

파생상품시장의 규제 이슈에 대한 고찰

연구위원 남길남*

국내파생상품시장은 최근 도입된 일련의 규제조치 속에 심각한 거래위축을 겪고 있다. 투자자 보호와 과도한 투기적 거래를 억제하기 위해 도입된 규제 중 일부는 중·장기적 관점에서 적정성의 재검토가 필요하다. KOSPI 200 파생상품의 승수는 계약금액과 거래단위를 고려할 때, 적정수준으로 재설정하거나 미니상품의 도입이 논의될 필요가 있다. 또한 파생상품과 ELW 시장의 기본예탁금 제도는 개인투자자에 대한 편의적 진입장벽으로 작동하고 있어 투자자보호의 본질에 맞는 제도 개선이 요구된다. ELW 시장의 LP 호가제한조치의 경우 LP의 도입취지와 앞선 감독조치와의 일관성을 고려하면 보다 합리적 방향으로 전환할 필요가 있다. 국내파생상품시장의 건전한 발전을 위해서는 무엇보다 규제 프로세스를 체계화함으로써 일관된 규율체계를 수립하여야 할 것이다.

I. 들어가는 말

2000년대 이후 급속하게 성장하여 세계적 규모로 커진 국내파생상품시장¹⁾은 최근 급격한 거래 위축으로 어려움을 겪고 있다. 대표적 장내파생상품인 KOSPI 200 옵션의 2014년 1분기 거래대금은 2011년 대비 45.0% 수준에 머물고 있으며, KOSPI 200 선물의 거래대금은 46.7%에 그치고 있다.²⁾ 또한 파생결합증권인 주가연계증권(Equity-linked Warrant, 이하 ELW)의 거래대금도 2010년에 비해서 5.7%에 불과한 실정이다.

파생상품시장 침체의 주요 원인으로는 주식의 변동성이 급격히 하락한 점³⁾과 최근 시행된 일련의 규제라고 할 수 있다. 특히 파생상품시장과 관련된 규제들은 ELW 시장의 과열⁴⁾과 개인

* 본 고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

Tel: 3771-0687, E-mail: namgn@kcmi.re.kr

1) 본고에서는 논의의 편의를 위해 파생상품시장을 장내파생상품시장과 파생결합증권시장을 아우르는 개념으로 사용한다.

2) 옵션의 거래대금은 프리미엄 금액이며 선물의 거래대금은 명목금액을 의미한다.

3) KOSPI 200 옵션시장의 변동성 정보를 기반으로 만들어진 변동성 지수 VKOSPI는 2011년 8월 50포인트에서 2014년 3월 13포인트 내외로 감소함으로써 변동성의 하락이 매우 컸다.

4) 2005년 12월 개설된 ELW 시장은 2009년 7월 일일거래대금이 1조원을 돌파한 이후, 2010년 5월에는 2조원을 상회하고 10월에는 최고점인 2조 7,747억원에 다다르면서 급격한 거래증가를 보였다.

투자자의 파생상품시장 참여 확대⁵⁾에 대한 우려 속에 2011년부터 긴급하게 도입되었다. 그런데 여러 규제들을 단기간에 집중적으로 시행하다 보니 의도하지 않는 부작용과 합리적 관점에 있어서 개선해야 할 부분들이 나타나고 있다.

본고에서는 특히 KOSPI 200 옵션시장과 ELW 시장에 최근 도입된 규제들의 현황과 이슈를 살펴보고자 한다. 또한 국내파생상품시장에 대한 규제 프로세스의 개선방향을 논의하고자 한다.

II. 파생상품시장의 주요 규제 이슈

1. KOSPI 200 옵션시장

가. 최근 규제 현황

KOSPI 200 옵션시장에 취해진 최근 규제는 2011년 5월 “ELW 시장 추가 건전화 방안” 중 장내옵션시장 부분과 2011년 12월 “장내옵션시장, ELW 시장 및 FX마진시장 건전화방안”의 장내옵션시장 부분이 대표적이다.

2011년 5월 규제는 사실 장내파생상품시장보다 ELW 시장을 대상으로 하고 있으나 결과적으로 KOSPI 200 옵션시장에도 큰 영향을 미쳤다. 주요 규제 내용은 ELW 투자 시 기본예탁금 제도를 도입하는 것이었는데, 상품 간 규제의 형평을 유지하기 위해⁶⁾ 옵션매수자에게 기본예탁금 납부 면제 제도인 옵션매수전용계좌제도를 함께 폐지하도록 하였다.

2011년 12월 규제는 5월 규제와 달리 직접적으로 KOSPI 200 옵션시장을 겨냥하였다. 당국은 장내옵션시장의 시장규모가 현물시장에 비해 과도하다고 전제하고 규제를 통해 거래를 의도적으로 위축시키고자 하였다.⁷⁾ 특히 2011년 8월 미국채의 신용등급 하락으로 조성된 시장불안에서 발생한 KOSPI 200 옵션의 투기적 거래를 근거로 당국은 “wag-the-dog” 현상 억제와 개인투자자를 보호하기 위해 KOSPI 200 옵션시장에 세 가지 규제안을 제시하였다.⁸⁾

5) KOSPI 200 선물·옵션시장의 2011년 개인투자자 거래대금 비중은 선물 33.0%, 옵션 33.4%로 선진국 시장에 비해 높은 수준으로 알려져 있다.

6) ELW 투자와 KOSPI 200 옵션의 매입포지션은 모두 옵션 프리미엄 이외의 위험을 투자자가 부담하지 않는다.

7) 당국은 장내옵션시장의 거래량이 세계 1위인데 반하여 현물주식시장의 시가총액은 세계 17위에 불과한 점을 지적하고 있으며, 규제를 통해 “옵션시장의 거래량 및 거래대금이 동시에 감소하여 파생시장의 리스크 감소 및 투기적 거래 감소”를 기대한다고 적시하였다(금융위원회(2011b)).

8) 당국은 추가하락에 대한 기대로 풋옵션 매매가 2.4배, 평균가격이 11배 이상 급등하는 등, 투기성이 부각되었다고 표현

첫째, KOSPI 200 옵션 1계약의 거래 승수를 기존 10만원에서 50만원으로 상향함으로써 시장 규모를 축소하고 개인이 소액으로 시장에 참가하는 것을 제한하고자 하였다. 결과적으로 승수 인상을 통해 옵션시장의 거래를 위축시키고 KOSPI 200 옵션에 집중된 유동성을 다른 시장으로 분산시켜 파생상품시장이 현물시장에 주는 충격이 완화되기를 꾀하였다.

둘째, 개인투자자 중 사전위탁증거금 적용 대상자의 현금예탁비율을 상향하도록 하였다. 개인투자자의 결제안정성을 높이기 위해 선물 주문 시 납부해야 하는 사전위탁증거금의 1/3 이상을 현금으로 내던 것을 1/2 이상으로 상향 조정하였다.

셋째, 개인투자자에게 거래 전 모의실전투자를 통해 충분한 경험을 쌓을 수 있도록 모의 파생거래시스템을 제공하고 교육을 실시하기로 하였다.

2011년 5월과 12월 발표된 규제안들은 KOSPI 200 옵션시장의 구조에 큰 영향을 준 조치들로 특히 소액투자자들이 기본예탁금의 납부 부담 없이 거래를 가능하게 해준 옵션매수전용계좌의 폐지와 옵션 승수의 인상은 시장에 직접적인 효과를 주었다.

나. 옵션매수전용계좌의 폐지

옵션매수전용계좌의 폐지가 의미하는 바를 정확히 이해하기 위해서는 기본예탁금의 도입 취지를 먼저 고찰할 필요가 있다. 기본예탁금은 1996년 KOSPI 200 선물시장이 개설될 때, 위험감내도가 낮은 투자자의 시장접근을 억제하고자 도입된 제도이다.

기본적으로 투자자가 파생상품계좌를 처음 설정하거나 미결제약정이 없는 상황에서 주문을 하는 경우 기본예탁금을 납부하도록 하고 있다.⁹⁾ 다만, 사후위탁증거금을 납부하는 적극기관투자자는 기본예탁금을 면제하고 있어 실제 대부분의 적용대상은 개인투자자라고 할 수 있다.¹⁰⁾ 기본예탁금 제도는 그동안 수차례에 걸쳐서 변경되어오다가¹¹⁾ <표 1>과 같은 3단계로 정리되었으며 현재 KOSPI 200 선물·옵션을 최초로 거래하는 개인투자자는 최소 1,500만원의 기

하였으며, 개인투자자 대부분이 파생상품에 대한 충분한 사전지식이 없이 시장에 참여하고 있고 투기적 거래로 인해 손실을 입고 있다고 판단하고 있다((금융위원회(2011b)).

9) 파생상품시장 업무규정 제127조 제1항

10) 파생상품시장 업무규정 제127조 제3항 제1호

11) 선물옵션 기본예탁금의 최저금액은 초기 3천만원(1996년 5월) → 1천만원(1997년 7월) → 3천만원(1997년 11월) → 1천만원(2000년 3월) → 5백만원 (2001년 2월) → 1천5백만원(2003년 3월) → 3단계 분류(2006년 12월)로 변경되었다. 현재 3단계 분류는 파생상품시장 업무규정 시행세칙 제122조 제1항에 적시되어 있으나, 제2항에서 통화옵션거래, 미니금선물거래 또는 돈육선물거래만을 위해 파생상품계좌를 설정하는 경우는 기본예탁금액을 50만원 이상으로 정할 수 있도록 하고 있다.

본예탁금을 부담해야 한다.

〈표 1〉 파생상품 기본예탁금 3단계 분류

구 분	기본예탁금액	적용대상
1단계	500만원 이상 1,500만원 미만	건전투자자
2단계	1,500만원 이상 3,000만원 미만	일반투자자
3단계	3,000만원 이상	관리대상투자자

자료: KRX

그런데 2006년 12월, 옵션매수만 하는 경우 프리미엄을 납부하여 추가적 위험에 노출되지 않는 것을 감안하여 새로 도입되는 옵션매수전용계좌에 대해서는 기본예탁금을 면제하였다. 당시 증권선물거래소(현 KRX)에서는 옵션매수자는 프리미엄을 증거금으로 미리 납부하여 더 이상의 위험이 없기 때문에 기본예탁금 부담은 과도한 금융기회비용을 발생시키고 있다고 평가하였다. 그리하여 옵션매수전용계좌 도입을 통해 소액투자자의 자산운용 효율성을 높이고 시장을 활성화하고자 함을 밝혔다.¹²⁾

따라서 2011년 5월 규제로 옵션매수전용계좌를 폐지한 것은 별도의 위탁증거금이 필요 없는 옵션매수자에게도 기본예탁금을 부담시키겠다는 의미가 된다. 그런데 2009년 자본시장법이 시행되면서 ‘적합성의 원칙’, ‘적정성의 원칙’ 등의 투자자보호 방안을 마련하고 있는 점을 고려할 때, 기본예탁금을 통해 위험에 대한 인식이 낮은 개인투자자의 진입을 억제하는 것은 부적절한 면이 있다.

오히려 기본예탁금 제도는 일정한 금액을 납부해야만 장내파생상품의 거래가 가능함으로써 중개회사가 투자자를 보호하기 위한 실질적 조치를 취하기보다는 편의적으로 기본예탁금에 의존할 유인을 제공한다. 또한 기본예탁금 제도가 확대됨으로써 소액투자자들이 불법적인 계좌대여 업체¹³⁾의 유혹에 현혹되는 문제가 커질 수 있다. 2010년 7월에서 2011년 10월까지 당국이 수사기관에 이첩한 계좌대여 업체만 해도 194곳에 이르고 있는 실정이며¹⁴⁾ 최근에는 조직폭력배가 연루된 사례도 적발되고 있다.¹⁵⁾

12) 한국거래소(2006)

13) 계좌대여 업체는 기본예탁금을 자신들이 부담하여 계좌를 개설하고 자체적인 주문시스템을 통해 기본예탁금 부담을 회피하려는 투자자에게 가상의 매매서비스를 제공하는 것으로 불법 금융투자업자이다.

14) 금융감독원, 불법 금융투자업체 점검 및 투자자 유의사항, 보도자료, 2011 (11.8).

15) 홍인기(2014)

결과적으로 옵션매수전용계좌의 폐지는 투자자보호의 관점에서 적절한 방향으로 보기 어렵다. 기본예탁금 제도는 점차적으로 실질적 투자자보호 방안으로 대체하여 폐지하는 것이 합리적이다. 투자자가 파생상품계좌를 개설하려는 경우 금융투자업자는 투자의 목적을 살피고 적합성과 적정성을 보다 면밀하게 검토함으로써 위험감내도가 낮은 개인투자자의 진입을 억제하도록 하는 게 바람직한 방향이다.¹⁶⁾

다. 옵션 승수의 인상

두 번째로 KOSPI 200 옵션시장에서 쟁점이 되는 규제는 옵션의 승수 인상이다. 사실 대표적인 파생상품인 주가지수 파생상품의 승수를 조정하는 사례는 세계적으로 많지 않다.

국제적으로 알려진 사례로는 1993년 호주선물거래소(Sydney Futures Exchange, SFE)에서 SPI 주가지수 선물의 승수를 1/4로 인하한 적이 있으며, 1997년 미국 CME는 S&P 500 선물의 승수를 500달러에서 250달러로 인하한 적이 있다. 1998년에는 영국 LIFFE에서 FTSE-100 선물의 승수를 2/5로 인하하였고, 2012년 KRX가 KOSPI 200 옵션의 승수를 5배 인상한 정도이다.

4건의 사례 중에서 최근 KRX의 승수 인상을 제외하면 나머지는 승수를 인하한 사례이다.¹⁷⁾ 3건의 승수 인하는 모두 거래단위를 낮춤으로써 거래량의 증가를 피하고자 한 것으로 실제 거래량이 증가한 것으로 분석되고 있다.¹⁸⁾ KOSPI 200 옵션 승수 인상의 목적처럼 파생상품 시장의 거래량 및 거래대금을 동시에 감소시켜 투기적 거래를 억제하겠다는 목적의 승수 인상 사례는 외국에서 찾아 볼 수 없었다.

더욱이 국제적으로는 주가지수 파생상품의 기초자산이 되는 주가지수가 점점 상승하면서 계약 금액이 증가하자 승수를 획기적으로 낮춘 별도의 미니상품을 출시하고 있는 추세이다. 미국에서는 1999년 승수를 1/5로 낮춘 E-mini NASDAQ 100 선물과 E-mini S&P 500 선물을 출시하였으며 일본에서도 2006년 승수를 1/10로 낮춘 Nikkei 225 mini 선물을 상장하였다.

KOSPI 200 선물도 260 포인트 수준에 이르면서 1계약 금액이 1억 3천만원에 이르고 있어 중국의 CSI 300 선물과 함께 주요 주가지수 선물¹⁹⁾ 중 가장 높은 수준이다(〈표 2〉 참조). KOSPI

16) 필요하다면 투자자의 위험감내도를 확인하기 위한 수단으로 일정 수준 이상의 순금융자산을 기준으로 삼을 수 있다.

17) 주가지수 파생상품은 아니지만 1995년 SFE가 BAB(Bank Accepted Bill) 선물의 승수를 2배 인상한 사례가 있다. 다만, SFE의 BAB 선물의 승수인상 목적은 금리파생상품의 속성상 거래단위가 매우 큼에도 불구하고 기존 BAB 선물 거래 단위가 작다보니 거래계약 수에 연동되는 수수료가 비싸지는 문제가 트레이더들로부터 제기되었다. 결국 SFE는 BAB 선물의 승수를 인상함으로써 수수료 부담을 낮추고자 하였다.

18) Bjursell, Frino, Tse, and Wang(2010)

19) 2013년 거래량 기준으로 세계 20위 상품을 의미한다.

200 지수가 지금 수준에서 크게 하락하지 않는 한 KOSPI 200 미니선물 도입 필요성이 증가할 것으로 보인다.

〈표 2〉 주요 지수선물·옵션의 계약금액 비교

순 위	지수선물			지수옵션		
	상품명	승수	원화환산	상품명	거래단위	원화환산
1	E-mini S&P 500(미)	\$50	98백만원	KOSPI 200	50만원x0.01	5,000원
2	RTS(러시아)	\$2	3백만원	S&P CNX NIFTY(인도)	2.5루피	43.3원
3	EURO STOXX 50(독)	€10	45백만원	EURO STOXX 50(독)	€1	1,383.7원
4	Nikkei 225 mini(일)	¥100	15백만원	S&P 500(미)	\$5	5,090.0원
5	CSI 300(중국)	元300	105백만원	Sensex(인도)	0.75루피	13원
6	S&P CNX NIFTY(인도)	50루피	6백만원	CBOE Volatility(미)	\$5	5,090.0원
7	E-mini NASDAQ 100(미)	\$20	76백만원	TAIEX(대만)	NT\$5	169.5원
8	KOSPI 200	50만원	130백만원	BSE 100(인도)	2.5루피	43.3원
9	ISE 30(터키)	TRY 100	5백만원	TA 25(이스라엘)	1셰켈	292.4원
10	Bovespa Mini(브라질)	BRL 0.2	5백만원	DAX(독)	€0.5	691.8원

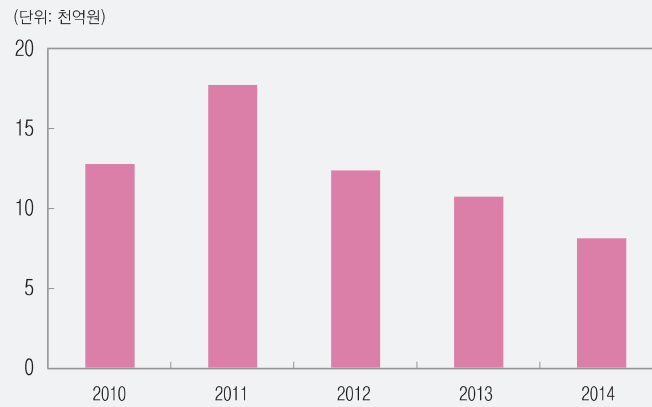
자료: 각국 거래소, 원화환산금액은 2014년 5월 환율로 계산된 금액

국제적 흐름 이외에도 KOSPI 200 옵션 승수 인상의 규제 효과도 점검할 필요가 있다. 당초 승수의 인상 취지가 시장 규모를 축소하고 개인투자자의 참여를 억제하며 KOSPI 200 옵션에 집중된 유동성을 다른 시장으로 분산시키겠다는 것이었으나 시행 이후 시장의 변화를 보면 KOSPI 200 옵션 시장의 축소 이외의 가시적 성과는 관측되지 않고 있다.

KOSPI 200 옵션 시장의 유동성 축소는 2014년 1분기의 일평균 거래대금이 2011년에 비해 54.3% 감소한 것을 볼 때, 규제 효과가 충분히 나타나고 있다고 볼 수 있다. 그런데 KOSPI 200 옵션 이외의 다른 파생상품의 유동성도 함께 축소되면서 KOSPI 200 옵션에 쏠린 유동성을 다른 상품으로 분산시키고자 한 취지는 달성되지 못하고 있다. 합성포지션 구축 등으로 KOSPI 200 옵션거래와 밀접하게 연결되어 있는 KOSPI 200 선물은 같은 시기에 52.5%나 감소하였으며, 채권파생상품은 27.5%, 통화파생상품은 35.1%, 일반상품파생상품은 96.5%로 모두 급격히 감소하였다.

결과적으로 특정시장의 유동성을 의도적으로 감축시키고 다른 상품으로 유동성을 분산한다는 목표는 직·간접적으로 서로 복잡하게 연계되어 있는 파생상품시장의 속성 상 달성하기 매우 어렵다고 하겠다.

〈그림 1〉 KOSPI 200 옵션의 일평균 거래대금 추이



자료: KRX

〈그림 2〉 지수·채권·통화·상품 선물의 일평균 거래대금 추이



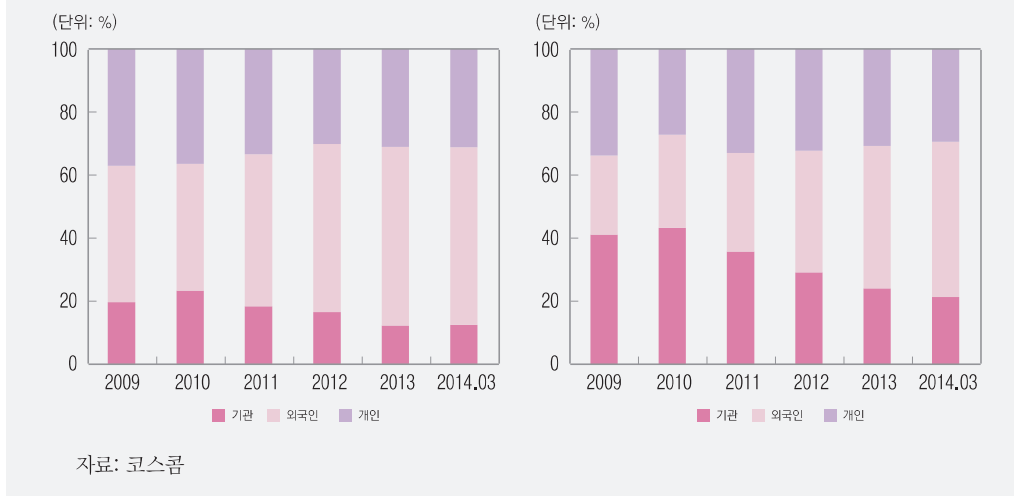
자료: 코스콤

또한 승수 인상을 통해 개인투자자의 시장참여를 억제하겠다는 목표도 절대적 수치로는 개인투자자가 감소하고 있어 목표를 달성한 것으로 보이지만 상대적 비중에서는 큰 변화가 없어 실질적 효과가 발생했다고 판단하기는 어렵다. 개인투자자의 KOSPI 200 옵션의 일평균 거래대금은 2011년 5,874억원에 이르렀으나 2014년 1분기에는 2,505억원으로 57.3%나 감소하였다. 그러나 개인투자자의 비중은 2011년 33.4%에서 2014년 1분기 31.2%로 다소 감소하였지만 승수 인상 조치에 걸맞은 변화라고 보기는 힘들다.

개인투자자의 비중에 큰 변화가 없는 것은 개인투자자보다 기관투자자의 감소폭이 더 컸기 때문이다. 기관투자자의 KOSPI 200 옵션 거래비중은 2011년에 비해 69.0%가 감소하였으며, KOSPI 200 선물시장에서도 71.7%나 감소하였다.

종합해 보면 KOSPI 200 옵션 승수 인상은 기관투자자의 시장 참여가 급격히 위축되면서 기관투자자 중심의 시장재편이라는 당초 목표를 달성하지는 못하였다.

〈그림 3〉 KOSPI 200 옵션(우)·선물(좌)의 투자자별 일평균 거래대금



2. ELW 시장

가. 최근 규제 현황

ELW 시장에 대한 규제는 2010년 10월, 2011년 5월, 2011년 12월에 걸쳐 3차례로 나누어 시행되었다. 1차 건전화 방안은 첫째로 투자자진입의 절차를 강화하기 위해 ELW 계좌를 주식

거래계좌와 분리하도록 하고 투자자에게 관련 교육을 의무적으로 이수하도록 하였다. 둘째로 불공정거래의 가능성을 차단하기 위하여 ELW 기초자산 기준을 상향 조정하고 유동성공급자(이하, LP)의 호가제출 의무를 강화하여 개별주식 ELW에 대해 만기 1개월 전에도 LP가 호가를 제출하도록 하였다. 또한 스캘퍼에 대한 차별대우와 불공정거래 모니터링을 강화하기로 하였다. 마지막으로 LP에 대한 평가를 강화하고 내재변동성의 변경 내역을 실시간으로 공개하도록 하였다.²⁰⁾

1차 건전화 방안 발표 후, ELW의 일일거래대금은 점차 감소하는 추세로 반전하면서 시장 과열에 대한 우려가 어느 정도 완화되고 있었다.²¹⁾ 그러나 2011년 3월, 검찰이 스캘퍼에 대한 편의제공 혐의를 근거로 12개 증권사의 전·현직 CEO를 전격적으로 기소하면서, 당국은 2개월 후 2차 건전화 방안을 발표하였다.

2차 건전화 방안에서는 투자자보호를 강화하기 위해 1,500만원의 기본예탁금을 도입하고, 레버리지가 높은 저가 ELW의 거래를 억제하기 위해 극외가격²²⁾ ELW의 발행을 제한하였다. 또한 시장가격의 투명성을 높이기 위해 저수 ELW의 발행조건을 표준화하는 등의 조치를 시행하였다.²³⁾

1차, 2차 건전화 방안에도 불구하고 당국은 ELW 시장에 대한 근본적 개선이 필요하다고 보고 2011년 12월 3차 건전화 방안을 발표하였다. 3차 건전화 방안은 LP의 독점적 역할을 규제하는 방향으로 설정되었다. LP가 유동성을 공급하는 조건을 시장스프레드 비율이 15%를 초과하는 경우 8%~15%로만 호가를 제출하도록 하였다. 또한 ELW 발행을 월 1회로 제한하고 기초자산을 100종목에서 50종목으로 축소하였다.²⁴⁾

3차에 걸친 ELW 규제는 그 회수와 7개월이라는 발표주기 면에서 매우 이례적이라고 할 수 있다. 특히, 2차와 3차 건전화 방안에 포함된 기본예탁금 도입과 LP에 대한 호가제한조치는 시장에 직접적으로 큰 영향을 끼쳤다.

20) 금융위원회(2010)

21) 1차 건전화 방안 발표 이후, ELW 일평균 거래대금은 발표 직전인 2010년 10월의 2조원에서 11월 1.6조원으로, 2011년 3월 1.3조원으로 감소하였다.

22) 극외가격을 기초자산 가격과 권리행사 가격의 비율이 85% 미만인 외가격 상품으로 정의하였다.

23) 금융위원회(2011a)

24) 금융위원회(2011b)

나. 기본예탁금 도입

ELW 투자자에게 기본예탁금을 납부하도록 한 것은 KOSPI 200 옵션시장에서 옵션매수전 용계좌의 폐지가 내포한 것과 마찬가지로의 문제점을 가지고 있다. ELW는 자본시장법상 증권으로서 투자자가 지불한 매입대금 이외에는 추가적 위험에 노출되어 있지 않다. 즉, 채무불이행 위험에 노출되지 않는 ELW 투자자가 기본예탁금을 부담해야 할 이유는 시장에 대한 진입장벽 이외에는 없다.

비록 기본예탁금 도입이 ELW 시장의 과열을 진정시키기 위해 긴급히 마련된 조치일지라도 합리성을 강화하는 방향으로 개선이 필요하다고 하겠다. 옵션매수전용계좌 폐지 조치의 개선 방향과 마찬가지로 ELW 계좌 개설 시 금융투자회사는 투자자의 위험감내도를 정확히 측정하고 제반 준칙을 실질적으로 준수하도록 하여야 할 것이다.

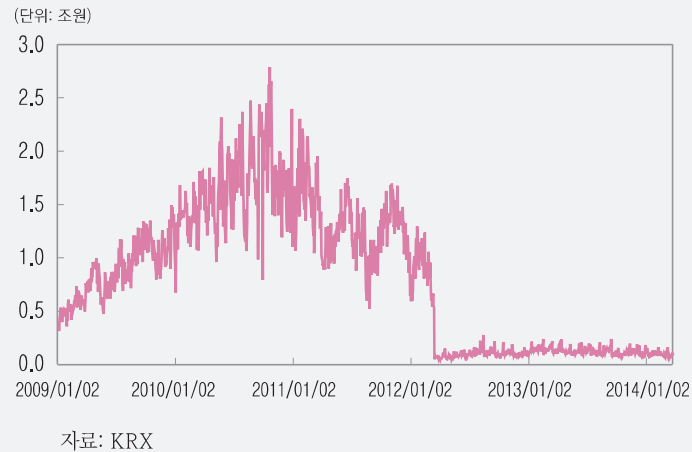
다. 호가제한조치

3차 건전화 방안의 가장 핵심적인 조치는 LP의 호가범위와 조건을 규제한 호가제한조치라고 할 수 있다. 그런데 LP 호가제한조치로 인한 효과가 매우 강력하여 극단적 거래 침체가 나타났으며, 이전 규제와도 서로 일치하지 않는 문제도 발생하였다.

규제 효과와 관련해서는 호가제한조치가 본격 시행된 2012년 3월 12일 이후 ELW 거래대금은 <그림 4>와 같이 급감함으로써 규제의 직접적 영향이 심대하였음을 알 수 있다.²⁵⁾ 또한 시장의 급격한 침체 속에서 한때 30개에 달했던 LP도 2014년 3월말 시점에는 14개사만 영업을 지속하고 있다.

25) 2014년 3월의 일평균 거래대금이 809억원으로 2010년 거래대금의 1/20에 그치고 있는 실정이다.

〈그림 4〉 ELW 거래대금 추이



LP 호가제한조치의 또 다른 문제점은 유동성 공급을 목적으로 도입한 LP 제도의 근본취지와 충돌한다는 점이다. LP는 최대한 스프레드를 좁혀서 양방향 호가를 연속적으로 제공하는 것이 임무라고 할 수 있다. 실제로 3차 건전화 방안 이전까지는 LP 평가제도를 통해 이를 독려하였으며,²⁶⁾ 1차 건전화 방안에서는 LP 평가에 따른 조치를 강화하기까지 하였다.²⁷⁾

따라서 LP에 대한 호가제한조치는 ELW 시장의 유동성에 미친 효과도 심각하지만 기존의 규제방향과도 상충된다고 하겠다. 비록 긴급한 상황에서 불가피한 조치였다고 하여도 시장의 건전한 발전을 위해서 호가제한조치는 합리적 방향으로 개선될 필요가 있다.

III. 결론 및 시사점

국내파생상품시장의 거래 침체는 KRX의 국제 경쟁력에도 영향을 미치고 있다. 2011년까지 거래량 기준으로 1위를 차지하던 것이, 2013년에는 9위로 하락하였으며 거래량 증가율에서도 비교 대상 주요 거래소 20개 중 최하위에 머무르고 있다.²⁸⁾ 또한 성장률이 높은 거래소들이 중국과 인도를 중심으로 한 아시아의 거래소들이라는 점도 국내 거래소 산업의 발전에 있어서 한

26) KRX는 3차 건전화 방안으로 2012년 1분기 평가기준이 개정되기까지 LP 평가점수 100점 중 20점의 비중으로 평균스프레드를 포함시켜 LP로 하여금 매수호가와 매도호가의 차이를 좁히도록 관리를 하였다.

27) F 등급을 받는 LP의 운용종목수를 제한하기로 하였다(금융위원회(2010)).

28) KOSPI 200 옵션의 승수 인상이 주요 원인이기는 하지만 한국거래소의 5년 간 거래량증가율은 -22.1%로 나타나고 있다.

국이 뒤처지는 결과를 가져올 수 있다.²⁹⁾

〈그림 5〉 2008~2013 거래량 증가율 vs 2013 거래량



실제로 주요 거래소들은 합병과 제휴를 통해 성장잠재력이 높은 아시아 시장에 적극 진출하고 있다. 2014년 들어서 Eurex를 보유하고 있는 Deutsche Börse는 1월 TAIFEX(Taiwan Futures Exchange)의 지분 5%를 매입하고 싱가포르에 청산소를 설립할 계획임을 밝혔으며,³⁰⁾ 2013년 NYSE를 인수한 ICE는 2월 SME(Singapore Mercantile Exchange)의 인수를 완료하였다. 이미 1984년부터 싱가포르거래소(SGX)와 전략적 제휴를 맺고 있는 CME를 고려하면 글로벌 거래소의 아시아 진출은 매우 적극적이라고 할 수 있다.

따라서 파생상품시장의 국제적 변화를 고려한 중장기적 규제 원칙과 규제 프로세스 수립이 필요하다. 그동안 문제가 된 파생상품시장 규제들은 공통적으로 지나치게 짧은 시간³¹⁾ 안에 사

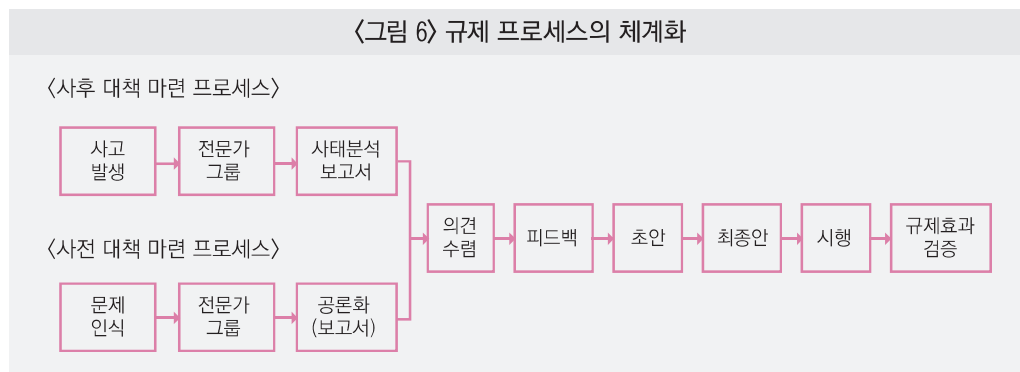
29) 5년간 거래량증가율이 30%를 넘는 거래소들은 CFFE(84.2%), ICE(64.3%), Multi Commodity Exchange of India(50.4%), Shanghai Futures Exchange(35.6%)로 미국 거래소인 ICE를 제외하면 중국과 인도의 거래소들이 큰 성장세를 보이고 있다.

30) Stafford(2014)

31) 1달에서 2달 이내에 대책안이 발표되고 있다.

후 대책 성격으로 수립되는 경우가 많다.

국내파생상품시장의 규제 프로세스도 체계적으로 개편할 필요가 있다. 파생상품시장에 사고가 발생하여 그 대책을 수립하는 것이라면 먼저 당국과 외부의 전문가로 구성된 실무그룹(working group)을 구성하여 충분한 시간을 가지고서 사태에 대한 면밀한 분석을 수행하도록 해야 할 것이다. 그리고 전문가 그룹의 분석 결과는 명문화된 보고서 형태로 발표하여 공론화 과정을 거쳐 의견을 수렴하는 것이 필요하다. 수립된 의견을 기초로 피드백(feedback)을 주고받고 규제안의 초안을 작성하고 다시 의견을 수렴한 후 최종안 및 시행과정을 거쳐야 할 것이다. 그리고 시행 후에도 일정 시간이 경과된 규제의 효과를 검증하도록 함으로써 규제의 적절성을 재검토할 수 있도록 해야 할 것이다.



사고 발생에 따른 후속조치가 아닌 선제적 대책을 마련하는 경우에는 당국의 문제인식 단계를 거쳐 전문가 그룹을 구성하고 충분한 논의 후 컨센서스가 형성되면 보고서 발간을 통해 공론화 과정을 거치도록 할 필요가 있다. 그 이후부터는 사후 대책 마련 프로세스와 동일한 경로라고 할 수 있다.

결과적으로 시장 충격과 합리성 등에서 문제가 되는 제반 규제들에 대해서도 정립된 프로세스를 통해 전문가 집단의 철저한 효과 분석을 거쳐 공론화의 과정을 밟을 필요가 있다. 그런 점에서 파생상품과 ELW 시장의 기본예탁금, 주가지수 파생상품 승수의 재조정 및 미니상품의 도입 그리고 LP의 유동성공급 기능의 설정 등이 우선 논의가 되어야 할 것이다.

〈참고문헌〉

- 금융감독원, 불법 금융투자업체 점검 및 투자자 유의사항, 보도자료, 2011 (11. 8).
- 금융위원회, ELW 시장 건전화 방안 마련, 보도자료, 2010 (11. 1).
- 금융위원회, ELW 시장 추가 건전화 방안 마련, 보도자료, 2011a (5. 20).
- 금융위원회, 장내옵션시장, ELW 시장 및 FX 마진시장 건전화 방안, 보도자료, 2011b (12. 1).
- 한국거래소, 옵션매수전용계좌 도입 등 선물시장 제도개선, 보도자료, 2006 (12. 15).
- 홍인기, 투자전문가 낀 조폭, 1,200억대 불법 선물거래, 서울신문, 2014 (5. 7).
- Bjursell, J., Frino, A., Tse Y., Wang, G., 2010, Volatility and trading activity following changes in the size of futures contracts, *Journal of Empirical Finance* 17, 967-980.
- Stafford, P., Deutsche Börse hopes that its philosophy has global appeal, Financial Times, 2014 (April 17).