

파생금융상품의 불완전판매와 불공정거래 개선 방향

(2017년 6월 1일, 한국회계학회-한국파생상품학회 공동 세미나)

자본시장연구원 이효섭
(hslee@kcmi.re.kr)

목차

1. 국내·외 파생금융상품의 불완전판매 사례 및 시사점
2. 파생금융상품의 불완전판매 개선 방향
3. 국내·외 파생금융상품의 불공정거래 사례 및 시사점
4. 파생금융상품의 불공정거래 개선 방향

국내·외 파생금융상품의 불완전판매 사례 및 시사점

<참고> 파생금융상품의 법적 분류

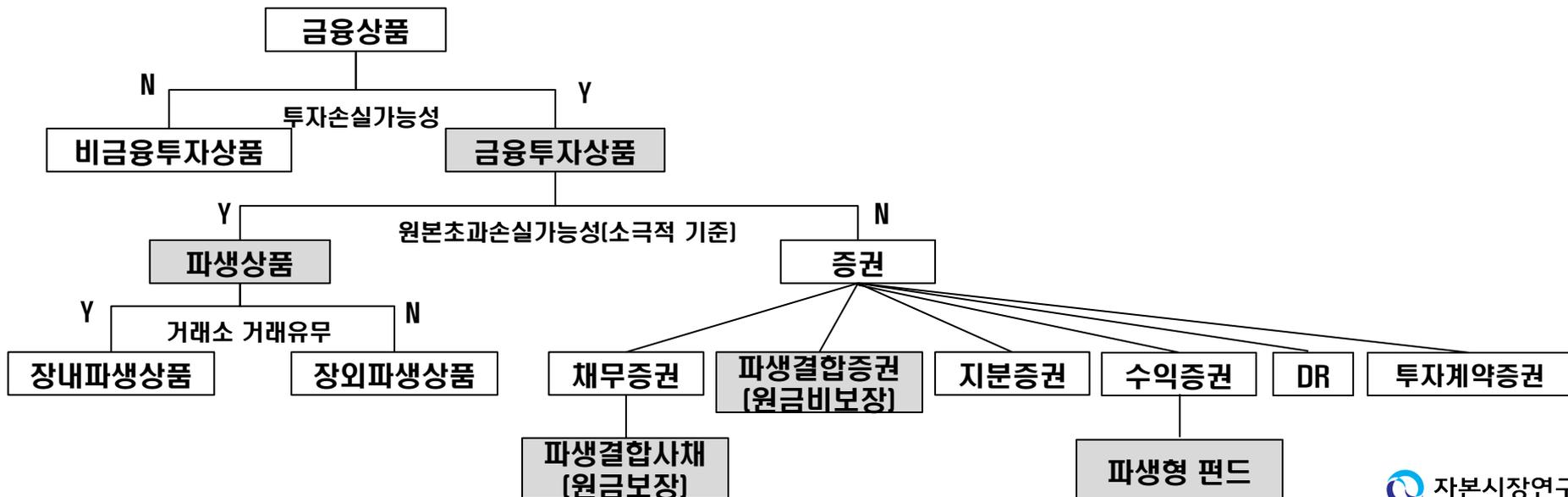
❖ 자본시장법에서는 원본초과손실 여부에 따라 파생상품과 파생결합증권으로 나눔

- 파생상품은 기초자산에 따라 미래 지급의무(선물/선도), 권리(옵션), 교환계약(스왑) 등이 달라지는 금융투자상품으로 원본 초과 손실이 발생할 수 있는 금융투자상품으로 정의(자 §5)
 - 파생상품은 장내파생상품, 장외파생상품으로 구분됨
- 파생결합증권은 기초자산과 연동된 증권으로 원본 초과 손실이 발생하지 않음
 - 최근 자본시장법 개정(2013.5.28)으로 원금을 보장하는 연계 증권은 명시적으로 파생결합증권에서 제외되어 채무증권(파생결합사채)으로 분류됨

❖ 불완전판매 금지 대상의 범위

- 파생상품(장내·외 파생상품), 파생결합증권, 파생결합사채, 파생형 펀드

자본시장법상 파생상품의 분류 체계



파생금융상품의 불완전판매(mis-selling) 행위란 무엇인가?

❖ 불완전판매 행위의 사전적 정의

- 고객에게 금융상품을 판매할 때 상품에 대한 기본 내용 및 투자위험성 등을 제대로 설명하지 않고 판매하거나 해당 투자위험을 감내하기 어려운 고객에게 판매하는 행위를 뜻함

❖ 불완전판매 행위의 법적 정의

- 자본시장법에서는 금융투자회사 임직원이 일반투자자에 대해 설명의무, 적합성의 원칙, 적정성의 원칙, 부당권유, 기타 표준투자권유준칙 사항 등 주요 투자권유 규제를 위반하여 투자자에게 직간접적으로 손실을 입힌 행위를 뜻함
 - (설명 의무) 금융투자상품 판매시 일반투자자에게 상품의 위험과 내용을 상세하게 설명해야 하며, 만약 설명의무 불이행시 손해배상책임이 있음(자 §47~48)
 - (적합성의 원칙) 금융투자상품을 권유하기 전에 면담 등을 통해 일반투자자의 투자 목적, 경험 등을 파악하고, 일반투자자의 위험 성향에 적합하지 않은 금융투자상품을 권유하지 않아야 함(자 §46)
 - (적정성의 원칙) 투자권유가 없는 경우에도 파생상품과 같이 위험성이 높은 금융투자상품이 적정하지 않다고 판단될 때에는 투자자에게 해당 사실을 알리고, 서명, 기명, 녹취 등의 방법으로 확인을 받아야 함(자 §46조의2)
 - (부당권유 금지) 거짓내용을 알리는 행위, 투자권유 요청을 받지 않고 방문, 전화 등 실시간 대화의 방법을 이용하는 행위, 투자권유를 거부하였음에도 투자권유를 계속하는 행위 등을 금지하고 있음(자 §49)
 - (표준투자권유준칙) 금융투자업자가 투자권유를 함에 있어 임직원이 준수해야 할 구체적인 기준과 절차를 정해야 하며 파생상품등에 대해서는 일반투자자의 투자목적, 재산상황 및 투자경험을 고려하여 투자자 등급별로 차등화된 투자권유준칙을 마련해야 함(자 §50)

국내·외 파생상품 불완전판매 관련 주요 문헌연구

- ❖ 김영식·안동현·유원석·최영민(2010), “Engineering for Whom? Theory and Evidence in Structured Products”, working paper
 - RC(Reverse Convertible) 구조의 구조화상품에 투자하는 소매 투자자는 구조화상품의 수익구조 및 가격결정 등 모형 이해 부족으로 인한 위험, 시장정보의 정보비대칭 위험, 조기상환시 헤지로 인한 unwinding 위험 등에 노출되어 있음을 제시
- ❖ 남길남 외(2012), “ELS·DLS 투자자보호 강화 방안”, 금융위원회 연구용역
 - 해외 구조화상품시장의 규제 현황을 조사하고 통합정보시스템의 구축, 공정가액 산출, 투자숙려제도 의무화, 비교정보플랫폼 도입, 발행회사의 신용위험으로부터의 절연 방안을 제시
- ❖ 남길남(2012), “유럽의 일반투자자보호 강화의 시사점: EU의 PRIPS 및 영국 RDR을 중심으로”, KCMF 유럽금융포커스
 - 2000년대 이후 유럽의 소매구조화상품 판매 사례를 소개하고 영국, EU 등에서 추진하고 있는 RDR 규제와 PRIPS 규제의 현황 및 시사점을 제시
- ❖ 엄영호(2015), “자본시장 살길, 파생상품 활성화에 있다”, 제13회 서울국제파생상품컨퍼런스
 - 커버드콜 전략을 수행한 경우 높은 위험조정 성과를 거둘 수 있으며, 해당 커버드콜 전략을 일부 편입한 포트폴리오는 기존 포트폴리오보다 위험조정 성과가 크게 향상됨을 발표
 - 과거 ELS 투자는 높은 위험조정 성과를 보여주었으나 위험 회피 수준이 높은 투자자에게는 적합하지 않은 상품일 수 있음을 이론적으로 제시
- ❖ 이효섭(2016), “ELS/DLS 투자성과 분석 및 시사점”, KCMF 이슈분석
 - ELS의 과거 위험조정 성과는 은행예금과 주식보다 우수하나 손실 발생시 손실 규모가 큰 꼬리 위험을 가짐을 보임
 - 지수형이 종목형보다 실현수익률이 높고, 사모가 공모보다 실현수익률이 높으며 발생시점에 기초지수의 변동성이 높을수록, 모집금액이 클수록, 증권회사의 발행규모가 클수록 실현수익률이 높음
- ❖ 정윤모·이효섭(2015), “금융투자상품 불완전판매 규제 현황 및 시사점”, KCMF 조사보고서
 - 국내외 금융투자상품 불완전판매 규제를 비교 분석하고 규제 격차를 도출한 뒤, 한국 불완전판매 규제의 개선 방향을 제시
- ❖ 지현준·엄영호·장운욱(2014), “ELS 시장의 금융혁신자 이익에 대한 연구”, 재무연구 제27권 제1호
 - 2002~2006년 발행된 ELS는 이론가보다 소폭 고평가되어 있으며, 시장 초기 혁신자들은 높은 발행수익을 추구

해외 파생금융상품의 불완전판매 사례 - 미국 구조화상품

❖ 2000년대 초반 미국의 주가연계증권 불완전판매 사례

- 미국은 2000년대 초 Broker-Dealer를 중심으로 소매 투자자들에게 주가연계증권 판매를 꾸준히 늘려왔으며 일부 상품에서 손실이 발생하자 불완전판매 우려가 제기
- 2005년 당시, 미국 구조화상품 발행 규모는 약 500억 달러로 두 자리 수 이상의 증가 속도를 기록하며 빠르게 성장

❖ 대응 방향

- NASD는 2005년 구조화상품 불완전판매 예방을 위한 실사의무 준수, 설명의무, 적합성의 원칙 등과 관련한 규정을 도입
 - (대상상품) 기초지수 가격 변화에 따라 만기 수익구조가 달라지는 구조화 상품(structured products)
 - (실사의무) NASD 회원은 **구조화상품의 특징을 정확히 이해**해야 하는 실사 의무(Due Diligence)를 엄격히 준수해야 함
 - (설명 의무) 구조화상품의 **위험, 수수료, 세금, 기타 특징 등을 투자자에게 객관적으로 전달**
 - (적합성의 원칙) 구조화상품 투자에 적합한 투자자를 분류하고 **고객별 적합성 테스트를 수행하여 위험을 감내할 수 있는 투자자에게 투자권유를 수행**
 - (교육의무) 공식력 있는 기관에서 교육을 받고 감독 절차 등을 준수해야 함
- 2005년 NASD 규정 도입으로 실사의무, 설명의무, 적합성 원칙 등이 강화됨에 따라 장외 구조화상품 발행이 줄었으며, 대신 장내 ETF와 ETN 등 거래소를 중심으로 소매 금융투자상품 수요가 증가

해외 파생금융상품의 불완전판매 사례 - 미국 모기지 상품

❖ 2000년대 중반 미국의 모기지 파생금융상품(채권) 사례

- (모기지 채권의 상품구조) 준거 자산인 모기지 채권들 중 일부가 부실화되지 않으면 고금리를 지급하는 상품으로, 모기지 채권들 중 상당수에서 신용 사건이 발생하면 원금 대부분을 손실 볼 수 있음
- (불완전판매 사례) 미국 BOA, 씨티은행, JP모건은행 등 **주요 상업은행들의 투자권유인들이 소매 투자자들에게 모기지 채권을 판매하는 과정에서 모기지 채무자들이 채권을 상환할 수 있어 손실 위험이 없는 상품처럼 설명한 것으로 확인됨**

❖ 대응 방향

- (불완전판매 회사에 대한 처벌 강화) 미국 법무부는 BOA, 씨티은행, JP모건은행 등은 모기지 채권을 판매한 주요 상업은행 및 투자은행에게 100억 달러(약 10조원) 이상의 **과징금을 부과**했으며, 2014년 들어서야 BOA(167억 달러), JP모건(약 100억 달러), 씨티그룹(약 100억 달러)은 100~170억 달러의 합의금을 내기로 발표
- (도드-프랭크법(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) 제정)
 - 1. 금융소비자 보호 기능을 전담하는 **소비자 금융보호국(CFPB; Consumer Financial Protection Bureau)**을 신설
 - 2. SEC는 소비자보호를 위해 **예산과 인력을 크게 확충**
 - 3. SEC는 **등록투자자자문인(RIA)에 대한 감독을 강화**하여 RIA로 하여금 컴플라이언스 프로그램을 갖추고, 정기 보고서를 제출하도록 요구

해외 파생금융상품의 불완전판매 사례 - 유럽 구조화상품

❖ 2000년대 중반 유럽의 변액보험 및 구조화채권 판매가 증가

- 2000년대 들어 독일, 스위스, 이탈리아 등 주요 국가를 중심으로 구조화 기반의 변액보험 상품과 구조화채권 판매가 증가
- 2008년 글로벌 금융위기 이후 변액 보험과 구조화채권 등에서 개인투자자가 대규모 손실을 보게 되어 소매 금융투자상품에 대한 유럽의 통일 규제 체계를 마련해야 한다는 필요성이 제기

❖ 대응 방향

- 유럽 의회는 소매 금융투자상품의 공시, 판매채널 규제 등을 포함한 PRIIPS(Packaged Retail Insurance-based Investment Products) 규제를 시행하기로 발표했으며 최근 최종 규제 방안 합의를 마치고 2018년 1월 시행을 앞두고 있음
 - (대상상품) **공모 펀드, 투자형 생명보험 펀드, 구조화상품, 구조화예금** 등이 대상
 - (핵심투자설명서 교부) 금융상품 판매업자는 투자권유 단계에서 핵심투자설명서(KID: Key Information Document)를 교부해야 하며 핵심투자설명서에는 금융상품의 **위험, 비용, 최대수익, 최대손실 등을 알기 쉽게 비교 제시**되어야 함
 - (설명 의무) 금융상품의 위험 요인, 세금, 상품에 내재된 **직접·간접적인 보수, 총보수 등이 투명하고 알기 쉽게 제공**되어야 함
 - (투자숙려기간) 투자 의사결정을 취소할 수 있는 **숙려기간(cooling-off)**을 포함해야 함
 - (벌금) 판매회사와 자문인이 투자권유 규제를 위반하는 경우 **높은 수준의 벌금**을 부과

해외 파생금융상품의 불완전판매 사례 - 영국(1)

❖ 1990년대 말 ~ 2000년대 초반 영국 Precipice Bond 사례

- (1980~90년대 불완전판매 사례) 1980~90년대 변액보험의 불완전판매가 증가하고 베어링스 은행의 파산 등으로 투자자보호를 강화해야 한다는 필요성이 증가함에 따라 2000년 **FSMA가 제정되고 9개 감독기구가 금융감독청(FSA)으로 통합되었을 뿐 아니라 IFA 제도가 도입**
- (Precipice Bond의 상품구조) 녹인 ELS와 유사한 수익구조로, 유럽 주가지수 등 주요 기초지수가 큰 폭으로 하락하지 않으면 연 10% 내외의 수익률을 지급하며 큰 폭으로 하락한 경우 원금의 전액을 손실 볼 수 있도록 설계된 상품
- (불완전판매 사례) Precipice Bond는 주로 **고령의 은퇴자를 중심으로** 약 25만명에게 해당 상품이 팔렸으며, 판매 과정에서 **70% 이상이 원금손실 가능성에 대한 주의를 듣지 못한 것으로 확인**

❖ 대응 방향

- (불완전판매 회사에 대한 **처벌 강화**) 영국 Lloyds 은행 등 150개 주요 금융투자상품 판매업자는 투자권유 규제 위반으로 대규모 벌금을 선고 받음
 - 2003년 영국 Lloyds 은행은 190만 파운드(약 30억원)의 **벌금형**을 받았으며, 이와 별도로 투자자 피해 보상을 위해 980만 파운드(약 140억원)의 **손해배상책임**을 이행하도록 처분 받음
- (소매투자상품에 대해 **적정성 검토 리뷰(RDR; Retail Distribution Review) 시행**)
 - (제조와 판매의 분리) 독립투자자문판매업자(IFA)는 상품제조업자로부터 수수료 수취가 금지되며, 자문서비스에 대한 보수 수취만 가능함에 따라 자연스럽게 **Commission-based 수수료 체계에서 Fee-based 수수료 체계로 전환(고객의 수익에 비례하여 보수 수취)**
 - (판매업자의 자격요건 강화 및 보수체계 공시 강화) 투자자문업자에 대한 **자격요건 강화**하고 **보수체계에 대한 공시를 강화**
 - (사후관리 강화) 투자자문업자는 주기적으로 금융상품 위험 등을 설명하고, 적정성 테스트를 시행하는 등 **금융상품 수명 주기 전 과정에 대한 사후관리를 강화**

해외 파생금융상품의 불완전판매 사례 - 영국(2)

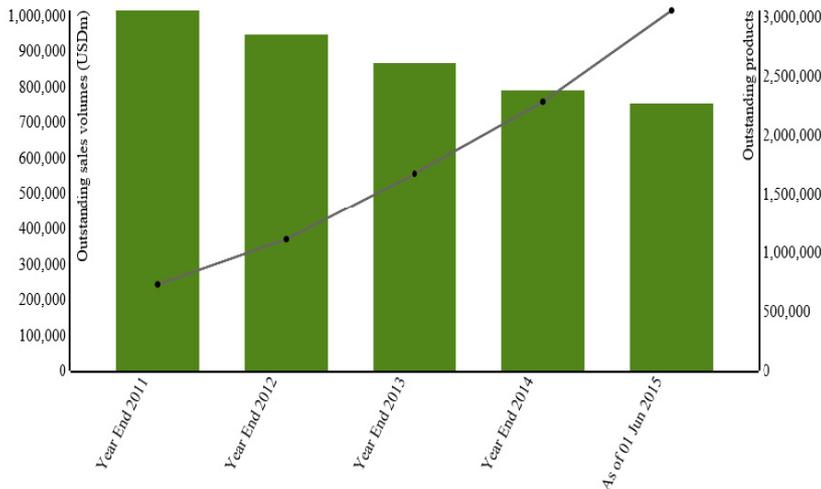
❖ 영국 등 유럽 구조화상품 시장은 글로벌 금융위기 이후 성장세가 둔화

- 2015년 상반기 기준 유럽 구조화상품 잔액 규모는 약 7,000억 달러(840조원), 발행 규모는 약 1,000억 달러(120조원)로 최근 성장세가 둔화
- 영국 RDR 및 유럽 PRIIPS 등 소매 판매 채널의 건전화를 위한 규제 등이 도입
 - 영국 RDR 및 유럽 PRIIPS 등의 규제 등에서는 판매 채널의 수수료 체계를 Commission-based에서 Fee-based로 전환을 유도

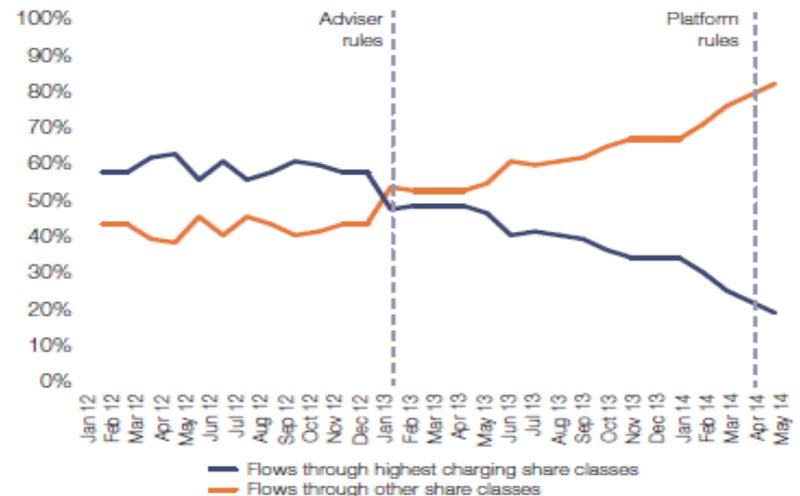
❖ RDR 시행 이후 보수가 높은 상품 대신 ETF 등 저보수 상품의 판매가 증가

- 영국은 RDR 시행 이후 보수가 높은 상품의 판매 비중은 꾸준히 감소
- 반면 ETF를 비롯한 저보수 상품의 판매 비중은 꾸준히 증가

유럽 구조화상품 잔액 규모 및 미상환 종목수



RDR 규제 이후 high-charging 펀드 Flow 변화



해외 파생금융상품의 불완전판매 사례 - 홍콩 미니본드

❖ 2000년대 초·중반 홍콩 미니본드 사례

- (미니본드 상품구조) 한국의 신용연계채권(CLN)과 유사한 구조로, 준거 자산들의 신용등급이 크게 떨어지거나 부도사건이 발생하지 않으면 예금이자보다 높은 쿠폰을 지급하나 준거 자산들의 신용등급이 강등되거나 부도사건이 발생하면 원금 전액 손실이 가능한 상품
- (불완전판매 사례) 미니본드의 원발행회사는 리만브라더스로, 실제 판매는 홍콩의 주요 상업은행이 담당했으며 상업은행 임직원들이 4만 3천명의 투자자들에게 판매하는 과정에서 원금 손실 위험을 정확히 알리지 않은 것으로 확인되었음

❖ 대응 방향

- (불완전판매 대상 투자자에게 신속히 보상) 홍콩 감독당국은 리만브라더스의 부실로 미니본드 상품에서 큰 손실을 봤음에도 불구하고, 자국 은행의 투자권유인이 설명의무 등 투자권유 규제를 위반한 사실을 인정하고 빠른 시일 내에 손해배상을 명령
 - 홍콩 감독당국은 미니본드를 판매한 16개 은행으로 하여금 약 3만명의 투자자들에게 약 1조 원을 보상하도록 명령(투자원금의 최소 60% 이상을 강제 환매수하도록 명령)
- (2010년 상반기: 투자자 보호를 위한 규제안 발표)
 - 1. 상품명, 발행자명, 상품의 투자전략, 핵심위험사항, 수수료, 기타 비용 등을 포함한 **핵심투자설명서(Product Key Fact)**를 교부
 - 2. 모든 투자자를 대상으로 비상장 구조화상품에 가입을 희망할 경우 가입 후 2일간 취소할 수 있는 **투자전 숙려제도(cooling off period)**를 도입
 - 3. 비상장 구조화상품 또는 파생상품을 판매하는 경우 **상품의 위험 등에 관한 주의사항과 고객과의 소통 내역들을 반드시 기록하고 보관**
 - 4. 고객의 위험성향과 구조화상품 위험과의 괴리 발생시 판매업자에게 **녹취 의무 및 3개월관 보관 의무를 부여**

해외 구조화상품의 불완전판매 사례의 시사점

❖ 불완전판매 처벌을 강화

- 불완전판매로 인정된 판매업자에게 대규모 과징금 부과, 실질적인 손해배상책임 명령

❖ 불완전판매 규제를 강화

- 설명의무 강화, 투자권유인 감독 강화, 소비자보호국 설립, 수수료 공시, 투자숙려제도, 녹취 의무 등

주요국 소매 구조화상품의 불완전판매 사례 및 대응

국가	불완전판매 사례	대응 방향	시행시기
미국	2000년대 초 주가연계증권 판매가 꾸준히 증가한 가운데 불완전판매 사례가 관찰	엄격한 적합성요건을 통과한 자에게만 판매(예: 옵션계좌 보유자 등), 금융회사의 실사 의무 준수, 판매보수 공개	2005.9
미국	2000년대 중반 모기지 상품 판매가 급격히 증가	주요 상업은행에게 과징금을 부과하고 손해배상책임을 명령, 도드프랭크법 시행으로 소비자 금융보호국 설립, RIA에 대한 감독 강화	2010.7
EU	2008년 당시 구조화상품과 변액보험 등에서 대규모 손실	PRIPS 규제(핵심투자설명서 교부, 위험 및 기대수익 공개, 상품에 내재된 직접·간접 보수 및 판매보수 공개, 투자숙려제도 등)	2018.1
영국	2000년대 들어 주가연계 구조화채권에서 대규모 손실	RDR 규제(자문인은 제조업자로부터 판매수수료 수취가 금지, 모든 수수료 공개, 적합성 요건 강화)	2012.12
노르웨이	90년대 이후부터 구조화상품 투자 손실 사례가 다수 발생	구조화상품의 일반투자자 판매를 금지	2008.2
벨기에	2008년 당시 구조화상품에서 일반투자자의 대규모 손실 발생	구조화상품의 일반투자자 판매를 금지	2011.8
홍콩	2008년 당시 미니본드 투자자의 대규모 손실	판매은행에게 손해배상 명령, 핵심설명서 교부, 투자숙려제도, 녹취 의무 등 도입	2011.5

국내 파생금융상품 불완전판매 사례 - KIKO

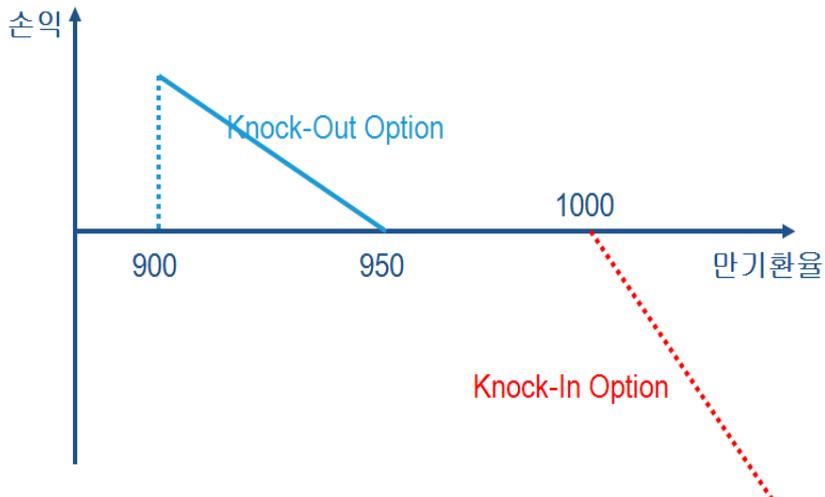
❖ 2000년대 중반 KIKO 판매 사례

- KIKO는 원달러 환율이 일정 범위에서 움직일 경우 미리 약정된 환율에 약정금액을 수취하기로 계약한 장외파생상품으로 원달러 환율이 기준 범위를 벗어나 크게 상승하는 경우 큰 폭의 손실 발생
- 2008년 4분기 원달러 환율이 1,500원선을 넘어서는 등 원달러 환율 상승 여파로 KIKO 상품에 가입한 500여개 기업들은 2009년 하반기 약 3.3조원의 손실을 보고 상당수가 파산

❖ 대응 방향

- 2008년말부터 시작된 KIKO 소송은 2013년 **대법원의 원고(기업) 패소 판결**로 사실상 일단락이 되었으며, 일부 사건에서만 은행의 설명의무 위반 또는 적합성 원칙 위반이 인정되어 손해배상책임을 명령
- 일반투자자는 **헤지 목적 거래를 제외하고 장외파생상품 거래를 제한**했으며 장외파생상품 거래시 상장법인과 일부 기관투자자는 전문투자자로 대우받겠다는 의사를 표시하지 않으면 일반투자자로 대우받도록 규정함으로써 **주요 전문투자자에 대해서도 설명의무 및 적합성 원칙을 적용**

KIKO 상품의 주요 수익구조



KIKO 상품으로 인한 피해 현황

구분	업체수	손실금액	손실비중
대기업	46	9,528억원	28.4%
중소기업	471	2조 4,000억원	71.6%
합계	517	3조 3,528억원	100.0%

자료: 오세경·박선중(2013)

국내 파생금융상품 불완전판매 사례 - 파워인컴펀드

❖ 파워인컴펀드의 불완전판매 사례

- 2005년 2차례 판매되었던 수익증권(펀드) 상품으로 당시 펀드 판매를 담당했던 은행의 투자권유인들은 우리나라 국채와 유사한 위험을 가진 상품으로, 은행금리보다 높은 고수익을 보장한다고 설명하면서 약 2,000여명의 투자자를 모집
- 해당 펀드는 신용파생상품으로 구성된 CDO(Collateralized Debt Obligation)에 투자하고 있어, 기초자산 구성종목들이 급격히 하락할 경우 원금 전액의 손실이 발생할 수 있었으며 결국 2008년 글로벌 금융위기를 맞이하면서 대부분의 투자자들은 원금의 80% 내외의 손실을 봄

❖ 대응 방향

- (손해배상책임) KIKO 사례와는 달리, 2011년 대법원 판결에서는 은행의 투자권유인들이 해당 상품의 위험을 전혀 인지하지 못하고 국채와 동일한 수준의 위험상품으로 투자자에게 전달한 점에서 불완전판매로 판단하고 **투자자 손실의 50% 수준에서 손해배상책임을 인정**
 - 투자자들은 파생형펀드임을 인지해 고위험 상품임을 판단할 수 있었고, 작은 글씨로 상품제안서 등에 원금손실 가능성을 명시하고 있어 **투자자 책임을 상당수 인정**
 - 자본시장법에서는 **설명의무 불이행에 대해서만 별도의 손해배상책임을 명시**
 - 자본시장법에서는 불완전판매에 대해 **별도의 과징금을 부과하지는 않음**

국내 파생금융상품 불완전판매 사례 및 진단 - ELS·DLS(1)

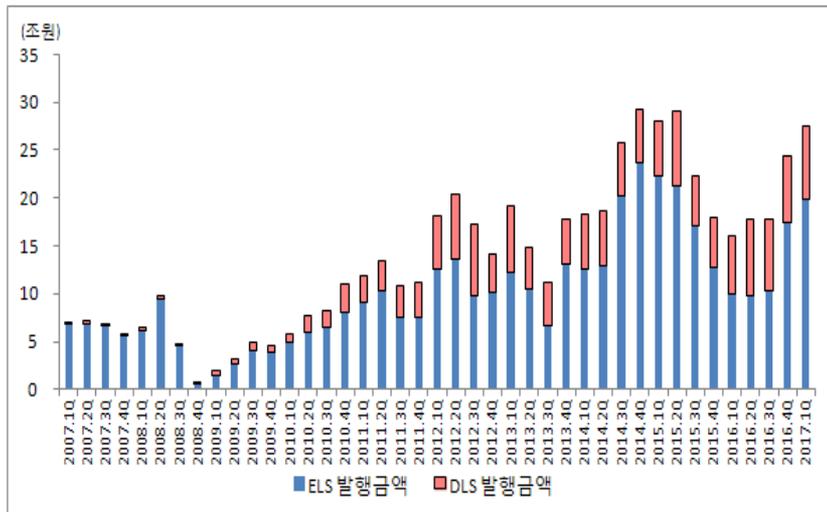
❖ ELS·DLS 불완전판매 사례

- 글로벌 금융위기 이전 일부 판매채널에서 고령자를 대상으로 원금손실여부를 제대로 설명하지 않았다가 글로벌 금융위기 당시 대규모 손실 발생으로 법적 분쟁이 발생한 사례가 관찰
- 미스터리 쇼핑 강화, 투자설명서 및 표준투자권유준칙 개정 등 감독당국 및 금융투자협회의 불완전판매 개선 노력에 힘입어 ELS·DLS의 불완전판매 관련 분쟁은 크게 줄어든 것으로 판단

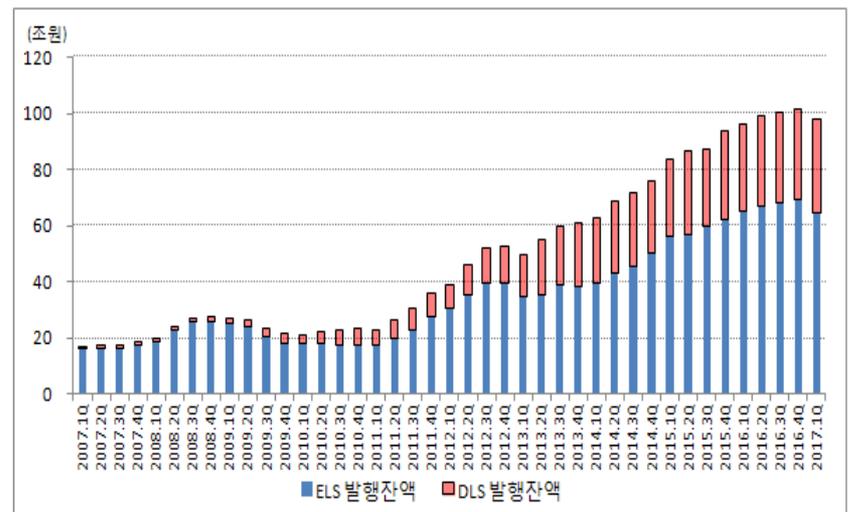
❖ ELS·DLS 불완전판매 위험의 진단

- 저금리·저성장·고령화 여파로 ELS·DLS 판매는 꾸준히 증가하는 가운데 상품구조가 다양해지고 있으며 위험 감내 수준이 낮은 은행을 통한 판매 비중이 높아 불완전판매 발생 개연성은 여전히 상존
- (현황) 2017년 1분기 ELS·DLS 발행금액은 각각 20조원과 8조원으로 최근 발행금액은 증가하고 있으며 홍콩 H지수의 자율규제 및 건전성 규제 강화 등의 영향으로 발행잔액은 100조원 수준을 유지

분기별 ELS·DLS 발행금액 추이



분기별 ELS·DLS 발행잔액 추이

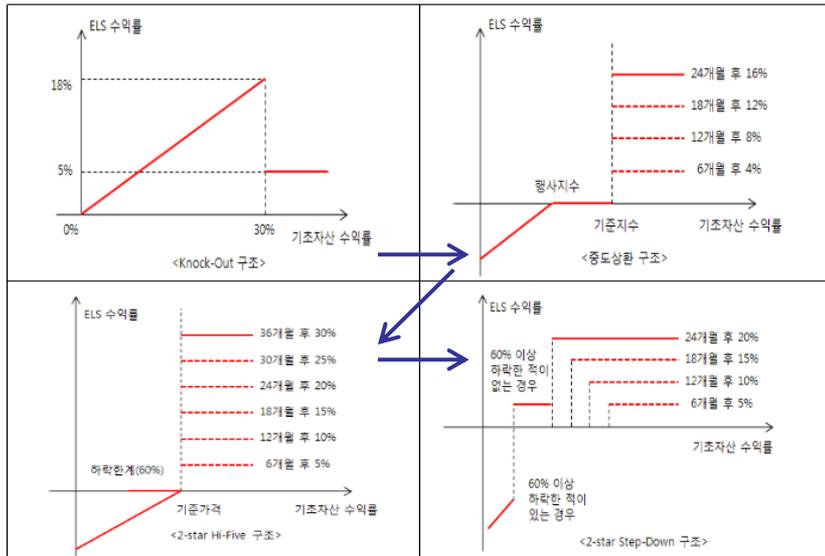


국내 파생금융상품 불완전판매 사례 및 진단 - ELS·DLS(2)

❖ ELS·DLS 불완전판매 위험의 진단

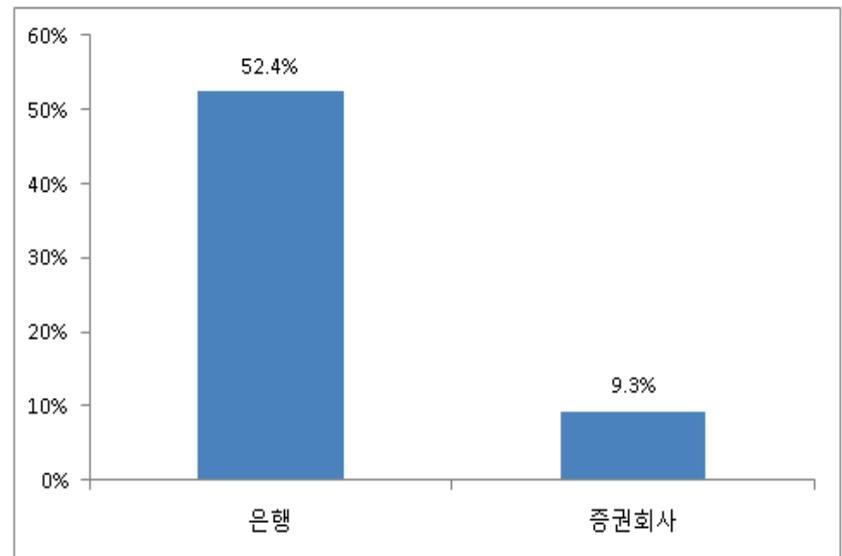
- (상품구조) 초기 녹아웃(Knock-Out) 형이 인기를 끌었으나, 이후 자동조기상환 조건이 포함되고 조기상환 임계기준이 시간에 따라 하락하는 구조인 Hi-Five Step-Down 형이 대부분을 차지
 - 수익구조가 복잡하고 손실 위험이 클수록 내재된 보수가 높은 것으로 알려진 가운데, 판매업자는 투자자 이익보다 판매보수 증대를 위해 위험한 상품 위주로 권유할 개연성이 존재
- (은행 중심의 판매채널) 은행 고객은 주로 예·적금 투자자로 손실 발생시 손실 금액이 큰 옵션 매도 구조의 상품을 안정형 투자자에게 권유하는 것은 적합하지 않을 수 있음
 - 고위험 ELS를 안정형 투자자에게 팔기 위해 투자권유시 적합성의 원칙, 설명의무 등을 형식적으로 수행하거나 부적합확인서 징구 등을 통해 투자권유 규제를 회피

ELS 수익구조의 변화 추이



자료: 이효섭(2013)

ELS 판매시 부적합확인서 징구 비율(2015.8~9)



자료: 금융감독원

감독당국의 ELS·DLS 불완전판매 대응 방향(1)

❖ 파생상품시장 발전방안(금융위·감독원·거래소·금투협, 2014.6.17)

- ETN 도입 등 파생결합증권 상품 다양화
- ELS·DLS 기초지수, 손익구조, 기대수익률 등에 관한 비교 공시체계 구축

❖ 파생결합증권 건전화 방안(금융위·감독원·거래소·금투협, 2016.11.23)

- 파생결합증권 상품 위험분류기준을 점검하고 판매인의 상품 숙지의무(Know-Your-Product) 강화
 - 발행회사별 ELS 상품 위험도 산정 현황을 객관적으로 비교·분석하고 필요시 위험도 산정기준 재정비를 추진
 - 판매회사가 상품내용 등을 면밀히 조사하고 위험성 등을 판매직원이 충분히 숙지하도록 가이드라인을 마련
- 부적합한 투자광고 송출을 제한
 - 현행 ELS·DLS 투자광고는 예상수익이 무분별하게 송출되는 등 불완전판매 야기가 가능한 가운데, 투자광고로 부적합한 투자권유가 발생하지 않도록 **광고심의 절차 및 검사 활동 강화**
- 설명의무 내실화 등 투자자보호 가능
 - **부적합투자자(부적합확인서 제출대상자, 고령자 등)에게 투자권유를 수행하는 경우 상품판매 전 과정을 녹취·보관하고 고객요청시 제공하도록 의무화**
 - 상품 청약 이후 일정기간(예: 2일)내에 철회할 수 있도록 숙려기간을 부여
- 판매 이후 투자자에 대한 정보제공 확대
 - 투자자가 가입기간 중 손실위험 등을 판단할 수 있도록 **주요 정보(기초자산 가격, 중도상환가격, 조기상환 순연, 발행사 신용등급 하락 등)를 판매 후에도 지속 제공**
- ELS 대체상품 활성화
 - **손실제한형 ETN** 등 다양한 ETN 상품 확대
 - 중위험·중수익 추구형, 절대수익추구형 등 다양한 파생상품 투자펀드 활성화

감독당국의 ELS·DLS 불완전판매 대응 방향(2)

❖ 금융꿀팁 200선, ELS 등에 대한 투자시 유의사항(금융감독원, 2016.9.29)

- 금융감독원은 ELS 등 파생결합증권 투자시 유의사항 10가지를 보도자료를 통해 발표
 - 1. 원금손실이 발생할 수 있는 상품
 - 2. 예금자보호대상이 아니라는 사실
 - 3. 손익발생조건과 기초자산에 대한 이해가 필요
 - 예) HSCEI 지수는 금융업 비중이 약 70%를 차지, EuroStoxx50은 유로존 7개 국가 50개 기업주식으로 구성
 - 4. 기초자산 수가 많을수록, 제시하는 수익률이 높을수록 손실 위험이 커짐
 - 5. 손실이 발생하는 경우 손실규모가 큰 특징
 - 6. 중도상환시 원금손실 위험
 - 7. 조기상환은 정해진 조건을 충족해야만 가능
 - 8. 정해진 기간 내에 기초자산 가격이 회복하지 못할 경우 손실 감수가 불가피
 - 9. 은행에서 판매하는 ELT/ELF는 예금이 아니며 별도의 보수가 발생할 수 있음
 - 10. 여유자금으로 자기책임하에 투자성향에 맞는 상품에 투자할 필요

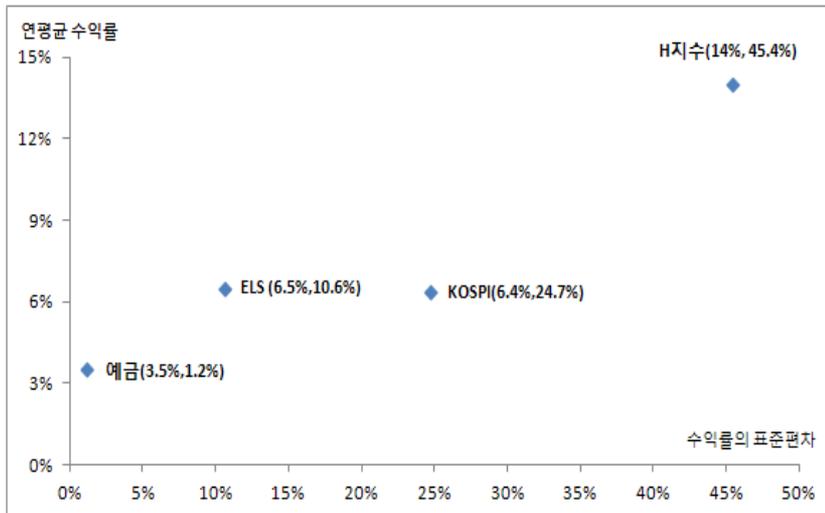
❖ 금융소비자보호법 정부안 발표(금융위, 2017.4.27)

- ELS·DLS를 포함한 투자성·예금성·보장성·대출성 상품 등에 대해 판매업자가 지켜야 할 6가지 공동 판매행위 규칙을 제정하였으며 투자성 상품은 불공정영업행위금지를 제외한 5가지 규칙에 적용
 - **적합성의 원칙, 적정성의 원칙, 설명의무, 불공정영업행위금지, 부당권유금지, 광고규제**
- 소비자의 현저한 재산상 피해가 발생할 우려가 있을 경우 **금융상품 판매 금지를 명령**할 수 있음
- 판매행위 규제 위반시(불완전판매시) 판매 수입의 50%까지 **징벌적 과징금**을 부과할 수 있음

<참고> ELS의 투자성과 및 꼬리위험

- ❖ (투자성과) 2003~2015년 ELS 수익률은 예금보다 높고 주식보다 위험이 낮은 것으로 관찰
 - 연평균 투자수익률과 수익률의 표준편차는 각각 6.53%, 10.57%로, 예금보다는 기대수익이 높고 주식보다는 위험이 낮음
 - 수익률을 표준편차로 나눈 위험조정성과는 ELS(0.62)가 KOSPI(0.26)와 홍콩 H지수(0.31)보다 우수
- ❖ (꼬리위험) 손실 확률은 낮으나, 손실 발생시 손실규모가 큰 꼬리 위험을 가짐
 - ELS의 손실 상환 비율은 7.65%로 낮으나, 손실 상환 ELS의 평균 실현수익률과 연평균 실현수익률은 각각 -37.28%와 -19.25%를 기록
 - 꼬리 위험이 큰 상품일수록 위험 감내 수준이 낮은 투자자에게는 부적합하며, 복리로 재투자하는 경우 단일 상품으로 장기 투자하는 것은 부적합할 수 있음

ELS, 예금, KOSPI, H지수의 수익률-위험 비교



자료: 한국은행, 코스콤, 에탁결제원, 금융투자협회

ELS 투자성과 개요

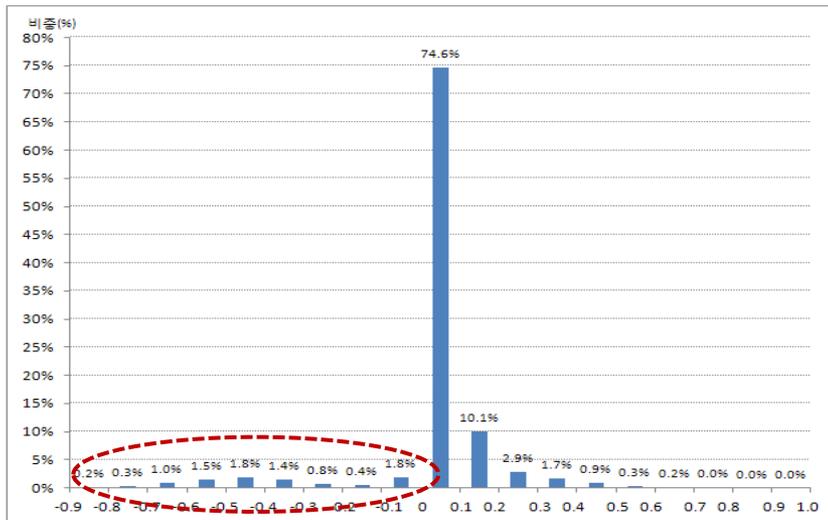
유형		평균 실현수익률	연평균 투자수익률	실질 만기(년)
손실 상환 여부	이익	6.45%	8.66%	0.81
	손실	-37.28%	-19.25%	2.10
전체 합계		3.10%	6.53%	0.91

자료: 코스콤, 에탁결제원, 금융투자협회

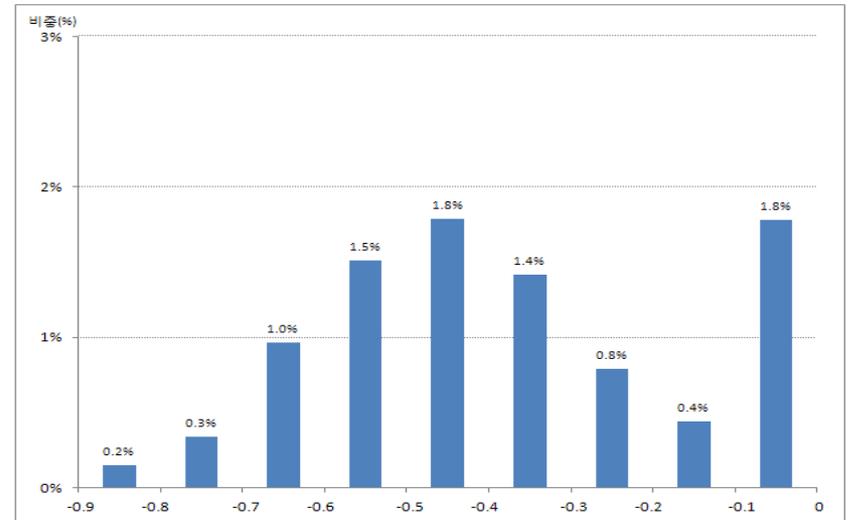
<참고> 원금비보장 ELS의 투자성과 분포

- ❖ (이익 상환 분포) 이익 상환 확률은 90.75%로 높으나, 평균 이익은 7% 내외
 - 원금비보장형 ELS 중 90.75%가 이익 상환되었으며, 이 중 0~20% 미만의 실현수익률을 기록한 경우가 전체의 84.71%로 대부분을 차지
 - 주사위 2개를 던져 나온 눈의 합이 3이하의 확률(8.3%)과 손실 발생 확률(9.25%)과 유사
- ❖ (손실 상환 분포) 손실 상환 확률은 낮으나, 손실 발생시 규모가 큰 꼬리 위험을 가짐
 - 원금비보장형 ELS 중 9.25%가 손실 상환되었으며, -10% 미만 손실 비중이 1.8%로 높고 -40% 손실을 중심으로 정규분포를 이루고 있어 꼬리 위험(Tail Risk)이 큰 것으로 판단
 - 녹인(Knock-In)이 내재된 RC형 구조화상품의 수익률 분포는 이중 정규분포와 유사

원금비보장형 ELS의 실현수익률 분포



손실 상환된 ELS의 실현수익률 분포



자료: 이효섭(2016), 2003~2015년 상환된 ELS를 대상

자료: 이효섭(2016), 2003~2015년 상환된 ELS를 대상

<참고> Tail 분포의 위험 프리미엄

- ❖ 수익률 분포의 왜도가 음수(-)를 가질수록, 첨도가 양수(+)를 가질수록 위험 프리미엄(Y)은 증가

$$E[u(w + \tilde{x})] = u(w - Y), \quad E[\tilde{x}] = 0, \quad u(w) = a - e^{-r w}$$

Applying Taylor Expansion

$$\text{L.H.S} \simeq E \left[u(w) + u'(w)\tilde{x} + \frac{1}{2}u''(w)\tilde{x}^2 + \frac{1}{6}u'''(w)\tilde{x}^3 + \frac{1}{24}u''''(w)\tilde{x}^4 \right]$$

$$\text{R.H.S} \simeq u(w) - Yu'(w)$$

$$\therefore \text{L.H.S} = \text{R.H.S} \Rightarrow Y \simeq \frac{1}{2}\sigma^2\gamma - \frac{1}{6}\text{skew} \cdot \sigma^3\gamma^2 + \frac{1}{24}\text{kurt} \cdot \sigma^4\gamma^3$$

- ❖ 2003~2015년 ELS 수익률 분포로부터 추정된 위험 프리미엄

- 위험회피계수가 2이고 왜도와 첨도를 고려하지 않을 때 위험 프리미엄은 2.85%
- 위험회피계수가 5이고 왜도와 첨도를 고려한 경우 위험 프리미엄은 16.13%

위험회피계수에 따른 위험 프리미엄

	Gamma=2	Gamma=3	Gamma=4	Gamma=5
정규분포	2.85%	4.28%	5.70%	7.13%
Tail 분포 (ELS 투자성과)	3.78%	6.75%	10.78%	16.13%

국내 파생금융상품 불완전판매 사례 및 대응의 시사점

❖ 1. 선진국 대비 불완전판매 관련 처벌 수위가 낮음

- 한국은 주요 선진국과 달리 불완전판매 과징금 제도가 마련되지 않음
- 설명의무 위반에 대해서만 별도로 손해배상책임 제도를 마련하고 있으며, 실제 분쟁 발생시 투자자의 구제 비중이 낮음

❖ 2. 선진국과 비교하면 주요 투자권유 규제 of 규제 격차는 크지 않음

- 설명의무, 적합성의 원칙, 적정성의 원칙, 부당권유 규제, 광고 규제 등을 마련
- 최근 일부 해외 국가에서 도입한 투자숙려제도, 녹취 의무 등을 도입하는 등 규제 격차를 최소화
- 표준투자권유준칙의 개정, 증권신고서 및 투자설명서의 양식 개선, 미스터리쇼핑 강화 등을 통해 감독당국과 금융투자협회, 증권회사 자율적으로 불완전판매 개선 노력을 지속적으로 추진

❖ 3. 다만 은행 채널의 파생금융상품 판매 비중이 높아 불완전판매 발생 위험은 상존

- 저금리·저성장 기조가 지속되면서 예금보다 기대수익이 높고, 실질만기가 짧으며, 은행을 통해서 손쉽게 구입할 수 있는 등 ELS·DLS는 주식형펀드를 제치고 한국의 대표 재테크 수단으로 자리매김
- 한국에서 인기를 끄는 파생금융상품은 고령자가 이해하기에는 수익구조가 다소 복잡할 수 있고 주요 상품의 경우 꼬리 위험이 존재해 손실 발생시 손실 규모가 큰 특징을 가짐
- 예·적금 고객을 대상으로 하는 은행에서 고령자·은퇴자를 대상으로 수익구조가 이해하기 어렵고 손실 발생시 손실 규모가 큰 상품을 판매하는 것이 불완전판매 위험을 야기한다는 지적이 존재
- 수익구조가 복잡하고 손실위험이 클수록 내재된 보수가 높은 것으로 알려진 가운데, 은행의 투자권유인들은 자신의 수익 증대를 위해 보다 위험한 파생금융상품을 판매할 개연성이 존재할 수 있음

국내 파생금융상품의 불완전판매 개선 방향

불완전판매에 대한 처벌 강화 - 규제 실효성 강화

❖ 불완전판매에 대한 징벌적 과징금 제도 도입

- 현재 금융소비자보호법의 정부안으로 포함되어 있는 부분을 자본시장법에 별도로 명시하여 파생금융상품 불완전판매 규제의 실효성을 제고
- 공정거래위원회 또는 선진국의 불완전판매 과징금 제도 도입 사례를 참고하여 부당 이득 또는 투자자 피해금액의 최대 3배 이상을 부과하는 방안을 검토

❖ 불완전판매로 인한 부당 이득(손실 금액) 산식의 가이드라인 도입

- 파생금융상품의 판매 행위로부터 얻은 직간접 이익을 산출할 수 있는 산식을 검토
- 불완전판매로 발생한 투자자의 손실 금액을 객관적으로 산출할 수 있는 가이드라인 도입이 필요

❖ 설명의무 외의 투자권유에 대해서도 손해배상책임 및 손해액 추정규정 도입

- 현재 자본시장법에는 주요 투자권유 규제 중 설명의무를 위반하는 경우에 한해서만 손해배상책임 및 손해배상 추정금액이 구체화(자§48)되어 있으며 그 외 적합성의 원칙, 적정성의 원칙, 부당권유 금지 등을 위반하는 경우 자본시장법에서 명시한 포괄적 손해배상책임을 따름
- 적합성의 원칙, 적정성의 원칙, 부당권유금지, 광고규제 등을 위반한 경우 별도로 손해배상책임 규정 및 손해액 추정 규정을 도입하여 불완전판매 규제의 실효성을 제고

객관적인 위험 비교 플랫폼 활성화 - 정보 비대칭 해소

❖ 파생결합증권의 위험을 손쉽게 판단하고 비교할 수 있는 플랫폼 활성화

- 금융투자협회에서는 파생결합증권 청약비교공시 사이트를 통해 ELS·DLS 청약 상품의 발행회사, 신용등급, 기초자산, 제시 수익률, 간이투자설명서를 비교 조회할 수 있는 서비스를 제공
- ELS·DLS 증권신고서, 투자설명서 등에는 기초지수의 가격 변동 위험, 기초지수 수익률의 변동성 변화 위험, 기초지수간 상관계수 변화 위험, 금리 변화 위험, 중도상환에 따른 위험, 발행회사의 신용 위험 등 다양한 위험 요인들이 반영되어 있으나 하나의 위험 지표로 객관적으로 비교하기는 어려움
 - ELS·DLS 위험도 분류를 5~7단계 등으로 제시하고 있으나 대부분이 고위험 또는 초고위험으로 판매자, 투자자 모두 ELS·DLS들간 위험 수준 차이를 객관적으로 비교하기 어려울 수 있음
- 유럽 EDG 등에서 시행하고 있는 조건부 VaR 방식의 위험지표 산출 방식을 검토하여, 개별 ELS·DLS에 대한 시장위험, 신용위험, 중도상환위험, 기타 복잡성 등을 종합적으로 고려한 0~10 또는 0~100 사이의 객관적인 위험 지표 산출을 검토할 필요
 - ELS·DLS 판매 이후 기초지수 또는 기초지수의 변동성 변화에 따라 ELS 위험이 달라지기 때문에 주기적으로 해당 위험 지표 값을 산출할 필요가 있음

❖ 파생형 펀드의 위험을 객관적으로 반영할 수 있는 위험지표 도입을 검토

- 펀드의 파생상품 위험평가액이 NAV의 10%를 초과하는 경우 파생형 펀드로 분류되어 공시 의무와 함께 고위험 또는 초고위험 상품으로 분류되기 때문에 판매가 어려움
 - 펀드에서 주가지수선물, 국채선물을 매수해 파생상품 위험평가액이 NAV의 100% 수준을 기록한다고 하더라도 해당 펀드의 위험 수준은 인덱스 펀드와 실질적으로 동일
- 유럽, 미국 등에서 활용하고 있는 VaR 방식 등을 고려하여 파생상품을 편입한 펀드의 위험을 객관적으로 반영할 수 있는 위험지표 도입이 필요

은행 판매 채널의 투자권유 인프라 개선 - 적합성 원칙

❖ 은행 판매 채널에 대해 미스터리쇼핑을 강화

- 미스터리쇼핑 강화를 통해 예·적금 고객을 주로 취급하는 은행 채널에서 투자자 위험성향 분류 및 적합성 테스트 등을 형식적으로 수행하는지 또는 규제 위반이 없는지 면밀하게 감시할 필요가 있음
 - 이때 감독당국뿐 아니라 일반 투자자도 미스터리쇼핑에 참여할 수 있도록 유도
- 정기적으로 미스터리쇼핑 결과를 발표하여, 판매회사 자율적으로 불완전판매를 최소화하도록 유도

❖ 설명의무 및 적합성 원칙 이행의 실질을 강화

- 설명의무 단계에서 연필·형광펜 등으로 사전에 기입한 뒤 투자자에게 해당 내용을 그대로 옮겨 적도록 하는 행위를 금지
- 적합성 테스트가 형식적으로 이루어지는 것을 방지하기 위해 파생금융상품 투자가 부적합하다고 판단한 투자자(부적합확인서 징구자)에게 적합성보고서 제출을 의무화
 - 현재 표준투자권유준칙에는 신규투자자, 고령투자자 및 초고령투자자에게만 교부가 의무

❖ 은행 ELT의 광고 규제 강화

- 은행 ELT는 광고가 금지되어 있으나, 판매채널에서 문자 등을 통해 부당 광고하는 사례가 다수 관찰되고 있어 ELT 부당 광고에 대한 제재 수위를 강화할 필요
- 기존 신탁고객에 대해 신상품 출시 여부 등을 사전 고지 없이 알리는 행위는 유사광고로 간주하여 해당 행위를 제한하는 것이 바람직하며, 단순 홍보의 경우 홍보 내용을 협회에 등록하도록 하고 사후적으로 홍보 내역에 관한 기록유지 의무를 부과

생애주기 맞춤형 자산관리 수단으로 활용 - 사후 관리 강화

❖ ELS·DLS의 사후 관리를 강화

- 설명의무, 적합성의 원칙 등 주요 투자권유 규제를 판매 시점에만 적용하는 것이 **판매 이후에도 필요하다고 판단한 경우 수행**
- 판매시점 이후에도 **투자자가 보유한 금융투자상품의 위험 등급, 투자자의 위험 성향 등이 변화된 경우 해당 사실을 투자자에게 고지**
 - ELS·DLS 판매시점에는 해당 상품이 중위험으로 분류되었으나, 기초지수 하락으로 고위험 또는 초고위험으로 변한 경우 해당 사실을 문자, 전화, 이메일 등의 방법으로 투자자에게 고지
 - 투자자의 소득, 재산 상황 등이 변한 경우 적합성 테스트를 다시 실시하여 보유한 금융투자상품이 해당 투자자에게 적합하지 않은 경우, 해당 사실을 투자자에게 고지

❖ 단기로 과도한 비중을 투자하기보다 장기로 분산 투자하는 것의 장점을 홍보

- 과거 ELS·DLS는 주식투자 대비 위험 조정 성과가 뛰어나고 타 금융자산과 상관관계가 높지 않아 포트폴리오 편입 시 **포트폴리오의 투자성과를 개선하는데 기여**
- ELS·DLS는 손실 발생시 손실 위험이 크고 위기 상황에서 타 금융자산과 수익률 하락의 동조화 현상이 크기 때문에 특정 종목에 과도하게 투자하기보다는 투자자 위험 성향에 맞추어 **전체 금융자산 포트폴리오 중 일정 수준 이내로 투자하는 것이 바람직하다는 사실을 적극적으로 홍보할 필요**

국내·외 파생금융상품의 불공정거래 사례 및 시사점

파생금융상품의 불공정거래(unfair trading) 행위란 무엇인가?(1)

❖ 불완전판매 행위의 사전적 정의

- 공정하고 자유로운 경쟁 질서를 훼손하는 거래 행위를 뜻함

❖ 불공정거래 행위의 법적 정의

- 자본시장법에서는 **미공개정보 이용행위(내부자 거래), 시세조종행위, 부정거래행위, 시장질서교란 행위**를 불공정거래 행위로 정의
- **(미공개중요정보 이용행위 금지)** 내부자에 해당하는 자가 상장법인 또는 상장예정법인의 업무 등과 관련된 미공개중요정보를 **특정증권**의 매매, 그 밖의 거래에 이용하거나 타인에게 이용하게 해서는 안됨(자§174)
 - 내부자의 정의 : 상장법인내부자, 준내부자, 정보수령자가 해당
 - 대상 금융투자상품: 특정증권(①주권상장법인이 발행한 증권(채무증권, 수익증권, 파생결합증권제외) ②증권예탁증권 ③타인발행 교환사채권 ④ ①~③까지의 증권만을 기초자산으로 하는 금융투자상품)
- **(시세조종행위 금지)** 통정매매 및 가장매매, 시세유인, 시세고정 및 안정 행위, **현선 연계 행위** 등을 금지(자§176)
 - 위장매매: 통정매매와 가장매매를 통칭하는 것으로 매매가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나, 그 밖의 타인에게 그릇된 판단을 하게 할 목적으로 서로 짜고 매수/매도 하는 행위
 - 시세유인: 매매가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 그 시세를 변동시키는 매매행위, 시세가 자기 또는 타인의 조작에 의해 변동된다는 말을 유포하는 행위, 중요한 사실에 대하여 거짓의 표시 또는 오해를 유발시키는 행위
 - 시세고정 또는 안정: 시세를 고정시키거나 안정시킬 목적으로 위탁이나 수탁을 하는 행위
 - **현선 연계**: 파생금융상품(파생상품, 파생결합증권 등)에서 이익을 거둘 목적으로 파생금융상품의 기초자산을 변동 또는 고정시키는 행위 또는 파생상품의 기초자산에서 이익을 거둘 목적으로 파생상품을 변동 또는 고정시키는 행위

파생금융상품의 불공정거래(unfair trading) 행위란 무엇인가?(2)

❖ 불공정거래 행위의 법적 정의 계속

- (부정거래행위 및 풍문 유포 등 금지) **금융투자상품의 매매와 관련**하여 1. 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위, 2. 중요사항에 관해 거짓 기재 또는 표시를 하거나 타인에게 오해를 유발시키지 아니하기 위해 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 행위를 금지(자§178.1)
 - 또한 금융투자상품의 매매 또는 시세를 변동할 목적으로 풍문의 유포, 위계 사용, 폭행 또는 협박을 해서는 안됨(자§178.2)
- (시장질서교란행위 금지) 기존 불공정거래 규제의 사각지대 놓인 행위를 규제하기 위한 조항으로 제 2,3차 정보수령자의 미공개정보 이용 행위를 금지하고 목적성이 인정되지 않더라도 시세에 부당한 영향을 주는 행위를 금지
 - 제2,3차 정보수령자의 미공개정보 이용 행위: 제1호에 해당하는자(제2,3차 정보수령자)가 제2호(미공개중요정보)에 해당하는 정보를 증권, **장내파생상품, 이를 기초로 하는 파생상품**의 매매 및 그 밖의 거래에 이용하거나 이요하는 행위를 해서는 안됨(자§178조의2.1)
 - 목적성이 인정되지 않더라도 시세에 부당한 영향을 주는 행위: 누구든지 상장증권 또는 **장내 파생상품에 관한 매매 등과 관련**하여 다음에 해당하는 행위를 해서는 안됨(자§178조의2.2)
 - 거래 성립 가능성이 희박한 호가를 대량으로 제출하거나 호가를 제출한 후 해당 호가를 반복적으로 정정·취소하여 시세에 부당한 영향을 주거나 줄 우려가 있는 행위
 - 권리의 이전을 목적으로 하지 않음에도 불구하고 거짓으로 꾸민 매매를 하여 시세에 부당한 영향을 주거나 줄 우려가 있는 행위
 - 손익이전 또는 조세회피 목적으로 자기가 매매하는 것과 같은 시기에 그와 같은 가격 또는 약정 수치로 타인이 그 상장증권 또는 장내파생상품을 매수할 것을 사전에 그 자와 서로 짝 후 매매를 하여 시세에 부당한 영향을 주거나 영향을 줄 우려가 있는 행위
 - 풍문을 유포하거나 거짓으로 계책을 꾸미는 등 상장증권 또는 장내파생상품의 수요·공급 상황이나 그 가격에 대해 잘못된 판단이나 오해를 유발하거나 상장증권 또는 장내파생상품의 가격을 왜곡할 우려가 있는 행위

불공정거래의 제재

❖ 불공정거래 과징금 제도는 시장질서교란행위에 대해서만 도입

- 미공개중요정보 이용행위, 시세조종행위, 부정거래행위에 대해서는 과징금 제도가 마련되지 않음
- 시장교란 행위금지를 위반한 자에게 5억원 이하의 과징금을 부과하되, 그 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 1.5배가 5억원을 초과하는 경우 그 금액 이하의 과징금을 부과(자§429조의2)

❖ 민사상 손해배상책임

- 미공개정보 행위(자§175), 시세조종행위(자§177), 부정거래행위(자§179조) 위반시 각 법률에 근거하여 손해배상책임이 있음
 - 예) 제174조를 위반한 자는 해당 특정증권등의 매매, 그 밖의 거래를 한 자가 그 매매, 그 밖의 거래와 관련하여 입은 손해를 배상할 책임을 진다(자§175.1)

❖ 형사 처벌(자§443)

- 미공개중요정보 이용행위, 시세조종행위, 부정거래행위 등에 관한 규정을 위반한 자는 10년 이하의 징역 또는 그 위반행위로 얻은 이익 또는 회피 손실액의 1배 이상 3배 이하에 상당하는 벌금 부과
- 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액이 없거나 산정하기 곤란한 경우 또는 그 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 3배에 해당하는 금액이 5억원 이하의 경우 벌금의 상한을 5억원으로 규정
- 다만, 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액이 50억원 이상인 경우 무기 또는 5년 이상의 징역에 처함
 - 5억원 이상 50억원 미만인 경우 3년 이상의 유기 징역

국내·외 파생상품 불공정거래 관련 주요 문헌연구

- ❖ 김용재(2014), “KIKO 사건의 주요 쟁점에 관한 법리적 재검토”, 저스티스 140
 - KIKO 사건 관련 대법원 판례를 기초로 장외파생상품 계약에 대한 설명의무 위반 여부 등을 재검토
- ❖ 김주영(2015), “ELS 시세조종쟁송의 주요 쟁점과 법리”, 금융법학회 춘계 학술대회
 - ELS 관련 불공정거래 소송의 주요 쟁점을 소개하고 헤지 거래가 불공정거래 개연성을 내포할 수 있음을 지적함과 동시에 위험회피 목적으로 헤지거래를 활용하는 방안 등을 제시
- ❖ 나승철(2010), “ELS에 있어서 발행사와 투자자 사이의 이해상충”, 기업법연구 24권 제4호
 - ELS는 상품구조상 발행사와 투자자 사이에 이해상충이 발생할 수 있는 상품임을 제시했으며 해당 이해상충 위험을 최소화하기 위해 조기상환일 또는 만기일에 대량으로 헤지거래를 수행하는 행위를 억제하고 투자자 이익을 우선할 것을 제안
- ❖ 윤선중(2012), “투자자 보호를 위한 구조화상품의 규제 방안에 대한 연구”, 재무연구 제25권 제4호
 - ELS 헤지 과정에서 분쟁이 발생할 수 있는 위험을 제시하고 투자자 보호를 위해 최대헤지물량의 제한, 만기 분산 등의 방안을 제시
- ❖ 임성원·박도현·빈기범(2016), “보이지 않는 ELS 그림자 위험”, 한국증권학회지 제45권 제1호
 - ELS 투자자와 헤지 운용사 사이의 이해상충 위험 외에 헤지 거래 메커니즘을 이용한 제 3자에 의한 시세유인 매매의 위험을 실증 분석을 통해 제시
- ❖ 임현철·최영수(2015), “ELS 발행 및 헤지에 따른 주식시장 영향과 녹인 효과 연구”, 선물연구 제23권 제2호
 - 스텝다운형 ELS는 기초자산 가격이 녹인 수준에 도달할수록 기초자산 매수를 늘려야 하며 녹인 가격을 터치하면 상당수 물량을 매도하는 관계로 시장에 영향을 미칠 수 있음을 제시했으며 해당 녹인 집중현상을 예방하기 위한 방안들을 제시
- ❖ 이정두(2016), “주식관련 장외파생거래의 제반 문제에 관한 연구: 지배구조 왜곡 및 불공정거래와 규제 방향을 중심”, 증권법연구, 제17권 제1호
 - TRS, CFD 등 주식관련 장외파생상품들이 지분공시 규제를 회피하고 불공정거래 등에 이용된 국내외 사례를 살펴보고 TRS 관련 공시 및 보고의무 강화 등의 규제방향을 제안
- ❖ 정윤모·이효섭(2014), “파생상품 불공정거래 규제 체계의 개선방향”, KCMF 연구보고서
 - 국내외 파생상품 불공정거래 규제를 비교 분석하고 규제 격차를 도출한 뒤, 불공정거래 과징금 제도 도입 등 한국 불공정거래 규제의 개선 방향을 제시

해외 파생금융상품의 불공정거래 사례 - 미국 내부자거래

❖ 상장주식 개별주식옵션의 내부자거래 사례

- (사건) 2007년 전직 보험회사 CEO인 Van Gilder는 친구로부터 유명 투자회사(Tracinda Corp)가 덴버에 소재한 델타 석유회사의 지분을 인수한다는 정보를 취득하여, 해당 석유 회사의 주식 및 콜옵션을 사전에 매수하여 부당 이득을 취함
- (대응) SEC 조사 결과, Van Gilder는 해당 정보를 친척 등에게 전달했으며, 이를 통해 친척 등의 일가는 약 16만달러의 부당 이득을 취한 것으로 밝혀졌으며 2012년 8월 미국 지방법원은 **SEC Rule 10(b)-5**를 위반했다고 판시하여 **부당 이득을 회수한 것을 물론이고 5,000달러의 벌금과 5년간 보호관찰 형(probation)을 선고**
 - 미국의 불공정거래는 34년 증권거래법 제10조 (b)항과 SEC Rule 10(b)-5의 포괄적 사기금지 조항에 근거하여 불공정거래 행위를 처벌하고 있음

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

- (a) **To employ any device, scheme, or artifice to defraud, in connection with the purchase or sale of any security.**
- (b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or in connection with the purchase or sale of any security.
- (c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person,

해외 파생금융상품의 불공정거래 사례 - 미국 시세조종

❖ 유동성이 낮은 커피 선물 시장에서 시세조종 사례

- (사건) 2008년 7월부터 2010년 9월 동안 ICE 거래소의 중개인인 David Nunn은 유동성이 낮은 커피 선물 시장에서 자신의 고유 계좌와 고객 계좌의 주문을 인위로 조작해 특정 계좌가 유리한 조건으로 매매하도록 조작하여 약 170만 달러의 부당이득을 취한 것으로 밝혀짐
- (대응) CFTC 조사 결과, David Nunn은 만기가 상이한 커피 선물을 보유하면서 특정 계좌의 이익을 추구하도록 시세를 조종했다고 보았으며, CFTC 직권으로 **중개인 등록을 취소함과 동시에 제재금을 부과했음**

❖ <참고 - 미국 상품거래소법의 시세조종 금지> 상품거래소법 §6c [7 U.S.C. 9, 15] **Prohibition Regarding Manipulation and False Information**

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

해외 파생금융상품의 불공정거래 사례 - 호주 주가지수 시세조종

❖ 선물만기일 대규모 현물 매도를 통한 시세조종

- (사건) 1996년 3월 노무라 영국 법인은 호주 ASX의 주가지수 구성 종목을 대규모 보유함과 동시에 해당 기초지수 선물에 대해 대규모 매도 포지션을 동시에 보유하고 있었으며 선물 만기일인 1996년 3월 29일에 장종료 30분을 남기고 약 6억 호주달러에 해당하는 현물을 5~20% 낮은 가격으로 매도하여 선물 포지션에서 대규모 이익을 거두려는 전략을 수행
- (대응) 당시 노무라 영국 법인의 예상과 달리 대규모 현물 매도에도 불구하고 주가지수는 하락하지 않았으며 호주 연방법원은 ASIC의 조사를 기초로 **시장가격의 시세 조종 행위로 보아 호주 회사법 1041B를 위반했다고 판시**했으며 호주 감독당국으로부터 요청을 받은 **영국의 FSA는 노무라 영국 법인 및 임직원**에 대해 제재금을 부과하고 직위해제 등의 조치를 내림

해외 파생금융상품의 불공정거래 사례 - 홍콩 DW

❖ 특정 투자자간 가장 매매 및 커미션 수취(부정거래행위?) 사례

- (사건) 2004~2005년 사이에 투자자 Fu와 Lee는 특정 DW 상품에 대해 가장 매매를 하여 해당 DW 상품의 거래가 매우 활발한 것처럼 호도했으며, 이에 대한 대가로 DW 발행자인 맥쿼리 증권으로부터 커미션 수수료를 받아 약 1백만 달러의 부당 이득을 취한 것으로 밝혀짐
- (대응) 홍콩지방법원은 SFC의 조사를 기초로 해당 투자자가 홍콩 증권선물법의 가장매매 행위 금지를 위반했다고 판시했으며 부당 이득을 회수함과 동시에 각각 33개월과 36개월 형벌을 선고

❖ 종가 시세조종 사례

- (사건) 투자자 Szeto는 중국공상은행 주식을 기초로 한 DW 상품을 미리 보유한 후, 장마감 동시호가 시간에 대량 매수-매도 주문을 반복하여 DW 가격을 인위적으로 상승시켰으며 이와 같은 종가 시세조종을 통해 약 2만 5천 달러의 부당이득을 취한 것으로 밝혀짐
- (대응) 홍콩지방법원은 Szeto의 행위가 홍콩증권선물법령 299조의 시세조종 행위 금지를 위반했다고 보아 1개월 형벌 및 12개월 집행유예와 2만 5천 달러의 벌금형을 선고

국내 파생금융상품의 불공정거래 사례 - ELS 시세조종

❖ 조기상환일 또는 만기일에 시세조종 여부

- (사건) 과거 D증권사는 삼성SDI 주식을 기초자산으로 하는 원금비보장형 ELS를 발행하고 헤지를 하였는데 중간평가일에 투자자의 조건 성취를 방해한 혐의로 기소
- (대응) 1심과 2심에서 엇갈린 판결이 나왔으나 최근 대법원에서 임직원에게 대해 손해배상책임을 인정하는 원고 일부 승소 판결을 내림
 - 기타 ELS 시세조종 관련 유사 사건에서 **대법원은 엇갈린 판결을 제시**

❖ 2009년 10월 ELS/DLS 헤지 가이드라인 제정 이후 관련 불공정거래 소송은 현저히 감소

ELS 시세조종 관련 주요 민사소송 현황

상품명	사건번호	진행상황
D증권 제19X회 ELS	서울고등법원 2010나 71761상환금	1심 원고 승소, 2심 원고 패소, 대법원 원고 승소
**2-star VI 사모 제1회	서울고등법원 2011나 104712상환금	1,2심 원고 패소 대법원 계류중
**증권 주가연계증권 제28X회	서울고등법원 2012나 12360상환원리금 등	1심 원고 승소 2심 원고 패소 대법원계류중
	서울중앙지법 2010가합 17061 증권집단소송	대법원 허가취지로 파기환송
**2-star 파생 상품	서울중앙지법 2011가합 9063, 26129	1심 원고 패소 항소심 추정
**증권 ELS 10X호	서울중앙지법 2010가합 1604 증권집단소송	대법원 허가취지로 파기환송
** 투자신탁28	서울중앙지법 2011가합 38948 손해배상	1심 원고 패소 항소심 추정

ELS/DLS 헤지거래 가이드라인 예시

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

국내 파생금융상품의 불공정거래 사례 - 만기일 시세 조종

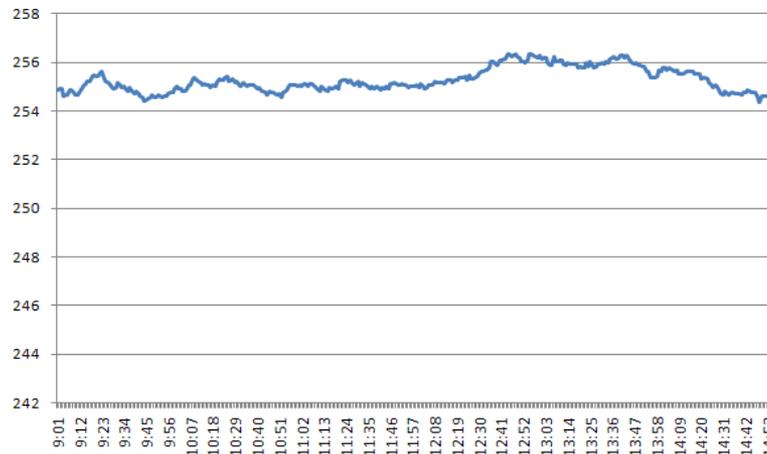
❖ 2010년 11월 11일 도이치옵션 사태

- 2010.11.11일, 도이치증권 계좌로부터 약 2.4조원의 프로그램 매도 주문이 출회되어 KOSPI200 지수가 장마감 동시호가 시간(14:50~15:00) 동안 2.79% 하락했으며 당시 특정 풋옵션은 장마감 동시호가 동안 250배 상승하는 등 도이치증권은 약 448억원의 부당이익을 취한 것으로 밝혀짐
- 당시 풋옵션 매도 포지션을 보유하고 있던 와이즈에셋자산운용회사의 특정 펀드는 898억원의 손실을 보아 해당 운용회사가 파산했으며, 위탁증권사인 하나대투증권 또한 미결제금액을 대지급함에 따라 760억원의 손실을 기록

❖ 대응 방향

- 증거금 제도 개선, 임의종료제도 및 프로그램매매 제도, 포지션 보유 한도 등 규제가 개선되었으나 파생상품 최종결제가격제도가 바뀌지 않는 등 **근본적인 제도 개선은 부족하다는 지적이 존재**
- 2016년 4월 서울고등법원은 도이치증권에 대해 시세조종 혐의를 판시하고 약 94억원의 손해배상 판결을 내렸으나 당시 도이치옵션 사태의 주범으로 지목된 외국인 3명은 잠적해 재판에 불참

<2010.11.11 KOSPI200 지수 일중 추이>



국내 파생금융상품의 불공정거래 사례 - 허위사실 유포

❖ 옵션만기일 허위사실 유포 사례

- 2011.5.12일 옵션 만기일, 개인 투자자 A씨는 사전에 KOSPI200 풋옵션을 대량으로 매수한 뒤, 사회적 혼란을 야기하여 주가를 떨어뜨릴 목적으로 서울역과 고속터미널 사물함에 사제 폭발물을 폭파시켰으나 주가지수가 크게 변하지 않아 개인 투자자 A씨는 큰 수익을 거두지 못함

❖ 대응 방향

- 서울고등법원은 항소심에서 투자자 A씨가 사회적 혼란을 야기하고 이로 인해 주가지수가 큰 폭으로 떨어질 것을 예상하여 사전에 풋옵션에 투자한 것으로 판시했으며 다만 폭발물의 위력이 크지 않고 피해자와 합의한 점을 고려해 원심을 감형한 징역 4년은 선고
 - 자본시장법에서 **풍문 유포를 통한 시세 변동 행위를 금지**하고 있어, 자본시장법 위반에 해당된다고 볼 수 있음
- 해당 폭발물 사건이 직접적인 원인을 제공했다고 보기는 어려우나 **파생상품시장에 대한 부정적 인식을 확대**하는데 크게 영향을 미쳤던 것으로 판단
 - 실제 2011~2012년 ELW 및 장내파생상품에 대해 **옵션승수 인상, 옵션매수전용계좌 폐지, ELW LP 호가제한 조치 등 1~3차 건전화 방안, FX마진 증거금률 인상 등 파생상품시장에 대한 규제 강화 정책**이 발표

국내 파생금융상품의 불공정거래 사례 - 부정거래행위 의심

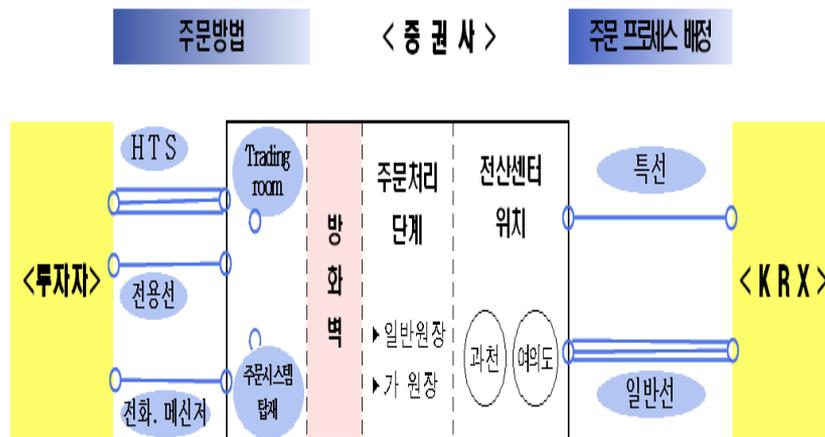
❖ ELW 스캘퍼의 부정거래행위 의심 사례

- 2011년 3월, ELW 거래 관련하여 검찰은 증권회사가 스캘퍼에게 주문체결전용시스템 등 특혜를 제공한 혐의로 12개 증권회사 CEO를 기소

❖ 대응 방향

- 검찰은 일반투자자보다 5~8배 이상 빠른 전용선을 제공한 것은 자본시장법 제178조 제1항 1호에 명시된 "부정한 수단, 계획, 기교를 사용하는 행위"에 위반되었다고 주장하였으나, 1심 2심 모두 원고 검찰이 패소판정을 받았으며 **2014년 대법원 확정 판결에서도 원고 패소 판정을 받음**
- 자본시장법 제178조 제1항 1호의 "부정한 수단, 계획 또는 기교의 사용" 금지 규정을 구체화하기 어렵다는 지적이 제기되었으며 이에 포괄적 불공정거래 금지 규정에 실효성을 제고하기 위해 시장 질서교란행위 등이 도입되는 계기가 되었다고도 볼 수 있음
- 제1~3차 ELW 건전화 방안 발표 이후 **ELW 시장은 사실상 기능을 상실**
- **주문 속도 차별화의 불법성 여부**가 여전히 논쟁

<증권 주문시스템 구조>



국내 파생상품시장의 불공정거래 현황

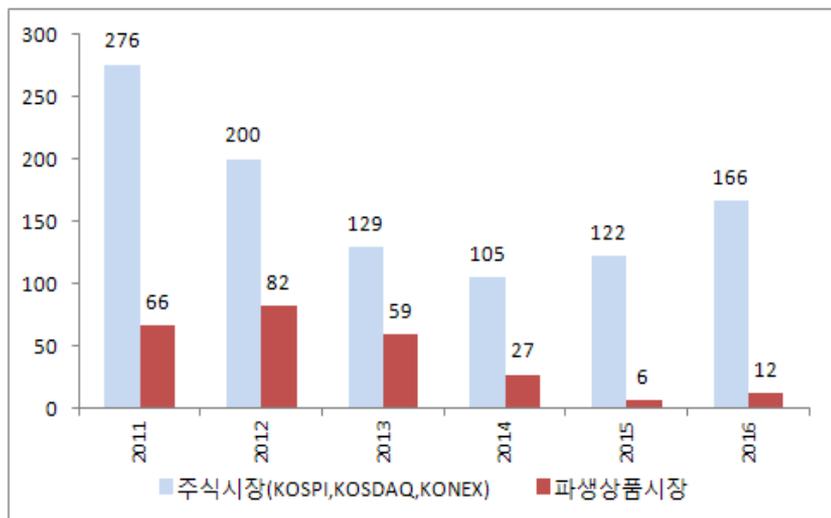
❖ 파생상품시장의 불공정거래는 꾸준히 감소

- 2016년 상반기 파생상품시장의 불공정거래 혐의 통보 건수는 12건, 주식시장 대비 비중은 7% 수준으로 2011~2012년과 비교하면 **파생상품시장의 불공정거래는 현저히 감소한 것으로 판단**
- 2011~2012년 파생상품시장의 건전화 조치 이후 시세조종, 현선 연계 등 파생상품 관련 불공정거래 건수가 꾸준히 감소

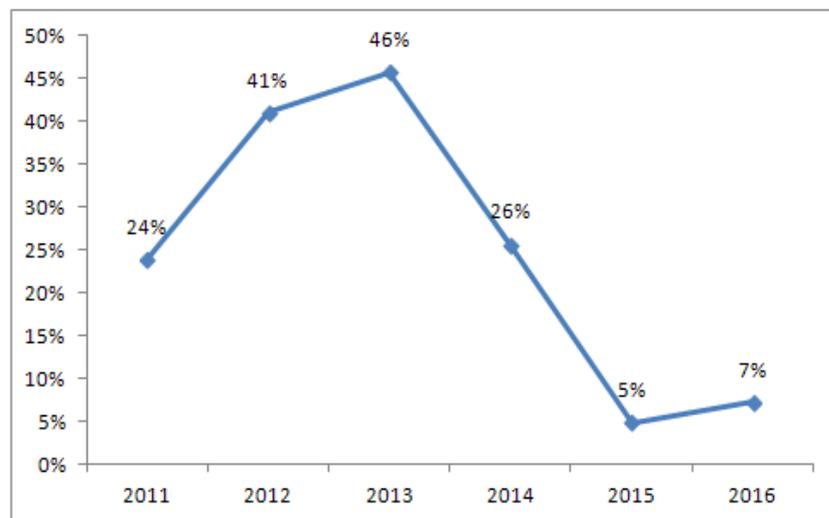
❖ 2009년 ELS 헤지거래 가이드라인 제정 이후 ELS 관련 불공정거래도 현저히 감소

- 2009년 9월 당시 금융위·감독원·한국거래소는 ELS 조기(만기) 상환일에 기초지수의 시세조종행위를 금지하기 위해 헤지물량의 분산 유도 등을 포함한 ELS 헤지거래 가이드라인을 제정
- 당시 ELS 헤지거래 가이드라인 제정 이후 ELS 관련 불공정거래는 찾기 어려움

주식·파생상품시장의 불공정거래 혐의 통보 추이



현물 대비 파생시장의 불공정거래 혐의 통보 비중



국내 파생금융상품 불공정거래 사례 및 대응의 시사점

- ❖ 1. 선진국 대비 불공정거래 관련 처벌 수위가 낮음
 - 한국은 주요 선진국과 달리 주요 불공정거래(내부자거래, 시세조종)에 대해 과징금 제도가 마련되지 않음
 - ELS 시세조종 등 분쟁 발생시 투자자의 구제 비중이 낮음
- ❖ 2. 주식시장과 달리 파생상품시장의 불공정거래 혐의 건수는 감소
- ❖ 3. 파생시장의 유동성과 효율성 악화로 통정매매, 시세고정 등 불공정거래 위험은 상존
- ❖ 4. TRS 등 장외파생상품을 활용한 규제 회피 사례가 관찰
- ❖ 5. IT 기술의 발달로 적출하기 어려운 불공정거래 수법이 등장
 - 파생상품시장은 ID 제도를 운영하지 않는 가운데, 호가장과 체결장의 규모가 커서 불공정거래 행위를 적출하기 어려움

국내 파생금융상품의 불공정거래 개선 방향

불공정거래에 대한 처벌을 강화 - 과징금 제도 도입

❖ 불공정거래에 대한 징벌적 과징금 제도 도입

- 현재 시장실서교란행위에 대해서만 적용된 과징금 제도를 미공개중요정보 이용금지, 시세조종 금지, 부정거래행위 금지 조항에도 적용하여 불공정거래 규제의 실효성을 제고
- 미국 SEC 및 일본 금융청, 영국 FCA에서 도입된 과징금 제도를 검토하여 불공정거래 규제에 대한 실효성을 높일 필요가 있음

❖ 불공정거래 규제 대상 상품을 파생상품과 유사한 경제적 기능을 가진 상품으로 확대

- 파생상품 불공정거래는 파생결합증권, 장내파생상품, 장외파생상품 전반에 해당되나 현 자본시장법에서는 파생결합증권 및 장외파생상품 등을 적용하는데 한계가 있을 수 있음
 - (내부자거래) 특정증권의 대상을, 현 증권만을 기초로 한 파생상품에서, 일반 파생상품 전체를 포함할 수 있도록 자본시장법 개정 필요
 - (시세조종) 현 자본시장법상 장외파생상품의 경우에는 시세 조종 대상이 아님. 향후 KRW IRS CCP 도입 등 상당수 장외파생상품이 경쟁매매를 통한 장내거래시스템을 갖추어 있어, 규제 대상상품을 장외파생상품으로 확대할 필요가 있음
 - (현선연계) 파생결합증권에서 이익을 얻을 목적으로 파생상품의 가격을 변화시키는 경우는 현 자본시장법상에서 규제하기 어려움

파생상품시장의 효율성과 유동성 제고 노력 확대

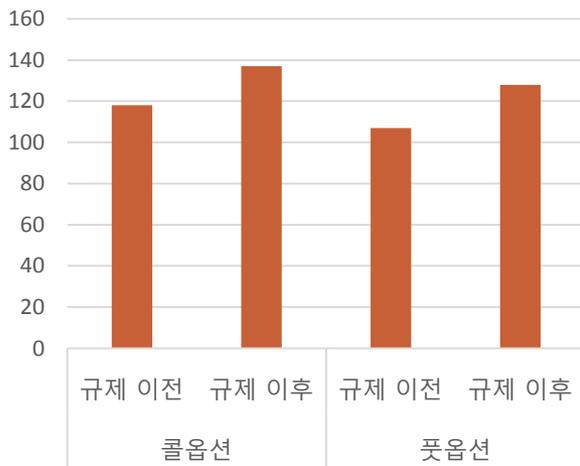
❖ 파생상품시장의 유동성 제고 노력을 확대할 필요가 있음

- 최근 KOSPI200 선물·옵션 거래가 급감하면서 유동성 감소와 함께 호가 스프레드 감소 등 시장의 효율성 또한 크게 악화되었음
- 옵션 승수 인상 이후 호가 스프레드는 약 15~20% 증가하고 호자 잔량은 1/5 이하로 감소하는 등 시장 품질이 전반적으로 악화

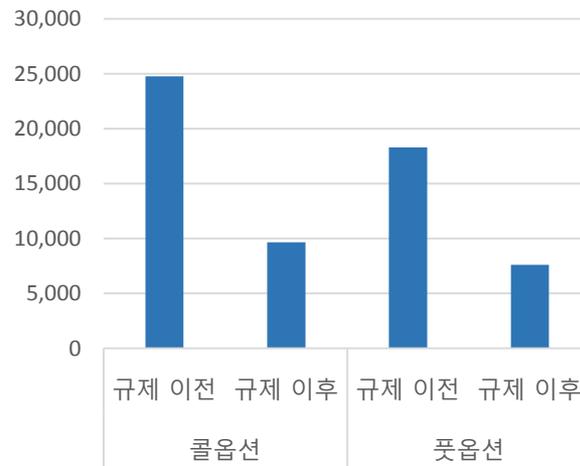
❖ 유동성공급자 또는 시장조성자 제도 활성화가 필요

- 유동성공급자 또는 시장조성자에게 세제 편익 및 기타 거래 비용 절감 등의 인센티브 부여를 검토할 필요
- 장기적으로 시장조성업을 자본시장법상 별도의 업무 단위로 육성하는 것을 검토할 필요

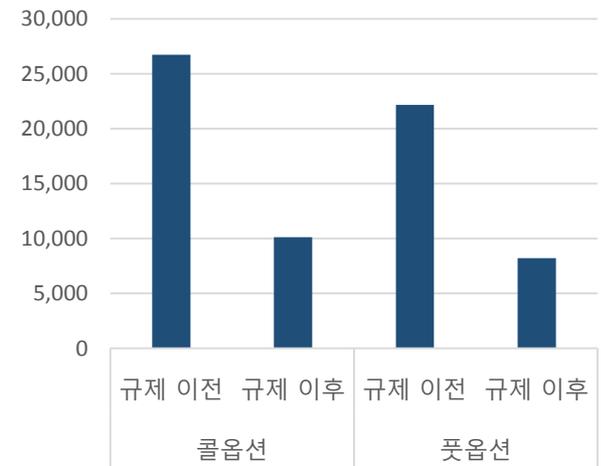
호가 스프레드(bp)



호가 잔량



시장 품질



현선 연계 불공정거래 예방을 위해 최종결제가격 변경을 검토

❖ 파생상품 최종결제가격 제도 변경을 검토

- 세계 주요국 중 만기일 종가를 결제가격으로 사용하는 나라는 한국이 거의 유일하며, 상당수 국가가 종가에서 시가, 평균가 등으로 결제가격을 변경하였음
- 한국의 경우 만기일 거래량 급증, 가격 급변, 만기일 익일 가격회귀현상 등 옵션만기일에 만기일 효과가 강하게 관찰되는 등 **시세조종과 관련한 불공정거래 위험이 비교적 높은 것으로 판단**
- 단일가보다 평균가를 결제가격으로 사용할 경우 만기일 시세조종 위험이 억제될 수 있으며, 평균가 격 산출 기간이 길수록 해당 위험이 줄어들 것임

주요국 거래소의 파생상품시장 결제 제도

국가	파생상품	결제가격	비고
미국	CME(S&P 500) 선물옵션	특별시초가	1987년 6월 이전: 종가
캐나다	S&P/TSX 60 선물 옵션	특별시초가	도입 초기: 종가 사용
독일	DAX 선물 옵션 EURO STOXX 50 선물 옵션	장중 단일가 평균가	도입 초기: DAX 선물은 종가 사용
영국	FTSE 100 선물	장중 단일가	2004년 11월 이전: 20분 평균가
프랑스	CAC 40 선물	단순평균가	
이스라엘	TA 25 옵션	시초가	
호주	S&P/ASX 200 선물 옵션	특별시초가	2001년 9월 이전: 종가 2001년 9월: 평균가
일본	Nikkei 225 선물 TOPIX 선물	특별시초가	1989년 9월 이전: 종가
홍콩	HSI 선물	평균가	5분간격 평균
싱가포르	STI 선물 Nikkei 225 선물 MSCI TW 선물	특별시초가 특별시초가 30분 단순평균	(Nikkei 225) 1992년 6월 이전: 종가 (MSCI TW) 도입 초기: 종가
타이완	TAIEX 선물	30분 단순평균	2001년 11월 이전: 가중평균 시초가 2008년 12월 이전: 시초가 이후 15분 가중평균
인도	NSX(Nifty)	평균가	거래량가중평균
중국	CFFEX(CSI 300)	평균가	2시간 가중평균
한국	KRX(KOSPI 200)	종가	

TRS 등 지능화된 거래에 대한 불공정거래 감시 및 규제 강화

❖ TRS 관련 공시 및 보고의무 강화 등을 검토

- 5% Rule 등 기존 규제를 회피할 목적으로 TRS 계약을 수행하는 경우 공시 (상장기업) 및 보고의무 (TRS 거래 당사자)를 강화할 필요가 있음
- 만기 현물결제나 콜옵션 조건이 부여된 TRS 계약의 경우 기업의 지배구조를 왜곡할 위험이 있어 의무공시 사항에 반영하는 것을 검토

❖ 인공지능(AI) 기반의 시장감시 시스템 구축

- IT 기술의 발달로 불공정거래 수법이 교묘해지고 지능화되고 있어 갈수록 적출이 어려워지고 있어 학습을 통해 스스로 판단할 수 있는 인공지능(AI) 기반의 시장감시 시스템 도입이 필요
- 장내 및 장외파생상품과 현물 주식간의 불공정거래는 적출이 어렵기 때문에 인공지능(AI) 기술을 활용해 파생상품시장과 현물시장을 동시에 모니터링하고 적출할 수 있는 시스템 구축이 필요

장외파생상품 TR 및 전자거래플랫폼 도입을 신속히 추진

❖ 장외파생상품 불공정거래 사건의 국제적 공조를 확대

- 장외파생상품은 국경간 거래 비중이 많기 때문에 불공정거래 행위로 의심될 경우 금융위·금감원을 중심으로 SEC, CFTC, FCA 등 국제 금융당국과 정기적인 업무 협조가 필요
- 불공정거래 의심 거래 발견시 신속하게 원 주문자를 파악하고 소환할 수 있는 인프라 구축이 필요

❖ 장외파생상품의 장내 인프라화 규제 이행 추진

- 달러 NDF, CDS 등 비청산 장외파생상품에 대해 CCP 자율청산을 시작하고 이후 의무청산으로 확대
- TR 보고·기록 및 전자거래플랫폼에 관한 법제를 제정하고, 비청산 장외파생상품에 대한 증거금 부과 가이드라인을 제정

감사합니다