

미국법상의 데이 트레이딩(day-trading) 거래기법과 위험개시

양 석 완*

목 차

- I. 머리에
- II. 미국 데이 트레이딩의 현상
- III. 데이 트레이딩의 거래기법 및 기술적 조건
- IV. 데이 트레이딩 구좌의 승인
- V. 데이 트레이딩에 관한 위험의 개시
- VI. 결론

I. 머리에

금융서비스 분야, 특히 증권거래 분야에 있어서 인터넷으로 대표되는 정보통신기술의 발전이 가져온 영향은 대단하다. 21세기의 증권시장은 새로운 충격을 경험하고 있다. 인터넷과 기술혁명이 오늘 증권시장의 구조와 메커니즘을 근본적으로 변화시키고 있다. 과거에는 상상할 수 없었던 「저렴한 거래비용(inexpensive costs), 그리고 빠르고(quick) 손쉬운(easy) 시장접근」 등 새로운 변화가 일고 있다. 이러한 변화들은 투자자의 사고방식과 투자패턴까지 변화시키고 있으며, 나아가 증권산업의 구조뿐만 아니라 투자세계에 거대한 해일을 일으키고 있다. 그 중 하나가 '데이 트레이딩(day-trading)'이다.

본 논문의 테마인 「데이 트레이딩(day-trading)」이 일반투자자에 의한 주식투자의 수단으로서 세계적인 주목을 받게 된 것은 최근의 일로서 그 발원지는 미국이다.¹⁾ 미국 증권시장에서 발전한 데이 트레이딩은 그 속성상 가장 적합한 사이버 환경을 갖추

* 제주대학교 법정대학 법학부 교수

1) 村上 誠, "アメリカにおけるデイ・トレーディング規制(一)~アメリカ証券取引委員会による調査レポート "Report of Examinations of Day-Trading Broker-Dealers"を中心に~", 『法研論集(早稲田大學大學院)』 第100號(2001), pp.247 이하 참조

고 있는 우리나라 증권시장에서 만개하고 있다. 더 나아가 우리가 온라인 트레이딩과 데이 트레이딩 분야에서는 미국을 넘어 세계 최고의 수준을 자랑하게 되었다. 온라인 트레이딩은 전체 거래량의 50%를 이미 넘어섰다. 미국의 경우는 약 25% 수준에 이르고 있고 약 1만 명 정도의 '전업 데이 트레이더(full time day-trader)'가 있는 것으로 추정되고 있는 반면, 우리나라는 약 1만 2,000명 정도로 추정되고 있다. 이러한 사이버 열풍을 목격한 『Business Week』(1999. 12. 13)지는 한국을 "사이버 데이 트레이더의 나라(A Nation of Cybertraders)"라고 소개하기도 하였다.²⁾

데이 트레이딩(day-trading)을 우리나라 말로 번역한다면 "일중(日中)매매거래"라고 하고, 일중매매거래라 함은 동일종목의 주식을 매수한 후 동 일자에 매도하거나, 매도한 후 동 일자에 매수함으로써 해당 주식의 일중 가격등락의 차액을 얻을 목적으로 행하는 매매거래를 말한다.³⁾ 엄밀히 말해 데이 트레이딩은 장종료 후 새로운 정보에 의한 가격변동의 리스크를 피하기 위해 매일 장종료 전에 보유 증권을 모두 매도함으로써 포지션(position)을 청산하는 것을 원칙으로 한다.⁴⁾ 흔히 데이 트레이딩으로 일컬어지는 것도 보유기간이 몇 십 초에서 몇 분에 지나지 않는 스캘핑(scalping)과 하루 종종목당 거래를 몇 차례 정도만 하는 통상적인 데이 트레이딩으로 구분지을 수 있다. 그밖에 며칠간에 걸쳐 증권을 보유하는 것을 스윙 트레이딩(swing trading)이라 하기도 한다. 비록 데이 트레이딩의 정확한 개념은 그 날의 모든 포지션을 당일에 청산하는 것이지만, 우리나라에서 일반적으로 통용되는 데이 트레이딩의 개념은 통상적인 데이 트레이딩과 스캘핑은 물론 스윙 트레이딩까지 포함하는 보다 폭넓은 것이라 할 수 있다.⁵⁾ 이와 같이 데이 트레이딩이라고 하는 용어 자체가 의미하는 바를 생각한다면, 데이 트레이딩, 즉 일중매매거래는 결코 새로운 주식투자 수단은 아니다.

미국뿐만 아니라 독일에서도 데이 트레이딩이 새로운 투자유형으로 관심을 모으고 있고, 「데이 트레이딩 센터(Daytrading Center)」라고 불리는 일반투자자를 위한 거래 시설이 개설되고 있다. 이들 거래시설에서는 증권 또는 선물상품 매매 목적의 프로를 위한 거래시스템 및 정보시스템이 제공되고 있다. 이와 같은 독일 국내의 추이에 따라 독일연방증권거래감독청(das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel(이하 BAWe

2) 김정수, "데이 트레이딩, 개미들의 마지막 전쟁", 『시민과 변호사』 2000년 9월호, p.37

3) 증권업감독규정(2003. 3. 6 개정) 제4-1조 제2항 제3호

4) 단기투자자에 속하는 데이 트레이딩(day-trading)은 포지션 트레이딩(position trading)과 대비되는 개념이다. 포지션트레이딩이 경제, 산업, 개별기업의 내재가치나 성장추세에 근거하여 일정기간 증권을 보유하는 투자방식을 일컫는데 반해, 데이 트레이딩은 매일 장종료 전에 보유 증권을 다 매도함으로써 포지션을 청산하는 것을 원칙으로 한다.

5) 박도준, "데이 트레이딩- 어떻게 볼 것인가?", 『한화경제』 2000년 4월호, p.3

라 한다)은 증권서비스 회사의 행위규칙에 관한 가이드라인을 개정하고,⁶⁾ 데이 트레이딩에 관한 설명의무를 새로 추가했다.

이웃 일본에 있어서도 1999년 10월 주식매매위탁수수료의 완전자유화와 함께 on-line 증권거래가 폭발적으로 일어나고 있고,⁷⁾ 일본 국내에서 on-line 증권거래가 개인거래 전체의 40%를 웃돌고 있다.⁸⁾

이에, 이 논문에 있어서는 SEC에 의한 「데이 트레이딩 증권회사에 관한 조사보고서」를 중심으로, 미국 데이 트레이딩의 현상과 문제점 및 이에 대한 법적 규제에 대하여 설명하고자 한다.

II. 미국 데이 트레이딩의 현상

1. 데이 트레이딩의 의의

미국의 경우 일반투자자에 의한 데이 트레이딩이 비롯된 것은 컴퓨터 소프트웨어의 발전에 의해 증권시장에 대한 직접연결(direct link)이 가능하게 된 1996년 경으로 보인다.⁹⁾ 1999년 현재, 일일 NASDAQ 거래총액의 약 15%를 데이 트레이딩이 차지하고 있다.¹⁰⁾

또한, 데이 트레이딩이 실제로 어느 정도 이익을 가져왔는가는 확실한 조사결과는 없지만, NASAA의 데이 트레이딩 프로젝트 그룹이 이 점에 관하여 투자상담(consultant)을 했던 바, 자산에 대한 수수료율(cost/equity ratio)은 연 평균 56%에 이르고, 데이 트레이딩의 70%는 단지 손실을 당했을 뿐만 아니라 자신이 투자한 전액을 거의 잃어

6) Richtlinie gemäß § 35 Abs. 6 des Gesetzes über der Wertpapierhandel(WpHG) zur Konkretisierung der §§ 31 und 32 WpHG für des Kommissionsgeschäft, der Eigenhandel für andere und das Vermittlungsgeschäft, der Wertpapierdienstleistungsunternehmen vom 23. August 2001 (BAnz. Nr. 165 vom 4. September 2001, S. 19, 217)

7) 日本証券業協會, インターネット取引に関する調査結果(平成13年9月末), 2001. 11. 6. -<http://www.jsda.or.jp/html/oshirase/01110601.pdf>.

8) 日本經濟新聞 2001. 11. 7. : 村上 誠, 前掲論文(一), p.247

9) SEC, Testimony of Arthur Levitt, Chairman of the U.S. Securities and Exchange Commission Before the Senate Permanent Subcommittee on Investigations Committee on Governmental Affairs, Concerning Day Trading (Sept. 16, 1999). <http://www.sec.gov/news/testimony/testarchive/1999/tsty2199.htm>.

10) Ibid.

버렸고, 조사대상이 된 구좌 가운데 11.5%의 데이 트레이딩만이 단기매매로 이익을 얻을 정도의 능력이 있는 것으로 『Time』지(1999. 8. 9)는 결론을 내리고 있다.¹¹⁾

미국 SEC가 공표한 「데이 트레이딩 증권회사에 관한 조사보고서("Report of Examinations of Day-Trading Broker-Dealers")-2000. 2. 25」¹²⁾에 의하면, 데이 트레이딩은 주가의 소폭 변동(예컨대, 1 거래에 1/8 또는 1/16 달러의 변동)을 이용하여, 대개 일증매매거래를 함으로써 이익을 얻으려고 시도하는 것이 일반적이고, 특히 SEC 위원장이었던 Arthur Levitt씨는 데이 트레이딩에 관하여 다음과 같이 정의하고 있다. 즉 데이 트레이딩이란 「브로커·딜러 또는 등록대리인(registered representative)으로 등록되어 있지 않는 개인이 주요 증권거래소 및 NASDAQ 시장에서 개인의 실시간 접근(real time access)을 인정하는 회사에서 주식거래를 하는 자」이다. 또한 NASDAQ도 데이 트레이딩에 관하여 「목적은 확정시킨 일관된 방법으로 일증매매거래를 하는 개인이 그 거래전략으로부터 얻은 이익을 통하여 생계를 꾸려나가는 것을 주요 목적으로 하고 있는 자」¹³⁾라고 정의하고 있다.

또한, 데이 트레이딩에 관한 신규적인 NASD 행위규칙 2360 및 행위규칙 2361의 제정에 관한, NASD 회원회사에 대한 통지서(NASD Notices to Members 00-62)¹⁴⁾ 가운데는 데이 트레이딩 및 데이 트레이더(day-trader)에 관하여 「일반적으로 데이 트레이더는 증권의 근소한 시세변동으로부터 이익을 얻으려고 한다. 이러한 투자기법에는 대부분의 경우 brokerage¹⁵⁾ 구좌의 적극적인 거래가 필요하다. 그 결과, 일반적으로 데이 트레이딩에는 상당액의 자금, 증권시장 및 트레이딩 기술에 관한 고도의 이해와 아울러 고위험(high risk)에 대한 허용능력을 필요로 한다. 증권시장에 관하여 상세한 지식을 가진 경험이 풍부한 데이 트레이더라 하더라도 가혹한 경험이 없다면 금전상의 손실을 입을 가능성이 있다.」고 하고 있다. 특히, 이들 신규칙에 공통적으로 사용되고 있는 데이 트레이딩 투자기법(day-trading strategy)이란 용어에 관해서는 이를 「동일한 유가증권 또는 복수의 유가증권에 관하여 매수와 매도의 양쪽 거래를 성립시키기 위

11) Ronald L. Johnson, NASAA Professional Report : An Analysis of Public Day Trading at a Retail Day Trading Firm (Aug. 9, 1999), <http://www.nasaa.org>.

12) <http://www.sec.gov/news/studies/daytrading.htm>.

13) Mary L. Schapiro, Testimony on the Securities Day-Trading Industry, Testimony Before the Permanent Subcommittee on Investigations, Senate Committee on Governmental Affairs (Sept. 16, 1999), http://www.nasdr.com/1420/schapiro_14.htm.

14) NASDR, NASD Notices to Members 00-62 "Day-Trading Rules" (Sept. 2000), <http://www.nasdr.com/pdf-text/0062ntm.pdf>.

15) 고객구좌를 가지는 회사(customer-based corporate entity : brokerage 증권회사)로서의 데이 트레이딩 증권회사를 말함

하여 고객이 일중에 주문(intra-day orders)을 정식으로 회송하는 것을 특징으로 하는 거래전략 전반을 뜻한다。」¹⁶⁾고 정의하고 있다.

그러나, 최근 미국에서 활발히 일어나고 있는, 본 논문의 테마이기도 한 「데이 트레이딩(day-trading)」이란 단지 일중매매거래를 가리키는 것만은 아니다. 물론 그 개념적 기초를 구성하는 것은 그 날의 모든 포지션을 당일 거래종료까지 청산하는 것이지만, 그 일중매매거래를 행하는 거래환경이 여태까지와는 결정적으로 다르다.

종래 일반투자자가 일중매매거래를 행하는 데는 증권회사에 전화를 걸어 시세를 확인하던가, 또는 증권회사의 카운터 앞에 붙어서는 것처럼, 다소 비현실적인 방법을 택할 수밖에 없고 실제로 일중매매거래를 행하여 온 것은 증권회사의 데이터가 대부분이었다. 그 후, 1990년대 후반부터의 인터넷 보급과 함께 on-line 증권거래가 확산되는데 이르러 자택에서 실시간(real time)으로 주가를 확인하는 것이 가능하고, 특히 주문 집행절차가 오로지 컴퓨터화 되어 주문집행력도 향상되었다. 그 결과 일중매매거래를 행하는 거래환경은 그 이전과 비교해서 극적으로 개선되었다. 그러나, on-line 증권거래는 통신회선 속도의 문제, on-line 증권회사측의 시스템상의 문제 등이 도사리고 있어 통상 매우 한정된 거래시세밖에 열람할 수 없기 때문에, on-line 증권거래에 있어서는 일중매매거래에 필수불가결한 '시장의 흐름'을 파악하는 것이 곤란하므로, 일중매매거래에 있어서 이상적인 환경이라고 하기 어렵다. 이는 on-line 증권거래에 있어서의 일중매매거래의 거래환경과 똑같이 일중매매거래를 하는 증권회사 딜러(dealer)의 거래환경과를 그 설비면이나 정보량의 면에서 비교한다면 극명하게 드러난다.

미국의 경우 on-line 증권거래가 내포하고 있는 문제점을 해소하여 일반투자자가 일중매매거래를 행할 수 있는 이상적인 거래환경을 실현한 것이 Direct Access Trading(이하 DAT라 한다)이다. DAT란 문자 그대로 「증권시장에 대한 직접적인 접근」이라고 할 수 있지만, 구체적으로는 주로 데이트레이딩 증권회사 내의 거래시설에서 전용회선이나 위성회선을 이용하여 NASDAQ의 메인 프레임(main frame)에 직접 접근하여 NASDAQ 레벨Ⅱ 단말¹⁷⁾을 통하여 market maker가 제시하는 시세를 열람하고 그 시세에 대하여 직접 주문을 한다. 이 DAT에 의해 취득가능한 정보의 양 및 주문집행력도 증권회사의 딜러와 함께 향상되고, 일반투자자는 일중매매거래를 하는 최초의 증권회사 딜러와 어깨를 나란히 하는 거래환경을 조성하게 되었다.

현재 미국에 있어서 데이 트레이딩이라고 하는 경우, 이 DAT에 의한 일중매매거래를 가리키지만, on-line 증권거래에 의한 일중매매거래와의 개념상 혼란이 있기도 하여,

16) NASD Conduct Rule 2360 (e). NASD Manual (CCH) (2000)

17) Market maker가 제시하는 시세의 열람 및 시세에 대한 직접 주문을 할 수 있는 단말(端末)이다.

양자를 명확히 구별하기 위해 전자를 데이 트레이딩이라 하지 않고 단지 DAT라 부르는 수도 많다. 특히, 미국의 DAT에 의한 일중매매거래와 국내의 on-line 증권거래에 의한 일중매매거래를 동일한 것으로 오인하여 똑 같이 '데이 트레이딩'이라고 하는 하나의 용어로 설명하는 경우도 많기 때문에 주의를 요한다. 순전히 데이 트레이딩, 즉 일중매매거래라고 하는 용어의 뜻을 중시한다면, 여하한 거래환경에 있어서도 '일중(日中)매매'로 거래하는 이상 '데이 트레이딩'이고, 거래환경의 차이는 별도의 용어로 표현하는 쪽이 정확하다고도 할 수 있다. 다만, DAT가 실현됨으로써 최초로 일반투자자에 의한 일중매매거래의 환경이 다듬어진 것을 고려한다면, DAT에 의한 일중매매거래 자체를 단지 데이 트레이딩이라고 칭하는 것이 실질적으로 맞다. 무엇보다 나날이 변하는 기술혁신에 의해 통상의 on-line 증권거래에 있어서도 DAT가 실현될 가능성도 있으므로, 이 같은 표현상의 혼란은 해소될 지도 모른다.¹⁸⁾

2. 데이 트레이딩 증권회사

SEC 위원장인 Arthur Levitt씨는 미국 상원 소위원회에서의 데이 트레이딩에 관한 증언 가운데서, 데이 트레이딩과 전통적인 일반 투자자가 on-line 증권거래를 하는 자를 근본적으로 구별하는 것은 「그 투자자가 거래시 이용하는 브로커·딜러의 종류에 달려 있다」고 하고, 「SEC가 데이 트레이딩 증권회사라고 확인하는 전형적인 브로커·딜러는 그 회사가 제공하는 데이 트레이딩 서비스 및 데이 트레이딩의 이점에 관하여 광고를 하고, 개인에 대하여 풀타임 데이 트레이더 (full time day-trader)가 되도록 권유하는 데 있다」고 하고 있다. 특히 「대다수의 데이 트레이딩 증권회사는 또한 시세가 좋은 주식을 연달아 미리 매매하는 것을 기본으로 하는 투자기법을 채용하도록 개인에게 교육하고, 특히 그 개인들에게 투자기법을 계속하여 활용하도록 권장한다. 또한 적은 시세차익으로부터 이익을 내는 방법에 대한 훈련을 유료로 제공하는 회사 또는 그와 관련되는 회사도 여럿이 있다. 그리고 데이 트레이딩 증권회사는 대부분의 경우 그 트레이더에 대하여 특정한 주식 동향을 분석하고 차트(chart)화하는 전용 소프트웨어 및 전용 시스템을 제공하고 있다. 데이 트레이딩 증권회사는 이러한 서비스를 인터넷상의 웹사이트를 통하여 제공하지 않고, 건물내의 거래시설(on-site trading facilities)에서 제공하는 것이 전형이다. 그에 비하여 on-line 증권회사는 고객에 대하여 전자적 주문 발주 서비스를 제공하는 데 불과하고, 특히 특정한 거래전략의 채택을 장려하지도 않는다.」고 하고 있다.

18) 村上 誠, 前掲論文(一), p.250

그리하여, 전통적 「브로커리지(brokerage) 증권회사」¹⁹⁾와 데이 트레이딩 증권회사를 구별하는 두 번째 점으로서는 「데이 트레이딩 증권회사는 개인에 대하여 주요한 주식 시장 및 NASDAQ에 대한 실시간 연결(real time link)을 제공하고 있는」 것을 들고, 「이와 같은 실시간 연결은 평균적인 일반투자자에게는 용이하게 취득할 수 없는 상당한 시장정보를 개인에게 가져다 주고, 특히 데이 트레이딩 증권회사의 주문처리 시스템에 대한 직접 발주를 제공하는 데 있다. 이 시장주문집행 시스템에 대한 직접적인 접근(access)에 의해 각 개인들은 자신의 주문을 특정한 시장 또는 특정한 market maker에 보낼 수 있다. 이러한 시스템을 통하여 데이 트레이더는 몇 초안에 거래를 성립시킬 수 있다.」고 하고 있다.

요컨대, 데이 트레이딩 증권회사는 일반적으로 건물내의 거래시설에서 서비스를 제공하고,²⁰⁾²¹⁾ 대부분의 경우 데이 트레이딩 및 그 훈련에 관한 광고활동을 하는 것이며, 등록대리인 또는 인터넷의 웹사이트를 통하여 서비스를 제공한다고 하는 영업방법은 통상 채택되지 않는다. 그리하여, 데이 트레이딩 증권회사가 제공하는 서비스란 고속컴퓨터 연결장치를 이용함으로써 증권시장에 대한 직접적인 접근(access) 또는 전용 소프트웨어의 제공으로서, 그 고속컴퓨터 연결에 의해, 특히 NASDAQ 및 전자장외증권거래소(Electronic Communications Networks(이하 ECN이라 한다)²²⁾)에 대한 접근

19) 고객구좌를 가지는 회사(customer-based corporate entity : brokerage 증권회사)로서의 데이 트레이딩 증권회사를 말함

20) 데이 트레이더란 데이 트레이딩 증권회사내의 거래시설에서 거래를 한다. 이러한 거래시설에는 데이 트레이딩에 사용하는 컴퓨터 단말이 비치돼 있는데, 이른바 증권회사의 데이 링크룸(day link-room)과 같은 시설에서 이루어진다. 또한 자택의 개인 컴퓨터에서부터 데이 트레이딩 증권회사의 서버에 접근(access)하여 거래를 할 수도 있지만, 일반적으로는 그러하지 아니하다. 이 경우 자택의 개인 컴퓨터에 전용 소프트웨어를 설치(install)하여 이용하게 되지만, 자택에서부터 데이 트레이딩 증권회사의 서버에 대한 접근(access)은 인터넷을 통하여 이루어지기 때문에, on-line 증권거래로 오해받을 수도 있지만, 데이 트레이딩 증권회사의 서버에서부터는 전용회선이나 위성회선을 통하여 NASDAQ의 메인 프레임에 직접 접근(access)할 수가 있으므로 on-line 증권거래가 아니라 direct access trading (DAT)이다. 다만, 자택에서부터 데이 트레이딩 증권회사 서버까지의 통신상태에 따라 좌우될 수 있기 때문에 데이 트레이딩 증권회사의 시설 내에서 거래하는 것에 비하여 DAT의 질은 저하된다.

21) 우리나라에 있어서는 홈트레이딩시스템(HTS)의 이용은 이미 보편화되어 있다. 2001년 1월 현재 우리나라 5대 증권회사(대신, 대우, 삼성, LG, 현대)의 전체 주식약정액에서 HTS를 이용한 사이버거래가 차지하는 비중은 72.01%이고, 거래규모는 126조원에 달하고 있다. - 이영성, "인터넷에 의한 증권거래의 법적 규제에 관한 연구," 동국대학교 박사학위논문, 2002. 2. p.196

22) 우리나라에는 전자장외증권거래소로 한국 ECN증권이 설립되어 2001년 12월 27일부터 정식으로 매매를 개시하고 있다. 자본금 224억원으로 대우증권 등 28개 증권회사가 8억원씩 출자하여 출범한 한국ECN증권의 거래시간은 오후 4시 30분부터 오후 9시까지이며, 거래수수료는 거래대금 기준으로 10,000분에 0.85%를 적용하지만, 1억원 이상의 대량 거래는 10,000분의 0.35%이다. 그

(access)이 제공된다.²³⁾ 구체적으로 말한다면, 전용회선이나 위성회선을 사용하여 NASDAQ의 main frame에 직접 접근(access)할 수가 있고, 레벨Ⅱ 단말을 통하여 market maker가 제시하는 시세의 열람 및 그 시세에 대한 직접 주문을 보낼 수 있다.

또한 데이 트레이딩 증권회사에는 그 자체의 특질, 즉 자사가 데이 트레이딩 증권회사임을 확인할 의무는 없지만, 2000년 2월의 조사에서는 상기 데이 트레이딩 증권회사의 특징을 갖춘 것으로 보이는 회사는 133개 사로 확인되고 있다.²⁴⁾

일중매매거래가 미국에서 활발하게 일어난 것은 정보통신기술의 발전 및 소액주문 자동집행시스템(Small Order Execution System(이하 SOES라 한다))에 의해 direct access trading (DAT)을 실현한 것에 그 주된 이유가 있는 것은 사실이지만, 또 다른 배경에는 1990년대 중반에서부터 후반에 걸쳐 미국 주식시장의 활황에 힘입은 점도 지적될 수 있다. 차트화되고 있는 증권으로 거래한다면, 이익을 내기 쉬운 것은 사실이어서, 이는 특히 경험이 적은 데이 트레이더에게는 현저하다. 다만, 2000년 하반기로부터 미국 주식시장은 조정국면으로 들어가 있고, SEC위원장인 Arthur Levitt씨도 (on-line 증권거래에 관한 코멘트이긴 하지만,) 「on-line 증권거래의 단순성이나 스피드에 강한 유혹을 받은 비교적 경험이 적은 새로운 투자자는 하락상장(down market)을 경험한 것이 아닌」 것에 염려를 하고 있고,²⁵⁾ 이는 데이 트레이더에 관해서도 마찬가지이다.

또한, 대부분의 데이 트레이딩은 NASDAQ 증권을 대상으로 하여 이루어지지만, 뉴욕증권거래소(NYSE) 증권을 대상으로 한 데이 트레이딩도 이루어지고 있는 것 같고, 그 경우에는 「Super DOT」라고 하는 전자주문회송시스템을 통하여 이루어지고 있다.²⁶⁾ 또한, NASDAQ 증권을 대상으로 한 데이 트레이딩은 SOES 및 ECN을 통하여 이루어지고 있다.

러나, 기존의 증권시장들이 저렴한 수수료로 제공하는 홈트레이딩시스템(HTS)을 통한 거래가 이미 보편화되어 있는 현실에서 전자장외증권거래소가 더욱 낮은 수수료에 기존 시장과 다른 서비스를 제공한다는 것은 사실상 불가능하며, 기존 증권시장에 대한 대체시장으로서의 역할을 한다는 것을 기대하기는 힘든 상황이다. - 이영성, 전계논문, pp.195~196

23) 예컨대, 데이 트레이딩 전문증권회사인 Cyber Trader사에서는 9개의 대표적인 ECN, 450 이상의 market maker (SOES 및 Select Net를 통하여), AMEX 및 NYSE의 specialist (Super DOT를 통하여), 그리고 4개의 전 option 시장에 대한 전자적 접근(access)이 제공되고 있다.- http://www.cybertrader.com/elec_access.asp

24) <http://www.sec.gov/news/studies/daytrading.htm>.

25) SEC, Speech by SEC Chairman : Plain Talk About On-Line Investing, <http://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1999/spch274.htm>.

26) Misha T. Sarkovich, Electronic Day Trading Made Easy (Prima Publishing, 1999), pp.154-155 : 村上 誠, 前掲論文(一), p.256

Ⅲ. 미국 데이 트레이딩의 거래기법 및 기술적 조건

1. 데이 트레이딩의 거래기법

1) 데이 트레이딩의 특성

데이 트레이딩은 시스템 트레이딩과 대칭된다. 사전적인 의미에서 '시스템 트레이딩'이란 체계적인 거래(systematic trading)를 위해 사용되는 거래전략으로 이는 거래자 개인의 감정 및 주관 등을 배제하기 위해 순수하게 기술적 분석만으로 거래 전략을 작성, 이를 과거 일정 기간 동안의 시장가격 자료를 바탕으로 실험하여 여러 가지 방법으로 평가한 후, 평가된 시스템 트레이딩에서 발생하는 매수 혹은 매도신호 등에 전적으로 의존하여 거래하는 거래방법이다.²⁷⁾

이러한 시스템 트레이딩의 구축과정이 가지는 장점은 크게 두 가지로 나누어 볼 수 있다. 첫째는 실제 거래에 있어서 수익을 실현할 수 있을가에 대하여 거래에 따른 손실이나 비용을 지불하지 않고 미리 검증해 볼 수 있다는 점이며, 둘째는 시스템의 잠재적인 수익과 위험에 대해 신뢰할만한 검증을 행함으로써 시스템에 대한 신뢰를 깊게 할 수 있다는 점이다.

이에 반해, 주관적 거래기법의 가장 큰 특징은 시장가격에 영향을 주는 모든 뉴스나 정보, 이른바 기본적 분석(fundamental analysis) 및 기술적 분석지표(technical analysis)들을 가지고 거래자가 그때 그때의 상황에 따라 거래자 자신의 판단에 의해서 매수 혹은 매도거래를 하는 것이다.²⁸⁾ 이러한 주관적 거래는 거래자가 포지션을 보유하는 기간에 따라 데이 트레이딩(day trading)과 포지션거래(position trading)로 구분할 수 있다.

데이 트레이딩이란 모든 거래가 하루 중에 끝나는 것을 말하며, 이는 당일 시장에서 매수하거나 매도하는 거래를 하게 되면 반드시 당일 증으로 반대매매를 통해서 청산하는 거래기법이다. 해당 거래가 일단 시장에 진입하게 되면 수익이 발생하든 손실이 발생하든 간에 거래를 시작한 당일에 모든 거래를 반대매매를 통해 무조건 청산하는 것을 뜻한다.

데이 트레이딩은 결코 다음날로 이월시키지 않는다. 만일 데이 트레이딩 기법을 사

27) Ralph Vince, Portfolio Management Formulas, p.41 : 강창원, "시스템트레이딩을 이용한 증권거래의 성과에 관한 실증 연구 -KOSPI의 시뮬레이션 활용을 중심으로-", 목포대학교 경영학석사 학위논문, 2003. 8. p.14

28) Jake Bernstein, The Complete Day Trader, p.18 : 강창원, 전제논문, p.16

용하는 거래자가 당일 내로 거래를 종료하지 않고 익일로 넘기는 경우라면 데이 트레이더로서의 가장 중요하고 유일한 원칙을 깨뜨리는 것이며 동시에 이러한 행위는 단순히 데이 트레이더로서의 원칙뿐만 아니라 데이 트레이딩 기법이 지니는 장점 또한 잃어버리는 결과를 낳게 되는 것이다.

2) 포지션 거래와의 비교

반면에, 포지션 거래란 일반적인 경우의 주식거래와 같이 일단 거래를 시작하면 오랜 기간 동안 그 거래를 선물물의 만기일 등에 관계없이 지속적으로 보유하는 거래를 말한다. 거래 포지션을 일정기간 보유하고 간다는 점에서 시스템 트레이딩과 유사한 점이 있지만, 거래의 시작과 끝에 대한 결정이 결국 거래자의 결정에 달려 있다는 점에서 시스템 트레이딩과는 구별된다.

데이 트레이딩을 통해 성공적인 거래를 하지 못한 경우에 거래자는 자신의 결정에 혹은 자신의 능력에 많은 회의를 갖게 되고, 다음으로 무엇인가 의지할 것을 찾게 된다.

이 단계에서 찾게 되는 것이 바로 기술적 분석의 여러 가지 지표들이다. 이 경우 여러 지표들 중에서 자신의 마음에 드는 지표를 골라 사용하다가 또 다른 새로운 지표를 찾아내면 이를 통해 좀 더 장기적인 기간 동안 거래를 하게 된다. 그러나, 이러한 경우에 있어서도 주관적 거래의 전형적 특성인 모든 지표들을 연구하면서도 결국은 자신이 선택하는 시점에서 대부분 거래를 행하게 된다. 이러한 과정에서 거래자는 포지션을 익일로 이월시켜보기도 하지만 거래시간 이후 시장의 움직임으로 인해 발생할 수도 있는 증대된 위험으로 더욱 큰 리스크(risk)를 감수하게 된다. 이렇듯 보다 큰 리스크를 감내하면서도 거래를 일 중에 마무리하지 않고 익일로 포지션을 이월시키는 형태의 거래가 바로 포지션 거래기법이다.

이러한 포지션 거래기법은 거래횟수의 감소에 따라 그만큼 매매에 따른 비용을 축소하며 가격 움직임의 범위를 넓게 볼 수 있다는 장점이 있는 반면, 주관적 거래의 경우에 잘못된 거래자의 판단은 한 번 거래에서 많은 손실을 볼 수 있게 된다. 또한, 많은 수익을 낼 기회를 가지고 있는 거래가 발생한 경우에도 이 수익의 일부분만을 실현시킴으로써 결국 주관적 거래자에게 많은 손실로 거래를 청산할 수 있다는 단점을 가지고 있다.

포지션 거래기법은 주관적 거래기법보다는 오히려 시스템 트레이딩 매매에 적합한 거래 기법이라 할 수 있으며, 선물시장에 있어 대부분의 경우 주관적 거래기법은 데이 트레이딩 기법을 사용하는 것임은 두말할 나위가 없다.

3) 데이 트레이딩 거래기법

데이 트레이딩 기법은 포지션 거래기법에 비해 주어진 투자원금으로 최대한 수익을 낼 수 있다는 장점이 있다. 말하자면, 수익의 기회, 즉 거래기회를 지속적으로 창출함으로써 투자자가 가지는 지렛대 효과를 최대한 이용할 수 있다.

데이 트레이딩 기법의 또 다른 장점은 거래를 통해 노출될 수 있는 위험을 최소화한다는 것이다. 이는 포지션 거래기법이 거래 시간 종료 이후에 발생하는 여러 가지 뉴스나 사건들로 인해 심각한 가격변화에 따른 위험에 처할 수 있는데 반해, 데이 트레이딩은 어떠한 경우에도 당일 증으로 거래를 마무리함으로써 이러한 위험을 피할 수 있다.

선물시장에 있어서 대부분 주관적인 거래는 주로 당일 거래의 형태로 이루어지며 포지션을 익일로 이월하는 경우는 그리 많지 않은 것으로 알려져 있다.²⁹⁾

데이 트레이딩 기법이란 하루 중에 발생한 모든 포지션을 당일 증으로 청산하는 주관적 거래기법의 대표적 거래 형태이다. 주관적 거래기법의 대명사인 데이 트레이딩 기법이 과연 거래기법으로써 얼마나 효용성이 있는지, 이를 통해 수익을 내는 것이 얼마나 한계를 가지고 있는지를 살펴봄으로써 이러한 분석을 통해 시스템 트레이딩이 왜 필요한가를 알 수 있을 것이다.

우선 하루 중에 거래를 청산하여야 하는 당일 거래자의 경우, 그 거래는 동일한 시장에서 하루라고 하는 주어진 시간 내에, 그리고 거래 상품마다 다르기는 하지만, 5시간 내지 7시간 정도인 거래시간³⁰⁾ 이내에 매매를 시작하고 청산한다. 이러한 거래형태는 수익발생의 기회인 거래기회의 증가와 거래시간 종료 후부터 익일 거래 시작까지의 가격변동에 대한 위험이 없다는 장점과 마진이 적게 소요된다는 장점이 있다. 반면에 거래 기회의 증가에 따른 손실거래 가능성이 그만큼 높아지며 잦은 거래 기회의 증가는 비용 증가를 유발한다. 동시에 거래자에게는 좀 더 많은 시간과 노력으로 시장을 주시할 것을 요구한다는 단점이 있다.

일반적으로 데이 트레이딩은 다른 형태의 거래기법보다 더 많은 거래 수수료와 추가 거래비용(slippage), 즉 매수와 매도의 가격 차이와 이론적인 체결가와 실제 체결가 사이의 차이 및 선물의 경우 한 월물의 이월(rollover)에 따른 비용 등을 발생시킨다. 이러한 데이 트레이딩에 따른 수수료 및 기타 비용을 감안하여 데이 트레이더의 수익기회를 점검해 보면 데이 트레이더가 거래 수수료로 거래 당 ₩8,000³¹⁾을 지급하며 매수

29) 강창원, 전계논문, p.17

30) 우리나라 주식 시장은 09:00~15:00까지 6시간이며, 그밖에 시간외 거래 및 ECN 시장이 존재한다.

31) 국내 선물거래소(KOFEX)에서 거래되는 선물거래 수수료 기준임

와 매도 사이의 스프레드(spread, 중개인의 실제 거래가격과 고객에게 넘기는 가격간의 차이)가 각기 ₩10,000이 있다고 가정하자. 데이 트레이더가 한 계약으로 ₩100,000의 수익을 내는 거래를 완료하려면 최소한 ₩136,000(목표거래수익 ₩100,000 + 매수/매도의 수수료 ₩8,000×2 + 매수/매도시의 스프레드 ₩100,000×2)의 수익을 낼 수 있도록 시장이 움직여야 할 것이다. 반면 한 번의 거래로 ₩100,000의 손실을 기록했다면 이는 ₩136,000의 손실을 의미한다. 데이 트레이더는 매 거래시에 거래에 따른 비용을 넘어서는 수익을 실현해야 한다. 만일 손실을 기록한다면 거래에 따른 손실뿐만 아니라 추가로 거래비용 만큼의 추가손실을 감당해야 한다. 또한 이러한 거래비용을 넘어서는 수익실현과 더불어 목표로 하고 있는 수익을 발생시킬 수 있을 정도의 시장 움직임이 있어야 한다.

비록 데이 트레이더가 하루 중 가격변동의 고점에서 매도하고 저점에서 매수하기 위해 최선을 다하지만, 일반적인 데이 트레이더의 경우 데이 트레이딩 시장 움직임의 1/3 정도를 자신의 이익으로 연결시킬 수 있으면 아주 훌륭한 데이 트레이더라고 할 수 있다.³²⁾ 따라서 위의 경우에 이를 적용하여 보면 데이 트레이딩에서 수익을 내기 위해서는 목표로 하는 수익과 거래비용의 3배에 해당하는 시장 움직임이 있어야 한다는 것이다.

즉 ₩100,000의 수익을 얻기 위해서는 ₩408,000에 해당하는 시장의 가격 움직임이 있어야 한다. 이를 선물거래소(KOFEX)의 국내 선물시장에서 보면 하루 40tick이, 달러/원 선물의 경우에는 8원 이상 움직여야 한다는 것이다. 이는 주가지수 선물의 경우를 제외하고는 그간의 국내 선물시장의 예에서 보면 쉽지 않은 일이라고 할 수 있다.³³⁾ 설령 이러한 움직임을 나타내는 시장이 있고 데이 트레이더가 매 수익거래시에 ₩136,000의 이익을 낸다고 할 지라도 손실거래의 횟수보다 더 많은 수익거래의 횟수를 기록하지 않는 한 수익을 유지하는 것은 어렵다.

결국 이익을 내기 위해서 데이 트레이더는 매 거래시 50% 이상의 높은 승률(수익거래 수/총거래 수)을 기록하여야 한다.

4) 데이 트레이딩의 문제점

일반적으로 40%의 승률도 높다고 판단되는 시장에서 50%의 승률을 가진다는 것은

32) Charles Lebeau & David W. Lucas, Technical Traders Guide to Computer Analysis of the Futures Market, p.201 : 강창원, 전계논문, p.19

33) 강창원, 전계논문, p.19

매우 힘든 일이며, 이러한 승률을 기록하기 위해서는 반드시 전문적인 훈련을 받은 데이 트레이더이어야 할 것이다. 그런 자만이 자신의 본능과 감정을 100% 이상 활용하고 동시에 데이 트레이딩에서 발생한 손실을 최소화 할 수 있을 것이다.

전문적인 데이 트레이더가 아닌 거래자가 이러한 비용과 시장의 움직임 그리고 낮은 승률을 가지고 장기적으로 선물거래를 포함하는 모든 데이 트레이딩에서 수익을 남기 기란 얼마나 가능성이 희박한가를 알아야 한다. 더욱이 위의 비용식에서 데이 트레이더는 이른바 매수와 매도 가격 사이의 스프레드를 추가거래비용(slippage)으로 부담하고 있지만 여기에 감안되지 않은 또 하나의 추가 거래비용이 있다. 이 추가 거래비용은 데이 트레이더의 손절매(stop loss)주문이 항상 손절매 가격에 체결될 수는 없으므로 이로 인해서 발생하는 비용을 말한다.

데이 트레이딩 기법은 이렇듯 많은 수수료 부담을 지며 좁은 가격 폭의 범위 속에서 승률을 높이고자 많은 노력과 시간을 보내는 것이다. 가장 최상의 움직임을 보이는 시장에서조차 데이 트레이더의 이익은 가격 변동폭의 단지 일부에 국한되는 것이다.

데이 트레이딩과 같은 주관적 거래가 수익을 내기 어려운 이유에는 시장 자체의 움직임에도 있지만 가장 큰 문제는 데이 트레이더 자신에게 있다. 대부분의 경우에 있어 그것이 데이 트레이딩 기법이든 포지션 거래기법이든 주관적 거래기법을 사용하는 데이 트레이더의 경우에 늘 실패하는 것은 데이 트레이더 자신의 감정을 통제하지 못한다는 것이다.³⁴⁾ 주관적 거래기법을 사용하는 투자자의 경우 일단 데이 트레이더는 평가수익이 발생하게 되면, 상승추세를 참지 못하고 발생한 수익이 언제 잃게 될지 모른다는 불안감으로 시장이 조금만 조정을 보여도 그 즉시 수익을 실현시켜 버린다.

따라서 대부분의 경우 조금만 인내하면 큰 수익을 얻을 수 있는 데이 트레이딩도 이러한 마음가짐으로 말미암아 적은 수익으로 데이 트레이딩을 청산하게 되며 만일 이후에도 지속적으로 시장이 수익을 내는 방향으로 움직인다 하더라도 시장에 같은 방향으로 재진입하기 보다는 조금 더 낮은 가격으로 시장에 진입하기 위하여 기회만을 엿보다가 결국 용기를 내어 시장에 진입하면 이른바 막차를 타게 되는 경우가 많다. 이와는 반대로 데이 트레이딩 개시 후에 손실이 발생하는 경우에 있어서는 수익의 발생 경우와는 다른 움직임을 보인다.

데이 트레이더와 같은 주관적 거래자들은 자신의 예상과 달리 움직이는 시장을 보고 이제 이 레벨에서는 자신의 생각과 같은 방향으로 시장이 이제까지의 움직임과는 방향을 바꾸어 움직일 것을 기대하고 손실을 최대한으로 감내하게 된다. 이는 바로 데이 트

34) Dr. Alexander Elder, Trading for a Living, p.3 : 강창원, 전계논문, p.22

레이더에게 때로는 돌이킬 수 없는 치명적인 손실로 거래를 끝내게 하는 것이며, 때로는 경험 있는 데이 트레이더들도 조금씩 어렵게 쌓아둔 수익을 한 두 번에 모두 잃게 되거나 그 이상의 손실로 다시는 재개할 수 없을 정도로 데이 트레이딩을 끝내게 된다.

2. 데이 트레이딩의 기술적 조건

1) 기술적 분석 중심

이처럼, 데이 트레이딩이란 주가의 근소한 변동에서 이익을 얻는 것을 목적으로 한 거래방법이고, 거래대상으로 하는 증권으로서는 기본적(fundamental) 분석보다 기술적인(technical) 분석이 중심이 된다. 데이 트레이더는 단기적인 시세를 예상하는 기술적 분석을 행하고 있고, 심하게 말한다면 증권에 착안하는 것이 아니라 주가 그 자체에 주목하고 있다. 기술적인 분석에는 전용 소프트웨어가 이용되어, 데이 트레이더는 실시간(real time)으로 주가의 움직임을 감시하면서 아울러 기술적 분석을 한 차트, 시장정보 및 포지션(position)의 손익상황 등을 확인함으로써 짧은 시간에 매매를 반복하는 것이 전형이다.

또한, 매매수수료를 고려에 넣은 주가의 근소한 변동(예컨대, 1 거래에 1/8 또는 1/16 달러의 변동)으로부터 이익을 얻는 데는 당연히 이에 상응한 투자자금을 필요로 함으로, 통상 데이 트레이딩에 있어서는 증거금계정(margin account)이 이용된다. 또한 미국의 경우에는 데이 트레이딩 증권회사가 독자의 포지션관리를 함으로써 차액(spread)결제가 가능하게 되어,³⁵⁾ 데이 트레이더는 특정 주식을 매수한 직후에 매각하고 그 대금을 특히 동일한 주식의 매수에 충당하는 형태로 매매를 부풀리는 수법, 즉 회전매매를 할 수 있다.

그리고, SEC의 「데이 트레이딩 증권회사에 관한 조사 보고서」의 경우에도 설명되고 있는 바와 같이, 데이 트레이딩 증권회사 또는 그 관계기업에 의해 데이 트레이딩에 관한 훈련 프로그램이 제공되는 수가 많다. 훈련기간 및 그 요금 등은 다양하지만, 그 내용은 일반적으로 데이 트레이딩에 필요한 기초지식 및 기술적인(technical) 분석을 중심으로 하는 투자이론의 설명 및 시뮬레이션 트레이딩이다. 시뮬레이션 트레이딩에서는 실제 데이 트레이딩에서 사용하는 기자재로써 현실에 가까운 상태로 가상거래를 하고, 그 손익결과도 표시되는 시스템으로 나타나고 있다.

35) 大崎貞和, 『ネット証券取引』, 日本經濟新聞社, 2000, pp.92-95

2) 직접접근거래(direct access trading (DAT)) 전용 소프트웨어 및 레벨 II 윈도우

데이 트레이딩 증권회사에서는 전술한 DAT 전용 소프트웨어가 고객에게 제공된다. 그 대표적인 것이 Real Tick III이고, 대부분의 데이 트레이딩 증권회사가 그 소프트웨어를 고객에게 제공하고 있다. 일반적인 on-line 증권거래는 Microsoft사의 Internet Explorer 등의 Web 브라우저 소프트웨어를 사용하지만, Web 브라우저 소프트웨어는 그 구조상 고속 데이터를 취급하는 데는 적절하지 않는데, DAT에 의한 데이 트레이딩에서는 Web 브라우저 소프트웨어를 사용하지 않고, 전용 소프트웨어를 사용함으로써 데이터 전송의 고속화와 기능의 충실을 꾀하고 있다. Real Tick III 이외에도 DAT 전용 소프트웨어로써 데이 트레이딩 전문증권회사인 Cyber Trader사가 제공하고 있는 Cyber Trader Pro., 동 회사의 전문증권회사인 All-Tech Investment사의 PC Quote 6.0, Pristine사의 The Executioner 등이 있다. 또한, 각 소프트웨어라도 실시간(real time) 정보의 제공요금으로서 매월 사용료가 부과되지만, 그 요금체계는 데이 트레이딩 증권회사에 따라 다르다.³⁶⁾ 이러한 전용 소프트웨어에 의해 표시가능한 정보는 레벨 II 윈도우, 다양한 차트 윈도우(특정 증권·DOW·S & P 500 선물·NASDAQ 지표 등), 타임 앤 세일즈 윈도우(Time & Sales Windows) 등 다기하게 걸쳐있고, 그 정보는 실시간(real time) 갱신되고 있다. 또한 표시화면에 관해서는 자유로 커스터마이징(customize)할 수 있다. 특히 그 외에도 전용 소프트웨어는 각 차트에 트렌드라인(trend line)을 이끄는 기능이나 주식의 스크리닝(screening) 기능 및 추가정보기능 등 다채로운 기능을 내장하고 있다.

그렇다면, DAT에 의한 데이 트레이딩에 있어서 가장 중요한 역할을 하는 레벨 II 윈도우에 관하여 구체적으로 살펴보자.

레벨 II 윈도우란 market maker 및 전자장외증권거래소(ECN)가 제시하는 시세가 표시된 화면으로, 구체적으로는 'Bid' 즉 market maker가 제시하는 매수가격(트레이더: trader로부터 본다면 매도 가능한 가격이다)과 'Ask' 즉 market maker가 제시하는 매도가격(트레이더의 견지에서는 매수가 가능한 가격이다)이 제시되는 수량과 아울러 표시된다.

수치를 사용하여 구체적으로 설명한다면, 예컨대 market maker가 제시하는 'Bid'가 최고치 80 1/4달러를 필두로 80 3/16달러, 80 1/8달러..., Ask가 최저치 80 5/16달러를 필두로 80 3/8달러, 80 7/16달러, 80 1/2달러로 되고 있는 때, 그 후 주가가 상승하는 경우에는 Bid측에 표시되고 있는 80 1/4달러의 제시수치가 증액된다(특히 주가가 상승

36) Day Trading Magazine, IDGジャパン, 2000. 11. 1. p.80 : 村上 誠, 前掲論文(一), p.256

한다면 Bid의 최고치는 예컨대 80 5/16달러로 갱신되고), 동시에 Ask측에 표시되고 있는 80 5/16달러의 제시수치가 감액된다(특히 주가가 상승한다면 Ask의 최저치는 예컨대 80 3/8달러로 갱신되고, 80 5/16달러는 화면에서 사라진다). 주가가 하락하는 경우에는 그 반대가 된다.³⁷⁾

3) 소액주문자동시스템

전술한 바와 같이, 데이 트레이딩이란 DAT에 의한 일중매매거래를 가리키지만, 미국의 경우 DAT가 가능했던 배경에는 NASDAQ에 있어서의 소액주문자동집행 시스템(SOES)의 도입이었다.

SOES는 NASDAQ의 market maker에 대한 직접적인 접근(access)을 촉진하기 위해 1984년에 창설된 전자적 주문집행 시스템이고, 소액의 매매주문을 집행하는 시스템으로서 기능하고 있다. 그리하여 market maker는 SOES에 시세를 제시할 의무가 있다. 다만, SOES에 있어서는 투자자는 대다수의 NASDAQ 주식에 관하여 1회에 1,000주까지만 거래할 수 없는 제약이 있다.³⁸⁾

데이 트레이더는 SOES를 통하여 market maker와 직접 NASDAQ주식을 거래하게 되지만, 최근에는 ECN(전자장외증권거래소 : Electronic Communications Networks)을 통하여 NASDAQ주식을 거래하는 경우도 많아지고 있다. 다만, SOES를 통한 거래와 ECN을 통한 거래에는 그 거래방법상 결정적인 차이가 있고, 이에 관하여는 이하에서 수치를 사용하여 구체적으로 설명한다.³⁹⁾

SOES를 통하여 거래하는 경우에 단순히 현재의 Ask 가격(market maker가 제시하는 매도가격)인 예컨대 50 5/8달러로 매수를 하고, 그 후 현재의 Bid 가격(market maker가 제시하는 매수가격)인 50 7/16달러로 매도를 한다면, 이론적으로는 그것만으로 1주당 차액(spread)분 3/16달러는 손실이 되고, 1,000주라면 187 1/2달러의 손실이 된다(수수료와 세금 제외). 따라서, 이 스프레드(spread)에 따른 손실을 회피하려면, Ask 가격이 아니라 'Bid 가격'으로 매수하고, Bid 가격이 아니라 'Ask 가격'으로 매도하는 것이 바람직하다. 이를 가능하게 하는 것이 ECN을 통한 거래이다.

ECN에 있어서는 NASD에 등록된 브로커·딜러에 대하여, 고객이 발주하는 지시가격주문(limit order)을 표시할 의무가 있고, 이 지시가격주문은 자동적으로 레벨 II 스크

37) 村上 誠, 前掲論文(一), pp.257~258

38) Misha T. Sarkovich, op. cit., pp.29-30

39) Misha T. Sarkovich, op. cit., p.113

린에 표시된다.⁴⁰⁾ 즉 데이 트레이딩은 ECN을 이용한 것으로 스스로 Bid 가격(매수가격)을 제시할 수 있고, 그 Bid에 응한 자가 있게 되면 바로 'Bid 가격'으로 사들이는 것이 실현된다. 상술한 예에 따라 설명한다면, ECN을 통하여 50 7/16달러로 Bid 가격을 제시하여 그 가격으로 매수에 성공한 후 50 5/8달러로 Ask 가격을 제시하여 그 가격으로 매도에 성공한다면, 이론적으로는 1주당 3/16달러의 이익이 되고 1,000주라면 187 1/2달러의 이익이 된다(수수료 및 세금 제외). 즉 SOES를 통하여 거래를 하는 경우에는 차액(spread)에 해당하는 손실이 발생했지만, ECN을 통하여 거래를 하는 경우에는 이론적으로는 이익이 발생하고 있다.

SOES를 통하여 거래를 하는 경우에는 일반적으로 market maker의 상대방으로서 그 시세에 응하는 형태로 거래를 하는 것이고, 이에 대하여 ECN을 통하여 거래하는 경우에는 스스로가 擬似的으로 market maker와 같이 시세를 제시하여 그 시세에 응하는 상대방과 거래를 하게 된다. 또한, 데이 트레이더는 NASDAQ 주식을 거래하는 데 있어서 SOES 및 ECN 이외에도 SOES와 동일한 NASDAQ 시스템인 Select Net도 이용한다.⁴¹⁾

IV. 미국 데이 트레이딩 구조의 승인

1. 적절성(appropriateness) 요건의 구비

데이 트레이딩 구조의 승인에 관한 규칙인 NASD Conduct Rule 2360⁴²⁾은 기관투자자가 아닌 고객⁴³⁾에게 데이 트레이딩 투자기법(day-trading strategy)⁴⁴⁾을 장려 선전하는(promoting) 회원회사에 대하여 고객의 구조개설에 앞서, NASD Conduct Rule 2361에 규정된 위험(risk)개시서류의 고객에 대한 제공, 그리고 (1) 데이 트레이딩 투자기법을 위하여 그 고객구조를 이용하는 것에 관한 승인, 또는 (2) 그 고객에게는 데이 트레이딩을 목적으로 하여 그 구조를 이용할 의지가 없다고 하는 서면을 그 고객으로부터 수취하는 것 등을 의무화하고 있다.⁴⁵⁾ 또한, 데이 트레이딩을 위해 구조를 이용할 의지가 고객에게 있다는 것을 회사가 알고 있는 경우, 회사는 데이 트레이딩을

40) Misha T. Sarkovich, op. cit., pp.30-32

41) Misha T. Sarkovich, op. cit., p.30

42) NASD Conduct Rule 2360, NASD Manual (CCH) (2000)

43) NASD Conduct Rule 3110 (c) (4) : NASD Conduct Rule 2360 (f), NASD Manual (CCH) (2000)

44) NASD Conduct Rule 2360 (e), NASD Manual (CCH) (2000)

45) NASD Conduct Rule 2360 (a), NASD Manual (CCH) (2000)

목적으로 하여 구조를 이용할 의지가 없다고 하는 고객으로부터의 서면에 의한 합의에 의거하는 것은 인정되지 않는다. 특히, 데이 트레이딩을 목적으로 하여 구조를 이용할 의지가 없다고 하는 서면에 고객이 서명하고 있는 경우에도, 그 고객이 데이 트레이딩 활동을 위해 구조를 이용하고 있는 것을, 후에 회사가 발견했다라면, 실무상 가능한 범위에서 신속하게, 회사는 NASD Conduct Rule 2360 (a) (1)에서 규정하고 있는 고객 구조의 승인을 하지 않으면 안되고, 이 승인은 여하한 경우에도 발견된 날(發見日)보다 10일을 초과해서는 안 된다.⁴⁶⁾

데이 트레이딩 투자기법을 위해 구조를 이용하는 것을 승인하고 있는 회사는 데이 트레이딩 투자기법이 그 고객에게 「적절한(appropriate)」 것이라고 믿을 만한 합리적인 근거를 가지지 않으면 안되며, 그 결정을 하기 위해서는 (1) 고객의 투자목적, (2) 투자 및 거래에 있어서의 경험 및 지식 (예컨대, 거래年數, 거래규모, 거래빈도 및 거래유형 등), (3) 일체의 수입원으로부터 概算된 연간수입, (가족용 주택을 제외하고) 概算된 순자산 및 (현금, 유가증권, 기타 등을) 概算한 유동성 순자산을 포함한 자산상황, (4) 납세상황, (5) 고용상황 (고용주의 성명, 자영업 또는 퇴직 등), (6) 혼인관계 및 부양가족의 수, 그리고 (7) 연령 등을 포함한 고객에 관한 본질적인 사항에 관하여 확인하기 위해 합리적인 주의를 기울일 것을 의무화하고 있다.⁴⁷⁾ 또한, 회사는 고객구조를 승인한 근거에 관하여 설명할 기록을 작성할 의무가 있고, 회사가 작성하거나 취득한 여하한 기록 또는 서면에 관해서도 NASD Conduct Rule 3110 (a)에 따라 보유하지 않으면 안 된다.⁴⁸⁾

2. 적절성(appropriateness)과 적합성(suitability)과의 관계

여기서 문제되는 것은 적합성(Suitability)에 관한 규정인 NASD Conduct Rule 2310에 있어서의 「적합한(suitable)」이란 문언과 데이 트레이딩에 관한 NASD Conduct Rule 2360(b)의 「적절한(appropriate)」이란 문언의 관계에 관해서 이다.⁴⁹⁾

적합성원칙은 연방증권관계법의 反시기규정 및 자주규제기관(SRO)의 다양한 규칙에 그 근거가 있고, 브로커·딜러가 고객에게 권유한 경우, 그 권유가 당해 고객의 중

46) NASD Conduct Rule 2360 (c), NASD Manual (CCH) (2000)

47) NASD Conduct Rule 2360 (b), NASD Manual (CCH) (2000)

48) NASD Conduct Rule 2360 (d), NASD Manual (CCH) (2000)

49) 양석완, “판례로 본 증권투자권유에 따른 적합성원칙,” 『기업법연구』 제12집, 2003. 3. pp.299 이하 참조

권보유상황, 재무상황 및 투자목적으로부터 판단하여 고객에게 적합하다(suitable)고 믿을 만한 합리적인 근거가 있지 않으면 안 된다고 하고 있다.⁵⁰⁾ 여기서 SEC 조사 스태프(staff)은 고객구좌를 가지는 회사(customer-based corporate entity : brokerage 증권회사)로서의 데이 트레이딩 증권회사가 고객에 대하여 특정한 증권에 관하여 그 매수, 매도 또는 교환을 권유하고 있는가 여부에 주목했다.

조사를 받은 회사의 대부분이 자사는 디스카운트 브로커(discount broker : 할인증권회사)⁵¹⁾이고, 「권유(recommendations)」는 행하지 않고 있으며, 고객으로부터 일방적으로 위탁된 주문을 받아 집행할 뿐이라고 하여, 고객의 여하한 거래에 관하여도 그 적합성을 판단할 의무는 전혀 없는 것으로 생각하고 있다. 실제로, 데이 트레이딩 증권회사가 특정한 증권을 권유하고 있던 것을 나타내는 사실은 드러나지 않았다.

NASD Conduct Rule 2310은 「고객에 대하여 증권(any security)의 매수, 매도 또는 교환을 권유하는 경우에도, 회원회사는 당해 고객이 달리 보유하는 증권 그리고 그 고객의 재무상황 및 재무상의 뉴스에 관하여 당해 고객에 의해 개시된 사실이 있는 경우에는 그 사실에 기하여 당해 권유가 그 고객에게 적합하다고 믿을만한 합리적인 근거를 가지고 있지 않으면 안 된다.」고 규정하고 있다. 요컨대, 여기서 대상으로 되는 것은 「{특정한} 증권(any security)」의 권유이다. 데이 트레이딩 증권회사에 대한 SEC의 조사에 있어서도 특정한 증권에 관한 권유의 유무가 문제로 되었지만, 데이 트레이딩 증권회사는 고객으로부터 기탁된 주문의 집행을 행할 뿐, 특정한 증권에 관한 권유를 나타내는 사실은 찾아볼 수 없었다.

이와 같이, 종래의 적합성원칙에 관한 규정인 NASD Conduct Rule 2310에서는 그 규정 문언을 그대로 해석하는 한, 데이 트레이딩이라고 하는 일종의 (증권) 거래수단을 적용대상으로 하는 것은 곤란하기 때문에,⁵²⁾ NASD Conduct Rule 2360 (b)를 새로 규정한 것이라고 사료되지만, 그 기본적 정신은 공통하다고 보아도 좋을 것이다. 또한, NASD의 행위규칙에서는 달리 옵션(option) 등에 대해서도 적합성(suitability)에

50) NASD Conduct Rule 2310 (a), NASD Manual (CCH) (2000) : NYSE Rule 405 (1), 2 NYSE Guide (CCH) ¶2405, at 3696 (Oct. 1998)

51) 온라인거래는 증권회사에게는 자동화로 인한 비용절감을, 또한 고객에게는 거래비용의 인하를 가능하게 한다. 이러한 거래방식을 개설했던 증권회사를 Discount Broker(할인증권회사)라고 한다. 이 거래방식은 증권회사의 전용회선을 이용하여 매매주문을 처리하는 홈트레이딩(Home-Trading)에서 출발한 것으로서 가장 보편화된 거래체계가 되고 있다. - 이영성, 전계논문, p.191

52) 다만, 적합성원칙은 증거금 거래나 데이 트레이딩(투자기법) 등에도 적용 가능하다고 하는 입장도 있고, NASAA도 그 데이 트레이딩에 관한 보고서 가운데서 그와 같은 입장을 채택하고 있다. - North American Securities Administrators Association (NASAA), Day Trading Project Group Report : Findings and Recommendations (Aug. 9, 1999), at 15-22.

관한 규정⁵³⁾을 별개로 두고 있지만, 이들의 규정에 대하여도 NASD Conduct Rule 2360 (b)와 같이, 적합성의 내용을 보다 명확하게 확인시키기 위하여 규정한 것이라고 고찰할 수 있다. 다만, 이러한 규정이 공통으로 기본적 정신을 가진다고 하더라도, 각 규정에서 사용되는 문언이 약간 차이가 있다는 점을 다음과 같이 지적하고 싶다.

먼저, NASD Conduct Rule 2310 및 (옵션의 적합성에 관한) NASD Conduct Rule 2860 (b) (19)는 「권유한다(recommend)」는 문언을 사용하고 있는 데 대하여, (데이 트레이딩에 관한) NASD Conduct Rule 2360에서는 「장려 선전한다(promoting)」고 하는 문언이 사용되고 있다. 후자는 광고에 있어서의 「장려 선전한다(promoting)」는 것도 포함되는 등 개개의 고객을 상정하고 있는 「권유(recommend)」보다도 일반대중을 상정하고 있는 광고의 개념이라고 풀이된다.⁵⁴⁾

다시 말하면, NASD Conduct Rule 2360에 규정된 「데이 트레이딩 투자기법을 장려 선전하는(promoting a day-trading strategy)」이라고 하는 문언에 관하여 명확한 정의는 없지만, 이하에서 열거하는 경우에 있어서는, 증권회사는 그 고객에게 데이 트레이딩 투자기법을 「장려 선전하는(promoting)」 것으로 풀이된다. 즉 데이 트레이딩 활동 또는 데이 트레이딩 투자기법에 관하여 광고, 훈련 세미나 또는 직접출장 프로그램을 통하여 적극적으로 장려 선전한 경우, 또한 증권회사의 광고가 데이 트레이딩, 속사포 거래(rapid-fire trading) 또는 탄력거래(momentum trading)의 장점에 초점을 맞춘 것으로, 그 광고가 프로의 트레이더 처럼 거래하여 이익을 올리는 것을 포착하고 있는 경우 등인데, 제3자를 통하여 회사의 데이 트레이딩 서비스를 장려 선전하는 경우도 또한 같다. 특히, 고객의 대부분이 데이 트레이딩 투자기법을 채택하고 있다고 하는 사실은 그 증권회사가 데이 트레이딩 투자기법을 장려 선전하고 있는가 여부를 결정함에 있어 관계하게 된다. 또한, 증권회사는 그 광고의 내용이 NASD Conduct Rule 2360에 규정된 소정의 활동에 해당하는가 여부에 관하여 NASDR의 광고국에 심사와 지도를 받기 위해 그 광고를 제출할 수 있다.

또한, NASD Conduct Rule 2360 및 Conduct Rule 2361은 증권회사의 일반적인 장려 선전활동 또는 증권회사가 스폰서(sponsor)로 되는 장려 선전활동에만 적용되고, 오로지 이하에서 열거하는 행위를 하는 것만으로는 이들 규칙이 규정하고 있는 데이 트레이딩 투자기법의 장려 선전에는 해당되지 않는다는 것을 명확히 하고 있다.⁵⁵⁾ 즉 이는, (1) 多重的 거래에 기하여 효율적인 집행 서비스 또는 낮은 금액의 집행비용을 장

53) NASD Conduct Rule 2860 (b) (19), NASD Manual (CCH) (2000)

54) 村上 誠, 前掲論文(四), p.358

55) NASD Conduct Rule 2360 (g), NASD Manual (CCH) (2000)

려하는 것, (2) 일반적인 투자에 관한 조사정보를 제공하거나, 또는 이와 같은 일반적인 조사정보의 질이 높고 즉석에서 취득가능한 것에 관하여 광고하는 것, 또는 (3) 일반적인 금융정보 또는 뉴스를 제공하는 웹사이트(website)를 가지는 것, 또한 동일한 유가증권에 관하여 日中에 매수 및 매도의 多重的인 주문발주를 인정하는 웹사이트(website)를 가지는 것 등이다.

그러나, 회사가 이러한 데이 트레이딩에 관한 규칙(NASD Conduct Rule 2360 및 2361)의 적용을 피하기 위하여 행하는 개인을 통한 데이 트레이딩의 장려 선전은 허용되지 않는다. 특히, 회사의 사장 또는 이사나 사내의 브로커가 고객에 대하여 데이 트레이딩을 권유하고 있는데 관하여 인식하고 있는 경우, 그 증권회사는 데이 트레이딩을 장려 선전하고 있는 것으로 본다.

또한, NASAA의 견해에 따르면, NASD Conduct Rule 2360의 제정 이전에 있어서도 적합성에 관한 규칙인 NASD Conduct Rule 2310 (a)는 데이 트레이딩(투자기법)의 권유에 적용 가능하다고 하고 있다.⁵⁶⁾

다음으로, 고객 속성의 취급과 관련하여, NASD Conduct Rule 2310은 「...(고객의 속성에 관하여) 당해 고객에 의해 개시된 사실이 있는 경우에는...」이라고 하는 수동적인 규정방법을 채택하고 있는 데 대하여, (옵션 구좌의 승인절차에 관한) NASD Conduct Rule 2860(b) (16) (B) 및 NASD Conduct Rule 2360에서는 「...(고객의 속성에 관하여) 그 본질적 사항을 확인하기 위하여 합리적인 (적절한) 주의⁵⁷⁾를 기울일 의무가 있다...」고 규정되고 있다. 이는 옵션이나 데이 트레이딩 등 위험(risk)이 높은 투자에 관하여 특별한 주의의무를 브로커·딜러에게 부과한 것으로 풀이된다.

그렇다면, 구체적으로 데이 트레이딩에 적용되는 적절성(또는 적합성)이란 어떠한 것인가.

데이 트레이딩이란 거래시간 중 항상 주가의 변동을 감시하고, 주문을 집행하는 거래수단이므로, 일상사와 양립하는 것은 사실상 불가능하다. 요컨대, 특정한 수입이 없는 한 생활을 유지할 수 없는 자에게는 데이 트레이딩이란 생활자금을 얻기 위한 「일」이 될 수밖에 없고, 따라서 이 경우 데이 트레이딩에 적절성을 가지는 자란 생활자금을 조달할 만큼의 이익을 데이 트레이딩으로부터 올릴 수 있는 정도의 투자자. 단적으

56) North American Securities Administrators Association (NASAA), Day Trading Project Group Report : Findings and Recommendations (Aug. 9, 1999), at 15-21

57) NASD Conduct Rule 2360에서는 「...reasonable diligence to ascertain...」이라고 규정되고 있는데 대하여, NASD Conduct Rule 2860(b) (16) (B)에서는 「...due diligence to ascertain...」이라고 규정되고 있다. - NASD Conduct Rule 2860(b) (16) (B), NASD Manual (CCH) (2000)

로 말한다면 증권회사의 자기매매 부문의 딜러 경험자에 해당된다.

즉 전형적으로는 데이 트레이더란 데이 트레이딩을 생업으로 하는 자이므로, 데이 트레이딩이란 개인투자자의 「專門化(professional)」를 나타내는 현상이다. 따라서, 딜러 경험자 이외의 일반투자자가 데이 트레이딩에 적절성을 가진다고 보기는 어려우며, 단지 주식투자경험이 장기간인 것만으로 그 적절성을 구비한다고는 할 수 없다.

V. 데이 트레이딩에 관한 위험(risk)의 개시

1. 위험개시에 관한 리스트

데이 트레이딩의 위험(risk)을 완전히 이해하지 못한 채, 데이 트레이딩에 의해 용이하게 이익을 얻을 수 있을 것으로 유혹을 받은 개인이 잠재적으로 존재하는 데 SEC는 우려를 하고 있다.⁵⁸⁾ 데이 트레이딩 위험(risk)개시에 관한 규칙인 NASD Conduct Rule 2361⁵⁹⁾이 제정되기 이전에는 데이 트레이딩 증권회사에 대하여 데이 트레이딩의 위험(risk) 개시를 명확히 의무화하는 규정은 없었지만, 그와 같은 상황하에서도 각 증권규제기관은 되풀이하여 데이 트레이딩 증권회사에 대하여 위험(risk) 정보를 잠재적인 고객에게 제공하도록 촉구하고, 데이 트레이더에게는 그 위험(risk)을 인식하도록 촉구해 왔다. SEC도 그 웹사이트(web site)에서 데이 트레이딩을 시작하기 전에 검토해야 할 사항 및 경고에 관하여 다음과 같은 리스트를 공표하고 있다.⁶⁰⁾

“Day Trading : Your Dollars at Risk”

- 심대한 금전적인 손실을 당할 각오가 돼 있다는 것.
- 데이 트레이더는 「투자」를 하고 있는 것은 아니라는 것.
- 데이 트레이딩은 극도로 긴장이 요구되는 풀타임(full time) 업무이고, 특히 고도의 업무라는 것.
- 데이 트레이더는 자금의 차입 또는 증거금 거래에 의한 주식의 매수에 강하게 의존하고 있다는 것.
- 용이하게 이익을 올릴 수 있다고 하는 주장을 믿지 말아야 한다는 것.
- 데이 트레이더에게 제공되는 투자정보지(news letter) 및 웹사이트의 「최신 정보

58) <http://www.sec.gov/news/testimony/testarchive/1999/tsty2199.htm>.

59) NASD Manual (CCH) (2000)

60) SEC. “Day Trading : Your Dollars at Risk.” <http://www.sec.gov/investor/pubs/daytips.htm>.

(hot tips)」 및 「전문가의 어드바이스(expert advice)」에는 주의를 한다는 것.

· 데이 트레이딩에 관한 「교육적인, 세미나, 강습 및 서적은 객관적인 내용이 아닐 가능성이 있음을 인식하는 것.

· 州的 증권규제기관에 등록된 데이 트레이딩 증권회사를 조사하는 것.

2. 위험개시에 관한 규칙

데이 트레이딩 위험(risk)개시에 관한 규칙인 NASD Conduct Rule 2361⁶¹⁾은 데이 트레이딩 투자기법(day-trading strategy)⁶²⁾을 장려하는(promoting)⁶³⁾ 증권회사에 대하여 기관투자자가 아닌 고객(non-institutional customer)⁶⁴⁾에 대한 위험(risk)개시서류를 그 구좌개설 전에 제공하도록 의무화하고 있다.⁶⁵⁾ 위험(risk)개시서류의 제공은 구좌개설 전에 우편 또는 전자적 수단에 의해 각 고객에게 개별적으로 이루어져야 한다. 그리하여 데이 트레이딩 증권회사가 그 웹사이트에서의 정보제공만으로 모든 고객에게 개시서류가 제공되었다고 주장하지는 못하도록 하고 있다. 또한, 위험(risk)개시서류에 대한 고객의 서명은 의무화되고 있지 않다.

NASD Conduct Rule 2361이 규정하는 개시서류는 고객이 데이 트레이딩을 시작하

61) NASD Conduct Rule 2361 및 (동일한 데이 트레이딩에 관한 규칙인) Conduct Rule 2360이 SEC의 승인을 받아 발효한 것은 2000년 10월 16일이고, 본 건 SEC 조사보고서가 공표된 2000년 2월 25일의 시점에서는 양 규칙도 제안규칙의 단계였다.(NASD Conduct Rule 2360 및 Conduct Rule 2361의 제정에 관해서는 NASD 회원회사에 대한 통지서(NASD Notices to Members 00-62)에 있다). 또한, 데이 트레이딩 구좌의 승인절차에 관한 규칙인 NASD Conduct Rule 2360에 대하여는 '적절성(appropriateness)'과 관련하여 전술했다.

62) 데이 트레이딩 투자기법(day-trading strategy)이란 동일한 유가증권 또는 복수의 유가증권에 있어서 매수 및 매도의 양 거래를 성립시키기 위하여 고객이 日中매매거래 주문(intra-day orders)을 정식으로 회송하는 것을 특징으로 하는 거래전략 전반을 뜻한다고 정의되고 있다.- NASD Conduct Rule 2360 (e), NASD Manual (CCH) (2000)

63) 어떠한 경우에 「장려하는(promoting)」 것이라고 할 수 있는가는 전술한 '적절성(appropriateness)'과 관련된 부분 참조

64) 기관투자자 아닌 고객(non-institutional customer)이란 NASD Conduct Rule 3110 (C) (4)에 있어서의 「기관투자자 구좌(institutional account)」로서 인정되지 않는 고객을 뜻한다.- NASD Conduct Rule 2360 (f), NASD Manual (CCH) (2000). 또한, Conduct Rule 3110 (c) (4)에 있어서 「기관투자자 구좌」란 (1) 은행, 저축, 대여조합, 보험회사 또는 등록 투자신탁회사, (2) 연방투자고문법 제203조에 기하여 SEC에 등록되고 있는 투자고문, 혹은 州的 증권위원회 (또는 동일한 역할을 수행하는 州증권당국 또는 州증권국)에 등록되고 있는 투자고문, 혹은 (3) 합계로 적어도 5,000만 달러의 자산을 가진 다른 주체(자연인, 회사, partnership, 신탁 등)가 가진 구좌를 뜻한다고 정의되고 있다.

65) NASD Conduct Rule 3111(a), NASD Manual (CCH) (2000)

기 전에 고려해야 하는데, 이하 7항목으로 구성된다.

(1) 데이 트레이딩은 매우 위험(risk)이 도사린 거래일 수 있다고 하는 것.

일반적으로 데이 트레이딩은 자산, 투자경험 또는 거래경험이 결여된 자, 특히 허용될 수 있는 위험이 적은 자에게는 적절한 거래가 아니다. 데이 트레이더는 데이 트레이딩을 위해 사용하는 자금 전부를 상실할 각오를 해야 한다. 특히, 데이 트레이딩 활동을 위해 퇴직예탁금, 학자금대출(loan), 2번 저장, 비상시를 위한 비축금, 교육 또는 가옥 구입 등을 목적으로 한 자금, 그리고 생활비로서 필요한 자금을 충당해서는 안 된다. 또한, 50,000 달러 이하의 투자에서는 데이 트레이더가 이익을 얻을 능력은 현저하게 감소된다는 조사결과도 있다. 더욱이 50,000 달러 또는 그 이상의 투자가 성공을 보증하는 것도 아니다.

(2) 데이 트레이딩으로 다액의 이익을 얻을 수 있다고 하는 주장에 주의를 기울이는 것.

데이 트레이딩으로 다액의 이익을 얻을 수 있는 가능성을 강조하는 광고 및 기타 설명에는 경계해야 한다. 데이 트레이딩은 다액의 금전적 손실을 즉각 발생시킬 가능성도 있다.

(3) 데이 트레이딩에는 증권시장에 관한 지식이 요구된다는 것.

데이 트레이딩에는 증권시장, 거래수단 및 거래기법에 관한 깊은 지식이 요구된다. 데이 트레이딩을 통하여 이익을 얻으려고 한다면, 증권회사에 고용되어 자격을 가진 프로 트레이더와 경쟁하지 않으면 안 된다. 데이 트레이딩을 시작하기 전에 적절한 경험을 쌓아야 한다.

(4) 데이 트레이딩에는 증권회사의 운영에 관한 지식도 요구된다는 것.

데이 트레이더는 증권회사의 주문집행 시스템 및 주문집행절차의 운영을 포함한 증권회사의 업무에 정통해야 한다. 시장의 상황에 따라서는 적정가격으로 신속하게 포지션(position)을 현금화하기가 곤란하거나 불가능할 수가 있다. 이는 주식상장이 급락하는 경우, 또는 새로운 뉴스나 이상한 거래활동으로 인해 거래정지된 경우 등에 발생할 수 있다. 주가가 변동한다면 그만큼 거래집행시에 문제가 발생할 가능성도 크다. 통상의 시장위험(risk)과 더불어 시스템상의 不備에 의해 손실을 입을 가능성도 있다.

(5) 1거래당 비용이 저렴하더라도 데이 트레이딩은 다액의 수수료를 발생시키는 거래기법이라는 것.

데이 트레이딩은 빈번한 거래를 수반하므로, 통상 데이 트레이더는 각 거래에 관해 수수료를 지급하게 된다. 거래에 대해 지급할 매일 매일의 수수료 합계는 손실을 증대시키든가 이익을 현저하게 줄이게 된다. 예컨대, 1거래당 16달러의 비용으로 1일 평균 29회의 거래를 상정한다면, 투자자는 거래비용을 충당하기 위해 연간 111,360달러의 이

익을 올릴 필요가 있는 셈이다.

(6) 증거금거래 또는 공매를 이용한 데이 트레이딩은 당초의 투자액 이상의 손실을 발생시킬 수 있다는 것.

데이 트레이딩 증권회사 또는 다른 자로부터의 차입금으로 데이 트레이딩을 하는 경우, 당장 필요한 자금 이상의 손실을 입을 가능성이 있다. 구입한 증권의 가격이 하락하는 경우, 구좌에 있는 당해 증권 또는 다른 증권의 강제매각을 피하기 위하여 증권 회사에 대한 추가자금의 제공을 의무화할 수 있다. 또한, 데이 트레이딩 투자기법의 하나로써 공매를 행하는 경우, 쇼트 포지션(short position)을 충당하기 위하여⁶⁶⁾ 매우 높은 가격으로 주식을 매수하지 않으면 안 될 가능성이 있기 때문에 막대한 손실을 발생시킬 수 있다.

(7) 등록해야 할 의무가 주어질 가능성이 있다는 것.

타인을 위해 투자 조언을 제공하는 자 또는 증권구좌를 관리하는 자는 연방투자고문법상의 「투자고문」, 또는 연방증권거래소법상의 「브로커(broker)」나 「딜러(dealer)」⁶⁷⁾로서 등록할 필요가 있을 수 있다. 이러한 요건은 州등록 요건에도 해당할 수 있다.

또한, 데이 트레이딩 투자기법을 장려하는 회사에 있어서 작성되는 문서가 NASD Conduct Rule 2361에 규정된 개시서류와 실질적으로 동일한 것으로서, 특히 NASD Regulation, Inc. (NASDR)⁶⁸⁾의 광고국에 제출하여 그 승인을 받은 경우에는 이로써 족하다.

그리고, 데이 트레이딩 증권회사의 업계단체인 전자 트레이더 협회(ETA)도 잠재적인 고객에 대하여 데이 트레이딩에 관계되는 위험(risk)을 알도록 하기 위하여 “Model Risk Disclosure Statement”⁶⁹⁾를 채택하고 있다. 이 서류는 그 모두에서 「전자적 데이 트레이딩의 손실위험(risk)은 상당한 것일 수 있다. 따라서 이러한 거래가 자신의 경제적 상황 및 재원에 비추어 보아 적합한 것인가 주의깊이 고려해야 한다. 거래를 할 것인가 아닌가를 고려함에 있어서 다음(이하에서 열거)과 같은 점에 관하여 알고 있어야 한다.」라고 한 다음, 서류의 최후에는 「이 위험(risk)개시서류를 받고 그 내용을 이해

66) 증권의 청산거래에서 受渡기일 전에 반대매매 등으로 거래관계를 완료하는 것. 즉 공매(空賣)한 주식을 환매하는 것.

67) Susan Rogers Finnan. “Investment Advisory Regulatory Muddy Waters : Registration and Control Issues are confused with Issues of Disclosure and Anti-fraud.” 19 Camp. L. Rev. 349. 362 (1997) 참조

68) 전미증권업협회(NASD)의 자회사로서, NASDAQ 점두시장의 자주규제를 전문으로 한다.

69) ETA. “Model Risk Disclosure Statement”. Statement of Electronic Traders Association. Hearing Before the Senate Permanent Subcommittee on Investigations Committee on Governmental Affairs. *Day Trading : An Overview* (Sept. 16. 1999). S. Hrg.106-285

했다는」 취지의 서명을 요구하고 있다.

(1) 전자적 데이 트레이딩으로 성공을 하는 데는 기술 및 훈련과 아울러 자본시장에 관한 경험 및 지식이 불가결하다.

(2) 각 거래당 수수료가 발생하고 대규모 거래에 대한 일일 수수료 총계가 총이익을 초과하는 경우가 있을 수 있다.

(3) 데이 트레이딩 초심자는 위험(risk)低減을 위해 거래수를 제한해야 한다.

(4) 손실이 당초 자금을 초과할 가능성이 있다.

(5) 「stop limit 주문」 등 불확정적인 주문은 반드시 손실을 제한하지는 아니한다.

(6) 일정한 시장환경에 있어서는 합리적인 가격으로 즉석에서 포지션(position)을 현금화하는 것이 곤란하거나 불가능하게 될 가능성이 있다.

(7) 시장위험(risk)과 아울러 시스템상의 결함 때문에 손실을 입을 가능성이 있다.

(8) 구좌에 있어서 증거금거래 또는 차입금투기(leverage)를 이용하는 것은 자신의 이익으로 연결됨과 동시에 자신의 이익에 반하는 방향으로 움직일 수도 있다.

(9) safe guard 자금 또는 자신의 구좌에 예입된 재산에 대한 보호조치의 성질에 관하여 자신이 이용하는 브로커(broker)에게 정보를 요구해야 한다.

3. 설명의무와의 비교

전술한 바와 같이 미국뿐만 아니라 독일에 있어서도 데이 트레이딩이 새로운 투자유형으로 관심을 모으고 있고, 「데이 트레이딩 센터(Daytrading-Center)」로 일컬어지는 개인투자자를 위한 거래시설이 개설되고 있다. 이러한 독일 국내의 움직임을 감안하여 독일연방증권거래감독청((das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel : 이하 BAWe라 한다)은 증권서비스회사의 행위규칙에 관한 가이드라인⁷⁰⁾을 개정하고, 데이 트레이딩에 관한 설명의무를 새로이 추가했다. 이에 따르면, 고객이 충분한 지식과 경험을 가지고 있는 경우에는 고객에 대한 데이 트레이딩⁷¹⁾을 가능하도록 하는 증권서

70) 증권거래법(WpHG) 제35조 제6항에 기한 독일연방증권거래감독청(BAWe)은 증권거래법 제31조에서부터 제33조에 관한 가이드라인(Richtlinien)을 작성할 권한이 있다. 또한, 이 가이드라인은 실질적인 의미에 있어서는 법률이 아니라 단지 행정상의 가이드라인에 지나지 않으므로, 법원은 가이드라인에 구속되지 않는다. 다만, 재판실무에 있어서는 BAWe의 가이드라인은 판결근거로 활용되기도 한다.- Koller, in Assmann/Uwe H. Schneider, *Wertpapierhandelsgesetz*, S.822 : 村上 誠, 前掲論文(二), p.240

71) 「동일한 증권, 단기금융시장상품 또는 파생금융상품(derivative)에 있어서의 동일한 날짜 내의 매매」라고 정의되고 있다.

비스회사(Wertpapierdienstleistungsunternehmen)⁷²⁾는 취득한 고객 데이터를 고려한 후 데이 트레이딩에 특유한 위험(risk)에 관하여 적어도 주문을 받기 전에 고객에 대하여 설명하지 않으면 안 된다. 그리하여 증권서비스회사가 특히 설명하지 않으면 안되는 사항으로서 다음 7가지 점을 들고 있다.

- a) 데이 트레이딩은 고객에 대하여 막바로 손실을 초래하게 할 수 있다는 것.
- b) 고객은 경우에 따라 그의 모든 자금을 상실할 수도 있다는 것.
- c) 고객이 선물거래를 행하여 예약된 보증금을 초과하는 손실을 입은 경우, 고객은 재차 자금을 조달하지 않으면 안 된다는 것.
- d) 신용공여를 받아 데이 트레이딩을 행하는 경우, 그 결과 여하에 관계없이 원칙적으로 고객에게는 그 공여된 신용을 갚을 의무가 있다는 것.
- e) 고객이 데이 트레이딩에 의해 이익을 얻으려고 하는 시도는 전문적으로 자금량도 풍부한 시장참가자와 경쟁하게 되는 셈이라는 것.
- f) 증권시장, 증권거래의 수단, 증권거래의 기법 및 파생(derivative)금융상품에 관한 고객의 깊은 지식이 데이 트레이딩에는 필요로 한다는 것.
- g) 거래시설에 있어서의 다른 투자자와의 공간적인 근접성이 자신의 행위에 영향을 줄 수 있다는 것.

또한, 이 가이드라인 가운데는 「데이 트레이딩 센터(Daytrading-Center)」로 일컬어지는 개인투자자를 위한 거래시설을 고려한 규정이 추가되어, 증권서비스회사는 보조설비(Hilfsmitteln)의 이용 및 경우에 따라서는 거래시설의 이용에 관하여 여하한 조건하에서 그 이용개시, 이용계속 또는 이용의 종료로 될 수 있는가, 그리하여 그 때마다 고객에게 얼마의 비용이 발생하는가에 관하여 고객에게 설명하지 않으면 안 된다고 하고 있다.⁷³⁾

특히 BAWe는 보충적 권고(Ergänzende Empfehlungen)⁷⁴⁾로서, 데이 트레이딩에 관하여 다음과 같이 권고를 하고 있다. 즉 증권서비스회사는 그 고객이 의도한 거래에

72) 증권거래법(WpHG) 제2조 제4항에 있어서 「이 법률에서 말하는 증권서비스회사(Wertpapierdienstleistungsunternehmen)란 신용기관(kreditinstitute), 금융서비스회사(Finanzdienstleistungsinstitute) 및 신용제도에 관한 법률 제53조 제1항 제1단에 기하여 활동하고 있는 회사이고, 영업으로서, 또는 상인적으로 설비된 영업을 필요로 하는 범위에서, 증권서비스(Wertpapierdienstleistungen) 만을 제공하던가, 아니면 증권附帶서비스(Wertpapiernebendienstleistungen)와 아울러 증권서비스를 제공하는 데 있다.」

73) 양석완, "금융기관의 금융상품설명 의무 및 투자권유의 적합성에 관한 연구," 『비교법학연구』 창간호(2002. 12), pp.161 이하 참조

74) BAWe, Schreiben vom 20. Juni 2001, <http://www.bawe.de/schr010620.htm>. 또한, 이 권고(Empfehlungen)는 증권거래법(WpHG) 제36조에 기한 감사의 대상은 아니다.

비추어 보아, 명확한 기준에 따라 데이 트레이딩에 적합한 '자금의 한도'(위험자본)를 확정하고, 특히 고객 데이터에 기하여 그 고객이 데이 트레이딩을 행하기 위한 충분한 경험 또는 지식을 가지고 있는지 여부를 확인해야 한다. 아울러, 데이 트레이딩으로 인하여 발생하는 비용 및 손실에 관하여 계속하여 통지해야 하고, 그 통지는 적어도 매 월말 또는 그 정도의 시기에 이루어져야 한다. 특히 보고대상이 되는 기간 내에 발생한 손실은 어떠한 부분이 데이 트레이딩의 비용에만 기인하는 것인가를 고객이 인식할 수 있도록 구분해야 한다.

Ⅵ. 결 론

이와 같이, 데이 트레이더의 대부분은 가능성이 희박한 매매를 행하고 있다고 할 수 있다. 오히려 이러한 막대한 노력을 일 중 거래보다는 장기적인 거래기법에 투자한다면 더 좋은 결과를 얻을 수도 있을 것이다.

물론 데이 트레이딩 기법이 반드시 수익을 낼 수 없다는 것은 아니다. 다만, 극히 제한된 극소수의 거래자들만이 이 거래기법을 통해서 수익을 실현할 수 있을 것으로 보인다. 데이 트레이더는 상대적으로 적은 시장가격의 변동폭에서 가능한 한 성공적인 거래를 위해서는 우선 일정한 변동성이 있는 시장을 선택해야 하며, 다음으로 거래자가 자신의 승률을 최대한 끌어 올려 하루 중 아주 적은 금액의 수익이라도 누적적으로 쌓아야 한다. 데이 트레이딩은 당일 가격 변동폭이라는 상대적으로 적은 가격 변동폭을 이용해 적은 수익의 누적으로 큰 수익을 만드는 전략을 가져야 한다.

요컨대, 주관적 거래기법의 대명사인 데이 트레이딩 거래기법이 과연 거래기법으로써 얼마나 효용성이 있는지, 이를 통해 수익을 내는 것이 얼마나 한계를 가지고 있는지를 살펴봄으로써 이러한 분석을 통해 데이 트레이딩 규제가 왜 필요한가를 알 수 있을 것이다.

더욱이, DAT가 가장 그 우위성을 발휘하는 것은 명백하게 데이 트레이딩이므로, 기술면 뿐만 아니라 제도면에서 DAT의 실현을 추진하는 것은 일반투자자에 의한 데이 트레이딩을 추진하는 것에 다름 아니다. 이 경우 데이 트레이더가 자택의 개인 컴퓨터에 전용 소프트웨어를 설치(install)하여 이용하게 되지만, 자택에서부터 데이 트레이딩 증권회사의 서버에 대한 접근(access)은 인터넷을 통하여 이루어지기 때문에, on-line 증권거래로 오해받을 수도 있지만, 데이 트레이딩 증권회사의 서버에서부터는 전용회선이나 위성회선을 통하여 NASDAQ의 메인 프레임에 직접 접근(access)할 수가 있으

므로 on-line 증권거래가 아니라 direct access trading (DAT)이다.

미국에서 데이 트레이딩이 직면하고 있는 수익면에서의 엄밀한 현실, 그리고 데이 트레이딩 증권회사에 의한 다양한 증권법 위반 및 규칙 위반의 발생을 고려한다면, 국내에 있어서는 증권정책적 관점에서 일반투자자에 의한 DAT의 실현, 더 나아가 본격적인 데이 트레이딩의 실현을 추진하는 문제를 검토하는 데 있어서의 이론상의 의의는 매우 높다고 사료된다.