Eurex 시장을 통해 살펴본 국내 파생상품시장 마켓메이커 제도 발전방향

김동현*

Ⅰ. 머리말
Ⅱ. Eurex 마켓메이커 제도 현황
Ⅲ. 코스피200옵션선물 마켓메이커 현황 및 성과
Ⅳ. 국내제도와의 비교
Ⅴ. 국내시장에 대한 시사점

1. 머리말

1. 마켓메이커의 등장[1)]

마켓메이커[2)]는 자본주의 발전역사에서 때와 장소에 따라 명칭과 활동영역을 달리하며 중대한 역할을 수행하여 왔다. 커피점에서 정보를 교환하며 주식중개를 하던 증권중개업자들에 의해 현대 거래소의 효시로 여겨지는 런던증권거래소(LSE)가 1802년에 설립되면서 자버(jobber)라고 불리는 딜러들이 현재 마켓메이커에 해당하는 업무를 담당했었다. 당시에는 브로커와 딜러의 업무영역이 명확히 구분되어 있어 자버는 브로커 요청거래를 객장(floor)에서 이행하는 동시에 회사자본을 활용하여 매도 · 매수 가격(two-way price)을 제시하며 시장조성 활동에도 기여했다. 이러한 역할은

* 한국거래소 파생상품 시장본부 글로벌 시장운영팀
본고의 내용은 한국거래소의 공식적인 의견과는 무관합니다.
1) "The London and New York Stock Exchanges 1850-1914"(R.C. Michie, 1987)를 참조하였다.
2) 국내 관련 규정에서는 "시장조성자"로 되어 있으나, 본고에서는 편의상 "마켓메이커"로 통칭한다.

미국에서는 스페셜리스트(specialist)라고 불리는 업자들에 의해 수행되었으며, 영 · 미 국가 이외의 증권시장에서도 유사한 업무를 수행한 집단들이 존재해 왔다.

1986년 영국에서 소위 빅뱅(Big Bang)으로 불리는 금융대개혁이 이루어진 이후, 브로커와 딜러 간의 겸업이 허용되면서 브로커가 기존 업무영역에 딜러업무를 더하여 활동영역을 넓히는 가운데 대형 브로커-딜러에 흡수되지 않은 자버는 마켓메이커 업무에 치중하는 되는 결과를 가져왔다. 마켓메이커는 시장에 유동성을 공급하는 한편, 지속적인 가격제시로 투자자의 매매주문이 보다 유리한 조건으로 이루어질 수 있도록 기여해 왔다. 비록 2000년대 중후반 글로벌 IB들이 고객의 매도 · 매수 주문 사이에서 마켓메이커 역할을 악용하며 과도한 수익을 추구한 것이 2008년 금융위기의 한 원인으로 지목받기도 했지만, 마켓메이커가 시장활성화에 지속적으로 기여해 온 것은 부인할 수 없는 사실이다. 특히, 이러한 마켓메이커 활동은 북미나 아시아권보다는 유럽에서 더욱 두드러져 왔으며, 상대적으로 역동성이 약한 유럽시장이 꾸준히 성장할 수 있는 원동력이 되어 왔다.

2. 조사 배경

최근 성장이 정체된 국내 파생상품시장이 한 단계 더 도약하기 위해서는 신상품 개발로 투자자의 니즈를 충족시키는 동시에 지속적인 유동성 공급을 통하여 시장 전반을 활성화시키는 것이 중요하다. 이에, 기존 상품 중 거래가 부진한 상품의 거래를 활성화시키고 향후 신규 상장되는 상품이 조속히 성장하여 안착될 수 있도록 효과적인 시장인프라를 구축하는 것이 필요하다.

특히, 국내시장은 주문주도형(order-driven)으로 상호경쟁적 주문에 의해 거래가 체결되어 시장투명성은 높으나 거래가 부진한 상품은 호가 부족으로 투자자의 외면을 받게 되는 경향이 있다. 따라서 주문주도형 시장의 단점을 보완할 수 있는 마켓메이커 제도의 적극적인 활용은 시장에 지속적인 유동성을 공급할 수 있는 단초가 될 수 있다. 그간 국내시장에서도 마켓메이커와 관련된 제도를 만들고 지속적으로 이를 개선하여 왔으나, 해외시장 사례에 비해 활용이 제한적이고 전문적인 마켓메이커가 없는 관계로 시장활성화에 대한 그간의 기여도는 높게 평가하기가 어렵다.

따라서, 현시점에서 국내 마켓메이커 제도 현황을 평가하고 해외거래소 성공사례를 분석하여 국

내시장에 대한 시사점을 도출하는 것은 의미가 있을 것으로 사료된다. 해외거래소 성공사례로는 다양한 상품군과 이에 따른 세분화된 제도를 갖추고 있는 파생상품시장 중에서도 마켓메이커 활동이 활발한 유럽시장에 속하는 거래소를 중점적으로 살펴보고자 한다. Eurex는 세계적인 파생상품 거래소[3]로서 성공적인 상품을 다수 보유하고 있으며, 마켓메이커의 시장참여 비중이 높고 관련 제도가 잘 구비되어 있는 거래소이다. 특히, Eurex는 한국거래소와 연계시장을 개설하여 성공적으로 운영하고 있으며, 이러한 연계시장 성공의 근저에는 시장초기 마켓메이커의 활발한 참여가 있었다. 이러한 사항들을 감안하여 Eurex 마켓메이커 제도를 국내 제도와 비교분석하고, 이를 바탕으로 국내시장 마켓메이커 제도의 발전방향을 모색하고자 한다.

Ⅱ. Eurex 마켓메이커 제도 현황

1. 마켓메이커 종류 및 자격요건

Eurex에서 운영하는 마켓메이커 프로그램은 크게 옵션상품이냐 선물상품이냐에 따라 구분된다. 옵션상품의 경우 상품별로 적용되고 있는 마켓메이커 프로그램 중에서 매매회원(trading member)이 선택하여 마켓메이커로 참여할 수 있다. 옵션상품의 마켓메이커 프로그램으로는 "Regular Market Maker(RMM)", "Permanent Market Maker(PMM)", "Advanced Market Maker(AMM)" 등의 세 가지 종류를 두고 있으며, 상품에 따라 이 중 일부 또는 전체를 운영하고 있다. 옵션상품과는 달리 선물상품은 기본적으로 유동성이 부족한 상품을 대상으로 미리 정해진 기간 동안 "Designated Market Maker(DMM)" 프로그램만 운영하고 있으며, Eurex가 승인한 회원들만이 참여할 수 있다. 하지만 실제 운영을 하는데 있어서는 유동성이 부족한 상품뿐만 아니라 세계적인 상품인 EURO STOXX50 선물 등에도 DMM 제도가 적용되고 있으며, 기간도 시장상황에 따라 연장되는 등 탄력적인 운영을 보이고 있다.

3) 2012년 거래량 기준으로 세계 2위 (2,291백만 계약)에 해당한다.

옵션상품의 경우, 마켓메이커 전용계좌(M-account)를 계설한 모든 매매회원은 각 상품 및 패키지에 마켓메이커로 참여하는 것이 가능하다. 별도의 가입 또는 승인절차가 없으며, Eurex가 상품별로 정하고 있는 의무를 이행하는 경우 마켓메이커로 인정받게 된다. 이때 마켓메이커 의무이행 여부는 M-account를 통해 제출되는 호가로 자동평가 되고, 월별활동 평가를 통해 사후적으로 마켓메이커로 인정받게 된다. 이에 반해, 선물상품의 경우에는 지정된 대상상품에 대해 회원의 신청을 받아 Eurex 경영이사회가 승인한 회원만이 마켓메이커로 활동을 하게 되는데 마켓메이커 의무준수여부는 Eurex에 의해 수시로 모니터링 된다.

표 1 마켓메이커 유형별 특성

구분	마켓메이커 종류	적용 상품	주요 의무	참여 방법
옵션	Regular Market Maker (RMM)	· 유동성이 상대적으로 부족한 옵션상품	· 투자자의 호가제시 요청에 응대	· 회원이 RMM 적용상품 중 개별적으로 선택
	Permanent Market Maker (PMM)	· 모든 옵션상품	· 해당상품의 특정 종목에 대해 지속적으로 호가제시	· 회원이 전체 옵션 중 개별적으로 선택
	Advanced Market Maker (AMM)	· 지정된 패키지 * 주식옵션, 주가지수옵션, 또는 채권선물옵션으로 구성	· 패키지내 상품별로 특정 종목에 대해 지속적으로 호가제시	· 회원이 Eurex가 제공하는 패키지 중에서 선택
선물	Designated Market Maker (DMM)	· 유동성이 상대적으로 부족한 선물상품	· 해당상품에 대해 지속적으로 호가제시	· 신청자 중 Eurex가 승인한 회원사

2. 마켓메이커 의무

마켓메이커는 Eurex가 정한 호가제시 의무를 이행하여야 하며, 호가제시 의무는 상품별, 마켓메이커 프로그램별로 상이하게 나타난다.

RMM의 의무는 호가제시 요청에 대한 응대(RFQ)에 초점이 맞추어져 있다. 투자자의 호가제시 요청 건수에 일정 비율(50~70%) 이상 응대하여야 하며, 정해진 일일 최대호가제출 건수가 넘어가면 RFQ에 응대할 의무가 없다. 통상 호가제시 요청을 받은 후 1분 이내에 호가를 제시하여야 하며

최소 10초간 호가를 유지해야 한다. RMM 프로그램이 적용되는 상품으로는 주식옵션, 주가지수옵션, Money Market 옵션[4] 등이 있다. RMM 호가제시 의무의 예로 Money Market 옵션을 살펴보면 마켓메이커는 호가제시 요청 건수에 대해 최소 70%이상 응대하여야 하며, 일일 최대 150건까지 호가제시 의무를 이행하여야 한다. 이때, 결제월 및 가격에 따라 최소호가수량 및 최대호가간격[5]이 다르게 정해진다.

표 2 Money Market 옵션 최소호가수량

첫 번째 만기 종목 (이하, '결제월 1')	200계약
두 번째 만기 종목 (이하, '결제월 2')	100계약
세 번째 만기 종목 (이하, '결제월 3')	50계약
네 번째 만기 종목 (이하, '결제월 4')	50계약

표 3 Money Market 옵션 최대호가간격

매수가격	최대호가간격			
	결제월 1	결제월 2	결제월 3&4	만기전 5거래일
0.01~0.09	0.05	0.09	0.14	0.09
0.10~0.29	0.06	0.12	0.18	0.09
0.30~0.99	0.09	0.18	0.27	0.12
1.00~999.99	0.12	0.24	0.36	0.12

PMM의 호가제시 의무는 지속적인 호가제시에 초점이 맞추어져 있다. 일정 만기 범위 내의 결제월[6]에 대해 기초자산 가격에 가장 가까운 행사가격을 기준으로 정해진 수의 행사가격 종목에 대해 지속적으로 호가제시를 하여야 한다. 규정상 RFQ 의무도 부과 가능하나, 현재는 거의 적용되고 있지 않는 실정이다. PMM 프로그램은 모든 옵션 상품에 대해 적용이 된다. PMM 호가제시 의무의 예로 주식옵션 및 주가지수옵션을 살펴보면, 마켓메이커로 인정받기 위해서는 월평균 기준으로 거

4) 1년 이내 단기금리 상품으로 3-month EURIBOR 선물옵션 등 5개 상품이 거래되고 있다.
5) 호가제시 의무가 발생하지 않는 최대 허용가능한 매수호가와 매도호가 간의 간격을 의미한다.
6) 예를 들어, '만기 6개월 내의 모든 결제월' 과 같은 형태로 지정된다.

래시간의 85% 이상에 대해 지속적으로 매수 · 매도 호가를 제시하여야 하며, 지정된 결제월물에 한해 기초자산의 현재가격과 가까운 7개 행사가격(strike price window) 중에서 5개 행사가격[7]을 선택하여 콜 · 풋 종목에 지속적으로 호가를 제시하여야 한다. 즉, 일정 만기 내의 각 결제월물마다 10 종목에 대해 호가를 제시하는 것이다. 가격 및 거래량 등을 감안하여 최대호가간격 및 최소호가수량은 상품별로 다르게 정해진다.

AMM의 호가제시 의무는 PMM 호가제시 의무와 유사하나, 단 패키지 내의 모든 상품에 대해 호가제시 의무를 이행하여야 한다는 것이 다른 점이다. AMM 프로그램은 주식옵션, 주가지수옵션, 또는 채권선물옵션 상품 등으로 구성된 패키지에 적용된다. 예를 들면 'French 패키지'는 Eurex에 상장된 모든 프랑스 주식옵션, 'EURO STOXX 50 패키지'는 EURO STOXX 50 지수옵션 및 구성종목의 모든 주식옵션, 'Fixed Income 패키지'는 유로화로 표시된 모든 채권선물옵션으로 구성된다. AMM 적용상품 중 주식옵션 및 주가지수옵션 패키지에 대한 의무를 살펴보면, 일단 호가제시 시간, 호가제시 종목, 최대호가간격, 최소호가수량 등은 PMM의 호가제시 의무와 동일하다. 다만, 패키지 내에서 필수(compulsory)로 분류되는 상품은 지정된 종목에 대해서 호가제시 의무를 이행하여야 하고, 그렇지 않은 상품에서는 매월 일부 호가제시 의무를 면제받을 수 있다. 주로 패키지 내의 주가지수옵션 상품은 필수로 분류되며, 주식옵션 상품의 경우 일정 수의 개별상품에 대해서는 호가제시 의무 면제가 가능하다. 예를 들며, EURO STOXX 50 패키지에서는 EURO STOXX 50 지수옵션은 필수이고, 지수를 구성하는 개별주식옵션 50개 중 9개에 대해서는 호가제시 의무 면제가 가능한 것이다.

선물상품에 적용되는 DMM의 의무 역시 최대호가간격, 최소호가수량 조건하에서 전체 거래시간의 일정비율(주로 80%) 이상 지속적으로 호가를 제시하는 것이다. 상품별로 DMM 운영기간이 정해지며, 필요에 따라 연장이 가능하다. DMM제도는 EURO STOXX 50 등과 같은 대표상품을 포함해 다양한 상품에 폭넓게 적용되고 있다.

7) 일부 상품은 15개 행사가격 중 7개 행사가격을 선택하는 경우도 있다.

표 4 DMM 대상상품

상품	적용 기간
– EURO STOXX® – EURO STOXX® L/M/S Index Futures – EURO STOXX 50®	2013. 12. 31까지
– STOXX® Europe 50 – EURO STOXX® Select Dividend 30 Index Futures – EURO STOXX 50® ex Financials Index Futures – STOXX® Europe 600 – STOXX® Europe L/M/S 200 Index Futures – Single Stock Dividend Futures – SMI® Dividend Futures – Sector Index Dividend Futures	2013. 12. 31까지
– RDX® USD Index Futures	2014. 03. 31까지
– MSCI Index Futures – VSTOXX® Mini Futures – Three-Month EURIBOR Futures – Single Stock Futures on components of the blue chip indexes EURO STOXX 50®, DAX®, CAC 40®, FTSE MIB® Index, AEX® Index, IBEX 35® Index and SMI®	2014. 12. 31까지
– Mid-Term Euro-OAT Futures	2015. 06. 31까지

* '13. 6월말 기준

3. 마켓메이커 인센티브

Eurex는 옵션상품에 대해 월별로 평가하여 마켓메이커 의무를 충족하는 경우에는 M-account를 통해 거래한 해당상품의 거래수수료 및 행사수수료의 일정 부분을 환급(refund)해 주고 있다.

표 5 옵션상품 마켓메이커 수수료 환급비율

상품/상품군	RMM 및 PMM		AMM	
	Order Book and Exercises	OTC entries	Order Book and Exercises	OTC entries
– Equity Index Options	55 %	40 %	80 %	60 %
– Equity Options	55 %	40 %	80 %	60 %
– Eurex-KOSPI-Daily-Futures-Contracts	50 %	50 %	n. a.	n. a.
– Gold-Futures – Silver-Futures – Gold-Options – Silver-Options	75 %	n. a.	n. a.	n. a.
– Options on Exchange Traded Index Fund Shares	50 %	50 %	75 %	75 %
– Options on Three-Month EURIBOR Future – One-Year EURIBOR Mid-Curve Options on Three-Month EURIBOR Future	80 %	80 %	n. a.	n. a.
– Options on Euro-Bund – Options on Euro-Bobl – Options on Schatz-Future	80 %	70 %	90 %	85 %
– Xetra-Gold®-Options	50 %	n. a.	n. a.	n. a.

선물상품의 경우에도, 기본적으로 상품에 따라 거래 및 청산수수료의 일정비율(50~80%)을 환급해 주는 제도는 옵션상품과 동일하다. 상품별 사례를 보면, EURO STOXX50의 경우 수수료의 50%를, 개별주식선물의 경우에는 수수료의 80%를 환급하고 있다. 다만, 이러한 수수료 환급 이외에도 예외적으로 유동성이 저조한 상품에 대해서는 추가 인센티브를 제공하기도 한다. 유동성이 저조한 상품 중에 하나인 EURIBOR선물[8]을 예로 들자면, 마켓메이커 활동에 대한 기본 인센티브로 모든 거래 및 청산 수수료를 환급해 주고, 추가 인센티브로 거래량이 특정 목표치[9]를 상회하는 경우 수익의 50%를 거래량 상위 5개 마켓메이커에게 배분하도록 되어 있다.

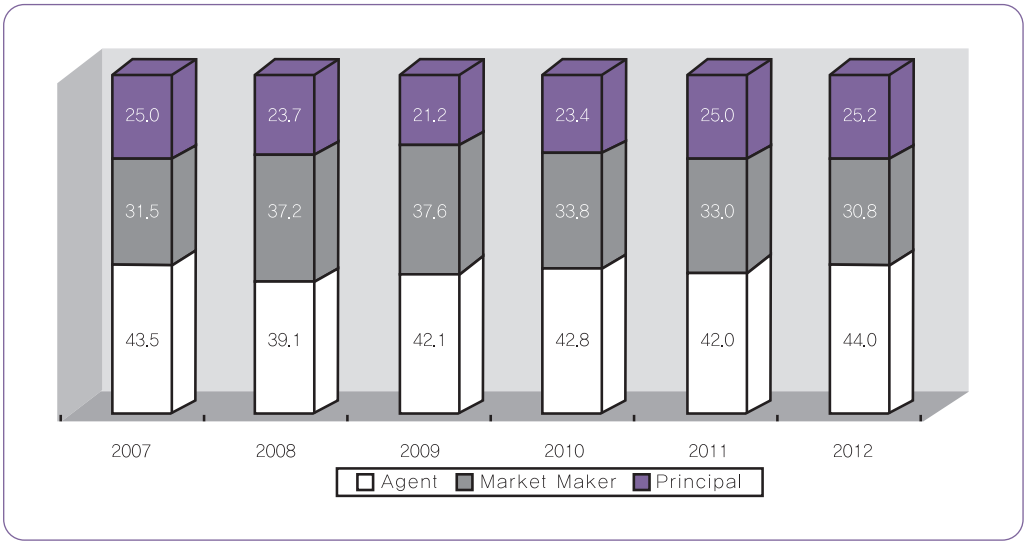
8) 2012년 4사분기 일평균거래량은 238계약, 2013년 1사분기 일평균거래량은 778계약이었다.
9) 2013년에는 '분기별 일평균거래량이 2012년 4분기 일평균거래량을 8,000계약 초과하여 거래되는 경우'로 설정되어 있다.

4. 마켓메이커 시장참여 현황

옵션상품에 대해서는 60개사가 넘게 마켓메이커로 활동하고 있으며, 상품별로는 적게는 2사에서부터 많게는 22사까지 참여하고 있으며, 이 중에서도 마켓메이커에 특화되어 적극적으로 활동하는 회원으로는 Optiver V.O.F, Uncredit, Archelon, WEBB Traders 등을 들 수 있다. 선물상품의 경우 40여사가 마켓메이커로 참여 중이며, 상품별 마켓메이커 수는 대체로 2~5사 수준으로 옵션상품에 비해 적은 편이나 EURO STOXX 50 지수선물과 같이 많은 회원사(17사)가 참여하는 경우도 있다.

Eurex 시장에서는 전체거래량 중 M-acconut 비중이 30%[10]를 상회할 정도로 마켓메이커의 거래참여가 활발하며, 자기거래 비중도 25%에 이른다.

그림 1 마켓메이커(M-account) 거래량 비중

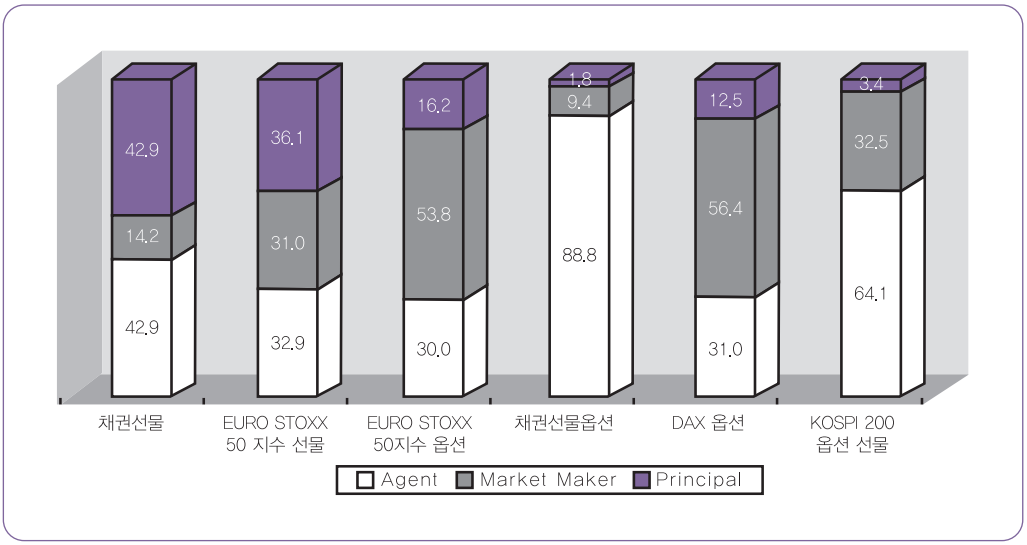


* Eurex의 Monthly Statistics '12년 12월 통계자료

상품별로는 지수상품에서 마켓메이커의 거래비중이 높게 나타나는 경향을 보인다. '12년에는 지수옵션인 DAX옵션(56.4%), EURO STOXX50 옵션(53.8%) 등에서 마켓메이커 시장참여율이 높았으며, 코스피200옵션선물도 마켓메이커의 참여(32.5%)가 활발한 편이었다.

10) M-account를 통해 체결된 거래 기준이며, 실제 Market maker로 인정받는 거래량과는 차이가 있을 수 있다.

그림 2 '12년 주요상품별 마켓메이커(M-account) 거래비중



* Eurex의 Monthly Statistics '12년 12월 통계자료

Ⅲ. 코스피200옵션선물 마켓메이커 현황 및 성과

1. 코스피200옵션선물 마켓메이커 현황

한국거래소와 Eurex는 2010년 8월 30일 연계시장을 개설하여 그동안 성공적으로 운영하여 왔다. 연계상품 구조를 간단히 살펴보면, 코스피200옵션을 기초자산으로 하는 "1일 만기 선물"(코스피200옵션선물)이 Eurex에 상장되어 거래되고, Eurex 시장에서의 미결제약정은 익일 국내시장 개장전에 '협의거래' 형태로 국내시장으로 이관되는 형태이다.

Eurex 시장에서 코스피200옵션선물은 상품 특성상 옵션상품으로 분류되며, 마켓메이커 프로그램으로는 PMM만 운영되고 있다. 마켓메이커는 월평균 거래시간의 70% 이상 지속적인 매수 · 매도 호가를 제시하여야 하는데, 구체적으로는 만기가 가까운 2개 결제월물의 17개 행사가격 범위(window)[11] 중에서 선택한 9개의 행사가격의 콜 · 풋 종목에 대해 지속적으로 호가를 제시하는 것

11) 행사가격 범위(window)는 CME Globex에서 거래되는 코스피200선물의 최근월물의 현재가격을 기준으로 설정된다.

이다. 최소호가수량으로는 최근월물 10계약, 차근월물 5계약으로 정해져 있으며, 최대호가간격은 가격수준에 따라 조금씩 상이하다.

표 6 코스피200선물옵션 최대호가스프레드

Bid range (index point)	최대호가스프레드 (index point)	
	최근월물	차근월물
≤ 1.50	0.15	0.20
≤ 20.00	10%	15%
〉 20.00	2.00	3.00

월별 평가를 통해 마켓메이커로 인정되는 회원은 거래수수료 및 행사수수료의 50%를 환급(refund) 받게 되며, 현재 마켓메이커로는 6~7사가 활동하고 있다.

2. 코스피200옵션선물 마켓메이커 성과

코스피200옵션선물은 거래개시 이후, 마켓메이커 거래비중이 점진적으로 높아지는 가운데 거래량도 매년 2배 이상씩 급격히 증가하여 왔다. 개설초기부터 마켓메이커는 적극적인 시장참여로 전체거래량의 30% 정도를 도맡아왔으며, 참여 회원수 및 거래규모 증가에 따라 점차 역할을 확대하여 2013년 1~9월에는 46%의 거래비중을 차지하게 되었다. 이는 동기간 Eurex 시장의 다른 주요 주가지수옵션 상품의 마켓메이커 거래비중[12]과 비교시 특별히 높은 편은 아니다. 즉, Eurex 시장 자체의 특성상 마켓메이커가 활발히 참여하고 있는 것으로 볼 수 있다. Eurex에서는 일반적으로 선물상품보다 옵션상품에서의 마켓메이커 비중이 높은 편이다[13]. 마켓메이커의 활발한 활동 속에 일평균거래량은 2011년 6만8천 계약 수준에서 2013년 8만4천 계약(거래승수 인상이전으로 환산시 42만 계약)으로 비약적으로 증가하였다.

12) 2013년 1~9월 동안 DAX옵션 및 EURO STOXX50옵션 마켓메이커 거래비중은 각각 54.1%, 55.1%로 나타났다.
13) 2013년 1~9월 동안 DAX선물 및 EURO STOXX50선물 마켓메이커 거래비중은 각각 25.9%, 28.5%로 나타났다.

표 7 코스피200옵션선물 연도별 거래현황

연도	전체거래량	일평균거래량	거래비중		
			Agent	Market Maker	Principal
2010	166,170	1,955	70.2%	29.1%	0.7%
2011	17,442,739	71,195	76.1%	23.9%	0.0%
2012	32,402,447	132,797	64.1%	32.5%	3.4%
2013*	15,398,394	84,144	51.4%	46.0%	2.6%

* '13. 1~9월
** '12. 6. 14 거래승수 인상(10만원→50만원)

2013. 8월말 기준으로 코스피200옵션선물 시장참여 매매회원은 총 16사이며, 활발한 시장참여를 보이는 9사 중 2사는 위탁영업에, 7사는 마켓메이커 활동에 중점을 두고 있다.

표 8 '13. 8월 회원사별 월간거래현황

매매 회원	회원별 전체		Agent		Market Maker		Principal	
	거래량(계약)	거래비중(%)	거래량(계약)	거래비중(%)	거래량(계약)	거래비중(%)	거래량(계약)	거래비중(%)
1	1,228,576	34.85	1,228,576	72.75	0	0.00	0	0.00
2	456,270	12.94	456,270	27.01	0	0.00	0	0.00
3	409,783	11.62	0	0.00	409,783	22.38	0	0.00
4	364,522	10.34	0	0.00	364,522	19.90	0	0.00
5	277,656	7.88	0	0.00	277,656	15.16	0	0.00
6	268,776	7.62	0	0.00	268,776	14.67	0	0.00
7	193,268	5.48	0	0.00	193,268	10.55	0	0.00
8	123,286	3.50	0	0.00	123,286	6.73	0	0.00
9	112,347	3.19	0	0.00	112,347	6.13	0	0.00
10	68,315	1.94	0	0.00	68,315	3.73	0	0.00
11	7,423	0.21	0	0.00	7,423	0.41	0	0.00
12	6,136	0.17	0	0.00	6,136	0.34	0	0.00
13	4,763	0.14	0	0.00	0	0.00	4,763	99.39
14	4,129	0.12	41,29	0.24	0	0.00	0	0.00
15	102	0.00	0	0.00	73	0.00	29	0.61
16	2	0.00	2	0.00	0	0.00	0	0.00
합계	3,525,354	100.00	1,688,977	100.00	1,831,585	100.00	4,792	100.00

* 매도 · 매수 합계 기준
** Eurex 회원사의 정보보호를 위해 매매회원명은 익명으로 표기

이상과 같은 시장성과를 볼 때, 마켓메이커는 개설 초기 유동성을 공급하며 조기에 거래활성화를 도모하는 한편, 지속적으로 시장참여를 늘여가며 유동성 증대에 기여를 함으로써 연계시장이 성공적인 시장으로 자리를 잡는데 중요한 역할을 수행했다. 즉, 기관투자자 참여 없이 개인투자자 간의 거래만으로는 시장형성에 한계가 있는 상황에서 마켓메이커가 개인투자자 간의 가격 간격을 메워주면서 매수, 매도 양쪽으로 충분한 유동성을 공급해 온 것이다.

Ⅳ. 국내제도와의 비교

1. 시장조성 대상상품

앞서 살펴본 바와 같이 Eurex시장에서는 특정상품에 한정하지 않고 시장전반에 걸쳐 마켓메이커 제도를 폭 넓게 운영하고 있다. 이에 반해 국내시장에서는 시장조성 대상상품이 신규 및 유동성 부족 상품[14]에 한정되어 있다. 현재 시장관리 측면에서 운영되는 시장조성 제도를 시장 전반의 유동성을 증진시키기 위한 관점에서 검토할 필요가 있어 보인다. 또한 회원에게 새로운 영업기회를 제공하고 전문적인 마켓메이커 양성의 토대를 마련하기 위해서도 대상상품의 확대는 필요하다.

표 9 시장조성 대상상품 비교

	KRX 파생상품시장	Eurex	Eurex 특징 (국내시장과 비교시)
대상 상품	· 최초 상장상품 또는 유동성관리 상품	· 옵션 : 모든 상품 · 선물 : Eurex 지정 상품 * 실질적으로 EURO STOXX50 선물과 같은 유동성이 풍부한 상품까지 포함하여 폭넓게 적용	· 대부분의 상품에 마켓메이커 제도 운영

14) 2013년 9월말로 10년국채선물 및 미니금선물의 시장조성기간이 종료됨에 따라 10월 현재 시장조성대상은 미국달러옵션 및 돈육선물 2개 상품이다.

2. 시장조성 기간

Eurex 시장 옵션상품에는 마켓메이커 활동기간에 제한이 없으며, 선물상품에는 특정상품에 대해 정해진 기간 동안 마켓메이커 프로그램을 운영하고 있으나 주요상품은 운영기간을 지속적으로 연장[15]하는 등 탄력적으로 적용하고 있다. 실제 Eurex는 Euro STOXX 50, STOXX Europe 50 등의 DMM 운영기간을 '12년말에서 '13년말로 연장[16]한 바 있다.

이에 반해 국내시장의 시장조성 기간은 필요에 따라 시장조성 기간 변경이 가능하다는 단서가 있기는 하지만 기본적으로 12분기 이내로 제한되어 있는 상황이다. 충분하지 못한 시장조성 기간으로 인해 해당 상품 거래가 조기에 정착되지 못하는 경우 사장될 위험이 있는 것이다.

표 10 마켓메이커 운영 기간 비교

	KRX 파생상품시장	Eurex	Eurex 특징 (국내시장과 비교시)
운영 기간	· 시장조성 개시 이후 12분기 이내 * 필요시 시장조성기간 변경 가능	· 옵션 : 제한 없음 · 선물 : 정해진 특정기간 * 주요상품에 대해 지속적으로 연장	· 지속적으로 유동성 공급의 한축을 담당할 수 있도록 유연하게 적용

3. 마켓메이커 자격요건

Eurex 시장에서는 마켓메이커에 대한 자격요건이 까다롭지 않은 편이다. 특히 옵션상품의 경우, 별도의 승인절차 없이 상품별로 지정된 의무를 이행하면 마켓메이커로 자동 인정되므로 회원사의 참여 폭이 넓다. 모든 매매회원이 마켓메이커 전용계좌 M-account를 개설할 수 있으며, 이를 통해 제출된 호가는 마켓메이커 활동 평가에 자동으로 계상된다. 국내시장에서는 한국거래소와 사전 계약을 체결한 회원사만이 시장조성자로 참여할 수 있고, 시장조성자에 대한 관리가 비교적 엄격한 편으로 다수 시장조성자의 자유로운 시장 진출입을 기대하기가 어렵다.

15) 주로 1년 단위로 연장되고 있다.
16) '2013.1.7일자 Eurex Circular를 참조하였다.

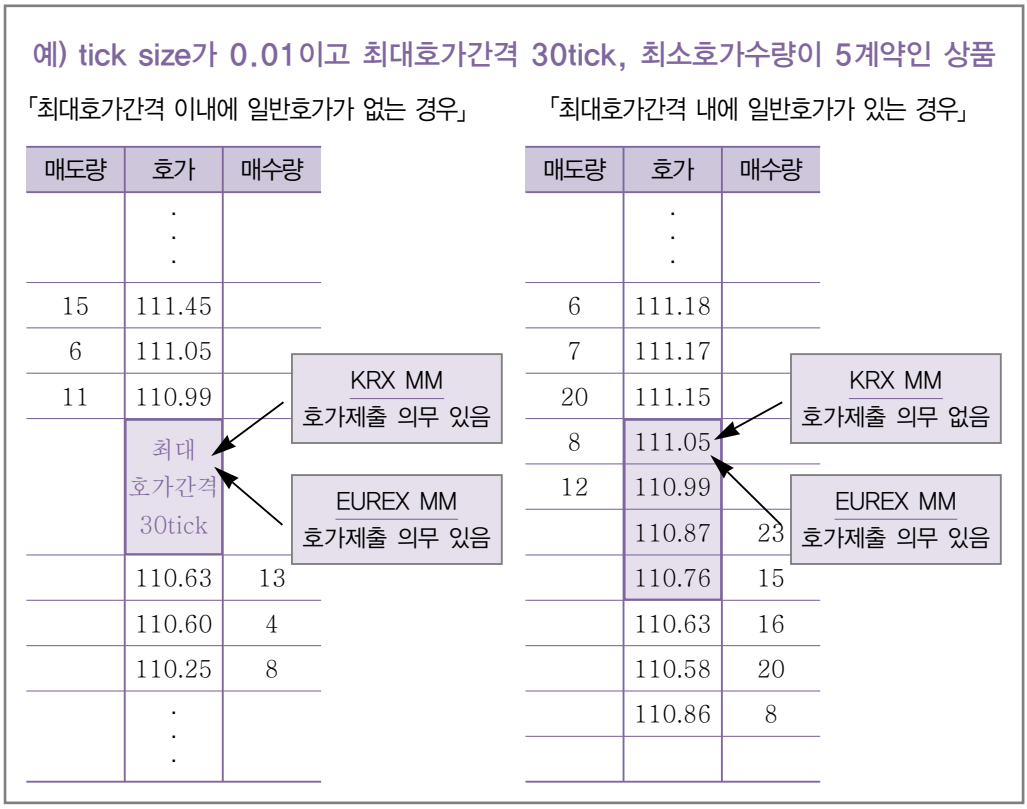
표 11 마켓메이커 요건 비교

	KRX 파생상품시장	Eurex	Eurex 특징 (국내시장과 비교시)
자격 및 요건	· 투자매매업자로서 결제회원 · 사전에 거래소와 계약체결	· 옵션 : 모든 매매회원 · 선물 : 지원하여 승인받은 매매회원	· 비교적 자격요건이 낮으며, 진출입이 자유로움

4. 호가제시 의무

Eurex 시장에서는 호가 공백과 상관없이 일정 거래시간(정규거래시간의 50~85%) 동안 지속적으로 호가제시를 통해 유동성을 공급해야 하는데 반하여, 국내시장에서는 최대 허용가능한 호가간격(최대호가간격)을 벗어나는 호가 공백이 발생하는 경우 이를 메우는 구조로 되어 있다. 또한 Eurex 시장에서는 호가제시가 매도-매수 양방(two-way quote)으로 이루어지지만, 국내시장에서는 일방의 호가(one-way quote)만 제시하여도 된다. 이로 인해 국내시장에서 최대호가간격은 허용가능한 호가공백을 뜻하지만, Eurex 시장에서는 여기에 동시 제출되는 매수-매도 호가의 허용가능 간격의 의미도 포함하고 있다.

아래 그림에서 알 수 있듯이, 매수-매도 호가가 최대호가간격 이상으로 벌어질 경우에는 국내시장 마켓메이커 및 Eurex 시장 마켓메이커 모두 호가제출 의무를 가지게 된다. 그러나, 호가 간격이 최대호가간격 이내인 경우에는 Eurex 시장 마켓메이커는 지속적인 호가제출의 의무를 지지만, 국내시장 마켓메이커는 호가제출 의무를 지지 않는다. 국내시장에서는 지속적인 호가제출 의무가 없으므로 유동성이 어느 정도 갖춰진 상품에서는 시장조성자의 역할을 기대하기가 어려운 반면, Eurex 시장은 거래가 양호한 상품에 대해서도 유동성에 추가적인 유동성이 공급될 수 있다.



Eurex 시장은 상품특성별로 최대호가간격 및 최소호가수량을 다양하게 적용하고 있다. 국내시장에서는 대체적으로 최대호가간격 간격이 넓은 편이며, 최소호가수량도 5계약으로 크기가 작은 편이다. 선물의 경우 10tick으로 고정되어 있던 최대호가간격이 최근 상품에 따라 10~100tick으로 변경[17]되었으나 여전히 상품 · 종목별 특성을 반영하는 데에는 한계가 있어 보인다.

표 12 상품별 최대호가간격 예시

국내시장				Eurex 시장(예시)	
상품	최대호가간격	최근월물가격	비율	상품	최대호가간격
10년국채선물	30tick	113.36	0.26%	EURO STOXX 배당선물	0.1%
미니금선물	60tick	46,380.00	1.29%		
돈육선물	30tick	3,425.00	4.38%	개별주식선물	0.2~0.3%

* 최근월물가격 : '13. 9월말 기준, Eurex 최대호가간격 : 최근월물가격 대비 비율

17) 현행 제도에서는 10년국채선물 30tick, 미니금선물 60tick, 돈육선물 30tick, 옵션상품 10tick으로 정해져 있다.

또한, 호가제시 시 Eurex 시장은 매수-매도 호가를 동시에 제출하는 양방호가(two-way quote) 제도[18]를, 국내시장에서는 매도 또는 매수의 한쪽 호가를 제출하는 일방호가(one-way quote) 제도를 적용하고 있다. 아래 그림은 국내회원사 A, B는 일방호가 제출을, Eurex 회원사 C, D는 양방호가 제출을 이행한 경우이다.

예) tick size가 0.01이고 최대호가간격 30tick, 최소호가수량이 5계약인 상품

「국내시장 : 일방호가 제출의무」

매도량	호가	매수량
	⋮	
15	111.45	
6	111.05	
11	110.99	
12	110.82	
	110.69	6
	110.63	13
	110.60	4
	110.25	8
	⋮	

A회원사 매도호가 제출

B회원사 매수호가 제출

「Eurex 시장 : 양방호가 제출의무」

매도량	호가	매수량
	⋮	
15	111.45	
6	111.05	
11	110.99	
12	110.82	
6	110.80	
	110.67	7
	110.69	6
	110.63	13
	110.60	4
	110.25	8
	⋮	

C회원사 매도매수호가 제출

D회원사 매도매수호가 제출

양방호가는 매수, 매도 어느 한쪽의 호가 쏠림 현상을 방지하고, 매수-매도 호가 간격을 줄이면서 양쪽 유동성을 늘리는 역할을 한다. 또한, 마켓메이커 입장에서도 전략적인 양방호가 제시로 매수-매도 간 스프레드 차익을 노릴 수 있어 마켓메이커 본래 시장참여 목적에 부합한다고 볼 수 있다.

18) 호가제시요청응대(RFQ)에 한해서는 일방호가(one-way quote) 제출이 가능하다.

표 13 호가제시 의무 비교

	KRX 파생상품시장	Eurex	Eurex 특징 (국내시장과 비교시)
호가제시 의무	· 특정 간격 이상 매도-매수 호가간격이 벌어질 때 호가간격을 축소시키는 호가 제출 * 의무발생시 호가제출	· RMM : 호가제시요청(RFQ)에 일정수준 이상 응대 · PMM, AMM, DMM : 전체 거래시간 중 일정비율 이상 지속적으로 호가제시	· 호가제시 의무가 상품별로 다양함 · 지속적인 호가제시 의무가 부여됨
호가 유형	· 일방호가 (one-way quote)	· 양방호가 (two-way quote)	· 어느 일방의 호가쏠림 방지 · 매수-매도 호가간격 축소 및 양쪽 유동성 공급 · 마켓메이커 매수-매도 스프레드 차익거래 가능
최대호가 간격	· 10~100tick	· 최대호가간격 및 최소호가수량*은 상품별로, 상품내에서도 종목의 만기, 가격 수준별로 상이하게 지정	· 전반적으로 최대호간격을 국내시장보다 작게(tight) 운영
최대호가 수량	· 최소호가수량 : 5계약	* 주로 50~200계약 수준	· 상품 및 종목 특성을 반영하여 세분화

5. 평가기준 및 인센티브

Eurex 시장에서는 마켓메이커의 호가제시 의무 이행여부만을 평가하여 인센티브를 제공하고 있는데 반해 국내시장에서는 마켓메이커 활동을 복합지표로 계량화하여 평가하고 있다. 호가의무 이행도, 유동성 개선도, 거래량, 참여도 등 개별항목을 100점 만점으로 평가하며 각 항목별로 가중치를 적용한다.

Eurex 시장에서는 평가 후, 마켓메이커로 인정될 시에는 해당상품 거래수수료의 일정부분(40~80%)을 환급받을 수 있다. 이는 체결성과에 대한 보상으로 거래체결이 없는 경우에는 호가제

시 의무이행에도 불구하고 별도의 마켓메이커 인센티브가 주어지지 않는다. 국내시장에서는 해당 상품 전체 수수료의 80% 이내 범위에서 정한 비율의 금액을 인센티브로 시장조성자 평가에 따라 차등 지급하고 있다. 평가항목별 대가 배분율은 호가의무 이행도 평가 30%, 유동성 개선 평가 30%, 거래량 30%, 참여도 10%로 나누어 진다.

표 14 KRX-Eurex 간 관련제도 비교

	KRX 파생상품시장	Eurex	Eurex 특징 (국내시장과 비교시)
평가	· 호가제시 의무, 유동성개선, 거래량, 참여도 등의 항목을 종합적으로 평가 · 분기단위 평가	· 호가제시 의무 이행여부만 평가 · 매월 시스템적으로 자동평가	· 평가기준이 단순, 명확하며 평가주기가 짧음 · M-account를 통한 호가제시만 평가
인센티브	· 시장조성상품 수수료수입의 80% 이내에서 일정비율을 시장조성실적 평가에 따라 차등지급	· 해당 마켓메이커 거래수수료의 일정부분(40~80%)을 환급	· 마켓메이커의 거래부분에 한정하여 인센티브 지급

Ⅴ. 국내시장에 대한 시사점

국내시장 마켓메이커 제도를 한 단계 더 발전시키기 위해서는 현행제도가 가지고 있는 장점은 계속 살리면서도 보완이 필요한 부분은 Eurex시장과 같은 해외 성공사례를 통하여 개선방향을 찾아야 할 것이다. 즉, 전체시장에 더 많은 유동성이 확충될 수 있도록 마켓메이커 제도를 광범위하게 적용하고 시장조성 실적에 따라 인센티브를 제공하는 등 글로벌 수준의 마켓메이커 제도를 구축하면서도, 유동성이 현저히 저조한 상품에 대해서는 해당상품 수수료 수익의 일정부분을 공유하는 현행 인센티브와 같은 제도를 활용할 필요가 있다. 제도 개선을 통해 마켓메이커의 참여 폭이 넓어진다면 비교적 거래가 활발한 상품에 있어서도 시장폭(market width)에 비해 상대적으로 부족한 시장깊이(market depth)가 보충됨에 따라 시장 전반에 걸쳐 거래가 증대되는 결과를 기대할 수 있다.

그렇다면 경쟁력 있는 글로벌 수준의 마켓메이커 제도를 구축하기 위해서는 어떤 부분을 어떻게 개선하여야 하는가? 먼저 구체적인 개선방향을 언급하기 이전에 마켓메이커 역할에 대한 인식의 전환이 필요하다고 생각한다. 마켓메이커를 유동성이 낮은 예외적인 상품에 대한 관리의 개념에서 시장 성장을 지원하는 지속적인 유동성 공급원 개념으로 확장하여야 한다. 또한 마켓메이커 업무가 참여회원에게 새로운 영업기회로 인식되어 회원이 수익창출을 위해 자발적으로 마켓메이커 역할을 활발히 수행하도록 해야 한다. 이러한 회원의 적극적인 참여는 원활한 시장조성 활동을 구축하는 토양이 된다.

현행 제도	개선 방향
마켓메이커	마켓메이커
=	=
유동성 부족 상품 관리 수단	① 시장참여자의 한 축으로써 지속적인 유동성 공급원 ② 참여회원에 새로운 영업기회 제공

이러한 인식의 전환 위에 다음과 같은 제도 개선방향을 생각해 볼 수 있다. 앞서 말한 바와 같이 시장관리의 목적이 아니라 유동성을 공급하는 시장참여자의 중대한 한 축으로 마켓메이커가 부상하기 위해서는 먼저 시장조성 대상상품을 확대하여야 한다. 거의 모든 상품에 걸쳐 마켓메이커가 활동할 수 있도록 문을 활짝 열어줄 필요가 있다. 이 때 특정상품에만 마켓메이커 활동이 집중되는 것을 막기 위해서는 개별상품 시장조성 이외에도 유동성이 저조한 상품을 타상품과 묶어서 시장조성을 실시하는 방안, 거래가 활발한 상품에 대해서는 원월물에 대한 마켓메이커 의무를 강화하는 방안 등을 함께 검토할 수 있을 것이다. 참여절차도 간소화시켜 신청을 통해 참여한 모든 회원이 마켓메이커로 활동 가능하게 함으로서 다수 회원의 자유로운 참여를 유도해야 한다. 특히, 옵션상품에 대해서는 Eurex 시장과 같이 모든 회원이 마켓메이커로 참여하도록 허용하고, 마켓메이커 활동을 사후적으로 평가하는 것도 고려해 봄직하다.

다음으로는 인센티브에 대한 기준을 새롭게 정립할 필요가 있다. 인센티브는 시장조성 활동과 직접적으로 연계되어서 지급되어야 한다. 즉, 시장조성 활동에서 체결된 거래에 대하여 수수료의

일정부분을 환급하는 방식이 기본이 되어야 한다. 현재 국내시장에서 시행되는 수수료 수익 배분 등의 인센티브 지급방식은 시행기간이 한시적일 수 밖에 없으며 그로 인해 장기적으로는 마켓메이커의 참여를 저해하는 요인이 될 수 있다. 지속적인 마켓메이커 활동을 유도하기 위해 거래체결 성과에 근거하여 인센티브를 지급하되, 상품별로 거래특성 및 유동성 정도에 따라 환급비율을 조정하면 된다. 다만, 유동성이 현저히 저조한 상품에 대해서는 현재 시행 중인 수수료 수익 공유와 같은 특별 인센티브 제도를 병행할 필요가 있다. 이러한 상품에 대해서는 단기간 내 거래가 활성화 될 수 있도록 특별 인센티브 제도를 활용하고, 일정 수준 이상 유동성이 확보되면 기본 인센티브 제도로 전환하면 된다.

대상상품 및 인센티브 관련 제도 개선과 함께 시장조성이 실제 원활히 수행되기 위해서는 현재 시행되는 호가제시 의무에 대해서도 실효성을 높이는 방안을 검토해 볼 필요가 있다. 기본적으로 호가제시 의무는 호가공백을 최소화시키면서 지속적인 유동성 공급을 유도하는 방향으로 개선되어야 한다. 이를 위한 한 가지 방안은 매수-매도 호가 간격이 일정 간격이상 벌어질 때 호가를 제시하는 현행 의무와 더불어 호가 간격과 상관없이 일정시간 이상은 지속적으로 호가를 제시하는 의무를 부여하는 것이다. 즉, 호가 간격과 상관없이 본인이 제출한 호가가 거래체결에 의해 사라지면 새로운 호가로 이를 대체하여 본인의 호가가 시장에 계속적으로 노출되도록 하는 것이다. 또한, 일방의 호가가 아니라 매도-매수 양방 호가(two-way quote)를 제출하도록 하게 하면 호가가 어느 한 방향으로 집중되는 것을 방지하면서도 더 많은 호가가 시장에 나오는 것을 기대할 수 있을 것이다. 이러한 호가제시 방법 개선과 함께 상품에 따라 최대호가간격 및 최소호가수량을 적절하게 조정하는 것도 마켓메이커 활동을 효율적으로 만드는 데 도움이 될 수 있다.

그리고, 무엇보다도 중요한 것은 활발한 시장조성 거래를 수행할 수 있는 역량을 갖춘 마켓메이커의 육성이라고 할 것이다. 이를 위해서는 국내에서도 마켓메이커 역할을 전문적으로 수행하는 회원이 생겨서 충분한 경쟁력을 갖출 때까지 시장차원의 지원을 아끼지 말아야 할 것이며, 장기적으로는 경험 있는 해외 마켓메이커의 참여를 도모하여 건전한 경쟁을 통해 마켓메이커 시장을 확대 발전시켜야 할 것이다.