

## ELW스캘퍼 거래의 부정거래 문제

김민교 (한국거래소 변호사)

### 1. ELW 상품 개요

#### 가. 정의

ELW는 주가지수 등을 미래 일정시점에 사전에 정한 가격으로 살 권리(콜 워런트) 또는 팔 권리(풋 워런트)가 부여되어 상장·거래되는 파생결합증권으로 옵션이 증권화된 상품을 말한다.

#### 나. 현황

##### □ 일평균거래대금

(단위: 억원)

		2007	2008	2009	2010	2011.3*	비중
지수	콜	1,299	879	4,006	8,758	7,115	45.8%
	풋	461	1,360	2,525	5,661	5,520	35.6%
	소계	1,760	2,239	6,531	14,419	12,635	81.4%
주식	콜	922	1,457	1,896	1,858	2,758	17.8%
	풋	75	150	96	97	132	0.8%
	소계	997	1,607	1,992	1,955	2,890	18.6%
합계		2,757	3,846	8,523	16,374	15,525	100%

\*2011.1~3월

##### □ 상장종목 수

(기간말 기준, 단위:종목)

		2007	2008	2009	2010	2011.3	비중
지수	콜	137	223	654	1,388	1,411	15.1%
	풋	111	148	574	1,191	1,160	12.4%
	소계	248	381	1,228	2,579	2,571	27.5%
주식	콜	1,337	2,106	2,865	5,950	6,350	67.8%
	풋	61	126	274	534	443	4.7%
	소계	1,398	2,232	3,139	6,484	6,793	72.5%
합계		1,646	2,613	4,367	9,063	9,364	100%

## □ 투자자별 거래규모

(2011.1~3월, 단위:억원)

투자자명	일평균거래대금	비중
LP	6,730	43.3%
증권(LP제외)	230	1.5%
개인	8,301	53.5%
외국인	165	1.1%
기타*	99	0.6%
<b>합계</b>	<b>15,525</b>	<b>100.0%</b>

\* 기타 : 은행, 증권, 저축, 국가, 지자체, 기타법인 등

## 다. 특징

### 1) 옵션과 비슷한 점

#### ① 매수자 손실 제한

동일한 주식수에 해당하는 주식 투자와 비교할 때 주가가 하락하면 주식은 주가가 하락하는 만큼 모두 손실이지만, 주가가 하락할 때 ELW는 옵션과 마찬가지로 최초 투자금 만큼의 손실만 있다.

#### ② 권리행사에 따른 손익구조가 비슷

콜 ELW의 경우 콜옵션과, 풋 ELW의 경우 풋 옵션과 손익구조가 비슷하다.

#### ③ 가격 결정 요인이 사실상 유사

ELW 가격은 옵션과 마찬가지로 기초자산 가격, 권리행사가격, 기초자산 가격 변동성(내재 변동성 등), 만기일까지의 잔존기간, 금리(무위험 이자율), 기초자산에 대한 배당 등의 영향을 받는다.

내재변동성은 향후 만기시점까지 기초자산 가격이 얼마나 변동할 것인가에 대한 시장참여자들의 기대를 계량화한 값이다. 내재변동성은 시장에서 거래되는 특정 기초자산을 기초로 발행된 특정 ELW 변동성외에 나머지 ELW 가격 결정요인을 가지고, 블랙-숄즈 모형으로부터 역으로 산출된 변동성을 말한

다. 즉 변동성 값을 추정한 후 이 변동성 값과 나머지 요인을 컴퓨터에 입력해 옵션 이론가격을 산출하고, 이를 시장에서 거래되는 실제 옵션가격과 비교하여, 양자가 일치할 때까지 변동성 값을 수정하여 산출하게 된다. 다른 조건이 동일하다면 내재변동성이 증가한다고 예상되면 ELW의 행사 가능성이 증가하게 되어 가격이 비싸지게 된다. 이러한 변동성의 원인에 대해서는 정보나 거래 자체라고 주장된다.

그런데, 이러한 내재변동성은 개별 ELW에 대한 수치이고, 동일한 기초자산을 기반으로 한 동일 구조의 ELW(콜/풋 유형, 행사가격, 잔존만기가 일치)라 하더라도 그 값이 다를 수 있다. 즉 LP마다 기초자산의 미래변동성에 대한 전망이 다르므로, 동일한 기초자산과 조건을 가진 ELW라 하더라도 LP가 다르면 ELW의 가격을 산정하기 위해 사용하는 미래 기초자산의 변동성 수치가 다르므로 ELW의 가격이 다를 수 있다. 이러한 추정된 변동성은 위험관리나 델타<sup>1)</sup>헤지에도 이용되므로 옵션 거래나 ELW거래에서 중요하다.

이중 변동되는 값은 기초 자산의 가격과 내재변동성이므로 큰 영향을 미친다.

#### ④ 기초자산의 제한

ELW의 기초자산은 KOSOI100 구성 주식, 스타지수 구성 시가총액 상위 5개 주식, KOSPI200 주가지수, 스타지수, NIKKEI225 주가지수 및 홍콩항셍지수로 제한된다.<sup>2)</sup> 옵션도 기초자산은 제한되나, 주가지수옵션과 상장주권 중 일정 기준 충족한 33개 종목을 대상으로 한다.

#### 2) 옵션과 다른 점

##### ① 발행주체

ELW는 발행자가 장외파생상품인가를 받은 금융투자회사로 제한된다.

---

1) ELW 가격을 기초자산 가격으로 나눈 것으로, 기초 자산(현물)이 1 변할 때 ELW의 변화분으로 정의된다. 델타가 0인 경우 ELW의 현물 포지션이 없다는 것을 의미하고, 델타가 0.5인 경우 ELW의 가치가 현물 가치의 50% 수준으로 비례하는 것을 나타낸다. 즉 델타는 ELW를 현물로 환산하는 비율인 셈인데, 델타 헤지는 델타를 0으로 만드는 거래 전략을 말한다.

2) 조기종료 워런트의 경우 기초자산은 KOSPI200 지수로만 한정된다.

ELW는 투자자가 매수하는 것으로 거래가 시작되는 등 손실이 투자금액으로 제한되나, 옵션은 발행주체가 옵션 매도자(일반 투자자 가능)로 매수·매도가 모두 가능하며, 매도의 경우 손실이 무한대로 커질 수 있다.

## ② 가격 구조상 시간 가치가 매우 하락한다는 특성

ELW의 가격은 내재가치(행사가치)와 시간가치로 구성되는데, 내재가치는 기초자산의 가격 변화에 따라 변화하고, 시간가치는 시간이 지날수록 감소하게 된다. 이에 따라 만기시점이 가까워 질수록 기초자산의 가격이 변화하지 않아도 그 가격이 점차 감소하게 된다. 한편, 지수ELW는 동일구조의 지수옵션과 비교할 때 가격이 과다하게 할증되어 거래된다는 비판이 제기되어 왔다<sup>3)</sup>.

## ③ 콜 ELW의 발행이 많음

2007년도에는 풋이 172, 콜이 1,474이 상장되었고, 2008년 상반기까지 콜이 2,241, 풋이 293 상장되었다. 콜 ELW는 매도 후 현물을 사서 헤지를 하게 되나, 풋 ELW는 팔 수 있는 권리를 팔고 나서는 헤지를 위해서는 공매도 포지션을 취해야 한다. 그런데, 공매도를 위해서는 증권 대차거래를 하여야 하는데, 증권 대차의 경우는 물량이 제한되어 있으므로 헤지를 완벽하게 할 수 없고, 풋 ELW를 파는 것에 제한을 받게 된다.

## ④ 상장이 필요하고 그 종목 수가 많음

ELW는 현재 9000여개가 상장되어 있다. 맥쿼리증권, 제이피 모건 등이 발행을 많이 하고 있다. 평균적으로 산출해도 한 발행사 당 거의 300여개의 ELW를 발행하고 있다.

## ⑤ 만기가격 평가방식이 다름

기초자산이 주식인 경우 만기일 조작 등의 위험 때문에 최종거래일을 포함한 직전 5거래일 종가의 산술 평균 가격으로 만기 평가 가격을 정한다. 기

3) ELW시장 추가 건전화 방안 마련(금융위, 2011.5.19, 보도자료)에 의하면, 개선안으로 거래소가 동일구조의 옵션 대비 지수ELW 할증률 현황을 LP별로 주기적으로 공표하여 옵션시장과의 가격괴리 최소화를 유도한다고 한다.

초자산이 주가지수인 경우는 최종거래일의 주가지수 증가로 옵션과 동일하다.

#### ⑥ 옵션 시장의 대체 시장적 성격이 강함

옵션이 시장이 발달하지 않은 나라에서 성장 특히 홍콩, 우리나라, 독일 등에서 발달하였다. 시장별 위험도의 정도는 코스피시장 < 코스닥시장 < 옵션 시장 < ELW 시장 순이다. ELW 시장의 경우 기본 예탁금(옵션의 경우 1500만원 이상)이 없으므로<sup>4)</sup>, 개인 투자자들이 소규모의 자금으로 투기성 거래를 하기 쉽다. 일반 주식계좌에서 거래가 가능하고, 고위험 시장임에도 불구하고, 투자개시 절차가 용이하다는 문제점이 있다<sup>5)</sup>.

#### ⑦ ELW는 투자자와 LP간 제로섬 시장이 아님

투자자의 손실이 바로 LP의 이익이 되지는 않는다. LP가 ELW를 매도함과 동시에 헤지포지션을 취하는 경우에는 투자자와 동일한 포지션을 갖게 되므로, 동일한 수익구조를 갖게 된다. LP는 매도한 ELW의 가격과 헤지포지션을 구축하는데 들어간 원가의 차이에서 수익을 얻는 구조이다.

#### ⑧ 결제일이 다름

ELW는 결제일이 T+2, 옵션은 T+1이다.

### 3) 기타 주식과 다른 점

ELW는 레버리지가 큰 상품이므로 가격변동성도 크므로 가격제한폭의 적용이 없고<sup>6)</sup>, 기준가격이 없으며, 담보가치가 급변동할 수 있으므로 대용증권으로 지정되지 않는다.

라. '10. 10. 29. 제도 개선 사항

4) 위 건전화 방안에 의하면 ELW 최초 투자시 기본예탁금 1,500만원을 부과하고, 옵션 매수시에도 기본예탁금 1,500만원을 부과(옵션매수전용 계좌는 제외)이 제시된 바 있다. 그 외 극외가격 ELW의 신규발행을 제한할 수 있도록 거래소 상장 가이드라인 개정하는 안도 있다.

5) 이에 따라 '10. 11. 신규투자자의 ELW 별도 신청서 작성 및 교육이수 의무화, 기존 투자자는 '11.5월까지 동일 의무 부과등의 제도 개선이 발표되었다.

6) 시장가호가는 불측의 손실을 입을 수 있어 지정가호가만 허용하고 있다. 신고대량매매, 바스켓 매매 및 시간외 매매 등도 적용되지 않는다. 기타 매매체결방법, 호가 접수 시간, 호가의 효력, 결제 및 LP도입 여부등은 주권과 동일하나, LP제도의 상세내용은 일부 차이가 있다.

ELW 관련 ‘10. 10. 29. 일부 제도 개선이 이루어 졌는데, 주요 내용은 KOSPI200 구성종목 중 거래미비 종목을 기초자산으로 하는 ELW는 상장에서 제외하였고, LP의 호가 제출의무를 만기 1개월 전까지에서 최종 5거래일 전까지로, LP 평가를 강화하여 종목별 평가결과 공개를 신설하고, 투자자의 ELW 거래 신청서 작성 및 교육이수를 의무화 하였다.

## 2. ELW 상장요건 등

주식워런트 증권의 신규상장심사요건은 유가증권시장 상장규정에서 규정하고 있다. 발행인(증권 및 장외파생상품을 대상으로 하는 투자매매업자로서 영업용순자본이 총위험액의 3배이상일 것) 기초자산, 모집 또는 매출, 발행 총액(30억/50억원 이상), 잔존 권리행사기간(3월 이상이고, 3년이내일 것), 유동성공급등의 조건에 대해 규정하고 있다.

발행과정에서 발행사는 일반 주식과 같이 금감원에 증권신고<sup>7)</sup>, 거래소<sup>8)</sup>에 상장심사 청구 등의 발행업무를 대행해 주고, LP는 이에 대해 발행사에 일정 수수료를 지급한다.

## 3. 발행사(증권사)의 수익 구조

### 가. 매출 수익과 만기 자본 이득

증권사는 발행시 매출 수익과 판매와 만기시 ELW 가격 차이에 의한 수익을 얻는다. 콜 ELW의 행사가격과 관련하여 행사 가격이 높은 상품은 만기에 손실 가능성은 없으나 발행시 매출이 적게 되고, 행사 가격을 너무 낮추면, 발행시 매출은 증가할 수 있으나, 만기에 손실이 발생할 수 있다.

## 4. LP에 대하여

### 가. 정의

---

7) 2010년 ELW 발행액은 82조2천187억원이고, 이에 따른 금융감독원의 발행분담금 수입(발행가액 총액의 0.009%)은 74억원 가량이다('11.5.18. 매일경제 신문)

8) ELW 주문이 과다하여 거래소는 현재 ELW에 대한 매매 시스템을 분리하려는 방안을 마련하고 있다.

ELW 상장일부터 유동성 공급 종료일까지 유가증권시장 업무규정에서 정의하고 있는 유동성공급호가 제출의무를 통하여 일반 투자자가 활발히 거래할 수 있는 기회를 갖도록 유동성공급 역할을 하는 기관을 말한다.

## 나. LP의 의무 등

### 1) 양방향 호가제출의무

시장에 제출되어 있는 매도, 매수 호가 스프레드 비율이 신고 비율(예:20%)을 초과한 경우 5분이내<sup>9)</sup> 양방향 유동성 공급 호가 제출의무를 이행하여야 한다. 호가가격은 LP이론가를 감안하여 본인이 합리적이라고 인정하는 가격을 제출할 수가 있다. 그러나, 반드시 매도호가나 매수호가를 최우선 호가 이내로만 제출하여야 하는 것은 아니다. 호가제출 수량은 100증권 이상이고, 상장증권의 5% 이상에 해당하는 수량은 제출할 수 없다.

### 2) 호가제출이 면제되는 경우

- ① 시장에 스프레드 비율이 20% 이내로 호가가 제출되어 있는 경우
- ② 단일 가격에 의한 개별 경쟁 매매 시간(8:00-9:00, 2:50-3:00) 이후 5분이 경과하지 않은 경우(09:00-09:05 등))
- ③ 이론가 5원 미만인 경우(최저호가 단위가 5원인데, 극외 가격인 경우 가능)
- ④ 호가 상황 또는 거래 상황의 급격한 변동
- ⑤ 그 밖의 사유로 거래소가 인정하는 경우

### 3) 호가 제출 금지하는 경우

- ① ELW에 대한 조사분석 및 투자권유 자료확정으로부터 공표후 24시간 경과전
- ② 전부 보유<sup>10)</sup> 혹은 100증권 미만 매출한 경우<sup>11)</sup> 매수호가, 전부 매출한 경우<sup>12)</sup> 매도호가 금지

9) 이는 호가간 괴리가 큰 상황에서 LP가 적정호가 수준을 결정할 수 있는 시간적 여유를 주기 위해서 이다. 5분 이내에 호가를 제출할 의무가 있으므로 2:45분 직전까지 LP의 호가 제출의무가 발생하게 되고, 2:45분 이후에는 호가 제출의무가 없다. 2:50- 03:00는 단일 가격에 의한 개별 경쟁 매매 시간이므로 마찬가지이다.

10) LP는 최초의 발행 물량을 전부 보유한 상태에서 유동성공급을 시작하므로, 매도호가만 제출할 수 있다.

11) 유동성 공급자의 ELW 최소 주문 수량이 100증권이므로

12) LP가 발행 물량을 모두 매출한 경우에는 매도호가를 제출할 수 없으므로, ELW 가격 움직임과 기초자산의

③ 개별 종목 ELW의 경우 만기일 5거래일 전 이후

#### 4) 양방향 호가 제출의 예외

- ① LP가 이미 시장에 제출한 매수 또는 매도호가에 있는 경우 지금 제출하려고 하는 호가와 의 스프레드 비율이 신고 호가 스프레드 비율 이내인 경우
- ② LP가 발행 수량을 전부 보유(매도호가만 제시) 또는 전부 매출한 경우 호가 제시(매수호가만 제시)를 할 때

#### 5) 이론가와 LP호가와와의 관계

HTS에 보여지는 이론 가격은 LP에 의해 산출되는 것이 아니라, KIS채권평가사에서 옵션(ELW) 가격 결정 모형 산출되는 가격으로 주관적인 가치이므로 시장에서 결정되는 객관적인 시장가격과 괴리가 발생하는 것이 불가피하다.

다. LP에 대한 평가 체계

항목	배점	평가내용
의무이행도	40	LP로서의 의무를 이행한 정도(5분 이내)를 절대평가
적극호가	10	시세조종 방지 등을 위하여 LP가 의무가 아닌데도 적극적으로 매도호가를 제출한 빈도를 절대평가
내재변동성	10	내재변동성 변경 상위종목으로 적출된 빈도를 상대평가
평균스프레드	20	LP 호가스프레드의 평균을 상대평가
평균호가수량	20	LP 호가수량의 평균을 상대평가
합 계	100	

이러한 평가 체계에 관하여는 내재변동성 항목의 LP평가 반영비율이 낮아 (10%), LP의 임의적인 가격 변동 가능성 상존한다는 지적이 있다<sup>13)</sup>. 2010.

가격 움직임간의 괴리가 있을 수 있다. 특히 LP의 매수가격보다 고평가되어 투자자들 사이에 거래된다.  
 13) 이에 위 건전화 방안 에 따르면, LP 평가시 내재변동성 비중을 2배로 확대하여 보다 일관성 있는 ELW 가격



10. 29. 건전화 방안은 1회 F등급시 LP의 운용종목수 제한 등 LP 평가에 대한 조치를 강화하였다.

라. 수익구조

1) 투자자와 동일한 수익구조

ELW시장은 대부분 증권사인 LP와 투자자간의 ELW 매매를 통해 성립하는데, LP는 장외파생상품 인가를 받은 투자매매업자 중 영업용 순자본비율(NCR)이 300%이상인 자로서 30개사가 LP로 활동하고 있다. LP는 시장에 유동성을 지속적으로 공급할 의무가 있어 일반 투자자들이 활발히 거래할 수 있는 여건을 제공한다. 한편, LP가 ELW를 매도함과 동시에 헤지 포지션을 취하는 경우에는 투자자와 동일한 포지션을 갖게 되므로, 동일한 수익구조를 갖는다.

2) 헤지 관련 수익 등

헤지목적으로 매수한 주식을 파생상품의 만기까지 보유하지 않고, 기초자산의 가격 변동에 따라서 매도 및 매수를 반복하는 과정(동적 헤징이라 한다)에서 일정한 매매 수익을 획득할 수도 있다.

델타중립 포지션을 유지하기 위한 방법으로 지속적으로 델타 헤지 거래를 하게 되는데, 이론적으로는 0에 가까운 아주 짧은 시간마다 연속적으로 헤지를 해야 하지만, 현실에서는 시간 가격 등을 일정하게 하여 일정 시점마다 델타를 조정하는 방법 등으로 헤지를 하게 된다.

LP는 매도한 ELW의 가격과 헤지 포지션을 구축하는데 들어간 원가의 차이에서 수익을 얻을 수 있다. 하지만, LP마다 헤지 방식이 다를 수 있다. 즉 기초자산 변동시 바로 이를 반영하여 헤지할 수도 있고, 이러한 경우 헤지 비용이 많이 필요하므로, 헤지를 조금 더 장기적 시간을 두고 할 수도 있다.

또한, LP가 ELW의 가격결정과 수급을 사실상 주도함으로써 ELW 가격을 왜곡할 가능성이 존재한다. 즉 시장우월적 지위를 지닌 LP가 호가 간격과 유

---

형성을 유도한다고 한다.

동성 공급 물량을 자의적으로 조정할 수 있는 가능성이 있다.

특히 최초 발행 물량을 LP가 다 가지고 있고, LP가 이를 매도하면서 가격을 하락시키고, 만기에 하락된 가격에 투자자가 행사하는 콜ELW를 받아주는 경우 LP는 무조건적인 이득을 보게 된다. 한편, LP마다 가격 결정 요인의 값이 다르므로 ELW 가격 계산의 결과 값이 다를 수 있다.

## 5. 스캘퍼의 수익 구조 등

### 가. LP보다 우선 주문 가능

스캘퍼는 원칙적으로 매매에서 매수 체결가격과 동일가격 또는 +1틱 내외에서 매도하면서 대량거래를 통해 박리다매 방식으로 매매하면서 이득을 취득하고 있다.

그런데, 다음과 같은 점에서 스캘퍼는 LP보다 우선한다고 이야기 된다.

- ① LP의 움직임은 기계적인 데 반해, 스캘퍼는 즉시 대응이 가능하다. 즉 LP는 주문 제출시 내부적 체크 사항이 많으나, 스캘퍼는 이러한 사항을 거칠 필요 없으므로, 주문이 빠를 수밖에 없다.
- ② LP는 시스템을 개설한 이후 호가공급 시스템을 수정하기 위해 내부결재 등 번거로운 절차가 필요하나, 증권사 로직을 알거나 개발한 사람들이 스캘퍼로 활동하게 되면, 좋은 시스템을 가지고, LP보다 우월적 지위를 유지하기 위하여 수시로 프로그램을 업그레이드할 수 있게 된다.
- ③ 특히 스캘퍼가 LP인 증권사 이론가 산출방식을 알고 있는 경우 LP가 어떻게 움직이는지 충분히 알 수 있다. 즉 LP는 시장가격이 오르면 매수호가와 매도호가를 같이 올리게 되는데, 스캘퍼는 이를 미리 알고 유리한 가격에 매수해 놓을 수 있다. LP가 내재변동성을 1주일 단위로 변동시킨다는 사실 등도 미리 알 수도 있다.
- ④ LP의 경우 관리해야 하는 상장종목수가 많아 특정 종목에 투자하는 스캘퍼에 비해 제대로 대응할 수 없다.

### 나. 2010. 12월 이전의 시장

개별 주식 ELW의 경우는 2010년 12월까지의 만기 1개월일 전부터는 LP호가 제출이 금지되어, 1개월 전부터는 거래가 줄어들게 되고, 유동성이 급격히 떨어지면서 적정가격으로 매매하는 것이 어려워지는 것이 일반적이다. 이때 스캘퍼가 통정매매등으로 유인 후 1틱 높게 매도하고 나가는 시장 교란이 많이 발생하였다. 이에 LP에게 최종 5거래일 전까지 호가 제출의무를 의무화하였다<sup>14)</sup>.

## 6. ELW 관련 가능한 불공정행위

### 가. 전용선 등 관련 부정거래 행위

검찰에서 스캘퍼의 전용선 사용은 일반 투자자와의 기회불균등을 일으키고, 스캘퍼의 수익이 주문 속도에 기인한다고 보아 부정거래행위로 공소 제기를 한 바 있다. 그 주 내용은 알고리즘 매매 프로그램이 탑재된 컴퓨터를 증권회사 내부 전산망에 직접 연결, 전용서버 이용, 가원장체크, 시세정보 차별적 우선 제공, 특정인으로부터 경쟁 스캘퍼 팀의 ELW 매매 정보 수령 등이다. 이러한 전산망에서의 특혜는 일반투자자에게 기회 불균등을 줄 수 있고, 스캘퍼의 주문 속도를 상승시킨다는 문제가 있다. 그러나, 시세정보 차별적 우선 제공, 특정인으로부터 경쟁 스캘퍼팀의 ELW 매매 정보 수령 등은 부정한 수단으로 보기 곤란하다.

#### 1) 주문 과정

주문은 증권사 내부 접속서버(BEP<sup>15)</sup> 서버) > 증권회사의 상품 주문서버 > 거래소와 직접 연결된 증권회사의 내부 대외계 서버(FEP<sup>16)</sup>서버)를 거치게 된다.

이러한 주문 중 일반적인 경우는 주문접수 > 주문유효성<sup>17)</sup> 체크 > 원장체크(증거금 등) > 호가 제출 과정을 거친다. 사후 증거금 계좌 등 증거금 체크가 필요하지 않은 계좌는 주문접수 > 주문유효성 체크(가원장) > 호가 제

14) 금융위 2010. 10. 29. 'ELW 건전화 방안 마련' 참조

15) back end processor

16) front end processor

17) 수량한도, 계좌번호, 매매종목, 보유한도, 주문가능시간, 장운영정보, 가격구분, 호가단위, 주문수량단위, 상한가 등

출 과정을 거친다.

## 2) 불건전 영업행위와의 관계

### ① 해당 여부

자본시장법 제71조는 투자매매업자등의 불건전영업행위 규제를 하고 있다. 동 조항 7호는 투자자보호 또는 건전한 거래질서를 해할 우려가 있는 행위로서 대통령령으로 정하는 행위를 규정하고, 이에 따라 법 시행령 영 제68 조제5항에서 불건전 영업행위를 규정하고 있다.

동 조항 3호는 “투자자 또는 거래상대방 등에게 업무와 관련하여 금융위원회가 정하여 고시하는 기준을 위반하여 직접 또는 간접으로 재산상의 이익을 제공하거나 이들로부터 재산상의 이익을 제공받는 행위”를 규정하는데, 전용선 관련된 부분은 재산상의 이익을 제공받는 행위에 해당하지 않음이 명확하다. 또한, 금융투자업규정 4-18은 금전·물품·편익 등의 범위라는 표현을 사용하고 있으나, 이러한 편익은 시행령과의 관계에서 재산상의 편익만을 의미한다고 할 것이다.

동 조항 제2항에 따라 그 한도를 정하고 있는 협회의 금융투자회사의 영업 및 업무에 관한 규정 제2-63조는 제2항에서 재산상 이익으로 보지 아니하는 경우의 예로 ‘금융투자상품에 대한 가치분석·매매정보 또는 주문의 집행 등을 위하여 자체적으로 개발한 소프트웨어 및 해당 소프트웨어의 활용에 불가피한 컴퓨터 등 전산기기’를 규정하고 있는데, 전산기기는 재산상 이익으로 볼 수 있으나, 전용선을 이러한 컴퓨터 등 전산기기라고 보기는 어려울 것이다.

한편 중 14호<sup>18)</sup>는 일정사항을 금융위 고시에 위임하고 있는데, 이에 따른 금융투자업 규정은 4-20은 11호에서 ‘투자자의 매매주문의 접수·집행 등과 관련하여 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 행위’를 규정하고 있다.

가. 투자자에게 부당한 거래조건으로 거래하는 행위.

나. 투자자가 지정한 주문 내용과 방법에 따라 즉시 주문을 당해 시장에 전달하지

---

18) 그 밖에 투자자의 보호나 건전한 거래질서를 해칠 염려가 있는 행위로서 금융위원회가 정하여 고시하는 행위

아니하는 행위.

다. 계좌명의인 이외의 자로부터 매매거래의 위탁을 받는 행위.

라. 계좌명의인으로부터 위임의사를 서면으로 제출받지 아니하는 행위

마. 라목에 따른 위임의사를 제출받았음에도 불구하고 단일계좌에서 계좌명의인 이외의 자가 행하는 거래에 관한 지시를 거부하는 행위.

바. 투자자가 매매거래의 진정한 의사가 없음이 명백함에도 주문을 수탁하는 행위.

따라서, 불건전영업행위와 관련하여 전용선 제공을 직접적으로 금지하는 규정을 두고 있지는 아니하다.

## ② 불건전영업행위에 해당하는 경우 부정거래 행위 여부

자본시장법 시행령 제68조 제4항 제7호는 ‘금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래와 관련하여 투자자의 위법한 거래를 감추어 주기 위하여 부정한 방법을 사용하는 행위’라는 표현을 사용하고 있어 부정거래행위와 유사한 표현을 쓰고 있다.

이러한 불건전 영업행위에 해당하는 경우 부정거래행위에도 해당할 수 있는 지가 문제될 수 있다. 불건전영업행위의 경우는 회원사에 적용되는 것이므로, 회원사가 아닌 자의 불건전 영업행위와 동일한 행위는 부정거래행위에 해당할 수도 있을 것이다. 회원사에 대해서는 해당여부가 의문이나, 회원사의 선행매매, 과당매매, 스캘핑 등의 경우 부정거래행위의 성립을 긍정하는 듯한 견해<sup>19)</sup>가 있다.

## 3) 부정거래행위여부

### ① 일본의 관련 판례

부정거래행위의 부정한, 수단, 계획, 기교의 의미에 대해서는 두 가지 견해가 있을 수 있다. 즉 이는 일본의 금융상품거래법 제157조 제1호와 관련된 판례의 동경고법<sup>20)</sup>의 입장과 최고재판소<sup>21)</sup>의 양 견해와 같다<sup>22)</sup>.

19) 임재연, 자본시장법, 825면, 2010, 박영사

20) 동경고법, 소화 38년 7월 10일, 사건번호 소37(우) 1798호

21) 최고재판소3소법정, 소화40년 5월 25일, 재판집형사, 155호 831호

22) 위 임재연 822면

동경고법은 ‘부정한 수단이란 유가증권의 매매 그 밖의 거래에 대하여 사기적 행위, 즉 타인으로 하여금 착오에 빠지게 하여 자기 또는 타인의 이익을 얻으려는 것’으로 해석하였다. 이에 반해, 최고재판소는 ‘부정한 수단은 유가증권의 거래에 한하고, 사회통념상 부정하다고 인정되는 일체의 수단을 말하는 것’이라고 보았다.

형법상의 사기죄는 ‘사람을 기망하여 재물의 교부를 받거나 재산상의 이익을 취득하거나 제3자로 하여금 취득하게’ 함으로써 성립한다. 사기죄의 객관적 구성요건으로 ① 기망행위가 있고, ② 피기망자의 착오, ③ 처분행위, ④ 재물의 교부 또는 재산상의 이익의 취득, ⑤ 재산상의 손해 발생을 요건으로 한다. 기망행위란 널리 거래관계에서 지켜야 할 신의칙에 반하는 행위로서 사람으로 하여금 착오를 일으키게 하는 것을 의미한다. 동경 고법 판결은 부정거래행위가 사기죄와 동일 구성요건일 필요는 없으나, 기망적일 것, 즉 착오나 기망행위가 필요한 사기적 행위일 것을 요한다고 보고 있다. 이에 반해 최고재판소는 사회통념상 부정한 수단을 사용하면 된다고 보아 매우 넓게 인정하고 있다. 그런데, 우리 자본시장법은 부정한 수단 등을 사용하는 행위라고 하여 행위에 대한 부정성을 명시하고 있으므로, ‘부정한’은 수단 자체의 부정성을 의미한다.

전용선을 가지고 매매거래하는 것은 직접적인 착오나 기망을 불러 일으키는 것은 아니므로, 이러한 기망행위 등이 필요하다는 전자의 입장에서는 전용선이용은 부정한 수단에 해당하지 않을 가능성이 높다. 하지만 사회통념상 부정한 수단을 사용하면 된다는 입장에서는 전용선 등의 이용이 사회통념상 부정한 수단인지 여부에 대한 구체적인 검토가 필요하다.

## ② 사회통념 등 관련 형사 판례

④대법원 2009. 5. 28. 선고 2008도4665 [공2009하,1047]

[2] 기망행위를 수단으로 한 권리행사의 경우 그 권리행사에 속하는 행위와 그 수단에 속하는 기망행위를 전체적으로 관찰하여 그와 같은 기망행위가 사회통념상 권리행사의 수단으로서 용인할 수 없는 정도라면 그 권리행사에 속하는 행위는 사기죄를 구성하는데, 보험금을 지급받을 수 있는 사유가 있다 하더라도 이를 기화로 실제 지급받을 수 있는 보험금보다 다액의 보험금을 편취할 의사로 장기간의 입원 등을 통하여 과다한 보험금을 지급받는 경우에는 지급받은 보험금 전체에 대하여 사기죄가 성립한다.

[3] 환자들의 건강상태에 맞게 적절한 진료행위를 하지 않은 채 입원의 필요성이 적은 환자들에게까지 입원을 권유하고 퇴원을 만류하는 등으로 장기간의 입원을 유도하여 국민건강보

협공단에 과도한 요양급여비를 청구한 행위는 사회통념상 권리행사의 수단으로 용인할 수 없는 것이어서, 비록 그 중 일부 기간에 대하여 실제 입원치료가 필요하였다고 하더라도 그 부분을 포함한 당해 입원기간의 요양급여비 전체에 대하여 사기죄가 성립한다.

㉔ 대법원 2007. 1. 11. 선고 2005도8291

- [1] 사용자의 근로자에 대한 징계처분이 근로기준법 제110조, 제30조 제1항에 의한 형사처벌의 대상이 되기 위한 요건
- [2] 사용자가 근로자에 대하여 갱신된 계약기간을 통지하지도 아니하고 새로이 근로계약을 체결하지도 않는 등 절차를 제대로 이행하지 않다가 근로자에게 이를 뒤늦게 통지한 것이 계약기간 만료에 따른 퇴직의 통보가 아니라 해고의 통지에 해당하나 이를 사회통념상 가벌성이 있는 것으로 평가하여 형사범죄가 성립하는 것으로 단정하기는 어렵다

㉕ 대법원 2005. 9. 29. 선고 2005도4239

- [1] 부당이득죄에 있어서 '궁박'의 의미 및 피해자가 궁박한 상태에 있었는지 여부의 판단 기준
- [2] 피고인들이 부동산을 시가의 약 6배에 해당하는 가격으로 매도함으로써 사회통념상 다소 과도한 이득을 취득하였다고 할지라도, 토지의 보유경위 및 기간, 쌍방 당사자의 협상과정, 거래를 통한 매수인의 이익 등을 종합하여 보면, 피고인들이 현저하게 부당한 이득을 취득하였다고 단정할 수 없다

㉖ 대법원 2001. 3. 23. 선고 2001도359

- [1] 강도죄에 있어서 폭행과 협박의 정도는 사회통념상 객관적으로 상대방의 반항을 억압하거나 항거불능케 할 정도의 것이라야 한다.
- [2] 공갈죄에 있어서의 폭행과 협박에 해당함은 별론으로 하더라도 사회통념상 객관적으로 상대방의 반항을 억압하거나 항거불능케 할 정도에 이르렀다고 볼 수 없다

㉗ 대법원 1998. 3. 10. 선고 98도70

- [2] 협박죄에 있어서의 협박이라 함은 사람으로 하여금 공포심을 일으킬 수 있을 정도의 해악을 고지하는 것을 의미하고, 협박죄가 성립하기 위하여는 적어도 발생 가능한 것으로 생각될 수 있는 정도의 구체적인 해악의 고지가 있어야 한다. 또한 해악의 고지가 있다 하더라도 그것이 사회의 관습이나 윤리관념 등에 비추어 볼 때에 사회통념상 용인할 수 있을 정도의 것이라면 협박죄는 성립하지 아니한다.
- [3] 협박죄에 대하여 유죄를 선고한 원심판결을 해악의 고지는 있지만 사회통념에 비추어 용인할 수 있는 정도의 것이기 때문에 협박죄가 성립하지 아니한다.

㉘ 대법원 2005. 5. 26. 선고 2005도945

검사 및 검찰수사관의 범죄혐의자들에 대한 폭행과 가혹행위가 직권을 남용한 과도한 물리력의 행사로서 사회통념상 용인될 수 있는 정당행위에 해당한다고 볼 수 없다.

㉙ 대법원 2010.9.9. 선고 2010도2985 판결

상표법 제96조에서 규정한 '사위 기타 부정한 행위로써 상표등록을 받은 자' 및 디자인보

호법 제85조에서 규정한 ‘사위 기타 부정한 행위로써 디자인등록을 받은 자’란 정상적인 절차에 의하여서는 상표 및 디자인 등록을 받을 수 없는 경우임에도 위계 기타 사회통념상 부정이라고 인정되는 행위로써 상표 및 디자인 등록을 받는 자를 가리킨다. 그런데 상표 및 디자인 등록에 있어서 사위행위죄는 상표 및 디자인 등록 과정에서 허위의 자료나 위조된 자료를 제출하는 등 심사관을 부정한 행위로써 착오에 빠뜨려 등록 요건을 결여한 상표 및 디자인에 대하여 등록을 받은 자를 처벌함으로써 국가의 심사권의 적정한 행사를 보장하려는 취지에서 둔 규정이라고 할 것이므로, 서비스표 및 디자인 등록 출원을 위임받은 자가 위임의 취지에 위배하여 자신의 명의로 등록 출원하였다는 사실만으로는 ‘사위 기타 부정한 행위’가 있었다고 볼 수 없다.

㉞ 대법원 2010.3.25. 선고 2009도8769 판결

보조금의 예산 및 관리에 관한 법률 제40조에 규정된 ‘허위의 신청 기타 부정한 방법’이라 함은 정상적인 절차에 의하여는 같은 법에 의한 보조금을 지급받을 수 없음에도 위계 기타 사회통념상 부정이라고 인정되는 행위로서 보조금 교부에 관한 의사결정에 영향을 미칠 수 있는 적극적 및 소극적 행위를 뜻한다. ‘부정한 방법으로 보조금의 교부를 받은’ 경우라 함은 보조금의 교부 대상이 되지 아니하는 사무 또는 사업에 대하여 보조금을 받거나 당해 사업 등에 교부되어야 할 금액을 초과하여 보조금을 교부받는 것을 가리키며, 보조금을 교부받음에 있어 다소 정당성이 결여된 것이라고 볼 여지가 있는 수단이 사용되었더라도 보조금을 교부받아야 할 자격이 있는 사업 등에 대하여 정당한 금액의 교부를 받은 경우는 여기에 해당하지 아니한다

### ③ 형법상 ‘부정한’의 의미

형법 제130조(제3자뇌물제공), 제131조(수뢰후부정처사, 사후수뢰), 제314조(업무방해), 제347조의2(컴퓨터등 사용사기), 제348조의2(편의시설부정이용), 제357조(배임수증죄)에서 ‘부정한’이란 문구를 사용하고 있다. 제3자뇌물제공죄에서 부정한 청탁이란 위법한 것뿐만 아니라 부당한 경우를 포함한다<sup>23)</sup>. 수뢰후부정처사죄의 부정한 행위란 공무원 또는 중재인이 직무에 위배되는 일체의 행위를 의미한다. 배임수증죄의 부정한 청탁이란 사회상규 또는 신의성실의 원칙에 반하는 것을 내용으로 하는 청탁이면 족하다고 해석된다<sup>24)</sup>.

### ④ 시장 접속 관련 국제적 경향

원칙적으로는 회원을 통해서 거래소 시스템에 접속하여야 하나, 일정 요건

23) 이재상, 형법각론, 645, 신정판, 박영사

24) 위 이재상, 372



을 충족하는 경우에는 투자자가 거래소 시스템에 직접 접속하는 것이 가능하도록 하고 있다. 이를 DMA(Direct Market Access)라 한다. 다만, 우리나라는 회원사 시스템을 통하여야만(특별한 경우 경유 가능) 거래소 시스템에 접속할 수 있다. 이러한 DMA에 대해 세계 각국은 일정한 요건 하에 인정하고 있다. DMA는 주로 전용선을 이용하거나, 회원사 FEP에 서버를 두는 등의 방법으로 이루어 질 수 있다.

#### ④ 미국

CME(Chicago Mercantile Exchange)는 2000년 까지는 DMA를 회원에게만 허용하였으나, 2000년 이후에는 일반 고객에게도 허용하고 있다. DMA 이용과 관련하여 특별한 규제는 없으며, 다양한 DMA 접속 방식을 제공하여 고객이 선택하여 사용할 수 있게 하고 있다. 다만, 규정(제574조)에서 DMA 고객에 대한 결제회원의 결제 보증의무, 규정위반시 접속차단 권한 등을 명시하여 결제안정성 확보 및 위험관리수단을 규정하고 있다. 즉 회원이 결제이행을 보증한 경우에 한하여 모든 고객이 신청 가능하다.

SEC는 알고리즘·고빈도 매매 급증에 의한 고속의 거래 환경에서 가장 큰 리스크의 하나가 시장액세스에 관한 것이라는 견해를 표명하고, Market Access 규제안을 2010년 11월 발표하였다. 동 규제안은 증권사의 시스템을 거치지 않은 주문(Sponsored DMA)이 시장 전체에 위협을 확대시키는 것으로 분석하고, 시장 액세스와 관련하여 규제안<sup>25)</sup>을 공표하였다. 동 규제안은 리스크 관리를 위하여 자동화된 사전체크 구조를 확립하고 사전체크가 없는 Naked DMA를 금지시키고 있다.

#### ⑤ 유럽

EU의 통합과 2004년 MiFID<sup>26)</sup> 시행 이후 DMA 도입이 촉진되었고, 2008년 유럽내 주식거래 중 DMA 비중은 8% 정도로 추산한다.

#### ⑥ 호주

25) 증권거래법에 15c-5(증권사의 시장접속 관련 위험관리체계) 규정을 신설하였다.

26) Market in Financial Instruments Directive로 유럽내 자본시장·투자서비스의 통합 규제를 목표로 제정된 기본법

호주거래소(ASX)는 1990년대 후반에 DMA가 최초로 도입되었으며, 2000년대 중반 이후 DMA를 향한 수익창출을 위한 주요 성장전략으로 집중 육성하고, 거래 수수료에 민감한 DMA이용 대형 투자자를 적극 수용하기 위하여 수수료 체계를 거래건수와 거래량을 고려한 수수료 체계를 거래금액 중심으로 개편하였다. 다만, Naked Access는 허용하지 않는다.

#### ㉔ 싱가포르

싱가포르 거래소(SGX)는 고객이나 회원사(거래회원)는 자기자본이 S\$5백만 (약 36억원)이상이고, 자산가치가 1조원 이상이 되는 회사를 청산회원으로 지정할 것을 요건으로 DMA를 인정하고 있다. 다만 거래 회원의 경우 자기매매분에 한하여 DMA를 허용하고 있다.

#### ㉕ 독일

EUREX는 시장참여자의 자율로 시스템 접속의 선택권을 가지고, DMA를 제공하는 회원에 대해 인센티브를 부여하고 있다.

#### ⑤ 소결론

자본시장에서는 우량 고객에게 주문과 관련하여 여러 가지 편익을 제공하고 있으며, 세계적으로도 DMA제도를 통해 투자자의 시장 접속에 있어 차등을 주고 있다. 물론 DMA 제도는 엄격한 요건을 요구하고 있고, 주로 기관투자자들을 대상으로 하고 있다. 한편, 이러한 DMA에 대해 투자자들에게 선택권을 부여하는 나라도 있다.

하지만, 이러한 DMA 허용이 보편적인 추세라는 것을 고려하더라도 DMA 투자자는 공신력이 있는 투자자로 제한하고, DMA 투자자의 결제 불이행 또는 위법 거래를 사전에 막을 수 있는 장치를 마련하여야 한다는 요건을 충족하여야 할 것인데, 스캘퍼의 성격이나 증권시장에서의 역할 및 기능, 그 현실적 필요성 등을 감안하더라도, 증권사가 스캘퍼에게 DMA를 허용할 정도라고는 보여지지 아니한다.

위 대법원 2009도8769 판결을 약간 변형하면 부정한 수단이란 ‘정상적인

절차에 의하여는 체결을 할 수 없음에도 불구하고, 위계 기타 사회통념상 부정이라고 인정되는 행위로서 주문 체결에 영향을 미칠 수 있는 적극적 및 소극적 행위'를 뜻한다고 할 수 있다. 사회통념상 부정한 수단을 사용하면 된다는 입장에서는 이러한 판례의 취지에 따라 체결을 할 수 없음에도 불구하고 전용선 등을 이용하여 체결이 되게 한 경우라면 사회통념상 부정한 수단을 사용한 것이라고 볼 수 있을 것이다. 하지만, 사회통념상 부정한 수단이란 너무 그 범위가 넓다고 보이므로, 죄형법정주의와의 관계에서 그 범위를 적절히 조정할 필요가 있다고 할 것이다.

따라서, 자본시장법의 부정한 수단, 계획, 기교의 경우에도 사위나 허위 등 일정한 착오를 일으킬 수 있는 기망적 요소를 요구하는 것 즉 동경고법의 판결 내용이 더 타당하다고 생각된다.

#### 나. LP와 스캘퍼간의 연계 가능성

특정 LP의 종목에 다수의 스캘퍼가 거래에 참여하고 있고, 계좌별로 거래종목수도 많으며, 대부분 LP가 프로그램에 의한 유동성 공급호가를 제출하는 점을 감안하면 연계 가능성은 낮다고 보인다.

#### 다. 가격 및 내재변동성의 임의 조작

LP가 스프레드를 확대하거나 수량을 줄이거나 내재변동성을 바꾸는 경우가 종종 발생한다. 즉 전일 종가와 다르게 다음날 시초가가 형성되는 일이 있다. 이것이 부정거래행위에 해당하는지가 문제될 수 있다.

만약 ELW 종가가 임의로 체결된 경우 이후 며칠 동안 한 증권도 거래되지 않으면, 이 가격이 현재가로 보이게 되므로, LP가 내놓는 호가와외의 괴리가 발생할 수 있다. 또한, ELW 전일 종가가 장 마감시점에 매매체결이 되지 않았다면, 익일의 ELW 등락률은 의미가 없을 수도 있다. 특히, 이후 체결가는 LP 제시호가와 달리 형성될 수 있다.

극히 예외적으로 2:44분경 직전 체결가가 가령 100원인 경우, 이후 LP의 호가 제시없이 체결가가 50원으로 종가가 되는 경우, 그 다음날 시초가는 50원 근처가 아니라, 단일 가격에 의한 개별 경쟁 매매 시간대의 주문을 받

아 90원으로 형성될 수 있다<sup>27)</sup>. 하지만, 현실적으로는 LP가 단일 가격에 의한 개별 경쟁 매매 시간에도 호가를 제출할 수 있으므로, 이러한 가격 왜곡 현상은 발생할 가능성이 낮다.

하지만, 이는 투자자에게 LP가 가격을 조작한다는 오해를 가져올 소지가 있다. 특히 기초자산이 동일한 타 ELW와 비교하여, 변동성 변화(가격 변화)가 크면서, 기초자산과 상반된 방향으로 움직이고, 이론가 괴리율이 상당하며, 일정기간 이익이 일정 수준이상인 경우 등 특이한 경우에는 내재변동율을 임의로 부정하게 조작한 것으로 충분히 의심할 수 있으며, 이러한 내재변동율 조작은 기망적인 성격을 가지고 있으므로, 앞에서 논의한 두 가지 입장 모두에서도 부정한 수단, 혹은 기교에 해당한다고 볼 수 있을 것이다.

#### 라. 시세조종행위

개인들의 경우 직전가 대비 1틱 높은 고가매수호가나 가장/통정매매, 1틱 낮은 호가, 2틱 낮은 호가 등을 분할 제출 후 1틱 낮은 호가 중 일부라도 체결되면 나머지 주문을 취소하는 방식의 허수성 호가 제출 등을 통해 ELW의 시세상승을 유도한 후, 보유 ELW를 고가 매도함으로서 이득을 취하는 시세조종이 발생할 수 있다. 특히 유동성공급자의 호가 제출 기간 경과 후 개인이 시세조종을 할 개연성이 높다.

#### 마. 연계 시세조종행위

기초자산의 주가를 행사가격 이하로 하락시켜, ELW 행사를 방해함으로써, ELW에서 부당한 이익을 획득하는 연계시세조종도 가능하다.

---

27) ELW는 가격 제한폭이 없다.

## <참고 1 금융위 보도자료, 증권 주문시스템 구조>



① (주문방법) ① 인터넷망(HTS), ② 전용선, ③전화, 메신저 또는 ④ 주문접수 위치상 우위를 활용하는 방식\* 등이 있음

\* ④증권사 Trading room을 사용하여 근거리망(LAN)을 통해 주문하거나, ⑤ 증권사서버와 같은 공간에 주문시스템을 탑재

\*\* 이러한 주문방법들은 투자자 필요에 의해 혼용하여 사용되는 경우도 있음

② (증권사 주문처리 단계) 원장을 거쳐 주문 유효성을 체크

\* 유효성 체크 항목 : 수량한도, 계좌번호, 매매종목, 보유 한도, 증거금, 주문 가능시간, 가격구분(시장가, 주문가등), 호가단위, 주문 수량단위, 상하한가 등 (→증권사의 내부통제와 관련된 체크 포인트)

\*\* 그간 스캘퍼 등에게는 i)일부 체크항목을 생략하거나, ii)별도 원장(가원장)을 거치도록 하여 처리 단계를 간소화해 옴

③ (증권사 전산센터) 전산센터 위치에 따라 증권사에서 KRX까지 회선길이가 달라서 속도차이 발생

\* 00증권의 경우 일반투자자를 위한 전산센터는 과천에, 스캘퍼 등을 위한 전산센터는 여의도에 위치

<참고 2. ELW시장 추가 건전화 방안 관련 금융위 조치내용 및 일정 (2011.5.19, 보도자료)>

개선방안		조치 내용	일정
투자자 보호 강화	1. 기본예탁금 제도 도입	• 거래소 규정 개정	'11.6월
	2. 극외가격 ELW 발행 제한	• ELW 상장가이드라인 개정	'11.7월
공정한 시장가격 형성 유도	1. 지수ELW LP별 할증률 상위 현황 공표	• 매월 홈페이지 등에 공표	'11.7월
	2. 지수ELW 발행조건 강화	• ELW 상장가이드라인 개정	'11.7월
	3. 내재변동성 평가 강화	• LP 평가기준 개정	'11.10월
주문속도 관련 개선방안	1. 주문접수 개념 명확화	• 거래소 규정 개정	'11.6월
	2. 증권사 내부 주문처리 관련	• 거래소 규정 개정	'11.6월
	3. 주문프로세스별 속도차이 해소	• “회원사 네트워크 연결기준” 개정	'11.7월
	4. 증권사 전산센터 위치	• “회원사 네트워크 연결기준” 개정	'11.7월
	5. 주문처리시스템 위치	• “회원사 네트워크 연결기준” 개정 등	'11.7월