

# 제22차 증권선물위원회 의사록

---

(의결안건 제70호 관련)

2022. 12. 14.

증 권 선 물 위 원 회

1. 일 시 : 2022년 12월 14일(수) 10:00~19:20

2. 회의방식 : 온-나라 PC 영상회의

3. 출석위원

김 소 영 위 원 장

\*의결 제230호~제231호

김 정 각 위 원

송 창 영 위 원

박 중 성 위 원

이 동 욱 위 원

#### 4. 회의경과

- 의결안건 제70호 『쌍용양회공업(주) 등 576개사 주식에 대한 시장질서 교란행위 등 조사결과 조치안』을 재상정함.

▷ 진술인이 입장하여 의견 진술함.

- (위원장) 지난번 진술에 참여하셨던 분들이 참석하여 주셨고, 오늘 의견진술은 먼저 금융감독원과 시타델 측이 각각 상대방 주장에 대해 반론을 제기한 후, 위원님들과 질의응답하는 순서로 진행하겠음. 먼저, 금융감독원은 지난 회의에서 시타델 측이 주장한 내용에 대해 반론을 제기하시기 바람.
- (보고자) 지난 11월 15일에 있었던 시타델증권의 주장에 대해서 저희 금감원의 검토의견을 말씀드리도록 하겠음. 저희들은 조사과정에서부터 자료제출요구서나 조치사전통지서를 통해서 저희가 시장질서 교란행위로 판단한 근거를 계속 설명하였었고, 작년에 있었던 4번의 자조심 대심제 과정에서도 발표자료까지 다 제공해 드리면서 시장질서 교란행위로 판단한 근거를 지속적으로 설명해 드렸음. 시타델 측에서는 한국 시장에 진출할 당시에 한국의 불공정거래 규제 체계에 대한 법률검토를 충실하게 이행했다는 말씀을 하셨는데 저희는 그 부분에 대해서 수궁할 수 없음. 시타델이 한국 시장에 진출하기 이전의 시세조종 판례를 보더라도 시타델의 Active주문이나 Passive주문은 고가매수, 물량소진, 호가공백 메우기 주문과 같은 전형적인 시세조종성 주문으로 판단될 가능성이 높음. 아울러 본인들의 주문이 높은 주문체결률을

기록하고 있기 때문에 시장질서 교란행위에 해당하지 않는다는 주장이지만 고가매수주문이나 물량소진주문 같은 것은 그 성격상 체결률이 높을 수밖에 없음. 시타델에서는 세 가지의 사례별 분석을 제시했는데, 첫 번째는 주문성 검토에 대한 사례이고 두 번째는 본인들의 매매 이후 15분간의 주가흐름에 대한 검토, 그다음에 마지막으로 일중 영향에 대한 분석을 제시하였음. 이중 첫 번째로 주문성 검토에 대하여 말씀드리겠음. 시타델 측에서 주문성 검토라고 제시한 쏘리드 사례는 최종 위반구간에 포함되지도 않은 사례임. 이 사례는 저희가 조사 초기에 시타델의 매매 Logic을 이해하기 위해서 저희가 설명을 요청하면서 제공한 사례일 뿐이지, 위반구간과는 전혀 상관없는 사례라는 점을 먼저 말씀드릴. 두 번째 오스텀 종목에 대해서 말씀드리겠음. 시타델에서는 이 오스텀 종목에 대해 본인들의 매매 이후에 한 15분 동안 주가가 어떤 변동이 없기 때문에 본인들의 매매로 인해서 시장에 균형가격을 발견한 것이라는 주장을 하는데, 본 건에서 나타난 것처럼 시타델이 짧은 시간동안 10호가 이상의 가격을 상승시키게 되면 일반투자자들은 이 시장 상황에 대해서 혼란을 일으킬 가능성이 커짐. 특별한 호재도 없는 상황에서 이것이 일시적인 주가 급등인 것인지 아니면 무언가 지속적인 매수세 유입의 신호인 것인지에 대한 명확한 판단을 내리기 어렵게 됨. 그러다 보면 그중 일부는 추격매수에 나설 수도 있고 다른 일부는 단기차익을 실현하는 매도에 나설 수도 있음. 이렇게 매매 공방이 벌어지게 되면 일시적으로 주가가 횡보할 수 있는 것이지, 그 자체가 시장의 균형가격을 발견했다는 주장은 저희들로서는 납득하기가 어려움. 그리고 다음 사례를 보시면 시장이 절대 매도가 우위인 상황

에서 시타델이 어떻게 그 흐름을 변동시키고 시장 참여자들에게 시장 수급상황에 대한 어떤 오해를 초래하는지에 대해서 보실 수 있을 것임. 이날 하루에만 총 156회의 매수주문을 제출하고 총 236회의 매도주문을 제출해서 주당 평균 56원의 매매차익, 그래서 일중 전체로는 1,400만 원의 매매차익을 실현하게 됨. 이런 방식의 시타델의 매매가 시장의 압력에 대응하는 안정화 요소라는 주장은 근거가 없다고 생각을 하는 것이고 결국 반복적인 일방향의 매수와 매도를 통한 변동성 확대를 통해서 매매차익만을 추구하는 전략이라고 말씀드릴 수밖에 없을 것 같음. 다음은 레드로버 사례에 대한 저희 쪽 의견을 말씀드리도록 하겠음. 시타델이 주장하는 것처럼 시타델이 다른 투자자의 매수를 추종한 것이 아니라 시타델이 15회에 걸친 IOC 주문을 통해서 매도호가를 지속적으로 상승시키고 이를 통해서 다른 투자자의 적극적인 매수를 촉발한 양태라는 것을 보실 수 있을 것임. 결론적으로 말씀드리면 이 위반구간에서 다른 투자자의 고가매수가 총 10회가 있었는데, 총 8명의 개인이 10회에 걸친 고가매수를 제출하였고 이중에서 시타델의 IOC 주문처럼 매도 1호가 전량을 매수하는 그런 물량소진성 주문은 단 2회에 불과한 반면에 시타델은 15회에 걸쳐서 매도호가를 계속 상승시키고 있음. 시타델의 매매 전·후 거래량 변화에 대한 통계 부분에 대해서 저희가 말씀드리고 싶은 것은 기존의 시세조종에 대한 판례의 일관된 결론은 시세조종의 혐의와 그리고 타인의 오해 유발이나 손해발생 여부 간에 인과관계를 요하지는 않는다는 것임. 그다음에 시타델 측에서는 개인투자자의 매매증가율보다 기관투자자의 증가율이 높다는 점에서 시타델과 기관투자자들이 일관된 입장을 취한 것이라고

주장을 하고 있지만 그것은 시타델로 인한 짧은 시간 내의 급격한 가격변동에 대해서 개인보다는 프로그램매매를 하는 기관투자자들이 신속하게 반응하다 보니까 나온 결과일 뿐이지, 시타델과 기관투자자들이 동일하거나 유사한 매매전략을 구사했기 때문은 아니라고 생각함. 시타델 측에서는 한국거래소가 알고리즘 매매에 대한 규제방안을 최근에야 마련해서 그 이전에 있었던 시타델의 매매에 대해서 시장질서 교란행위로 조치하는 것은 부당하다는 주장을 하는데 한국거래소가 시장질서 교란행위에 대한 어떤 판단기준을 마련할 수는 없는 것이고, 단지, 자본시장법에 따라서 불공정거래행위에 대한 예방활동을 하는 것임. 즉, 예방활동하는 차원에서 모니터링을 하는 것인데 그런 모니터링은 알고리즘 매매에 대해서만 적용되는 것이 아니고 개인을 포함한 모든 일반투자자들을 대상으로 동일하게 수행하는 활동임. 이러한 예방활동의 과정에서 알고리즘 매매의 경우에는 짧은 시간 동안에 고빈도로 발생하는 특성을 감안해서 모니터링을 강화하되 시장의 요구를 반영해서 기존에 비공개했던 모니터링 기준을 이번에 일부 공개하기로 한 것이지, 원래 없던 규제를 새로 만들었다는 것은 전혀 아님. 한국거래소의 그런 모니터링 기준이 시세조종이나 시장질서 교란행위의 판단기준이 될 수는 없음. 우리나라 자본시장법도 그렇지만 미국의 증권거래법이나 유럽의 Market Abuse Regulation을 보더라도 어디에도 시세조종이나 시장질서 교란행위에 대한 판단에 있어서 계량적인 기준, 예를 들면 시세조종성 주문 몇 회 이상, 호가관여율 몇 퍼센트 이상과 같은 계량적인 기준을 제시하고 있는 곳은 없음. 결국 기존의 판례에서도 언급된 바와 같이 당시 시장의 상황이나 혐의자의 매매양태를 기준

으로 해서 시세조종이나 시장질서 교란행위의 여부를 판단해야 될 것임. 저희들은 시타델의 시장질서 교란행위가 충분히 성립한다고 판단하는 바임.

- (위원장) 다음으로, 시타델 측에서 지금 금융감독원이 제기한 반론에 대해 재반론하여 주시기 바람.

▶ (진술인) 금감원은 본 건에서 아직도 일관되고 합리적인 주장을 제시하지 못하고 있음. 시타델증권은 금감원의 가설을 계속 반박해 왔고 그들의 주장이 틀렸다는 것을 보여주었는데 금감원은 이에 대해 먼저 한 주장이 실패하면 다른 새로운 가설이나 주장으로 돌아서고 있음. 금감원은 처음으로 피해자라고 주장하는 그룹에 대한 초점을 바꾸어서 이제는 시타델증권이 기관투자자로 하여금 수급상황을 오인·혼동하게 하였다고 주장하고 있음. 금감원은 이러한 새로운 주장에 대해서도 이를 입증할 그 어떠한 증거도 제시하지 않고 있음. 마지막으로 시타델증권은 실수가 발생한 경우에는 그것을 인정하고 받아들인다는 점임. 그렇지만 시장질서교란 혐의와 관련해서는 저희의 거래가 시장질서를 교란하지 않았다고 강하게 믿고 있다는 점에서 입장이 다르다는 것을 이해하여 주시기 바람. 이제 법률대리인이 금감원의 주장에 대한 저희의 의견을 자세히 전달해 드리도록 하겠음.

▶ (진술인) 금감원은 시타델이 시장질서를 교란했다는 주장에 대한 근거를 지속적으로 제시해 왔다고 얘기하고 있지만 이는 사실과 다름. 조사과정에서 금감원은 계속 바뀌

고 변화하는 가설만을 제시해 왔음. 금감원은 자신들의 가설을 일관되게 설명하는 대신 새로 만들어낸 적출기준을 적용해서 방대한 분량의 거래 및 호가활동의 사례를 지적하기만 했음. 금감원은 도대체 그런 거래활동의 어떤 부분이 문제라는 것인지는 밝히지 않았으며, 그 적출기준을 통해 지적된 모든 거래행위가 시장질서를 교란하였다고 주장하고 있음. 이런 가설들은 시타텔에 의해 지난 몇 년간 다음과 같이 모두 틀렸음을 입증했음. 금감원은 시타텔의 Passive 주문이 허수성 주문이라고 주장하였는데 저희는 그 주문들의 높은 체결률을 지적함으로써 해당 주문이 진성의 주문임을 입증하였음. 그리고 금감원은 한국에서 운용하는 시타텔의 거래전략이 다른 시장에서 운용하는 전략들과 다르다고 주장했는데 저희는 해당 전략들이 동일한 방식으로 운용되고 있음을 확정적으로 입증해 보여드렸음. 금감원은 또 시타텔의 거래전략이 되먹임 현상, 즉, 피드백 루프(feedback loop)를 만든다고 주장하였는데 저희는 그런 주장이 틀렸다는 것을 보여주는 데이터와 분석을 제출하였음. 그리고 금감원은 시타텔의 주문이 개인투자자들의 수요공급에 대한 오해를 불러일으키도록 유도하거나 그럴 가능성이 있다고 주장하였는데 저희는 이에 대해 금감원이 제시한 각 사례에서 투자자들이 시타텔의 거래를 오해하거나 어떤 특정한 방식으로 반응하였다는 증거가 없다는 것을 보여주는 분석을 제출해 드렸음. 중요한 점은 금감원은 시타텔이 거짓 계책을 이용했다는 그 어떠한 주장이나 증거도 제시한 바가 없다는 것임. 또한, 금감원은 어떤 입법연혁이나 규제의 공표와 같은 근거도 없이 해당 조항 제4호에 거짓의 계책 요건이



규정을 적용하는데 있어서 제외되어야 한다고 주장하고 있음. 그러면서 자본시장법에 완전히 다른 조항과 관련된 판례를 근거로 제시하고 있음. 이러한 기준은 시장질서교란에 적용되지 않으며 실제 적용된 바도 없었음. 시타델은 한국에서 거래를 개시하기 전에 광범위한 사전검토를 하였음. 이러한 사전검토에는 한국에서 인허가를 받은 증권사 및 해당 사항들에 대해 전문성을 갖춘 국내 로펌들과의 광범위한 논의가 포함되어 있음. 저희가 이해하는 금감원 주장의 요지는 제대로 사전검토를 했더라면 저희가 실제로 거래한 방식으로는 거래를 하지 않았을 것이라는 것 같음. 이런 기준을 충족시켜드리기는 아주 어려운 노릇인데 저희가 알기로는 어디에도 나와 있지 않은 기준을 위반했다고 비난을 받고 있는 상황이기 때문임. 지난달 시행된 한국거래소 지침 이전에는 알고리즘 또는 고빈도거래 관련 지침이 투자자 및 비거래소 회원들에게는 제공된 바가 없었기 때문에 시타델증권이 사전검토를 했었더라면 무엇이 시장질서교란으로 간주될 수 있었는지를 해석하는데 도움이 되었을 것이라는 주장은 불합리한 주장임. 지금도 지난달 한국거래소가 내놓은 모니터링 기준과 금감원이 이 사건에 적용한 자의적 기준을 비교해 보면 크게 다름. 시타델증권은 한국거래소의 회원사가 아니므로 저희가 할 수 있는 사전검토라는 것은 공개된 규정을 검토하고 증권사와 상의하고 그 지침에 따르는 것에 중점을 둘 수밖에 없음. 이런 점을 고려할 때 저희의 사전검토가 미흡했다고 할 만한 합리적인 근거는 없다고 생각됨. 본 건에서 제178조의2 제2항제4호의 구성요건이 충족되지도 않고 어떠한 시장질서교란도 입증되지 않았기

때문에 금감원의 주장은 근거가 없고 합당하지도 않다고 생각함. 다음으로 금감원은 다른 투자자들의 오해 유발이나 가격 왜곡이 없었다는 것을 보여주는 시타델이 제시한 세부분석들이 본 건에서는 관련이 없다거나 어떻게든 시장질서 교란행위에 해당한다고 주장하고 있음. 예를 들어 금감원 자료에서 2018년 3월 20일자 시타델증권의 오스텔 주식거래 현황을 보여주고 있는데, 그래프에서 보시는 바와 같이 시타델증권은 세 차례의 구간에서 주식을 매수하였음. 그런데 이 그래프가 보여주는 것은 그것이 전부임. 이 그래프에는 시장참여자들이 수급을 오해하였다거나 시타델이 매수를 중단한 이후에도 계속하여 매수하고 있다는 것과 같은 것들은 나타나지 않음. 또한, 가격의 왜곡도 나타나지 않음. 시타델증권이 매수할 때 가격은 올랐는데 그것은 이론의 여지가 없는 모든 시장의 공통된 특징임. 즉, 시장참여자들이 매수를 해서 그렇게 실제 수요가 드러나게 되면 당연히 가격은 상승하는 것임. 가장 중요한 점은 오스텔주식 거래 관련 거래패턴은 상당량의 주식을 매수하고자 하는 그 어떤 다른 투자자의 거래유형과도 다르지 않다는 점임. 통상적으로 합리적인 투자자라면 원하는 수량의 주식을 한 번에 다 매수하지 않고 주문을 나누어서 시장에 제출함. 각 주문에 따라 가격은 상승하고 각각의 주문 이후에는 가격이 동일 수준에 유지되거나 아니면 계속 상승하거나 아니면 다시 하락할 수 있는 것임. 오스텔 건에서의 매수패턴이 시장질서교란의 증거라고 한다면 모든 기관투자자들은 단순히 특정 종목의 주식을 매수해서 보유량이 누적되기만 하면 시장질서를 교란했다고 책임을 져야 하는 위험을 감수해야 할 것임. 조사과정에

서 저희가 수령한 각 금감원의 지적사례에 대하여 저희가 거래 후 15분간의 차트(chart)를 제공한 이유는 시타델증권 거래 이후에 시장에서 어떤 특정하고 동일한 형태도 발생하지 않는다는 것을 보여주기 위함이었음. 금감원에서 이 오스텝 건의 전반적인 형태가 시장을 교란한 것이라고 한다면 시타델증권이 매수한 이후에 가격이 하락하지 않았거나 일중에 가격이 지속적으로 상승하지 않았던 다른 여러 사례들과 이 특정건이 어떻게 다르다고 설명할 수 있는지 의문임. 금감원이 적용한 기준으로는 어떤 특정한 시장의 반응을 다른 유형의 시장반응과 구분하여 설명할 수가 없기 때문에 금감원에서는 시타델증권 거래의 시장질서교란 여부를 판단함에 있어 시장의 반응은 고려할 필요가 없다고 주장하는 것으로 보임. 이러한 접근방식은 시장참여자로서 하여금 수급을 오인하게 하거나 오인하게 할 우려가 있는 거래를 명시적으로 초점을 맞추고 있는 제178조의2 제2항제4호와 전면으로 모순됨. 금감원은 시장질서 교란행위에 대한 실질적인 증거를 제시해야 함. 금감원은 또다시 레드로버 건을 시장질서교란 사례라고 하고 있음. 금감원이 제시한 자료를 근거로 법 제178조의2의 위반이 있었다고 주장하는 것에는 여러 가지 문제점이 있음. 첫째는 저희의 시스템은 투자자가 주문을 체결하고 나서 1,000분의 3~4초 후에 다른 투자자가 체결한 가격으로 주식을 매수하는 주문을 제출함. 이는 시타델증권의 시스템이 시장데이터가 업데이트 되고 난 다음에만 작동하도록 설계되어 있기 때문임. 이는 시타델증권이 다른 투자자를 추종하였지, 그보다 앞서서 주도하지 않았다는 것임. 시타델증권의 수요는 실제적이고 진정한

수요였음. 투자자들이 수요가 늘어난다고 인식하고 매수를 결정하는 경우 투자자들은 수요와 공급에 대해 오해를 하는 것이 아님. 그들은 해당 주식에 대한 수요가 있었다는 것을 정확히 파악한 것임. 이러한 사실관계는 실수요가 없는데도 투자자들에게 수요와 공급에 대해 오해를 하게 해서 매매거래를 하는 경우에 적용되는 법 제178조의2 제2항제4호의 문언과 맞지 않는 것임. 결국 금감원의 주장은 어떤 투자자가 주가가 1% 상승하게 하는 물량을 매수하는 경우 그것은 시장질서교란에 해당된다고 하는 것과 같음. 금감원은 시타델이 기존 판례의 투자자 유형별 거래특성 및 거래량 변동 관련 통계의 의미를 오해했다고 주장함. 앞서 말씀드린 바와 같이 금감원이야말로 기존 판례를 부적합하게 인용하였는데 법원은 실제로 범죄의 고의 및 범죄의 모의를 보여주는 증거에 무게를 두어 판단하였고 주문유형을 근거로 시세조종이 있다고 판단한 것은 아님. 금감원이 발표한 것 중 이 부분에서 금감원은 기관투자자들이 오도되었다는 새로운 가설을 강조했음. 이런 가설이 제시된 것은 이번이 처음임. 기관투자자들은 시타델증권과 정확하게 동일한 데이터를 보았을 것이고 그들의 거래가 증가한 것은 시타델이 거래한 것과 같은 이유에서였을 가능성이 훨씬 높음. 금감원은 또한 2010년 Flash Crash 사태의 조사결과를 왜곡하여 잘못 인용하고 있음. Flash Crash 건의 경우는 거래체결 알고리즘이 시장의 반응을 보지 않고 반복적으로 주문을 내서 발생한 것이고, 앞서 설명 드린 바와 같이 시타델의 알고리즘은 그렇게 작동하지 않고, 바로 이런 사태를 방지하기 위해 각 후속거래 간의 시간을 지연시켜 한 번에 하나씩 단계

별로 거래함. 마지막으로 금감원은 시장질서 교란행위를 판단함에 있어 매매수단 간의 차이가 없다고 하였는데 저희는 여기에 동의하고 그와 달리 주장한 바도 없음. 저희는 고빈도매매에 대한 규제 지침이 거의 없는 상황에서 한국거래소의 기준이 나오고 곧바로 이 건을 제재했다는 소식이 전해지는 것은 시장에 상충되고 혼란스럽고 냉각 효과가 생기는 메시지를 줄 우려가 있다는 점을 말씀드렸던 것이고, 특히 시타델증권의 거래가 문제가 있다고 판단하는데 사용된 기준이라는 것이 한국거래소가 발표한 기준보다 상당히 엄격하고 자의적인 터라 더욱 염려가 된다는 말씀을 드린 것임. 오늘 발표는 다음과 같은 질문으로 끝맺으려고 함. 단순히 그리고 통상적으로 주식을 매수해서 보유량을 누적했다는 것만 가지고 시장질서 교란행위로 처벌받기에 충분하다고 한다면 어떻게 제대로 거래하는 투자자들이 한국에서 안심하고 거래를 계속할 수 있겠는지 되묻고 싶음.

- (위원장) 금감원에서는 혹시 재반론을 하실 수 있다면 간략하게 발표해주시기 바람.
- (보고자) 지금까지 자조심에서 봐오셨던 내용을 다시 한번 쪽 보시면 아시겠지만 저희들이 기존에 말씀드려왔던 주장의 논리는 계속 동일함. 저희가 새로운 가설을 내세우거나 그런 것은 없고, 기존의 판례나 시장질서 교란행위에 대한 판단근거들을 참고로 해서 동일한 논리를 계속 주장했던 것임. 그리고 저희는 처음부터 일관되게 제178조의2 제2항제4호를 적용해 왔음. 저희들은 제1호 허수성 주문이 문제가

아니라 이런 IOC 주문과 Passive 주문이 결합해서 짧은 시간에 주가를 급변시키고 그것을 위아래로 반복을 하다보면 시장참여자들이 수급 상황에 대해서 오해를 할 가능성이 커진다는 측면에서 제4호를 가져온 것이지, 허수성 주문이 문제라는 주장은 한 적이 없음. 형사처벌을 요구하는 부정거래 행위에서도 거짓 계책이나 위계까지 아니라고 하더라도 사회 통념상 부정한, 부당한 수단을 이용한 것도 형사처벌에 관한 부정거래로 볼 수 있다고 법원에서 판결하고 있음. 그런데 상대적으로 위법성이 낮은 시장질서 교란행위에 대해서 거짓 계책, 위계까지 요한다는 것은 입법 취지에 부합하지 않는 것임. 그 조문을 보면 ‘거짓 계책 등’이라고 포괄적으로 보고 있음. 시세조종은 크게 보면 구성요건을 두 가지로 볼 수 있음. 어떤 매매유인의 목적성이 있어야 되고, 그다음에 그 매매가 시장에 어떤 오해를 유발할 수 있는 가능성이 있어야 됨. 반면에 시장질서 교란행위에 대해서는 그 목적성을 배제하고 오해 유발 가능성만 있어도 교란행위로 본다고 한 것인데 지금 저희가 언급해 드린 이 판례, 그리고 시타델에서 주장하는 범죄에 대한 모의가 있어서 시세조종이 인정되었다는 부분은 그 목적성에 대한 부분임. 고가매수나 물량소진주문 등의 양태가 시장참여자들에게 오해를 유발할 가능성이 있었기 때문에 그것이 결합해서 시세조종으로 인정된 것이라고 봐야 될 것임. 그래서 본 건 같은 교란행위에는 그러한 목적성을 배제하고 시장에 미치는 영향을 봐야 되는데 시타델증권의 IOC나 Passive주문은 충분히 시장에 오해 유발 가능성이 있다는 점에서 저희가 교란행위라고 주장하는 것임. 그리고, 시타델의 매매 이후에는 다양한 유형이 나타날 수밖에 없음. 시장참여자들이 그 상

황에 대해서 판단하는 것들은 종목마다, 일자마다, 투자자  
성향 별로 다를 수밖에 없고 그러다 보면 시타델증권의 매  
매 이후에 주가가 더 올라갈 수도 있고 횡보할 수도 있고  
하락할 수도 있음. 결국 시타델의 매매가 이러한 시장참여  
자들에게 어떻게 오해를 유발할 가능성이 있느냐 하는 관점  
에서 판단을 해야 된다는 것이 저희의 생각임.

- (위원) 아까 진술인께서는 기관투자자들의 피해를 새로 주장  
하는 것이냐, 기존에는 개인투자자 피해만 주장을 하다가  
이제는 주장을 바꾼 것이냐고 말씀을 하셨는데, 금감원의  
발표자료가 기관투자자의 피해를 주장하는 내용으로 보이지  
는 않음. 이 부분에 대해서 어떻게 생각하시는지?

- ▶ (진술인) 금감원에서 표를 보여주면서 그 표에 나와 있는  
숫자들이 시장의 반응을 보여주는 것이라고 했는데 거기  
에 개인투자자들은 그다지 많이 움직이지 않고 도리어 기  
관투자자들이 저희 거래시점에 더 많이 거래한 것을 저희  
가 보게 되었음. 저희가 이 두 개가 대비되는 것을 강조  
해 드렸는데 그것은 저희가 거래하는 행위유형 자체가 기  
관투자자들의 유형과 크게 다르지 않고 다시 한번 이것이  
저희의 거래가 정당했음을 보여주는 증거라는 것을 강조  
하기 위해 말씀드린 것임. 그에 대한 답으로 금감원에서  
는 우리 거래에 따라서 개인투자자들의 투자가 어떻게 바  
뀌었느냐는 부분에 집중하였다고 말씀을 하셨고 기관투자  
자들은 더 전문성이 있기 때문에 그러한 우리의 거래에  
반응하지 않는다는 얘기를 그때 하셨는데 지금 자료를 보  
면 여기 처음으로 나오는 얘기가 시타델이 초래한 가격변

화에 기관투자자들이 대응했다고 해서 우리의 거래로 인해서 기관투자자가 영향을 받았다는 얘기를 처음으로 꺼내서 저희가 거기에 대해 언급한 것임.

- (위원) 전 세계적으로 같은 전략을 추구했다고 말씀하셨는데 시타델이 한국에서는 시장조성자가 아닌데 혹시 다른 시장에서도 한국에서와 같은 지위인지, 좀 더 직접적으로 여쭙어 보면 다른 시장에서 시타델의 지위는 시장조성자로서의 지위에서 이와 같은 전략을 추구한 것은 아닌지 답변해 주시기 바랍니다.

▶ (진술인) 저희는 동일한 전략으로 다른 시장에서도 운용함. 이것은 저희가 다른 시장에서 시장조성자 역할을 하는 것과는 별개의 문제임. 그래서 저희가 금감원에 자료를 제출할 때 시장조성자로 거래했던 것은 제외하고 똑같이 Active주문과 Passive주문을 다른 시장에서도 거래한 통계를 제출한 것임.

- (위원) IOC주문을 내면서 거의 동시에 Passive주문을 내고 있는 것이 주로 문제가 되고 있는 것 같음. 제가 알고 있기로는 Passive주문을 내는 목적이 물량확보를 위한 것이라고 알고 있는데, 맞는지?

▶ (진술인) 맞음.

- (위원) 오늘 금감원에서 발표한 자료를 보면 4,030원 구간에서 4,060원 사이의 구간에는 호가공백을 메우기 위한



Passive주문을 내는 것에 비해서 4,060원 이후에는 Passive 주문을 내고 있지 않은데 그 이유가 무엇인지?

▶ (진술인) 지금 Passive주문이 더 안 나가는 것은 저희 거래를 보호하기 위한 목적임. 저희는 주식 종목에 상관없이 전체적으로 제출할 수 있는 Passive주문의 한도가 있음. 저희가 Passive주문을 추가로 낼 수 있는 한도 내지는 위험을 관리하기 위한 위험한도 같은 것이 있기 때문에 어느 순간 중단하고 더 제출하지 않게 되는 것임.

○ (위원) 혹시 그러한 기준이 프로그램화 되어 있는지?

▶ (진술인) 프로그램에 들어가 있는데 Passive운용전략은 별도의 운용전략이기 때문에 IOC주문이 들어간다고 100% 그 주문이 따라 들어가는 것은 아니고 별도로 그 시점에서 계산을 해서 주문을 제출할지 말지를 Passive가 결정함. 그렇기 때문에 100% 안 따라가는 상황이 발생한 것임.

○ (위원) Passive주문이 추가물량 확보가 목적이라고 말씀하셨는데 조금 전에는 별도의 전략으로 주문이 들어간다고 하니까 이것이 서로 양립되지 않는 것 같음.

▶ (진술인) 그것이 충돌하는 것은 아님. Passive 그 전략 자체가 별도로 물량을 확보하고 거래를 하려는 것인데 그것을 성취하는 방법은 IOC주문이 들어가고 난 다음에 따라 들어가서 물량을 확보하거나 아니면 별도로 Passive주문을 제출하는 방법이 있을 수 있음. 그런데 IOC주문이 들

어간 다음에도 Passive 자체가 스스로 위험한도라든지, 본인의 물량을 판단해서 따라 들어갈 수 있으면 따라 들어가는 것인데 그렇지 않다면 IOC가 들어갔어도 안 따라 들어갈 수 있는 것임.

- (위원장) 오늘 금감원과 시타텔증권 양쪽의 최종적인 반론과 재반론을 들었음. 아까 말씀드렸듯이 저희들이 자조심과 증선위를 통해서 여러 차례 충분히 진술할 기회를 드렸다고 생각함. 오늘 반론과 재반론 과정에서 추가적으로 필요한 자료의 제출과 의견이 있다면 올해 연말까지 저희 쪽에 제출하여 주시기 바람. 더 이상의 의견진술 기회를 드리지 않아도 될 것으로 생각이 되고, 지금까지의 반론과 진술을 통해서 내년 초에는 증선위의 판단이 있을 것임.

▷ 진술인이 퇴장함.

- 보류하는 것에 동의함

⇒ 보류\*함

\* 만장일치로 보류를 의미함(표결이 있는 경우 별도 표기)