증권사가 중개인의 역할만 담당하고 증권매매 자체에 관여하지 아니하며, 매매는 어디까지나 불특정 다수의 투자자들이 중개인을 통하여 제출하는 매도주문과 매수주문에만 의존하여 이루어지는 방식으로, 거래소가 일반적으로 취하고 있는 방식이어서 우리나라 투자자들에게 익숙하다. 그러나 호가주도형 방식은 시장에 단수 또는 다수의 시장조성자, 일명 딜러들이 존재하여, 이들이 먼저 매도호가와 매수호가를 제시하면 투자자들은 그 중 자신이 원하는 딜러와 거래를 체결하는 방식이다. 이 경우에는 일반적으로 거래소는 딜러들 사이의 호가시스템만을 의미하고, 투자자가 딜러에게 제출하는 주문 자체는 거래소 호가시스템에 직접 반영되지 않으며, 위 호가시스템에 참여하는 딜러들이 불특정 다수의 투자자들을 대상으로 자신들과 거래를 체결하도록 하기 위해 경쟁하는 구조이다. 일부 특수한 경우를 제외한 투자자들의 지정가 주문은 어디까지나 딜러와의 사이에 개별적으로 처리될 뿐이다. 대표적으로 미국의 나스닥시장이 호가주도형 방식으로 운영되는 시장이다.

전통적으로는 위와 같이 주문주도형 방식과 호가주도형 방식의 구분이 명확하였으나, 최근 각국의 거래소들은 기존 매매체결방식의 단점을 보완하기 위해 다른 매매체결방식의 요소 중 일부를 수용하는 변형된 제도들을 도입하고 있는데, 우리나라에서 도입한 이른바 '유동성 공급자 제도'도 그 일환으로 이해할 수 있다. 유동성 공급자(Liquidity Provider, 이하 'LP'라고만 한다)라는 명칭은 호가주도형 방식의 시장에서 딜러가 갖는 권한과 의무 중 '시장의 유동성 공급 기능'과 관련된 권한과 의무만을 주로 인정하였기 때문에 붙여진 이름이다.

#### 나) ELW 시장에서의 도입

우리나라에서는 시장 개설 이전에 ELW 거래가 활발하지 못하였던 점을 고려하여 2005. 12. 1. ELW 시장 개설과 동시에 유동성 공급자 제도(이하 'LP제도'라고만

한다)를 도입하였다.<sup>36)</sup> ELW 발행자와 유동성공급계약을 체결한 LP는 지속적으로 매도·매수 호가를 제시하며 거래에 참여해 가격을 형성하고 투자자들의 투자를 유인할 권한과 의무를 가진다. 제도 도입과 관련된 규정은 아래와 같다.

유가증권시장 업무규정	
제20조의2(유동성공급회원)	
①	다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 증권의 상장법인과 유동성공급계약을 체결한 회원(주식워런트증권의 경우 유동성공급계획을 제출한 회원을 포함한다)은 정규시장 중에 당해 종목에 대하여 유동성을 공급하기 위한 호가(이하 "유동성공급호가"라 한다)를 제출할 수 있다.
3. 주식워런트증권	
②	제1항의 규정에 의하여 유동성공급호가를 제출할 수 있는 회원은 다음 각 호의 요건을 갖추어야 한다.
1. 주권의 경우	
나. 유동성공급업무를 담당하는 직원을 정할 것	
다. 다음 각 세목의 어느 하나에 해당하는 경우에는 그 때부터 1년 이상 경과할 것	
(1) 제20조의6의 규정에 의한 평가에 의하여 3회 연속 가장 낮은 등급을 받은 경우	
(2) 유동성공급업무를 수행함에 있어서 증권관계법규 및 거래소의 업무관련규정을 위반하여 형사제재를 받거나 영업정지 또는 거래정지 이상의 조치를 받은 사실이 확인된 경우	
3. 주식워런트증권의 경우	
가. 증권 및 장외파생상품에 대하여 투자매매업 인가를 받은 결제회원일 것	
나. 법 제30조 제1항에 따른 영업용순자본이 법 제30조 제1항에 따른 총 위험액의 3배 이상일 것	
다. 제20조의6의 규정에 의한 평가에 의하여 2회 연속 가장 낮은 등급을 받은 경우에는 그 때부터 1개월 이상 경과할 것	

36) 주식시장과 ETF(Exchanged Traded Fund, 상장지수집합투자기구의 집합투자증권) 시장은 2006. 1. 2.부터 LP제도를 도입하였으며, 파생상품시장은 일부 상품에 한정하여 2005. 12. 4. 시장조성자(market maker)라는 명칭의 유동성 공급자 제도를 도입하였다(변호인 제출 증거목록 순번 5 박○○, ELW 규제의 쟁점에 관한 연구 12쪽).

라. 제1호 나목 및 다목의 요건을 갖출 것

다) 유동성 공급자의 의무

ELW 발행자와 유동성공급계약을 체결한 LP에게 구체적으로 부여되는 유동성공급의무의 내용에 관한 규정은 다음과 같다.

유가증권시장 업무규정

제20조의4(유동성공급호가 제출의무)

- ① 회원은 정규시장의 매매거래시간 중에 최우○○가를 기준으로 한 호가 스프레드 또는 호가 스프레드비율이 다음 각 호에서 정하는 범위를 초과(매도호가 또는 매수호가의 어느 일방 또는 양방에 호가가 없는 경우를 포함한다)하는 때에는 그 때부터 5분 이내에 유동성공급호가를 제출하여야 한다. 다만, 세칙이 정하는 경우에는 그러하지 아니하다.
3. 주식워런트증권의 경우 호가 스프레드비율이 당해 주식워런트증권 상장법인이 거래소에 신고한 비율
- ③ 제1항에서 “호가 스프레드”라 함은 매도호가의 가격과 매수호가의 가격 차이를 말하며, “호가 스프레드비율”이라 함은 매수호가의 가격에 대한 호가 스프레드의 비율을 말한다.

제20조의5(유동성공급호가의 제출방법)

- ② 회원이 유동성공급호가를 제출하거나 당해 호가를 정정하는 경우의 호가수량에 관한 사항은 세칙으로 정한다.
- ④ 유동성공급호가 제출의 제한 그 밖에 유동성공급호가에 관하여 필요한 사항은 세칙으로 정한다.

유가증권시장 업무규정 시행세칙

제31조의5(유동성공급호가 제출의 면제)



규정 제20조의4 제1항 본문 단서에서 “세칙이 정하는 경우”는 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우를 말한다.

5. 주식워런트증권으로서 다음 각목의 어느 하나에 해당하는 경우

가. 기초자산인 주권의 직전의 가격이 상한가 또는 하한가인 경우

나. 규정 제23조(코스닥시장업무규정 제18조를 포함한다)의 규정에 의한 단일가격에 의한 개별경쟁매매의 방법에 의하여 기초자산의 가격이 결정되는 경우 제35조 각호(코스닥시장업무규정시행세칙 제20조 제1항 각호를 포함한다)의 규정에 의한 호가접수시간 및 당해가격이 결정된 후 5분이 경과하지 아니한 경우

다. 행사가격(권리행사로 성립되는 거래에 있어서 미리 정하여진 가격 또는 주가지수의 수치를 말한다)과 기초자산의 가격 차이가 현저하여 호가가격단위중 가장 낮은 가격 이상의 가격으로 유동성공급호가를 제출하는 것이 곤란하다고 인정되는 경우

제31조의6(유동성공급호가의 제출방법)

③ 규정 제20조의5 제4항의 규정에 의하여 매도호가 또는 매수호가의 어느 일방에 당해 회원의 유동성공급호가 제출되어 있는 경우로서 타방에 유동성공급호가를 제출하는 때에는 다음 각 호에서 정하는 방법으로 산출한 호가 스프레드비율이 규정 제20조의4 제1항 각호의 규정에 의한 범위 이내가 되는 가격으로 하여야 한다. 이 경우 1호가 가격단위의 호가 스프레드비율이 규정 제20조의4 제1항 각호의 규정에 의한 범위를 초과하는 경우에는 1호가 가격단위에 해당하는 가격으로 한다.

2. 주식워런트증권의 경우 당해 회원이 제출한 유동성공급호가를 기준으로 산출한 호가 스프레드비율. 이 경우 당해 회원이 제출한 유동성공급호가 두 개 이상인 경우에는 가격적으로 가장 우선하는 호가를 기준으로 한다.

④ 회원이 규정 제20조의5 제2항에 따라 유동성공급호가를 제출하는 경우에는 다음 각 호에서 정하는 수량 이상으로 하여야 한다. 다만, 주권에 대한 유동성공급호가를 타방 최우○○가의 가격으로 제출하는 경우에는 제1호에서 정하는 수량 이상과 타방 최우○○가의 호가수량 미만(매도호가 및 매수호가 양방에 호가가 없는 경우 이를 적용하지 아니한다)으로 하여야 한다.

3. 주식워런트증권의 경우 매도는 매매수량단위의 10배, 매수는 매매수량단위의 10배 및

5,000원에 해당하는 수량. 다만, 매수의 경우로서 회원이 소유 중인 수량(매매거래의 성립 또는 차입 등으로 소유하게 될 수량을 포함한다. 이하 제31조의8에서 같다)이 상장수량에서 5,000원에 해당하는 수량을 뺀 수량을 초과한 경우에는 매매수량단위의 10배에 해당하는 수량으로 한다.

위 규정들에 따라 LP에게 부여되는 유동성공급의무의 주된 내용을 요약하면, '매일 단일가격에 의한 개별경쟁매매의 방법으로 시초가가 결정되는 장 시작시간 5분 후부터', '최우선 매도·매수 호가 스프레드 비율이 발행사가 거래소에 신고한 스프레드 비율<sup>37)</sup>을 초과한 경우', '초과한 시점으로부터 5분 이내에', '매도 매수 양방향에', '최소 100증권 이상의 물량'을 호가로 제출하여야 한다는 것이다.<sup>38)</sup>

LP는 매도호가와 매수호가를 모두 제시하여야 하므로, LP가 제시하는 두 호가 사이에는 항상 호가스프레드가 존재하게 된다.<sup>39)</sup>

위 규정에 따라 LP가 지속적으로 매도·매수호가를 제출하는 이유는, 투자자의 입장에서 최소한 '그가 매수한 ELW를 다시 매수해 가려는 다른 투자자가 없어서 이를 매도하지 못하게 되지 않을까'하는 우려 때문에 ELW 매수를 꺼리거나, 반대의 경우에 대한 우려 때문에 ELW 매도를 꺼리는 것을 방지하기 위함이다. 이를 통해 궁극적으로 ELW 거래에 투자자들을 유인하여 거래를 활성화하는 데에 LP제도의 목적이 있다.

라) LP가 발행시장에서 인수자 지위를 겸하게 되는 특수성

앞서 2. 나. 3)항에서 본 바와 같이 우리나라 ELW 시장은 발행시장과 유통시장의 2중구조로 되어 있으므로 발행된 ELW를 전량 인수할 다른 투자자가 필요한데,

37) 발행사가 사전에 거래소에 신고한 스프레드 비율로, 통상 20%이다.

38) 그러나 뒤에서 보는 바와 같이, 실제로 ELW 시장에서 활동하는 LP는 구조적인 이유로 위 의무의 수준보다 훨씬 더 활발하게 유동성을 공급하고 있다.

39) 그렇지 아니하고 LP의 매도호가과 LP의 매수호가과 동일가격에 제시되면 두 호가 사이에 매매가 체결되고 잔존호가도 사라질 가능성이 크므로, 유동성을 공급하기 위한 호가제시로서의 의미가 없게 된다.

이러한 인수자의 역할도 위 LP가 수행하게 된다. 그 결과 LP는 당해 ELW의 최초 거래일의 장 시작 시간에는 ELW 발행 물량 100%를 보유하고 있는 상태가 되고, 위 물량을 매도호가로 제출함으로써 ELW 거래가 시작된다. 위 매도호가를 투자자들이 매수하면 LP의 ELW 보유 물량은 줄어들게 되고, 그 줄어든 보유 물량의 범위 내에서 LP는 매수호가를 제시할 의무를 부담한다. 이렇게 거래가 진행되면서 결국 LP는 매도호와 매수호가를 모두 제시하면서 장 거래시간 내내 유동성을 공급하게 된다.

#### 마) 우리나라 ELW 시장에서의 유동성 공급자 자격

LP의 자격은 증권 및 장외파생상품에 대하여 투자매매업 인가를 받은 거래소의 결제회원인 금융투자업자, 즉 증권사 중 영업용순자본비율 300% 이상인 회사로 한정되어 있다.<sup>40)</sup> 반면 ELW의 발행자격은 장외파생상품 인가를 받은 금융투자업자로 되어 있는데, 우리나라의 경우 증권회사들은 대부분 유가증권 인가 뿐 아니라 장외파생상품 인가를 함께 받아 둔 상태이기 때문에 ELW의 발행자격과 LP의 자격은 사실상 동일하다.<sup>41)</sup> 나아가 ELW를 발행한 증권사는 자신이 발행한 ELW 종목에 대하여 직접 LP가 될 수도 있고 다른 증권사를 LP로 지정하여 유동성공급을 위탁할 수도 있는데, 현실적으로는 발행 증권사의 상당수가 스스로 LP가 되고 있다.<sup>42)</sup>

그밖에 ELW를 발행하지 않고 LP의 역할만을 담당하는 증권사, 즉 소위 '제3자 LP' 업무만을 수행하는 증권사도 존재한다. 제3자 LP 업무는 ELW 시장 출범부터 외국계 금융투자업자들이 주로 수행하고 있다. 이와 관련하여 거래소는 2008.경 제3자 LP 업무를 수행하던 ○○○○○○ 증권이 파산하자 관련 업무규정을 개정하여 2009. 4. 중

40) 유가증권시장 업무규정 제20조의 2 제2항 제3호 참조

41) 다만 법무부는 2005. 7.경 장외파생상품 인가를 취득했다고 하더라도 지점은 법률행위의 법적 효력이 귀속되는 법적 주체가 될 수 없으므로 유가증권을 발행할 수 없다는 유권해석을 내렸는바, 이에 따라 국내에 별도의 법인을 설립하지 아니한 외국계증권사 서울지점은 현실적으로 ELW를 발행하지 않고 있는 상황이다(변호인 제출 증거목록 순번 1 거래소, ELW 시장의 이해 75쪽).

42) 수사기록 54쪽의 수사보고[증권감독원의 "ELW시장 구조와 현황" 자료 첨부 보고]

순부터는 원칙적으로 ELW 발행사는 자신이 직접 당해 ELW 종목의 LP가 되어야 하는 것으로 하고, 제3자 LP는 예외적으로만 허용하고 있다.<sup>43)</sup>

이에 따라 2010. 3. 말 기준으로 상장되어 있는 5,095종목 중 4,410종목(86.6%)은 발행사가 LP를 겸하였으며, 나머지 685종목(13.4%)은 제3자가 LP를 수행하였다.

## 다. ELW 거래의 실제

### 1) 거래참여자 - LP와 개인투자자

ELW 시장의 거래참여자는 크게 LP, 국내개인투자자, 외국법인투자자, 기관투자자 등으로 구분할 수 있다.<sup>44)</sup>

그런데 사실, 외국법인투자자와 기관투자자의 ELW 시장 참여 비중은 극히 미미하다. 그 이유는 ELW의 가격이 그와 완전히 동일한 내용의 옵션상품에 비하여 비싸기 때문이다. 발행된 ELW를 전량 인수한 LP의 입장에서는 인수와 거래비용 등을 회수해야 하기 때문에 최초 ELW 거래를 시작하면서 인수한 가격보다 낮은 가격에 매도호가를 제시할 이유가 없다. 통계적으로도 ELW 가격은 동일한 내용의 옵션상품에 비하여 평균 24% 정도 비싼 것으로 확인된다.

이러한 상황에서 주로 기초자산 투자로 인한 위험을 분산할 목적(이하 '헤지 목적'이라 한다)으로 옵션거래를 하는 외국법인투자자와 기관투자자들의 입장에서는 ELW를 거래할 경제적인 유인이 거의 없게 된다. 동일한 내용의 옵션상품을 보다 싼 가격으로 매입할 수 있기 때문이다.<sup>45)</sup> 금융감독원 선임조사역 김○○, 전(前) ○○○○○○학회

43) 변호인 제출 증거목록 순번 1 거래소, ELW 시장의 이해 104 내지 107쪽

44) 외국법인투자자와 기관투자자는 자본시장법 제9조 제5항 및 동법 시행령 제10조에 규정된 전문투자자를 말한다[변호인 제출 증거목록 순번 54 황○○에 대한 증인신문조서(2011고합600사건) 20, 21쪽]. 그리고 여기서 전문투자자란, 금융투자상품에 관한 전문성 구비 여부, 소자산규모 등에 비추어 투자에 따른 위험감수능력이 있는 투자자로서 자본시장법 제9조 제5항 각 호 중 어느 하나에 해당하는 자를 말한다.

45) ELW의 오버나이트 비율이 높지 않다는 것 자체가 헤지 목적으로 ELW 거래에 참여하는 투자자가 많지 않다는 것을 의미하기도 한다[수사기록 28쪽의 수사보고(국회의원 조○○의 거래소 국정감사 보도 자료 첨부 보고)].

회장 이○○ 등은 다른 관련사건에서 일치하여 위와 같은 현상에 대하여 상세히 진술한 바 있다.<sup>46)</sup>

따라서 결과적으로, ELW 시장의 거래에 참여하는 주체는 LP와 개인투자자가 대부분을 차지하고 있다. 금융감독원이 2011. 1.경부터 2011. 3.경까지 일평균거래대금을 기준으로 산정한 투자자별 거래규모<sup>47)</sup>를 보면, LP가 43.3%, 개인투자자가 53.5%, 외국인이 1.1%, LP를 제외한 증권사가 1.5%, 기타 은행, 종금, 저축, 국가, 지자체, 기타법인 등이 0.6%를 차지하는 것으로 나타난다. 의무적으로 거래에 참여하여야 하는 LP를 제외하면, ELW 거래에 자발적으로 참여하는 투자자들 중 개인투자자들이 참여하는 비중은 94.5%<sup>48)</sup>를 넘는다.

이러한 면에서 우리나라 ELW 시장은 철저하게 개인투자자 위주의 시장이라고 평가할 수 있다.<sup>49)</sup>

## 2) LP와 개인투자자들의 대향관계

ELW 시장은 위와 같이 개인투자자 위주의 시장이지만, 동시에 개인투자자들 사이에서는 ELW 거래가 거의 이루어지지 않고, 대부분의 ELW 거래가 LP를 상대로 이루어진다는 특징이 있다. 통계적으로는, 2009년 기준으로 LP와 개인투자자 간의 거래는 전체 ELW 거래 중 84%를 차지하는 것으로 나타났다.<sup>50)</sup> 이러한 결과가 나타나는 구조적인 원인은 다음과 같다.<sup>51)</sup>

유가증권시장에 상장하기 위한 ELW를 발행할 자격을 가진 증권사는 2010. 9. 말 기

46) 변호인 제출 증거목록 순번 55 김○○에 대한 증인신문조서(2011고합600) 11, 12쪽, 변호인 제출 증거목록 순번 61 이○○에 대한 증인신문조서(2011고합600) 26쪽

47) 변호인 제출 증거목록 순번 17 금융위원회, ELW 시장 추가 건전화 방안 관련 참고자료 1쪽

48) 53.5% / (100%-43.4%)

49) 변호인 제출 증거목록 순번 55 김○○에 대한 증인신문조서(2011고합600) 11 내지 13쪽, 수사기록 40쪽의 수사보고[증권감독원의 "ELW 시장 구조와 현황" 자료 첨부 보고]

50) 수사기록 37, 43쪽의 수사보고[증권감독원의 "ELW 시장 구조와 현황" 자료 첨부 보고]

51) 변호인 제출 증거목록 순번 57 남○○에 대한 증인신문조서(2011고합600) 51, 52쪽

준으로 31개사이고, 이 중 25개사가 ELW를 발행하고 있으며, 29개사는 LP로 활동하고 있다. ELW 상장종목의 수는 2010. 9. 말 기준으로 7,614개에 이른다.<sup>52)</sup> ELW 종목 수가 급증함에 따라 거래종목의 양극화현상이 나타날 정도이다.<sup>53)</sup>

그런데 LP 입장에서는, 투자자들이 LP가 보유한 ELW 종목에 관심을 보이지 아니한다면 보유물량을 매각하지 못하여 인수비용 만큼의 위험에 노출된다.<sup>54)</sup> 또 뒤에서 다시 상세히 살펴보겠지만, 여러 가지 구조적인 원인 때문에 자신이 LP로 활동하는 ELW 종목의 거래량이 많을수록 LP가 더 많은 ELW 매매차익을 얻게 되는 것이 일반적이므로, 어떤 ELW 종목의 거래량이 적다는 것은 그 종목의 LP가 ELW 매매차익을 누릴 수 있는 기회가 줄어든다는 것을 의미하기도 한다.<sup>55)</sup> 따라서 LP로서는 어떻게든, 수천 개에 이르는 ELW 종목들 중 자신이 취급하는 종목을 개인투자자들이 많이 거래하도록 적극적으로 유인할 필요성이 있다.

개인투자자들이 자신의 ELW 종목을 거래하도록 유인하기 위해서 LP는 보다 풍부한 유동성을 공급하여야 한다. 개인투자자들은 일반적으로 유동성이 풍부한 ELW 종목을 ○○하기 때문이다. LP가 풍부한 유동성을 공급한다는 것은, 구체적으로는 LP가 적극적으로 호가를 제출한다는 것을 의미한다. 이 때문에 현실에서 활동하는 LP는 앞서 2. 나. 4) 다)항에서 본 법령상의 의무 기준을 충족하는 수준을 뛰어 넘어 훨씬 더 적극적인 방식으로 호가를 제출하게 된다.

그 구체적인 내용을 요약하면 다음 표와 같다.

52) 변호인 제출 증거목록 순번 1 거래소, ELW 시장의 이해 67, 73쪽

53) 2010. 4. 6. 기준으로 상장된 ELW 5,254종목 중 당일 거래금액이 당일 시가총액의 10%를 초과한 종목은 전체의 12%에 불과한 반면, 거래가 전혀 이루어지지 않은 46%를 포함하여 당일 중 거래금액이 당일 시가총액의 1% 이하인 종목이 전체의 73%에 이른다[수사기록 45쪽의 수사보고(증권감독원의 "ELW 시장 구조와 현황" 자료 첨부 보고)].

54) ELW의 발행자 또는 LP가 해당 ELW를 전부 보유하여 더 이상 투자자의 수요가 없다고 판단하여 상장폐지를 신청하거나, 전부 보유한 날로부터 1개월간 매매거래가 전혀 없어 변동이 없는 사실이 확인된 경우에는 거래소가 자동으로 해당 ELW를 상장폐지하게 된다.

55) 변호인 제출 증거목록 순번 55 김○○에 대한 증인신문조서(2011고합600) 19쪽

<표 3>

구 분	규정상 의무	실 제
호가물량	최소한 100증권 공급	다량의 호가물량 (통상 10만~50만 증권)을 공급
호가 스프레드	신고한 범위(통상 20%) 내에서 자율	매수·매도호가 차이를 1~2틱 (1틱 당 5원)으로 유지
호가제출시간	공급기준 호가차이가 발생한 후 늦어도 5분 이내	거래되고 있는 물량이 모두 소진되기 전에 지속적으로 재공급

LP가 다량의 호가물량을 제출하고, 물량이 소진되면 계속하여 물량을 재공급(refill, 이하 '리필'이라고 한다)하는 이유는 장중에 LP의 호가물량이 일시라도 소진되어 개인 투자자가 원하는 시점에 ELW를 매수하거나 매도하지 못하는 공백이 발생하면 당해 ELW 종목 거래의 활성화에 치명적인 악영향이 있기 때문이다.<sup>56)</sup>

또, LP가 호가스프레드를 1~2틱 차이(주로 1틱 차이)로 좁게 유지하는 이유는 뒤에서 보는 우리나라 ELW 투자자들의 단기투자성향과 관련이 있다. 개인투자자들은 대부분 이른바 '데이트레이딩(Day Trading)'<sup>57)</sup>의 방식으로 ELW 거래를 하는데, 위와 같은 데이트레이딩 방식으로 ELW 거래를 하는 투자자가 수익을 얻거나 손실을 줄이는 데에는 호가스프레드가 가능한 좁게 유지되어야 유리하다. 데이트레이딩을 하는 투자자는 LP의 매도호가에 ELW를 매수하여 같은 날 장 중의 일정시점에 LP의 매수호가에 ELW를 매도하여야 하는데, 이러한 상황에서 수익을 얻기 위해서는 ELW 매수 당시 LP의 매도호가(①)보다 ELW 매도 당시 LP의 매수호가(②)가 더 높아져야 한다. 또 손실을 줄이기 위해서도 ②가 ①에 가능한 근접해야 한다. 그런데 평상시 LP의 호가스프

56) 이와 관련하여 거래소 감리팀장 남○○는 이 법정에서, "LP는 호가를 변동할 수는 있어도 호가를 제시하지 않으면서 못 사겠다고 할 수는 없는 것인가요."라는 질문에 "예. LP가 못 사겠다고 호가를 제시하지 않으면 거래소가 가만히 있지 않을 것입니다."라고 답변하기도 하였다[변호인 제출 증거목록 순번 57 남○○에 대한 증인신문조서(2011호합600) 42쪽].

57) 시간, 분, 초 등의 짧은 단위로 금융상품의 가격 흐름을 지켜보면서 단기간에 시세차익을 얻고 빠져 나오는 매매기법을 말한다.

레드 자체가 넓게 유지된다면 ②가 ①에 근접하기 위하여 상승하여야 하는 폭 자체가 커지게 된다. 따라서 그와 반대로 호가스프레드가 좁게 유지되어야 데이트레이딩을 하는 투자자에게 유리하다.

그런데 앞서 본 바와 같이 수천 종목의 ELW 종목이 상장되어 있는 상황에서 LP 역시 경쟁체제이기 때문에, 투자자들을 유인하기 위하여서는 투자자들이 ○○하는 방식으로 호가를 제출하여야 한다. 투자자들이 호가스프레드가 좁고 다량의 호가물량을 계속하여 재공급하는 것을 원하는 이상 LP는 그 요구에 최대한 부응하는 방식으로 호가를 제출함으로써 다른 LP들과 경쟁하게 되는 것이다. 특히 아래 호가창의 예시에서 보는 바와 같이 개인투자자들이 주로 이용하는 홈트레이딩시스템(Home Trading System, 일반적으로 'HTS'라고 불린다) 거래화면에는 LP가 제시하고 있는 호가의 가격과 수량이 표시되어 LP의 호가제시가 제대로 이루어지고 있는지 확인할 수 있기 때문에 위와 같은 LP간의 경쟁이 더욱 촉진되고 있다.<sup>58)59)60)</sup>

<그림 1>

- 
- 58) 금융감독원 선임조사역 김○○은 2011고합600사건의 법정에 출석하여 "투자자가 LP로부터 물량을 매수를 하였는데 LP를 상대로 매도를 못하게 되면 그 당시에는 투자자가 손해를 보고 손절매를 하게 되겠지만, 거의 30여 개의 LP가 경쟁을 하고 있는 시장의 상황에서 그런 평판이 소문이 나게 되면 그 LP입장에서는 영업측면에서 손실을 입게 될 가능성이 있습니다. 그렇기 때문에 그런 매매행태가 현실화될 가능성은 거의 없습니다. 경쟁체제이기 때문입니다.", "(만약 LP가 매도만 하고 매수를 안 해주면) 그 LP는 도태가 될 것입니다.", "호가 의무를 현저히 해태하여서 물량이 소진되었는데 리필을 소홀히 하여 제재를 받은 사례들은 없었습니다." 라고 진술하였다[변호인 제출 증거목록 순번 55 김○○에 대한 증인신문조서(2011고합600) 20, 21쪽].
- 59) 뿐만 아니라 현재 거래소는 LP의 호가제출의무 이행정도와 함께 호가 스프레드 비율, 호가제출의 적극성 등을 평가하여 매 분기마다 거래소 홈페이지에 공시함으로써 LP간의 경쟁을 촉진시키고 있기도 하다(변호인 제출 증거목록 순번 1 거래소, ELW 시장의 이해 114쪽).
- 60) 그 결과, 2011고합600사건에서 검찰 측 증인으로 출석한 금융감독원 선임조사역 김○○, 거래소 감리팀장 남○○, 알고리즘 매매 프로그램 전문가 조○○와 피고인 측 증인으로 출석한 ○○증권 IT 비즈니스 개발부 부장 최○○ 등의 증언은 모두 LP의 지속적인 호가 물량 재공급, 매도·매수호가 차이 1틱 유지 등은 공지의 사실이 된 상황이라고 일치하여 진술하고 있다[변호인 제출 증거목록 순번 55 김○○에 대한 증인신문조서(2011고합600) 19 내지 22쪽, 변호인 제출 증거목록 순번 57 남○○에 대한 증인신문조서(2011고합600) 40 내지 42쪽, 변호인 제출 증거목록 순번 59 조○○에 대한 증인신문조서(2011고합600) 30 내지 32쪽, 변호인 제출 증거목록 순번 58-1 최○○에 대한 증인신문조서(2011고합600 사건 제4회 공판조서 중 일부) 31쪽].





### 3) 개인투자자들의 매매형태

#### 가) 내가격 ELW의 레버리지 효과

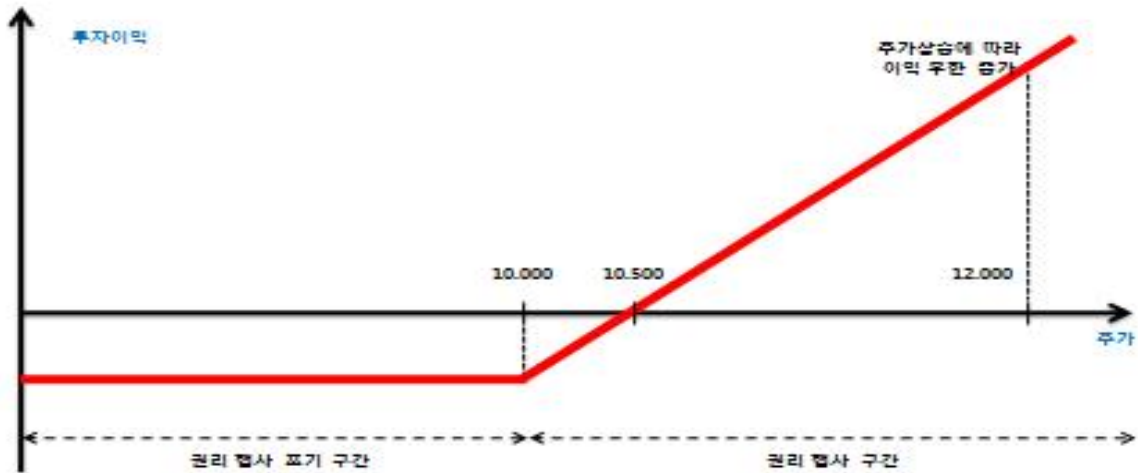
거래소가 ELW 시장을 개설할 당시, 그리고 그 이후에도 수차례 투자자들에게 ELW 시장을 홍보하고 ELW에 대한 투자를 독려하기 위하여 발간한 '주식워런트증권 길라잡이' 또는 'ELW 시장의 이해'라는 제목의 자료에는 모두 공통되게, 투자자들이 ELW 투자를 통해 기대할 수 있는 효과로 레버리지 효과에 대한 설명이 소개되어 있다.<sup>61)</sup>

레버리지 효과라 함은 적은 금액을 투자함으로써 큰 수익을 올릴 수 있는 경우를 말하는 것으로, ELW 거래는 실물자산에 직접 투자할 때보다 적은 투자금액으로 높은 수익을 올릴 수 있다는 것이다. 위 발간자료의 예시 중 하나를 살펴보면, 주식A를 기초자산으로 하여 전환비율<sup>62)</sup> 1, 만기 1년, 행사가격 10,000원인 콜 ELW의 현재가격이

61) 변호인 제출 증거목록 순번 1 거래소, ELW 시장의 이해 14 내지 16쪽

62) ELW 1주에 해당하는 기초자산의 비율을 의미하며, 예컨대 전환비율이 0.01이면 ELW 1주로 주식 A를 0.01주, ELW 100주로 주식 A를 1주 살 수 있다는 의미이다. 지수형 ELW의 경우 전환비율은 대체로 100이다.

500원이라고 할 때, 현재 주가 10,000원인 주식A의 향후 가격 변화에 따른 예상 수익 그래프는 다음과 같다. <그림 2>



위 예에서, 주식A의 만기시 주가가 10,500원(=행사가격 10,000원+ELW 매입비용 500원)이상인 경우 ELW 보유자는 수익을 얻을 수 있다. 그런데 위 투자자가 가지고 있는 자본이 10,000원이라고 가정하면, 그는 현시점에서 주식A를 1주밖에 매입할 수 없고, 그러면 1년 뒤 주가가 12,000원이 되더라도 이익은 2,000원에 불과하다. 그러나 현재가격 500원인 위 ELW를 매입할 경우 ELW 20주(=10,000원/500원)를 매입할 수 있고, 그 20주를 1년 뒤 주가가 12,000원이 되었을 때 행사하면 1주당 1,500원 (=12,000원 - (행사가격 10,000원+매입비용 500원))씩 합계 30,000원(=1,500원×20주)의 이익을 얻을 수 있다는 것이다.

그런데 앞서 본 거래소 발간 자료에서 설명하고 있는 위와 같은 레버리지 효과의 예시는 만기에 내가격<sup>63)</sup>이 될 가능성이 높은 ELW 종목을 매수하고, 그 이후 내가격이

63) ① 내가격(ITM, In The Money)은 권리행사로 매수자에게 이익이 발생하는 종목으로 콜 ELW의 경우 기초자산 가격이 권리 행사 가격보다 높은 경우이고, 풋 ELW의 경우 기초자산 가격이 권리행사 가격보다 낮은 경우이다. ② 등가격(ATM, At The Money)은 콜 ELW와 풋 ELW 모두 기초자산 가격과 권리행사 가격이 동일한 종목을 의미한다. ③ 외가격(OTM, Out of The Money)은 권리행사로 매수자에게 손실이 발생하는 종목으로 콜 ELW의 경우 기초자산 가격이 권리행사 가격보다 낮은 경우이고, 풋 ELW의 경우 반대로 기초자산 가격이 권리행사 가격보다 높은 경우이다. 가령 위 본문의 예시에서는 주식A는 현재가가 10,000원인데 행사가격이 10,000원이므로 ELW는 현재 등가격의 상태이다.

된 ELW를 만기까지 계속 보유하는 것을 전제로 하고 있다는 점에 유의하여야 한다.

#### 나) 실제의 매매행태

그런데 실제 ELW 시장에서의 개인투자자들<sup>64)</sup>의 매매행태는 크게 두 가지 유형으로 나뉜다. 위 가)의 예시에서 전제로 하고 있는 내가격 ELW 또는 내가격이 될 가능성이 높은 ELW를 만기까지 계속 보유하는 것을 추구하는 매매행태가 그 중 첫 번째 유형이라면, 두 번째 유형은 내가격이 될 가능성이 높지 아니한 ELW를 앞서 본 데이 트레이딩 방식으로 거래하는 매매행태이다.

우리나라 ELW 시장에서는 특히 두 번째 유형에 해당하는 개인투자자들의 비중이 높은 것으로 알려져 있다.<sup>65)</sup> 나아가 위 유형의 개인투자자들은 외가격의 ELW 중에서도 만기까지의 잔존기간이 1개월 이내인 ELW에 주로 투자하는 경향을 보인다.<sup>66)</sup> 외가격인 상태가 계속되고 있는 ELW의 경우 만기가 가까워질수록 내가격으로 변동할 시간적인 여유가 그만큼 줄어들기 때문에 내가격으로의 변동 가능성이 더 낮아진다고 볼 수 있고, 따라서 만기까지의 잔존기간이 1개월 이내인 ELW는 가격이 매우 낮아진 저가 ELW이다. 위 개인투자자들은 심지어 이른바 대박을 노리고 기초자산의 가격이 행사가격과 많은 차이가 나는 상태에 있는 '극외가격'의 ELW, 즉 만기에 내가격이 될 가능성이 매우 낮은 ELW에 투자하는 비중도 상당하다.<sup>67)</sup> 극외가격의 ELW는 ELW 가격

64) 아래 2. 라.항과 3. 다. 1) 가) (2) (라)항에서 보는 '스캘퍼', 그리고 스캘핑을 시도하는 일반투자자들을 제외한 나머지 개인투자자들을 말한다.

65) 아래에서 보는 '오버나이트 물량'을 기준으로 할 경우, 개인투자자들 중 자신이 매수한 ELW를 만기까지 보유하겠다는 의사로 장 중에 매도하지 아니한 개인투자자들의 비중은 ELW 평가액을 기준으로 전체 ELW 시가총액 중 매일 평균 3% 이하이다(위 3%가 오버나이트 물량 전부이므로, 만기까지 보유할 의사를 가진 개인투자자들의 비중은 위 3%에 포함되어 있다고 볼 수 있다).

개인투자자들이 거래하는 ELW의 종류에 대한 통계로는, ○○증권에서 2009. 4.경부터 2011. 7.경까지의 거래대금 분포를 분석한 통계자료가 있다(변호인 제출 증거목록 순번 50 ○○증권, ELW 유형별 누적거래량 등 통계). 위 자료에 의하면 ○○증권 이용 개인투자자들의 총 ELW 거래대금 중 외가격과 극외가격 ELW에 대한 거래대금 비중은 58%(외가격 46%, 극외가격 12%)인 것으로 나타난다.

66) 변호인 제출 증거목록 순번 61 이○○에 대한 증인신문조서(2011고합600) 17, 18쪽, 변호인 제출 증거목록 순번 5 박○○, ELW 규제의 쟁점에 관한 연구 31쪽

67) 2009. 4.부터 2011. 7.까지의 ○○증권 거래대금 분포를 보면 개인의 ELW 거래 중 극외가 비율은 12%인데, 이는 다른 투자자들에 비해 현저히 높은 비율이다(변호인 제출 증거목록 순번 50 ○○증권, ELW 유형별 누적거래량 등 통계).

이 매우 낮아져 있는 상태이므로 적은 자본으로 많은 수의 증권을 매수할 수 있기 때문이다.

위와 같은 만기가 얼마 남지 않은 저가 ELW 종목의 경우, 단기간 내에 기초자산이 크게 변동하여 내가격이 되는 경우 ELW 가격이 급격히 상승하면서 동시에 투자자의 수익률이 폭등할 수 있다. 가령 가격이 1,000원인 ELW가 최소호가 단위인 5원만큼 올라 1,005원이 된다는 것은 ELW의 상승률이 0.5%에 불과하지만, 가격이 10원인 ELW가 5원이 올라 15원이 된다는 것은 ELW의 상승률이 50%라는 것을 의미하기 때문이다.

결국 많은 개인투자자들의 투자방식은 주로 외가격의 상태에 있는 ELW가 내가격의 상태로 변동되기를 기대하는 방식이고, 그 중에서도 '단기간 내에 급격한 기초자산의 가격이 변동하여 내가격이 되기를 기대하는 방식'의 비중이 높다. 2011. 8.경 언론에 ELW 투자로 인하여 큰 수익을 얻을 수 있는 기회가 있었다는 취지의 기사가 보도된 바 있는데, 그 기사의 요지는 '○○○○○○○○○○증권이 발행한 ELW인 스탠차 1248 코스피200푫 종목은 2011. 8. 1. 종가가 5원이었는데, 2011. 8. 9. 2,270원으로 마감하면서 수치적으로 45,500%의 수익률을 냈다. 이는 10만 원을 투자했다면 4,540만 원을 벌어들였다는 것을 말한다.'는 것이었다.<sup>68)</sup> 위 기사는 개인투자자들 중 상당수가 추구하고 있는 수익률 폭등의 모습이 무엇인지를 시사하고 있다.

그러나 위와 같은 만기가 얼마 남지 않은 저가 ELW 종목은, 단기간 내에 기초자산이 크게 변동하여 내가격이 되지 않는 경우에는 만기가 다가올수록 시시각각 ELW 가격이 급격히 하락할 수밖에 없다. 만기가 다가온다는 것은 그만큼 기초자산의 큰 변동에 대한 기대가능성이 줄어든다는 것을 의미하기 때문이다. ELW 가격이론에서는 이러

68) 변호인 제출 증거목록 순번 4-1 신문기사("폭락장에 대박 났네... 9일새 4만5300% 수익도")

한 기대가능성의 감소를 '시간가치의 감소'라는 개념으로 설명한다.

ELW 가격이론에 의하면, ELW의 가격은 내재가치와 시간가치로 구성된다.

내재가치란 ELW의 권리를 행사했을 때 얻을 수 있는 가치로 본질가치라고도 한다. 콜 ELW의 경우 기초자산 가격에서 권리행사 가격을 뺀 부분이 내재가치이고, 풋 ELW의 경우 권리행사가격에서 기초자산 가격을 뺀 부분이 내재가치가 된다.

시간가치란 만기까지의 잔존기간 동안 기초자산 가격변동성 등에 따라 얻게 될 기대가치이다. 만기일에 근접할수록 감소하여 시간가치는 0에 접근한다. 시간가치는 장래에 내재가치를 가질 가능성이 클수록 높아지며 현재에는 내재가치가 없는 외가격 ELW도 시간가치를 갖는다. 만기 시점이 가까워질수록 주가가 변화하지 않아도 ELW의 가격이 점차 감소하는데 이것이 시간가치의 소멸(time decay)이다. 즉 시간가치는 만기에 가까워질수록 행사가능성이 점차적으로 없어지고 만기 직전에 행사가능성이 급격히 감소하게 되는데, 위와 같이 시간이 지날수록 폭락하는 것은 시간가치가 빠른 속도로 감소하기 때문으로 이해할 수 있다. 거래소에서 발간한 주식워런트증권 길라잡이에도 “만기일에 가까워질수록 그 가치가 감소하여 결국에는 0 또는 행사가치에 접근해간다. 따라서 기초자산의 가격이 변동하지 않더라도 시간이 경과함에 따라 주식워런트증권의 가격은 하락한다. 이러한 주식워런트증권의 특성을 충분히 파악한 후에 거래하여야 한다.”라고 강조하고 있다.<sup>69)</sup>

이러한 위험성을 반영하여, 금융투자협회에서는 표준투자권유준칙(2010. 8. 27. 개정 전의 것)에서 ELW를 '초고위험상품'으로 분류하고 있다. 초고위험 상품이란, 투기등급 채권, 주식중 투자경고종목, 투자위험종목 및 관리종목, 그리고 선물옵션 등이 이에 해당한다.<sup>70)</sup>

그러나 금융시장에서 ELW의 기초자산이 되는 주가지수, 개별 주가 등이 단기간에 크게 변동하는 일은 극히 드물게 나타난다.

실제로 앞서 본 2011. 8.경의 기사에서 다룬 ELW 가격의 폭등은 2011. 8. 5.경 국제 신용평가기관인 스탠다드앤amp;푸어스가 사상 최초로 미국의 신용등급을 강등하면서 전 세

69) 변호인 제출 증거목록 순번 6 증권선물거래소, 주식워런트증권 길라잡이 42쪽

70) 변호인 제출 증거목록 순번 1 거래소, ELW 시장의 이해 235쪽, 변호인 제출 증거목록 순번 3 금융투자협회, 표준투자권유준칙(2009. 2. 16. 개정)

계 금융시장이 충격을 받아 코스피200 지수가 폭락하면서 극외가에 있던 풋 ELW가 갑자기 내가격이 되면서 벌어진 일이다. 이러한 극히 이례적인 사건이 벌어지지 않는 한 개인투자자가 매입한 만기가 얼마 남지 않은 저가 ELW 종목의 가격은 결국 0원에 수렴하면서 만기에 가까워질수록 하락하게 된다. 이에 개인투자자들은 가격 하락으로 인한 손실을 줄이기 위하여 ELW를 손절매하는 경향을 보인다.

금융감독원 선임조사역 김○○, 고려대학교 금융법 분야 전임연구원 박○○ 등<sup>71)</sup>과 ELW 시장을 분석한 다수의 문헌들<sup>72)</sup>은 개인투자자들의 이러한 매매행태, 즉 '내가격이 될 가능성이 낮은 저가의 ELW에 투자하였다가 기초자산 가격이 예측한 방향으로 움직이지 않을 경우 즉시 손절매하는 경향'을 일치하여 지적하고 있다. 위와 같은 매매행태에서는, 기초자산이 개인투자자들에게 유리한 방향으로 단기간 내에 크게 변동되지 않는 한 개인투자자는 손실을 입을 수밖에 없다. 이와 관련하여서는 '사실상 도달하기 불가능한 종목임에도 투자자들의 무모한 도박이 계속되고 있다. 지수 급락으로 대박을 맞본 투자자들의 베팅이 계속되고 있는 것.'이라는 취지로 우려를 표시하는 내용의 기사가 언론에 보도되기도 했다.<sup>73)</sup>

위와 같은 손절매로 인하여 개인투자자들의 ELW 매매 중 대다수가 앞서 본 '데이트레이딩'의 형태를 띠게 되는 것이다.<sup>74)</sup> 즉 특정일에 매수한 ELW를 당일 장이 마감되기 전에 반드시 매도한다는 것이다. 장이 마감되었을 때에도 ELW를 매도하지 아니하고 보유하고 있는 투자자의 보유물량을 '오버나이트 물량'이라고 하는데, 통계적으로 장 마감 후 LP가 아닌 투자자들이 보유하고 있는 오버나이트 물량의 비율은 ELW 시

71) 변호인 제출 증거목록 순번 55 김○○에 대한 증인신문조서(2011고합600) 35, 36쪽, 변호인 제출 증거목록 순번 48 박○○에 대한 증인신문조서(2011고합605 사건) 38쪽

72) 수사기록 51쪽의 수사보고[증권감독원의 "ELW시장 구조와 현황" 자료 첨부 보고], 변호인 제출 증거목록 순번 5 박○○, ELW 규제의 쟁점에 관한 연구 31쪽

73) 변호인 제출 증거목록 순번 4-2 신문기사("ELW 투자 한방노리다 시한폭탄 터질라")

74) 물론 뒤에서 보는 바와 같이 이는 스캘퍼의 경우에도 마찬가지이다.

가총액의 3%에 불과한 것으로 알려져 있다. 이는 매일 장 마감 후 평균적으로 ELW 시가총액의 97%를 LP가 보유하고 있는 상태이고, 다음날 장 개시 시점에도 같은 물량을 LP가 가지고 있다는 것을 의미한다.

#### 4) LP와 개인투자자들의 이해충돌

##### 가) LP의 지위

ELW 시장에 참여하는 상당수 투자자들이 데이트레이딩 방식으로 ELW 거래를 하고 오버나이트 물량을 보유하는 것을 기피함에 따라, LP는 ELW 발행 물량 전부를 보유한 상태에서 시작되는 상장초기의 시점 뿐 아니라 그 이후 ELW의 만기가 도래할 때까지 계속하여 상당한 정도의 독점적 지위를 유지하게 된다.

즉, 상장 첫날 장 개시 시점에서는 LP가 모든 ELW 발행물량을 보유한 상태에서 공급(매도물량)을 독점함으로써 다수의 잠재 매수자를 상대하게 되는 매매구조가 형성되고, 장중에는 장 개시 후 LP로부터 ELW를 매수한 투자자들이 잠재적 매도자가 되어 매매구조가 경쟁적인 상태로 일부 변경되었다가, 장 종료가 가까워질수록 그날 ELW를 매수한 대부분의 투자자들이 신규 매수를 기피하면서 보유한 ELW를 다시 매도하려고 시도하게 된다. 따라서 장 종료 시점 부근에 그 매도물량을 매수할 주체는 LP만 남게 되고, 이는 LP가 수요(매수호가물량)를 상당 정도 독점함으로써 다수의 매도자를 상대하게 되는 매매구조가 형성된다는 것을 의미한다.<sup>75)</sup> 이렇게 LP가 수요를 독점하여 소수의 오버나이트 물량을 제외한 나머지 물량을 모두 보유한 상태에서 장이 종료되고 나면, 그 다음 거래일의 장 개시 시점에서는 다시 LP가 상당 정도 공급을 독점하는 매매구조가 형성되고, 앞서 본 상장 첫날의 'LP의 공급독점 → 경쟁 상태 → LP의 수요독점' 상태가 상당한 범위 내에서 반복된다.<sup>76)</sup> 다만 장 중의 '경쟁 상태'인 상황에서도

75) 변호인 제출 증거목록 순번 55 김○○에 대한 증인신문조서(2011고합600) 8쪽.

76) 한편 LP가 제시하는 매도·매수 호가와 관련하여 '통계적으로 볼 때, 매 거래일마다 장 개시시점에는 ELW 가격이 기초자산

'LP와 개인투자자들의 대항관계'로 인하여 대부분의 거래는 LP가 일방당사자가 되고 개인투자자가 상대당사자가 되는 형태로 이루어짐은 앞서 2. 다. 2)항에서 본 바와 같다.

#### 나) 개인투자자들의 지위

##### (1) 손익 통계

ELW 거래참여자의 손익 추이에 관한 통계자료<sup>77)</sup>에 따르면, 전체 개인투자자들은 손익합계는 ELW 시장 개설 이후 항상 대규모 손실을 기록하여 온 반면 LP와 외국법인 투자자들의 손익합계는 꾸준히 이익을 기록하였고, 거래소는 매매·상장수수료를 통하여 ELW 시장으로부터 안정된 매출을 실현하였다. 통계의 내용은 아래 표와 같다.

<표 4>

(단위 : 억 원)

거래참여자	2006년	2007년	2008년	2009년
가. 거래소(매매·상장수수료)	42	47	92	180
나. LP(영업손익 <sup>78)</sup> )	323	-648	386	1,789
-국내사(17사)	527	-541	415	1,381
-외국사(18사)	-204	-107	-29	408
다. 외국법인 투자자(매매손익 <sup>79)</sup> )	-118	113	1,959	593
라. 국내개인 투자자	-1,545	-472	-4,048	-4,488
-매매손익	-1,476	-369	-3,881	-4,143
-매매수수료	-69	-103	-167	-345

의 가격에 비하여 고평가되어 있는 반면, 장 종료시점에는 그와 같은 고평가 정도가 상대적으로 줄어들어 있음이 확인된다.'는 전제 하에 'LP는 공급 독점 시기에는 상대적으로 높은 가격으로 ELW를 매도하였다가, 수요 독점 시기에는 상대적으로 낮은 가격으로 ELW를 매수한다.'는 비판이 제기되기도 한다. LP가 호가를 결정하는 방법에 대해서는 아래 2. 라. 1)항에서 다시 자세히 살펴보기로 한다.

77) 수사기록 51쪽의 수사보고[증권감독원의 "ELW시장 구조와 현황" 자료 첨부 보고]

78) LP의 영업손익 = ELW 매매손익 + 헤지손익 + 제비용



## (2) 개인투자자들의 대규모 손실의 원인

개인투자자들의 전체 손익합계는 ELW 시장개설 이후 줄곧 대규모 손실을 기록하여 왔고, 특히 아래 2. 라.항에서 보는 스캘퍼들을 제외하면 개인투자자들 중 이익을 얻은 투자자의 수는 많지 않은 것으로 알려져 있다. 이와 같이 많은 개인투자자들이 줄곧 손실을 입은 이유와 관련해서는 무엇보다 ELW 시장의 구조적인 요인이 가장 크다고 설명하는 견해가 다수이다. 구체적으로 이와 같은 손실의 구조적인 요인으로는 시간가치의 손실, LP의 호가 스프레드로 인한 손실, ELW 거래 수수료 비용 등이 꼽힌다.<sup>80)</sup> 이러한 구조적인 요인에다가 개인투자자들의 투기적인 매매행태가 가미되어 손실이 증폭된다고 설명하는 견해도 있다.

여기서 말하는 구조적인 요인들에 대하여 차례로 살펴본다.

① 우선 시간가치의 손실에 관하여는 앞서 2. 다. 3) 나)항에서 이미 본 바와 같다. 시간가치가 감소하는 것은 모든 옵션 상품의 경우에 마찬가지이나, ELW 시장에 참여하는 투자자들은 ELW 순매수포지션을 취할 수밖에 없다는 특징이 있으므로 ELW를 매수한 투자자들은 모두 시간가치 감소로 인한 위험을 감수할 수밖에 없다. 여기에 덧붙여, 앞서 2. 다. 1)항에서 본 바와 같이 ELW의 가격은 기초자산과 행사가격 등이 동일한 옵션에 비해 통상 높게 형성되어 있는데, 위 ELW와 옵션은 만기에 행사할 수 있는 권리의 실질이 동일하므로, ELW 가격과 옵션 가격의 차이의 상당 부분은 ELW의 시간가치가 고평가되어 발생하는 것으로 해석된다.<sup>81)</sup> 일반론으로도, 레버리지효과가 큰 금융상품일수록 시간가치가 고평가되고 추후 그 하락 폭 역시 크다는 특징이 있다. 따

79) 매매손익 = 매도약정 - 매수약정 + 권리행사차금 + 잔고평가

80) 변호인 제출 증거목록 순번 5 박○○, ELW 규제의 쟁점에 관한 연구 33, 34쪽, 같은 증거목록 순번 30 고○○, 국내 ELW 시장과 DMA 거래에 관한 의견서 7 내지 12쪽

81) 물론 위와 같은 ELW 가격의 고평가가 시간가치의 고평가라는 한 가지 요인 때문에 발생한 것은 아니다. 시간가치의 고평가 이외에도 ELW의 경우 옵션에 비해 상대적으로 소액 거래가 편리한 점 등이 가격에 반영된 것으로 해석할 수 있다.

라서 ELW 시장에 참여하는 투자자들이 감수하여야 하는 시간가치 감소의 폭도 역시 크다.

위와 같은 시간가치 감소로 인한 손실이 개인투자자들에게 특히 문제되는 이유는, 앞서 2. 다. 3) 나)항에서 본 바와 같이 개인투자자들의 경우 시간가치의 감소가 급격하게 일어나는 ELW 종목, 즉 만기가 얼마 남지 아니한 극외가격의 저가 ELW 종목에 대한 투자 비중이 다른 투자자들에 비하여 상대적으로 높기 때문이다.

② 다음으로 LP의 호가 스프레드에 기한 손실에 관하여 본다. 이 부분은 '매도·매수 양방향 호가를 제출하는 유동성 공급자'가 존재하는 모든 시장에서 문제되는 것으로, 일반적으로는 '호가 차이에 의한 손실'이라는 용어로 설명되고 있다.

ELW 시장의 경우 'LP의 호가 스프레드에 기한 손실'이란 다음과 같은 의미이다. LP의 매도·매수호가 변동되지 않은 상태에서 LP를 상대로 불특정 다수의 투자자들이 무작위로 다수의 매도·매수거래를 한다고 가정했을 때, LP는 가만히 앉아서 호가 스프레드만큼의 이익을 보게 된다. 이러한 LP의 ELW 매매차익<sup>82)</sup>은 LP와 대항 관계에 있는 상대방 투자자들에게는 그만큼의 매매차손을 의미한다. 예컨대 LP가 ELW의 매수호가를 100원으로, 매도호가를 105원으로 제시한다고 가정하면, 이 두 호가에서 투자자가 매수할 수 있는 가격은 105원이고, 매도할 수 있는 가격은 100원이다. 즉, 두 호가가 다 거래될 경우 LP는 호가차이인 5원의 이익을 얻고, 상대방 투자자는 5원의 손실을 입는 셈이다. 나아가 LP의 매도·매수호가 고정되어 있지 아니하고 변동하더라도, 그 변동이 일정한 호가 스프레드를 유지한 채로 이루어지고 또 상대방 투자자의

82) 물론 LP의 궁극적인 이익이 위 매매차익이라는 요소에 의하여만 결정되는 것은 아니다. LP는 만기에 ELW가 내가격이 되어 행사될 것에 대비하여 해당 ELW 종목과 같은 실질을 가지는 옵션 상품 또는 기초자산 실물을 거래함으로써 이른바 '헤지 포지션'을 구축하게 되는데, 위 포지션 구축에 소요되는 비용은 위 ELW 매매차익과는 별개의 비용이며, 헤지 포지션 구축 방식에 따라 ELW 매매차익이 발생하든 발생하지 아니하든 관계없이 ELW 거래량에 비례하여 일정하게 이익이 발생하도록 수익구조를 설계할 수 있다. 구체적인 헤지 포지션 구축 방식은 LP에 따라 다른 것으로 알려져 있다[변호인 제출 증거목록 순번 57 남○○에 대한 증인신문조서(2011고합600) 45쪽, 변호인 제출 증거목록 순번 1 거래소, ELW 시장의 이해 142 내지 144쪽].

숫자와 거래횟수가 충분히 많다면 위와 같은 호가 차이에 의한 손실이 현실화될 가능성이 높아진다. LP를 상대로 거래하는 상대방 투자자, 즉 LP를 제외한 ELW 시장의 참여자들은 모두 자신의 투자전략을 이용하여 위와 같이 무작위로 거래할 때 생기는 손실을 극복하여야 하는 처지에 있다.

위와 같은 호가차이에 의한 손실은 매매회전율이 높을수록 커지는 비용이기도 하다.<sup>83)</sup> 그런데 우리나라 ELW 시장참여자들은 앞서 본 바와 같이 데이트레이딩 방식으로 매매를 하는 경우가 많고 오버나이트 물량의 비중이 낮다. 이는 매매회전율이 높다는 것을 의미한다.<sup>84)</sup> 따라서 우리나라 ELW 시장의 경우 매매회전율이 낮은 시장에 비하여 위와 같은 호가차이에 의한 손실 요인이 더욱 높아질 수밖에 없다.

한편, 위 ②의 요인과 관련해서는, 앞서 2. 다. 4) 가)항에서 본 바와 같이 LP가 매 거래일 장 초반 공급독점, 장 후반 수요독점이라는 지위를 유지하며 가격결정과 수급을 주도하고 있는 상황에 비추어, LP의 호가결정 방식에 대한 규제를 강화하지 않으면 위 요인으로 인한 손실이 지나치게 커질 수 있다는 지적이 있다.<sup>85)</sup> 현재의 관련 규정만으로는 LP가 호가의 간격이나 유동성공급물량을 상황에 따라 일부 자의적으로 조정하더라도 이를 효과적으로 규제할 수 없다. 앞서 본 2. 나. 4) 다)항에서 본 바와 같이 유가증권시장 업무규정 상의 규제기준이 현실에서 일어나는 유동공급의 실태와는 괴리가 있기 때문이다.

③ 마지막으로 모든 금융상품 거래와 마찬가지로 수수료비용 역시 구조적인 손실요

83) 변호인 제출 증거목록 순번 5 박○○, ELW 규제의 쟁점에 관한 연구 32 내지 34쪽

84) 우리나라 ELW 시장의 2009. 12.부터 2010. 4.까지의 월 별 매매회전율은 최소 일 평균 20.5%에서 최대 일 평균 36.6%로 매우 높은 편인 것으로 조사된 바 있다(변호인 제출 증거목록 순번 5 박○○, ELW 규제의 쟁점에 관한 연구 32 내지 34쪽).

85) 금융감독원에서도 ELW 시장에서 LP가 '(LP의) 거래 손실 추이', '기초자산의 호가 상황' 등에 따라 장중에 호가 스프레드와 내재변동성을 자의적으로 조정하는 사례들이 발생하고 있다는 내용의 자료를 작성한 바 있다[수사기록 48쪽의 수사보고(금융감독원의 "ELW시장 구조와 현황" 자료 첨부 보고)].

인으로 지적된다. 위 수수료비용 역시 ②의 경우와 마찬가지로 매매회전율에 비례하여 늘어나는 비용인데, 데이트레이딩 방식의 매매형태 때문에 우리나라 ELW 시장의 경우에 특히 그 비용이 많아지고 있다.

위 ① 내지 ③에서 살펴본 바에 비추어 보면, 개인투자자들의 손실 원인을 주로 ELW 시장의 구조적인 요인으로 설명하는 다수의 견해는 어느 정도 타당성이 있다. 그리고 i) 위와 같은 세 가지 구조적인 요인에다가 ii) 앞서 본 개인 투자자들 다수의 투기적인 매매형태, iii) 모든 금융상품투자에 있어 공통적으로 지적되는 개인투자자들의 다른 투자자들에 대한 비교열위, 즉 정보, 자금력, 투자전략, 투자기법 등의 비교열위 등을 종합해 보면, 결국 많은 개인투자자들이 ELW 시장 개설 이후 매년 대규모 매매 차손을 기록한 것은 사실상 예견된 결과였다고 볼 수 있다.<sup>86)</sup> 위 i) 내지 iii)과 같은 전체 하에서는 기초자산이 단기간에 개인투자자들이 기대한 방향으로 급격히 변동되지 않는 한 전체적인 개인투자자들의 손익합계는 앞으로도 손실을 기록할 가능성이 높다.<sup>87)</sup>

#### 라. 스캘퍼의 거래방법

지금부터는 이제까지 살펴 본 ELW 시장의 기본구조 및 거래의 실제에 대한 논의를 바탕으로 이 사건에서 문제되는 스캘퍼들의 거래방법에 대하여 살펴본다. 지금까지 증권가에 알려져 있는 바로는, 우리나라 ELW 시장에 알고리즘 매매 프로그램을 이용하는 스캘퍼가 최초로 등장한 시점은 ELW 시장이 개설되고 약 4년이 경과한 2009년 하반기이다.<sup>88)</sup>

86) 변호인 제출 증거목록 순번 5 박○○, ELW 규제의 쟁점에 관한 연구 34쪽

87) 변호인 제출 증거목록 순번 61 이○○에 대한 증인신문조서(2011고합600) 16쪽

88) 당시는 ELW 시장이 개설된 이래 누적되어 온 개인투자자들의 투자손실이 합계 1조 원을 기록하는 즈음이었다.

스캘퍼들의 거래방법을 이해하기 위해서는, 먼저 LP의 호가 산정방식을 이해할 필요가 있다. 따라서 이하에서는 LP의 호가 산정방식을 먼저 살펴보고, 이를 기초로 스캘퍼의 거래방법을 분석해본다.

1) LP의 ELW 호가 산정방식

LP는 기초자산 가격 등을 기초로 스스로 일정한 파생상품가격결정모델을 이용하여 ELW의 가치에 대한 이론적인 가격(이하 '이론가'라 한다)을 계산하고, 그 이론가를 기준으로 매도·매수 호가를 제출한다. 우리나라에서 대부분의 LP가 사용하는 파생상품가격결정모델은 다음의 6가지 ELW 가격 결정요인, 즉 ① 기초자산의 현재가격, ② ELW 행사가격, ③ 기초자산의 변동성(이른바 '내재변동성'), ④ 잔존만기, ⑤ 무위험 이자율, ⑥ 기초자산 배당정보 등의 요인을 활용한 계산식의 형태로 되어 있는 '블랙숄즈 모델'을 기본으로 하고 있다.<sup>89)</sup>

블랙숄즈 모델

<그림 3>



위 6가지 ELW 가격 결정요인 중 '내재변동성' 항목을 제외한 나머지 5가지 항목은 LP의 의사와 관계없이 외부에서 주어지는 값이다. 반면, '내재변동성' 항목은 일반적으로 '향후 만기시점까지 기초자산의 가격이 얼마나 변동할 것인가에 대한 시장참여자들

89) 변호인 제출 증거목록 순번 1 거래소, ELW 시장의 이해 124, 125쪽

의 기대를 계량화한 값'이라고 정의하는데, 이러한 내재변동성을 산출하기 위하여 적용하는 획일적인 기준이나 이론은 없다. 많은 경우 LP는 과거의 기초자산 가격의 변동과 관련된 데이터를 기초로 하여 향후의 변동가능성을 추론하는 방식을 사용하지만, 그 추론 방식은 LP마다 다를 수 있다. 따라서 동일한 기초자산과 조건을 가진 ELW라 하더라도, LP가 다르면 ELW의 가격이 다를 수 있다.<sup>90)</sup>

위 블랙숄즈 모델은 계산식의 형태로 되어 있으므로 LP는 이를 컴퓨터 프로그램으로 작성하여 호가를 자동으로 계산하고 제출하도록 시스템을 갖추고,<sup>91)</sup> 여기에 거래손실 추이, 헤지 가능여부, 기초자산 호가상황 등에 따라 장중에 인간이 수동으로 개입하여 조정할 여지를 두기도 한다.<sup>92)</sup>

위 시스템에 의하여 자동으로 제출된 LP의 호가는 앞서 본 6가지 항목 중 하나인 기초자산 가격이 변동되는 경우 그에 따라 함께 변동된다. LP가 사용하는 위 시스템은 기초자산 가격의 항목에 변동된 가격을 입력하고 블랙숄즈 모델을 이용하여 이론가를 다시 계산한 뒤, 이론가가 기존에 제출된 LP의 호가와 다를 경우 기존의 호가를 취소하고 새롭게 계산된 호가를 자동으로 제출하도록 설계되어 있다. 이때 위 시스템이 기초자산 가격의 변동을 인식하고 새로운 이론가를 계산한 뒤 새로운 호가주문 정보를 생성하여 거래소에 도달시키기까지 일정한 시간이 소요된다. 이러한 시간 소요로 인하여 기초자산 가격이 변동된 시점부터 LP의 새로운 호가가 실제로 거래소에 제출되기까지는 매우 짧은 시간적 틈새가 발생하게 되는데, 이를 'LP 지연효과'라고 부르기도 한다.

90) 변호인 제출 증거목록 순번 1 거래소, ELW 시장의 이해 48 내지 50, 129, 130쪽

91) LP가 호가제시를 위하여 사용하는 프로그램과 시스템은 기초자산의 가격 등을 분석하여 호가와 주문수량을 정하고 그 결정 내용대로 주문을 실행하도록 설계되어 있으므로, 이는 아래 2. 라. 2) 다) (3)항에서 보는 바와 같은 '전략알고리즘'에 해당한다.

92) 변호인 제출 증거목록 순번 55 김○○에 대한 증인신문조서(2011고합600) 15쪽, 수사기록 48쪽의 수사보고[증권감독원의 "ELW시장 구조와 현황" 자료 첨부 보고]

이 사건에서 문제되고 있는 ○○○투자증권의 경우, ○○○투자증권이 LP로 활동하고 있는 ELW 종목의 경우 약 0.030초 내지 0.034초의 'LP 지연효과'가 발생하는 것으로 측정되었다.<sup>93)</sup> 그 과정에 대하여는 아래 3. 가. 2)항의 '○○○투자증권의 전산 시스템'에서 다시 상세히 살펴기로 한다.

## 2) 스캘퍼의 ELW 거래기법

### 가) 스캘퍼의 개념

사실 스캘퍼가 '어떤 매매기법을 사용하는 사람들'을 말하는 것인지에 대하여는 명확하게 합의된 정의가 없다.<sup>94)95)</sup> 이에 대하여 검찰은 2011. 11. 21.자 의견서에서 이 사건 공소사실에 기재된 스캘퍼는 "ELW 매매거래에 있어서 LP의 호가변동이 미리 정해진 일정한 법칙에 따라 기계적으로 이루어지고 있으며, 투자자들이 이러한 법칙을 알게 되면서 ELW매매거래에 있어서는 기초자산의 가격이 변경될 경우 곧이어 기계적으로 이루어질 LP의 기존 매도·매수 호가변경을 예측할 수 있으므로, 투자자들은 기초자산 가격의 변동을 확인하는 즉시 LP가 기존 매도호가를 취소하고 거래가격을 상향조정하기 전에 기존 매도호가로 ELW를 구입한 다음, LP가 매도·매수호가를 변경한 뒤에 높아진 매수호가에 ELW를 즉시 되파는 방법으로<sup>96)</sup> 호가차익만을 취득함으로써 수익을 올리는 투자방법이 성행되어 왔는데, 이러한 투자기법을 전문적으로 수행하는 초단기 매매자들"을 의미한다고 정리하였다.

이 사건 공소사실은 이러한 검찰의 입장을 전제로 증권사들로부터 이 사건 5가지

93) 제2회 공판조서 중 김○○에 대한 증인신문조서 2~3쪽.

94) 미국증권법상 스캘핑은 투자자문업자가 매수추천 전에 해당 증권을 먼저 매수하거나 매도추천 전에 해당증권을 먼저 매도함으로써 이익을 얻는 행위로서 금지되고 있는데, 이는 이 사건 스캘퍼의 거래방식과는 차이가 있다(변호인 제출 증거목록 순번 14 정○○, ELW 전용선 거래 및 부정거래행위에 관한 연구 9쪽).

95) 스캘핑은 초단기매매, 근소한 가격 변동에 민감하게 대응해 매매하는 투기성 선물거래, 현물 주식시장에서 초단위로 짧은 시간에 들어가 적은 시세 차익을 얻는 기법을 의미하는 것으로 사용되기도 한다[기획재정부, 시사경제용어사전(2010)].

96) 실제 이 사건 스캘퍼들이 ELW를 위와 같이 변경된 매수호가에 즉시 되파는 것인지에 관하여는, 아래 2) 다) (2) '매도방법'에서 후설하는 바와 같은 이유로 의문이 있다.

속도 관련 서비스들과 같은 편의를 제공받아 ELW 극초단타 대량매매를 한 이 사건 스캘퍼들과 동일한 유형의 투자자들이 문제가 된다는 것이므로, 이하에서는 증권사의 속도 관련 서비스를 이용하여 다음의 매매기법, 즉 'LP의 호가 변경을 사전에 예측하여 LP의 호가 변경 전에 기존 호가물량을 선점하는 것을 추구하는 전략의 매매기법(이하 '스캘핑'이라 한다)'을 구사하는 투자자를 '스캘퍼'로 지칭하고, ELW 시장에 참여하고 있는 개인투자자들 중 스캘퍼가 아닌 나머지 개인투자자들을 '일반투자자'로 지칭하기로 한다.<sup>97)</sup>

#### 나) 스캘퍼의 LP 호가 예측방법<sup>98)</sup>

대부분의 LP가 호가를 결정하기 위한 이론가를 계산할 때 기본적으로 블랙솔즈 모델을 사용한다는 사실은 증권업계에 널리 알려져 있다. '블랙솔즈 모델'이라는 계산식의 내용은 비록 전문적이기는 하지만 뒤에서 보는 '알고리즘 매매'를 하는 투자자들 사이에서는 널리 알려져 있는 내용이다.<sup>99)</sup> 따라서 스캘퍼는 ELW가격에 대한 독립적인 가치평가를 하지 않고 LP가 사용하는 블랙솔즈 모델을 이용하여 LP의 호가를 예측하게 된다. 예측방법은 다음과 같다.

블랙솔즈 모델에서 사용되는 6가지 요인 중 내재변동성을 제외한 5가지 요인은 LP와 관계없이 결정되어 있는 것이기 때문에 LP와 동일한 방식으로 ELW 이론가를 계산해내기 위해서는 내재변동성 항목만 알아내면 된다.

LP가 사용한 과거의 내재변동성 수치를 알아내는 일은 어렵지 않다. 당해 ELW 중

97) 여기에서 일반투자자의 개념을 개인투자자로 한정하는 것은, 지금까지 살펴 본 바와 같이 ELW 시장은 개인투자자의 비중이 압도적으로 크고 기관투자자와 외국인투자자의 비중이 극히 작을 뿐 아니라 ELW 시장에 참여하는 일부 기관투자자와 일부 외국인투자자의 경우에는 대부분 아래 3. 가. 2)항에서 보는 바와 같이 이 사건 스캘퍼들이 ○○○투자증권으로부터 제공받은 속도 관련 서비스들과 유사하거나 그보다 주문 처리 속도가 더 빠른 DMA 관련 서비스들을 제공받아 알고리즘 매매를 하고 있는 것으로 알려져 있기 때문이다. 만약 ELW 거래에 참여하는 기관투자자와 외국인투자자 중 증권사로부터 DMA 관련 서비스들을 제공받지 않고 있는 투자자가 존재한다면 이들에 대하여도 이하에서 논의하는 '일반투자자'에 대한 논의가 동일하게 적용될 수 있음은 물론이다.

98) 변호인 제출 증거목록 순번 59 조○○에 대한 증인신문조서(2011고합600) 15 내지 17쪽

99) 변호인 제출 증거목록 순번 59 조○○에 대한 증인신문조서(2011고합600) 5쪽



목의 과거 특정 시점에서의 기초자산 가격과 LP의 매도·매수호가를 알면, 앞서 본 블랙솔즈 모델이라는 계산식을 사용하여 역산하는 수학적 방법을 통해 그 특정 시점의 내재변동성 수치를 추정할 수 있기 때문이다. 그런데 위 내재변동성 항목은 매분 매초 실시간으로 변경되는 것이 아니고 장 중 수차례 변경되는 것에 불과하다. 따라서 과거의 기초자산 가격 및 LP의 호가변화와 관련된 충분한 데이터, 특히 가장 최근의 데이터를 가지고 있으면 이를 기반으로 현 시점에 LP가 사용하고 있는 내재변동성 수치를 추정하는 것이 용이해진다.<sup>100)</sup>

스캘퍼들은 이러한 점에 착안하여, 과거의 기초자산 가격 및 LP의 호가변화와 관련된 충분한 데이터를 인식·수집하고 이를 기초로 과거의 내재변동성 수치와 현재의 내재변동성 수치를 추정한 뒤 변동된 기초자산 가격을 기초로 LP가 새롭게 제출할 호가를 예측하는 기능을 갖춘 전산 프로그램을 개발한다. 그 후 스캘퍼들은 위 프로그램을 이용하여 예측한 LP의 호가가 실제로 그대로 변동되는지 소량매매를 통해 검증한 뒤 그 예측이 적중한다는 판단이 들면 본격적으로 이를 대량매매주문에 활용한다.

위와 같은 예측 기능을 갖춘 전산 프로그램에 아래에서 보는 매매주문 발주기능을 추가하면 스캘퍼가 사용하는 알고리즘 매매 프로그램이 된다.

#### 다) 스캘퍼의 매도·매수방법

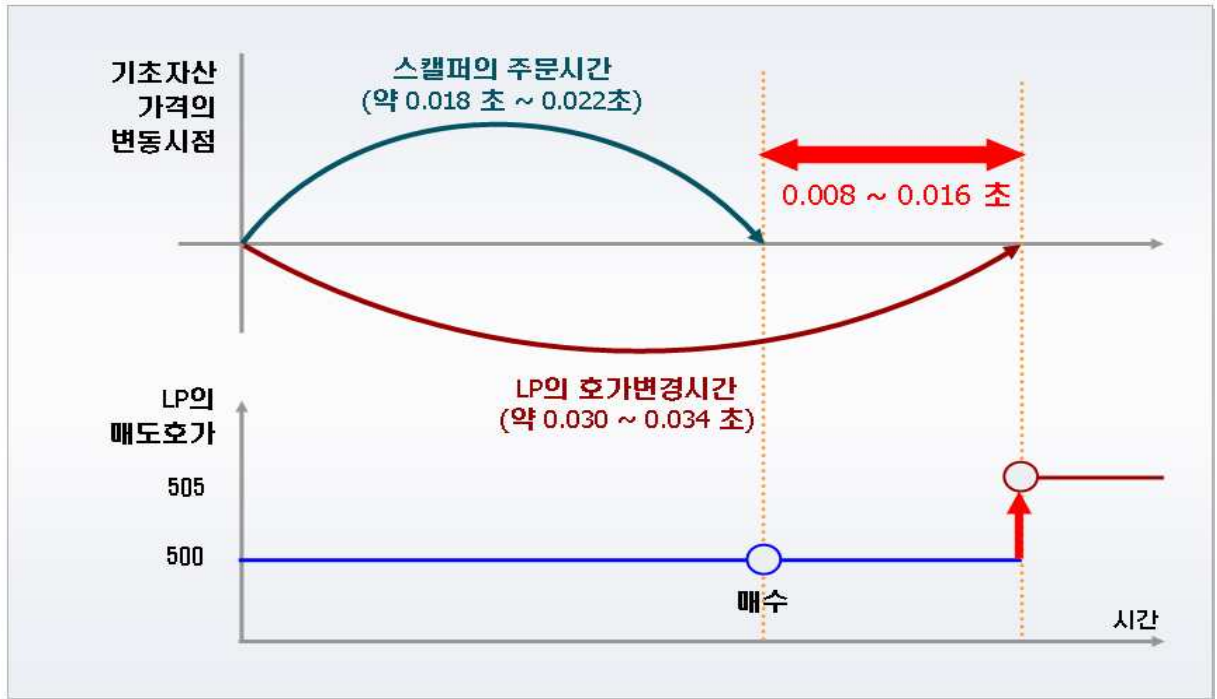
##### (1) 매수방법

스캘퍼는 위와 같이 개발한 전산 프로그램을 통하여 ELW의 매수시기를 포착하게 된다. 기초자산의 가격이 변동된 경우 중 그 변동의 결과로 인하여 LP가 호가를 변경할 것이라고 예측되는 순간, 구체적으로 LP가 호가를 높일 것이라고 예측되는 순간에 앞서 본 LP 지연효과를 이용하여 LP가 호가를 변경하기 직전, 즉 LP의 기

<sup>100)</sup> 다만, 그렇다고 하더라도 앞서 2. 라. 1)항에서 본 바와 같은 내재변동성이라는 항목 자체의 임의성으로 인하여 그 수치 자체를 확실하게 알아내는 것은 불가능하다.

존 호가물량이 취소되기 직전에 그 호가물량을 매수한다.

<그림 4>



LP 지연효과가 발생하는 순간은 매우 짧으므로, 스캘퍼의 매수 주문을 그 순간에 거래소에 도달시키기 위해서는 LP보다 주문 처리 속도가 더 빠른 주문 시스템이 전체되어야 한다. 가령 ○○○투자증권이 LP로 활동하는 경우 약 0.030초 내지 0.034초의 LP 지연효과가 발생하는데, 이 사건 스캘퍼들의 주문은 발주에서 거래소 도달까지 소요되는 시간이 LP의 주문보다 0.008초 내지 0.016초 빠른 것으로 나타났다.<sup>101)102)</sup> 따라서 이 사건 스캘퍼들은 LP가 자신의 호가를 변경하기 전에 변경 전 매도 호가 물량에 대해서 매수주문을 체결시킬 수 있게 되는 것이다.

## (2) 매도방법

스캘퍼가 위와 같이 ELW를 매수하게 되면 그 직후, 즉 0.008초 내지

101) 제2회 공판조서 중 김○○에 대한 증인신문조서 2~3쪽 참조.

102) 물론 이는 스캘퍼의 거래 방식을 설명하기 위하여 예를 든 것일 뿐, 아래 3. 다. 1) 나)항에서 보는 바와 같이, 이 사건 스캘퍼들은 ○○○투자증권이 LP로 활동하는 ELW를 거래한 비중이 극히 낮다.

0.016초 후에 LP가 호가를 높이게 된다. 그 후 스캘퍼가 확보한 ELW 물량을 매도하는 방법으로는 다음과 같은 두 가지 방법이 있다.

첫 번째는 스캘퍼가 최소한의 매매차익을 얻을 수 있을 정도로 LP가 ELW 호가를 높일 때까지 기다렸다가 그 정도로 호가가 오르면 바로 차익을 실현하는 방식(①)이다. 이 경우에는 실제로 차익을 얻기 위해서는 아래 박스에서 보는 바와 같이 LP의 호가가 스캘퍼의 매수시점보다 2틱 이상 높아져야 한다.

두 번째는 LP의 호가가 몇 틱이 오르는지에 대하여는 아무런 관심을 두지 아니하고, 오직 기초자산 가격의 변동으로 인하여 LP가 호가를 하락시킬 것으로 예측되는 시점을 기다렸다가 역시 LP 지연효과를 이용하여 LP가 기존 호가를 취소하기 직전에 매도하는 방식(②)이다.

위 ① 방식은 LP의 호가가 1틱 상승했다가 다시 하락하는 경우에 손실을 피할 수 없다는 단점이 있는 반면, 위 ② 방식은 1틱 올랐던 LP의 호가가 다시 원상태로 돌아가려고 하는 것으로 예측되는 때에는 그 직전에 ELW를 매도함으로써 수수료부담을 초과하는 매매차손을 회피할 수 있어 위와 같은 단점이 없다. LP의 호가가 1틱 오른 시점에서의 매도호가는 그 직전 시점에서의 매수호가와 동일한 가격이기 때문이다. 즉, 이 경우 스캘퍼는 수수료 손실만 부담하면 된다. 이에 대하여는 아래 박스에서 상세히 설명하는 바와 같다.

한편, 매매차익의 극대화라는 측면에서도 위 ① 방식보다는 위 ② 방식이 더 유리하다. 위 ① 방식은 최소한의 이익이 확보되면 바로 매도하는 방식인데 반하여, 위 ② 방식은 LP의 호가가 하락할 것으로 예상되기 전까지는 호가가 여러 틱 상승해도 매도하지 않고 기다림으로써 여러 틱의 매매차익을 기대할 수 있기 때문이다.

김○○과 정○○의 수사기관에서의 진술에 의하면, 이 사건 스캘퍼들이 ○○○투자

증권을 통해 ELW 거래를 하면서 사용한 매도방법은 위 ② 방식이었던 것으로 보인다.<sup>103)</sup>

검사는 이 사건 공소장에, 스캘퍼들의 투자기법이 '기초자산 가격의 변동을 확인하는 즉시 LP가 기존 매도 호가를 취소하고 거래 가격을 상향 조정하기 전에 기존 매도호가로 ELW를 구입한 다음, LP가 매도·매수호가를 변경한 뒤에 높아진 매수호가에 ELW를 즉시 되파는 방법으로 호가 차익만을 취득함으로써 수익을 올리는 투자방법'이라고 소개하고, '스캘퍼가 매매차익을 얻기 위해서는 LP가 ELW 가격변동 요인을 ELW 가격에 반영시키기 전에(즉, LP가 기존 매도호가를 취소하고 새로운 매매호가를 제시하기 전에) 기이 형성된 가격으로 매수한 다음 새로운 매매호가가 제시되면 이를 매도하여야 한다.'고 기재하였다.

위 공소장 기재에서 말하는 스캘퍼의 매도시기가 언제인지, 공소장의 문언만으로는 명확하지 아니하다.

다만 만약 위 공소장 기재를, '스캘퍼가 LP의 호가 변경 직전에 ELW를 매수하고 LP가 이렇게 호가 변경함으로써 형성되는 LP의 새로운 매매호가에 바로 매도한다는 취지'로 이해한다면 이는 사실과 다르다. 그와 같은 방식으로는 스캘퍼가 얻는 수익을 설명할 수 없다. 구체적으로 보면 다음과 같다.

위와 같은 방식으로 스캘퍼가 수익을 얻기 위해서는 최소한 ELW의 가격이 한번에 '호가 스프레드+1틱' 이상 변동하여야 한다. 예를 들어 특정 ELW 종목에 대해 기초자산 시세변동이 발생하여 현재 LP의 매도호가 105원, 매수호가 100원이 곧 매도호가 110원, 매수호가 105원으로 1틱 변경될 것으로 예측되는 경우, 위 ELW 종목을 매수한 스캘퍼는 ELW 호가가 예측한대로 변화한 뒤 매도하더라도 결국 105원에 매수한 뒤 105원에 매도하는 결과가 된다. 따라서 현재 LP의 매도호가 105원, 매수호가 100원이 곧 매도호가 115원 이상, 매수호가 110원 이상으로 2틱 이상 변경될 것으로 예측되는 경우에만 거래를 하여야 한다.

스캘퍼들이 주로 거래하는 것으로 알려져 있는 KOSPI200지수를 기초자산으로 한 ELW의 경우, ELW 가격이 2틱(최소 10원) 이상 변화하기 위해서는 통상 KOSPI200지수가 순간적으로 0.2포인트 이상 변화해야 한다. 그런데 통계적으로, 거래량이 풍부할 뿐 아니라 0.05포인트 단위로 세밀하게 변동하는 KOSPI200지수 가격이 한번에 0.2포인트 이상 변동하는 경우는 거의 없다. 따라서 위와 같은 방식으로는 스캘퍼가 시세차익을 획득할 기회가 거의 없게

103) 수사기록 1340~1341쪽의 김○○에 대한 제1회 검찰 피의자신문조서

되므로, 이 사건 스캘퍼들이 얻은 이익을 설명할 수 없다.

스캘퍼는 위와 같은 매매전략을 통해, LP의 호가변동만 정확하게 예측할 수 있다면 매번의 거래에서 매매차손을 방지하여 수수료 이상의 위험을 거의 부담하지 않고 ELW 매매를 할 수 있다. ELW를 매수한 직후 LP의 호가가 하락할 것으로 예상되면 바로 매수한 가격과 동일한 가격으로 매도할 수 있기 때문이다.

그리고 그 과정에서 각 10차례의 매도·매수거래 중 1, 2차례의 매도·매수거래에서만 매매차익이 발생하면 위와 같은 수수료 부담을 상쇄하는 이익을 얻게 된다. 스캘퍼의 경우 대량거래를 통해 증권사에 거액의 수수료를 지급하기 때문에 증권사는 이들을 속칭 '우량고객'으로 분류하고 수수료를 할인하여 주기 때문이다.

가령 이 사건 스캘퍼들의 경우 ○○○투자증권과 사이에 ELW 거래 수수료를 1억 원 거래 당 1만 원(약 0.01%)로 약정하였다.<sup>104)</sup> 따라서 스캘퍼가 같은 거래대금의 규모로 각 10차례 매도·매수거래를 한다고 가정하였을 때 수수료 비용은 그 거래금액의 0.2%(= 0.01% × 20회(매도·매수 각 10회))에 불과하다. 그런데 그 중 단 1차례의 매도·매수거래에서만 1틱의 매매차익을 얻게 되더라도, 그 거래금액의 1% 이상의 이익<sup>105)</sup>이 발생하게 되므로, 위 수수료 비용을 상쇄하고도 이익을 얻게 된다.

### (3) 속도와 알고리즘 매매 프로그램의 중요성

LP는 프로그램을 통해 자동화된 방식으로 호가를 제출하므로, 비단 앞서 본 ○○○투자증권의 경우뿐 아니라 모든 증권사의 경우로 확대해 보더라도, 대체로

104) 수사기록 1664쪽 김○○에 대한 검찰 제2회 피의자신문조서.

105) 틱 단위(tick size) 또는 호가가격 단위는 ELW 가격의 1%를 초과하도록 미리 정하여져 있다. 가령 ELW 가격이 500원 미만인 경우 틱 단위는 5원이고, 500원 이상 1,000원 미만인 경우 틱 단위는 10원이다.

LP 지연효과가 발생하는 시간은 0.01초 내지 0.05초의 극히 짧은 시간이다. 스캘퍼는 이 극히 짧은 시간 내에 자신의 주문을 거래소에 도달시켜야 하므로 빠른 주문 발주 및 처리 시스템이 필수적이다. 더 나아가 다른 스캘퍼들과 사이에 LP의 호가물량을 선점하기 위해 경쟁하여야 한다는 점까지 고려하면, 스캘퍼의 입장에서는 속도가 곧 수익을 결정하는 가장 핵심적인 요인이 된다.

스캘퍼는 속도를 확보하기 위해 자동화된 프로그램을 이용하여 LP의 호가를 예측할 뿐 아니라, 증권사가 기존에 기관투자자 등에게 제공하던 여러가지 전산 상의 서비스들 중 주문발주 및 처리속도를 높일 수 있는 요소들을 규합하여 새롭게 구성된 별도의 주문 처리 시스템을 증권사로부터 제공받아 이용한다. 스캘퍼는 위 시스템을 이용하여, 알고리즘 매매 방식으로 1초도 안 되는 극히 짧은 시간 동안에 반복적으로 매도·매수 주문을 제출한다.<sup>106)</sup> 이 과정에서 스캘퍼는 주로 IOC(Intermediate or Cancel) 방식<sup>107)</sup>의 주문을 행하는 경우가 많지만, 매매주문과 취소주문을 반복하기도 한다.

○○○투자증권의 경우 이 사건 스캘퍼들에게 제공된 주문 처리 시스템의 구성 내용이 바로 이 사건에서 문제되는 5가지 속도 관련 서비스들이다. 다음 3. 가. 1)항부터는 위와 같이 증권사들이 제공한 속도 관련 서비스들의 내용에 대하여 살펴본다.

※ 알고리즘 매매(algorithmic trading)<sup>108)</sup>

알고리즘이란 과업을 수반하는 일련의 지시(a list of instruction for accomplishing a task)인데, 이러한 지시 중 인간의 의사표시에 의하지 않고 컴퓨터 프로그램 등과 같이 자동화된 방법으로 이루어지는 지시에 따라 금융상품의 매매 기회를 인지하고 주문을 집행하는 매매유형을 알고리즘 매매라고 한다.

알고리즘 매매에 필요한 요소는 '알고리즘 프로그램', '위 프로그램을 탑재하는 전산 시설'

106) 변호인 제출 증거목록 순번 55 김○○에 대한 증인신문조서(2011고합600) 8쪽, 변호인 제출 증거목록 순번 61 이○○에 대한 증인신문조서(2011고합600) 18쪽

107) 거래소시스템에 호가가 제출된 즉시 체결 가능한 수량은 체결하고, 미체결잔량은 취소하는 조건으로 주문하는 것을 의미한다.

등이다.

알고리즘 매매는 그 유형을 다시 전략 알고리즘(strategy algorithm)과 주문집행 알고리즘(execution algorithm)으로 분류할 수 있다.

전략 알고리즘이란 매매기회를 인지하고 매수, 매도의 의사결정을 내리는 과정 자체를 자동화 한 매매유형으로, 알고리즘 프로그램으로 하여금 각종 분석지표, 즉 가격의 움직임, 거래량, 일중 시간대 등을 분석하여 매수 또는 매도 주문을 낼 것인지 여부를 자동으로 결정하도록 하는 매매유형이다.

이와 달리 주문집행 알고리즘은 주로 증권사가 기관투자자의 주문 내용을 위탁받아서 그 위탁취지대로 구체적인 주문을 거래소에 전달하는 과정에서 사용되는 알고리즘이다.

통상 기관투자자는 대량의 거래를 하기 때문에 증권사에 자신의 주문 내용을 위탁할 때 '종목, 목표수량, 목표가격' 등을 범위로 지정하는데, 그 지정된 범위 내에서 실제로 기관투자자에게 얼마나 유리하게 대량의 거래를 체결시킬 수 있는지 여부는 증권사가 구체적으로 주문수량을 어떻게 분할하여 어느 시점에 주문을 내느냐에 따라 달라질 수 있다. 이 부분과 관련하여 주문수량 분할 및 주문 시점 등에 대한 의사결정만을 자동화 한 매매유형을 주문집행 알고리즘이라고 한다. 주문집행 알고리즘 프로그램에 의하여 이루어지는 의사결정의 예로는 시간 분할(time slice) 주문, 거래량 가중 평균 가격(volume weighted average price) 주문, 시간 가중 평균 가격(time weighted average price) 주문 등이 있다.

이 사건에서 논의되는 스캘퍼들은 LP의 호가변동을 예측하여 주문 여부를 결정하는 알고리즘 프로그램을 탑재한 매매시스템을 이용하였으므로 이들의 매매유형은 전략 알고리즘 매매유형에 해당한다. 위 알고리즘 프로그램은 나아가 매수, 매도의 의사결정과 동시에 호가와 주문수량을 정하여 바로 주문을 실행하도록 설계되어 있다.

LP가 호가제시를 위하여 사용하는 알고리즘 프로그램 역시 기초자산의 가격 등을 분석하여 호가와 주문수량을 정하고 그 결정내용대로 바로 주문을 실행하도록 설계되어 있으므로, LP의 매매유형 역시 기본적으로는 전략알고리즘 매매유형에 해당한다.

라) ○○증권 감리사례<sup>109)</sup>

108) 변호인 제출 증거목록 순번 10 거래소, 알고리즘매매 활성화를 위한 시장관리방안 4, 5쪽, 변호인 제출 증거목록 순번 45 박○○, 알고리즘매매 및 DMA에 관한 연구 3, 4쪽, 변호인 제출 증거목록 순번 44 황○○, 증권 거래 자동화의 구조 9쪽  
109) 변호인 제출 증거목록 순번 57 남○○에 대한 증인신문조서(2011고합600) 7, 8쪽, 수사기록 459쪽의 회원감리결과보고서

거래소는 2010. 5. 26.부터 2010. 5. 28.까지 기간 동안 ELW 특정종목 과도 거래, 비경제적 거래 및 통정성 매매의 수탁 혐의에 대한 2010년 정기 및 수시감리·서면감리를 실시하였다. 당시 감리 대상으로는 ○○증권 영업부 외 4개 지점, ○○투자 ○○지점의 ELW 통정성 매매 등이 의심되는 계좌가 포함되었고,<sup>110)</sup> 위 계좌들을 통해 이루어진 2009. 10. 1.부터 2010. 3. 31.까지의 ELW 매매행위가 문제되었는데, 위 계좌에는 이 사건 스캘퍼들인 김○○ 등이 ○○○투자증권에서 ELW거래를 하기 이전에 ○○증권에서 사용한 계좌 및 최초에 이 사건 스캘퍼들과 함께 활동하였던 손○○, 조○○의 계좌 등이 포함되어 있다.

위 감리 결과 보고서에는 감리대상계좌의 매매양태에 대하여, '① ELW 종목 중 기초자산을 KOSPI200으로 하는 외가격 종목을 대상으로 직전가 또는 직전가 부근에서 상대(주로 LP)의 호가 가격 및 수량에 상응하는 규모(호가건당 10만 내지 20만 증권)의 주문을 제출하고 미체결잔량은 즉시 취소하는 형태의 매매양상을 보이고, 일부 계좌는 IOC 주문방식을 이용하였다. 그리고 매수주문의 체결 후 수 초 또는 수 분 이후에<sup>111)</sup> 매도주문을 제출하고, 매수 체결가격과 동일가격 또는 ±1틱 내외에서 대부분의 포지션을 정리하는 전형적인 데이트레이딩의 양태를 보였다.<sup>112)</sup> ② 또한 ELW 시장의 특성상 거래량의 90% 정도를 LP를 상대로 거래하였고, 호가대비 체결비용은 약 40% 수준에 달하였다.<sup>113)</sup>'라고 기재되어 있다. 위 감리 결과를 토대로 거래소는 '위와 같은

110) 수사기록 471쪽의 ○○증권 영업부 등 계좌 간 연계도, 같은 기록 472쪽의 통정성 매매 적출 현황

111) 위 감리 결과 보고서에 적시되어 있는 매매사례에 의하면, 실제로는 매수 이후 짧게는 17초 이내에, 길게는 4분 이상의 시간이 지난 이후에 매도한 것으로 확인된다.

112) 위 감리에 따른 감리보고서에서는 스캘핑 매매를 '낮은 수수료 및 신속한 거래에 기반을 둔 장내 트레이더의 매매전략의 일종으로 초단시간 내에 대량거래를 반복하면서 박리다매의 이익을 취하는 매매전략'으로서 '선물·옵션시장 등 장중 작은 변동성 내에서 가격이 빈번하게 변동하는 시장에서 주로 이용된 매매기법으로 최근 ELW 시장에서 전업투자자로 추정되는 소수의 일반투자자들이 기초자산의 가격 등에 연동하여 제출하는 LP의 호가에 대응하여 시장거래를 주도하는 세력으로 등장'하였다고 기재되어 있다[수사기록 462쪽의 수사보고(영장번호2011-2394 압수수색검증영장 집행결과보고 - 전 ○○증권 전산실 직원 출신의 ELW스캘퍼들이 증권회사 내부 매매전산망(딜링룸)을 이용하여 ○○증권, ○○증권 등에서 연계하여 활동한 사실 확인]].

113) 수사기록 464쪽의 수사보고[영장번호2011-2934 압수수색검증영장 집행결과보고- 전 ○○증권 전산실 직원 출신의 ELW스캘퍼들이 증권회사 내부 매매전산망(딜링룸)을 이용하여 ○○증권, ○○증권 등에서 연계하여 활동한 사실 확인]



매매행위가 시장감시규정에서 금지하는 시세조종행위나 통정매매로 볼 수 없다.'라는 결론을 내리고 이 부분에 대하여 무혐의 결정을 내렸다.

위 감리 결과 보고서에 기재된 매매양태를 분석하여 보면, 그것이 곧 ELW 거래에 있어 최우선 매도·매수 호가로 제시되어 있는 LP의 호가물량을 선점하려는 스캘퍼의 매매전략에 부합함을 알 수 있다.

### 3. 공소사실에 대한 판단

#### 가. 이 사건의 사실관계

이 법원에서 적법하게 채택하여 조사한 증거들에 의하면 ○○○투자증권이 ELW/선물옵션 VIP특화시스템을 개발하게 된 경위, 개발한 ELW/선물옵션 VIP특화시스템의 내용과 관련하여 다음과 같은 사실이 인정된다.

#### 1) ○○○투자증권의 ELW/선물옵션 VIP특화시스템 개발 경위

##### 가) 이 사건 스캘퍼들 - 속칭 '○○팀'

이 사건 스캘퍼들은 증권가에 속칭 '○○팀'이라고 불리던 투자자들로, 김○○, 송○○, 이○○, 정○○, 강○○ 등 5인으로 구성되어 있다.

이들은 ○○팀을 구성하기 전부터 각자 개인적으로 증권회사에서 일하거나 전업으로 주식투자를 한 이력이 있었다. 김○○은 2000. 12. ○○증권에 입사하여 '○○'이라는 시스템 트레이딩 프로그램을 개발하고 그 프로그램을 업그레이드하는 업무를 하다가 2006. 6.경 퇴사하였고,<sup>114)</sup> 송○○은 1994년부터 2000년까지 ○○증권에서, 이○○는 1996. 2.경부터 2006. 8.경까지 ○○증권에서,<sup>115)</sup> 강○○은 1994년부터 2001년까지 ○

114) 수사기록 1329~1333쪽의 김○○에 대한 제1회 검찰 피의자신문조서

115) 수사기록 1349쪽의 이○○에 대한 제1회 검찰 피의자신문조서

○증권에서, 그리고 2001년부터 2003년까지 LG증권에서 각 근무하였다. 그밖에 송○  
○은 2006. 6.경부터 ○○증권 계좌를 개설하여 ELW를 거래하였고,<sup>116)</sup> 강○○는 2003  
년경부터 전업투자를 하여 왔다.<sup>117)</sup>

나) ○○팀의 ELW 거래 이력

① 송○○, 김○○, 이○○는 2006. 6.경 내지 2006. 8.경부터 손○○, 조○○과 함께  
○○증권 계좌를 이용하여 ELW 거래를 시작하였다. 이들 5인은 팀을 이루어 ELW 거  
래를 하면서 그로 인한 수익을 공동으로 배분하여 오다가, 2007. 7.경 손○○, 조○○  
이 수익 분배 문제로 탈퇴하고 이들을 ○○하여 정○○이 합류하면서 송○○, 김○○,  
이○○, 정○○ 등 4인이 앞서 본 속칭 '○○팀'을 구성하게 되었다.

이들은 ○○팀을 구성한 뒤에도 2008. 5.경에 이르기까지는 수익을 공동배분하지 아  
니하였고, 개별적으로 ELW 거래를 하였다. 송○○, 김○○, 이○○, 정○○은 2007. 7.  
경부터 ○○○○○증권 계좌를 이용하여 ELW를 거래하였는데, 2008. 5.경에 이르러  
이들 중 송○○, 김○○이 ○○증권으로 옮겨 ELW 거래를 하였고, 이○○, 정○○은  
계속해서 ○○증권에 남아서 ELW 거래를 하였다.<sup>118)</sup>

② ○○팀을 구성한 위 4인은 2009. 11.경 이전까지는 각자 HTS 거래화면을 응시하  
면서 손으로 매매주문을 제출하는 방식으로 거래를 하여 오다가, 2009. 11.경에 이르러  
처음으로 알고리즘 매매 프로그램을 이용하여 ELW 매매를 하기 시작하였다.

당시 위 4인은 ○○증권에서 '마이다스시스템'이라는 이름의 알고리즘 매매 전용 서  
비스를 내어 놓자 이를 이용하기로 하고, ○○증권에 전용 VIP 계좌 등록을 한 뒤 알  
고리즘 매매를 시작하였다.

116) 수사기록 1373~1374쪽의 송○○에 대한 제1회 검찰 피의자신문조서

117) 수사기록 1554~1555쪽의 강○○에 대한 검찰 피의자신문조서

118) 수사기록 1635쪽의 이○○에 대한 제2회 검찰 피의자신문조서, 수사기록 1647쪽의 김○○에 대한 제2회 검찰 피의자신문  
조서, 수사기록 1375쪽의 송○○에 대한 제1회 검찰 피의자신문조서

한편, 위 4인은 그 무렵부터 ELW 거래에 따른 전체의 수익을 위 4인 사이에서 공동으로 배분하기 시작하였다.<sup>119)</sup>

③ 위 4인은 ○○증권에서 알고리즘 매매를 하기 시작한 후 대량매매를 하면서 안정적인 수익을 얻었으나, 2010.경부터 특정 ELW 종목에 대하여 주문 수량이 너무 많다는 이유로 거래소로부터 통정매매로 의심된다는 지적을 받게 되었다. 이후 최종적으로는 거래소의 감리결과 이들의 통정매매 혐의에 대하여 혐의없다는 결정이 내려지기는 하였으나, 그즈음 ○○증권이 자체적으로 이들의 계좌를 수탁거부계좌로 등록하는 일이 발생하였다.

위 계좌들이 수탁거부계좌로 등록된 이후에 일정 시점이 지난 뒤에는 그 등록이 해제되기도 하였으나, 해제 이후에도 재차 수탁거부계좌로 등록되는 일이 반복되자 이들은 2010. 5. 1.경 ○○증권을 통한 ELW 거래를 중단하였다.

#### 다) ○○○투자증권에 대한 시스템 설치 문의

① 위와 같이 ○○증권과의 거래를 중단한 직후 이 사건 스캘퍼들은 거래를 시작할 또 다른 증권사들을 모색하는 과정에서 ○○○투자증권과 ○○○○○증권을 접촉하였는데, ○○○투자증권의 시스템에 맞는 알고리즘 프로그램을 만드는데 시간이 필요하여 우선 ○○○○○증권에서만 ELW 거래를 시작하였다.<sup>120)</sup> 그러던 중 ○○○○○증권의 속도가 늦다는 이유로 다시 2010. 6.경 이들 중 김○○, 송○○이 ○○○투자증권으로, 2010. 8.경 정○○, 이○○ 등은 ○○증권으로 옮겨서 ELW 거래를 하여 왔다.<sup>121)</sup>

② 그런데 이 사건 스캘퍼들이 ○○○투자증권에 접촉하게 된 경위는 당시 ○○증권의 직원이었던 한○○으로부터 ○○○투자증권에서 ELW VIP 영업을 한다는 말을 듣

119) 수사기록 1320쪽의 김○○ 진술서, 수사기록 1351쪽의 이○○에 대한 제1회 검찰 피의자신문조서, 수사기록 1375~1376쪽의 송○○에 대한 제1회 검찰 피의자신문조서

120) 수사기록 1660쪽 김○○에 대한 검찰 제2회 피의자신문조서.

121) 수사기록 1471쪽 정○○에 대한 검찰 제1회 피의자신문조서, 수사기록 1660쪽 김○○에 대한 검찰 제2회 피의자신문조서

게 되어서였다.<sup>122)</sup> 이 사건 스캘퍼들은 위 한○○을 통해 ○○○투자증권의 명동지점장인 윤○○(또는 유○○)을 소개받고 위 윤○○(또는 유○○)의 주선으로 2010. 3. 30. 김○○이 위 투자증권의 WM지원팀 업무개발파트의 권○○과 IT본부 IT시스템팀 팀장인 김○○ 등을 만나 회의를 하게 되었는데, 그 회의에서 김○○은 ELW VIP 시스템 개발을 위한 위주 개발업체를 선정 중이고, VIP서버를 도입할 예정이라는 등의 설명을 하고, 김○○ 측은 트레이딩룸 제공, VIP 서버 제공 등을 요구하는 등 속도를 빠르게 하기 위한 일련의 조건들이 상호간에 얘기되었다.<sup>123)</sup>

③ 그 후 김○○은 당시 ○○○투자증권의 IT 본부장이었던 피고인 이○○에게 ELW 특화 시스템 구축에 대해 보고를 올렸고, 피고인 이○○의 지시에 따라 실무협의를 진행하여 2010. 4. 15. 피고인 이○○에게 'ELW/선물옵션 VIP특화시스템 구축 품의서'를 기안하여 결재를 올렸다.<sup>124)</sup> 피고인 이○○은 같은 날 위 품의서를 결재하여 ○○○투자증권의 대표이사인 피고인 제○○에게 결재를 올렸으며, 피고인 제○○ 역시 같은 날 위 품의서를 결재함으로써 ELW/선물옵션 VIP특화시스템 구축이 개시되었다. 그런데 위 품의서는 ○○○투자증권 내부 준법감시부인 컴플라이언스부의 협의도 거친 것이었다.<sup>125)</sup>

#### 라) ○○○투자증권의 ELW/선물옵션 VIP특화시스템의 구조

① 위와 같이 'ELW/선물옵션 VIP특화시스템 구축 품의서'가 결재됨에 따라 ELW/선물옵션 VIP특화시스템 개발에 착수하여 2010. 5. 초순경 테스트를 거친 후 같은 해 6. 경 개발을 완료하였다. 이에 앞서 본 바와 같이 같은 해 6. 경부터 김○○, 송○○이 ○○

122) 수사기록 1660쪽 김○○에 대한 검찰 제2회 피의자신문조서, 수사기록 1811쪽 한○○에 대한 검찰 제1회 진술조서.

123) 수사기록 1817~1820쪽 김○○에 대한 검찰 제1회 진술조서(권○○에 대한 대질 부분 포함). 수사기록 1864~1866쪽 한○○에 대한 검찰 제2회 진술조서

124) 수사기록 2037~2038쪽 피고인 이○○에 대한 진술조서

125) 수사기록 1823쪽 김○○에 대한 검찰 제1회 진술조서, 수사기록 1838쪽 VIP특화시스템 구축품의

○투자증권으로 와서 ELW를 거래하기 시작하였다.

② 당시 구축된 ELW/선물옵션 VIP특화시스템 상 이 사건 스캘퍼들이 제공받은 서비스는 ○○○투자증권 내부의 별도 트레이딩룸 제공, 전용서버 제공, 미가공 시세제공 등이었다. 특히 당시에는 이 사건 스캘퍼 팀의 매매 알고리즘 프로그램을 서버에 탑재하는 것이 아니라 이 사건 스캘퍼들에게 제공된 ○○○투자증권 내부의 별도 트레이딩룸에 PC를 설치하고 그 PC에 매매 알고리즘 프로그램을 탑재하는 방식이었다. 그 결과 ELW/선물옵션 VIP특화시스템에 의한 주문전달 경로는 트레이딩룸 내 고객 PC → ELW 특화시스템 및 FEP 서버 → 거래소 순이었다.<sup>126)</sup>

③ 이 사건 스캘퍼들은 위 ELW/선물옵션 VIP특화시스템을 이용하여 ELW를 거래하던 중 2010. 7. 중순경 속도가 느려졌다며 한○○을 통해 ○○○투자증권에 항의를 하였고, 그 과정에서 김○○은 한○○에게 "○○○○증권에서 매매 알고리즘 프로그램을 서버에 탑재하여 시행 중이다. 그것이 가능한지 알아봐라."라는 취지의 말을 하였다. 이에 한○○이 ○○○투자증권 WM기획팀에 요청하여 회의를 개최하고 위 안건을 논의하였으나 비용, 적법성 검토 등으로 인하여 유보되었다가,<sup>127)</sup> 2010. 11.경 이 사건 스캘퍼들의 매매 알고리즘 프로그램이 ○○○투자증권 전산 시스템 내부에 탑재되게 되었다. 그 결과 이 사건 스캘퍼들의 주문전달 경로는 ELW 특화시스템 및 FEP 서버 → 거래소 순이 되었고,<sup>128)</sup> 이에 따라 이 사건 스캘퍼들은 ○○○투자증권 트레이딩룸에서 철수하고 단지 증권사 외부에 설치되어 있는 개인 PC를 이용하여 위 알고리즘 매매 프로그램에 종목, 주문 수량 등의 조건이나 프로그램 가동을 시작하고 중단하는 등의 지시를 입력하기만 하였다.

126) 수사기록 1823쪽 김○○에 대한 검찰 제1회 진술조서

127) 수사기록 1874쪽 한○○에 대한 검찰 제2회 진술조서, 수사기록 1881-1882쪽 ELW 우수고객 관리방안.

128) 수사기록 1823쪽 김○○에 대한 검찰 제1회 진술조서

마) ELW/선물옵션 VIP특화시스템을 이용한 이 사건 스캘퍼들의 거래

이 사건 스캘퍼들은 위 ELW/선물옵션 VIP특화시스템이 개발된 직후인 2010. 6.경부터 2011. 3.경까지 ○○○투자증권에 계좌를 개설하여 위 시스템을 이용하여 거래대금 합계 7,894,535,234,150원 상당의 ELW 매매를 하였다. 위 거래를 통하여 이 사건 스캘퍼들은 합계 4,181,194,172원의 매매수익을 얻었고, ○○○투자증권은 위 거래로 인하여 이 사건 스캘퍼들로부터 5억 2,800만 원의 수수료를 취득하였다.<sup>129)</sup>

## 2) ○○○투자증권의 전산 시스템

위 ELW/선물옵션 VIP특화시스템의 구성 요소에 대한 정확한 평가를 위해서는 ○○○투자증권 전산 시스템의 다른 부분들이 어떻게 구성되어 있는지에 대한 이해가 필요하다고 판단된다. 따라서 이하에서는, ELW/선물옵션 VIP특화시스템을 포함한 ○○○투자증권의 전체 전산 시스템을 부분 별로 상세히 살펴보기로 한다.

### 가) 시스템 구성 현황도

○○○투자증권의 전체 전산 시스템 구성 현황도는 다음 그림과 같다.

<그림 5>

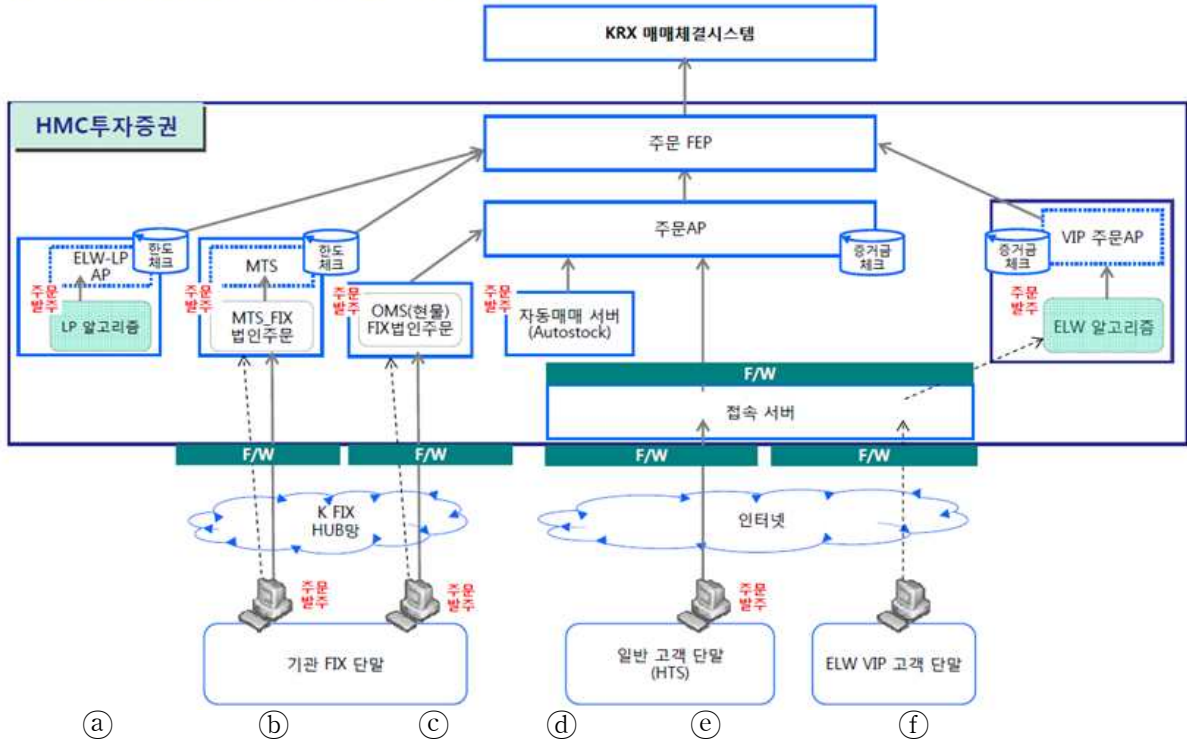
## 전산 시스템 구성 현황도<sup>130)131)</sup>

129) 수사기록 2196쪽의 수사보고(○○○○○증권, ○○○투자증권, ○○증권, ○○○투자증권이 본건 관련 기소 피고인들로부터 징수한 수수료 수익 보고). 다만, ○○○투자증권은 위와 같은 수수료 중에서 일정한 비율에 해당하는 액수를 거래소에 수수료로 지급한 것으로 보이므로, ○○○투자증권의 실제 수수료 수입은 5억 2,800만 원 보다 적은 금액이라고 할 수 있다.

130) 변호인 제출 증거목록 순번 28 진술서(김○○) 2쪽.

131) 위 구성도에서 실선은 발주된 주문의 이동경로를 나타내고, 점선은 알고리즘 프로그램에 종목, 주문수량 등의 조건을 입력하는 경로를 나타낸다(제2회 공판조서 중 김○○에 대한 증인신문조서 31쪽).

## HMC투자증권 주문시스템 구성도



### 나) 일반 고객 단말과 연결된 주문 처리 시스템

#### ① 주문 전송 경로

알고리즘 매매 방식을 사용하지 않는 개인투자자들은 ○○○투자증권이 제공하는 홈트레이딩시스템(Home Trading System, 이하 'HTS'라고만 한다) 프로그램을 자신의 컴퓨터에 설치하거나, 또는 ○○○투자증권이 제공하는 모바일트레이딩시스템(Mobile Trading System, 이하 HTS와 모바일트레이딩시스템을 통칭하여 'HTS 등'이라고만 한다)을 모바일기기에 설치하고 이를 이용하여 거래를 한다. 이 경우가 <그림 5> 전산 시스템 구성 현황도의 ㉔에 해당한다.

이 경우 고객이 자신의 컴퓨터와 모바일기기에 설치되어 있는 HTS 등을 통하여 주문 지시를 하면 그 주문 정보는 공용망인 인터넷을 통하여 접속서버에 도달한다. 이 접속서버가 바로 공소사실에 기재된 BEP서버에 해당한다. 접속서버에 접수된 주문 정

보는 원장처리시스템이 설치되어 있는 주문AP 서버로 전달되고, 그곳에서 원장처리절차를 거친 뒤 주문 FEP서버로 전달된다. 주문AP 서버에 설치되어 있는 원장처리시스템은 접속서버를 통해 주문AP 서버로 전달되는 주문에 대해서는 기본적으로 24개 주문유효성 항목에 대한 확인절차를 거친다.

원장처리시스템이란, 각종 주문유효성 항목을 확인하기 위해 만들어진 전산처리시스템을 말한다. 주문유효성 항목의 예로는 계좌의 종류, 주문시간, 증거금, 주문 수량 체크, 상·하한가 초과 여부 등이 있다.

보통 위 원장처리시스템은 별도의 서버로 구성되어 있는데, 그 서버에 고객들의 계좌 정보 등에 대한 데이터베이스(이하 'DB'라고만 한다)를 장착하여 놓고, 그 데이터베이스와의 비교·판단을 통해 위 주문유효성 항목을 확인하는 방식으로 전산업무를 처리한다. <그림 5> 전산 시스템 구성 현황도의 주문AP 서버가 ○○○투자증권의 원장처리시스템이 설치되어 있는 서버이고, DB는 위 서버에 장착된 디스크에 저장되어 있다.<sup>132)</sup>

주문 FEP 서버는 거래소 전산 시스템과 증권사 전산 시스템을 연결시켜 주는 '주문 프로세스'<sup>133)</sup>가 직접 연결되어 있는 서버로, 고객의 주문을 거래소로 전송하는 마지막 관문에 해당한다.

## ② 시세 접수 경로

HTS를 이용하는 고객은 HTS를 이용하여 시세정보를 확인하는 경우가 대부분이다. 이 경우 시세정보는 다음과 같은 경로를 통해 위 HTS가 설치되어 있는 고객 컴퓨터 또는 모바일기기에 도착한다.

먼저 거래소가 증권사로부터 접수한 주문 호가 정보와 스스로 체결시킨 매매에 대한

132) 여기서, 디스크에 저장되어 있는 수많은 고객들의 계좌 정보 등 중에서 해당 주문을 낸 고객의 계좌 정보를 찾아낸 뒤 이를 읽어서 주문과 비교·판단하는 데에 걸리는 시간이, 전체 주문 처리 시간 중 상당부분을 차지하게 된다. 위 시간을 줄이기 위하여 고안된 것인 속칭 '가원장 처리방식'인데, 위 방식은 여러 가지 형태가 존재한다. 자세한 내용은 아래 3. 가. 2) 라)항에서 다시 살펴본다.

133) 주문 FEP서버로부터 거래소 전산시스템을 연결해주는 전송선을 '주문프로세스'라고 부른다. 이에 대한 자세한 내용은 아래 3. 가. 2) 바)항에서 다시 살펴본다.



매매 체결 정보를 모두 거래소의 자회사인 (주)○○○으로 전달하면, ○○○은 그 호가잔량 정보는 '마스터 파일(Master File)'이라고 불리는 원장 파일에 모두 기록한 뒤 위 Master File에 기재되어 있는 정보를 금융상품 별로 분류하여 증권사에 전송하고, 매매 체결 정보는 그대로 증권사에 전송한다.<sup>134)</sup>

증권사는 위 정보들을 '시세 수신 스위치(software switch)'를 통해 수○○다. 이때 증권사가 수○○ 호가잔량 정보는 기계어와 각종 프로그래밍언어의 형태로 되어 있는 이른바 미가공 원데이터(raw data)이다. 따라서 증권사는 위 데이터를 고객 컴퓨터 또는 모바일 기기로 전송하기 전에 가공하는 절차를 거치는데, 그 과정에서 고객들의 수요에 맞게 시세 정보를 편집하기도 한다. 그 편집내용은 증권사마다, 그리고 HTS 등 프로그램마다 다르다.

위와 같은 가공·편집 절차는 일반적으로 증권사 전산 시스템 내의 '시세 FEP 서버'를 통해 이루어지고, 그 가공·편집에 소요되는 시간은 평균적으로 0.001초 정도로 알려져 있다.<sup>135)</sup>

○○○투자증권의 경우 시세 정보가 거래소로부터 고객의 컴퓨터 또는 모바일기기에 이르는 경로는 '거래소 → ○○○ → ○○○투자증권 시세수신 스위치 → 시세 FEP 서버 → 접속서버 → 인터넷 공용망 → 고객의 PC 또는 모바일기기'이다. 최종적으로 수신된 시세 정보는 HTS 등의 프로그램을 실행하면 '호가잔량창'에서 확인된다.<sup>136)</sup>

<그림 6>

\* 미가공 원데이터의 예<sup>137)</sup>

134) 변호인 제출 증거목록 순번 29-1 ○○○ 사실조회(2011고합605)에 대한 답변

135) 변호인 제출 증거목록 순번 58-1 최○○에 대한 증인신문조서(2011고합600 사건 제4회 공판조서 중 일부) 28, 29, 53 내지 55쪽.

136) 수사기록 1825쪽의 김○○에 대한 검찰 제1회 진술조서, 변호인 제출 증거목록 순번 29-1 ○○○ 사실조회(2011고합605)에 대한 답변



대부분의 증권사들은 기관투자자나 외국인투자자들을 대상으로 그들의 수요에 맞게 설계된 별도의 주문 처리 시스템을 운용하고 있다. 이들의 수요가 개인투자자들과 큰 차이를 보이는 부분은 앞서 본 경쟁력 있는 '주문 집행 알고리즘'에 대한 요구, 대량의 주문을 지연 없이 처리하고 주문 정보를 증권사에 노출시키지 않기 위해 '일반 고객과 구분된 주문 처리 시스템'에 대한 요구, 그리고 기관투자자가 자신들의 대규모 금융자산운용을 위하여 직접 설계하여 운영하고 있는 그들의 전산 시스템과 가장 효율적으로 결합할 수 있는 '맞춤형 시스템'에 대한 요구 등이다.

※ FIX(Financial Information Exchange protocol)<sup>139)</sup>

FIX란 기관투자자의 증권사에 대한 주문내용 위탁, 그리고 증권사의 기관투자자에 대한 위 주문위탁내용 처리결과 보고 등을 전자화하기 위하여 만들어진 표준 규약이다. 기관투자자들 FIX에 맞추어 설계한 자신들의 시스템을 이용하여 증권사에 주문을 위탁하고 증권사로부터 결과 보고를 수○○다. 이 때 기관투자자가 증권사에 주문 위탁 내용을 입력하기 위해 사용하는 장치가 FIX 단말기이다. 증권사들 역시 FIX에 맞추어 설계된 시스템을 이용하여 기관투자자들로부터 주문을 위탁받고, 결과 보고를 전송하고 있다.

○○○투자증권의 경우에도 기관투자자 등의 위와 같은 요구에 맞게 주문처리 시스템을 운용하고 있는데, 위 시스템을 이용한 주문 경로가 바로 <그림 5> 전산 시스템 구성 현황도의 ②, ③, ④에 해당한다.

②와 ③의 경우 각 전용서버에 주문집행 알고리즘 프로그램이 탑재되어 있기 때문에 기관투자자는 FIX 단말기를 통하여 주문을 발주할 수도 있지만 조건 정보만 보내서 위 알고리즘 프로그램에 의해 자동으로 서버에서 주문을 발주하도록 할 수도 있다.<sup>140)</sup> 이 때 전용서버 자체에서 주문이 발주되는 경우에는 개별 주문에 대한 별도의 접수 절차

139) 변호인 제출 증거목록 순번 44 황○○, 증권 거래 자동화의 구조 8쪽

140) 제2회 공판조서 중 김○○에 대한 증인신문조서 32쪽, 변호인 제출 증거목록 순번 28 김○○의 진술서 5-6쪽.

가 존재하지 아니하는 특징이 있다. 다만 MTS 서버는 주문한도 등이 체크된 후 바로 FEP 서버로 주문을 전달하는 반면, OMS 서버는 주문 AP로 주문을 전달하여 주문 AP에서 주문한도 등이 체크된 후 FEP 서버로 전달하는 차이점이 있다.

㉔의 경우는 기관투자자가 지정한 주문조건을 서버에 등록하여 그 조건에 따라 자동으로 주문이 발주되도록 하는 것이다.<sup>141)</sup> 이 경우 역시 주문 AP 서버를 거쳐 주문한도 등이 체크된 후 FEP 서버로 주문이 전달된다.

그런데 ㉔, ㉕, ㉖ 주문처리 절차 모두 -주문 AP 서버에서 주문한도 등이 체크되는 경우라도- 일반투자자에 대한 원장처리절차와 달리 잔고 및 금액·수량 기준 주문한도 등 일부 항목만을 확인하는 절차만을 거친다.<sup>142)</sup> ○○○투자증권의 경우 위 시스템을 이용하는 고객은 모두 기관투자자인 법인들인데,<sup>143)</sup> 이러한 고객들은 거래소 파생상품 시장 업무규정 제133조에 의하여 사전위탁증거금이 면제되는 투자자들로 각 주문에 대하여 증거금이 충분한지 여부를 원장처리절차에 의하여 확인할 의무가 없다.<sup>144)</sup> 또 증권사들은 대체로, 증거금 이외의 주문유효성 확인 항목과 관련하여서는 자신들의 주문 집행 알고리즘 프로그램 자체에서 그 유효성 항목에 맞추어 주문이 발주되도록 설계하여 두고 있다. 따라서 증권사들은 기관투자자 등에 대하여 별도의 원장처리절차를 거치지 않거나 간단한 주문한도 체크만을 거쳐 주문을 처리하고 있다.

결국 ○○○투자증권에서 기관투자자의 경우 주문 전송 경로는 ㉔의 경우 'MTS서버 → 주문 FEP 서버'이고, ㉕의 경우 'OMS서버 → 주문 AP → 주문 FEP 서버'이며, ㉖의 경우 '자동매매서버 → 주문 AP → 주문 FEP 서버'가 된다.

141) 변호인 제출 증거목록 순번 28 김○○의 진술서 6~7쪽.

142) 변호인 제출 증거목록 순번 28 김○○의 진술서 5~7쪽.

143) 제2회 공판조서 중 김○○에 대한 증인신문조서 10~12쪽

144) 한편, 유가증권시장 업무규정 제87조는 위 파생상품시장 업무규정과 달리 유가증권 거래의 경우 정수 위탁금을 증권사 스스로 정하도록 하고 있다. 이에 따라 유가증권시장의 경우 증권사들은 해당 종목의 가격 변동성, 고객의 신용도 등을 기준으로 자율적으로 위탁증거금율을 정하여 실행하고 있다(변호인 제출 증거목록 순번 57 남○○에 대한 증인신문조서(2011고합600) 24쪽).

## ② 시세 접수 경로

⑥와 ⑦의 경우에는 주문집행 알고리즘 프로그램이 미가공 원시세정보를 직접 인식하고 이를 바탕으로 주문을 내도록 설계되어 있기 때문에 이 경우 시세 정보 접수 경로는 '거래소 → ○○○ → ○○○투자증권 시세수신 스위치 → MTS 또는 OMS 자동매매 서버'이다.<sup>145)</sup> 시세 FEP 서버를 거쳐서 시세정보를 가공·편집하는 절차가 생략되므로 그만큼 시세정보를 받는 시간이 빨라지게 된다.

### 라) LP의 주문 처리 시스템

#### ① 주문 전송 경로

<그림 5> 전산 시스템 구성 현황도 상의 ㉠가 ELW 시장에서 ○○○투자증권이 앞서 2. 라. 1)항에서 자세히 살펴 본 LP의 호가제출기능을 수행하기 위하여 마련된 서버이다. 위 주문 장치에는 블랙솔즈 모델에 의하여 호가를 결정하고 그 호가에 따라 LP의 주문을 발주하는 알고리즘 프로그램이 탑재되어 있다.

LP의 주문은 위 알고리즘 프로그램에 의하여 자동으로 이루어지므로, 물리적으로는 위 ELW-LP 서버에서 주문이 발주되고, 해당 주문은 같은 서버 내에서 일반 원장체크와는 달리 잔고 및 금액·수량 기준 주문한도 등 일부 항목만을 확인하는 차원에서 체크 과정을 거친 다음 주문 FEP 서버로 전달된다.<sup>146)</sup>

#### ② 시세 접수 경로

'ELW-LP' 서버에 탑재되어 있는 알고리즘 프로그램 역시 미가공 원데이터를 이용하도록 설계되어 있다. 따라서 이 경우 시세정보는 '○○○으로부터 미가공 원데이터를 직접 수신하도록 설계되어 있다.<sup>147)</sup> 따라서 이 경우 시세 정보 접수 경로

145) 변호인 제출 증거목록 순번 28 김○○의 진술서 5~6쪽.

146) 변호인 제출 증거목록 순번 28 김○○의 진술서 5쪽.

147) 변호인 제출 증거목록 순번 28 김○○의 진술서 5쪽.

는 '거래소 → ○○○ → ○○○투자증권 시세수신 스위치 → ELW-LP 서버'이다.

### 3) ELW/선물옵션 VIP특화시스템의 각 구성요소들에 대한 개별적인 검토

이 사건 공소장에는 이 사건 스캘퍼들에게 전체적으로 다른 투자자들보다 주문 처리 속도가 빠른 'ELW/선물옵션 VIP특화시스템'을 제공한 것이 부정하다는 취지 뿐 아니라 'ELW/선물옵션 VIP특화시스템'을 구성하는 이 사건 5가지 속도 관련 서비스들 자체가 각기 허용되지 않는 위법한 것이라는 취지가 포함되어 있는 것으로 보인다. 따라서 아래 다.항에서 다른 투자자들보다 주문 처리 속도가 빠른 시스템을 제공하는 것이 부정한 수단에 해당하는지 여부를 검토하기에 앞서, 위 속도 관련 서비스들 5가지가 각기 그 자체로 위법한 것인지 여부를 먼저 살펴보기로 한다.

#### 가) 알고리즘 매매 프로그램의 증권사 내부 서버 탑재

검사가 공소장에서 ○○○투자증권의 ELW/선물옵션 VIP특화시스템의 문제점으로 가장 먼저 지적하는 부분은 이 사건 스캘퍼들이 개발한 알고리즘 매매 프로그램을 증권사 내부 서버인 ELW 시스템 트레이딩 서버에 직접 탑재할 수 있도록 하고 있다는 점이다.<sup>148)</sup>

그러나 앞서 3. 가. 2)항에서 상세히 살펴 본 바와 같이, 알고리즘 매매 프로그램을 증권사 내부 서버에 탑재할 수 있도록 설계되어 있는 것은 ELW/선물옵션 VIP특화시스템뿐만이 아니다. <그림 5> 전산 시스템 구성 현황도의 ㉞, ㉟의 경우에도 주문집행

148) 이와 관련하여 검찰은 2011. 12. 14.자 의견서(13쪽)에서 BEP서버와 FEP서버를 구분하여 '스캘퍼들의 알고리즘 프로그램을 주문전송단계인 FEP서버에 탑재한 것은 그 죄질이 더욱 중하다.'라는 취지로 주장하고 있다. 위 주장의 취지가 양형요소를 주장하는 것인지 아니면 BEP서버와 다르게 FEP서버에 알고리즘 프로그램을 탑재하는 것은 위법하다는 주장인지 분명하지 아니하다. 만약 후자의 주장 취지라면 법리적으로 BEP서버와 FEP서버가 구별하여 취급되는 점에 관한 구체적인 근거를 제시해야 할 것인데, 이에 관하여 검찰은 별다른 근거자료를 제출하지 않고 있다. 반면에 피고인 이○○은 이 법정에서 "FEP서버에 탑재한 것은 사실이나, 이는 FEP서버를 3개의 파티션으로 나누어 1부분은 알고리즘 탑재, 1부분은 주문애플리케이션 원장체크기능, 1부분은 FEP기능을 수행하도록 한 것에 불과하다. FEP서버 안에 알고리즘을 탑재했다고 해서 그 주문을 먼저 보내는 것도 아니고 주문은 도달하는 순서대로 거래소로 전송한 것이다. 위와 같이 FEP서버 안에 파티션을 나누어 알고리즘을 탑재한 이유는 물리적으로 랜(LAN)선만큼 줄이기 위한 것이었는데, 막상 해보니 실제로는 속도가 더 느려져 탑재한지 며칠 만에 다시 분리하였다."라는 취지로 진술하고 있다(제3회 공판조서 중 피고인 이○○에 대한 피고인신문조서 18~22쪽 참조)

알고리즘 프로그램이 서버에 탑재되어 있다. 비록 주문집행 알고리즘 프로그램은 그 기능이 주문집행으로 한정되어 있으나 넓게 보면 고객의 주문을 발주하는 알고리즘 매매 프로그램에 해당하므로, 이러한 차이는 빠른 속도 제공이라는 측면에 있어서 이 사건 스캘퍼들과 유의미한 차이가 있다고 보기 어렵다. 그런데 ○○○투자증권이 기관투자자들에게 제공한 이러한 유형의 서비스는 이 사건 스캘퍼들이 등장하기 전에도 제공하여 왔던 것이며, 다른 증권사들에서도 일반적으로 기관투자자들에게 제공하여 왔던 것이다. 즉, 알고리즘 매매 프로그램의 증권사 내부 서버 탑재 서비스는 기존부터 있어 왔던 것이지 이 사건 스캘퍼들에게 새롭게 제공된 것이라고 보기 어렵다.

나아가 이렇게 고객의 알고리즘 매매 프로그램을 증권사 내부 서버에 직접 탑재하는 것이 금지되어 있는지 여부에 관하여 보더라도, 법령상 이를 금지하고 있는 근거를 전혀 발견할 수 없다. 또한 행정적으로 금융감독기관들도 알고리즘 매매와 관련하여 '전용 서버 등 투자자맞춤식 시스템'을 제공하는 것 자체는 허용된다는 전제하에 세부적인 행정지도를 하여왔다.<sup>149)</sup>

#### 나) 서버 전용

검사가 공소장에서 ○○○투자증권의 ELW/선물옵션 VIP특화시스템의 두 번째 문제점으로 지적하는 부분은 이 사건 스캘퍼들이 ELW 시스템 트레이딩 서버를 전용하였다는 점이다.

그러나 앞서 3. 가. 2)항에서 살펴 본 바와 같이 소수의 투자자들에게만 서버의 사용이 허용된 것은 ELW/선물옵션 VIP특화시스템 이외에 기관투자자들에게 제공한 서비스, 즉 <그림 5> 전산 시스템 구성 현황도의 ㉑, ㉒, ㉓의 경우에도 마찬가지이다. 그리고 ○○○투자증권에서 기관투자자들에게 제공한 이러한 유형의 서비스는 기존부터

149) 변호인 제출 증거목록 순번 54 항○○에 대한 증인신문조서(2011고합600사건) 30쪽, 변호인 제출 증거목록 순번 25 거래소, 알고리즘 트레이딩 관련 가이드라인 안내

제공하여 왔던 것이며, 다른 증권사에서도 일반적으로 기관투자자들에게 제공하여 왔던 것이다. 즉, 서버 전용 서비스 역시 이 사건 스캘퍼들에게만 새롭게 제공된 것이라고 보기 어렵다.

나아가 위와 같은 서버 전용이 금지되어 있는지 여부에 관하여 보더라도, 위 가)항의 '알고리즘 매매 프로그램의 증권사 내부 서버 탑재' 문제와 마찬가지로 법령상 이를 금지하고 있는 근거를 전혀 발견할 수 없고, 금융 감독 기관들의 행정지도도 이를 허용하는 전제 하에 이루어져 왔다.

다) 이 사건 스캘퍼들을 위한 DB 구축 및 가원장 방식 도입

검사가 공소장에서 ○○○투자증권의 ELW/선물옵션 VIP특화시스템의 세 번째 및 네 번째 문제점으로 지적하는 부분은 이 사건 스캘퍼들의 주문에 대한 원장처리 절차와 관련하여 이 사건 스캘퍼들을 위한 DB가 별도로 구축되었고, 또 주문 유효성 관련 확인 항목의 수를 줄였다는 점이다.

그러나 이 부분 역시 <그림 5> 전산 시스템 구성 현황도 상의 ⑥의 경우와 동일하고,<sup>150)</sup> 이 역시 이 사건 스캘퍼들이 등장하기 이전부터 제공되어 왔던 서비스 유형이며, 다른 증권사들의 경우에는 아예 원장처리절차를 생략하는 경우도 있었다.<sup>151)</sup> 즉, 가원장 방식 도입 서비스 역시 이 사건 스캘퍼들에게 새롭게 제공된 것이라고 보기는 어렵다.

나아가 위와 같은 가원장처리절차가 금지되어 있는지 여부에 관하여 보더라도, 법령상 이를 금지하고 있는 근거를 전혀 발견할 수 없고, 금융감독원 등 금융 감독 기관들

150) 이와 관련하여 검사는 이 사건 공판과정에서 기관투자자 등 이른바 '적격투자자'의 경우에는 법령상 사전증거금이 면제되어 있다는 특수한 사정이 있기 때문이라고 주장하였으나, 이는 수많은 주문유효성 확인 항목 중 '증거금' 관련 항목들에만 해당하는 사정이다. 계좌의 종류, 주문 가격 확인 등 나머지 수십 가지 유효성 확인 항목과 관련하여서는 이 사건 스캘퍼들의 주문과 달리 취급할 법령상의 근거는 없다.

151) ○○증권의 경우 외부업체에 의뢰하여 개발한 '미라클'이라는 알고리즘 프로그램 자체에 주문한도 등 그 유효성 확인항목에 맞추어 주문이 발주되도록 설계되어 있기 때문에 별도의 원장처리절차를 두지 않고 있다.



도 가원장처리 자체를 규제하는 방향으로 행정지도를 한 적은 없으며, 오히려 아래 3. 다. 2) 가) (2)항에서 상세히 보는 바와 같이 특정고객(DMA 이용 고객)을 대상으로 한 원장처리절차 생략 또는 가원장 처리절차가 핵심 요소 중 하나인 DMA 방식을 허용하여 왔다.

※ DMA(Direct Market Access)<sup>152)</sup>

주문 전달 방식과 관련된 개념으로, 고객주문이 (회원사의 실질적인 개입 없이) 직접, 자동적으로 거래소에 제출되도록 하는 방법을 말한다.<sup>153)</sup>

이러한 DMA에는 물리적으로 증권사 전산 시스템을 이용하지 않고 거래소에 주문이 전달되는 보증형 DMA(Sponsored DMA) 방식<sup>154)</sup>과, 증권사 전산 시스템을 이용하여 거래소에 제출하는 전통적 DMA 방식으로 나뉜다.

DMA 방식이 나타나기 이전의 과거에는, 모든 주문은 '증권사의 주문 전달 업무 처리 과정', 예를 들어 전화 주문의 경우 '전화를 받은 증권사 직원이 증권사의 주문입력단말기에 주문을 입력하는 등의 업무 처리 과정'을 거쳐서 거래소에 전달되었다. 그러나 DMA 방식의 경우에는, 원칙적으로 이러한 증권사 내부의 업무 처리 절차가 별도로 존재하지 않는다.<sup>155)</sup>

앞서 본 'HTS 등', 즉 일반인 고객들에게 제공되는 증권사의 인터넷주문시스템 또는 모바일주문시스템을 이용한 주문 방식은 '고객의 주문이 거래소에 전달되는 과정에서 증권사 직원의 수작업이 개입되지 않는다.'라는 측면에서는 전통적 DMA와 유사하다.

그러나 이들은 이용목적과 대상고객, 전산시스템환경, 수행기능 등의 측면에서 차이가 있다.

인터넷주문시스템과 모바일주문시스템은 고객의 주문의사를 접수하고 전달하는 증권사의 업무처리 과정을 자동화하는 데에 초점을 두고 설계된 것으로, 증권사는 일반고객들을 대상으로 증권사가 개발한 주문프로그램을 배포하고, 증권사와 일반고객 사이에 설치되어 있는 인터넷 등의 공용 연결망을 통해 그 주문프로그램에 입력된 고객의 주문의사를 전달받은 뒤, 전달받은 고객의 주문의사를 증권사 내 기존 전산시스템환경을 이용하여 거래소에 전달하는 방식으로 업무를 처리한다.<sup>156)</sup>

그러나 전통적 DMA 방식은 고객의 입장에서 증권사에 자신의 주문 정보를 노출시키지 않거나 또는 빠른 속도로 거래소에 자신의 주문을 전달하는 데에 초점을 두고 설계된 것이

다. 따라서 통상 증권사는 기관투자자 등 DMA 방식을 이용하는 특정고객들과 증권사를 전용회선(전용서버 등 하드웨어 제공)으로 연결한다. 그 후 고객이 스스로 가지고 있는 수단<sup>157)</sup>에 의하여 자신의 주문지시를 그 전용회선을 통해 전송하면, 그 주문지시는 별다른 처리절차를 거치지 않고 증권사가 설계해둔 전산시스템 상의 일정한 경로를 따라 거래소에 그대로 전달된다. 이때 이용되는 경로는 증권사가 일반고객들의 주문을 처리하는 기존 전산시스템환경과 별도로 DMA 방식의 주문지시를 거래소에 전달하기 위해 추가로 설계하여 설치한 서버 등이다.

나아가 인터넷주문시스템과 모바일주문시스템은 주문을 전달하는 기능 뿐 아니라 시세정보를 확인하는 기능, 주문에 따른 대금결제 기능, 계좌 정보 조회 기능 등을 모두 수행하는데 비하여, 전통적 DMA 방식과 관련된 시스템은 대부분 위와 같은 여러 가지 기능 중 주문을 전달하는 기능만을 수행한다. 따라서 전통적 DMA 방식을 이용하는 기관투자자는 대부분 시세정보를 확인하는 시스템, 주문에 따른 대금결제 시스템 등을 별도로 확보하여 이용한다.

따라서 최광의의 DMA에는 HTS까지 포함될 수 있으나, 통상적으로 DMA라고 할 때에는 HTS방식을 제외한 것을 말한다.

거래소 유가증권시장본부에서 2010. 12.에 발표한 알고리즘매매 활성화를 위한 시장관리방안에 의하면, 미국, EU, 영국, 일본, 호주, 싱가포르, 인도, 말레이시아 등 금융상품의 전산매매시스템을 갖추고 있는 대부분 국가에서, DMA 주문 방식과 관련하여 제도적인 장치가 마련되어 있는지 여부를 불문하고, DMA 방식의 주문이 광범하게 사용되고 있다고 한다.<sup>158)</sup> 자본시장연구원의 한 조사결과에 의하면 2010. 6.월말 기준으로 국내 증권·선물회사 총 72개사 중 50개사가 DMA 방식으로 분류할 수 있는 서비스를 고객에게 제공하고 있다고 한다. 거래소 유가증권시장본부의 앞서 본 시장관리방안에서는 2010년 우리나라의 유가증권시장에서 DMA 방식의 주문에 의한 거래가 차지하는 비중은 거래대금 기준으로 7.1%에 해당하는 것으로 추정하기도 하였다.<sup>159)</sup>

다만 우리나라의 경우 자본시장법 제388조<sup>160)</sup>에서 거래소의 회원 즉 금융기관을 통하지 않고서는 거래소에서 거래를 할 수 없도록 규정하고 있으므로 보증형 DMA 방식의 주문은 허용되지 않는다.

## 라) 시세관련 미가공 원데이터 제공

검사가 공소장에서 ○○○투자증권의 ELW/선물옵션 VIP특화시스템의 마지막 문제점으로 지적하는 부분은 HTS 등을 이용하여 주문을 하는 고객들과 달리 시세 관련 미가공 원데이터를 제공받았다는 점이다. 검사는 심지어 공소장의 각주 15)에서 위 미가공 원데이터 제공행위를 '기초자산 가격을 보고 LP의 가격변동을 예측하는 스캘퍼에게 시험을 볼 때 남들보다 미리 시험지를 주고 문제 힌트까지 독점적으로 주는 것과 같다.'라고 까지 표현하고 있다.

그러나 이 부분 역시 <그림 5> 전산 시스템 구성 현황도의 ㉑, ㉒, ㉓의 경우와 차이가 없고, 이 사건 스캘퍼들이 등장하기 이전부터 제공하여 오던 서비스이며, 다른 증권사들 역시 일반적으로 기관투자자 등에게 이러한 서비스를 제공하고 있다. 즉, 미가공 시세정보 제공 서비스는 이 사건 스캘퍼들에게만 새롭게 제공된 서비스가 아니다.

- 
- 152) 변호인 제출 증거목록 순번 10 거래소, 알고리즘매매 활성화를 위한 시장관리방안 6쪽, 변호인 제출 증거목록 순번 14 정○○, ELW 전용선 거래 및 부정거래행위에 관한 연구 2쪽, 변호인 제출 증거목록 순번 32 남○○, DMA의 세계 현황과 시사점 1, 2쪽, 변호인 제출 증거목록 순번 45 박○○, 알고리즘 매매 및 DMA에 관한 연구 7 내지 11쪽
  - 153) 유럽 증권시장 감독당국(European Securities and Markets Authority)에서는 DMA를 다음과 같이 정의하고 있다. "An arrangement through which an investment firm that is a member/participant or user of a trading platform permits specified clients(including eligible counterparties) to transmit orders electronically to the investment firm's internal electronic trading systems for automatic onward transmission under the investment firm's trading ID to a specified trading platform(2011. 12. 2.자 변호인의견서 17쪽)", 우리나라 법령상 DMA에 대한 정의규정은 없다(변호인 제출 증거목록 순번 10 거래소, 알고리즘매매 활성화를 위한 시장관리방안 7쪽).
  - 154) 보증형 DMA는 순수 DMA(Pure DMA)라고 부르기도 한다. 보증형 DMA는 다시 고객 주문에 대한 법률준수여부 등을 사전에 확인하는 방식(일명 'Filtered Access')과 사전 확인절차마저 생략하는 방식(일명 'Naked Access')으로 나뉜다(변호인 제출 증거목록 순번 10 거래소, 알고리즘매매 활성화를 위한 시장관리방안 37쪽).
  - 155) 다만 전통적 DMA 방식의 경우에는, 각국의 거래소에서 증권사에게 증권사 전산 시스템 상에 사전에 '일정한 통제장치'를 갖추어 둘 것을 요구하는 경우가 많다. 위와 같은 요구에 따라 증권사는 고객의 주문 중 일정한 요건을 갖추지 못한 주문들이 거래소로 그대로 전달되는 것을 막기 위한 사전적인 통제장치를 두고 있다. 위와 같은 사전적 통제장치의 예가 호가 적정성 확인 장치, 리스크관리 장치 등이다.
  - 156) 다만 유가증권시장 업무규정제척 제12조 제1항 제27호에서 정하는 바에 따라 주문입력 과정에서 사용된 매체가 인터넷 또는 무선단말(휴대폰, PDA)이라는 것이 표시될 뿐이다(변호인 제출 증거목록 순번 10 거래소, 알고리즘매매 활성화를 위한 시장관리방안 48쪽).
  - 157) 앞서 살펴본 기관주문시스템, FIX 단말기 등이 이에 해당한다.
  - 158) 미국의 경우에는 거래소 전체 거래량 중 50% 이상이 보증형 DMA 방식의 주문으로 인한 거래라는 조사결과가 있다(변호인 제출 증거목록 순번 10 거래소, 알고리즘매매 활성화를 위한 시장관리방안 39쪽).
  - 159) 변호인 제출 증거목록 순번 10 거래소, 알고리즘매매 활성화를 위한 시장관리방안 48쪽
  - 160) 자본시장법 제388조(시장에서의 거래자격)에서 "① 거래소의 회원이 아닌 자는 증권시장 및 파생상품시장에서의 매매거래를 하여서는 아니 된다. 다만, 회원관리규정에서 특정한 증권의 매매거래를 할 수 있도록 정한 경우에는 그 특정한 증권의 매매거래를 할 수 있다."고 규정하고 있다.

특히 이 부분은 앞서 본 바와 같이 검사가 지적하는 속도의 면에서 가공·편집된 시세정보를 제공받는 경우와 차이가 0.001초에도 미치지 않을 정도로 미미할 뿐 아니라,<sup>161)</sup> 알고리즘 매매 방식을 취하지 아니하는 투자자들의 경우에는 주문 지시를 할 것인지 여부를 판단하기 위하여 반드시 인간이 이해할 수 있는 언어의 형태로 가공·편집된 시세정보를 수신해야만 하는데 비하여(따라서 ○○○이 증권사에 보내온 원데이터를 그대로 전달하여서는 투자자에게 아무 도움이 되지 않는다) 알고리즘 매매 프로그램의 경우에는 반대로 프로그램이 인식할 수 있는 언어의 형태로 되어 있는 시세정보를 수신해야 한다는 점에서 필연적으로 발생할 수밖에 없는 차이라고 할 수 있다. 이 경우 증권사가 모든 투자자들에게 가공·편집된 시세정보를 동일하게 전송한다면, 알고리즘 매매를 하는 투자자의 입장에서는 위 가공·편집된 시세정보를 자신의 알고리즘 매매 프로그램이 이해할 수 있도록 다시 가공·편집되기 이전의 미가공 원데이터로 되돌리는 불필요한 절차를 한 번 더 거치게 되는 결과가 발생할 것으로 보인다.<sup>162)</sup>

나아가 위와 같은 시세관련 미가공 원데이터 제공이 금지되어 있는지 여부에 관하여 보더라도, 법령상 이를 금지하고 있는 근거를 전혀 발견할 수 없다.<sup>163)</sup>

결국 위 미가공 원데이터 제공은 알고리즘 매매 방식의 특수성으로 인하여 도입된 것일 뿐 '스캘퍼의 매매기법 자체' 또는 '주문 처리 속도'와는 별다른 관련이 없다. 앞서 본 검사의 위 각주 15)의 비유는 위 미가공 원데이터 제공이 이루어지게 된 경위에 대한 사실관계에 부합하지 않는 무리한 표현이다.

#### 4) 소결론

이상에서 본 바와 같이 위 5가지 서비스들은 각기 그 자체만으로 법령상 금지

161) 변호인 제출 증거목록 순번 58-1 최○○에 대한 증인신문조서(2011고합600 사건 제4회 공판조서 중 일부) 28, 29쪽

162) 변호인 제출 증거목록 순번 58-1 최○○에 대한 증인신문조서(2011고합600 사건 제4회 공판조서 중 일부) 29, 30쪽

163) 특히 이 부분에 관하여는 이 사건 공소제기가 이루어진 이후인 2011. 5. 19. 금융위원회가 발표한 'ELW 시장 추가 건전화 방안'에서도 규제와 관련된 아무런 언급이 없다(변호인 제출 증거목록 순번 21 금융위원회, ELW시장 추가 건전화 방안).

되는 위법한 서비스라고 보기는 어렵다.<sup>164)</sup>

따라서 남은 핵심 쟁점은 결국, 위 5가지 서비스들을 결합하여 완성된 ○○○투자증권의 ELW/선물옵션 VIP특화시스템이 주문 처리 속도라는 측면에서 '부정한 수단'에 해당하는지 여부이다. 이하에서는 이에 관하여 논의하기로 한다.

### 나. '부정한 수단'의 의미

2007. 8. 3. 법률 제8635호로 제정된 현행 자본시장법 제178조 제1항 제1호는 금융투자상품의 매매와 관련하여 '부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위'를 금지하고 있다.

위 규정에서 금지한 '부정한 수단, 계획 또는 기교'의 의미가 무엇인지에 대하여 법령상 별도의 정의규정은 없다. 따라서 위 규정의 입법연혁과 규정 체계, 입법취지와 보호법의 등에 대한 검토를 통해 '부정한 수단'의 의미를 살펴보기로 한다.

#### 1) 입법연혁 및 입법취지

현행 자본시장법의 시행과 동시에 폐지된 구 증권거래법[자본시장법 부칙(2007. 8. 3. 제정 제8635호) 제2조 제1호로 폐지되기 전의 것] 제188조의4는 '시세조종 등 불공정거래의 금지'라는 제목으로 제1항부터 제3항까지 '일반투자자로 하여금 거래가 상황을 이루고 있는 것으로 오인하게 하는 행위와 매매거래 유인행위 및 시세조종행위'를 금지한다는 조항을 두고, 제4항에서 그 이외의 불공정거래행위를 규제하기 위하여 다음과 같은 조항을 두고 있었다.

제188조의4 (시세조종 등 불공정거래의 금지)

④ 누구든지 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 다음 각 호의 1에 해당하는 행위를 하

164) 검찰은 속도 관련 서비스 제공이 결국 증권사를 경유하지 않고 직접 거래소에 주문을 한 것과 마찬가지라고 주장하고 있으나, 이를 인정할 만한 자료가 없다.

지 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

위 구 증권거래법 제188조의4 제4항은 증권거래시장이 설립된 이래로 비교적 빈번하게 발생하여 온 시세조종행위 이외에, 이른바 '사기적 부정거래행위'로 불리는 새로운 불공정거래행위를 규율하기 위한 규정이었다.<sup>165)</sup> 위 규정은 금지한 행위의 구성요건이 목적범의 형식으로 되어 있고 실행행위가 한정적으로 열거되어 있다는 특징이 있었다.<sup>166)</sup>

그런데 2007. 8. 3. 제정된 자본시장법은 '제4편 불공정거래의 규제'라는 목차 하에 '제1장 내부자 거래 등', '제2장 시세조종 등', '제3장 부정거래행위 등'을 두고 불공정거래행위를 세분하여 규율하면서, 위 '제3장 부정거래행위 등'에 아래와 같은 조항을 두었다.

제178조(부정거래행위 등의 금지)

- ① 누구든지 금융투자상품의 매매(증권의 경우 모집·사모·매출을 포함한다. 이하 이 조 및 제179조에서 같다), 그 밖의 거래와 관련하여 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하여서는 아니 된다.
  1. 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위
  2. 중요사항에 관하여 거짓의 기재 또는 표시를 하거나 타인에게 오해를 유발시키지 아니

165) 대법원 2001. 1. 19. 선고 2000도4444 판결 등 참조

166) 이러한 특징으로 인하여 현실에서 발생하는 불공정한 거래행위들 중 한정된 일부분밖에 규율하지 못한다는 비판이 학계 일부에서 제기된 바 있다(변호인 제출 증거목록 순번 14 정○○, ELW 전용선 거래 및 부정거래행위에 관한 연구 155쪽).

하기 위하여 필요한 중요사항의 기재 또는 표시가 누락된 문서, 그 밖의 기재 또는 표시를 사용하여 금전, 그 밖의 재산상의 이익을 얻고자 하는 행위

3. 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 유인할 목적으로 거짓의 시세를 이용하는 행위

② 누구든지 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 할 목적이거나 그 시세의 변동을 도모할 목적으로 풍문의 유포, 위계의 사용, 폭행 또는 협박을 하여서는 아니 된다.

위 규정은 구 증권거래법에서 이른바 '사기적 부정거래행위'로 규율되던 불공정거래행위의 유형을 자본시장법 제178조 제1항 제2호, 제3호, 제2항 등으로 세분화함과 동시에 위 법률 제178조 제1항 제1호로 포괄적인 조항을 신설하였다.

위 포괄 조항의 입법취지와 관련하여 당시 위 법률 입법안을 심사한 국회 재정경제위원회의 심사보고서에는 '금융투자상품의 매매거래 등과 관련된 불공정행위는 투자자들의 피해를 초래하고 증권시장의 신뢰를 저하시키는 요인이 되므로 이를 억제할 수 있는 장치가 필요하다. 그런데 증권시장에서의 불공정행위의 수법은 매우 다양하며 신종 사기수법이 계속하여 등장하고 있으므로 그 유형을 일일이 법률에 열거하여 규제하기는 불가능하다고 할 수 있다.'라고 기재되어 있다.

## 2) 외국의 입법례

### 가) 미국

미국 증권거래시장의 투자자 보호를 위한 일반적인 불공정거래행위 규제 조항은 미국 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934,<sup>167)</sup> 이하 'SEC'라고만 한다) 10(b)조와 그 조항의 위임에 근거한 미국 증권거래위원회 규정(Securities and Exchange Commission Rule, 이하 'SEC Rule'이라고만 한다) 10b-5조이다. 위 조항들

167) As Amended through P.L. 111-257, Approved October 5, 2010

의 내용은 다음과 같다.

◆ 증권거래법 10(b)조<sup>168)</sup>

누구든지 직·간접으로 주간 통상의 수단 또는 우편의 방법이나 전국적 증권거래소의 시설을 이용하여 위원회(SEC를 의미함)가 공익이나 투자자보호를 위하여 필요·적절하다고 인정하여 정하는 규칙에 위반하여 전국적 증권거래소에 등록된 일체의 증권 또는 등록되지 않은 증권 또는 증권을 기초 대상으로 한 스왑 계약의 매매와 관련하여 시세조종적(manipulative)이거나 사기적(deceptive)인 수단(device) 또는 계략(contrivance)을 이용하는 행위를 하는 것은 위법이다.

◆ SEC Rule 10b-5조<sup>169)</sup>

누구든지 증권의 매수 또는 매도와 관련하여, 직접 또는 간접적으로, 주간(interstate) 통상의 수단이나, 우편, 전국적 증권거래소라는 시설을 이용하여, 다음과 같은 행위를 하는 것은 위법이다.

- ㉠ 사기(defraud)를 위한 수단(device), 계획(scheme), 또는 책략(artifice)을 사용하는 행위
- ㉡ 중요한 사실(material fact)에 관하여 허위표시(untrue statement)를 하거나 표시가 행하여진 당시의 상황에 비추어 오해(misleading)가 유발되지 않기 위하여 필요한 중요한 사실의 표시를 누락하는 행위
- ㉢ 타인에게 사기 또는 기만이 되거나 될 수 있는 행위, 관행 또는 영업방법을 사용하는 행위

168) SEC. 10. 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 - (b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of 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.

169) SEC Rule 10b-5 : Employment of Manipulative and Deceptive Practices : 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 any facility of any national securities exchange,

- (a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,
- (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
- (c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security



위 미국 증권거래법 10(b)조는 금지되는 행위를 '시세조종적이거나 사기적인 수단 또는 계락을 이용하는 행위'라고 표현하고 있다.<sup>170)</sup>

#### 나) 일본

일본 증권거래시장의 투자자 보호를 위한 일반적인 불공정거래행위 규제 조항은 금융상품거래법 제157조이다. 위 조항의 내용은 다음과 같다.

◆ 금융상품거래법 제157조<sup>171)</sup>

누구든지 다음 각 호에 해당하는 행위를 하여서는 아니 된다.

1. 유가증권의 매매 기타 거래 또는 파생상품거래 등에 관하여 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 것
2. 유가증권의 매매, 기타 거래 또는 파생상품거래 등에 관하여 중요한 사항에 대하여 허위의 표시가 있거나 오해를 발생시키지 아니하기 위하여 필요한 중요한 사실의 표시가 누락된 문서 기타 표시를 사용하여 금전 기타 재산을 취득하는 것
3. 유가증권의 매매, 기타 거래 또는 파생상품거래 등을 유인할 목적으로 허위의 시세를 이용하는 것

위 일본 금융상품거래법 제157조 제1호는 '부정한 수단, 계획 또는 기교'<sup>172)</sup>를 사용

170) 위 조항에서 말하는 '시세조종적(manipulative)이거나 사기적(deceptive)인 행위(device or contrivance)'의 의미와 관련하여 미국 연방대법원은 관련 사건에서 "시세조종(manipulation)이라 함은 '증권의 가격을 조종하거나 인위적인 영향을 주어 투자자를 기망하기 위한 의도적 행위(intentional or willful conduct designed to deceive or defraud investors by controlling or artificially affecting the price of securities)'를 의미하고, 사기적(deceptive)인 행위라 함은 SEC Rule 10b-5에서 구체화되어 있듯이 허위표시(misrepresentation)와 미공시(nondisclosure) 등 누락(omission) 행위를 의미한다."라고 해석한 바 있다.[Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185,199(1976)].

171) 金融商品取引法 第一百五十七条 (不正行為の禁止)

何人も、次に掲げる行為をしてはならない。

- 一 有価証券の売買その他の取引又はデリバティブ取引等について、不正の手段、計画又は技巧をすること。
- 二 有価証券の売買その他の取引又はデリバティブ取引等について、重要な事項について虚偽の表示があり、又は誤解を生じさせないために必要な重要な事実の表示が欠けている文書その他の表示を使用して金銭その他の財産を取得すること。
- 三 有価証券の売買その他の取引又はデリバティブ取引等を誘引する目的をもって、虚偽の相場を利用すること。

172) 위 조항에서 말하는 '부정한 수단, 계획 또는 기교'의 의미와 관련하여 일본 동경고등재판소는 '유가증권의 매매 그 밖의 거래에 관하여 사기적 행위, 즉 사람을 착오에 빠지게 함으로써 자기 또는 타인의 이익을 도모하고자 하는 것'이라고 해석한 바 있었는데, 같은 사안에서 일본 최고재판소는 '부정한 수단이란 사회통념상 부정하다고 인정되는 일체의 수단을 의미한다.'라고 판시하였다(최고재판소 1965. 5. 25. 最高裁判所裁判集刑事編 155号 831項).

하는 행위를 금지한다고 표현하고 있어, 문언상 자본시장법 제178조 제1항 제1호와 유사하다.

### 3) '부정한 수단'의 해석

자본시장법 제178조 제1항 제2호, 제3호 및 제2항은 각 조항에 의하여 금지되는 행위의 내용을 '거짓의 기재를 한 문서 등을 이용하는 행위', '오해를 유발시키지 아니하기 위한 기재를 누락한 문서 등을 이용하는 행위', '거짓의 시세를 이용하는 행위', '풍문 유포 행위', '위계 사용 행위' 등으로 특정함으로써 다른 투자자들에 대한 직접적인 기망행위적인 요소들을 구성요건으로 하고 있지만, 같은 법 제178조 제1항 제1호는 이와 같은 특정을 하지 않고 있으므로 위 조항에서 말하는 '부정한 수단, 계획 또는 기교'는 사회통념상 부정하다고 인정되는 일체의 수단, 계획 또는 기교를 말하고(대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도8109 판결 등 참조), 이를 다른 투자자들을 직접적으로 기망하는데 동원되는 수단, 계획 또는 기교로만 한정하여 해석할 근거는 없다.

그러나 이러한 사정과 앞에서 살펴본 입법취지 등을 감안하더라도, 같은 법 제178조 제1항 제1호에서 말하는 '부정한 수단, 계획 또는 기교'는 그 문언이 포괄적·추상적이어서 자칫 형사법의 대원칙인 죄형법정주의와 충돌할 우려가 있다. 따라서 이러한 경우 법관으로서 헌법상 처벌법규의 명확성의 원칙에 반하지 않도록 문언의 의미와 법률의 체계 내에서 보충적인 해석을 통하여 위 조항의 보호법익과 금지된 행위의 내용을 건전한 상식과 통상적인 법감정을 가진 사람이 알 수 있을 정도로 구체화하여 적용하여야 한다(헌법재판소 2006. 11. 30.자 2006헌바53 결정 등 참조).

위와 같은 해석 원칙을 토대로 우선 자본시장법 제178조의 보호법익에 관하여 보건대, ① 자본시장법의 제정과 함께 폐지된 구 증권거래법 상 불공정거래행위를 금지하고 있던 제188조의4의 직접적인 보호법익에 대하여 대법원은 이를 '유가증권시장 또는

협회중개시장에서의 유가증권 거래의 공정성 및 유통의 원활성 확보라는 사회적 법익'으로 해석하여 온 점(대법원 2002. 7. 26. 선고 2002도1855 판결 등 참조), ② 자본시장법 제1조는 자본시장의 목적에 관하여 "자본시장에서의 금융혁신과 공정한 경쟁을 촉진하고 투자자를 보호하며 금융투자업을 건전하게 육성함으로써 자본시장의 공정성·신뢰성 및 효율성을 높여 국민경제의 발전에 이바지한다."라고 규정하고 있는 점, ③ 금융투자업의 육성을 위하여는 자본유통이 원활하여야 하고, 자본유통의 원활성을 확보하기 위하여는 자본 유통의 매개체인 금융상품 거래의 공정성에 대한 투자자들의 신뢰가 필수적인 점 등을 종합하면, 자본시장법 제178조의 보호법익은 주로 '금융상품 거래의 공정성에 대한 투자자들의 신뢰'라고 하는 사회적 법익이라고 할 수 있다.<sup>173)</sup>

나아가 '금융상품 거래의 공정성에 대한 투자자들의 신뢰'의 핵심은 결국 금융상품 거래로 인한 투자자들의 투자성과 등 이익과 손실이 공정한 규칙에 의하여 정해지고 다른 요인에 의하여 부당하게 침해되지 않을 것이라는 신뢰이다. 그러므로 어떠한 행위에 대하여 그것이 객관적으로 '금융상품 거래의 공정성에 대한 위와 같은 투자자들의 신뢰를 실질적으로 저해할 우려가 있다.'라는 평가를 내리려면, 그 행위로 인하여 다른 투자자들의 이익이 부당하게 침해될 만한 구체적인 혹은 추상적인 위험성이 있어야 한다.

따라서 위와 같은 보호법익에 비추어 앞서 본 '부정한 수단, 계획 또는 기교'의 의미를 해석하여 보면, 자본시장법 제178조 제1항 제1호에서 사용을 금지하는 '부정한 수단, 계획 또는 기교'란, 금융상품 거래와 관련하여 사용된 어떠한 수단, 계획 또는 기교가 그로 인하여 그 금융상품 거래에 참여하고 있는 다른 투자자들의 이익을 부당하게

173) 한편, 자본시장법 제179조에서는 위 제178조 위반으로 인한 손해배상의무를 규정하고 있는바, 이러한 손해배상규정의 취지에 비추어 보면 위 규정의 보호법익이 오직 사회적 법익뿐이라고 한정할 이유는 없다. 다만, 이하에서 위 규정의 적용 범위를 확정하기 위하여 상대적으로 그 보호범위가 넓다고 판단되는 법익을 중심으로 논의하는 것이 필요하므로, 사회적 법익을 중심으로 논의를 전개하도록 한다.

침해할 만한 위험성을 가지는 경우를 의미한다고 보아야 한다.

다음으로 구체적으로 금지되는 행위의 내용과 관련하여 보건대, 자본시장법 제178조 제1항 제1호가 같은 법률 제178조 제1항 제2호, 제3호 및 제2항과는 달리 다른 투자자들에게 대한 기망적인 요소를 구성요건으로 하지 않고 있음은 앞서 본 바와 같지만, 그렇다고 하더라도 '불공정거래의 규제'라는 목차 하에 '내부자 거래 등', '시세조종 등', '부정거래행위 등'을 세분하여 규율하고 있는 같은 법률 전체의 체계 등에 비추어 볼 때 같은 법률 제178조 제1항 제1호에서 규정한 '부정한 수단, 계획 또는 기교'를 사용하는 행위는, 적어도 같은 법률 제178조 제1항 제2호, 제3호 및 제2항에서 보다 구체화된 부정거래행위의 내용에 준하는 정도의 불법성을 지닌 것이어야 하고, 그 밖에 자본시장법상 보다 가벼운 규제에 해당하는 다른 조항을 통하여 제재하더라도 자본시장법의 입법목적 달성에 지장을 초래하지 않는 경우에는 이에 해당하지 않는다고 할 것이다.

이상의 논의를 종합해보면, 결국 자본시장법 제178조 제1항 제1호에 의하여 사용이 금지되는 '부정한 수단, 계획 또는 기교'란, 다른 투자자들의 이익을 부당하게 침해할 위험성이 있는 것으로서 같은 법률 제178조 제1항 제2호, 제3호 및 제2항에서 정한 부정거래행위에 준하는 정도의 위법성이 있는 행위라고 봄이 상당하다.

#### 다. ○○○투자증권의 ELW/선물옵션 VIP특화시스템이 부정한 수단에 해당하는지 여부

위 나.항에서 지금까지 살펴 본 기준에 따라, 이 사건 스캘퍼들에게 제공된 ELW/선물옵션 VIP특화시스템의 속도 관련 서비스들이 전체적으로 '부정한 수단 등'에 해당하는지 여부에 관하여 본다.

먼저 위 서비스들을 이용하여 ELW를 거래한 이 사건 스캘퍼들의 행위가 다른 투자자들의 이익을 침해할 위험성이 있는지 여부에 관하여 검토하고, 다음으로 이러한 스캘퍼들의 행위와 위 서비스들을 제공한 증권사의 행위가 다른 부정거래행위에 준하는 정도의 불법성이 있는 행위인지 여부, 특히 검사가 주장하는 바와 같이 '주문 처리 과정에서 속도의 차이가 없도록 하여야 한다.'는 법률상 의무를 위반한 위법한 행위인지 여부에 관하여 차례로 검토한다.

#### 1) 다른 투자자들의 이익을 침해할 위험성이 있는지 여부

검사는 스캘퍼들로 인하여 스캘퍼가 아닌 일반투자자들이 거래 기회를 현실적으로 상실하고 있거나 또는 상실할 위험성이 있고, 이러한 측면에서 스캘퍼들과 스캘퍼가 아닌 일반투자자들 사이에 이해충돌의 문제가 발생한다고 주장한다. 그러나 아래에서 보는 사정들을 종합하면, 스캘퍼들의 ELW 매매행위는 ELW 거래에 참여하는 다른 투자자들의 거래 기회를 빼앗을 실질적인 위험성이 없다고 판단된다.

##### 가) 직접적인 이해충돌 여부

###### (1) ELW 시장의 특수한 구조와 물리적인 한계

앞서 본 바와 같이 스캘퍼는 LP의 호가변동을 예측하는 형태의 알고리즘 매매를 하므로 기초자산 가격의 변동이 있는 경우에만, 기초자산 가격 변동과 LP의 호가 변동 사이의 순간적인 틈새에 주문을 낸다.

그러나 기초자산 가격변동과 LP의 호가변동 사이의 순간적인 틈새는 앞서 본 바와 같이 0.030초 내지 0.034초에 불과하므로, 인간의 지각능력으로 그 틈새를 인식하고 그 시간 내에 어떠한 반응을 하는 것은 물리적으로 불가능하다. 우리나라에서 방송사들이 아날로드 방송 당시 전송하던 초당 정지화면 수는 30개였고,<sup>174)</sup> 인간이 한차례 눈을

174) 따라서 방송 화면은 평균 0.033초씩 정지되어 있었던 셈이지만, 시청자들은 이를 연속된 화면으로 인식한다.

깜박이는데 소요되는 시간은, 아무리 짧아도 평균 0.1초 이상이 소요되는 것으로 알려져 있다.<sup>175)</sup> 따라서 투자자가 기초자산 가격의 변동과 LP의 호가 변동을 실시간으로 동시에 확인한다고 하더라도, 기초자산 가격과 LP의 호가가 서로 연동되어 순간적으로 함께 변동한다고 인식할 수 있을 뿐이다. 그렇기 때문에 스캘퍼와 같은 형태의 매매전략은 알고리즘 매매를 하지 아니하고 인간의 지각능력을 이용하는 투자자들은 취할 수 없는 전략이다.<sup>176)</sup>

그런데 이러한 물리적 한계와 앞서 본 'LP와 개인투자자들의 대항 구조'라는 ELW 시장 구조의 특수성으로 인하여, 스캘퍼들의 주문과 그 이외의 개인투자자들의 주문은 시·공간적으로 사실상 분리되어 거의 대부분의 사례에서 경쟁관계에 놓이지 않게 된다. 이를 보다 분석적으로 검토하면 다음과 같다.

## (2) 구체적 검토

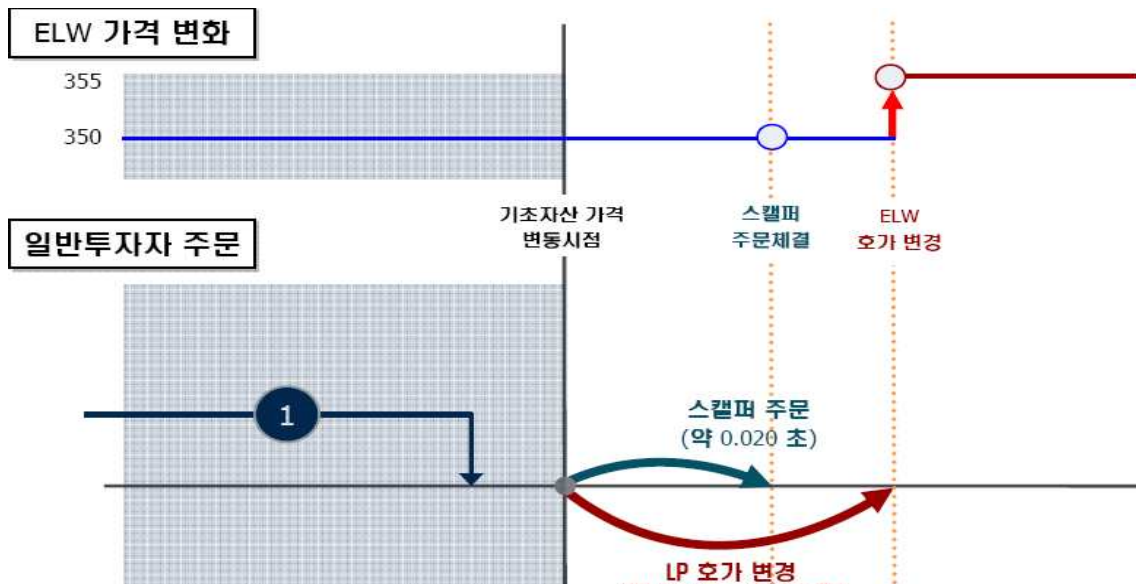
### (가) 매수주문의 경우

<그림 7>

---

175) 정확한 소요시간에 대하여는 조사결과마다 차이가 있다.

176) 그럼에도 불구하고 일부 개인투자자들이 기초자산 가격 변동과 LP의 호가 변동 사이의 순간적인 틈새가 인식될 수 있고, 나아가 자신이 스스로 스캘퍼와 같은 형태의 매매전략을 취할 수 있다고 오해하는 것은 개인투자자들에게 호가잔량에 대한 정보가 실시간으로 전송되지 않고 마스터루핑 방식에 의하여 간헐적으로 지연 전송되기 때문인바, 이에 대하여는 아래 3. 다. 1) 다)항에서 별도로 자세히 다루도록 한다.

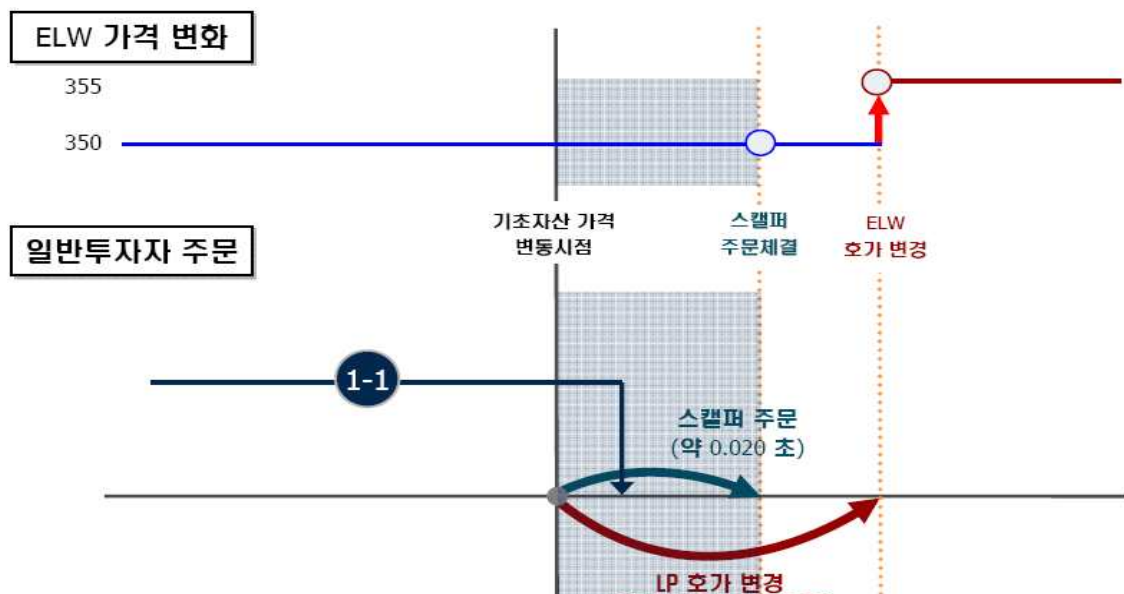


위 <그림 7>은 스캘퍼가 기초자산 가격이 변동하는 시점에만 거래를 한다는 점에 착안하여, 스캘퍼의 주문이 일반투자자의 주문에 어떤 영향을 주는지 알아보기 위해, 기초자산 가격 변동으로 인하여 ELW 가격이 350원에서 355원으로 변하는 상황을 예들 들어 그 시점 전후의 상황을 도식화한 것이다. 위 그림에서 ①의 시기는 기초자산 가격의 변동이 없는 시기이다. 이 시기는 아무리 그 기간이 길더라도 스캘퍼는 매수주문을 내지 않는다. 따라서 스캘퍼가 아닌 일반투자자들이 매수주문을 내어 그 주문이 ①의 시기에 거래소에 도달하는 경우에는 스캘퍼와 이익 충돌이 발생할 여지가 없다. 더구나 이 경우에는 스캘퍼를 포함한 다른 투자자가 먼저 LP의 매도호가 물량을 전부 매수하였다 하더라도 LP는 동일한 호가로 물량을 리필하기 때문에 개인투자자가 위 ①의 시기에 물량이 없어서 ELW를 매수하지 못하는 일은 거의 없다.<sup>177)</sup> 만약 합리적

177) 유동성 공급자가 존재하지 아니하는 주식 현물시장과 선물옵션시장에서는 같은 매도호가로 공급되는 물량은 한정되어 있으므로 주문을 먼저 체결 시킨 사람이 다른 사람의 매매기회를 박탈하는 결과가 되는 경우가 발생할 여지도 있다. 그러나 ELW 시장은 유동성 공급자인 LP가 존재하여 기초자산 가격의 변동이 없는 동안은 같은 매도호가로 계속하여 물량을 공급하여 주고, 'LP의 보유물량을 다른 투자자들이 100% 매수한 다음 아무도 매도하지 아니하는 극단적인 상황'을 제외하면 공급물량이 부족한 경우는 없기 때문에 누가 빠른 주문을 냈다 하더라도 실제로 다른 사람의 매매기회를 박탈하는 상황은 거의 생기지 아니한다.

인 개인투자자가 ①의 시기에 ELW를 매수하지 않았다면 그것은 향후 ELW의 매도호가  
 가 350원보다 낮아질 것을 기대한 판단 때문이지 350원에 사고자 하였음에도 물량  
 이 없어서 살 수 없었던 것은 아니다.<sup>178)</sup>

<그림 8>



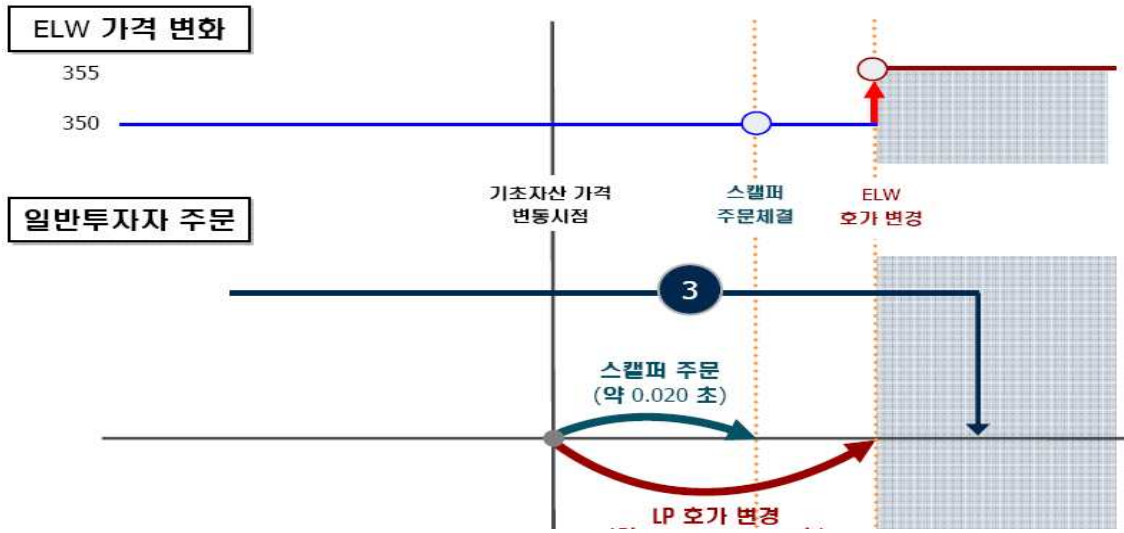
다음으로, 위 <그림 8>에서 기초자산의 가격이 변동된 시점부터 스캘퍼가 가장 빨리  
 주문을 낼 수 있는 시점인 0.020초 이전 구간인 ①-1 시기 역시 스캘퍼의 주문이 체결  
 되기 이전이므로 스캘퍼가 아닌 일반투자자들의 매수주문이 ①-1의 시기에 거래소에  
 도달하는 경우에는 스캘퍼와 이익 충돌의 여지가 없다. 이 경우 스캘퍼가 아닌 일반투  
 자자들은 LP의 호가 변경 전에 종전의 LP의 호가에 따라 매매할 수 있게 되는 것이  
 고, 만약 이 경우에 물량이 남아 있지 않아 매매가 체결되지 않았다고 하더라도 이는  
 다른 투자자의 매매에 따라 매매잔량이 소진되었기 때문일 뿐 스캘퍼들의 거래와는 아  
 무런 관계가 없다.<sup>179)</sup>

<그림 9>

178) 변호인 제출 증거목록 순번 55 김○○에 대한 증인신문조서(2011고합600) 18 내지 21쪽

179) 변호인 제출 증거목록 순번 55 김○○에 대한 증인신문조서(2011고합600) 22쪽

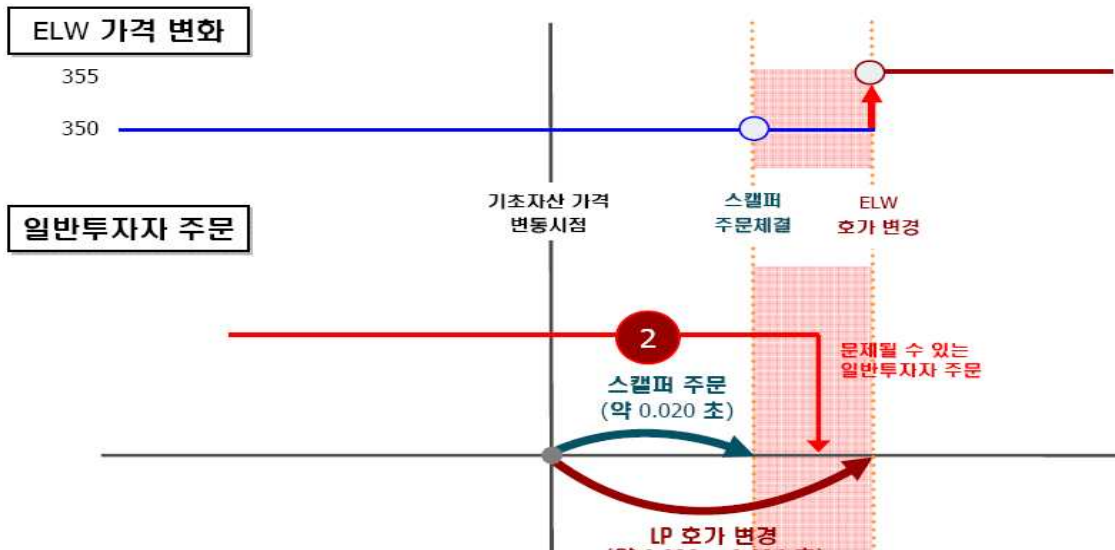




위 <그림 9>에서 LP가 호가를 변경한 후의 구간인 ③의 시기에 스캘퍼가 아닌 일반 투자자들의 매수주문이 거래소에 도달한 경우에는 종전의 호가에 따른 매매는 체결되지 않는다. 그러나 이는 위 개인투자자들의 매수주문이 거래소에 도달하기 전에 LP가 이미 호가를 변경시켰기 때문일 뿐이다. 위 그림에서 '스캘퍼 주문체결'이라는 상황이 발생하지 않았다고 하더라도, 위 개인투자자들의 매수주문은 체결되지 않는다. 따라서 이 부분 역시 스캘퍼들의 거래와는 관계가 없다.<sup>180)</sup>

<그림 10>

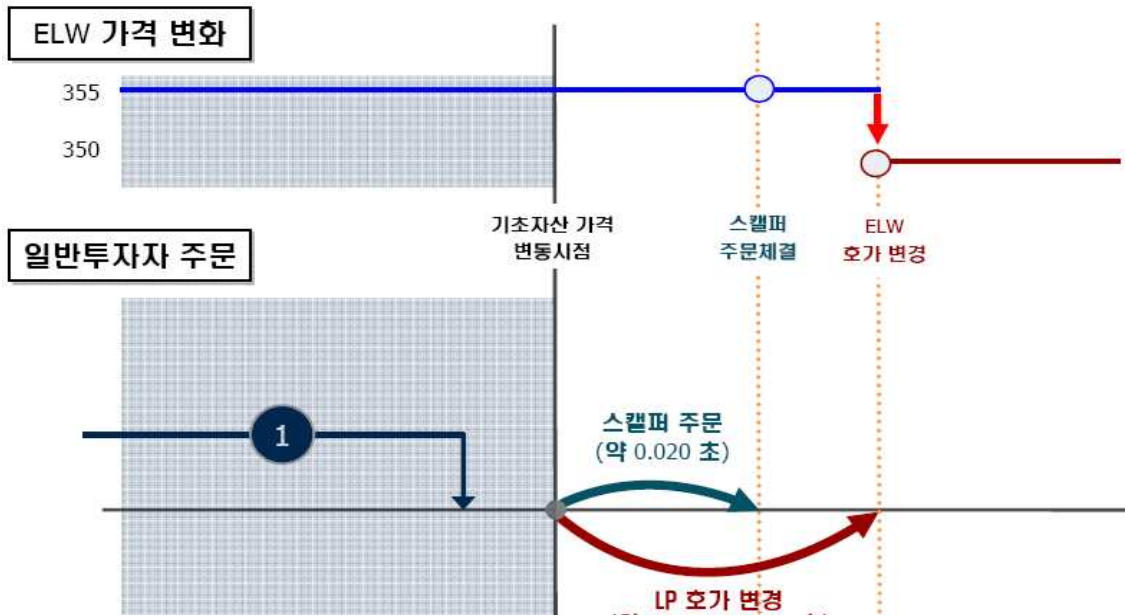
180) 변호인 제출 증거목록 순번 55 김○○에 대한 증인신문조서(2011고합600) 23, 24쪽



그렇다면, 스캘퍼와 스캘퍼가 아닌 일반투자자들의 주문이 충돌하여 문제될 수 있는 가능성이 있는 구간은 위 <그림 10>의 ②의 시기, 즉 스캘퍼의 주문이 체결된 시점부터 LP의 호가가 변경되기 전의 구간뿐이다. 위 시기에 만약 스캘퍼가 빠른 속도를 이용하여 LP의 직전 매도호가 물량을 모두 선점하였다면, 스캘퍼 보다 먼저 주문을 낸 스캘퍼가 아닌 일반투자자들의 주문이 오히려 주문을 더 늦게 낸 스캘퍼 때문에 체결되지 못하게 된다. 따라서 이러한 경우에는 스캘퍼의 빠른 속도로 인해 스캘퍼가 아닌 일반투자자가 매매기회를 상실하였다고 평가할 수 있다. 다만 이는 0.008~0.016초의 매우 짧은 순간이므로, 이에 해당하는 경우가 현실적으로 얼마나 되는지에 대하여는 아래 (다)항에서 다시 살펴기로 한다.

(나) 매도주문의 경우

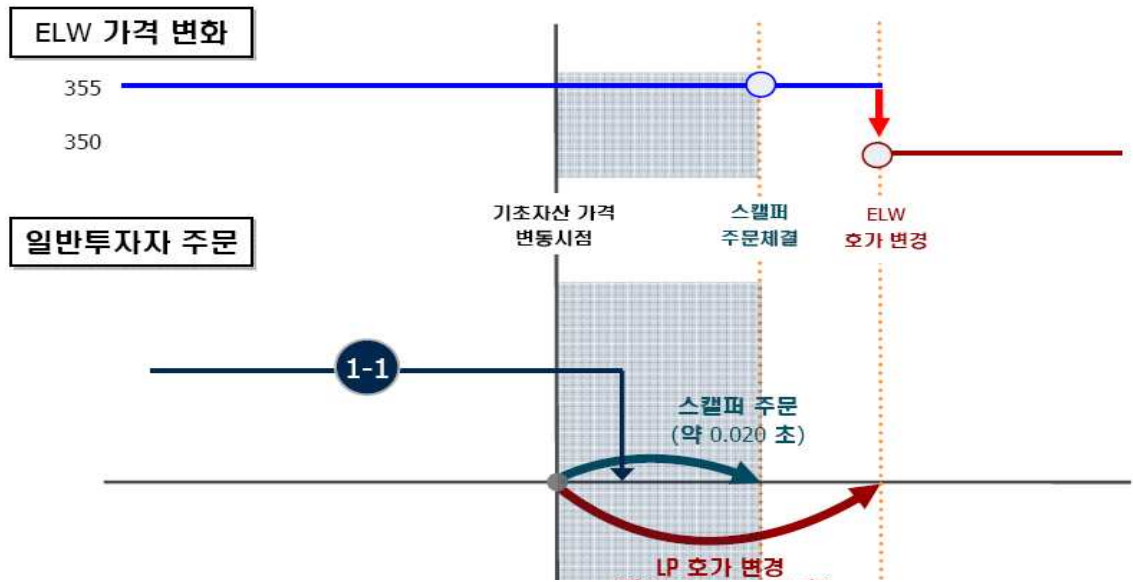
<그림 11>



다음으로, 매도주문의 경우를 본다. 위 <그림 11>의 경우에도 앞에서 본 <그림 7>의 경우와 마찬가지로 스캘퍼들은 ①의 시기에 매도주문을 내지 않는다. LP는 매수호가 물량을 리필하기 때문에 스캘퍼가 아닌 일반투자자들이 ①의 시기에 ELW를 매도하려고 한다면 물량이 없어서 ELW를 매도하지 못하는 일은 없다. 만약 합리적인 개인투자자가 ①의 시기에 ELW를 매도하지 않았다면 그것은 향후 ELW의 매수호가보다 높아질 것을 기대하였기 때문일 것으로 보인다.<sup>181)</sup>

<그림 12>

181) 변호인 제출 증거목록 순번 55 김○○에 대한 증인신문조서(2011고합600) 24, 25쪽



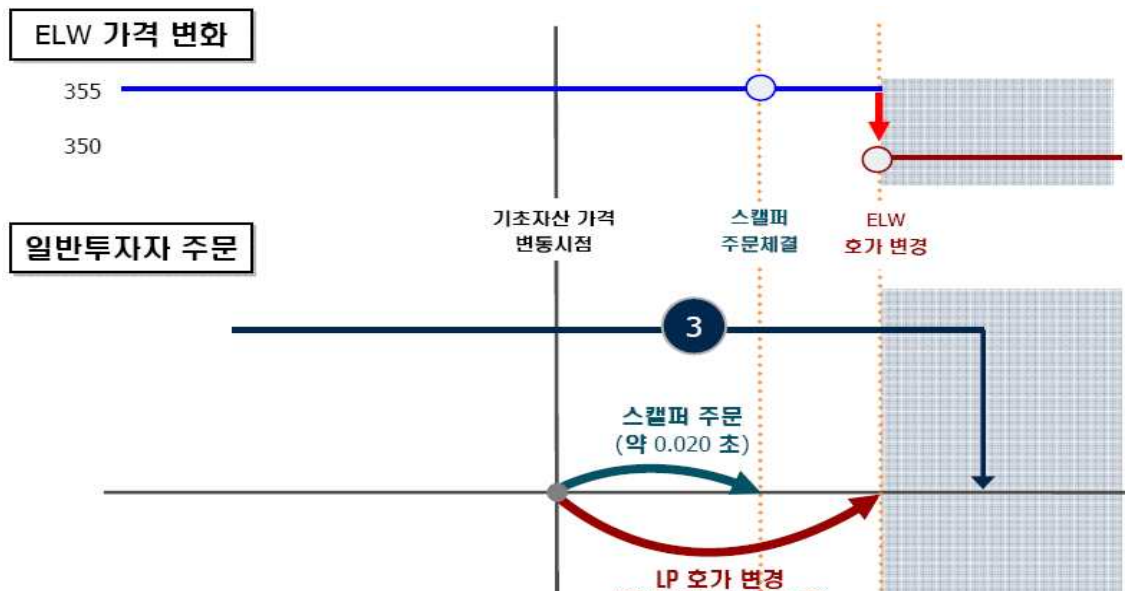
위 <그림 12>에서 ①-1 시기 역시 스캘퍼가 아닌 일반투자자들의 매도주문이 스캘퍼의 매도주문보다 거래소에 먼저 도달하기 때문에 스캘퍼가 아닌 일반투자자들의 주문이 체결되게 됨은 앞서 본 <그림 8>의 논리와 같다.<sup>182)</sup>

한편, 이와 달리 스캘퍼가 아닌 일반투자자가 LP의 매수 호가 물량이 있는 것을 보고 매도주문을 내었는데 그 매도주문이 아래 <그림 13>의 ③의 시점에 거래소에 도달하는 경우도 있을 것이다. 이는 LP의 호가가 이미 변경된 이후이기 때문에 종전의 호가로 낸 매도주문은 체결되지 않게 될 것이다. 개인투자자의 위 매도주문은 앞서 본 <그림 9>의 경우와 마찬가지로, 스캘퍼들이 LP의 호가 변동 전에 직전 매수호가 물량을 선점하지 않았다고 하더라도 체결될 수 없는 주문이다.<sup>183)</sup>

<그림 13>

182) 변호인 제출 증거목록 순번 55 김○○에 대한 증인신문조서(2011고합600) 26쪽

183) 변호인 제출 증거목록 순번 55 김○○에 대한 증인신문조서(2011고합600) 26, 27쪽



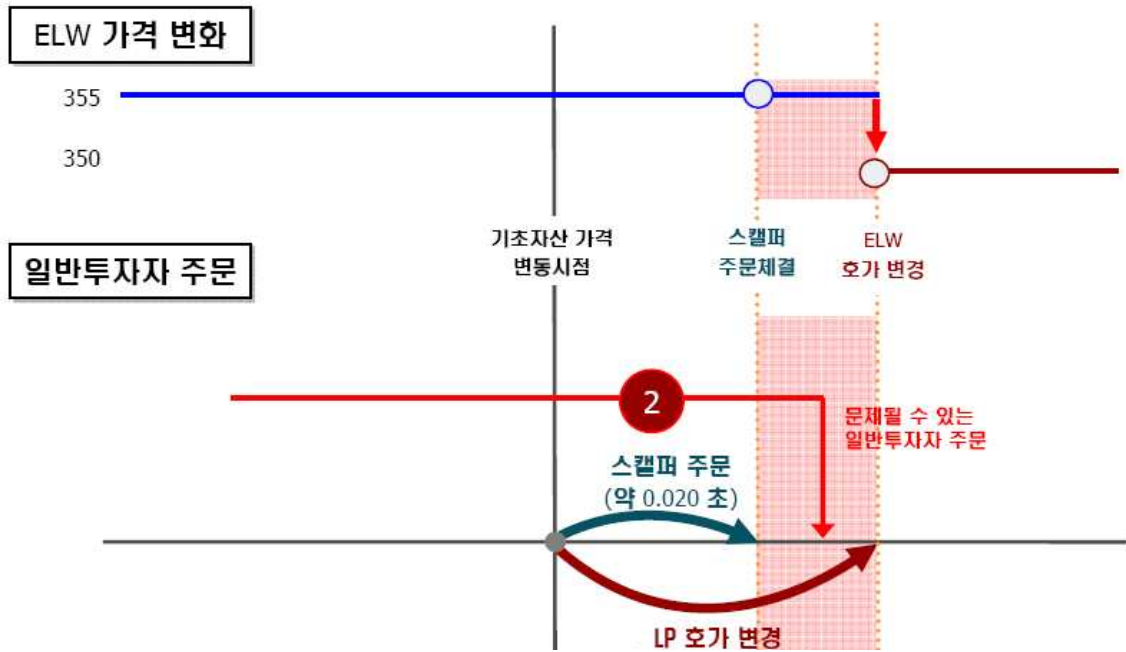
스캘퍼가 아닌 일반투자자가 LP의 매수 호가 물량이 있는 것을 보고 매도주문을 내었는데 그 매도주문이 위 <그림 13>의 ③의 시점에 거래소에 도달한다면, 이는 LP의 호가가 이미 변경된 이후이기 때문에 종전의 호가로 낸 매도주문은 체결되지 않게 될 것이다. 개인투자자의 위 매도주문은 앞서 본 <그림 9>의 경우와 마찬가지로, 스캘퍼들이 LP의 호가 변동 전에 직전 매수호가 물량을 선점하지 않았다고 하더라도 체결될 수 없는 주문이다.<sup>184)</sup>

결국 매도주문의 경우에도 스캘퍼와 스캘퍼가 아닌 일반투자자들의 주문 사이에 이해 충돌의 문제가 발생할 수 있는 구간은 아래 <그림 14>의 ②의 시기뿐이다. 위 시기에 만약 스캘퍼가 빠른 속도를 이용하여 LP의 직전 매수호가 물량을 대상으로 매도주문을 내어 그 매수호가 물량이 모두 체결되었다면 그보다 먼저 주문을 낸 스캘퍼가 아닌 일반투자자들은 매도기회를 상실하게 된다.<sup>185)</sup>

<그림 14>

184) 변호인 제출 증거목록 순번 55 김○○에 대한 증인신문조서(2011고합600) 26, 27쪽

185) 변호인 제출 증거목록 순번 55 김○○에 대한 증인신문조서(2011고합600) 26쪽



(다) 매매기회 상실의 정도

이상에서 본 바와 같이 스캘퍼가 빠른 속도를 이용하여 LP의 직전호가 물량을 선점함으로써 스캘퍼가 아닌 일반투자자들의 매매기회가 상실되는 구간은 앞서 본 <그림 10>의 ②와 <그림 14>의 ②의 0.008초 내지 0.016초 정도의 구간뿐이다. 이는 스캘퍼들 사이에서도 마찬가지인데, 위 구간은 스캘퍼들 사이에서 속도의 경쟁이 이루어지는 구간이다.

그런데 ○○○투자증권의 경우, 2010. 5.부터 2011. 2.까지 약 10개월 동안 ○○○투자증권에서 이루어진 ELW 거래 내역을 살펴보면, 이 사건 스캘퍼들 및 이 사건 스캘퍼들과 동일한 서비스를 제공받은 고객들을 제외하고 ○○○투자증권을 이용하는 나머지 ELW 투자자들의 총 주문건수는 886,693건이었는데, 그 중 위와 같이 LP의 호가가 변경되기 직전 최대 0.016초의 구간에 거래소에 그 주문 정보가 도착하여 결국 거래가 체결되지 아니한 주문건수, 즉 위와 같은 기회 상실 가능성이 문제된 주문건수는 54건에 불과하였다.<sup>186)</sup> 위 54건은 전체 주문건수의 0.006% 수준이다.<sup>187)</sup>

현실이 이와 같다면 설령 위 54건 전부가 스캘퍼가 아닌 일반투자자들의 주문건수라고 가정하더라도, 즉 ○○○투자증권의 전산 시스템을 이용하는 다른 스캘퍼가 없다고 가정하더라도, ○○○투자증권을 이용하는 일반투자자가 ELW 거래를 하는 데에 있어서 이 사건 스캘퍼들의 거래로 인하여 거래 기회를 상실하는 경우의 수는 실질적인 의미를 부여하기 어려울 정도로 작다고 평가할 수 있다.<sup>188)189)</sup>

(라) 속도 관련 서비스를 이용하지 않는 스캘핑 시도와 관련하여

2011고합600사건에서 검찰 측 증인으로 법정에 출석한 조○○와 이○○는 증언 과정에서 '증권사로부터 제공받은 공개 API를 이용하여 개발한 알고리즘 매매 프로그램을 자신의 컴퓨터에 탑재하고 집에서 스캘핑을 시도하였으나 증권사로부터 속도 관련 서비스를 제공받지 못하여 성공하지 못하였다.' 또는 '현재 이러한 방식으로 스캘핑을 시도하고 있는데 DMA 방식으로 매매하는 다른 스캘퍼들 때문에 속도가 느려서 물량을 차지하지 못하는 경우가 많다.'라는 취지로 진술한 바 있다.<sup>190)</sup> 위 각 진술의 취지는 증권사의 속도 관련 서비스를 이용하지 않고 스캘핑을 시도하는 투자자와 스캘퍼 사이의 이해충돌의 문제에 대하여는 앞서 살펴 본 일반투자자의 경우와는 별도로 평가하여야 한다는 취지로 이해된다.

그런데 결론적으로, 이러한 투자자와 스캘퍼 사이의 이해충돌의 문제는 결국 위 (가), (나), (다)항에서 논의한 이해충돌의 범주에 포괄된다고 판단된다. 그 이유에 대하

186) 제2회 공판조서 중 김○○에 대한 증인신문조서 4~5쪽

187) 다른 증권사들의 ELW 거래내역을 같은 방식으로 분석하여 보면, ○○○증권의 경우 스캘퍼들을 제외한 나머지 ELW 투자자들의 거래 기회 상실 가능성이 문제된 주문 건수의 비율은 전체 주문건수의 0.008% 수준으로 확인된다.

188) 보다 정확한 비율을 확인하기 위하여는 앞서 본 '0.016초'의 구간 동안 거래소에 도착한 전체 증권사들의 해당 ELW 종목에 대한 일반투자자들의 주문건수 중 거래 기회 상실 가능성이 문제되는 주문 건수를 확인하여야 할 것이나, 이는 위 본문의 수치에서 모집단이 확대되는 것을 의미할 뿐 통계적으로는 큰 차이가 없을 것으로 판단된다.

189) 이에 대하여 검사도 피고인 이○○에 대한 피고인신문 과정에서 "0.006%라는 숫자는 통계학적으로 의미없는 숫자가 아닌가요? 이는 0하고 비슷한 숫자이지요? 맞는가요?"라고 신문하였다(제3회 공판조서 중 피고인 이○○에 대한 피고인신문조서 12쪽).

190) 변호인 제출 증거목록 순번 59 조○○에 대한 증인신문조서(2011고합600) 5, 6, 21, 22쪽, 변호인 제출 증거목록 순번 62 이○○에 대한 증인신문조서(2011고합600)

여 구체적으로 살펴본다.

우선, 이러한 투자자중 앞서 정의한 스캘퍼들의 거래 기법과 완전히 동일한 내용의 알고리즘 매매 프로그램을 사용하는 투자자는 위 스캘퍼들의 존재 여부와 관계없이 처음부터 이 사건에서 말하는 것과 같이 LP의 호가 물량을 선점하는 전략으로 거래하여 성공을 거둘 가능성이 없다. 이 사건에서 논의하는 스캘핑이란, 기초자산 가격이 이미 변동한 것을 인식한 뒤에 주문을 발주하여 LP 지연 효과가 발생하는 틈새에 주문을 체결시키는 방식을 의미한다. 그러나 증권사의 공개 API를 이용하는 경우 결국 자신의 컴퓨터에서 탑재된 알고리즘 매매 프로그램을 이용하여 주문을 발주하게 되므로, 자신의 컴퓨터에서 주문이 발주될 수밖에 없다. 그와 같이 발주된 주문은 결국 투자자의 컴퓨터에 설치되어 있는 HTS를 통해 인터넷 공용망을 경유하여 증권사 BEP 서버로 접수된다. 위 주문이 증권사 BEP 서버로 접수되는 이상 그 주문은 알고리즘 매매 프로그램을 이용하지 아니하고 HTS를 통해 주문을 제출하는 일반투자자의 주문과 동일한 주문 처리 절차를 거친다. ○○○투자증권의 경우 주문 AP 서버에서 일반적인 원장 처리절차를 거쳐 주문 FEP 서버로 전달되게 될 것이다. 이러한 주문은 처음부터 LP의 주문보다 먼저 거래소에 도착할 가능성이 없다. LP는 증권사 내부 서버에 탑재된 알고리즘 매매 프로그램에서 주문을 바로 발주하며, 가원장 방식으로 원장처리절차를 거치기 때문이다. 따라서 위 투자자의 주문은 위 (가), (나)항에서 본 <그림 9>의 ③ 또는 <그림 13>의 ③의 주문과 동일한 운명에 처한다. 즉, 스캘퍼의 존재 여부와 관계없이 LP의 호가가 이미 변동되었기 때문에 위 투자자의 주문은 체결될 수가 없다.<sup>191)192)</sup> 따라서 이러한 투자자의 경우에는 스캘퍼와 직접적인 이해충돌의 문제가 발생하지는 아

191) 변호인 제출 증거목록 순번 58-2 최○○에 대한 증인신문조서(2011고합600 사건 제6회 공판조서 중 일부) 2 내지 5쪽

192) 조○○도 결국 같은 이유로 공개 API를 이용한 거래를 포기한 바 있다[변호인 제출 증거목록 순번 59 조○○에 대한 증인신문조서(2011고합600) 22, 38쪽].



니한다.

한편, 이와 달리, LP보다 주문 처리 속도가 빠르지 아니한 투자자가 변형된 스캘핑 방식을 시도하는 경우가 있을 수 있다. LP에 대한 속도의 열위를 극복하기 위하여 주문 발주시기를 앞당기는 것이다. 기초자산 가격이 변동되기 직전의 특정 시점, 가령 기초자산의 최우선 매도 호가잔량이 소량만 남는 시점, 가령 그 잔량이 10주 만 남는 시점, 또는 0주가 되는 시점에, 향후 그 기초자산 가격이 더 나아가 1틱 상승하는데 이를 경우에 LP가 호가를 상승시킬 것으로 예상되는 콜 ELW 종목에 대하여 매수 주문을 미리 발주하는 것이다. 위와 같은 전략은 엄밀히 말하면 이 사건에서 정의한 스캘핑 매매기법이 아니라 일종의 변형된 스캘핑 매매기법으로서 개념적으로는 '기초자산 가격의 향후 변동을 예측하는 방식의 투자', 즉 일반투자자의 투자 방식의 한 유형에 해당하기도 한다. 그리고 그렇게 발주된 주문은 위 (가), (나)항에서 살펴 본 일반투자자의 주문 중 한 가지의 경우로 포괄될 수밖에 없다. 구체적으로는, 만약 기초자산 가격이 예상한대로 즉시 변동하지 아니할 경우에는 (가)항의 <그림 7>의 ①의 주문 수에 포함될 것이고, 기초자산 가격이 예상한대로 변동하는 경우에는 변동하는데 소요된 시간의 정도에 따라 (가)항의 <그림 7> 내지 <그림 10>의 ① 내지 ③에 포함되어 있을 것이다.

따라서 증권사의 속도 관련 서비스를 이용하지 않고 스캘핑을 시도하는 투자자가 스캘퍼로 인하여 거래기회를 상실하는 경우는, (가)항의 <그림 10>과 (나)항의 <그림 14>의 각 ②의 사례에 이미 포함되어 있다. 즉, ○○○투자증권을 이용하여 스캘핑을 시도하는 투자자의 거래기회 상실 횟수는 앞서 본 56건에 포함되어 있는 것이다. 따라서 이렇게 스캘핑을 시도하는 투자자들의 존재가 (다)항에서 살펴 본 판단에 다른 영향을 줄 만한 요인이라고 판단되지는 아니한다.

### (마) 소결론

이상에서 살펴본 바와 같이, LP가 존재하는 ELW 시장 구조의 특성상 스캘퍼들과 그 이외의 일반투자자들 사이에는 직접적인 이해충돌의 가능성은 극소수의 사례들을 제외하면 존재하지 아니한다고 판단된다. 금융감독원에서 ELW 시장 감시 및 위험요인 분석업무를 담당하고 있는 선임조사역 김○○과 ELW 거래 경험이 있는 알고리즘매매 전문가로서 검찰 측 증인으로 법정에 출석한 조○○ 등 관련 증인들도 위와 같은 논지에서 스캘퍼들로 인한 일반투자자들의 거래 기회 상실 문제가 발생하지 않는다고 일치하여 진술하고 있다.

### (3) 거래대상의 차이

위와 같은 구조적인 이유 이외에도, 사실 스캘퍼들과 그 이외의 일반투자자들이 같은 종류의 ELW 종목을 거래하는 경우 자체가 많지 않다. 스캘퍼들은 주로 지수형 ELW를 거래대상으로 삼는 반면, 그 이외의 일반투자자들은 종목형 ELW를 거래대상으로 삼는 경우가 많기 때문이다.

ELW는 기초자산의 유형에 따라 기초자산이 KOSPI100 지수를 구성하는 개별 주식 종목 또는 그 종목들의 묶음인 종목형 ELW와 기초자산이 KOSPI200 등의 주가지수인 지수형 ELW로 분류된다. 주가지수를 기초자산으로 하는 ELW의 경우 헤지비용이 적게 소요되어 LP가 호가제출에 적극적이고 거래도 비교적 활발하다. 통계적으로도 2010년 1분기를 기준으로 지수형 ELW의 거래량 비중이 전체 ELW 거래량의 86.9%였고, 종목형 ELW의 거래량 비중은 13.1%에 불과하였다.<sup>193)</sup>

스캘퍼가 거래하는 종목은 대부분 지수형 ELW이다. 지수형 ELW의 경우 기초자산 변동의 방향성을 보다 쉽게 예측할 수 있어서 일단 매수한 이후 이익을 극대화하기가

193) 수사기록 46쪽의 수사보고[증권감독원의 "ELW시장 구조와 현황" 자료 첨부 보고]

쉽고, 거래량이 많아 특정 스캘퍼에 대하여 통정매매 또는 시세조종매매의 혐의로 감리가 이루어지는 경우도 발생하지 않기 때문이다. 특히 이 사건 스캘퍼들은 주로 KOSPI200지수를 기초자산으로 하는 ELW만을 거래하였다.<sup>194)</sup>

반면 스캘퍼가 아닌 일반투자자들 중 개인투자자들은 종목형 ELW를 매수하는 경우가 대부분이다.<sup>195)</sup> 종목형 ELW의 기초자산인 개별 주식 종목은 KOSPI200보다는 장중 가격 변동성이 크기 마련인데, 앞서 2. 다. 3) 나)항에서 본 바와 같이 개인투자자들은 기초자산의 가격이 단기간에 크게 변동할 것을 기대하고 저가의 외가격 ELW에 투자하는 경향이 있기 때문이다.

#### 나) 간접적인 이해충돌 여부

한편, 증권사 및 스캘퍼들과 그 이외의 개인투자자들 사이에는 다음과 같은 간접적인 이해충돌의 문제가 있다는 견해가 있다. 즉 거래량이 많아 매매가 성황인 것으로 보이는 ELW 종목에 유인되는 것이 투자자들의 일반적인 습성인데, 증권사는 이러한 일반적인 투자자들의 습성을 이용하여 거래량을 늘릴 목적으로 스캘퍼들에게 이 사건 서비스들을 제공하여 그들의 거래를 유치하고, 그 결과 일반투자자들의 거래가 늘어나면 증권사는 그에 비례하여 자신이 유동성 공급을 하는 ELW 종목의 거래와 관련하여 이익이 증가한다는 점에서 이해충돌의 여지가 있다고 지적하는 견해가 있다.<sup>196)</sup>

(1) 그러나 위 견해는 우선 사실관계의 측면에서 다음과 같은 오류가 있다. 그것

194) 이 사건 스캘퍼들도 최초에는 기초자산이 KOSPI200지수 종목과 개별주식인 종목을 모두 거래하였으나 알고리즘 매매를 시작한 2009. 12.경부터는 KOSPI200지수를 기초자산으로 하는 ELW 종목만을 거래하였다(수사기록 1655쪽의 김○○에 대한 제2회 검찰 피의자신문조서, 수사기록 1764쪽의 정○○에 대한 제3회 검찰 피의자신문조서).

195) ○○○투자증권이 2010. 5. 20.부터 2011. 3. 25.까지 ○○○투자증권을 통해 ELW 거래를 한 일반투자자와 이 사건 스캘퍼들의 거래종목을 비교 분석한 자료에 따르면, 이 사건 스캘퍼들은 100% 지수형 ELW를 거래한 반면, 일반투자자들은 65%는 종목형 ELW를 거래하고 35%만 지수형 ELW를 거래하는 것으로 나타났다[변호인 제출 증거목록 순번 53 진술서(○○○투자증권 자산운용본부 유○○)].

196) 수사기록 42쪽의 ELW 시장의 구조와 현황, 수사기록 23쪽의 ELW 시장의 현황과 문제점, 변호인 제출 증거목록 순번 59 조○○에 대한 증인신문조서(2011고합600) 20, 21쪽

은 증권사가 스캘퍼들을 유치하는 과정에서 그 스캘퍼로 하여금 당해 증권사가 발행하거나 유동성공급을 하고 있는 ELW 종목을 거래하도록 한 사실이 없다는 점을 간과한 오류이다. 이 사건에서도 ○○○투자증권이 이 사건 스캘퍼들에게 속도와 관련된 서비스를 제공하면서 그들로 하여금 ○○○투자증권이 발행하거나 LP로서 유동성공급을 하고 있는 ELW 종목을 거래할 것을 요청하거나 그렇게 하도록 유도하였다는 증거는 전혀 없고, 실제로도 이 사건 스캘퍼들은 ○○○투자증권이 발행하거나 LP로 활동하는 종목을 거래한 비중이 매우 낮을 것으로 보인다.<sup>197)</sup> 실제로 이 사건 스캘퍼들은 ○○○투자증권 외에도 ○○증권으로부터 속도 관련 서비스를 제공받아 ELW 거래를 하였는데, ○○증권 계좌를 이용한 거래내역 분석결과에 의하더라도, 이들이 ○○증권 발행 ELW를 거래한 비중은 거래대금 기준으로 전체 ELW 거래 중 약 0.14%에 불과한 사실이 확인된다.<sup>198)</sup> 즉 이 사건 스캘퍼들이 거래한 ELW 종목이 대부분 ○○○투자증권 이외의 증권사가 발행하거나 유동성공급을 하고 있는 종목이라면, 수수료 이외에 그 거래 종목의 거래량 증가로 인하여 ○○○투자증권이 직접적인 이익을 얻는 것은 아니다.

(2) 또한 위 견해는 다음과 같은 논리적인 오류가 있다.

○○○투자증권으로부터 속도와 관련된 서비스를 제공받은 이 사건 스캘퍼들이 ○○○투자증권이 유동성공급을 하고 있는 종목을 주로 거래하고, 나아가 그로 인하여 당해 종목에 대한 거래량이 증가한다고 하더라도, 거래량 증가가 스캘퍼가 아닌 일반투자자들의 손실로 귀결되는 것은 어디까지나 LP와 전체 개인투자자들(즉 스캘

197) 이 점은 이 사건 스캘퍼들의 경우 이외에 일반적으로도 마찬가지일 것으로 판단된다. 증권사마다 거래소 전산시스템과의 물리적인 거리와 전산시스템의 낙후정도에 따라 LP 지연효과가 발생하는 틈새의 짧은 시간이 다르므로, 스캘퍼들은 이러한 요소들을 고려하여 LP 지연효과가 길게 발생하는 ELW 종목을 거래하거나 또는 내재변동성 수치의 예측이 비교적 수월한 LP가 활동하는 ELW 종목을 거래하는 경향이 있다. 반면 스캘퍼들로서는 전산시스템이 우수한 증권사들로부터 속도 관련 서비스들을 제공받아야 하는 입장에 처해 있으므로, 결국 두 증권사는 일치하기 힘들다.

198) 변호인 제출 증거목록 순번 53 진술서(○○○투자증권 자산운용본부 유○○) 16쪽

퍼를 포함한 개인투자자들)의 대향관계라는 ELW 시장의 구조적 특성과 위 개인투자자들의 데이트레이딩 매매방식에 기인하는 것이다. 즉 LP와 위 개인투자자들은 거래량의 다소에 관계없이 구조적으로 이해충돌의 관계에 놓여 있고, 그러한 구조 속에서 LP에게는 호가제시를 통해 위 개인투자자들에게 투자유인을 제공할 법적인 의무가 부여되어 있다. 그러한 투자유인이 성공하여 거래량이 늘어나면 LP로서는 거래량 부족으로 인한 손실을 피하고 나아가 ELW 매매차익의 증가를 기대할 수 있다. LP의 ELW 매매차익이 증가한다는 것은 스캘퍼를 포함한 전체 개인투자자들의 매매차손의 합계액이 증가한다는 것을 의미한다.

이러한 상황에서 어떤 투자자의 거래로 인하여 거래량이 증가한 것 자체를 다른 투자자들의 이익을 침해하는 행위라고 평가하려면, 당해 거래가 정상적인 투자행위가 아니라 타인의 거래를 유도할 목적으로 행하는 행위여야 한다. 이러한 행위는 일반적으로 통정매매 또는 시세에 영향을 줄 만한 규모의 대량 매매의 형태로 이루어진다. 그러나 이 사건 스캘퍼들의 매매는 그 어느 쪽에도 해당하지 아니한다. LP는 내재변동성 수치를 계속하여 변경하거나 일시적으로 호가 스프레드를 변경하는 등의 다양한 방법을 동원하여 스캘퍼들에게 ELW 매매차익을 덜 빼앗기기 위해 노력해왔고, 반대로 스캘퍼들은 LP의 내재변동성 수치를 좀 더 정확하게 추정하기 위해 알고리즘을 개선하며 노력해왔다. 따라서 이를 통정매매라고 볼 수는 없다. 또 스캘퍼들은 대부분 최우선매도호가 또는 최우선매수호가로 제시되어 있는 LP의 호가잔량을 대상으로 매매를 하였으므로 시세 자체가 스캘퍼의 주문에 의하여 변동되는 경우는 거의 발생하지 않는다. 나아가 매매규모 역시 대부분 LP의 호가잔량을 초과하지 않는다. 따라서 대체로 이를 시세에 영향을 줄 만한 규모의 대량 매매라고 할 수도 없다.<sup>199)</sup> 이 사건 스캘퍼

199) ELW의 가격은 블랙숄즈 모델에 따라 결정되는 것이고 기초자산의 가격과는 달리 수요공급의 원리에 따라 결정되는 것이 아니다. 따라서 거래량의 증가가 간접적으로 내재변동성의 산정에 영향을 미칠 수 있는지는 별론으로 하고 곧바로 시세에

들이 2009년 하반기부터 2010년 상반기까지 ○○증권에서 동일한 매매전략으로 한 ELW 거래에 대한 한국증권거래소의 감리결과 통정매매 및 시세 조종 매매의 혐의가 없다는 결론이 내려진 것 역시 이와 같은 이유 때문이다.<sup>200)</sup>

나아가 현행 법률체계상 이 사건 스캘퍼들이 사용한 매매기법인 스캘핑 자체가 정당한 투자행위의 범주를 넘어서는 불법적인 것이라고 단정할 근거도 없다.<sup>201)</sup>

위와 같이 이 사건 스캘퍼의 거래 자체에 대해서 이를 정상적인 투자행위가 아니라고 평가할 수 없는 이상, 그로 인하여 특정 ELW 종목의 거래량이 늘어난다고 하더라도 이를 두고 다른 투자자들의 이익을 침해할 행위라고 할 수 없다.

(3) 따라서 위와 같이 사실관계의 측면과 논리적인 측면 어느 모로 보나, 속도에 대한 서비스 제공의 문제와 관련하여 증권사 및 스캘퍼들과 그 이외의 일반투자자들 사이에 간접적인 이해충돌의 문제가 있다는 앞서 본 견해는 받아들이기 어렵다.

#### 다) 일반투자자들의 오해

##### (1) 일반투자자들 사이에 퍼져 있는 오해의 내용

앞서 본 바와 같이 증권사로부터 속도 관련 서비스를 제공받은 스캘퍼들은 기본적으로 LP 또는 자신들과 마찬가지로 속도 관련 서비스를 제공받은 다른 스캘퍼들과 경쟁하는 관계에 있을 뿐이고, 위 스캘퍼들의 거래로 인하여 일반투자자들이 매매기회를 상실하는 비율은 사실상 무의미할 정도로 미미하다.

그럼에도 일반투자자들 중 일부는 '스캘퍼들과 그 이외의 개인투자자들이 경쟁관계

---

영향을 미치는 것은 아니다.

200) 이러한 측면에서 '스캘퍼들이 매매하는 ELW 종목은 성황인 것으로 오인되는 종목이 아니라 실제로 성황인 종목이라고 평가하여야 한다.'라고 말할 수도 있다.

201) 위 매매기법에 대하여는 오히려, 일반적으로 널리 알려져 있는 '여러 가지 금융 상품들 사이에 존재하는 극소의 가격차이를 이용하여 무위험거래를 하는 틱 아비트라제(tick arbitrage) 전략'의 일종에 불과한 것으로 평가하는 견해도 있다. 이 사건의 경우에는 기초자산의 가격과 ELW 가격 사이에 순간적으로 존재하게 되는 가격차이가 위와 같은 '극소의 가격차이'에 해당한다[변호인 제출 증거목록 순번 55 김○○에 대한 증인신문조서(2011고합600) 17쪽, 변호인 제출 증거목록 순번 5 박○○, ELW 규제의 쟁점에 관한 연구, 같은 증거목록 순번 48 박○○에 대한 증인신문조서(2011고합605 사건) 3 내지 5 쪽].

에 있다.', '스캘퍼들로 인하여 개인투자자들의 이익이 침해되고 있다.'라는 인식을 가지고 있는 것으로 보인다.<sup>202)203)</sup> 이를 조금 더 분석적으로 들여다보면, 위와 같은 일반투자자들의 인식은 두 가지 내용을 포함하고 있다는 것을 알 수 있다. 그 중 첫째는 'LP 지연효과'가 발생하는 짧은 틈새를 일반투자자들도 인간의 지각능력을 이용하여 인식할 수 있다는 것이고, 둘째는 그렇기 때문에 일반투자자들도 그 짧은 틈새를 파고드는 스캘퍼의 매매기법을 구사하여 호가 변경 직전의 LP의 매도 물량을 선점하기만 한다면 이익을 얻을 수 있다는 것이다.

이 사건의 공소장에도 일반투자자들 중 일부의 이러한 인식내용이 그대로 반영되어 있다. 검사도 공소장에 "(일반)투자자들이 기초자산 가격의 변동을 확인하는 즉시 유동성 공급자(LP)가 기존 매도 호가를 취소하고 거래 가격을 상향 조정하기 전에 기존 매도호가로 ELW를 구입한 다음, LP가 매도·매수호가를 변경한 뒤에 높아진 매수호가에 ELW를 즉시 되파는 방법으로 호가 차익만을 취득함으로써 수익을 올리는 투자방법이 성행하게 되었다."고 기재하였는데, 위 기재내용은 바로 위와 같은 일반투자자들 중 일부의 인식내용과 동일하다.

일반투자자들 중 일부가 이러한 인식을 가지게 된 경위는 다음과 같은 ELW 거래경험, 즉 자신의 컴퓨터나 모바일기기를 사용하여 ELW 거래를 하던 중 기초자산 가격이 변동하였음에도 LP의 호가가 그에 따라 상승하지 않고 잠시 그대로 머물러 있다가 수

---

202) 수사기록 2349쪽 이하 김○○, 이○○에 대한 검찰 진술조서, 변호인 제출 증거목록 순번 62 이○○에 대한 증인신문조서 (2011고합600)

203) 이 사건 수사와 관련한 언론 보도 중에서도 위와 유사한 취지의 기사들이 발견된다. 가령 2011. 5. 11.자 조선일보에는 '스캘퍼(초단타매매자)범죄 잡으려면 스캘퍼가 되라'는 제목으로 "서울중앙지검 A검사는 지난해 12월 생전 처음으로 초 단위로 주식을 사고파는 ELW 단타매매에 도전했다. 그는 집과 PC방에서 20여 차례 1,000원부터 10만 원까지 걸면서 단타 매매를 했지만 돈을 모두 날렸다. A검사는 주식이나 주가지수가 오를지 내릴지를 놓고 내기를 거는 형태의 ELW 매매를 해 보고 거래'속도'가 수익을 좌우한다는 사실을 알게 됐다. A검사는 지난달 증권사 직원 도움으로 전용 전산망을 쓰며 거래 속도를 높여 100억 원을 챙긴 스캘퍼(초단타매매자)를 구속 기소하는 성과를 거뒀다."는 기사가 게재된 바 있다[변호인 제출 증거목록 순번 7 신문기사 "스캘퍼(초단타매매자) 범죄 잡으려면 스캘퍼가 되라"]. 위 기사 중 '거래를 해보니 속도가 중요하다.'는 내용 역시 본문 기재와 같은 경험에서 비롯된 것으로 추정된다.

초 이후 기초자산과 같은 방향으로 뒤늦게 상승하는 상황, 그리고 그 수 초의 시간 사이에 수많은 대량거래가 일어나는 상황을 목격한 경험에서 비롯된 것으로 보인다. 나아가 그러한 일반투자자들 중 위와 같은 상황에 적극적으로 대응하여 수익을 내려는 의도로, 또는 단순히 위와 같은 대량거래를 추종하여 그 수 초의 시간 사이에 LP의 매도 호가 물량을 선점하기 위해 매수주문을 내는 투자자들은 항상 자신의 매수주문이 체결되지 않고 앞서 본 대량거래만이 체결되는 것을 경험하게 되기도 한다.<sup>204)205)</sup> 위 일반투자자들이 이러한 경험을 하게 되는 이유가 무엇인지, 이하에서 상세히 살펴본다.

## (2) 오해의 원인 - 간헐적으로 전송되는 ELW 호가잔량 정보

LP는 기초자산 가격이 변동된 이후 0.028초 내지 0.036초 사이에 자신의 호가를 변경한다. 앞서 3. 다. 1) 가) (1)항에서 본 바와 같이 위 순간은 방송사에서 송출하는 연속적인 방송화면의 한 프레임(정지화면)이 머물러 있는 정도의 시간으로 인간이 이를 인식하고 그 시간 내에 반응하는 것은 사실상 불가능하다. 더군다나 스캘퍼는 기초자산 가격이 변동된 이후 0.020초 정도의 시점에 LP의 기존 호가잔량과 사이에 매매를 체결하므로, 스캘퍼의 위 매매체결로 인하여 LP의 호가잔량이 사라지는 시점과 기초자산 가격의 변동으로 인하여 LP가 새로운 호가를 제시하는 시점 사이에는 불과 0.008초 내지 0.016초의 시간밖에 존재하지 아니한다. 결국 인간의 인지능력 하에서는 기초자산 가격의 변동과 LP의 기존 호가가 사라지는 것, 그리고 LP의 새로운 호가가 제시되는 것은 모두 사실상 동시에 이루어지는 것으로 인식될 수밖에 없다.

204) 변호인 제출 증거목록 순번 58-2 최○○에 대한 증인신문조서(2011고합600 사건 제6회 공판조서 중 일부) 4, 5쪽, 변호인 제출 증거목록 순번 49 박○○에 대한 증인신문조서(2011고합605호 사건) 26~28쪽

205) 스스로를 일반투자자라고 지칭한 김○○는 관련 사건의 검찰 조사과정에서, '저(김○○)와 같은 일반투자자는 위와 같은 상황에서 매수 주문을 내어도 매매가 체결되지 않고, 1초 정도 지난 뒤 LP의 매도 호가가 이미 한 톱 상승하고 자신의 매수 주문이 그 직전 호가에 잔량으로 쌓이는 것을 확인하게 된다.'는 취지로 진술한 바 있고(수사기록 2356쪽 김○○, 이○○에 대한 검찰 진술조서), 또 스스로에 대하여 '과거에는 속칭 손타 거래(HTS와 인간의 인지 및 반응능력을 이용하여 알고리즘 매매 프로그램을 사용하지 않고 스캘핑을 시도하는 거래기법)를 하였으나 현재에는 알고리즘 매매 프로그램을 사용하여 스캘핑을 시도하고 있다.'라고 설명한 이○○ 역시 이 법정에서 동일한 취지로 진술한 바 있다[변호인 제출 증거목록 순번 62 이○○에 대한 증인신문조서(2011고합600)].



그럼에도 불구하고 실제로 HTS, 모바일트레이딩시스템 또는 API를 이용하여 거래를 하는 일반투자자들이 위 (1)항에서 본 바와 같은 경험을 하는 이유는 다음과 같다.<sup>206)</sup>

일반적으로 HTS, 모바일트레이딩시스템 또는 API를 이용하는 일반투자자들의 거래 화면은 각 호가 단위로 제출되어 있는 주문 수량 합계에 대한 정보인 '호가잔량 정보'와 체결된 매매의 체결 시간과 가격, 수량에 대한 정보인 '매매 체결 정보' 등을 기본적으로 제공하도록 설계되어 있다. 앞서 3. 가. 2) 나) (1)항에서 본 바와 같이, 증권사 시세 FEP 서버로 시세 정보를 전송하여 주는 주체는 거래소의 자회사인 (주)○○○인데, ○○○은 증권사로 시세정보를 전송할 때 위 두 가지 정보를 나누어서 각기 따로 전송한다. 그런데 ○○○은 위 두 가지 정보를 각기 다른 방식으로 전송하고 있다. 즉, 호가잔량 정보는 간헐적으로 전송하는 반면 매매 체결 정보는 모든 정보를 누락 없이 실시간으로 전송한다. 따라서 같은 금융상품 종목에 대한 것이라고 하더라도 증권사가 수신하는 위 두 가지 정보는 일시적으로 차이가 나는 때가 많다. 그러나 증권사는 위 두 가지 정보 사이의 일시적인 불일치를 조정하여 일치시키는 작업을 하지는 아니한다.<sup>207)</sup> 따라서 증권사를 통하여 시세 관련 정보를 수신하는 모든 투자자들<sup>208)</sup>의 거래 화면에는 위 두 가지 정보가 서로 구분되어 별개의 항목으로 표시된다.

한편 데이트레이딩의 방식으로 ELW 거래를 하는 모든 투자자들은 통상 기초자산 가격의 변동을 확인할 수 있는 기초자산 관련 정보 항목과 ELW 호가잔량을 확인할 수 있는 ELW 관련 정보 항목을 동시에 확인해 가며 투자를 한다.<sup>209)</sup> 그래야 장 중의

206) 변호인 제출 증거목록 순번 29-1 ○○○ 사실조회(2011고합605)에 대한 답변, 같은 증거목록 순번 49 박○○에 대한 증인 신문조서(2011고합605호 사건) 22 내지 28쪽, 같은 증거목록 순번 29-2 ○○○ 사실조회에 대한 답변(2011. 11. 14.자)

207) 변호인 제출 증거목록 순번 58-2 최○○에 대한 증인신문조서(2011고합600 사건 제6회 공판조서 중 일부) 10, 11쪽

208) 모든 투자자이므로 당연히 스캘퍼를 포함한다. 다만 스캘퍼들은 이러한 일시적인 불일치를 극복하기 위하여 뒤에서 상세히 보는 바와 같이 스스로 소량의 주문을 제출해 보는 방법을 활용하는 것으로 알려져 있다.

209) 기초자산과 ELW 자체에 대한 거래화면은 별개의 창으로 구성되는 경우가 많고, 하나의 창에 별개의 항목으로 구성되어 있는 경우는 많지 아니하므로, 이하에서는 기초자산 관련 정보가 제공되는 창 또는 항목을 '기초자산 창'이라고 하고, ELW 관련 정보가 제공되는 창 또는 항목을 'ELW 창'이라고 한다.

기초자산 가격의 변동 방향에 긴밀하게 대응할 수 있기 때문이다.

그런데 기초자산 창에 제공되는 정보와 ELW 창에 제공되는 정보 사이에는 시간차이가 있고, 각 창 내의 호가잔량 정보와 매매 체결 정보 사이에도 시간차이가 있다. ○○○은 모든 금융상품의 매매 체결 정보와 파생상품인 KOSPI200지수 선물의 호가잔량 정보는 실시간으로 증권사에 전송하는 반면, 유가증권시장과 코스닥시장에 상장되어 있는 종목들에 대한 호가잔량 정보는 실시간으로 증권사에 모두 전송하지 않는다. 유가증권시장과 코스닥시장에 상장되어 있는 종목들에 대한 모든 호가잔량 정보를 실시간으로 증권사에 전송할 경우 증권사의 시세 FEP 서버와 ○○○을 연결하는 회선 대역폭을 초과하게 되어 데이터 손실이 발생할 수 있기 때문이다.

따라서 ○○○에서는 이들 종목의 호가잔량 정보에 대하여는 소위 '마스터 루핑(Master Looping)'이라는 방식을 이용하여 정보를 전송한다. 항을 바꾸어 마스터 루핑 방식이 무엇인지에 대해서 먼저 살펴보고, 이를 바탕으로 ELW 시장의 호가잔량 정보 전송 문제를 계속 다루기로 한다.

#### (가) 마스터 루핑 방식

마스터 루핑 방식이란, 일단 모든 호가잔량 정보를 마스터 파일(Master File)에 기재하여 종목별로 정리한 뒤, 별도의 호가전송 프로세스를 두고 그 호가전송 프로세스가 다시 위 마스터 파일에 있는 ELW 종목들을 순차로 읽으면서 그 직전에 읽었을 때와 비교하여 호가잔량 정보가 변경된 종목이 있으면 그 종목만을 인지하여 그에 대한 호가잔량 정보를 전송하도록 하는 방식이다. 즉 호가전송 프로세스를 통해서 전송하는 정보의 양을 통제하는 것이다.<sup>210)</sup>

여기서 중요한 것은 위 호가전송 프로세스의 초당 최대 호가전송 건수가 한정되어

---

210) 변호인 제출 증거목록 순번 29-1 ○○○ 사실조회(2011고합605)에 대한 답변

있다는 것이다. 가령, 유가증권시장에 상장되어 있는 주식 종목을 대상으로 하는 호가전송 프로세스의 초당 최대 호가전송 건수는 2011. 3. 20.까지 100건이었고, 2011. 3. 21.이후 현재까지는 150건인 상태이다. 그렇다면 2011. 11. 14.을 기준으로 유가증권시장에 상장되어 있는 주식은 910 종목인데, 어느 특정한 순간에 그 중 300 종목의 호가잔량에 변동이 있었다고 가정하면, 이 경우 유가증권시장에서 사용하고 있는 호가전송 프로세스의 초당 최대 호가전송 건수는 150건이므로, 위 300 종목 중 150개 종목의 호가잔량 정보만 호가잔량 변동 시점으로부터 1초 내에 증권사로 전송되고 나머지 150개 종목의 경우에는 1초 이상의 시간이 지난 시점에 다시 호가전송 프로세스가 마스터 파일을 읽어서 전송하게 된다. 결국 위 후자의 150개 종목의 호가잔량 정보에 대하여는 최초의 변동 시점으로부터 1초가 지난 이후부터 호가잔량 정보의 전송이 시작되는 것이다. 그리고 만약 그 1초의 기간 동안 위 후자의 150개의 종목 중 일부에서 추가로 호가잔량이 변경될 경우 문제는 더 복잡해진다. 호가전송 프로세스는 자신이 확인하는 시점의 호가잔량 정보, 즉 가장 최신의 호가잔량 정보만 전송하도록 설계되어 있으므로, 위 후자의 150개 종목 중 호가잔량이 추가로 변경된 종목의 경우에는 마지막 호가잔량 정보만이 전송되고 그 직전의 호가잔량 정보는 누락되게 된다. 이런 의미에서 마스터 루핑 방식을 '호가잔량 정보를 간헐적으로 전송하는 방식'이라고 표현하는 것이다.<sup>211)</sup>

#### (나) ELW 호가잔량 정보 전송 지연 및 누락의 문제

위 마스터 루핑 방식의 특수성 때문에, ELW 호가잔량 정보는 기초자산 가격 정보보다 지연 전송되는 경우가 많다. KOSPI200지수를 기초로 한 ELW의 경우, KOSPI200지수에 대한 정보는 실시간으로 전송되기 때문에 ELW 종목의 호가잔량 정

211) 변호인 제출 증거목록 순번 49 박○○에 대한 증인신문조서(2011고합605호 사건) 25쪽

보가 위 지수에 대한 정보보다 지연 전송되는 경우가 발생할 수 있다는 것은 쉽게 이해된다. 그리고 주식을 기초로 하는 ELW의 경우에도 이러한 현상이 벌어진다. 그 이유는 유가증권시장의 주식 종목의 수보다 ELW 종목의 수가 훨씬 더 많음에도 호가전송 프로세스의 초당 전송건수는 최근까지 동일하거나 큰 차이가 없었기 때문이다.

구체적으로 보면, 유가증권시장에 상장되어 있는 주식 종목은 현재까지도 1,000종목이 채 넘지 아니하고 있는데 비하여 ELW 종목은 2010. 12. 31.을 기준으로 이미 9,063종목이 상장된 상태였고, 그 후에도 그 수가 지속적으로 늘어나서 2011. 3. 31.을 기준으로는 상장 종목의 수가 9,364종목에 이르고 있다.<sup>212)</sup> 그런데 2010. 11. 15.경 이전까지 호가전송 프로세스의 초당 전송건수는, 유가증권시장에 상장된 주식들을 대상으로 하는 프로세스도 초당 100건이고, ELW 시장에 상장된 종목들을 대상으로 하는 프로세스의 경우도 이와 동일하게 초당 100건이었다. 2010. 11. 15.경에 이르러 후자의 초당 전송건수가 150건으로 증가하였지만, ELW 종목 수가 주식 종목 수보다 9배가 넘는다는 점을 고려하면 위 150건을 기준으로 하여도 여전히 종목 수 대비 초당 전송건수는 매우 부족하였다.<sup>213)</sup>

이러한 사정 때문에, 기초자산에 해당하는 주식 또는 주가지수의 가격과 ELW 종목의 호가가 동시에 변경된다고 하더라도 기초자산의 호가잔량 정보보다 ELW 종목의 호가잔량 정보가 지연되어 전송되는 경우가 많다. (주)○○○에 대한 사실조회결과에 의하면,<sup>214)</sup> ELW 시장의 호가전송 프로세스의 초당 호가 전송건수가 2010. 11. 15. 이전보다 무려 4배가 증가하여 초당 400건에 이른 2011. 11. 7. 및 2011. 11. 8.을 기준

212) 변호인 제출 증거목록 순번 17 금융위원회, ELW시장 추가 건전화 방안 참고자료 1쪽

213) 위 최대 호가 전송건수는 공소장에서 문제삼고 있는 이 사건 스캘퍼들의 거래기간이 종료한 이후인 2011. 3. 21.경에 이르러서야 초당 180건으로 증가하였고, 그로부터 다시 5개월 이상의 시간이 지난 2011. 9. 5.경에 이르러서야 초당 400건으로 대폭 증가되었다[변호인 제출 증거목록 순번 29-1 ○○○ 사실조회(2011고합605)에 대한 답변].

214) 변호인 제출 증거목록 순번 29-2 ○○○ 사실조회(2011고합605)에 대한 추가답변

으로 하더라도 ELW 시장의 호가잔량 정보는 여전히 평균 1.377초 내지 1.402초가 지연되어 전송되고 있다고 한다. 그렇다면 이 사건 스캘퍼들의 ELW 거래기간인 2010. 8.경부터 2011. 2.경까지의 기간 동안에는 평균 지연 시간이 1.377초 내지 1.402초 보다 훨씬 더 길었을 것으로 능히 짐작된다.

특히 KOSPI200 지수의 기초자산 가격이 변동하는 경우 중에는 수천 종목에 이르는 지수형 ELW 종목의 LP 호가 중 상당수가 한꺼번에 변동되는 경우가 발생하므로 호가 전송 프로세스가 호가잔량 정보를 전송해야 할 ELW 종목의 수가 많게 된다. 더 나아가 이 경우 스캘퍼들의 빠른 매매와 LP의 호가 변동으로 인하여 ELW 호가잔량 정보가 연속적으로 변경되는 경우들도 많을 것이므로, 각 ELW 종목당 호가잔량 정보 변동 횟수도 많게 된다. 이러한 경우 ELW 시장의 호가 전송 프로세스가 처리해야 할 정보 전송 건수는 통상의 경우보다 대폭 증가하므로, ELW 호가잔량 정보들의 전송 지연 시간은 평균 지연 시간보다 더 길어질 수밖에 없다.

따라서 이 경우 HTS, 모바일트레이딩시스템 또는 API를 이용하여 데이트레이딩의 방식으로 ELW 거래를 하는 일반투자자는, 기초자산 창을 통해 기초자산 가격이 이미 변동한 것이 눈으로 확인됨에도 그와 동시에 ELW 창을 통해 확인하는 ELW 호가잔량 정보는 기초자산 가격 변동 이전에 제시된 LP의 호가잔량이 수 초 동안 그대로 남아 있는 것처럼 보이는 현상을 경험하게 된다. LP의 호가는 기초자산 가격이 실제로 변동한 시점으로부터 0.028 내지 0.036초가 지난 시점에 변동되므로, ELW 호가잔량 정보가 실시간으로 전송된다면 일반투자자가 ELW 창을 확인하는 위 시점에 그 창에 표시된 LP의 호가는 기초자산 가격의 변동과 거의 동시에 변동된 것으로 표시되게 된다. 그런데 수 초가 지난 이후에야 ELW 창의 LP 호가가 변동되는 것은 위에서 본 ELW 호가잔량 정보 전송 지연 현상 때문이다.

특히, 기초자산 가격의 변동을 기초자산 창의 기초자산 호가잔량 정보를 통하여 인식하지 않고 같은 창의 기초 자산 매매 체결 정보를 통해 인식하는 경우에는 ELW 호가잔량 정보 전송 지연 현상이 지속되는 시간이 더 길어진다. '기초자산 매매 체결 정보'는 마스터 루핑 방식을 사용하지 않고 실시간으로 정보 전부가 전송되기 때문이다.

수 초 동안의 ELW 호가잔량 정보 전송 지연 현상을 목격한 위 일반투자자는, 실제로도 LP가 기초자산 가격의 변동을 인식한 뒤 수 초 뒤에야 LP의 ELW 호가를 변경하는 것처럼 오해할 수 있다.<sup>215)</sup> 나아가 위와 같이 오해한 일반투자자들 중에서는 이 상황에 적극적으로 대응하여, 또는 단순히 위와 같은 대량거래를 추종하여 스캘핑을 시도하는 투자자들이 나올 수 있다. 앞서 본 2011. 11. 7. 및 2011. 11. 8. 기준 평균 전송 지연 시간인 1.377초 내지 1.402초만 하더라도, 스캘핑을 시도하려고 하는 투자자들이 느끼기에는 매우 긴 시간이고, 특히 자신의 컴퓨터에 설치된 HTS를 이용하여 거래하는 일반투자자의 주문 처리 속도도 0.1초에 미치지 않는 현재의 상황에 비추어 볼 때 HTS를 이용하더라도 얼마든지 스캘핑을 성공시킬 수 있다는 오해를 불러오기에 충분히 긴 시간이다. 하물며 그 지연시간이 수 초에 달할 경우에는 스캘핑의 성공 가능성에 대한 오해는 더욱 커진다.

그러나 그 수 초의 시간 사이에 LP의 매도 호가 물량을 선점하기 위해 매수주문을

---

215) 스캘퍼 역시 위와 같은 ELW 호가잔량 정보 송신 지연 상황으로 인하여 혼란을 겪을 수 있다. 특정한 시점의 기초자산 가격에 대응하는 LP의 호가를 정확하게 알아야 블랙숄즈 모델의 역산을 통해 내재변동성 항목을 최대한 정확하게 추정할 수 있는데, ELW 호가잔량 정보가 지연되어 송신되면 LP의 호가를 실시간으로 알 수 없기 때문이다.

이 때문에 스캘퍼는 ELW 종목을 대상으로 소량매매를 해 보는 방법을 이용하여 LP의 호가를 실시간으로 확인하는 것으로 알려져 있다. 자신의 주문에 대한 매매 체결 정보는 거래소가 실시간으로 증권사를 통해 전송하여 준다는 점을 이용하는 것이다. 거래소에서 전송하여 주는 자신에 대한 매매 체결 정보에는 최우선매도호가와 최우선매수호가의 정보도 포함되어 있다.

앞서 2. 라. 2) 라)항에서 본 ○○증권 감리 결과 보고서에 나타난 테크노마티지점 일부 계좌 매매 양태를 보면, 스캘퍼들이 10만 증권 또는 20만 증권의 대량주문 제출하기 전에 10주 또는 100주의 소량주문을 제출하기도 한 것으로 나타났고, 위 소량주문의 경우 대량주문의 매매패턴과는 정반대로 고가매수, 저가매도의 양태를 띤 것으로 나타났다. 위 소량매매는 LP의 현재 호가를 알기 위해 제출하는 이러한 주문에 해당하는 것으로 추정된다[수사기록 466, 469쪽의 수사보고(영장번호 2011-2394 압수수색검증영장 집행결과보고- 전 ○○증권 전산실 직원출신의 ELW스캘퍼들이 증권회사 내부 매매전산망(딜링룸)을 이용하여 ○○증권, ○○증권 등에서 연계하여 활동한 사실 확인].

내더라도 주문은 체결되지 않는다. 수 초 후 ELW 창에서 LP의 호가가 변경된 사실과 자신의 매수주문 수량이 LP의 변경 전 호가 가격에 잔량으로 쌓여 있음을 연속적으로 확인하게 될 뿐이다. 만약 위 순간에 스캘퍼가 같은 ELW 종목을 거래하였다면, 뒤늦게 ELW 창의 매매체결 정보를 확인한 위 일반투자자가 노린 LP의 매도 호가 물량을 스캘퍼와 같은 대량매매자가 자기보다 빨리 대량으로 주문 체결한 사실을 인식하고 위 대량매매자와 자신이 경쟁관계에 있다고 판단할 수 있다. 위 일반투자자는 자신이 위 대량매매자보다 매수주문을 늦게 제출하여 이런 결과가 발생하였다고 판단하고 LP의 호가변동을 불러올 것으로 예상되는 기초자산 가격의 변동 시점에 되도록 빨리 반응하여 매수주문을 제출하려고 아무리 노력하여도 결과는 마찬가지이다. 그리고 반복적으로 이러한 경험을 하면서, 쉽게 ELW 한 톱만큼의 가격상승효과를 누릴 것으로 기대했던 위 일반투자자는 증권사가 위 대량매매자의 주문을 자신의 주문보다 빠른 속도로 처리하여 거래소에 전달하기 때문에 그가 제출한 매수주문이 자신이 제출한 매수주문보다 먼저 거래소에 도달하는 것이 아닐까 의심하게 될 수 있다.<sup>216)</sup>

그러나 이는 사실과 다르다. 위 대량매매자와 무관하게, 위 일반투자자의 위 매수주문은 LP의 호가변동 속도를 따라 잡을 수 없어(즉 LP의 호가변동 이후에 제출된 매수주문이므로), 처음부터 체결될 가능성이 없었던 주문이기 때문이다. 따라서 위 대량매매자의 거래가 없어도 결과는 마찬가지이다.

LP는 위 투자자가 기초자산 가격의 변동을 인식하는 시점과 동시에 이미 자신의 호가를 변경한 상태이다. 단지 위 일반투자자가 눈으로 응시하고 있는 거래화면의 ELW 창에 그 호가변동 사실이 나타나지 않고 있을 뿐이다. 위 일반투자자는 ELW 창에만 남아 있던, 실재하지 아니하는 매도 호가를 상대로 매수 주문을 제출한 것에 불과하다.

---

216) 변호인 제출 증거목록 순번 62 이○○에 대한 증인신문조서(2011고합600)

이러한 오해의 소지는 ELW 호가잔량 정보가 실시간으로 전송될 수 있는 환경이 조성되기 이전까지는 앞으로도 계속 발생할 것으로 예상된다.

2) ELW/선물옵션 VIP특화시스템 구축이 위법한 행위에 해당하는지 여부

가) '주문 처리 과정에서 속도의 차이가 없어야 한다.'라는 원칙의 존부

검사는 '금융투자업자의 신의성실의무'를 규정한 자본시장법 제37조와 거래소의 업무규정들 및 행정기관들의 행정지도내용, 특히 그 중에서도 '유가증권시장 업무규정 시행세칙 제123조' 및 '증권거래소, 금융감독원, 금융위원회의 행정지도 공문들'에서 '주문 처리 과정에서 속도의 차이가 없어야 한다.'라는 원칙을 정하고 있다고 해석하면서 이를 근거로 '증권사는 고객의 주문을 접수한 이후 거래소에 주문 정보를 전송하기까지의 과정, 즉 주문 처리 과정에서 그 처리 속도에 차이를 두어서는 아니 될 법률상의무를 부담하고 있다. 따라서 위 법률상 의무를 위반하여 ELW/선물옵션 VIP특화시스템을 만든 피고인들의 행위는 위법하다.'라고 주장한다.<sup>217)</sup>

따라서 이하에서는 위 업무규정과 공문들의 내용을 우선 상세히 살펴보고, 그 내용을 검사의 주장과 같이 '주문 처리 과정에서 속도의 차이가 없어야 한다.' 원칙을 정한 것으로 해석할 수 있는지 검토한다.

(1) 관련 규정

<b>유가증권시장 업무규정</b>
제14조(호가의 기록)
① 거래소는 회원으로부터 접수한 호가를 접수된 순서에 따라 즉시 <u>거래소시스템에 기록한다.</u>

217) 검사는 그 이외에 파생상품시장 업무규정 제122조와 파생상품시장 업무규정 시행세칙 제117조의2 등을 근거규정으로 주장하고 있으나, 앞서 본 바와 같이 자본시장법 제3조 제2항 제1호, 제4조 제2항 제5호, 제7항, 제386조 제1항, 제393조 제1항에 따르면 ELW는 유가증권시장에서 거래되는 파생금융결합증권으로 이에 관하여는 유가증권시장 업무규정이 적용될 뿐만 아니라 파생상품에 대하여 규율하는 파생상품시장 업무규정 등이 적용되지 아니한다. 따라서 이 부분에 대하여는 별도로 상세히 살펴지는 아니한다.



제22조(경쟁매매의 원칙)

② 개별경쟁매매에 있어서의 호가의 우선순위는 다음 각 호에 정하는 바에 의한다.

1. 낮은 가격의 매도호가 높은 가격의 매도호가에 우선하고, 높은 가격의 매수호가는 낮은 가격의 매수호가에 우선한다. 다만, 시장가호는 지정가호에 가격적으로 우선하되, 매도시장가호와 하한가의 매도지정가호가, 매수시장가호와 상한가의 매수지정가호는 각각 동일한 가격의 호가로 본다.
2. 동일한 가격호가 간의 우선순위와 시장가호가 간의 우선순위는 호가가 행하여진 시간의 선후에 따라 먼저 접수된 호가가 뒤에 접수된 호가에 우선한다.

제81조(수탁의 내용)

회원이 위탁자로부터 매매거래의 위탁을 받을 때에는 세칙이 정하는 내용을 확인하여야 한다.

제91조(주문의 처리방법)

회원이 위탁자로부터 매매거래의 위탁을 받은 경우에는 세칙이 정하는 방법에 따라 주문을 처리하여야 한다.

자본시장법 제393조 제1항에 따라 증권시장에서의 매매거래에 관한 사항을 정하기 위하여 제정된 거래소의 유가증권시장 업무규정은 '거래소'에서의 매매체결원칙과 '증권사'의 주문처리 방법을 규정하고 있다. 위 규정은 투자자인 고객의 주문을 증권사에서 어떻게 처리하여 거래소로 전송하여야 하는가에 대한 규율내용은 같은 규정 시행세칙에서 정하도록 위임(제91조)하는 한편, 위와 같이 전송되어 거래소에 도착한 주문들 사이의 매매체결 원칙에 대하여는 직접 '가격 호가가 동일한 경우에는 거래소에 접수되어 거래소 시스템에 기록된 시점(제14조 제1호)이 더 앞서는 주문이 우선하여 체결된다.'고 정하고 있다(제22조 제2항 제2호).<sup>218)</sup>

218) 변호인 제출 증거목록 순번 57 남○○에 대한 증인신문조서(2011고합600) 14, 17, 19쪽

유가증권시장 업무규정 시행세칙

제12조(호가의 입력내용)

① 규정 제11조에 따라 회원은 다음 각 호의 호가내용을 거래시스템에 입력하여야 한다.

27. 다음 각 목에서 정하는 주문(마목의 경우 호가를 포함한다)입력방법의 구분 및 주문입력매체의 식별번호(나목은 제외한다). 다만, 채무증권의 경우에는 그러하지 아니하다.

가. 위탁자로부터 문서 또는 전화 등의 방법으로 매매거래를 위탁받아, 회원의 임·직원이 영업점단말기에 이를 입력하는 방법 : 영업점단말기의 아이피(IP) 주소

나. 위탁자가 유선통신단말기를 이용하여 주문내용을 직접 회원시스템에 입력하는 방법

다. 위탁자가 무선통신단말기를 이용하여 주문내용을 직접 회원시스템에 입력하는 방법 : 무선통신단말기 고유번호

라. 위탁자가 컴퓨터를 이용하여 주문내용을 직접 회원시스템에 입력하는 방법 : 아이피(IP) 주소

마. 그 밖의 방법으로 주문내용을 입력하는 방법 : 주문입력매체를 식별할 수 있는 고유번호

제108조(수탁의 내용)

규정 제81조에서 "세칙이 정하는 내용"이란 다음 각 호의 내용을 말한다.

14. 주문의 접수시간

제109조(수탁의 방법)

① 규정 제82조 제1항에 따라 회원은 위탁자로부터 다음 각 호의 어느 하나의 방법으로 매매거래의 위탁을 받을 수 있다.

1. 문서에 의한 방법

2. 전화·전보·모사전송·전자우편 그 밖에 이와 유사한 방법(이하 "전화 등 방법"이라 한다)

3. 컴퓨터 기타 이와 유사한 전자통신의 방법(이하 "전자통신방법"이라 한다)

② 회원이 문서에 의한 방법으로 매매거래의 위탁을 받을 때에는 위탁자가 규정 제81조에 따른 수탁의 내용을 기재하고 기명날인 또는 서명한 주문표에 의하여야 한다.

③ 회원이 전화 등 방법으로 매매거래의 위탁을 받을 때에는 주문의 접수자는 위탁자 본인임을 확인한 후 다음 각 호의 어느 하나의 방법으로 주문표를 작성하여야 하며, 녹음 등의 방법을 이용하여 주문사항을 입증할 수 있는 자료를 일정기간 보관하여야 한다.

⑤ 회원이 전자통신방법으로 매매거래의 위탁을 받을 때에는 다음 각 호의 요건을 갖춘 시스템에 의하여야 하며, 위탁자와 미리 전자통신방법에 의한 수탁에 관한 계약을 체결하여야 한다. <개정

2009.2.3>

1. 회원이 시스템의 이용자가 정당한 이용자인지 확인할 수 있을 것
2. 위탁자가 주문의 위탁시 주문내용을 확인할 수 있을 것
3. 회원이 위탁자의 주문내용이 수탁의 조건에 충족되지 아니하여 수탁을 거부하는 경우 거부의 기록을 유지할 수 있을 것
4. 위탁자가 주문 및 체결내용을 조회할 수 있을 것
5. 위탁자 이외의 자에 의한 주문의 제출, 현금 및 증권의 인출·이체, 정보의 도용 등을 방지할 수 있을 것
6. 회원이 주문 및 체결내용 등 시스템의 처리내용을 기록·유지하고, 주문내용 등을 문서 또는 전산 매체 등을 이용하여 보관할 것
7. 회원 또는 거래소가 필요하다고 인정하는 사항을 회원이 위탁자에게 알릴 수 있을 것

제123조(주문의 처리)

- ① 규정 제91조의 규정에 의하여 회원은 위탁자로부터 문서에 의한 방법 또는 전화 등 방법으로 매매거래의 위탁을 받은 경우에는 주문내용을 접수순에 따라 회원시스템의 주문단말기(이하 "주문단말기"라 한다)에 신속·정확하게 입력하여야 한다.
- ② 일부 영업소의 주문단말기에 장애가 발생한 때에는 본점 또는 다른 영업소의 주문단말기를 이용하여 주문을 처리하여야 한다.
- ③ 회원이 주문단말기에 장애가 발생하여 제1항 및 제2항의 규정에 의한 방법으로 주문을 처리할 수 없는 경우에는 거래소가 별도로 정하는 방법으로 주문을 처리할 수 있다.
- ④ 회원은 제1항부터 제3항까지 및 제109조 제1항 제3호에 따라 접수한 주문을 거래소에 호가로 제출하는 과정에서 주문입력매체의 특성, 주문건수 등을 감안하여 위탁자의 주문간 및 위탁자의 주문과 회원의 상품 운영을 위한 호가 간에 형평이 이루어지도록 처리하여야 한다.

유가증권시장 업무규정 시행세칙은 증권사의 구체적인 주문 처리 절차에 대하여 상세히 정하고 있는데, 고객의 주문 입력방법을 5가지로(제12조 제1항 제27호), 고객이 증권사에 주문을 위탁하는 방법을 3가지로(제109조 제1항) 각기 구분한 뒤, 위 3가지(문서에 의한 방법, 전화 등 방법, 전자통신방법) 중 문서에 의한 방법 또는 전화 등

방법으로 주문을 접수한 때에는 주문표를 작성한 뒤 접수시간의 순서에 따라 증권사 주문단말기에 주문내용을 입력하도록 하고(제109조 제2항, 제3항, 제123조 제1항),<sup>219)</sup> 위 두 가지 방법과 전자통신방법으로 접수한 주문을 거래소에 호가로 제출하는 과정에서 '주문입력매체의 특성, 주문건수 등'을 감안하여 위탁자의 주문간 '호가 간에 형평'이 이루어지도록 처리하여야 한다(제123조 제4항)고 정하고 있다.<sup>220)</sup> 이와 관련하여 '호가간 형평'의 구체적인 기준을 정한 조항은 찾아 볼 수 없다.

## (2) 감독 당국의 각종 행정지도 공문

### (가) 금융위원회

이 사건 스캘퍼들이 ○○○투자증권으로부터 속도와 관련된 서비스들을 제공받아 ELW 거래를 시작한 2010. 6.경 이전에 금융위원회가 증권사 주문 처리 업무와 관련하여 직접 시행한 행정지도 공문은 찾아 볼 수 없다.

금융위원회는 그 이후인 2010. 10. 29.경 'ELW 시장의 과도한 투기성, 불공정성 및 투자자 손실 확대 등에 대한 우려가 지속적으로 제기되고 있으므로, 문제점을 개선하여 ELW 시장이 보다 건전하게 영위될 수 있는 여건을 조성한다.'는 취지로 'ELW 시장 건전화 방안'을 발표하였는데, 그 주요 내용은 다음과 같다.

#### 가. 투자자진입 절차 강화 -거래신청서 작성 및 교육이수 의무화

- ▶ (현행) 주식계좌신청서만 작성하거나 주식계좌개설시 ELW 거래를 확인하는 것만으로 ELW 거래 가능
- ▶ (개선방안) ① 신규 투자자는 별도의 ELW 거래신청서 작성과 ELW 교육이수를 의무화, ② 기존 투자자 중 교육이 필요한 투자자도 신규 투자자와 동일하게 거래신청서 작성과 교육이수 의무화

219) 위 규정의 의미와 관련하여 거래소 감리팀장 남○○는 이 법정에서 "제가 부연해서 설명을 드리면요. 과거에 수작업으로 주문을 받을 때 증권사의 영업점에서 어떤 특정 종목이 폭등을 한다고 하였을 때 고객들이 서로 사려고 하지 않겠습니까. 그럴 때 주문을 받다 보면 호가표가 계속 쌓이게 됩니다. 그렇게 쌓이게 되면 그것을 뒤집지 마라는 취지로 이해하시면 될 것 같습니다."라고 진술한 바 있다[변호인 제출 증거목록 순번 57 남○○에 대한 증인신문조서(2011고합600) 32쪽].

220) 위 시행세칙 제123조 제4항은 이 사건 공소가 제기된 스캘퍼들의 거래기간 중인 2010. 10. 21.에 신설된 조항이다.

## 나. 불공정거래 가능성 차단

### 1) ELW 기초자산 조정

- ▶ (현행) 기초자산을 시가총액 기준인 KOSPI 100 구성종목으로 함에 따라 거래가 미미한 일부 종목도 ELW로 상장, 거래
- ▶ (개선방안) 발행가능 기초자산을 시가총액뿐만 아니라 거래규모도 감안토록 하여 거래가 미미한 종목은 상장에서 제외

### 2) LP 호가제출 의무 강화

- ▶ (현행) 기초자산이 개별주식인 ELW의 경우 만기 1개월 전부터 LP호가 제출이 금지되어 동 기간 중 '스캘퍼' 등 전문투자자에 의한 시장 교란 가능성 상존
- ▶ (개선방안) LP에게 최종 5거래일 전까지 호가제출을 의무화하여 유동성을 공급함으로써 '스캘퍼'의 시장 교란 가능성을 완화

### 3) '스캘퍼' 등에 대한 차별○○ 및 불공정거래 모니터링 강화

- ▶ '스캘퍼' 등 전문투자자를 일반투자자에 비해 우대하는 조치 등에 대해서 금감원 및 거래소에서 보다 면밀히 점검하여 엄중조치  
예) 투자자별 주문프로세스를 차별화하여 위탁자간 형평성 저해하는 행위
- ▶ 아울러, ELW 가격과 거래량이 급변하는 종목에 대해서는 집중적인 시장감시 및 심리 강화

## 다. LP 규제 강화

### 1) LP평가 강화

- ▶ (현행) LP평가결과 2회 연속 최하등급(F등급)인 경우부터 조치하고, 분기기준 LP별 평가결과 공개
- ▶ (개선방안) LP평가에 따른 조치를 강화하고, 분기기준 LP별 평가결과뿐만 아니라 종목별 평가결과도 공개

### 2) LP의 내재변동성 실시간 공개

- ▶ (현행) 거래소 홈페이지를 통해 LP 내재변동성 변경 상위종목을 익일 공표(약 120개 종목)
- ▶ (개선방안) LP의 내재변동성 변경 내역을 실시간으로 HTS 등 투자자 단말기를 통해 제

공하고, LP가 변동성을 일정수준 이상 변경시킬 경우 신고하도록 의무 부과

위 방안의 주된 내용은 ① 스캘퍼들이 시장을 교란할 가능성이 있으므로 LP의 호가 제출기간을 늘려 위 가능성을 차단하되,<sup>221)</sup> LP 자체에 대한 규제 역시 강화하고, ② 증권사가 스캘퍼들을 우대하는 행위에 대하여 대응하겠다는 것이다.

이 사건과 관련하여 중요한 부분은 위 '②'부분인데, 특히 이 사건에서 문제되고 있는 스캘퍼들에 대한 증권사의 속도 관련 편의 제공 문제를 염두에 둔 언급으로 보인다는 점에서 의미가 있다. 그러나 문제는, 위 공문 자체만으로는 '스캘퍼를 일반투자자에 비해 우대하는 조치'가 구체적으로 무엇인지, 금감원 및 거래소에서 향후 점검할 구체적인 대상이 무엇인지, 그리고 마지막으로 어떠한 조치를 취할 것인지에 대하여 아무런 내용의 제시가 없고, 나아가 뒤에서 보는 바와 같이 이 부분과 관련하여 취해진 제도적인 후속조치도 불명확하다는 점에 있다. 위 '②'부분에 대하여 위 공문에서 언급된 것은 '예)'에서 언급된 것이 유일한데, 그 '예)'는 증권사 FEP서버와 거래소 사이의 주문프로세스와 관련된 내용으로서 이미 거래소에서 규율하고 있던 부분일 뿐 아니라 ○○○투자증권이 이 사건 스캘퍼들에게 제공한 속도 관련 서비스들과는 무관하다.

뒤에서 자세히 살펴보겠지만, 특히 이 부분 규제의 기준을 정립하기 위해서 문제되는 주문 접수시점이나 DMA 허용여부 등에 관하여는 아무런 언급이 없으므로, 결국 위 방안에서는 증권사들의 스캘퍼들에 대한 속도 관련 서비스에 대하여 아무런 실질적인 규율이 이루어진 바 없다고 평가할 수밖에 없다.

#### (나) 거래소

221) 다만, 위 공문에는 LP 호가제출기간을 늘리는 이유에 대하여 '기초자산이 개별주식인 ELW에 대하여 스캘퍼의 시장 교란 가능성이 있다.'라는 취지로 기재되어 있으나, 앞서 본 바와 같이 스캘퍼는 내재변동성 예측이 상대적으로 용이한 주가지수 ELW에 주로 투자하고, 매매전략상 LP가 호가제출을 하지 않는 시장에는 참여할 이유가 없을 뿐 아니라, 매매전략상 최우선 매수 또는 매도 호가 물량을 대상으로 주문을 내므로 시세에 영향을 주지 않는다. 따라서 적어도 이 사건에서 문제되고 있는 스캘퍼들에 대한 대책으로는 큰 의미가 없다고 보인다.

이 사건 이전에 거래소는 회원사에 2006. 9. 20.자로 '투자자주문처리시 유의사항'이라는 제목의 행정지도 공문을 시행하였다. 그 주요 내용은 다음과 같다.

\* 문제점

최근 선물·옵션시장을 중심으로 일부 회원이 특정 위탁자의 주문을 처리하는 과정에서 회원 시스템을 경유하지 않고 거래소시스템으로 직접 주문내용을 입력하거나 거래소로부터 배정 받은 회선의 일부를 특정 위탁자에게 전용하게 함으로써 특정 위탁자의 주문이 다른 위탁자의 주문보다 거래소시스템에 먼저 전달되는 경우가 있는 것으로 파악되고 있습니다.

증권시장에서의 매매체결은 가격 및 시간우선의 원칙에 따라 이루어지고 있는바, 상기의 주문처리과정은 먼저 접수된 주문보다 나중에 접수된 주문이 거래소시스템에 먼저 전달되도록 함으로써 시간우선의 원칙이 훼손되어 투자자보호 및 시장운영의 신뢰성에 문제가 발생할 수 있습니다.

\* 해결책 (유의사항)

따라서 회원은 위탁자로부터 수탁한 주문을 반드시 접수순에 따라 회원시스템을 통하여 거래소시스템으로 전송하여야 합니다. 만약 상기와 같이 회원시스템을 경유하지 않고 거래소시스템으로 직접 전송하는 주문은 회원시스템을 경유하는 다른 주문보다 거래소시스템에 먼저 도달하게 될 가능성이 높아 거래소 규정에 위반된다 하겠습니까.

또한, 위탁자의 주문은 원칙적으로 회원시스템에서 거래소시스템으로 전송한 시간순서에 따라 거래소시스템에 도달되어야 하는 바, 특정 위탁자의 주문에 대해 거래소시스템에 먼저 도달되도록 전용회선을 배정한다면 이는 합리적 이유 없이 위탁자를 차등○○하는 결과가 되어 형평에 반한다 하겠습니까.

위 공문은 거래소 매매체결과 관련한 '시간우선원칙'의 훼손우려를 근거로, 보증형 DMA 중 순수 DMA를 금지하고, 증권사 FEP서버와 거래소 사이의 주문프로세스를 특정 위탁자에게 전용회선으로 배정하는 것을 금지하는 내용이다.<sup>222)</sup>

또한, 거래소 시장감시위원회는 이 사건 스캘퍼들이 거래를 시작하기 이전인 2010.

222) 수사기록 1182~1183쪽의 증권선물거래소의 회원의 주문처리시 유의사항

5. 18.경 회원사에게 '알고리즘 트레이딩 관련 가이드라인 안내'라는 공문을 보냈다.<sup>223)</sup>

위 가이드라인에서는 알고리즘 트레이딩을 사전에 설정된 시장상황(조건, 변수) 등에 기초한 알고리즘을 전산시스템에 구현하여 주문가격, 수량 및 시간 등의 주문과정을 자동으로 실행하는 거래방식이라고 규정한 후 알고리즘 트레이딩 과정에서의 허수성호가 및 가장성 매매가 공정거래질서를 저해한 경우 일반적인 매매방식과 동일한 방식으로 거래의 위규성을 판단할 것이라고 안내하면서 알고리즘 트레이딩에 대해 내부통제 및 모니터링절차를 갖출 것을 권장하였다.

특히 위 공문은 '회원은 고객서비스의 일환으로 HTS 및 투자자맞춤식(Customizing) 시스템을 제공하는 경우, 동 서비스를 통한 위규행위가 발생할 소지가 없는지 주의하여야한다.'라고 하여 이른바 '투자자맞춤식 시스템의 제공'을 명시적으로 언급하였다는 점에 특징이 있다.<sup>224)</sup>

그 후 거래소는 2010. 11. 1. 회원사에게 '회원의 주문전달시스템 공정운영을 위한 유의사항'을 시달하였는바 그 구체적인 내용은 다음과 같다.<sup>225)</sup>

◆ 위탁자 주문의 공정처리

- 회원은 위탁자 주문을 처리함에 있어 선량한 관리자의 주의로써 성실하고 공정하게 처리하여야 하며, 고객 주문은 「접수순서에 따라」 「회원시스템을 경유하여」 거래소시스템에 입력하여야 함. 이 경우 위탁자 주문간(상품 포함)에 주문입력매체의 특성, 주문건수 등을 감안하여 형평이 이루어지도록 처리하여야 함

◆ 회원의 주문프로세스 운영시 유의사항

- 위탁자 주문(자체상품 포함)을 처리함에 있어 주문프로세스별로 주문배분을 공정하게 하여야 함
  - 위탁자별 주문프로세스의 배분은 원칙적으로 주문건수를 기준으로 하여야 함
  - 주문프로세스 배정시에는 투자자 유형별로 배정할 수 있으며, 이 경우 다음 사항에 유의

223) 변호인 제출 증거목록 순번 25 거래소, 알고리즘 트레이딩 관련 가이드라인 안내

224) 이와 관련하여 변호인은 위 투자자맞춤식 시스템이 곧 이 사건에서 문제되는 ELW/선물옵션 VIP특화시스템을 언급하는 것이라고 주장하고 있다.



## 할 것

※ 투자자 유형이라 함은 개인, 법인 등 일반거래 위탁자와 알고리즘거래 등 시스템트레이딩 위탁자(상품 포함)를 의미함.

- ① 투자자 유형별 배정된 주문프로세스의 운용은 동일 유형의 위탁자를 기준으로 주문배분이 공정하여야 함.
- ② 주문프로세스 배정에 있어서 일반위탁자 대상 주문프로세스가 시스템트레이딩 위탁자에 비하여 불리하지 않아야 함.
- ③ 시스템트레이딩 위탁자 대상 주문프로세스 배정에 있어 주문건수에 비하여 체결률이 현저하게 낮아 여타 위탁자에게 피해를 줄 수 있다고 판단되는 위탁자에 대하여는 주문프로세스의 배정을 달리할 수 있음.
- ④ 상품대상 주문프로세스의 배정은 위탁자 대상 주문프로세스보다 유리해서는 안 됨. 다만, 시장관리를 위한 상품주문(ELW LP호가 등의 제출)의 경우에는 예외로 함.
  - 기 배분된 주문프로세스 간 주문처리건수의 차이 확대시 주문프로세스의 수시조정을 통하여 주문프로세스 간 주문처리건수에 불균등이 발생하지 않도록 유의할 것.

### ◆ 특정위탁자 전용 주문전달시스템에 대한 통제강화

- 위탁증거금 면제 등의 사유로 특정 위탁자(외국인, 기관 등)에게 원장관리 시스템을 경유하지 않는 별도의 주문전달시스템을 허용하는 경우
  - 리스크 관리를 위한 주문한도 확인 등 위탁자 주문을 사전적으로 통제할 수 있도록 주문전달시스템을 구현하여야 함

### <위탁자 주문의 사전통제 수단(예시)>

\*미결제 약정한도, 주문한도, 호가적격성 확인 등 거래소 업무규정이 정하는 주문내용의 확인 및 수탁거부 사유 등의 사전확인이 가능할 수 있도록 위탁자 주문에 대한 사전통제장치 구현

위 행정지도 공문은 앞서 본 금융위원회의 2010. 10. 29.자 ELW 시장 건전화방안에

225) 수사기록 67~68쪽의 수사보고(거래소의 회원의 주문전달시스템 공정운영을 위한 유의사항 첨부 보고)

서 정한 '불공정거래, 차별대우 등에 대한 모니터링 강화' 방침과 관련된 후속 공문이었는데,<sup>226)</sup> 위 공문에서 제시한 기본원칙은 기존의 2006. 9. 20.자 거래소 공문 내용과 동일하였고, 세부적으로는 예전과 마찬가지로 주로 주문프로세스의 배분 문제를 다루고 있다.<sup>227)</sup> 또한 시스템트레이딩 주문 등에 대한 호가적격성 확인 등 주문의 사전통제를 강화하여 시장의 안정성을 도모하고자 하였다.

위 공문 중 이 사건과 관련하여 특히 문제되는 부분은 '위탁자 주문의 공정처리'에 대하여 언급된 부분이다. 공문의 해당 부분에는 '접수순서에 따라 거래소에 입력'이라는 표현이 최초로 사용됨과 동시에, 또 한편으로는 '주문입력매체의 특성, 주문건수 등을 감안하여 형평이 이루어지도록 처리'라는 표현이 사용되었다.<sup>228)</sup> 위 두 가지 표현의 관계가 무엇인지에 관하여는 위 공문 전체에서 더 이상 아무런 추가적인 언급이 없다.

이와 관련하여 거래소 직원 남○○는 '거래소에서는 증권회사가 주문을 거래소로 전달하는 주문프로세스를 공평하게 운영하도록 규율하여 왔을 뿐, 증권회사가 고객들에게 이 사건과 같이 빠른 속도 편의를 제공하는 것은 증권회사가 고객 서비스 차원에서 자율적으로 정하는 것이고, 이는 거래소에서 규율해 온 사항이 아니다.'라는 취지로 진술하였고,<sup>229)</sup> 금융위원회 서기관 김○○ 역시 '(위 공문이 시행된 이후인) 2011. 5. 19. 추가건전화방안을 논의할 때에도 거래소의 입장은 주문이 접수된 이후에 처리경로가 가원장이냐 일반원장이냐에 따라서 다를 수 있기 때문에 그 원장이 처리된 마지막 단계 즉, 주문처리 단계에서의 순서에 따라서 거래소에 보내는 것으로 하여야 한다는 의견이었고, 거래소는 증권사가 주문을 처리한 후에 거래소에 보내는 부분만 신경을 쓰

226) 수사기록 64쪽의 수사보고[금융위원회의 보도자료(ELW시장 건전화 방안 마련) 첨부 보고]

227) 구체적으로는, 주문프로세스의 배분과 관련하여 '주문건수'라는 기준을 제시하면서, 앞서 본 2006. 9. 20.자 공문에서와 달리 주문프로세스 배정시 투자자 유형별로 배정하는 것을 일단 허용은 하되, 그와 같이 배정된 주문프로세스를 운용하는 과정에서 일반위탁자 대상 주문프로세스가 시스템트레이딩 위탁자에 비하여 불리하지 않도록 확인하라는 등의 내용을 담고 있다.

228) 후자의 표현은 2010. 10. 21. 신설된 유가증권시장 업무규정 시행세칙 제123조 제4항의 문언 그대로이다.

229) 변호인 제출 증거목록 순번 57 남○○에 대한 증인신문조서(2011고합600) 22 내지 25, 27 내지 29, 36 내지 38쪽

고 감독을 하겠다는 취지였습니다.'고 진술한 바 있다.<sup>230)231)</sup>

(다) 금융감독원<sup>232)</sup>

금융감독원은 2010. 12. 31.에 이르러 '금융투자업자의 고객주문자동전달시스템 운영 관련 유의사항'이라는 제목의 행정지도 공문을 시행하였는데, 위 공문의 주된 내용은 금융투자업자가 고객들에게 DMA 서비스를 제공하는 데에 있어서 유의해야 할 사항을 정한 것이었다.<sup>233)</sup>

위 공문의 내용은 이 사건과 밀접한 관련성이 있으므로 이에 대하여 상세히 살펴보기로 한다. 공문의 구체적인 내용은 다음과 같다.

◆ 금융투자업자는 고객의 매매주문을 위탁받아 처리함에 있어서 선량한 관리자의 주의로써 성실하고 공정하게 위탁자의 주문을 처리하는 등 투자자보호에 최선의 노력을 다하여야 하는 바, 고객주문 자동전달시스템(DMA)\* 운영과 관련하여서는 다음과 같이 내부통제를 강화하여야 함

\* Direct Market Access : 거래소 상품매매시 고객의 매매주문이 증권사의 매매주문시스템을 사실상 거치지 않고 거래소(시장)에 자동으로 전달되는 주문방식

- 고객주문자동전달시스템을 이용한 고객의 매매주문을 위탁받아 거래소에 호가를 제시하는 경우 동 고객주문자동전달시스템에 대한 모니터링 및 내부통제 등 사전통제를 강화할 것

<모니터링 필요사항 예시>

▶ 고객정보 확인, 미결제 약정한도, 주문한도-건당 주문한도, 호가적격성 확인 등 위탁매매

230) 변호인 제출 증거목록 순번 60 김○○에 대한 증인신문조서(2011고합600) 15 내지 17쪽

231) 이와 관련하여 언론에는, 거래소 유가증권시장 본부장보 황○○이 2011. 9. 20. 실시된 국정감사에서 '거래소 업무규정에서 연결방법과 회선 등에 대해서는 거래소가 제한하고 있는 것이 없다.', '스캘퍼에 제공된 전용선의 경우 주문속도 면에서는 일반선과 차이가 있는 것은 사실', '전용선 제공 여부는 증권사가 알아서 정하면 됐던 것'이라는 취지로 답변하였다는 기사가 게재되기도 하였다[변호인 제출 증거목록 순번 57 남○○에 대한 증인신문조서(2011고합600) 35 내지 38쪽, 변호인 제출 증거목록 순번 19 신문기사("거래소, ELW 스캘퍼 전용선 문제 안 패")].

232) 검찰은 2011. 12. 14.자 의견서(4쪽)에서 금융감독원의 2006. 12. 4.자 '코스피200 선물·옵션 주문회선 운용시 유의사항 통보' 공문을 근거로 금융감독원이 증권사들에게 '투자자간 주문처리에 있어서 속도차별이 있어서는 안 된다.'라고 지도하여 왔다고 주장한다. 그러나 2011고합600사건에서 검찰 측 증인으로 출석한 황○○은 위 공문의 의미에 대해 "위 공문은 거래소가 증권사들에게 제공한 주문프로세스의 독점적 사용을 금지한 것이며, DMA 등 전용시스템을 운용할 경우 사전통제나 어떤 리스크관리를 하라는 의미였다."라는 취지로 진술하고 있을 뿐이고[변호인 제출 증거목록 순번 54 황○○에 대한 증인신문조서(2011고합600) 125, 126쪽 참조], DMA 등 전용시스템 자체를 금지하는 것이라는 취지로 진술하지 않았으므로, 이에 관한 검사의 주장은 받아들이기 어렵다.

233) 수사기록 1159~1161쪽의 금융투자업자의 고객주문자동전달시스템 운영관련 유의사항 시달

주문처리와 관련하여 리스크관리기준 또는 위탁매매 주문처리기준 등이 정하는 주문내용의 확인 및 수탁거부사유 해당여부 확인 등

<내부통제 필요사항 예시>

- ▶ DMA 매매주문이 금융투자회사의 사전모니터링 시스템을 경유
- ▶ 일정한 리스크관리를 위해 자동화된 사전점검확인 시스템을 구축
- ▶ 미결제약정한도, 주문한도 등 Credit Limit 설정·관리시스템을 통해 한도초과주문, 오류주문 등을 방지
- ▶ DMA 관련 리스크관리시스템은 금융투자회사가 직접 관리·통제
- ▶ 법규위반 등 규제리스크를 관리하기 위한 리스크관리체계의 마련 등

◆ 위탁자 매매주문 및 상품매매를 접수하여 거래소(시장)에 호가를 집중처리함에 있어 고객 유형별\* 또는 고객주문 수탁방법별\*\*로 주문처리 속도가 차별되게 취급·처리하여서는 아니됨

\* 개인, 일반법인, 기관투자자, 외국인 투자자 등 투자자 유형

\*\* 전화주문, 모바일주문, 팩스주문, 전표(서면)주문, HTS(홈트레이딩 시스템), DMA 등 수탁 경로 유형

<예시>

- ▶ 거래소의 주문프로세스를 배정하는 경우 개인, 일반법인, 기관투자자, 외국인 투자자 등 투자자 유형별 또는 고객주문 수탁방법별로 구분하여 차별되게 주문프로세스를 배정해서는 아니됨
- ▶ 거래소의 주문프로세스를 특정 위탁자 주문처리 또는 상품매매 처리시 단독사용하게 하여 여러 위탁자가 공동 사용하는 프로세스와 비교하여 주문처리에 있어서 시간차이 등이 발생되지 않도록 하여야 함

◆ 고객에게 주문자동전달시스템을 제공하고자 하는 경우, 해당 고객의 선정·관리 및 동 시스템을 이용하는 위탁매매 처리와 관련하여 자체 내부통제기준을 마련하여 고객 간 정당한 사유 없이 차별대우가 발생하지 않도록 하는 한편 적절한 리스크관리가 이루어지도록 조치하여야 함

위 공문의 내용 중 이 사건과 관련하여 직접적으로 문제되는 부분은 '거래소에 호가를 집중처리함에 있어 고객주문 수탁방법별로 주문처리 속도가 차별되게 취급·처리되어서는 아니 된다.'라고 기재되어 있는 부분이다. 특히 고객주문 수탁방법에 대하여 전표주문부터 DMA까지 현존하는 모든 주문입력방법을 나열하고 있어, 위 문언만으로는 '(호가 집중처리와 관련하여)<sup>234)</sup> 주문입력방법이 어떤 것이었던지 관계없이 증권사가 처리한 모든 고객 주문에 있어서 주문 처리 속도의 차별을 금지한다.'라는 의미임이 명백하다.

그런데 한편으로, 위 공문은 그 자체에서 사전통제를 전제로 '고객주문 자동전달시스템'이라고 표현한 DMA 서비스 운영을 허용한다는 취지를 드러내고 있다. 오히려 이 부분과 관련된 내용이 공문의 대부분을 차지하고 있는 상황이다. 그런데 DMA 서비스를 운영하면서도 주문 처리 속도 차별을 하지 않으려고 하면, 결국 DMA 서비스를 통해 자동전달되는 고객의 주문을 기존의 전표주문방식 등의 방식으로 접수한 고객 주문과 같은 속도로 처리하여야 한다는 결과에 이르게 된다. 이렇게 하려면 전자의 주문 처리 속도를 통제하거나 그 주문을 일시적으로 대기할 수 있는 수단을 확보하여야만 한다. 그러나 앞으로 아래 3. 다. 2) 가) (3)항에서 자세히 살펴보겠지만, 이러한 통제 내지 대기 방식은 다음과 같은 여러 가지 문제점들, 즉 자본시장법 상의 다른 규정에 반한다는 점, 주문 접수시점에 대한 기준이 불명확하다는 점, 전자통신 기술적인 측면에서 현실적으로 구현하기가 어렵다는 점 등 해결되어야 할 여러 가지 문제를 불러일으킨다. 그런데 위 공문에는 이러한 부분에 대하여 아무런 언급 없이 추상적으로 '주문 처리 속도 차별 금지'라고만 기재되어 있고, 그에 대한 <예시>로는 앞서 본 거래소의 행정지도 공문들과 마찬가지로 주문 처리 절차와는 직접적인 관련이 없는 주문프로세

234) 여기서 말하는 '집중처리'의 의미에 대하여는 위 공문에 특별한 언급이 없고, 위 공문의 기안자인 황○○도 2011고합600 사건의 법정에서 증언하면서 이에 대하여 별다른 의미를 부여하지 아니하였다.

스에 대한 내용만 기재되어 있다.

이와 관련하여 금융감독원에서 증권회사의 내부통제 및 리스크관리 관련 업무를 담당하면서 위 공문을 직접 기안한 금융투자업무팀 소속 선임조사역 황○○는 2011고합600사건의 법정에 증인으로 출석하여, "실질적으로 전화주문이나 팩스주문, HTS, DMA 등 매매주문 방법별로 처리하는 과정에서 100% 속도 차이가 안 나는 것은 현실적으로 불가능합니다.",<sup>235)</sup> "현실적으로 전화나 DMA 등 주문 방법이 다르고, 지역적 거리 차이가 난다든지 하는 과정에서 절대적으로 속도차이가 안 날 수는 없지 않습니까? 그런 것들을 감안하지 않을 수는 없어서 그 이후에 감독원이 또 다시 (다른 기준을)<sup>236)</sup> 만들게 되었습니다.",<sup>237)</sup><sup>238)</sup> "DMA가 허용이 되는 것입니다.",<sup>239)</sup> "그 당시 (공문이) DMA를 없애자는 측면은 아니었습니다. DMA 서비스를 제공하더라도 지금처럼 어떤 기준이 없이 적용하는 것은 문제가 있어서 저희들이 내부통제나 그런 차원에서 관리방안을 제시한 것입니다."<sup>240)</sup>라고 진술하였고, "당시 속도 편의 제공 서비스는 DMA를 포함하여 여러 증권사에서 널리 이루어지고 있었지요."라는 변호인의 질문에 "예. 있었던 것으로 알고 있습니다."라고 답하였다.<sup>241)</sup> 황○○는 나아가 주문접수시점과 관련하여도 "(2011. 5. 19.자) 추가 건전화 방안이 나오기 이전에는 주문접수 시점을 언제로 볼 것인지에 대한 기준 자체가 없었지요."라는 변호인의 질문에 "예. 명확하지 않았습니다."라고 답

235) 변호인 제출 증거목록 순번 54 황○○에 대한 증인신문조서(2011고합600사건) 9쪽

236) 금융위원회는 2011. 5. 19. ELW 추가건전화방안을 발표하면서 이 부분과 관련하여 '증권회사는 고객의 주문을 주문처리를 마친 순서대로 거래소에 전송하여야 한다.'는 기준을 제시하였고, 위 기준을 마련하는 실무회의에 금감원 관계자들도 참가하였는바, 황○○가 지칭하는 '다시 만든 기준'이란 위 내용을 언급하는 것으로 판단된다.

237) 변호인 제출 증거목록 순번 54 황○○에 대한 증인신문조서(2011고합600사건) 6쪽

238) 한편 위 공문을 기안할 당시 자신이 속도차별이 없어야 한다고 판단하는 근거와 관련하여 황○○는 이 법정에서, '당시 파생상품시장 업무규정 등을 근거로 그렇게 판단하였었고, 검찰에서 참고인진술을 할 때에도 그렇게 진술하였다. 그런데 ELW 시장에 적용되는 유가증권시장 업무규정이 파생상품시장 업무규정과 다르다는 것은 지금 증언할 때까지 잘 알지 못하였다.'라는 취지로 증언하기도 하였다[변호인 제출 증거목록 순번 54 황○○에 대한 증인신문조서(2011고합600사건) 102쪽]

239) 변호인 제출 증거목록 순번 54 황○○에 대한 증인신문조서(2011고합600사건) 5쪽

240) 변호인 제출 증거목록 순번 54 황○○에 대한 증인신문조서(2011고합600사건) 116쪽

241) 변호인 제출 증거목록 순번 54 황○○에 대한 증인신문조서(2011고합600사건) 82쪽

하였고,<sup>242)</sup> 같은 취지의 재판장의 질문에 "(금융)감독원에서 제시한 그런 구체적 기준은 없었습니다."라고 답하였으며,<sup>243)</sup><sup>244)</sup> "어느 주문이 먼저 들어왔는지를 증권사가 어떻게 판단을 합니까?"라는 변호인의 질문에 "들어오는 것을 판단하기는 어렵습니다."라고 답하고,<sup>245)</sup> 그 후 변호인이 "그냥 접수순서대로 하면 되고 접수는 방화벽을 통과한 시점으로 한다는 식으로 쉽게 할 수 있는 문제가 아니지요."라고 묻자 "예. 그것은 사실입니다.", "그렇게 하는 것들이 현실적으로 불가능한 측면이 있었기 때문에 고민을 많이 했습니다."라고 답하였다.<sup>246)</sup>

한편, 위 행정지도 공문을 전달받은 증권사들 측은 위 공문의 내용과 관련하여 그 명확한 의미를 파악하고자 하였고, 이에 준법감시협의회 임원진은 위 기안자인 황○○ 및 금융감독원의 담당 팀장과 면담을 요청하여 2011. 1. 14.경 그 면담이 성사되었다. 위 준법감시협의회 임원진은 당시의 면담결과를 바탕으로 'DMA관련 유의사항에 대한 유권해석안내'라는 문서를 작성하여 증권사들에게 배포하였는데, 그 내용은 아래와 같다.<sup>247)</sup>

- 거래소의 주문프로세스를 배정하는 경우 개인, 일반법인, 기관투자자, 외국인 투자자등 투자자 유형별 또는 고객주문별 수탁방법별로 구분하여 차별되게 주문프로세스를 배정해서는 아니됨.
- (유권해석) 투자자 유형별 또는 고객주문별 수탁방법별로 구분하여 배정하는 것은 가능하되, 차별되게 주문프로세스를 배정해서는 안된다는 의미임.
- 거래소의 주문프로세스를 특정 위탁자 주문처리 또는 상품매매처리시 단독사용하게 하여

242) 변호인 제출 증거목록 순번 54 황○○에 대한 증인신문조서(2011고합600사건) 79, 80쪽

243) 변호인 제출 증거목록 순번 54 황○○에 대한 증인신문조서(2011고합600사건) 82쪽

244) 이와 관련하여서는 2011. 5. 19. 당시 금융위원회가 언론에 배포한 ELW시장 추가 건전화 방안 참고자료 자체에도 '그간 구체적 기준이 없던 주문접수 시점 등을 명확히 규정할 것'이라고 기재되어 있다(변호인 제출 증거목록 순번 17 금융위원회, ELW시장 추가건전화방안 참고자료 8쪽).

245) 변호인 제출 증거목록 순번 54 황○○에 대한 증인신문조서(2011고합600사건) 81쪽

246) 변호인 제출 증거목록 순번 54 황○○에 대한 증인신문조서(2011고합600사건) 84, 85쪽

247) 변호인 제출 증거목록 순번 20 DMA관련 유의사항에 대한 유권해석 안내

여러 위탁자가 공동 사용하는 프로세스와 비교하여 주문처리에 있어서 시간차이 등이 발생되지 않도록 하여야 함.

-회선의 단독사용은 가능하되 타 위탁자와 비교하여 주문 처리에 있어서 시간차이 등이 발생하지 않도록 하여야 한다는 의미임

위 문서는 오직 주문프로세스와 관련된 내용만을 담고 있고, 앞서 본 주문수탁방법별 속도 차이 문제에 대하여는 아무런 언급이 없다. 이 부분과 관련하여 황○○는 법정 증언 과정에서, "증권사 입장에서는 12. 31.자 공문의 의미가 FEP 이후단계에서 주문프로세스 배정에 관해서 감독당국에서 이와 같은 지침을 준 것으로 이해하고 돌아갔던 것이 사실이지요."라는 변호인의 질문에 대하여 "예. 그렇게 이해했을 것입니다."라고 답변하였고, 나아가 "(애초에 증인이 기안한) 지도공문의 앞부분(DMA)은 리스크관리나 내부통제 차원에서 접근한 것입니다. 지도공문의 뒷부분은 주문프로세스와 관련해서 속도차이 문제가 언급이 되어 있습니다."라고 증언한 바 있다.<sup>248)</sup>

(3) '주문 처리 과정에서 속도의 차이가 없어야 한다.'라는 원칙의 실현을 위한 조건

(가) 주문처리 속도를 동일하게 만드는 방법

위 원칙에서 말하는 '주문 처리 과정'의 시작은 증권사가 고객의 주문을 접수받는 시점이고, 그 끝은 증권사가 그 주문정보를 거래소로 전송하는 시점, 즉 증권사의 주문 FEP 서버에서 주문프로세스를 통해 거래소 전산시스템을 향하여 주문 정보를 송출하는 시점이다.

그런데 오늘날 정보통신기술의 발전과 함께 증권사가 고객의 주문을 접수받는 방식은 다양해졌다. 역사적으로 보면, 최초에는 증권거래를 위하여 설치된 객장에서 투자자

248) 변호인 제출 증거목록 순번 54 황○○에 대한 증인신문조서(2011고합600사건) 102, 108, 111쪽



가 직접 주문전표를 작성하여 증권사 임·직원에게 이를 건네줌으로써 주문을 접수하던 방식(①)에서, 전화·전보·모사전송 등의 방법으로 증권사 임·직원에게 주문의 의사를 표시함으로써 주문을 접수하던 방식(②)이 추가로 도입되었고, 이후 증권사와 사전에 전자통신방법에 의한 수탁 계약을 체결한 뒤 컴퓨터 기타 이와 유사한 전자통신의 방법으로 주문을 접수하는 방식(③)이 도입되었으며, 최근에는 앞서 본 바와 같은 DMA 방식을 통해 고객이 자신의 주문을 직접 통제하면서 증권사 전산시스템을 경유하여 거래소로 전송하는 방식(④)도 널리 활용되고 있다.

위 ① 내지 ④의 주문접수방식은 그 고유한 특성에 따라 증권사의 내부 시스템에서 각기 다른 경로를 통해 주문을 처리하여 증권사 FEP 서버에 주문 정보를 도달시키도록 설계되어 있다. ○○○투자증권 역시 앞서 3. 가. 2)항에서 상세히 살펴본 바와 같이 고객유형별로 각각 다른 경로를 통해 주문을 처리하고 있다.

이와 같은 설계의 차이는 필연적으로 각각의 경로 사이의 주문처리 속도 차이를 낳는다. ①, ②의 방식은 주문 처리 과정에서 인간인 증권사 임·직원이 객장이 설치되어 있는 영업점단말기에 주문정보를 입력하는 행위가 개입되는바, 이러한 인간의 행위가 개입되는 이상 ③, ④의 방식과 같이 자동화된 전자장치에 의하여 주문이 처리되는데 소요되는 시간보다 훨씬 더 긴 시간이 소요될 수밖에 없다. ①, ②의 방식으로 접수되는 주문을 ③, ④의 방식과 유사한 수준의 속도로 처리하는 것은 물리적으로 불가능하다. 또한 ③, ④의 방식 사이에서도 전산 시스템 설계 차이에 따른 속도 차이가 발생한다. ④ 방식은 주문 지시가 생성되는 서버와 증권사 주문 FEP 서버 사이에 추가적인 서버가 존재하지 아니하는 것을 특징으로 한다. 따라서 ④ 방식은 BEP 서버와 원장처리서버를 거치도록 설계되어 있는 기존의 ③ 방식보다 논리적으로 주문 처리 속도가 빠를 수밖에 없다. 그밖에 같은 ①, ② 방식 사이에서도 증권사 임·직원이 사용하는

영업점단말기와 증권사 전산 시스템 사이의 지리적인 원근에 따라 주문 처리에 소요되는 시간의 차이가 생기게 된다.

위와 같은 사정에도 불구하고 모든 접수방식에 대하여 소요되는 주문 처리 시간을 동일하게 하기 위해서는, 우선 주문 접수 방식에 따른 시스템 설계의 차이 자체를 규제하여야 한다. 그런데 위 설계 차이는 각 주문방식의 고유한 특성에 따른 것으로, 이러한 설계 차이를 허용하지 않는다는 것은 그 주문방식 자체를 허용하지 않는 결과가 된다. 따라서 ① 내지 ④의 주문 접수 방식을 모두 허용하는 한, '주문 처리 과정에서 속도의 차이가 없어야 한다.'는 원칙을 실현하는 것은 사실상 불가능하다.

(나) 주문 접수 순서대로 주문 정보가 거래소로 전송되도록 통제하는 방법

검사가 주장하는 '주문 처리 과정에서 속도의 차이가 없어야 한다.'는 원칙의 취지는 결국 다른 투자자들의 주문과 동시에 또는 그보다 더 늦게 접수된 주문이 다른 투자자들의 주문보다 더 빠르게 주문 처리된 후 거래소로 전송되어서는 아니 된다는 취지이다. 따라서 그러한 취지를 구현하는 방법으로는 '주문 처리 속도 자체를 차이가 나지 않도록 하는 방법' 이외에도 '어느 주문이 더 먼저 접수된 것인지를 명확히 하여 먼저 접수된 순서대로 차례로 거래소로 전송되도록 통제하는 방법'을 생각할 수 있다.<sup>249)</sup>

그러나 위 후자의 방식을 실현하기 위해서는 두 가지가 전제되어야 한다. 우선 첫째로, 증권사 전산 시스템 상에 먼저 접수된 주문이 거래소에 전송되기 이전에 뒤에 접수된 주문이 거래소에 전송되는 일이 없도록 뒤에 접수된 주문의 거래소 전송을 일시적으로라도 대기할 수 있는 기능이 부여되어야 한다.<sup>250)</sup> 고객의 주문이 전산 시스템

249) 실제로 검사가 위 원칙의 근거 규정으로 주장하는 유가증권시장 업무규정 시행세칙 제123조 제1항은 '접수순에 따라'라는 표현을 사용하고 있다.

250) 부동산등기법 제54조는 '등기관은 접수번호의 순서에 따라 등기를 하여야 한다.'라고 정하고 있는바, 등기정보를 입력하기 위한 등기소 전산 시스템은 먼저 접수된 등기정보가 등기부에 입력되기 이전까지는 뒤에 접수된 등기정보가 입력될 수 없

상 하나의 통로로 접수되어 하나의 경로를 통해 거래소로 전송된다면 물리적으로 그 순서가 뒤바뀌기 어렵기 때문에 뒤에 접수된 주문이 먼저 전송될 우려가 크지 않을 것이나, 주문 접수 방식의 차이와 전산 시스템 설계의 차이로 인하여 접수 통로와 거래소 전송 경로가 다양한 지금의 현실에서는 특정한 방식으로 접수되어 그에 따라 설계된 경로로 이동한 주문정보가 다른 방식으로 접수되어 다른 경로로 이동하고 있는 주문정보를 추월하는 일은 빈번히 발생할 것으로 예상된다. 가령 위 가)에서 본 ④의 방식으로 접수되는 주문은 같은 시점에 ③의 방식으로 접수되는 주문보다 평균적으로 0.019초 빨리 증권사 주문 FEP 서버에 도달하므로, ③의 방식으로 접수된 주문보다 0.019초 미만의 시간만큼 늦게 ④의 방식으로 접수된 주문은 앞선 ③ 방식의 주문을 추월하여 거래소로 전송될 가능성이 높다. 따라서 이러한 경우를 방지하기 위한 장치가 마련되어야 한다.<sup>251)</sup>

둘째로, 서로 다른 방식으로 접수된 여러 가지 주문들 사이에서 어떤 주문이 먼저 접수된 것인지를 판정할 수 있는 명확한 기준이 있어야 한다. 이 역시 고객의 주문이 하나의 통로로 접수되는 경우에는 큰 문제가 되지 않을 것이나, 접수 방식과 통로가 다양한 지금의 현실에서는 각 접수 방식 별로 언제를 접수 시점으로 보아야 할 것인지 판단하는 것이 쉽지 않다. 가령 위 가)에서 본 ①, ②의 방식의 경우에는 유가증권시장 업무규정 제81조, 유가증권시장 업무규정 시행세칙 제12조 제1항 제27호 가목, 제108조 제14호, 제109조 제2항, 제3항에서 고객이 직접 접수시간을 기재한 주문표를 증권사 임·직원에게 건네주어 그 임·직원이 영업점단말기에 주문을 입력하거나 전화를

도록 하는 장치를 두고 있다. 이러한 장치가 위 본문에서 말하는 '대기 기능'의 예에 해당한다.

251) 이와 관련하여 거래소 감리팀장인 남○○는 이 법정에서, "전산화가 되기 전에 수작업 매매를 할 때부터 제가 근무를 했는데요. 수작업 매매를 할 때는 각 지점, 영업점에서 전화주문도 받고, 또는 객장에서 손님들이 직접 주문표를 제출해서 저희 거래소 쪽에 주문표가 넘버링 돼서 일일이 넘어왔습니다. 그런 경우에는 접수순서가 바뀔 일은 없습니다. 그때에는 접수시간을 찍으라고 했습니다. 그런데 지금은 주문매체가 너무나 다양하지 않습니까. 그런 부분들을 일렬로 넘버링한다는 것은 현실적으로 굉장히 불가능한 부분입니다."라고 진술한 바 있다(변호인 제출 증거목록 순번 57 남○○에 대한 증인신문조서 (2011고합600) 28, 29쪽).

받은 임·직원이 증권사 시스템에 주문 내용을 입력하고 주문표를 출력하면서 증권사 BEP 서버에 도달시키도록 되어 있는데, 이 경우 고객이 기재한 접수시간을 기재하여 주문표를 건넨 시점과 영업점단말기 입력시점, 증권사 BEP 서버 도달시점 중 어느 시점이 다른 방식으로 접수된 주문들과 우선순위를 정하는데 기준이 되는 접수시점인지가 불명확하다. 또 ③의 방식의 경우에는 고객이 주문 지시를 자신의 입력매체에 입력한 시점과 증권사 BEP 서버 도달시점 중 어느 시점이 접수시점인지가 불명확하다. 나아가 ④의 방식의 경우에는 증권사 BEP 서버 자체를 거치지 아니하고 바로 증권사 주문 FEP 서버에 도달하므로 접수시점을 특정하는 것이 더욱 어렵다. 만약 이 경우 고객이 주문 지시를 자신의 입력매체에 입력한 시점 또는 고객의 주문 지시가 생성된 시점을 접수시점으로 본다고 하면, 그 입력매체 또는 생성기기는 증권사가 통제하는 장치가 아닐 수 있기 때문에 당해 장치가 주문 정보와 함께 보내오는 시간정보를 신뢰할 수 있을지의 문제도 발생한다.

그 이외에 위와 같이 시간정보를 보내오는 장치들의 시계를 세밀하게 일치시킬 방법이 없다는 기술적인 한계도 존재한다. 증권사로 일순간에 쏟아져 들어오는 주문 정보들 사이에서 접수시점의 선후는 0.001초의 차이로 결정되는 경우도 많을 것인데, 그 정도로 세밀하게 위 장치들의 시계를 일치시키기가 사실상 불가능하다.<sup>252)</sup> ○○증권, ○○○○증권, ○○○○증권, ○○증권, ○○○○증권에 대한 각 사실조회결과에 의하면,<sup>253)</sup> 2011. 2.경부터 2011. 3.경 사이의 일부 거래내역만 확인해 보더라도, 거래소 접수 서버의 시계와 (주) ○○○ 서버의 시계, 그리고 각 증권사 서버의 시계가 모두 불일치하여 증권사가 보관하고 있는 거래내역 데이터에 '증권사의 주문전송 시각이 거래

252) 변호인 제출 증거목록 순번 58-1 최○○에 대한 증인신문조서(2011고합600 사건 제4회 공판조서 중 일부) 23, 24, 41 내지 48쪽, 위 증인신문조서 49쪽의 피고인 김○○ 진술부분

253) 변호인 제출 증거목록 순번 47-1 내지 5 각 사실조회 회보

소에서 주문을 전송받아 매매를 체결시킨 시각<sup>254)</sup>보다 오히려 더 뒤인 것으로 기재되어 있는 현상'도 다수 발견된다. ○○증권의 경우에는 증권사 내부에 시간 보정 시스템을 도입하여 GPS 위성시간과 내부 서버들의 시계를 비교한 뒤 그 오차를 1ms(0.001초) 단위로 상시 자동 보정하고 있음에도 불구하고, 증권사 내부의 서버들 사이에서도 마저도 여전히 수 ms 정도의 시계 차이가 발생하고 있으며, 그 결과 주문 전송 시각과 매매 체결 시각이 역전되는 현상이 다수 발견되었다.

위와 같이 하나의 증권사 전산 시스템 내부에 존재하는 여러 가지 서버들 사이에서 마저 시계가 일치하지 아니한다면, 전국에서 다양한 경로를 통해 수많은 주문들이 동시에 접수되어 ms 단위로 선후를 다투는 지금의 거래 현실을 고려할 때, 그 주문들을 각 서버들이 기록한 접수 시간 순서대로 다시 배열하는 과정에서 선후가 역전되는 상황이 필연적으로 발생하게 된다.<sup>255)</sup>

따라서 위 ① 내지 ④의 방식을 모두 허용한다는 전제 하에 '주문 접수 순서대로 주문 정보가 거래소로 전송되도록 통제하는 방법'을 구현하기 위하여는, 우선 서로 다른 방식으로 접수된 주문들 사이의 접수 선후를 판정하기 위하여 '접수시점을 언제로 볼 것인지'에 대한 명확한 기준이 제시되어야 하고, 다음으로 시계 일치에 필요한 기술적인 한계를 극복할 수 있는 방법이 제시되어야 한다.

#### (4) 규정 및 공문의 해석

254) 엄밀히 말하면 '매매 체결 시각'이라기보다는 '거래소의 접수 서버가 주문을 접수한 시각'이다. 거래소의 접수 서버는 주문을 접수함과 동시에 증권사에 '접수하였다는 사실'과 그 '접수시간'을 포함하는 응답데이터를 보내는데, 그러면 증권사는 그 응답데이터에 포함되어 있는 '접수시간'을 당해 계좌에 대한 거래내역에 '매매 체결 시간'으로 기록한다. 그렇지만 실제로는, 거래소에는 접수 서버와 매매 체결 서버가 따로 있고, 여러 대의 접수 서버가 각자 주문을 접수하고 응답데이터를 보낸 뒤 그 접수한 주문 정보를 다시 매매 체결 서버로 전달하여 매매 체결 서버에서 매매를 체결시킨다. 따라서 위 응답데이터에 포함되어 있는 접수시간은 실제 매매 체결 시간과 반드시 일치한다고 할 수 없다. i) 거래소의 주문 접수 서버에서 매매 체결 서버로 전달되는 과정에서 소요되는 극히 짧은 시간이 있고, ii) 주문 접수 서버의 시계와 매매 체결 서버의 시계 사이의 시각 불일치의 문제가 발생할 수 있기 때문이다[변호인 제출 증거목록 순번 58-1 최○○에 대한 증인신문조서(2011고합600 사건 제4회 공판조서 중 일부] 43, 44, 47 내지 49쪽).

255) 거래가 활발하게 이루어지고 있는 장 중에는 전산처리에 혼선을 줄 수 있기 때문에 위 보정 작업을 실시하기가 어렵다는 한계도 존재한다[변호인 제출 증거목록 순번 58-1 최○○에 대한 증인신문조서(2011고합600 사건 제4회 공판조서 중 일부) 50쪽 피고인 김○○의 진술기재 부분].

위 (1) 내지 (3)에서 살펴본 여러 가지 내용들을 종합하여 보면, 검사가 근거로 제시한 유가증권시장 업무규정 및 행정지도 공문들의 내용은 '증권사가 주문 처리 과정에서 속도의 차이를 두어서는 아니 된다.'라는 원칙을 선언한 것으로 해석하기는 어렵다. 그 이유는 다음과 같다.

① 검사가 근거로 제시한 유가증권시장 업무규정 어디에도, 증권사가 주문 처리 과정에서 속도의 차이를 두어서는 아니 된다고 명확히 규정한 조항이 없다. 유가증권시장 업무규정 시행세칙 제123조 제1항은 '문서에 의한 방법' 또는 '전화 등 방법'으로 위탁받은 주문에 대하여 접수순에 따라 '증권사 주문단말기'에 입력하여야 한다고 정하고 있으나, 위 조항을 '모든 방식'으로 접수된 주문을 접수순에 따라 '거래소로 전송'하여야 한다는 의미로 확대해석할 수는 없다. 이 사건에서 주로 문제되는 '전자통신방법'으로 위탁받은 주문의 처리절차는 주문표를 작성하지 아니하고(위 시행세칙 제109조 제5항) 증권사 주문단말기를 거치지도 아니하는 등 '문서에 의한 방법' 또는 '전화 등 방법'으로 위탁받은 주문의 처리 절차와는 완전히 다르고, 또 위 시행세칙 제123조 제1항에 의하더라도 전국적으로 증권사의 각 영업점마다 설치되어 있는 주문단말기로부터 증권사의 주문 FEP 서버에 도달하기까지 소요되는 시간의 차이에 대하여는 아무런 규정이 없다. 위 조항은 어디까지나 각 객장에서 '문서에 의한 방법' 또는 '전화 등 방법'으로 주문을 위탁받은 증권사 임·직원에게 자신이 위탁받은 순서대로 업무를 처리할 의무를 부여하는 취지라고 해석된다.

한편 2010. 10. 21. 신설된 유가증권시장 업무규정 시행세칙 제123조 제4항은 모든 주문에 대하여 '주문입력매체의 특성' 등을 감안하여 위탁자의 주문간 호가 간에 형평이 이루어지도록 처리하여야 한다고 규정하고 있는데, 아래 ② 내지 ⑤에서 보는 사정과 주문입력매체에 대하여 정하고 있는 같은 시행세칙 제12조 제1항 제27호의 규정내

용을 종합하면, 이는 앞서 (3)항에서 논의한 주문접수 방식의 차이에 따라서 발생하는 주문 처리 속도의 차이를 인정하되 그 이후의 주문제출 단계, 가령 주문프로세스의 부당한 배정으로 인한 지나친 속도차이로 인하여 주문 간에 형평이 깨져서는 아니 된다는 취지로 판단된다.

따라서 위 규정들만을 근거로 '증권사가 주문 처리 과정에서 속도의 차이를 두어서는 아니 된다.'라는 일반적인 원칙이 존재한다고 해석할 수는 없다.

② 감독 당국에서도 금융감독원의 2010. 12. 31.자 행정지도 공문 이외에는 일반적으로 주문 처리 과정에서 속도의 차이를 두어서는 아니 된다는 내용의 행정지도를 실시한 바 없다.

다만, 금융감독원이 이 사건 스캘퍼들이 ○○○투자증권으로부터 속도 관련 서비스들을 제공받기 시작한 이후에 위 공문을 통하여 일반적으로 속도의 차이를 두어서는 아니 된다는 내용의 행정지도를 한 것은 사실이다. 그러나 이는 추상적인 내용의 행정지도일 뿐 그 행정지도에 따르기 위해서 반드시 알아야 하는 주문접수 시점에 대한 기준 제시를 하지 아니하였다. 뿐만 아니라 위 행정지도는 같은 공문에 포함되어 있는 '일정한 조건 하에 DMA를 허용한다.'는 취지의 행정지도 내용과도 스스로 모순되고 뒤에서 보는 바와 같이 규정(금융투자업감독규정 제4-20조 제11호)에 위반되는 결과를 불러온다는 문제를 안고 있다.

따라서 추상적이고 모순된 행정지도에 불과한 위 행정지도 공문 1건의 일부분을 근거로 금융감독원이 '증권사가 주문 처리 과정에서 속도의 차이를 두어서는 아니 된다.'라는 원칙을 정한 것이라고 평가하기는 어렵다.

③ 현재 증권사와 고객들 사이에서 실제로 활용되고 있는 여러 가지 주문 방식을 하나로 통일하고 그 이외의 주문 방식을 규제하지 아니하는 한 주문 처리 과정에서 속도

의 차이가 발생하는 것을 막는 것은 사실상 불가능하다. 그런데 위 여러 가지 주문 방식(주문표, 전화, HTS, DMA 등)에 대하여는 현재 보증형 DMA를 제외하고는 법률상 이를 금지하는 규정이 없고, 금융감독기관에서도 전통적 DMA가 허용된다는 전제하에 각종 행정지도를 하여 왔다. 유가증권시장 업무규정 시행세칙도 위 주문접수방식의 허부에 대한 아무런 규제 없이 이를 주문위탁이라는 측면에서 3가지 방식으로,<sup>256)</sup> 그리고 주문입력이라는 측면에서 5가지 방식으로<sup>257)</sup> 단순히 분류하고 있을 뿐이다.

④ 고객들의 주문을 증권사에 접수된 순서대로 거래소에 전송되도록 함으로써 주문 처리 과정에서 발생하는 속도의 차이를 우회적으로 규제하기 위해서는, 필요에 따라 주문이 거래소로 전송되는 것을 대기할 수 있도록 하는 기능이 필요한데, 이러한 대기 시스템은 전 세계에 유래가 없을 뿐 아니라<sup>258)</sup> 오히려 자본시장법의 규정 태도와 배치된다. 현재 자본시장법은 증권회사가 어떤 방식으로든 일단 접수된 고객의 주문을 즉시 처리하여야 한다는 전제하에 이를 즉시 처리하지 않는 경우 오히려 과태료를 부과하도록 규정하고 있다.<sup>259)</sup> 나아가 이러한 대기시스템은 거래량의 급감을 초래하여 금융투자업의 발전에 기여한다는 자본시장법의 목적과 한국증권거래소의 설립 목적의 달성에 역행하는 결과를 낳을 것으로도 예상된다.

⑤ 위와 같은 우회적 규제를 위해서는 그 이외에도 주문 접수 시점에 대한 명확한 기준 제시가 필요하다. 또 증권사 내부의 서버에서 주문이 발주되는 경우에는 주문 접수라는 절차 자체가 존재하지 아니하므로 이 경우 어떠한 기준을 통해 해결할 것인지도 문제된다.

256) 유가증권시장 업무규정 시행세칙 제12조 제1항 제27호

257) 유가증권시장 업무규정 시행세칙 제109조 제1항

258) 변호인 제출 증거목록 순번 54 황○○에 대한 증인신문조서(2011고합600사건) 141, 144쪽

259) 자본시장법 제71조 제7호, 제449조 제1항 제29호, 자본시장법시행령 제68조 제5항 제14호, 금융투자업감독규정 제4-20조 제1항 제11호 나목



그러나 이 사건 당시 법령상, 그리고 금융감독당국의 행정지도 상으로도 위와 같은 기준이 제시된 바가 없다. 금융감독원 선임조사역인 황○○, 거래소 감리팀장인 남○○, ○○○ 직원인 황○○는 2011고합600사건에 증인으로 출석해서 모두 일치하여 '2011. 5.경까지 주문 접수 시점에 대한 정의가 없었다.', '증권사로서는 어느 시점을 접수 시점으로 보아야 하는지 매우 어려운 문제이다.', '그래서 증권사들은 주문 FEP 서버에 도착한 시점을 접수 시점이라고 생각하고 있었다.'라는 취지로 진술한 바 있다.<sup>260)261)</sup>

이상에서 살펴 본 ③ 내지 ⑤와 같은 제반 사정의 문제점에 대하여 검사가 제시한 업무규정 및 행정지도에는 아무런 기준이나 해결책이 언급되어 있지 아니하다. 이러한 점에서도, 위 업무규정 및 행정지도 공문들이 '증권사가 주문 처리 과정에서 속도의 차이를 두어서는 아니 된다.'는 원칙을 정한 것이라고 해석하기는 어렵다.

#### 나) 유가증권시장 업무규정과 행정지도의 비법규성

나아가 가사 위 유가증권시장 업무규정과 행정지도 공문들을 무리하게 '증권사가 주문 처리 과정에서 속도의 차이를 두어서는 아니 된다.'라는 원칙을 선언한 것으로 해석하더라도, 위 업무규정과 행정지도는 법규성이 없는 것이므로, 이에 위배되는 행위를 바로 위법하다고 단정할 수는 없다. 따라서 앞서 3. 나. 3)항 '부정한 수단의 해

260) 변호인 제출 증거목록 순번 57 남○○에 대한 증인신문조서(2011고합600) 16, 19, 20쪽, 변호인 제출 증거목록 순번 56 황○○에 대한 증인신문조서(2011고합600) 74 내지 76쪽, 변호인 제출 증거목록 순번 58-1 최○○에 대한 증인신문조서(2011고합600 사건 제4회 공판조서 중 일부) 19, 20쪽

261) 이 사건 이후인 2011. 5. 19. 금융위원회에서 발표한 'ELW 시장 추가건전화 방안'에서야 비로소 위 주문 접수 시점과 관련하여 "최근 통신기술의 발달로 주문접수 방법이 다양화되고 있는 점을 감안, 주문접수 개념을 명확화, 주문접수 방법별로 차이는 있으나 통상 투자자 주문이 중개 증권사의 방화벽을 통과한 시점이 주문접수 시점으로 정의"라는 내용이 포함되었다. 위 방안이 작성되는 과정에서 금융감독원 측 담당자로서 협의에 참여한 황○○도 이 법정에서, '접수 시점에 대한 기준을 정하는 것은 매우 어려웠다.', '2011. 5. 19.에 발표된 방안 이전까지는 주문 접수 시점에 대한 명확한 정의가 없었다.'는 취지로 진술한 바 있다. 다만 위 방안이 발표된 이후에 발표된 금융투자업규정기행세칙 개정(안) 제1-3조 제2항 제2호에서는 "금융투자업자가 전자통신방법에 따라 매매주문을 접수하는 경우 그 매매주문은 자체 매매주문 정보처리시스템상 최초로 보안성 등을 점검하는 시스템을 경유할 것"이라고 규정하고 있을 뿐이어서, 위 개정(안)에 따르더라도 전자통신방법 이외의 다른 방법에 의한 주문 접수와 증권사가 자신의 고유계정으로 주문을 하는 경우에 대하여는 여전히 명확한 기준이 없는 상태이다.

석'에서 살펴본 바와 같이 '부정한 수단·계획·기교'를 부정거래행위에 준할 정도의 위법성을 요하는 것으로 해석함이 상당한 이상, 설령 이러한 업무규정과 행정지도를 위반하였다고 가정하더라도 그러한 사정만으로 바로 '부정한 수단·계획·기교'에 해당한다고 볼 수는 없다.

#### 다) 소결론

이상에서 상세히 살펴본 바와 같이, 증권사에 '주문 처리 과정에서 속도의 차이를 두어서는 아니 된다.'는 법적인 의무가 있다고 할 수 없고, 따라서 이 사건 스캘퍼들에게 속도 관련 서비스들을 제공한 피고인들의 행위에 대하여 '자본시장법 제178조 제1항 제2호, 제3호, 제2항에서 구체화된 부정거래행위에 준하는 위법성이 있는 행위'라고 평가할 수도 없으므로, 이는 자본시장법 제178조 제1항 제1호에서 정한 '부정한 수단 등'에 해당하지 아니한다.

#### 3) 동등한 접근기회의 보장 문제

한편, 검사는 의견서<sup>262)</sup>를 통해 피고인들이 다른 투자자들 몰래 이 사건 스캘퍼들에게 속도 관련 서비스들을 제공하여 그들의 주문속도를 우선적으로 거래소에 전송함으로써 결과적으로 다른 투자자들을 불합리하게 차별한 것이 '부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위'에 해당한다는 취지로 주장한다.

여기서 '몰래 제공하였다.'라는 표현의 취지가 분명하지는 않으나, ① 이 사건 스캘퍼들을 비롯한 특정 고객들과 비밀리에 접촉하여 배타적으로 서비스를 제공하였다는 취지이거나,<sup>263)</sup> ② 이를 일반대중에게 공시·공개하지 않았다는 취지로 보이는바,<sup>264)</sup> 이를 나누어 살펴보기로 한다.

262) 검사 제출 2011. 11. 25.자 의견서 1쪽

263) 검찰 제출 2011. 11. 25.자 의견서 8쪽 참조.

264) 검찰 제출 2011. 11. 25.자 의견서 1-5쪽, 제3회 공판조서 중 피고인 이○○에 대한 피고인신문조서 1-2쪽 참조.

먼저, ○○○투자증권을 비롯한 증권사들이 이 사건 스캘퍼들을 비롯한 소수의 특정 고객들에게만 비밀리에 또는 배타적으로 위 소수의 특정고객들에게만 서비스를 제공한 것인지 보건대, 검찰이 제출한 증거만으로는 이를 인정하기에 부족하다.

오히려 이 법원에서 적법하게 채택하여 조사한 증거들에 의하면, ○○○투자증권이 이 사건 스캘퍼들에게 속도 관련 서비스들을 제공하기 시작한 2010. 6.경 이전인 2009. 7.경부터 ○○증권, ○○○○○증권 등의 증권사가 스캘퍼들에게 속도 관련 서비스들을 제공한 사실, 그즈음부터 증권사들은 스캘퍼들에게 제공된 속도 관련 서비스들과 같은 고객 맞춤형 전용 전산 시스템을 개발하고 고객 유치를 위한 홍보활동을 벌여 온 사실, ○○○○증권의 경우 2009. 11.경부터 인터넷 포털사이트인 네이버와 증권 전문 포털사이트인 ○○○(○○○) 등에 "이제 ELW 주문을 Quick하게", "전용서버와 맞춤형화면 제공!"<sup>265)</sup> 등의 내용으로 광고를 한 사실, 당시 언론에 ○○○○증권의 위 서비스와 관련하여 "VIP 전용서버 및 개별맞춤화면을 제공받을 수 있어, 빠르고 편리한 시세조회 및 주문이 가능하다."는 내용의 기사가 게재되기도 하였던 사실, ○○증권의 경우 2010. 12. 13.경 뒤늦게 '전용서버 구축과 다양한 주문 기능으로 매매의 속도와 편의를 높인 ELW 전용 시스템을 출시하였다.'는 내용의 광고를 하고, ○○증권 홈페이지에는 '데오스 LINK 서비스'라는 서비스와 관련하여 "고객이 시스템 위치 선택 가능", "트레이딩원장", "시세수신방법은 거래소 원시세, 당사 편집시세 중 선택가능합니다.", "주문 경로 및 고객시스템 위치 등 상세협의 가능합니다."라는 설명이 게시된 사실, 그 이외에도 대부분의 증권사들이 이 사건 스캘퍼들에게 제공된 속도 관련 서비스들과 동일한 요소들을 포함하고 있는 DMA 서비스를 고객들에게 제공하여 왔고, 그러한 사실이 증권가와 금융감독당국에 널리 알려져 있었던 사실 등을 인정할 수 있는바,<sup>266)</sup> 그

265) 밑줄은 판결문 작성 과정에서 강조를 위해 부기한 것이다. 이하 같다.

266) 변호인 제출 증거목록 순번 54 황○○에 대한 증인신문조서(2011고합600사건) 82쪽, 변호인 제출 증거목록 순번 22-1 신

렇다면 ○○○투자증권의 입장에서는 비밀리에 이 사건 스캘퍼 등을 접촉해서 이들에게만 배타적으로 속도 서비스를 제공한 것이 아니라 영업활동의 일환으로 ELW시장에서 대량매매를 하고 있던 이 사건 스캘퍼들을 유치한 것이라고 봄이 상당하다(즉, 이 사건 스캘퍼들이 아니더라도, 속도 관련 서비스를 신청하는 고객이 있는 경우 일정한 협의를 거쳐서 해당 서비스를 제공하는 절차를 밟았을 것이라고 보이고, 이때의 협의는 시설여건이나 비용 등 실무적인 문제 때문에 필요한 것으로서, 이러한 절차를 비밀 접촉 또는 배타적 제공을 위한 것으로 보기는 어렵다).

다음으로, ○○○투자증권이 일반대중에게 광고 등의 형식으로 공시하지 않은 것이 '부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위'에 해당하는지에 대하여 본다.

검찰은 자본시장법 제44조를 근거로 속도 관련 서비스는 그 서비스를 제공받은 투자자와 그렇지 못한 투자자 사이에서의 이해상충을 야기하므로 이러한 사실을 ELW 거래 투자자들에게 알려야 하고, 그 이해상충이 발생할 가능성을 투자자 보호에 문제가 없는 수준으로 낮춘 후 매매 기타 거래를 하여야 할 의무가 있다는 취지로 주장한다.<sup>267)</sup>

◆ 자본시장법 제44조

- ① 금융투자업자는 금융투자업의 영위와 관련하여 금융투자업자와 투자자 간, 특정 투자자와 다른 투자자 간의 이해상충을 방지하기 위하여 이해상충이 발생할 가능성을 파악·평가하고, 내부통제기준이 정하는 방법 및 절차에 따라 이를 적절히 관리하여야 한다.
- ② 금융투자업자는 제1항에 따라 이해상충이 발생할 가능성을 파악·평가한 결과 이해상충이 발생할 가능성이 있다고 인정되는 경우에는 그 사실을 미리 해당 투자자에게 알려야 하며, 그 이해상충이 발생할 가능성을 내부통제기준이 정하는 방법 및 절차에 따라 투자

문기사("온라인 증권서비스 ○○○, ELW VIP 클럽 운영"), 변호인 제출 증거목록 순번 22-2 신문기사("○○증권, 13일 파생·ELW 전용 HTS 출시), 변호인 제출 증거목록 순번 37, ○○○○증권 파생상품전용서버 광고화면, 변호인 제출 증거목록 순번 38 ○○○○증권 김○○ 차장 진술서, 변호인 제출 증거목록 순번 39 ○○증권 데오스링크 서비스 안내화면  
267) 제3회 공판조서 중 피고인 이○○에 대한 피고인신문조서 1~2쪽 참조

자 보호에 문제가 없는 수준으로 낮춘 후 매매, 그 밖의 거래를 하여야 한다.

③ 금융투자업자는 제2항에 따라 그 이해상충이 발생할 가능성을 낮추는 것이 곤란하다고 판단되는 경우에는 매매, 그 밖의 거래를 하여서는 아니 된다.

그러나 앞서 3. 다. 1)항 '다른 투자자들의 이익을 침해할 위험성이 있는지 여부'에서 살펴본 바와 같이 ELW 시장의 특수성에 기하여 이 사건 속도 관련 서비스를 제공받은 투자자와 그렇지 못한 투자자 사이에는 이해충돌의 여지가 극히 낮은 것으로 보이고, 더욱이 이러한 속도 관련 서비스들의 공시에 대하여 이 사건이 발생하기 이전까지 어떠한 규정 지침이나 관련 감독기관의 지도가 있었다는 점을 인정할 만한 자료가 없다. 그렇다면 위 자본시장법 등을 근거로 하여 ○○○투자증권틀 비롯한 증권사들에게 검사가 주장하는 바와 같은 속도 제공 서비스에 대한 공시의무가 부과된다고 보기는 어렵고, 이와는 다른 전제에서 피고인들의 행위가 위법하다는 취지의 이 부분 검사의 주장은 받아들일 수 없다.

#### 4. 결론

##### 가. 검토 및 판단 내용의 요약

이상에서 살펴 본 검토 및 판단 내용을 요약하면 다음과 같다.

① ELW는 동일한 내용의 옵션 상품에 비하여 높은 가격으로 최초에 판매되고(평균 24% 이상 고가임), 그 후로는 시간가치의 감소로 인하여 내가격의 ELW를 제외한 나머지 종목은 모두 만기가 가까워질수록 가격이 0원에 수렴하게 되는 '초고위험 상품'이다. 옵션 상품에 비하여 높은 가격 때문에 기관투자자와 외국인투자자들은 ELW 시장

에 거의 참여하지 않고 있고(거래대금 기준 참여 비중 : 기관투자자 및 외국인투자자 합계 3.3%), 소액 투자로 큰 이익을 노리는 개인투자자들이 대부분을 차지하고 있다(거래대금 기준, LP를 제외한 시장 참여자 중 개인투자자들 비중 : 94.5% 이상).

② ELW 시장은 '1(LP) 대 다수(주로 개인투자자들)'의 대향적 관계가 형성되어 있고(전체 거래 중 LP와 개인투자자간의 거래가 차지하는 비중 84%), LP가 ELW 가격결정력을 행사할 뿐 아니라 '장 초반 공급독점, 장 중 대량 호가 제출, 장 막판 수요독점'의 형태로 우월적인 지위를 누리고 있다. 이는 다수 대 다수의 대향적 관계가 형성되어 있는 일반 유가증권시장과는 매우 다른 특수한 구조이다.

그런데 내가격의 ELW를 제외한 나머지 ELW 종목의 가격이 만기가 가까워질수록 0원에 수렴하게 되므로, 현재 개인투자자들이 다수 활용하고 있는 '만기가 얼마 남지 않은 저가의 외가격 ELW에 대한 투자 방식'으로는 '단기간 내에 기초자산의 가격이 개인투자자들이 원하는 방향으로 급격하게 변동하여 행사가격에 진입'하는 매우 이례적인 경우를 제외하고는 대부분의 개인투자자들이 손실을 보게 된다.

반면 LP는 '최초의 높은 판매 가격으로 인한 수익', '호가 스프레드에 기한 수익'을 기대할 수 있을 뿐 아니라 헤지포지션 구축을 통해 ELW 매매차손이 발생하더라도 그 손실을 만회하고 수익을 얻을 수 있다.

위와 같은 구조적인 요인으로 인하여 2005. 12. 1. ELW 시장이 개설된 이래 2009년까지 집단으로서의 개인투자자들은 매년 적게는 369억 원에서 많게는 4,488억 원에 이르는 대규모 손실을 기록하여 왔고,<sup>268)</sup> 반면 LP는 2007년을 제외하고는 매년 적게는 323억 원에서 많게는 1,789억 원의 대규모 수익을 기록하여 왔다.

③ 2009년 하반기부터 우리나라 ELW 시장에 등장하기 시작한 것으로 알려져 있는

268) 개인투자자들의 2010년 손실 규모 및 LP의 2010년 수익 규모에 대한 자료는 이 사건에서 증거로 제출되지 아니하였으므로 제외하였다.

스캘퍼들은, 딜러인 LP의 호가제시 과정에 많게는 0.016초 정도의 'LP 지연 효과'가 발생한다는 점을 이용하여 그 틈새를 파고들어 대부분 LP를 상대로 매도·매수함으로써 수익을 추구하는 투자자이다.

이들은 일반투자자들보다 빠른 주문처리 속도를 이용하지만, 일반투자자들과 직접적인 이해충돌의 여지는 거의 없다. 일반투자자들의 거래 기회를 박탈하는 경우가 거의 없기 때문이다(거래기회 박탈이 문제되는 거래비중은 0.006~0.008% 정도). 거래 기회 박탈이 거의 없는 이유는, i) LP는 스스로 ELW 호가를 변경하지 않는 경우에는 투자자들을 유인하기 위하여 호가 물량을 지속적으로 재공급(refill, 리필)해주고, ii) 스스로 ELW 호가를 변경하는 경우에는 인간이 인식할 수 없을 정도의 빠른 속도(0.028~0.036 초)로 호가를 변경하기 때문이다.

그럼에도 일부 일반투자자들이 스캘퍼가 자신의 거래 기회를 박탈한다고 오해하는 이유는, 한국거래소의 자회사인 ○○○이 증권사를 통해 투자자들에게 전송하는 시세 정보 중 'ELW 호가잔량 정보'가 지연 전송되거나 누락되기 때문이다. ○○○은 마스터 루핑 방식으로 전송하는 'ELW 호가잔량 정보'의 초당 전송건수를 2010. 11. 15.경 이전의 초당 100건에서 2011. 9. 5.경 이후 400건까지 점진적으로 증가시키고 있으나, ○○○과 증권사 시세 FEP 서버를 연결하는 회선 대역폭의 한계로 인하여 2011. 11.경 현재에도 여전히 평균적으로 1.3 내지 1.4초의 전송 지연이 일어나고 있으며, 특히 지수형 ELW 종목의 호가가 한꺼번에 변경되거나 거래가 한 시점에 몰리는 경우에는 지연 시간이 더 늘어나고 있다. 이 때문에 HTS 등을 통해 거래하는 일반투자자들은 '실제로는 LP가 ELW 호가를 이미 변경하였음에도 불구하고 자기들이 보고 있는 HTS 거래화면의 ELW 호가잔량 창에는 마치 LP의 기존 ELW 호가가 남아 있는 것처럼 표시되는 상태', 즉 호가잔량 정보 지연 상태를 경험하게 된다. 그 상태에서는 일반 투자자

가 눈에 보이는 기존 ELW 호가를 대상으로 아무리 빨리 매도·매수 주문을 제출하여도 거래는 체결되지 않는다. 일반투자자가 눈으로 확인한 시점에 LP의 기존 ELW 호가는 이미 변경되어 존재하지 않기 때문이다. 그런데 뒤늦게 자신의 거래가 체결되지 않은 것을 알게 된 일반투자자들은 LP가 ELW 호가를 변경하기 이전에 이미 ELW 거래를 체결시킨 스캘퍼가 자신을 추월하여 거래를 체결시킨 것으로 오해하게 된다.

④ 증권사가 자신이 LP로 활동하고 있는 ELW의 거래량 증가를 유발하여 일반투자자들을 유인하기 위하여 스캘퍼를 이용하면서, 스캘퍼에게 속도와 관련된 특혜를 제공하고 스캘퍼와의 거래에서 약간의 손실을 용인하여 주고 있다는 주장이 있다. 그러나 증권사로부터 속도 관련 서비스를 제공받은 스캘퍼는 당해 증권사가 LP로 활동하고 있는 ELW 종목을 거의 거래하지 아니하고, 대부분 다른 증권사가 LP로 활동하고 있는 ELW 종목을 거래하고 있다. 또, 현실에서 LP와 스캘퍼는 각자 손실을 보지 않고 수익을 얻기 위해서 서로 치열하게 경쟁하고 있다. 따라서 위 주장은 사실과 다르다.

그 뿐 아니라 법률적으로 스캘퍼의 거래를 일반투자자들을 유인하기 위한 목적의 거래 또는 통정거래라고 할 수 없으므로, 위 주장은 논리적인 측면에서도 오류가 있다.

⑤ 이 사건에서 ○○○투자증권이 스캘퍼에게 제공한 속도 관련 서비스들의 5가지 구성 요소들은 대부분의 증권사들이 주로 기관투자자들과 외국인투자자들을 대상으로 기존부터 제공해 온 DMA 서비스의 일부이다. 위 DMA 서비스 및 알고리즘 매매 서비스에 대하여는 현재까지 법률에서 이를 금지하는 규정을 두거나 금융 감독 기관에서 위 서비스 자체를 제공하지 않도록 규제한 적이 없다.

나아가 금융위원회, 금융감독원, 한국거래소 등 금융 감독 기관은 현재까지 '주문 처리 과정에서 속도의 차이가 없어야 한다.'라는 원칙을 명확하게 선언하거나 그 실현가능한 방법과 기준을 제시한 바가 없다.



⑥ 이 사건에 관한 법리를 살펴보면, 자본시장법 제178조 제1항 제1호의 '부정한 수단, 계획 또는 기교'에 해당하기 위하여는, 다른 투자자들의 이익을 침해할 위험성이 있거나 같은 법률 제178조 제1항 제2호, 제3호 및 제2항에서 정하고 있는 다른 부정거래행위와 동일한 정도의 불법성이 있어야 한다.

그런데 위 ① 내지 ⑤에서 본 바와 같이, i) 이 사건 스캘퍼들의 거래는 일반투자자들의 거래 기회를 직접적으로 박탈하는 것이 아니고, 다른 간접적인 이해충돌의 문제도 발생하지도 아니하므로, 다른 투자자들의 이익을 침해할 위험성이 있다거나 그 접근기회를 부당하게 박탈하였다고 단정할 수는 없다. ii) 또한 이 사건 5가지 속도 관련 서비스들을 제공한 증권사의 행위 역시, DMA 서비스가 사실상 허용되어 온 현실, 그리고 '주문 처리 과정에서 속도의 차이가 없어야 한다.'는 원칙이 명확하게 선언되거나 그 실현가능한 방법과 기준이 제시된 바 없는 점 등을 고려하면, 그 행위가 자본시장법 제178조 제1항 제2호, 제3호 및 제2항에서 정하고 있는 다른 부정거래행위와 동일한 정도의 불법성을 가지고 있다고 보기도 어렵다.

따라서 이 사건 스캘퍼들과 피고인들의 행위는 자본시장법 제178조 제1항 제1호의 '부정한 수단, 계획 또는 기교'에 해당하지 아니한다고 판단된다.

#### 나. 형사처벌의 영역에 관하여

○○○투자증권이 이 사건 스캘퍼들에게 속도 관련 서비스들을 제공하게 된 것은 그들이 ELW 거래를 대량으로 하는 '우수 고객'으로서 증권사에 많은 수수료를 지급할 것이라는 경제적 이익 때문이었고, 이 사건 스캘퍼들이 ○○○투자증권으로부터 제공받은 위 속도 관련 서비스들을 기반으로 하여 ELW 시장에서 이례적으로 안정적인 투자수익을 얻은 것은 사실이다. 그리고 검사는 이러한 요소들이 일반투자자들의 법감

정을 해한다는 취지로 주장한다.

그러나 검사가 주장하는 이 사건 5가지 속도 관련 서비스들의 제공에 관한 이 사건 스캘퍼들과 피고인들의 행위는 위에서 살펴 본 바와 같이 자본시장법 제178조 제1항 제1호의 '부정한 수단, 계획 또는 기교'에 해당한다고 볼 수 없으므로, 이를 형사처벌 대상이 될 정도의 불법적인 행위라고 단정할 만한 근거가 없다. 더 나아가 살펴보면, 증권사의 주문 접수 시점 또는 개개 주문의 선후를 정확히 판별하거나 주문 속도를 일치시킬 기술적인 방법조차 없는 현재의 상태에서 이 사건과 같은 행위를 형사처벌하고자 하는 것은, 형사처벌의 영역을 너무 확대함으로써 문제를 해결하는 것이 아니라 오히려 혼란을 가중시키고 전자통신 기술의 발전으로 인하여 등장하는 여러 가지 서비스들을 모두 구분 없이 위축시키는 결과로 이어질 우려가 있다.

따라서 현재 ELW 시장에서 발생하고 있는 여러 가지 문제들의 해결을 위하여 적절한 행정규제를 하는 것은 별론으로 하고, 현 단계에서 피고인들의 행위를 자본시장법 제178조 제1항 제1호의 '부정한 수단, 계획 또는 기교'를 사용하는 행위에 해당한다고 보고 이를 형사처벌할 수는 없다고 본다.

#### 다. 결어

이 사건 스캘퍼들이 ○○○투자증권으로부터 제공받은 속도 관련 서비스들을 활용하여 ELW 거래를 한 행위, 또 위와 같은 서비스들을 제공한 피고인들의 행위는 모두 자본시장법 제178조 제1항 제1호에서 정한 '부정한 수단, 계획 또는 기교'를 사용하는 행위에 해당한다고 볼 만한 근거가 없다.

따라서 이 사건 공소사실은 범죄로 되지 아니하거나 범죄의 증거가 없는 경우에 해당하므로 형사소송법 제325조에 의하여 피고인들에게 모두 무죄를 선고하고, 형법 제

58조 제2항에 의하여 판결의 요지를 공시한다.

재판장      판사      김시철      \_\_\_\_\_

                 판사      임성철      \_\_\_\_\_

                 판사      박명규      \_\_\_\_\_

별지

### 범 죄 일 램 표

증권회사	공범	계좌주 (차명계좌)	계좌번호	기간	ELW거래금액(총 거래대금)	부정한 수단, 계획 또는 기교
○○○투자 증권	피고인들, 송○○, 김○○, 이○○, 정○○	송○○	000000000000	2010. 6.~10. 2010. 12.~2011. 2.	3,345,371,000,000원	가. 알고리즘 매매 프로그램을 증권회사 내부 전산망에 있 는 전용 주문서버에 탑재 나. 전용 주문서버 이용 다. 가원장체크 라. 시세정보 차별적 우선 제공
			000000000000	2010. 6.~11.	2,151,585,123,800원	
		강○○	000000000000	2010. 9.~10.	637,658,814,150원	
			000000000000	2010. 9.	220,986,946,350원	
		김○○	000000000000	2010. 6.~2011. 2.	220,986,946,350원	
			000000000000	2010. 6.~8.	1,242,359,930,700원	
	피고인들, 이○○	이○○	000000000000	2010. 6.~2010. 9.	1,022,453,704,000원	
	○○○투자증권 소계					

끝.