

제20차 증권선물위원회 의사록

(의결안건 제70호 관련)

2022. 11. 15.

증 권 선 물 위 원 회

1. 일 시 : 2022년 11월 15일(화) 09:30~16:15

2. 회의방식 : 온-나라 PC 영상회의

3. 출석위원

김 정 각 위 원

송 창 영 위 원

박 종 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.

- ▶ (진술인) 본발표에서 시타델증권이 강조하여 설명 드리고자 하는 핵심내용은 다음과 같은 네 가지임. 첫째로는 금감원에서 시장질서 교란행위에 각 구성요건을 증명하여야 한다는 것이 근본적인 법의 원칙이라고 생각함. 그런데 금감원은 그렇게 하지를 못했음. 시장질서교란 조항의 핵심요소는 거짓 계책의 사용이나 풍문의 유포임. 금감원은 시타델증권이 거짓 계책을 이용하였거나 풍문을 유포하는 방식으로 거래를 했다는 주장조차 하지 않고 있음. 또한, 금감원은 시타델증권의 거래로 인해 투자자들이 수요·공급을 오인하였다거나 가격이 왜곡되었다는 사실을 뒷받침할 만한 신빙성 있는 증거를 제시하지 못하고 있음. 저희의 두 번째 핵심주장은 금감원은 정말 최소한의 증거 밖에 제출하지 못하였지만 이에 반해 시타델증권은 다수의 세부적인 분석을 수행하고 그 내용을 제출하였음. 이는 전 세계의 다른 규제당국들도 잠재적인 시장교란행위를 찾아내기 위해 통상적으로 사용하는 분석과 같은 방식의 분석임. 이러한 분석들은 모두 시타델증권의 거래가 가격을 왜곡하거나 투자자들에게 오해를 유발하지 않았음을 보여줌. 세 번째 핵심주장은 본 건에서는 보다 광범위하고 중요한 정책적 이슈(issue)와 시장에 대한 영향이 고려되어야 한다

고 생각함. 이 건은 시타델증권의 입장에서 중요한 사건이지만 한국에 투자를 하거나 투자를 고려하는 기관투자자나 다른 시장참여자들이 한국 시장을 바라볼 때도 고려할 중요한 사례이기도 함. 본 건은 한국에서 알고리즘 거래가 이루어지는 기준, 시장질서 교란행위 규정의 해석 및 적용에 관한 중요한 선례가 될 것임. 오늘 한국 당국이 알고리즘 거래에 대한 규정을 발표하고자 하는 것으로 알고 있음. 그렇게 함으로써 한국 당국은 한국에서 어떤 방식으로 알고리즘 거래를 해야 하는지에 대한 지침이나 시장의 이해가 부족하다는 점을 인정하는 것으로 보임. 법상의 공정성과 적법절차의 원칙을 고려했을 때 그러한 지침이 발표되기 전에는 시타델증권이나 그 어느 다른 투자자의 경우에도 시장을 교란하였다는 결론을 내리는 것은 적절하지 않다고 생각함. 마지막으로 네 번째 핵심주장은 과징금 산정에 관한 것임. 문제되는 행위가 없었음을 보여주는 압도적인 분석에도 불구하고 여전히 시타델증권이 책임이 있다고 판단하시는 경우에도 저희는 금감원에서 과징금을 산정한 방식에 대한 심각한 우려를 표명하고자 함. 자본시장법은 시장질서 교란행위에 대한 과징금 상한을 5억 원으로 명시하고 있음. 금감원은 이러한 명시적인 법적 요건을 따르지 않고 오히려 규정에 명시적 문언에 반하는 새로운 과징금 산정방식을 만들어냈음. 끝으로 시타델증권이 오늘 발표할 내용은 금감원이 조치사전통지서에 포함한 것과 자조심 과정에서 언급했던 혐의 및 증거를 기반으로 준비한 것이라는 점을 말씀드릴.

▶ (진술인) 저희는 먼저 시타델증권의 거래에 대한 몇몇 오

해를 해소하고 싶음. 시타델증권은 가격 변동의 통계적 동향을 파악하기 위해 공개된 과거 시장 데이터에 대한 심도 있는 조사를 수행함. 이러한 공개된 시장 데이터에 대한 분석이 당사의 거래결정을 이끌게 되는 것임. 가격 동향에 대한 거래분석은 한국을 포함한 거의 모든 금융시장의 다양한 투자자들이 이용하고 있는 것임. 시타델증권은 또한 어떤 시장에 진입하기 전에 법적 규제요건 및 시장의 역학관계를 파악하기 위한 리서치를 수행함. 물론 한국도 예외는 아니었음. 시타델증권은 한국 특유의 요건을 이해하기 위하여 국내 증권사 및 변호사 등 다양한 자문 및 거래상대방과 상의하였음. 다음으로 시타델증권은 시타델증권의 한국에서의 거래가 진정한 거래였고 적절하였다고 확신함. 저희의 거래전략이 진정한 거래의사를 가진 거래라는 사실은 시타델증권의 주문체결률을 보더라도 명백함. 2018년 5월 시타델증권의 주문체결률은 78%를 상회하였음. 이러한 체결률 자체가 시타델증권이 시장에 주문을 제출했을 때 시타델증권은 이를 체결하고자 하는 의도를 가지고 제출하였다는 사실을 입증하기에 충분함. 이것이 정말 중요한 점인데 국내에서 다른 시장참여자 어느 누구도 이와 같이 높은 체결률로 주문을 체결하면서 사기적 거래 또는 시장질서교란 혐의를 받은 적이 없기 때문임. 시타델증권은 한국에서 운용하는 동일한 거래전략을 다른 유수의 금융시장에서도 운용하고 있음. 이러한 거래전략들은 국내 규제요건을 고려하여 맞춤화 되었으나 그것 말고는 미국 및 기타 주요 금융시장에서 사용되는 전략들과 동일함. 다른 국가의 감독당국에서는 이러한 거래 전략에 대하여 이 건과 같은 우려를 표명한 바가 없음. 다음으로는 앞

서 말씀드린 네 가지 핵심내용에 대해 좀 더 구체적으로 설명 드리도록 하겠음. 먼저, 금감원은 자본시장법의 각 구성요건을 충족할만한 신빙성 있는 증거를 제시하지 못하였다는 점임. 자본시장법 제178조의2제2항 본문은 위반행위가 성립하기 위해서는 두 가지 구성요건이 충족되어야 한다는 점을 분명히 하고 있음. 증선위는 각 요건에 대한 입증을 요구하여야 하고 실질적인 증거를 통해 증명할 것을 요구하여야 한다고 생각함. 시장질서교란 조항의 핵심요소 두 가지 중 하나를 주장이나 입증조차 하지 못한다면 이것만으로도 금감원의 사례에는 치명적인 문제점이라고 생각됨. 다음으로 증빙에 관한 말씀을 드리겠음. 금감원은 시타델증권의 거래가 어떻게 시장질서를 교란하였는지에 관한 이론과 가설을 제시하였음. 하지만 금감원의 주장은 실제 시장교란의 입증에 관해서는 매우 부족함. 투자자들이 수급을 오해하였거나 가격이 왜곡되었다는 신빙성 있는 증거가 없음. 법원이 시타델증권에 책임을 묻기 위해 필요한 신빙성 있는 증거가 없는 것임. 시타델증권은 처음부터 그 거래가 진정한 체결 의사를 가진 거래라고 설명해 왔음. 거래에 임의적이거나 기만적인 것이 전혀 없었다는 점을 여기에서 다시 한번 말씀드릴. 시타델증권의 거래는 실제 수요와 공급에 따른 것임. 이는 시타델증권이 시장에 주문을 제출하고 실제로 거래가 체결되었다는 사실로 입증됨. 거의 80%의 거래가 체결이 되었음.

- ▶ (진술인) 금감원은 본 조사 전과정에서 저희가 여러 종목의 주식을 매수 및 매도한 것이 어떻게 거짓의 계책에 해당한다는 것인지, 왜 다른 투자자들이 수요와 공급을 오인

하게 하였다는 것인지, 아니면 달리 시장질서를 어떻게 교란하였다는 것인지를 설명해 준 적이 없음. 단지, 금감원은 시타델증권이 시장질서를 교란한 증거라고 하면서 소정의 거래 샘플을 시타델증권에 제공했을 뿐임. 금일 저희의 제한된 시간을 고려하여 저는 저희가 수행한 분석 중 일부만을 설명드리고자 합니다만, 귀 위원회에서는 본 건을 검토하는 것에 있어 저희가 당국에 既제출한 모든 분석의 전체 내용을 철저히 검토하여 주실 것을 요청드립니다. 첫 번째 분석 내용으로는 2018년 2월 6일에 거래한 쏘리드 주식 관련 시타델증권의 거래기간 및 그 직후의 상황을 살펴보도록 하겠음. 여기 보시는 바와 같이 시타델이 5개의 가격대에서 매수를 해 나감에 따라 시장은 매우 질서 있는 방식으로 움직임. 시장교란 상황에서 있을 수 있는 것과 같은 스프레드가 급격히 확대되는 현상도 없고 시타델이 매수하는 동안 반대쪽에서 급격한 가격 변화도 없음. 시타델이 한쪽에서는 체결 가능성이 희박한 매수주문을 내면서 동시에 반대쪽에서 매도주문을 내는 그러한 허수성 주문의 조짐도 보이지 않음. 한국거래소에서 얻을 수 있는 공개된 데이터를 이용하여 시타델증권 거래 전·후의 쏘리드 호가장을 재구성할 수 있음. 호가장은 모든 투자자의 집합적인 투자의향을 보여주므로 시장질서교란 가능성을 분석하는 현미경과 같음. 만약 시타델증권의 거래가 거짓의 계책 또는 달리 투자자를 오인하게 하는 점이 있다면 이것은 다른 투자자들이 거래를 취소하는 식의 반응을 통해 보여주게 될 것임. 3개의 가격대에서는 정확하게 동일한 수의 주식에 대한 매도주문이 있고 나머지 두 개의 가격대에서는 아주 작은 변동만이 있을 뿐임. 이 자

료는 시장참여자들이 시타텔증권의 거래에 대해 별다른 반응을 보이지 않았음을 분명히 보여주고 있음. 시타텔증권의 거래가 시장교란적인지의 여부를 평가하는 두 번째 방법은 시타텔증권의 거래가 종료된 후 15분 후에 시장 가격이 어떻게 되었는지를 보는 것임. 시타텔증권이 거래할 때마다 가격이 곧바로 되돌아온다면 그런 일시적인 변동은 모든 시장참여자들의 매수·매도 수요를 완전히 반영하지 못했다는 것일 것임. 그런데 시타텔증권의 거래 이후 가격이 새로운 수준에 머물고 있다면 경제학자들은 이것은 총매수·매도수요를 정확하게 반영하는 효율적인 가격 발견과정의 증거라고 보고 있음. 이것은 시장질서교란과 정반대되는 현상임. 시타텔증권의 매수에 어떤 임의적인 면도 없었음. 허수주문도 없었으며 단순히 새로운 균형가에 도달해서 시장이 안정된 상황이었기 때문에 시장참여자들의 오해가 있었다는 징후도 없음. 세 번째로 시타텔증권의 거래가 시장을 교란하였는지 판단하는 방법은 그 거래가 거래일 하루에 걸쳐 미치는 영향을 측정해 보는 것임. 시장을 교란하는 매매는 항상 매수·매도 시에 상당한 불균형을 발생시키거나 심화시키는 경향이 있으며 따라서 가격은 정상적인 시장참여자의 공급·수요에 의해 정해지는 수준에서 멀어지게 됨. 이와 달리 타인이 매도할 때 매수하거나 타인이 매수할 때 매도하는 등 일반적으로 매수·매도의 압력을 감소시키는 거래는 경제학자들이 시장 안정적 요인이라고 보고 있으며 이것은 시장질서교란과는 반대되는 것임. 시타텔증권의 거래는 가격을 변동시키기 위해 시장의 불균형을 초래하거나 악화시키는 패턴(pattern)을 보여주지 않음. 이것은 시타텔증권의 거래가 어떤 방식

으로든 시장을 교란할 경우 예상되는 것과는 정반대의 모습임. 다음으로는 금감원이 자조심에서 제시한 레드로버 사례에 대한 비판적 검토결과를 설명드리고자 함. 가장 중요한 점은 공개된 시장데이터를 확인해 보았더니 이 거래기간의 출발점은 다른 투자자의 매수에서 시작되었고 시타델은 그 이후에 뒤를 따랐을 뿐이라는 것임. 이제 분석내용을 요약하면 금감원이 선택한 사례를 분석한 결과 다음과 같은 사실을 확인할 수 있음. 먼저, 시타델증권의 매매 도중 혹은 매매 직후에 시장을 교란하였다는 증거는 없음. 매매 거래 후 15분 동안 시장이 교란되었다고 볼만한 증거도 없음. 거래일 전체를 분석한 결과, 시타델증권의 거래활동이 매수·매도 불균형을 초래하거나 악화시키는 패턴(pattern)을 보이지도 않음. 금감원이 자세히 분석한 유일한 매매사례를 보면 시타델증권이 다른 시장참여자들의 매매를 주도한 것이 아니라 뒤를 따랐음을 알 수 있음. 구체적으로 금감원은 시타델증권이 매수·매도할 때 개인투자자의 매수·매도 증가율을 측정했다고 함. 금감원은 그러한 개인투자자의 매수·매도 증가가 시타델증권의 매매거래에 직접 기인한 것이라고 주장하고, 그래서 그 거래가 시장을 교란했다는 결론을 내리고 있음. 금감원의 분석결과는 시타델증권의 거래가 개인투자자들에게 거의 영향을 미치지 않았거나 아무런 영향도 없었다는 점만을 보여주고 있음. 이 분석에는 치명적인 결함이 많음. 첫째, 금감원은 시타델의 거래활동이 개인투자자의 거래증가를 초래하였는지 아니면 개인투자자 거래증가와 단순히 상관관계에만 있는 것인지 등을 보여주는 데이터는 제공하지 않았음. 둘째, 금감원은 개별 샘플(sample)에 대한 통계적인 분석

없이 시장질서 교란행위가 발생했다고 주장하는 6,000개 이상의 모든 거래기간 동안의 평균만을 보여줌. 셋째, 엄밀히 말해서 개인투자자들의 매수가 38% 증가한 것은 시타델증권이 개인투자자들에게 부당한 영향력을 행사하였다거나 달리 어떤 식으로든 시장질서를 교란시켰다고 보기에는 너무나 낮은 수치임. 넷째, 금감원 분석에 따르면 시타델증권이 매도할 경우 개인투자자의 매도 활동이 2% 정도 미미하게 증가한 것으로 나타났음. 따라서 금감원 자료 자체를 따르더라도 시타델증권의 매도는 개인투자자에게 어떠한 영향도 미치지 않았다는 점이 확실히 드러남. 결론적으로 오늘은 일부만 설명을 드렸지만 시타델증권의 분석자료 전체와 금감원 분석자료를 면밀하게 검토해보면 시장질서 교란행위가 없었음을 확정적으로 보여줌.

- ▶ (진술인) 시타델이 제시한 분석결과는 다음과 같은 점을 보여줌. 시타델증권의 거래는 체결률이 80%에 달하는 경제적으로도 합리성이 있고 진정한 체결의사를 가진 거래임. 이 말은 5개의 주문마다 4개는 체결이 되었다는 이야기임. 해당 거래는 어떠한 유형의 시세조종거래와도 유사성이 없음. 금감원이 제시한 증거 자체가 시타델증권이 시장을 주도하지 않았고 도리어 따라갔다는 것을 보여줌. 다음으로는 핵심주장 세 번째에 해당되는 본 건이 시장에 미칠 영향에 대한 주장을 설명 드리겠음. 본 건에서 부정적인 결과가 공개되게 되면 다른 시장참여자들과 한국에 대한 추가투자를 고려하는 이들에 의해 면밀히 검토될 것임. 본 건은 한국 내 알고리즘 거래 규제 및 시장질서 교란행위 규정 모두에 중요한 선례가 될 것임. 당국에서 무엇이 시

장질서 교란인지를 정해서 발표하기도 전에 누군가를 시장 질서 교란혐의로 처벌하려고 하는 것은 시장에서 보기에 불분명하고 불공정하고 임의적인 것으로 보일 것임. 최근 한국거래소의 시장조성자 관련 사건은 이러한 위험에 대한 분명한 경고를 하고 있다고 생각함. 한국거래소가 시장조성자로 지정한 14개 증권사 중 9개 증권사가 시장질서를 어지럽혔다고 하여 문제가 된 사건에서 증선위는 시장조성자의 시장질서 교란행위에 해당할 수 있는 행위 유형을 정하는 기존의 지침이 없었다는 이유 등을 들어 혐의를 기각하였음. 본 건의 경우에도 시장에 도움이 되는 활동을 저해할 똑같은 위험성이 있음. 알고리즘 거래에 대한 명확한 지침도 만들지 않은 상태에서 시타델이 시장질서를 교란했다고 판단할 경우 시장의 염려와 불확실성이 발생할 수 있음. 시장조성자 사례에서 본 바와 같이 귀 위원회에서 조사나 처벌에 앞서 시장에 대한 지침이 우선적으로 제공되어야 한다는 점을 인정해 주시기를 요청드립니다. 저희는 시타델의 거래가 진정한 체결의사를 지닌 거래였고 적절하였으며 그래서 어떤 벌금도 받아서는 안 된다고 강하게 믿고 있음. 다만, 오늘 설명 드린 모든 내용을 고려한다면 과징금이 부과되어서는 안 되지만 그럼에도 과징금이 부과되어야 한다고 하면 그 산정방식에 대해 몇 마디 드리고 싶음. 자본시장법 제429조의2는 시장질서 교란행위에 대한 과징금을 5억 원으로 아주 명시적으로 제한하고 있음. 이 최고한도의 예외는 손익을 기준으로 과징금을 산정하는 경우인데 본 건에서 금감원은 그런 계산을 하지 않았음. 자본시장법이 정한 최대금액을 초과하는 과징금은 법률에 반하는 것이므로 법률상으로는 어떤 경우에도 과징금은 최대 5억

원을 초과할 수 없는 것임.

- ▶ (진술인) 기본적으로는 시장질서 교란행위가 성립한다고 인정할만한 증거와 근거가 전혀 없다는 점을 지금까지 말씀드렸음. 가사 시장에서 교란행위가 성립함을 가정하더라도 금융감독원이 산정한 118억 8,000만 원이라는 과징금액수는 부당하고 적법하지 않다는 점에 대해서 법률적 의견 보충해서 말씀드리겠음. 주지하시는 바와 같이 자본시장법 제429조의2 본문에서 ‘금융위원회는 제178조의2를 위반한 자에 대하여 5억 원 이하의 과징금을 부과할 수 있다.’고 규정하고 있음. 본문 규정에 이어서 동조 단서에서는 거래로 얻은 이익액 또는 회피손실액을 기준으로 1.5배에 해당하는 금액이 본문에서 정한 한도인 5억 원을 초과하는 경우에는 5억 원을 초과하여 해당 금액 이하의 과징금을 부과할 수 있다고 규정하고 있음. 본 건에서는 거래로 인한 이익액을 산정할 수도 없어 동조 단서를 적용하지 아니하였음을 자조심 회의에서 금감원이 밝힌 바 있음. 따라서 본 건에 대해서 적용할 수 있는 자본시장법의 조문은 제429조의2 본문에 따라서 과징금 부과한도의 최대 상한을 5억 원으로 적용해야 할 것임. 이처럼 법률에서 명시한 과징금 상한액을 위반하여 이를 초과하는 과징금을 부과하는 것은 상위법 우선의 원칙, 제재처분 엄격해석원칙 그리고 무엇보다도 적법절차의 원칙에 반함. 주지하시는 바와 같이 자본시장법 제429조의2에 따라서 금융위원회의 고시로 제정한 자본시장조사업무규정이 있음. 동 자본시장조사업무규정상 시장질서 교란행위에 대한 과징금 산정시 기준금액 3,000만 원을 개별 종목마다 부과해서 종

목 수만큼 합산해서 과징금을 산정하는 규정은 두고 있지
 않음. 증권선물위원회도 과거 일정 기간 동안에 다수의 종
 목을 거래한 경우에 시장질서 교란행위로 조치한 사안들
 이 있었음. 2021년도 사안을 보면 5개 종목에 대해서 기준
 금액 3,000만 원에 부과비율 150%를 적용해서 4,500만 원
 을 부과하였지, 개별 종목마다 과징금 액수를 부과해서 합
 산하지 아니하였음. 그리고 2019년에도 마찬가지로 개별
 종목별로 기준금액을 건건이 부과하는 방식으로 전체 과
 징금 액수를 산정하지는 않았음. 종목별 기준금액 부과 및
 합산 방식이 위법하다는 점과 아울러 추가로 말씀드릴 것
 은 자본시장조사업무규정상 위반행위에 대한 고의가 없는
 본 건에 대해서는 부과비율도 금감원이 적용하신 150%보
 다 낮게 적용하는 것이 타당하다는 점임. 마지막으로 자조
 심 회의에서도 위원들께서 이 부분을 정확하게 이해를 못
 하셔서 오해가 좀 있었는데, 시타텔증권에서는 2018년 5월
 경에 한국거래소에서 시타텔의 거래에 대한 우려를 제기
 했음을 수탁사였던 ◇◇◇◇증권으로부터 전달받자마자
 알고리즘 거래를 제한하기 위한 조치를 즉시 신속히 취했
 음. 이런 모든 사정에 비추어봤을 때 부과비율을 과중하게
 적용하는 것은 재고해 주시기를 부탁드립니다. 판례상 동일한
 죄명에 해당되고 단일하고 계속된 범의 하에 일정기간 여
 러 개의 행위가 반복되는 경우, 그리고 피해범익이 동일하
 면 전체 행위를 통틀어 규범적으로 포괄일죄로 일관되게
 판단하고 있음. 아시는 바와 같이 시세조종 사례에서도 행
 위자가 시세차익을 얻을 목적으로 여러 번에 걸쳐서 동일
 한 방법으로 시세조종행위를 한 경우 그 종목이 다수의
 종목을 거래했다고 하더라도 포괄하여 일죄로 처리하고

있음. 대법원 판결을 예시로 제시해 두었는데 이 건에서 시장질서 교란행위와 시세조종의 규제가 형식적으로는 다르다고 보시겠지만 사실 입법취지나 보호법익의 측면에서는 동질적이라고 볼 수 있겠음. 단일한 사유, 즉, 알고리즘 거래를 적용해서 일정기간 동안에 수회에 걸쳐서 여러 종목에 대해서 반복적으로 동일한 알고리즘 전략에 근거해서 매매거래가 이루어진 본 건에 있어서는 전체에 대해서 포괄하여 하나의 행위로 판단해서 과징금 부과 여부를 판단하는 것이 타당하다고 생각됨.

- (위원) 아까 진술하실 때 “수십 개의 다른 금융시장에서 동일한 전략을 취했다. 다만, 국내규제에 맞춰서 일정 사항 등을 고려하고 반영했다.”는 취지로 말씀하신 것으로 들었는데, 국내 규제에 맞춰서 어떠한 사항을 고려하고 반영한 것인지?

▶ (진술인) 한국 시장에 진입할 때 저희는 한국의 증권사와 변호인 등과 한국시장에 들어오는데 필요한 내용을 상의하고 저희 스스로 검토하였음. 저희는 여러 가지 절차를 취했는데 법상에서 요구되는 그런 통제장치들을 갖추었고, 또 법에서 요구 안 되더라도 스스로 저희 거래에 제한이라든지, 통제를 하는 장치를 갖추었음. 그리고 저희는 저희 거래와 거래전략을 한국에서 Back Testing을 해서 원래 의도된 대로 거래가 되고 시장이 어떠한 부당한 영향을 미치지 않는지를 관찰하여 적용하였음.

- (위원) 제가 질문 드린 것은 다른 시장과 달리 국내 규제에 맞추어서 특별히 한 것이 있느냐를 여쭙봤던 것이어서 그

부분에 대해서 명확하게 말씀해 주시면 좋겠음.

- ▶ (진술인) 한국법상 요구되는 어떤 요건에 대해서 저희가 충족시키지 못한 부분을 저희는 알고 있지 않음. 이런 부분들은 변호사들과 저희가 이용한 증권사들에서 검토를 하고 그런 요건들을 다 맞춘 것으로 저희는 이해하고 있음.
- (위원) 2019년 7월에 시타델 홍콩의 허수성 주문 수탁한 것과 관련해서 아까 말씀하신 것처럼 ◇◇◇◇증권 서울지점에 대해서 회원제재금이 부과된 사실이 있는데 그 당시에 이 주문의 허수성과 관련해서 시세주문 주체인 시타델 홍콩이 이 절차와 관련해서 어떤 의견을 내거나 소명을 한 사실이 있는지?
- ▶ (진술인) 아님. 저희는 그 건의 당사자가 아니었고 한국거래소에서 저희에게 그런 의견을 요청하지 않았기 때문에 그럴 기회가 없었음. 만약 그런 요청을 받았다고 한다면 오늘 제공했던 것과 같은 설명을 할 수 있었을 것임.
- (위원) 시타델증권 측은 알고리즘을 이용한 거래가 시장을 교란시키지 않는다는 증거로 세 가지를 들고 있음. 첫 번째는 주문서상의 변화, 두 번째는 거래 후 15분 동안의 시장 변화, 그다음에 하루 동안 시장에 미치는 영향 이렇게 세 가지를 들어서 시장을 교란시키지 않았다고 판단하고 계시는데 그럼에도 불구하고 시장의 개인투자자들은 여러 경로를 통해서 시타델증권의 거래에 대해서 지속적으로 불만을 제기했음. 이와 관련해서 제 질문은 세 가지인데 첫 번째는 개인투자자들이 이러한 불만을 제기하는 것을 인지하고 있

었는지, 두 번째 질문은 개인투자자들이 왜 이런 불만을 제기했다고 생각하시는지, 세 번째는 시타델증권의 거래행태에 대해서 개인투자자들이 이렇게 많은 불만을 갖고 있는 경우 시타델증권의 관여율이 높은 종목의 거래가 위축될 가능성도 있어 보이는데 이에 대해서 어떻게 생각하시는지?

- ▶ (진술인) 아까 처음 물어보신 질문 관련해서 저희는 저희 거래와 관련하여 개인투자자들이 불만을 가지고 있었다는 점은 몰랐음. 다만, ◇◇◇◇증권에서 일어나는 거래에 관해서 불만을 가지고 있다는 것은 일반적으로 인식하고 있었음. 두 번째, 그렇다면 개인투자자들이 왜 이런 불만을 갖느냐에 대해서는 저희도 똑같은 질문이 있음. 금감원에서 이 건을 조사하면서 실제로 어떤 투자자가 그런 불만을 제기했다는 것인지, 그리고 그 불만이 무엇에 관한 것인지에 대해서 저희에게 설명해 주신 것이 없음. 단, 한 명도 그런 개인투자자들이 증인으로 나온 것도 없고 나와서 “시타델증권의 거래 때문에 자기가 따라서 거래를 했다.” 아니면 “그로 인해서 오인을 했다.”고 말하는 것을 저희가 들은 것이 없음. 세 번째 질문 관련해서 그렇다면 개인투자자들이 그렇게 불만이 많으면 그 거래 자체는 뭔가 문제가 있을 수 있는 것 아니냐는 것은 가설이고 추정일 뿐이고 저희는 그러한 가설과 추정이 아니라 실제 거래가 어떻게 일어났는지, 사실이 무엇인지, 증거가 무엇인지를 봐야 하는데 오늘 저희가 발표에서 보여드린 것은 금감원이 봤을 때 가장 명확하게 시장교란행위를 보여준다는 샘플(sample), 사례를 들어준 것에서 실제로 그것을 분석했을 때는 개인투자자들이 그로 인해서 오인되었거나 영향을 받

왔다는 증빙이 없다는 것을 분명하게 보여주었음.

- (위원) 이런 식의 알고리즘 거래에서는 알파를 결정하는 당사자가 지금 내가 알파를 만들어내는 이유, 그러니까 어떤 시장 상황을 보고 알파를 만들어낼 때 내가 지금 본 시장 상황이 정보가 있는 투자자가 만들어낸 것인지 아니면 Block deal을 하는 투자자가 만들어내는 것인지를 구분해야 되는데 시타델증권의 입장에서는 그런 식으로 정보가 있는 거래, 정보가 없는 거래, 정보가 있는 투자자, 정보가 없는 투자자를 어떻게 구분하는지가 궁금함.

▶ (진술인) 저희가 거래를 할 때는 시장에 공개된 거래 자료만 보게 되는 것이고 그 뒤에 어떤 주문이 진성인지 아닌지를 볼 방법도 없고 그것이 기관투자자인지 개인투자자인지도 볼 수 없음. 그래서 알고리즘 거래의 대부분은 시장에 나와 있는 데이터를 보는데 가장 중요한 것들은 시장에서 체결된 거래에 대한 데이터, 그 체결된 거래가 일정기간 동안 어떻게 바뀌는지, 그다음에 호가장에 대한 데이터, 그 호가장이 어떻게 변하는지, 그리고 중요한 것은 이 주식과 다른 상관관계에 있는 주식이 어떻게 움직이는 것인지 이런 것들을 기초로 결정이 나옴.

- (위원) 거래량이나 유동성이 많지 않은 종목의 고빈도 매매를 할 경우 그것이 어쨌든 시세형성에 영향을 준다고 볼 수 있을 것 같음. 그래서 지금 시타델증권이 하는 알고리즘에는 사전적으로 어떤 종목의 유동성이 적다면 거기에 고빈도 매매를 자제하는 프로그램이 있는지, 또는 어떤 종목이 어

면 특정 시점에서 유동성이 적다고 판단되면 고빈도 매매를 하지 않거나 자제하는 내부적인 것들이 장착되어 있는지?

- ▶ (진술인) 아까 말씀드린 바와 같이 저희가 처음에 한국시장에 들어왔을 때 처음에 유동성이 높은 종목으로부터 시작했음. 신중하게 접근하기 위해서 그랬고, 저희가 운용하는 알고리즘이 저희가 의도한 대로 작동하는지를 확실하게 하기 위해서 그랬음. 그리고 시간이 경과함에 따라서 점차적으로 중간 정도의 유동성 그다음에 저유동성 종목으로 확대해 나갔는데 그것도 굉장히 신중하고 조심스럽게 접근했음. 그리고 그다음으로 말씀드릴 것은 저희 알고리즘 거래에는 여러 가지 통제장치가 있는데 그중에는 유동성이 적은 것 관련해서 가격을 조심해서 통제하는 그런 장치들도 있음. 그다음에 유동성이 적은 종목의 경우에는 그에 따라서 거래의 규모가 정해지기 때문에, 그렇다면 유동성이 적은 종목은 저희의 주문의 규모도 그에 따라서 작은 규모로 조정이 되었음. 그리고 세 번째로 말씀드릴 것은 저희의 알고리즘은 시장에서의 이벤트(event)에 따라 결정되는 것이기 때문에 유동성이 줄어들어서 거래 기회가 줄게 되면 자연스럽게 저희의 거래도 줄었다는 것을 보실 수 있게 될 것임.

▷ 진술인이 퇴장함.

○ 보류하는 것에 동의함

⇒ 보류*함

* 만장일치로 보류를 의미함(표결이 있는 경우 별도 표기)