

## 전문투자자 중심 파생상품시장 육성을 위한 과제\*

연구위원 이효섭

파생상품 발전 방안에 포함된 개인투자자의 진입 수준을 놓고 논쟁이 뜨겁다. 개인 투자자 진입 수준에 대한 이견으로, 전문투자자 중심 파생상품 육성이라는 보다 중요한 과제가 논의되지 못하는 것이 아쉽다. 이에, 본고에는 전문투자자 중심 파생상품시장으로 발전시키기 위한 세 가지 과제를 제시한다. 첫째, 국민연금과 같은 대형 전문투자자의 파생상품시장 참여를 적극 유도해야 한다. 둘째, 증권회사와 자산운용회사의 파생상품 운용 규제를 완화해야 한다. 셋째, 시장조성자 제도 및 협의대량거래 제도 등 전문투자자들에게 유인부합적인 시장 미시구조를 설계해야 한다.

최근 금융당국은 개인투자자 보호를 강화하고 전문투자자 육성을 목표로 하는 파생상품 발전 방안을 발표했다. 적격 개인투자자에 한해 장내파생상품시장의 신규 진입을 허용하고, 전문투자자의 위험관리 기능 제고를 위해 다양한 파생상품을 상장한다는 것이 주된 내용이다. 이때 적격 개인투자자가 되기 위해서는 30시간의 교육 프로그램을 이수하고 50시간의 모의거래를 수행해야 한다. 추가로 선물 투자를 위해서는 3천만원 이상을 예탁증거금으로 납부해야 하며, 옵션 투자를 위해서는 1년 이상의 선물 투자 경험과 함께 5천만원 이상의 예탁증거금이 필요하다.

금융투자업계에는 반대의 목소리가 높다. 옵션 상승수익과 변동성 감소로 한국 장내파생상품

시장의 거래가 급격하게 줄어든 가운데, 개인투자자 진입을 제한하면 거래는 더욱 위축될 것이라고 우려한다. 감독당국의 생각은 이와 다르다. KOSPI 200 선물·옵션 시장에서 개인투자자의 비중은 여전히 높고 이들의 손실 가능성 또한 크기 때문에 개인투자자 보호를 더욱 강화해야 한다는 주장이다. 규제의 목적에는 서로가 동의하지만 규제 방법에 대해서는 입장 차이가 여전히 크다. 파생상품시장의 건전한 발전을 위해서는 업계와 감독당국의 소통을 통해 이견을 줄이는 노력이 필요할 것이다.

문제는 개인투자자 진입 요건에 대한 논쟁으로 인해 전문투자자 중심 파생상품시장 육성이란 보다 중요한 과제가 논의되지 못하는 데 있다. 2009년 자본시장법 시행 당시 금융 혁신을 모토로 신상품 상장을 도모했다. 하지만 지난 5년간

\* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.



상장된 파생상품은 미니 금선물 하나에 불과하다. 이제는 전문투자자를 위한 위험관리 수단 제공 등 실질적인 편익을 제공할 수 있는 발전 방안을 모색해야 할 때이다. 최근 발표된 파생상품 발전 방안은 이러한 배경에서 중요한 의의를 가진다. 무엇보다 이번 방안은 전문투자자에게 헤지 편익을 제공하는 변동성지수 선물, 섹터지수 선물, 장기국채 및 일반상품 선물의 상장과 함께 개별주식 선물·옵션의 활성화 계획을 담고 있어, 개인투자자 비중이 높은 KOSPI 200 선물·옵션의 쓸림현상을 크게 낮출 수 있을 것으로 기대한다.

이에, 본고에서는 전문투자자 중심 파생상품 시장 육성을 위해 추진해야 할 과제들을 구체적으로 논의하고자 한다. 첫째 국민연금 등 대형 전문투자자들의 파생상품시장 참여 유도, 둘째 전문투자자를 위한 파생상품 운용 규제의 완화, 셋째 시장조성자 제도 및 협의대량거래 제도 등 전문투자자를 위한 유인부합적인 미시구조 설계를 제안한다.

### 국민연금과 같은 대형 전문투자자들의 파생상품시장 참여 유도

불과 수년 전만 해도 KOSPI 200 선물·옵션 시장에서 국내 기관투자자의 비중은 30%를 상회했다. 2012년 옵션 승수 인상을 포함한 규제 강화 이후 국내 기관투자자의 비중은 계속 줄고 있다. 최근 KOSPI 200 선물·옵션 시장에서 기관투자자 비중은 각각 20%와 10%대 초반에 불과하다. 반면 외국인투자자의 비중은 50%와 60% 내외로 크게 증가했다. 시장 변동성의 둔화, 국내 기관투자자

의 자기매매거래 감소, 프로그램 차익거래 시장의 위축 등 대내외적 이유로 기관투자자의 비중이 크게 줄어든 것으로 판단된다. 문제는 외국인투자자의 급격한 자금 유출입이 진행될 경우, 파생상품시장을 중심으로 자본시장의 변동성이 크게 확대될 수 있다는 것이다. 국민연금과 우정사업본부 등 대형 전문투자자의 파생상품시장 참여를 적극적으로 유인해야 하는 이유가 바로 이 때문이다.

국내 주식투자 금액에 대한 위험 노출이 커지는 것도 국민연금이 헤지 목적으로 파생상품을 활용해야 하는 중요한 이유이다. 국민연금 재정추계 결과에 따르면, 약 30년 뒤인 2043년에는 국민연금 적립금 규모가 2500조원까지 증가하였다가 2060년에는 마이너스까지 하락한다고 한다. 국민연금은 적립금의 약 20%를 국내 주식에 투자하고 있어 국내 주식 투자금액은 500조원을 상회할 것으로 전망한다. 일시적인 충격으로 KOSPI가 20% 가량 하락하면 약 100조원에 가까운 손실이 발생하는 것이다. 또한 국민연금의 국내 주식 투자금액이 KOSPI 시가 총액 대비 높은 비중을 차지하기 때문에 목표 기대수익률을 하회할 수 있는 위험(Short-Fall Risk)에도 노출되어 있다. KOSPI 200 선물과 같이 주가 하락 위험을 헤지 할 수 있는 위험관리 수단이 절실히 요구되는 이유다.

국민연금은 내부 규정상 장내파생상품 매매를 허용하고 있으나, 실제 파생상품 투자 집행은 거의 이루어지지 않고 있다. 장내파생상품 한도 설정은 리스크관리위원회를 통과해 이사장 결재를 받으면 가능하다. 따라서 국민연금 대내외적으로

헤지 목적과 차익거래 목적에 한해서는 장내파생상품 거래를 적극 유도할 필요가 있다. 무엇보다 국민연금과 우정사업본부에게 프로그램 차익거래 시 주식 거래세 면제 혜택을 부여하여 외국인만 참여하고 있는 차익거래 시장의 풀림현상을 완화할 필요가 있다. 국민연금이 차익거래 시장에 참여하게 될 경우, 면세로 인해 줄어드는 세수보다 주식 거래량 증가로 인한 세수 증대 폭이 훨씬 크기 때문에 세수 감소는 걱정하지 않아도 된다. 국민연금이 차익거래를 통해 안정적인 수익을 얻게 되면, 그 혜택은 직접적으로 국민들에게 돌아간다. 자본시장의 풀림현상 완화, 자본시장 활성화로 인한 세수 증대 및 초과연금 기대수익률이라는 세 마리 토끼를 잡을 수 있는 것이다.

### 파생상품 운용 규제의 완화

변동성지수 선물, 섹터지수 선물 등 전문투자자들을 위한 다양한 파생상품이 상장되었다고 해서 전문투자자 중심의 파생상품시장이 형성되는 것은 아니다. 전문투자자를 대표하는 자산운용회사, 증권회사가 파생상품을 운용하는 데 제약이 있다면 혁신적인 상품이어도 쓸모가 없다.

자산운용회사가 파생상품을 운용하는데 가장 큰 제약은 파생상품 위험평가액 100% 규제이다. 보유하고 있는 파생상품의 위험평가액이 펀드 순자산의 100%를 넘는 것을 금지하는 규정이다. 예를 들어, 펀드 자산의 약 10% 내외의 금액으로 선물을 편입하였다면 나머지 90%의 자산을 위험 자산에 투자하는 것이 현실적으로 어렵다. 주가하락 위험을 콜옵션 매도를 통해 헤지하는 단순한

커버드-콜 전략도 파생상품 위험평가액 100% 규정 때문에 운용에 큰 제약이 따른다. 파생상품 위험평가액 100% 규제를 완화하면 레버리지가 낮은 중위험·중수익 기반의 다양한 금융투자상품 설계가 가능해진다. 파생상품 위험평가액 100% 규제와 더불어, 공모펀드의 파생결합증권 편입 시 30% 투자한도 적용 규제와 헤지펀드의 레버리지 한도 400% 규제도 중위험·중수익 전략을 추구하는 ELS·DLS 및 헤지펀드 산업 발전에 제약이 된다.

증권회사의 파생상품 운용에도 깊은 외가격 위험액 산정이라는 제약이 있다. 바젤 가이드라인 등 국제적인 시장 위험 산정 모형에서는 파생상품 위험액 산정 시 델타(1차 민감도) 위험, 감마(2차 민감도) 위험, 베가(변동성 민감도) 위험만을 고려한다. 하지만 한국의 영업용 순자본 비율(NCR) 규제에서는 이들 위험액 외에 깊은 외가격 위험을 추가로 계산한다. 국제적으로 유례없는 위험 산정 방식이다. 특정 파생결합증권 상품을 발행하려면 NCR 수준을 별도로 맞추어야 하는 이중 진입 규제도 제약 요인이다. 국제적 수준과의 규제 차이가 클수록 한국 금융투자회사의 “금융 한류” 꿈은 멀어진다.

### 전문투자자를 위한 유인부합적 미시구조 (Market Microstructure) 설계

국민연금과 같은 대형 전문투자자의 파생상품시장 참여를 유도하고, 전문투자자들의 파생상품 운용 규제를 완화하는 것 못지않게 중요한 것이 전문투자자들이 활발하게 참여할 수 있도록



시장을 설계하는 일이다. 전문투자자들은 개인투자자와는 달리 투기적거래 비중보다 헤지거래와 차익거래 비중이 높기 때문에 효율성과 유동성이 높은 시장 미시구조를 선호한다.

개인투자자들의 신규 참여가 제한되는 상황에서 전문투자자 중심 파생상품시장으로 발전시키기 위해서는 시장조성자 제도의 도입을 적극 검토할 필요가 있다. 전문투자자들은 유동성이 낮으면 거래 비용 부담 때문에 시장 참여를 꺼려한다. 이 같은 이유로, 미국과 유럽의 선진 거래소들은 대부분 시장조성자 제도를 채택하여 유동성 공급 의무를 부여하고 있다. 이미 KOSPI 200 선물·옵션 시장에서는 보이지 않는 시장조성자들이 상당한 유동성 공급을 담당하고 있지만, 규제외 틈 밖에 있다는 이유로 시세 유인 등 불공정 거래로 오인받기도 한다. 모든 장내파생상품에 대해 시장조성자 제도를 도입함으로써 유동성 공급 의무와 거래 비용 감면이라는 채찍과 당근을 부여할 필요가 있다. 국고채 전문딜러(PD)의 성공 사례처럼, 유동성 공급자에게 작은 인센티브 부여만으로도 시장 발전에는 큰 도움이 된다.

한편, 외환 및 일반상품 파생상품은 초기에 전문투자자 위주의 거래 활성화가 어려울 수 있다. 외환과 일반상품을 직접 취급하는 은행, 실물업자 등에 대해 협의대량거래 시스템을 제공해 주면 실수요자 중심의 거래가 증가할 뿐 아니라 주문을 담당하는 금융투자회사에게도 큰 도움이 된다. 그밖에 최소 거래단위 크기(Tick-Size) 감소 및 거래 승수 완화 등 시장 미시구조를 개선하는 것도 효율성과 유동성 증가에 기여하여, 전문투

자자 중심 시장으로 발전시키는 데 도움이 될 수 있다.

**맺음말**

한국 파생상품시장은 개인투자자 중심 시장에서 전문투자자 중심 시장으로 변모하기 위한 변곡점에 놓여 있다. 빈대 잡으려다 초가삼간 태운다는 속담처럼, 전문투자자 중심 시장을 위해 도입된 규제가 한국 파생상품시장의 거래를 크게 위축시켜서는 안 된다. 반대로, 파생상품 거래 활성화를 목적으로 개인투자자 보호를 소홀히 하는 것은 더욱 바람직하지 않다.

이제 한국 파생상품시장은 레버리지 기반의 투기적 거래를 유인하기보다 전문투자자를 위한 시장 육성을 목표로 할 때이다. 전문투자자 중심 파생상품시장 육성을 위해서는 국민연금과 같은 대형 전문투자자의 파생상품시장 참여를 적극 유인하고, 전문투자자의 파생상품 운용 규제를 완화하는 것이 필요하다. 더불어 전문투자자에게 유인부합적인 시장 미시구조를 제공하는 것도 한국 파생상품시장을 전문투자자 중심으로 발전시키는 데 큰 도움이 될 것이다.