

국내파생상품시장의 규제이슈 및 발전과제

남 길 남 자본시장연구원 연구위원

[목 차]

- I. 들어가는 말
- II. 파생상품시장 현황 및 최근 규제
 - 가. 파생상품시장 현황
 - 나. 최근 파생상품시장 규제
- III. 파생상품시장 규제이슈 검토
 - 가. 기본예탁금의 문제점
 - 나. 옵션승수 인상의 문제점
 - 다. LP 호가제한조치의 문제점
- IV. 발전과제
 - 가. 국내외 규제특징 비교
 - 나. 규제 프로세스의 구축 방향
- V. 맺는 말

[요 약]

국내파생상품시장의 기록적 거래침체를 극복하고 시장의 안정적 발전을 도모하기 위해서는 기존 규제조치의 효과를 점검하고 규제체계의 장기적 발전방향을 정립할 필요가 있다. 기존 규제 중에서 기본예탁금, 옵션승수 인상, LP 규제는 제기되는 문제점을 합리적으로 개선하는 것이 필요하다. 그리고 주요 금융 선진국을 참조하여 투명하고 체계적인 규제 프로세스를 구축할 필요가 있다.

I 들어가는 말

국내파생상품시장은 1996년 5월 KOSPI 200 선물이 처음 거래된 이래 18년의 시간이 흘렀다. 국내파생상품시장은 단기간에 급성장하면서 한국거래소(이하, KRX)를 세계에서 가장 거래가 활발한 파생상품 거래소 반열에 올려놓기도 하였다. 그러나 극심한 거래침체가 3년째 이어지면서 파생상품시장은 최근 힘겨운 시기를 겪고 있다.

특히 2010년 이후 수차례에 걸쳐 시행된 파생상품시장¹⁾ 규제조치는 결과적으로 시장위축을 가속화 시킨 면이 크다. 금융당국은 KOSPI 200 옵션시장과 ELW 시장에 대해 2010년 이후 수차례에 걸쳐 규제를 신설하였다. 당시 규제의 주요 목표는 개인투자자의 파생상품시장 진입을 억제하고 과도한 투기를 제한하는 것으로 다양한 조치가 시행되었다.

본고에서는 국내파생상품시장의 규제 현황

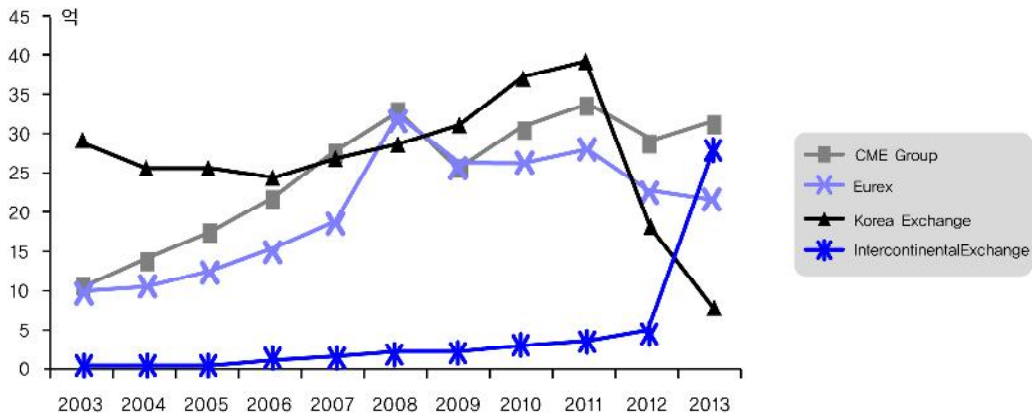
과 주요 이슈를 검토하고 주요국의 파생상품 규제특징과 비교하고 국내파생상품시장의 향후 발전과제를 도출하고자 한다. 그러기 위해 II장에서는 파생상품시장 현황 및 최근 규제를 정리하고, III장에서는 주요 규제이슈를 검토하고, IV장에서는 발전과제에 대해 논의한 다음 마지막으로 시사점을 정리하고자 한다.

II 파생상품시장 현황 및 최근 규제

가. 파생상품시장 현황

파생상품시장의 후발 주자였던 KRX는 2000년 거래 계약수 기준으로 세계 4위를 차지하였다.²⁾ 이후 2001년에는 거래량이 4배 증가하면서 유럽의 글로벌 파생상품 거래소인 Eurex를 제치고 1위가 되었다. KRX는 최근의 거래침체 이전까지 지난 10년간 줄곧 세계 3위 이내의 순위를 유지하였다(<그림 II-1> 참조).

<그림 II-1> 주요 거래소의 파생상품 거래량 추이

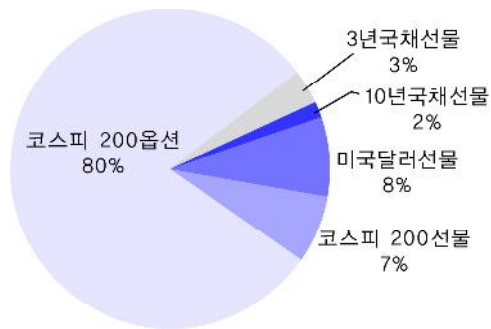


자료: FIA

- 1) 본고에서는 장내파생상품과 파생결합증권에 속하는 주기연계증권(이하, ELW)을 편의상 파생상품으로 통칭하여 사용하고 있다.
- 2) 국제파생상품협회(Futures Industry Association, FIA)에 등록된 거래소의 순위이다.

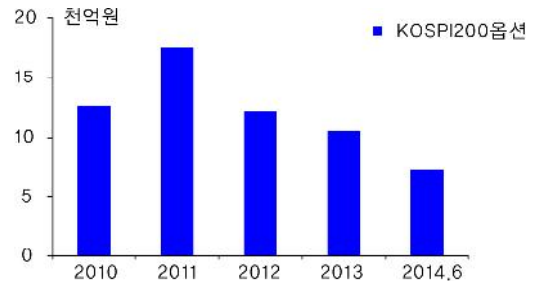
그러나 2011년을 정점으로 KRX 파생상품 거래량의 80%를 차지하는 KOSPI 200 옵션의 거래가 크게 감소하면서 국내파생상품시장 전체의 거래도 큰 부진에 빠졌다. KOSPI 200 옵션의 거래대금은 2014년 상반기 기준을 2011년에 비해 57.5%가 감소하였다.

〈그림 II-2〉 KRX 파생상품별 거래 비중



주 : 2014년 상반기 거래 계약수 기준
자료: KRX

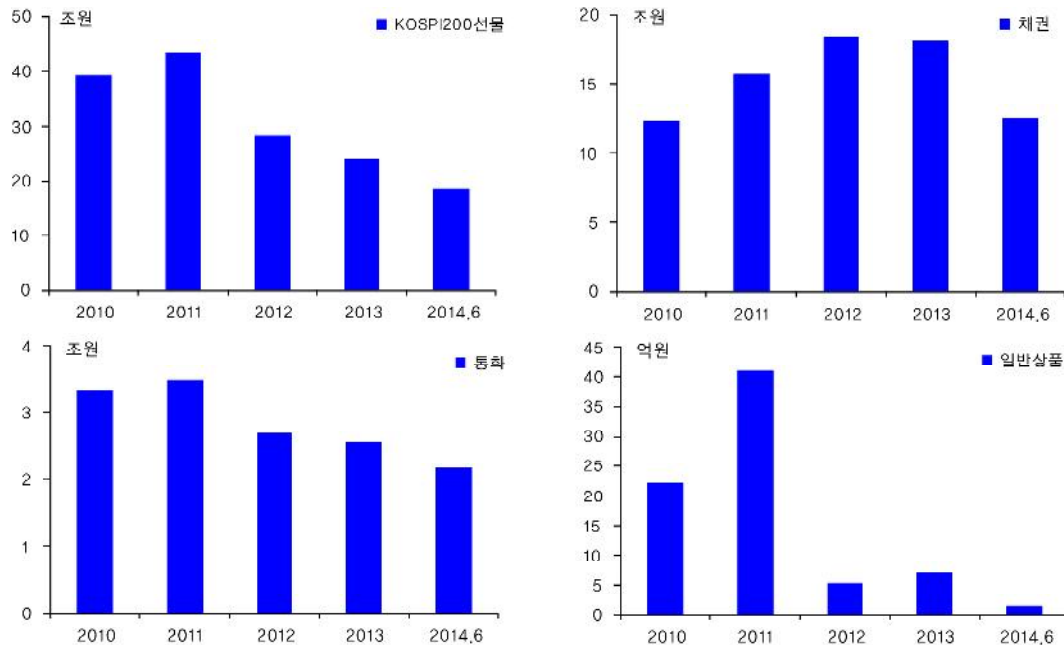
〈그림 II-3〉 KOSPI 200 옵션의 일평균 거래대금 추이



자료: KRX

또한 KOSPI 200 옵션 이외의 파생상품 거래도 함께 축소되고 있다. KOSPI 200 선물은 같은 시기에 57.3%나 감소하였으며, 채권파생상품은 27.5%, 통화파생상품은 35.1%, 일반상품파생상품은 96.5% 감소로 모두 급격히 감소하였다. 결과적으로 국내파생상품시장은 2011년을 정점으로 3년간 대부분 상품에 걸쳐 거래

〈그림 II-4〉 지수·채권·통화·상품 선물의 일평균 거래대금 추이



자료: 코스콤

가 위축되었다고 할 수 있다.

나. 최근 파생상품시장 규제

최근 파생상품시장의 침체는 공교롭게도 일련의 규제조치와 시기가 겹쳐있다. KOSPI 200 옵션과 ELW에 대한 규제는 2010년과 2011년에 걸쳐 취해졌으며 2014년 6월에는 “파생상품시장 발전방안(이하, 6.17 발전방안)”이 발표되었다.

(1) 3차례 건전화 방안

2010년 10월, 2011년 5월, 2011년 12월에 걸쳐 발표된 3차례의 규제안들은 KOSPI 200 옵션과 ELW 시장의 유동성에 직간접적으로 영향을 주었다고 할 수 있다.

i) 1차 건전화 방안

2010년 10월에 발표된 “ELW 시장 건전화 방안 마련(이하, 1차 건전화 방안)”은 ELW 시장의 급성장 속에 과도한 투기성, 불공정성 및 투자자 손실 확대에 대한 우려가 배경이라고 할 수 있다.

1차 건전화 방안의 핵심은 개인투자자의 진입절차를 강화하기 위해 ELW 계좌를 주식거래계좌와 분리하도록 하고 투자자에게 관련 교육을 의무적으로 이수하도록 한 것이다.³⁾

1차 건전화 방안 발표 후, ELW의 일일거래 대금은 점차 감소하는 추세로 반전하면서 시장 과열에 대한 우려가 어느 정도 완화되고 있었으나 2011년 3월, 검찰이 스캘퍼에 대한 편의 제공 혐의를 근거로 12개 증권사의 전 현직 CEO를 전격적으로 기소하면서, 금융당국은 2011년 5월 “ELW 시장 추가 건전화 방안 마련(이하, 2차 건전화 방안)”을 발표하였다.

ii) 2차 건전화 방안

2차 건전화 방안에서는 스캘퍼에게 제공하던 차별적 주문속도 서비스의 개선방안⁴⁾과 함께 ELW 시장의 진입절차와 시장 투명성을 강화하도록 하였다.

ELW 시장의 개선방안으로는 투자자 보호를 보다 강화하기 위해 첫째, ELW 거래 시 기본예탁금을 도입하도록 하였다. 더불어서 ELW와 경제적 속성이 유사한 KOSPI 200 옵션 매수 시 기본예탁금을 면제하던 옵션매수전용계좌를 폐지하도록 함으로써 상품 간 형평성을 갖게 만들었다. 결과적으로 ELW와 KOSPI 200 옵션 투자 시 1,500만원의 기본예탁금을 사전에 납부해야 한다. 둘째로 레버리지가 높은 저가 ELW의 거래를 억제하기 위해 극외가격 ELW의 발행을 제한하였다. 그리하여 패리티⁵⁾가 85% 미만인 ELW 종목의 발행이 금지되었다.⁶⁾

1차, 2차 건전화 방안에도 불구하고 당국은

3) 그밖에 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.

4) 주문접수 이전단계에서는 합리적 범위에서 차별적 서비스를 허용하되 주문접수 이후단계에서는 주문처리된 순서대로 KRX에 호가가 제출되도록 보완하였다.

ELW 시장에 대한 근본적 개선이 필요하다고 보고 2011년 12월 “장내옵션시장, ELW 시장 및 FX 마진시장 건전화방안(이하, 3차 건전화 방안)”을 발표하였다.

iii) 3차 건전화 방안

3차 건전화 방안은 보도자료 명칭에서 알 수 있듯이 세 개의 파생상품시장을 아우르는 종합 대책안이라고 할 수 있다. 우선 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 파격적인 규제안인 옵션승수의 인상을 결정하였다.

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 충격의 완화를 꾀하였다.⁷⁾

ELW 시장에 대해서는 LP의 기능을 제한하는 호가제한조치가 추가되었다. LP가 유동성을 공급하는 조건을 시장스프레드 비율이 15%

를 초과하는 경우로 한정하여 8%~15%로만 호가를 제출하도록 하였다. 또한 ELW 발행을 월 1회로 제한하고 기초자산을 100종목에서 50종목으로 축소하였다.

마지막으로 FX 마진시장에 대해서는 투기성을 완화하기 위하여 레버리지 비율을 낮추도록 하였다. 기존의 증거금 5%를 10%로 2배 인상함으로써 레버리지 비율을 20배에서 10배로 하향 조정하도록 하였다.

(2) 6.17 발전방안

금융당국은 2014년 6월 17일 장내파생상품시장, 장외파생상품시장, 파생결합증권시장을 총 망라한 파생상품시장 발전방안을 발표하였다. 그중 장내파생상품시장 부분에 대해서는 주식파생상품에 편중되어 있고 투기적 거래가 지속되고 있다고 평가하였다. 그리하여 당국은 장내파생상품시장을 전문투자자의 위험관리시장으로 만들되 시장의 자율성을 확대하고 신상품의 개발을 독려하고 시장참여자의 저변을 넓히겠다고 방향을 설정하고 세 가지 방안을 발표하였다.

첫째로 시장 자율성 제고를 위해 시장의 안정적 운영 및 투자자 보호를 저해하지 않는 범위에서 시장운영의 자율성을 확대하기로 하였다. 이전까지는 상품종류, 호가단위, 옵션의 행

- 5) 패리티는 기초자산 가격과 권리행사 가격의 비율로 콜옵션은 기초자산 가격/권리행사 가격, 풋옵션은 권리행사 가격/기초자산 가격으로 정의한다.
- 6) 그밖에 시장가격의 투명성을 높이기 위해 지수 ELW의 최종거래일 및 전환비율을 표준화하고 KOSPI 200 옵션과 비교할 수 있도록 하였으며, LP 평가 시 내재변동성의 비중을 2배 확대하였다.
- 7) 이외에도 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. 또한 개인투자자에게 거래 전 모의실전투자를 통해 충분한 경험을 쌓을 수 있도록 모의 파생거래시스템을 제공하고 교육을 실시하기로 하였다.

〈표 II-2〉 적격개인투자자 제도(안)

		1단계	2단계
투자 능력 평가 기준	사전지식 및 투자경험	① 사전교육(30시간) ② 모의거래(50시간 이상)	1단계 선물상품을 1년 이상 거래
	위험 감수능력	기본예탁금 3,000만원 이상	기본예탁금 5,000만원 이상
투자가능 상품		단순한 구조의 선물상품	복잡한 구조의 선물상품 및 옵션상품

자료: 금융위원회(2014)

사가격 수 등을 변경하는 경우에도 당국의 사전승인이 필요하였으나 앞으로는 KRX 내 파생상품시장위원회가 심의·의결하도록 하고 개별주식 선물옵션의 경우, 일정한 기준을 만족하면 자동 상장될 수 있도록 할 계획이다.

또한 신시장 개설을 독려하여 변동성지수 선물, 섹터지수 선물, 미국달러 야간 선물은 금년 내에 도입하고 만기 20년 국채 선물은 1~2년 내에 도입하기로 하였다.

둘째로 시장참여자 제도를 정비하여 개인투자자의 시장진입을 더욱 억제하기로 하였다. 1단계로 개인투자자가 일정 수준의 사전교육 및 모의거래를 이수하도록 하고 기본예탁금 3,000만원 이상을 예탁하면 단순한 형태의 선물거래를 허용하도록 하였다.⁸⁾ 2단계로 1단계를 거쳐 일정한 기간⁹⁾ 파생상품의 거래경험이 있고 5,000만원 이상의 기본예탁금을 납부하면 상품 구조가 보다 복잡한 선물¹⁰⁾이나 옵션거래를 허용할 예정이다.¹¹⁾

금융당국은 은행에게 국채·통화 장내파생

상품에 대한 투자매매업 인가를 부여하여 KRX에서 관련 상품에 대해 직접 자기매매를 허용할 계획임을 밝혔다. 은행의 장내파생상품 자기매매 허용은 달러선물과 새로 도입될 20년만기 국채선물에 우선 적용될 것이며, 시장 상황을 고려하여 5년 이내 단계적으로 확대될 예정이다.

셋째로 2013년 12월 12일 발생한 한맥투자증권의 주문오류 사태로 드러난 거래 및 결제 취약성을 보완하기 위해 증권회사의 계좌관리 의무를 강화하도록 하였다. 그리고 시장가격 급변 방지를 위한 동적상한가 제도와 직권 사후구제 제도를 도입하고 고빈도 매매로 인한 불공정거래 가능성을 차단하기 위한 시장관리를 강화할 것임을 밝혔다.

(3) 요약

3차례에 걸친 건전화 방안을 정리하면 금융당국은 무엇보다 과도한 투기적 거래를 억제하

8) 단순한 선물거래라고 함은 KOSPI 200 선물이나 개별주식선물로 예시하고 있다.

9) 1년 이상을 예시로 들고 있다.

10) 변동성지수를 기초로 하는 V-KOSPI 200 선물을 예시로 들고 있다.

11) 당국은 새로운 진입규제를 신규투자자부터 적용하되, 기존투자자도 일정기간 거래를 중단한 경우 신규투자자에 준하여 1단계부터 적용할 계획임을 밝히고 있다.

고 개인투자자의 시장진입을 어렵게 만드는 것을 핵심적 규제목표로 설정하고 있다고 할 수 있다. 대표적으로 기본예탁금을 활용하여 개인투자자의 진입을 규제하고 있으며, 옵션승수를 인상함으로써 개인투자자의 소액 거래를 제한하였다. 또한 ELW 시장에서 LP의 유동성 제공 역할을 제한함으로써 과도한 투기적 거래를 억제하려고 하였다.

6.17 발전방안에서는 장내파생상품, 파생결합증권, 장외파생상품에 대해 발전방안을 제시하고 있으나 장내파생상품의 경우 은행의 시장 참여 확대와 주문오류로 드러난 시장의 취약성을 보완하는 것을 제외하면 기존의 규제안의 연속성에 있다고 할 수 있다. 특히 개인투자자 보호와 관련해서는 기존 조치 보다 더욱 강화되었다. 파생상품시장에 참여하는 개인투자자가 납부할 기본예탁금을 대폭 인상하고 사전교육과 모의거래를 의무화 한 것이 대표적이다.

III 파생상품시장 규제이슈 검토

가. 기본예탁금의 문제점

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.¹²⁾ 다만, 사후위탁증거금을 납부하는 적격기관투자자는 기본예탁금을 면제하고 있어 실제 대부분의 적용대상은 개인투자자라고 할 수 있다.¹³⁾ 기본예탁금 제도는 그동안 수차례에 걸쳐서 변경되어오다가 <표 III-1>과 같은 3단계로 정리되었으며 지금까지 KOSPI 200 선물 옵션을 최초로 거래하는 개인투자자는 최소 1,500만원의 기본예탁금을 부담해야 한다.

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 도

<표 III-1> 기존 파생상품 기본예탁금 3단계 분류 체계

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

12) 파생상품시장 업무규정 제127조 제1항.

13) 파생상품시장 업무규정 제127조 제3항 제1호.

입을 통해 소액투자자의 자산운용 효율성을 높이고 시장을 활성화하고자 함을 밝혔다.¹⁴⁾

따라서 2011년 5월 규제로 옵션매수전용계좌를 폐지하고 ELW 시장에 기본예탁금을 도입한 것은 별도의 위탁증거금이 필요 없는 옵션매수자(ELW 매입자 포함)에게도 기본예탁금을 부담시키겠다는 의미가 된다. 6.17 발전 방안에서는 기본예탁금을 인상함으로써 파생상품시장에 참여하는 개인투자자의 부담을 높일 것이라고 발표하였다. 이로써 기본예탁금 제도는 더욱 강화될 전망이다.

그런데 2009년 자본시장법이 시행되면서 ‘적합성의 원칙’, ‘적정성의 원칙’, ‘설명 의무’ 등의 투자자 보호 방안을 마련하고 있는 점을 고려할 때, 기본예탁금을 통해 위험 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 소액 투자자들이 불법적인 계좌대여 업체¹⁵⁾의 유혹에 현혹되는 문제가 커질 수 있다. 2010년 7월

에서 2011년 10월까지 당국이 수사기관에 이첩한 계좌대여 업체만 해도 194곳에 이르고 있는 실정이며¹⁶⁾ 최근에는 조직폭력배가 연루된 사례도 적발되고 있다.¹⁷⁾

결과적으로 옵션매수전용계좌의 폐지와 기본예탁금의 강화는 투자자 보호의 관점에서 적절한 방향으로 보기 어렵다. 기본예탁금 제도는 점차적으로 실질적 투자자 보호 방안으로 대체하는 것이 합리적이다. 투자자가 파생상품계좌를 개설하려는 경우 금융투자업자는 투자의 목적을 살피고 적합성과 적정성을 보다 면밀하게 검토함으로써 위험감내도가 낮은 개인투자자의 진입을 억제하도록 하는 게 바람직한 방향이다.¹⁸⁾

나. 옵션승수 인상의 문제점

기본예탁금과 함께 쟁점이 되는 규제는 옵션승수의 인상이다. 사실 대표적 파생상품인 주가지수 파생상품의 승수를 조정하는 사례는 세계적으로 많지 않다.¹⁹⁾ 특히, KOSPI 200 옵션승수 인상의 목적처럼 파생상품시장의 거래량 및 거래대금을 동시에 감소시켜 투기적 거래를 억제하겠다는 목적의 승수 인상 사례는 외국에

14) 한국거래소(2006).

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

16) 금융감독원(2011).

17) 홍인기(2014).

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

19) 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.

〈표 III-2〉 주요 지수선물·옵션의 계약금액 비교

순 위	지수선물			지수옵션		
	상품명	승수	원화환산	상품명	거래단위	원화환산
1	E-mini S&P 500(미)	\$50	90백만원	KOSPI 200	50만원x0.01	5,000원
2	RTS(러시아)	\$0.02	0.1백만원	S&P CNX NIFTY(인도)	10루피	210원
3	EURO STOXX 50(독)	10	40백만원	EURO STOXX 50(독)	1	1,400원
4	Nikkei 225 mini(일)	¥100	16백만원	S&P 500(미)	\$100	1,100원
5	CSI 300(중국)	元300	130백만원	Sensex(인도)	0.75루피	16원
6	S&P CNX NIFTY(인도)	50루피	6백만원	CBOE Volatility(미)	\$1	1,400원
7	E-mini NASDAQ 100(미)	\$20	67백만원	TAIEX(대만)	NT\$5	200원
8	KOSPI 200	50만원	129백만원	BSE 100(인도)	0.75루피	16원
9	ISE 30(터키)	TRY 100	5.5백만원	TA 25(이스라엘)	100세켈	30,000원
10	Bovespa Mini(브라질)	BRL 0.2	5.5백만원	DAX(독)	0.5	700원

자료: FIA, 각국 거래소

서 찾아 볼 수 없었다.

오히려 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 1억3천만원에 이르고 있어 중국의 CSI 300 선물과 함께 주요 주가지수 선물²⁰⁾ 중 가장 높은 수준이다(<표 III-2> 참조). KOSPI 200 지수가 지금 수준에서 크게 하락하지 않는 한 시간이 갈수록 승수의 재인하 또는 미니상품의 도입 필요성은 증가할 것

이다.

다. LP 호가제한조치의 문제점

ELW 시장에서 LP 호가제한조치의 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 독려하였으며²¹⁾, 1차 건전화 방안에서는 LP 평가에 따른 조치를 강화하기까지 하였다.²²⁾

따라서 LP에 대한 호가제한조치는 ELW 시장의 유동성에 미친 효과도 심각하지만²³⁾ 기존의 규제방향과도 상충된다고 하겠다. 비록

20) 2013년 거래량 기준으로 세계 20위 상품을 의미한다.

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

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

긴급한 상황에서 초단기 매매를 억제하기 위해 취해진 불가피한 조치였지만 시장의 건전한 발전을 위해서 호가제한조치는 합리적 방향으로 개선될 필요가 있다. 예를 들어 LP의 유동성 공급을 유지하면서도 호가 제출의 최소 시간간격을 설정하도록 한다면 우려되는 문제점을 충분히 방지할 수 있을 것이다.

VI 발전과제

가. 국내외 규제특징 비교

국내파생상품시장의 발전을 위해서는 이슈별로 합리적 규제틀을 마련하는 것이 필요하다. 기본예탁금에 근거한 개인투자자 진입규제, 옵션승수 인상, LP 호가제한 등은 앞서 기술한 문제점들을 고려하여 합리적 수준으로 재설정하는 것이 시급하다.

그런데 국내파생상품시장 규제의 보다 근본적인 문제는 새로운 규제를 마련하고 집행하는 과정의 프로세스가 명확하지 않은 점이라고 할 수 있다. 아무리 완벽한 파생상품시장 규제체계를 가지고 있더라도 끊임없이 변화하는 파생상품시장의 속성상 새로운 유형의 사고가 발생하는 것을 모두 막을 수는 없다. 오히려 파생상품시장에서 발생하는 사고의 사후대책을 수립하고 실행에 옮기는 프로세스의 구축과 규제 원칙이 더 중요하다고 할 수 있다.

2008년 글로벌 금융위기 이후 발생한 파생상품시장의 주요 사고들을 보면 2009년 4월 ELS 불공정거래 사건, 2010년 11월의 옵션만

기일 사태, 2010년 10월에서 2011년 12월 사이의 ELW 시장에 대한 3차례 건전화 방안, 2013년 12월 주문오류 사태 등이라고 할 수 있다.

그런데 각 사고들에 대한 제도개선 방안 발표까지 소요된 기간을 보면 ELS 불공정거래는 5개월, 옵션만기일 사태는 2개월, 주문오류 사태에는 1개월이었다. 파생상품시장의 복잡성을 감안하면 사태 분석과 개선방안 마련에 충분한 기간이라고 보기는 어렵다. 또한 ELW 사태에 대한 3차례 개선안은 14개월 동안 7개월 주기로 발표되었으며 전술하였듯이 서로 불일치하는 모습도 나타났다.

금융선진국이라고 할 수 있는 미국, 영국, 홍콩 등을 보더라도 파생상품관련 금융사고와 변화하는 시장에 따른 새로운 규제는 계속 나타나고 있다. 미국의 경우, 2010년 5월 6일 다우존스 지수가 한때 9.2%나 폭락하는 이른바 “Flash Crash” 사태가 발생하였다. 2011년 7월에는 Peregrine 금융그룹이 고개예탁금을 무단으로 사용하다가 고객들에게 2억 달러의 손해를 끼치고 파산하였으며, 2011년 10월에는 파생상품 중개회사 MF Global이 고객 자산을 유용하다가 갑자기 파산하기도 하였다.

미국 금융당국은 각 사건이 발생한 후 사건의 원인분석과 대안마련에 들어가 Flash Crash에 대해서는 2010년 9월 SEC/CFTC 공동보고서를 발표하고 서킷브레이커 적용 중목을 확대하는 등의 조치를 취하였다. Peregrine과 MF Global 사태에 대해서는 2012년 11월 미의회 보고서가 발표되었으며 2013년 10월 고객펀드

23) LP 호가제한조치 이후 2014년 상반기의 일평균 거래대금은 844억원으로 2010년 거래대금 1조 6,374억원의 9.9%에 불과하다.

보호를 강화한 금융당국의 규정이 제정되었다.

영국에서는 2000년대 들어서 개인투자자를 대상으로 한 복잡한 구조화상품이 늘어나고 불안전판매 가능성이 커지자 2006년 6월 “소매 시장 판매방식 검토(Retail Distribution Review, 이하 RDR)” 프로젝트에 착수하였다. 직접적인 대형 금융사고가 있었던 것은 아니지만 금융당국과 업계는 10여개의 보고서를 발표하며 도출한 합의안을 2012년 12월 31일부터 실행하였다. 실행 이후에도 3차례에 걸쳐 업계 실태 조사와 의견을 수렴하였다.

홍콩은 2008년 9월 리먼사태로 리먼 브라더스가 개인투자자에게 판매한 신용파생연계 구조화채권인 미니본드의 대규모 손실사태를 겪었다. 이에 홍콩 금융당국은 조사단을 구성하여 2008년 12월 현황 보고서와 2010년 5월 정책제언 보고서를 발표하고 나서 구조화상품에 대한 규제를 강화하였다. 또한 ELW 시장이 급성장하면서 투자자 보호에 대한 우려가 커지자 2006년과 2012년에 금융당국과 거래소는 업계 의견을 수렴하여 가이드라인을 발표하기도 하였다.

미국, 영국, 홍콩의 특징을 보면 사건 발생 이후 충분한 시간을 가지고 사건의 진상을 확인한 다음 그 결과를 문서화된 보고서 형태로 공개한다는 공통점이 있다. Flash Crash 사태에서는 사고 발생 4개월 후 대책이 발표되었으며, Peregrine과 MF Global 사태에서는 사고 1년 후에 의회보고서가 나왔으며 투자자 보호 강화안은 2년이 지나서야 취해졌다. 영국의 RDR은 무려 6년 6개월 동안 문제점의 인식과 개선안에 대한 논의가 이루어졌다. 홍콩의 미

니본드는 업계의 적극적 참여 속에 6년을 주기로 가이드라인이 나오고 있다.

나. 규제 프로세스의 구축 방향

국내파생상품시장의 사고 발생에서 제도개선안 발표까지 기간과 주요국의 기간을 비교하면 국내는 최대 4개월 이내에 문제를 모두 해결하려고 하는 반면에 미국, 홍콩에서는 최소 4개월 이상 2년 정도의 기간이 소요되고 있다. 영국 금융당국은 장기 프로젝트에 6년 이상을 사용하고 있다. 한마디로 금융선진국은 한국에 비해 사건 처리에 훨씬 많은 시간과 노력을 쏟고 있다고 할 수 있다.

따라서 국내파생상품시장의 규제 프로세스도 보다 정교하고 체계화 할 필요가 있다. 단기적인 제도개선안 도출을 목표로 삼기보다는 충분한 시간과 전문인력을 투입하여 근본적인 처방을 도출하도록 하는 것이 중요하다.

예를 들어 파생상품시장에서 사고가 발생하는 경우에는 전문가들로 실무그룹을 구성하고 충분한 연구와 논의를 거쳐 사태의 원인이 명확해지면 백서형식의 보고서²⁴⁾로 원인 분석과 개선방안을 작성하여 공개하는 것이 필요하다. 그리고 이해관계자들의 충분한 의견을 듣고 피드백 과정을 거친 다음 제도개선안의 초안을 작성하고 다시 피드백을 거쳐 최종안을 마련하여 시행하는 것이 필요하다. 또한 시행 이후에도 규제효과를 검증하도록 함으로써 오류를 최소화하는 절차가 요구된다.

24) 가능하면 영문 보고서를 동시에 발간하는 것이 바람직하다.

〈그림 IV-1〉 파생상품 규제 프로세스 개선 방향



사고발생이 아니어도 영국의 RDR처럼 금융당국의 선제적 대응이 필요한 사항이 생기면 문제인식 단계에서 전문가 그룹을 결성하여 공론화 보고서를 작성하고서 사고발생 후 프로세스와 동일한 절차를 밟으면 될 것이다.

인상도 지수 상승에 따른 KOSPI 200 선물·옵션의 상품성을 고려하여 미니 선물을 포함한 대안 마련이 필요하다. ELW 시장에서 LP의 활동을 제한하기보다 그 본연의 기능을 유지하면서 불공정 거래를 규제하는 것이 보다 합리적이다.

V 맺는 말

극심한 거래침체에 빠져있는 국내파생상품시장의 개선을 위해서는 시장참여자와 금융당국 모두의 노력이 필요한 상황이다. 그렇다고 시장의 활성화가 2010년 이후 도입된 규제조치들의 목표인 과도한 투기적 거래의 방지와 개인투자자의 보호 강화를 훼손하는 방향이어서는 안 될 것이다.

짧은 시간 안에 도출된 기존 파생상품시장 규제를 다시 점검하여 그 효과를 점검하고 문제점이 나타난 규제들에 대해서는 의도한 규제 목표를 달성하기 위한 방향으로 수정할 필요가 있다. 우선 개인투자자 보호를 위해 지나치게 기본예탁금에 의존하는 정책은 개선될 필요가 있다. 증권회사가 투자권유의 제반 원칙을 실질적으로 준수하도록 만들어야 한다. 옵션수수

마지막으로 파생상품시장의 장기적 발전을 위해서는 예측가능하고 투명성이 보장되는 규제 프로세스의 구축이 필수적이다. 충분한 시간 속에 이해관계인의 의견을 수렴할 수 있는 절차가 마련된다면 규제 원칙을 달성하면서도 시장참여자의 창의성과 적극성이 다시 시장의 활력을 불어넣을 것이 확실하다. 1

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 마

진시장 건전화 방안, 보도자료, 2011b (12. 1).
금융위원회, 파생상품시장 발전방안, 보도자료,
2014 (6. 17).
한국거래소, 옵션매수전용계좌 도입 등 선물시
장 제도개선, 보도자료, 2006 (12. 15).
홍인기, 투자전문가 낀 조폭, 1,200억대 불법 선
물거래, 서울신문, 2014 (5. 7).

FCA, <http://www.fca.org.uk/firms/firm-types/sole-advisers/rdr>
CFTC, SEC, 2010, Findings Regarding the Market
Events of May 6, 2010.
SFC, 2010, Consultation conclusions on proposals
to enhance protection for the investing public.