

# 미니지수선물 상장의 타당성 및 파급효과에 관한 연구

경북대학교 BAF 팀\*



제1장 서론

제2장 미니지수선물

제3장 코스피200 미니선물의 성공요건 분석

제4장 코스피200 미니선물 상장 시 파급효과

제5장 결론

미니지수선물은 증거금에 대한 투자자의 부담을 덜어 거래를 활성화시키고 유동성을 제고하는 중요한 역할을 한다. 또한 선물시장 본연의 기능인 해지 측면에서도 보다 정밀하고 유연한 해지를 가능하게 한다는 점에서 그 의의가 있다. 이러한 상장배경 하에, 현재 세계 10위권 내의 파생상품은 대부분 미니상품 또는 소규모 거래단위의 상품이 차지하고 있으며 이는 계약단위가 큰 기존 상품들의 성장률을 크게 초과하고 있다.

미니지수선물은 현재 국내에는 상장되지 않은 상품이고, 또한 국내의 미니선물은 미니금선물이 유일한 관계로 미니지수선물에 대한 선행연구는 거의 없는 실정이다. 따라서 해외 선행연구를 중심으로 주요 거래소의 사례를 시계열적으로 분석하여 성공요소를 도출하고 이것을 토대로 국내 파생상품시장 실정에 맞게 현실적으로 적용하고자 한다.

본 연구에서는 먼저 해외의 경우 미국, 일본, 홍콩의 파생상품시장을 조사, 연구하였다. 거래 시스템이나 시장조성, 수요, 상품설계 등 세계 각국의 파생상품시장 환경이 국내 파생상품시장 환경과 같지는 않으므로 최대한 다양한 나라의 분석을 실시하고자 하였다. 분석대상은 미국의 E-mini S&P500 Futures, 일본의 Nikkei 225 mini, 홍콩의 Mini-Hang Seng Index Futures이다. 우선 각국의 기준 주가지수선물과 미니지수선물의 거래시스템과 상품명세에 대해 알아보고 어느 정도로 축소하였는지 비교하였다. 다음으로는 기존 주가지수선물과 미니지수선물의 거래량 추세를 미니지수선물 상장 전과 후로 나누어 살펴보고, 어떠한 방향으로 나아가고 있는지 시계열 분석하였다. 마지막으로 이러한 시계열 자료 속에서 미니지수선물이 기존 주가지수선물 시장에 대한 잠식효과의 여부와 파생상품시장에서 어떻게 변화했는지에 대하여 알아보고 그 의미를 찾고자 하였다.

국내의 경우, 앞서 연구한 해외 미니지수선물들을 통해 국내 코스피200 미니선물의 상장 필요성을 도출한 후 이에 대해 개인투자자, 기관투자자, 마켓메이커/브로커, 전문가와 같이 네 부류로 나누어 국내 성공요건 분석 전반에 걸쳐 설문조사와 인터뷰를 실시하였다. 설문조사는 기준 코스피200 선물의 문제점을 알아보는 동시에 미니지수선물에 대한 각 계의 의견을 반영하였다. 인터뷰의 경우, 다수의 표본은 아니지만 설문의 한계성을 보완하는 측면에서 다양한 의견을 심도 있게 조사할 수 있는 계기로 삼았다. 또한 앞서 살펴본 해외사례와 설문 및 인터뷰를 기반으로 코스피200 미니선물 상장과 관련한 네 가지 성공요건을 분석하였다. 첫째는 시장조성 측면이다. 이는 새로운 파생상품을 상장할 때 최우선적으로 고려되어야 할 사안으로서, 코스피200 미니선물 상장 시 유동성 공급에 있어 적절한 기반이 잘 갖추어져 있는가에 대한 해답이다. 둘째는 수요의 창출가능성이다. 파생상품은 거래 형태 측면에서 해저와 투기자, 그리고 차익거래자 세 부류가 존재한다. 이는 시장조성 측면과 함께 가장 중요한 사안이므로 코스피200 미니선물 상장 시 해저와 투기자, 차익거래자에 대한 유인이 존재하는가에 대해 연구하였다. 셋째는 적절한 상품설계이다. 미니지수선물의 경우 기존의 주가지수선물의 거래단위를 축소한 파생상품으로서 시장 환경과 더불어 실수요자들의 요구에 따라 상품명세가 설계되어야 한다.

## 제1장 서론

현재 세계 파생상품시장은 다양한 변화를 통해 글로벌 경쟁력을 제고하기 위한 노력을 경주하고 있다. 그 중에서도 파생상품시장의 거래 활성화 방안으로서 성공상품에 대한 발 빠른 공유와 신상품 상장이 거론되고 있다. 이에 본 논문은 세계 선진 파생상품시장에서 유동성 제고의 한 축을 담당하고 있는 미니지수선물에 대한 다각적인 분석을 통해 국내에도 미니지수선물을 상장할 만한 타당성을 가지고 있는지, 만일 있다면 그 방법과 시기, 파급효과는 무엇인지를 연구하고자 한다. 이를 통해 향후 한국거래소가 미니지수선물 상장 검토 시 충분히 참고할 만한 자료가 되고자 한다.

미니지수선물이란 기본적으로 기존 주가지수선물의 거래단위를 축소한 형태의 주가지수선물이다. 여기서 주가지수선물이란 기초자산이 되는 지수에 거래승수를 곱하여 이것을 1계약 단위로 하여 매수 혹은 매도하는 거래를 말한다. 현재 국내 주가지수선물에는 코스피200 선물과 스타지수선물이 존재하지만 본 논문에서는 국내 파생상품시장에서 대표성이 더 높은 코스피200 선물에 한정하여 연구를 진행하고자 한다.

\* 한국거래소 주최 전국 대학생 증권, 파생상품 경시대회(2013) 장려상 수상

팀원 : 경영학부 권혁도, 신동훈, 배현민, 통계학과 정희승

지도교수 : 경영학부 김석진 교수

따라서 해외 사례와 이론적 근거 및 실수요자들의 요구를 바탕으로 코스피200 미니선물 상장 시 어떠한 상품명세를 갖추어 상장하는 것이 가장 바람직한지에 대해 연구해 보았다. 마지막으로 미니지수선물이 기존 주가지수선물보다 해지성과 측면에서 더 유의한 결과를 나타내는가에 대한 분석을 실시하였다. 자료는 일본의 기준 Nikkei 225 Futures과 Nikkei 225 mini 자료이며 GARCH(1,1)모형을 통해 분석하였다.

본 연구의 한계성은 다음과 같다. 먼저 설문조사의 경우, 인터뷰로 상당히 보완을 하였다 하더라도 표본 수가 각 계마다 차이가 있고 절대적으로 크지 않다는 문제점이 있다. 또한 설문조사에서 국내 파생상품시장에서 가장 많은 비중을 차지하는 외국인투자자가 제외되었으며, 개인투자자의 비중이 높다는 점에서 대표성의 문제점이 있다. 다음으로는 해지성과 측면의 분석 자료의 한계성이다. 분석 대상인 일본의 Nikkei 225 현물, Futures, mini 자료의 경우 일중 15분 가격 시계열 자료로써 그 기간이 3주로 비교적 길지 않은 기간의 한계성을 가진다.

본 연구의 주요결과는 다음과 같다. 첫째, 미국, 홍콩, 일본의 대표 미니지수선물들의 상장 전과 후의 거래량 추세와 함께 기존 주가지수선물에 대한 잠식효과를 분석한 결과, 미국의 E-mini S&P500 Futures 와 일본의 Nikkei 225 mini의 경우, 각각 기존 주가지수선물에 대한 거래량 잠식효과가 있었지만 기존 주가지수선물과 미니지수선물의 총 거래량의 추세로 판단할 때 미니지수선물이 기존 주가지수선물시장을 잠식한 정도보다 더 큰 성장세를 보였다. 홍콩의 경우는 기존의 Hang Seng Index Futures에 대한 Mini-Hang Seng Index Futures의 잠식효과가 거의 없음을 확인하였고, 오히려 양 시장의 거래량이 함께 증가하고 하락하는 정(+)의 관계를 나타냈다. 총 거래량 또한 Mini-Hang Seng Index Futures 상장 이후, 양 시장이 지속적으로 성장해 온 추세임을 알 수 있었다. 둘째, 코스피200 미니선물 상장에 관한 기관투자자, 개인투자자, 마켓메이커/브로커, 전문가 대상의 설문조사 결과, 전체적으로 코스피200 미니선물 상장이 필요하다는 응답이 47.27%, 불필요하다는 응답이 28.18%, 중립이라는 응답이 24.55%를 차지하였다. 그 중에서도 개인투자자의 경우 코스피200 미니선물 상장에 대한 필요 응답 비율이 64.81%로 타 집단에 비해 눈에 띄게 높았다. 다음으로 기관투자자는 중립(33.33%)보다 필요(38.1%) 응답이 조금 높게 나타났으며 마켓메이커/브로커는 53.85%의 가장 높은 비율로 중립을 답하였다. 마지막으로 전문가는 표본 수

가 적지만 대체적으로 필요와 불필요가 비슷한 비중을 차지하였다. 셋째, 마켓메이커 측면 분석 결과, 코스피200 미니선물 상장 시 상장 초기의 유동성 공급이 상품의 성공을 좌우하는 만큼 시장조성 계약 체결 시 시장조성비용 리스크에 대한 적절한 보상책을 마련하고 전체적으로 시장조성대가를 늘려야 한다는 결과가 도출되었다. 넷째, 수요 창출 가능성 측면에서 분석해 본 결과, 코스피200 미니선물 상장 시 작은 거래단위로 인해 정밀한 해지가 가능하다는 점과 현재의 코스피200 선물의 미결제약정수량 증가 추세에 따라 해지 수요의 창출 가능성이 높을 것으로 예상되었다. 또한 최근 미국의 양적완화 추가 축소 등 대외불안의 연중 상시화에 따른 글로벌 금융시장의 변동성 확대 가능성이 항상 존재함에 따라 그에 따른 해지수요는 시간이 지남에 따라 점차 늘어날 것으로 판단하였다. 투기자 측면에서는 기존의 타 국가에 비해 높은 투기적 수요와 미니지수선물의 소액 투자의 용이성으로 비추어 보아 높은 투기수요가 창출될 것으로 예상되었다. 차익거래자 측면에서는 코스피200의 낮은 거래단위로 인해 소액의 투자자들도 차익거래의 기회가 발생하여 이에 대한 새로운 수요가 창출될 것으로 예상되었다. 다섯째, 상품설계 측면에서 해외의 사

례와 선행연구, 그리고 국내 각 계의 의견을 수렴한 결과, 거래단위를 1/10로 축소하고 최소변동가격단위가 2,500원으로 변경되는 것 외에는 기존의 코스피200 선물 상품명세와 동일한 것이 좋은 대안이 될 것이라는 결론을 도출하였다. 여섯째, 선행연구를 토대로 하여 일본의 Nikkei 225 Futures와 Nikkei 225 mini의 해지성과를 분석한 결과, Nikkei 225 현물수익률이 Nikkei 225 Futures 수익률에 대하여 가격예시기능을 수행하는 것으로 나타났고, Nikkei 225 현물수익률과 Nikkei 225 mini 수익률에서는 양방향관계가 존재하는 것으로 나타났다. 해지성과 측면에서는 Nikkei 225 mini의 해지성과가 Nikkei 225 Futures의 해지성과보다 다소 높게 나타났다. 일곱째, 코스피200 미니선물 상장 시 나타날 파급효과에 대해 분석한 결과, 긍정적 기능으로는 불법 선물대여계좌 및 미니형·도박형 선물업체 근절과 이에 따른 신규 수요 창출, 해외 주가지수선물에 투자하는 국내투자자 재유인, 정밀하고 효율적인 해지수단 제공, 거래활성화를 통한 파생상품시장의 유동성 증대 효과가 기대된다. 반면에 부정적 기능으로는 투기자 증가로 인한 파생상품시장 혼란 가중, 기존의 코스피200 선물에 대한 코스피200 미니선물의 잠식효과, 방향성 투자로 인한 투자자 보호문제가 예상되었다.

본 논문은 다음과 같이 구성되어 있다. 서론에 이어 제2장에서는 미니지수선물의 정의 및 상장배경과 해외 미니지수선물에 대해 알아보았다. 이를 바탕으로 미니지수선물의 국내 상장 필요성과 코스피200 미니선물 상장에 관한 설문조사를 실시하였다. 다음으로 제3장에서는 코스피200 미니선물의 성공요건에 대한 분석, 제4장에서는 코스피200 미니선물 상장 시 파급효과에 대해 알아보았다. 마지막으로 제5장에서는 결론과 함께 시사점 및 향후 연구에 대해서 정리하고자 한다.

## 제2장 미니지수선물

### 제1절 미니지수선물의 정의와 상장배경

미니지수선물은 기존 주가지수선물을 축소한 형태의 주가지수선물이다. 여기서 주가지수선물이란 기초자산이 되는 지수에 1계약의 기본단위, 즉 거래승수를 곱하여 이것을 1개의 거래단위로 하여 매수 혹은 매도하는 거래를 뜻한다. 미니지수선물은 기존의 주가지수선물의 거래승수를 1/5, 1/10 등으로 축소하여 파생상품 증거금에 대한 투자자들의 부담을 덜어주고 레버리지는 그대로 유지하는 파생상품이다. 현재 세계적으로 변동성 증가에 따른 투자의 거래 및 위험 회피 수요가 지속적으로 증가함에 따라 이를 충족시키기 위해 미니지수선물이 상장되는 추세이다. 미니지수선물의 상장으로 투자자들은 정밀한 해지와 다양한 포트폴리오 구성이 가능하므로 파생상품시장에 긍정적인 영향을 미친다. 하지만 미니지수선물의 상장은 기존 주가지수선물에서 유동성이 높고 거래단위가 낮은 미니지수선물 상품으로 거래량의 이동을 초래할 가능성이 있다는 문제점이 있다. 이러한 문제점을 고려하더라도 미니지수선물은 주가지수선물시장의 전반적인 거래량을 증가시키고 투자자기반을 확대시키는 데 기여하기 때문에 세계 주요거래소에 많은 미니지수선물이 상장되고 있다.

## 제2절 해외의 미니지수선물

현재 세계에 약 60여개의 미니상품이 산출, 발표되고 있으며 그 중에서 미니지수선물의 성장세가 두드러진다. 대표적으로 미국의 E-mini S&P500 Futures, 홍콩의 Mini-Hang Seng Index Futures, 일본의 Nikkei 225 mini 등이 해외 선진시장에 자리매김해 있는 상태이다. 해외의 미니지수선물 상품들은 파생상품시장을 이끄는 동력으로 작용하고 있다. 2013년 상반기를 기준으로 거래량 상위 10위 이내 주가지수 파생상품은 미니상품 또는 소규모 거래단위의 상품이 대부분을 차지하고 있다. 시카고 상업거래소(CME)의 E-mini S&P500 Futures, E-mini NASDAQ-100 Futures, 오사카 증권거래소(OSE)의 Nikkei 225 mini, 브라질 증권거래소(BM&F Bovespa)의 BM&F mini와 같은 미니지수선물의 성장률은 주요 거래소의 계약단위가 5~10배 큰 기존 상품보다 많은 거래가 이루어지고 있다.

표 2-1 2013년 상반기 세계 주가지수선물 거래량 순위

순위	상품명	거래소	'13년 상반기		'12년		
			거래량 (십만계약)	전년 동기 대비 증감률(%)	순위	거래량 (십만계약)	
						연간	상반기
1	E-mini S&P500	CME	2,465	△1.3%	1	4,743	2,497
2	RTS	Moscow Exchange	1,496	△11.7%	2	3,210	1,694
3	Euro Stoxx 50	Eurex	1,462	△16.6%	3	3,152	1,754
4	Nikkei 225 mini	OSE	1,395	114.4%	4	1,304	650
5	CSI300	CFFEX	895	119.0%	5	1,051	409
6	S&P CNX Nifty	NSE	325	△33.2%	6	801	486
7	E-mini NASDAQ-100	CME	299	△7.1%	7	635	322
8	코스피200	KRX	270	△16.8%	8	624	325
9	Bovespa mini	BM&F Bovespa	245	35.2%	10	390	181
10	Nikkei 225	SGX	237	61.8%	17	208	46
세계 거래소 총계			12,801	6.5%		22,909	12,018

※ 자료 : 한국거래소 보도자료 2013. 09. 02

이처럼 세계의 미니지수선물은 거래량이나 파생상품시장에서 차지하는 비중이 지속적으로 증가하고 있다. 하지만 이러한 미니지수선물의 성장의 반대편에는 미니지수선물의 기존 주가지수선물에 대한 거래량 잠식이 있을 가능성을 배제할 수 없다. 따라서 이하에서는 미국과 홍콩, 그리고 일본의 미니지수선물들에 대해서 알아보고 그 중에서도 각 국의 대표 미니지수선물의 상장 전과 후의 거래량을 중심으로, 기존의 주가지수선물에 대한 잠식정도를 파악하고 전체적으로 어느 정도의 성장을 실현하였는지 살펴보자 한다.

### 1. 미국의 미니지수선물

현재 미국 파생상품 시장에서 미니지수선물은 E-mini S&P500 Futures, E-mini NASDAQ-100 Futures, E-mini Dow (5\$) Futures, E-mini S&P MidCap 400 Futures 등 다양한 미니지수선물이 상장되어 있다. 이 중에서 세계 주가지수 선물 가운데 가장 많은 거래량을 차지하고 있는 E-mini S&P500 Futures는 미국의 국가경제를 주도하는 500개의 기업을 구성한 S&P500 지수를 기초자산으로 하는 미니지수선물이다. 이는 기존 S&P500 Futures의 계약단위를 1/5로 축소한 것으로 1997년 9월 9일 CME에 상장되었다.

표 2-2 S&P500 Futures와 E-mini S&P500 Futures의 비교

S&P500 Futures	Standard	Mini
	CME	S&P500 Index
상장거래소		
기초자산		
계약월물	최근 연속 8개 분기월물(3, 6, 9, 12월) 및 다음 3년간 12월월	최근 연속 5개 분기월물(3, 6, 9, 12월)
Tick Size	0.1 Index point	0.25 Index point
Tick Value	\$25	\$12.50
가격표시	point	
계약단위	\$250×S&P500 가격	\$50×E-mini S&P500 가격
최종거래일	계약월 3번째 금요일	

E-mini NASDAQ-100 Futures는 미국 나스닥 시장에 상장된 종목 중에서 시가총액이 크고 거래량이 많은 100개의 비금융 기업으로 이루어진 NASDAQ-100 지수를 기초자산으로 하는 NASDAQ-100 Index Futures를 1/5로 축소한 것으로 1999년 6월 21일에 상장되었다.

표 2-3 NASDAQ-100 Futures와 E-mini NASDAQ-100 Futures의 비교

NASDAQ-100 Futures	Standard	Mini
	CME	NASDAQ-100 Index
상장거래소		
기초자산		
계약월물	최근 연속 5개 분기월물(3, 6, 9, 12월)	
Tick Size	0.25 Index point	
Tick Value	\$25	\$5
가격표시	point	
계약단위	\$100×NASDAQ-100 가격	\$20×E-mini NASDAQ-100 가격
최종거래일	계약월 세 번째 금요일 이전 영업일	계약월 세 번째 금요일

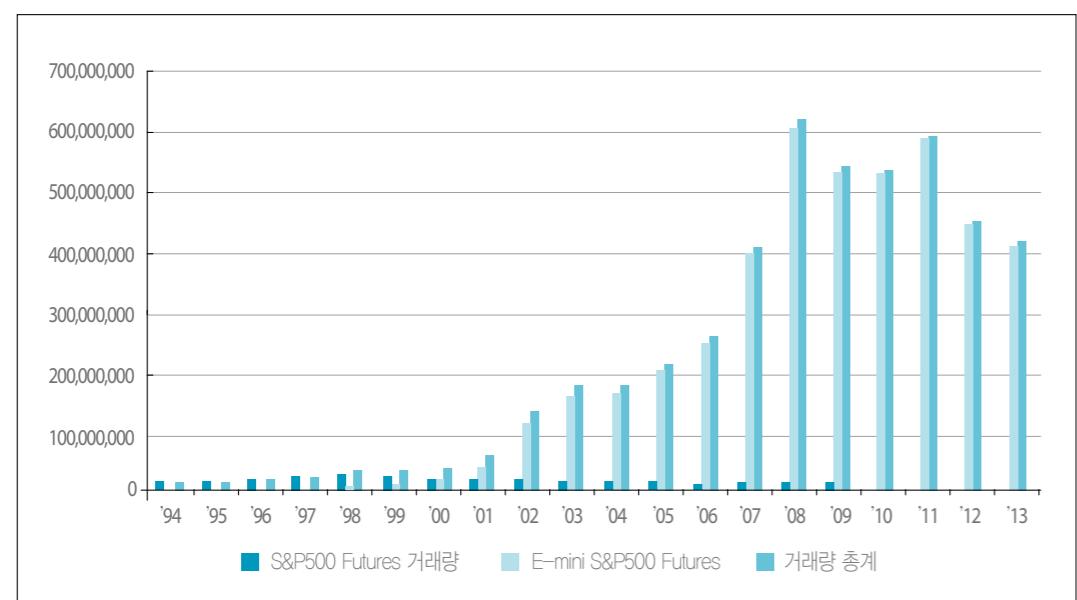
E-mini S&P MidCap 400 Futures는 Standard&Poors사가 미국에서 활발하게 거래되는 중형주 400개를 선정하여 산출하는 S&P MidCap 400 주가지수를 기초자산으로 하는 S&P MidCap 400 Futures를 1/5로 축소한 것으로 2002년 1월 28일에 상장되었다.

표 2-4 S&P MidCap 400 Futures와 E-mini S&P MidCap 400 Futures의 비교

S&P MidCap 400 Futures	Standard	Mini
상장거래소	CME	
기초자산	S&P MidCap 400 Index	
계약월물	최근 연속 5개 분기월물(3, 6, 9, 12월)	
Tick Size	0.05 Index point	0.1 Index point
Tick Value	\$25	\$10
가격표시	point	
계약단위	\$500×S&P MidCap 400 가격	\$100×E-mini S&P MidCap 400 가격
최종거래일	계약월 세 번째 금요일 이전 영업일	계약월 세 번째 금요일

미국 파생상품시장의 다양한 미니지수선물 중에서 대표적으로 E-mini S&P500 Futures의 경우, 파생상품시장에서 차지하는 비중이 급격히 증가하는 추세를 보이고 있다. 미국 상품선물거래위원회(CFTC)에 따르면 2010년 상반기 기준으로 E-mini S&P500 Futures는 미국 주가지수선물시장의 명목가치 중 80%를 차지하는 것으로 집계되었다.

그림 2-1 S&P500 Futures와 E-mini S&P500 Futures의 연도별 거래량 추세



※ 자료 : 대신증권

1997년, E-mini S&P500 Futures의 상장 이후 기존의 S&P500 Futures는 1998년 28,920,832계약을 기점으로 2013년 2,915,815계약으로 15년간 약 1/10의 수준으로 꾸준히 하락하고 있는 것을 파악할 수 있다. 이것은 E-mini S&P500 Futures의 상장으로 인해 기존 S&P500 Futures에 잠식효과가 어느 정도 발생한 것으로 보인다. 하지만 E-mini S&P500 Futures의 거래량의 증가 정도는 잠식효과를 무색하게 만들 정도로 급격하게 증가하고 있는 추세를 나타내고 있다. 1997년 상장 당시 1,187,946계약에 불과했지만 2008년 606,946,198계약이라는 기하급수적인 수치를 달성하였다. 2013년 411,536,189계약으로 다소 하락하였지만 15년이 지난 지금 약 400배에 가까운 거래량을 유지하고 있다. 이는 결국 양 시장 간의 잠식효과보다 훨씬 큰 전체적인 성장을 이루어 나가고 있는 추세에 있다고 해석된다. 한편, 미국의 경우 기존의 S&P500 Futures의 거래방식은 공개호가방식(open out-cry system)인 데 반해 E-mini S&P500 Futures는 전자거래방식(electronic system)으로 거래되고 있다. 따라서 전자거래방식의 용이성으로 인해 거래량이 늘어난 점은 고려해야 할 변수로 판단된다.

## 2. 홍콩의 미니지수선물

홍콩의 증권거래소는 소액 투자자들의 거래와 해지 수요를 충족시키기 위해 미니지수선물인 Mini-Hang Seng Index Futures와 Mini H-shares Index Futures를 상장하였다. Mini-Hang Seng Index Futures는 홍콩상하이은행(HSBC)의 자회사인 항셍은행이 홍콩증권거래소(HKEx)에 상장된 상업, 금융 등의 종목 중에서 상위 50종목을 대상으로 산출하는, Hang Seng 주가지수를 기초자산으로 하는 Hang Seng Index Future를 1/5로 축소한 것으로 2000년 10월 9일에 상장되었다.

표 2-5 Hang Seng Index Futures와 Mini-Hang Seng Index Futures의 비교

Hang Seng Index Futures	Standard	Mini
상장거래소	HKEx	
기초자산	Hang Seng Index	
계약월물	최근 연속 2개월물 및 직후 분기월물(3, 6, 9, 12월) 중 최근 2개월물	
Tick Size	1 Index point	
Tick Value	50HKD	10HKD
가격표시	point	
계약단위	HKD50×Hang Seng Index	HKD10×Hang Seng Index
최종거래일	계약월 최종영업일 직전 영업일	

Mini H-shares Index Futures는 홍콩에 상장되어 있는 중국 국영기업들을 대상으로 산출되는 Hang Seng China Enterprises Index(HSCEI)를 기초자산으로 하는 H-shares Index Futures를 1/5로 축소한 것으로 2008년 3월 31일에 상장되었다.

표 2-6 H-shares Index Futures와 Mini H-shares Index Futures의 비교

H-Shares Index Futures	Standard	Mini
상장거래소	HKEx	
기초자산	Hang Seng China Enterprises Index	
계약월	최근 연속 2개월을 및 직후 분기월(3, 6, 9, 12월) 중 최근 2개월	
Tick Size	1 Index point	
Tick Value	50HKD	10HKD
가격표시	point	
계약단위	HKD50×H-shares Index	HKD10×H-shares Index
최종거래일	계약월 최종영업일 직전 영업일	

홍콩의 경우, 아래와 같이 Hang Seng Index Future와 Mini-Hang Seng Index Futures의 상장 전과 후의 계약 수를 살펴보면 미국과는 다른 양상을 보인다.

그림 2-2 Hang Seng Index Futures와 Mini-Hang Seng Index Futures의 연도별 거래량 추세



※ 자료 : 대신증권

Mini-Hang Seng Index Futures는 상장 이후 2002년 177,994계약에서 2013년 6,897,639계약으로 꾸준히 상승하였다. 한편으로 Hang Seng Index Futures 계약 수 또한 1999년 4,279,990계약에서 2013년 15,841,588계약으로 Mini-Hang Seng Index Futures와 비슷한 추세로 동반 성장을 해오고 있는 것을 알 수 있다. 거래량의 변화 양상이 정(+)의 관계에 가까운 것으로 미루어 볼 때, Mini-Hang Seng Index Futures가 기존의 Hang Seng Index Futures를 잠식한 효과는 거의 없는 것으로 판단된다. 이는 Mini-Hang Seng Index Futures가 새로운 하나의 주가지수선물로 자생하여 파생상품시장에 정착한 것으로 볼 수 있다. 결과적으로 양 시장의 총 거래량 또한 지속적으로 성장해 나가고 있음이 두드러진다.

3. 일본의 미니지수선물

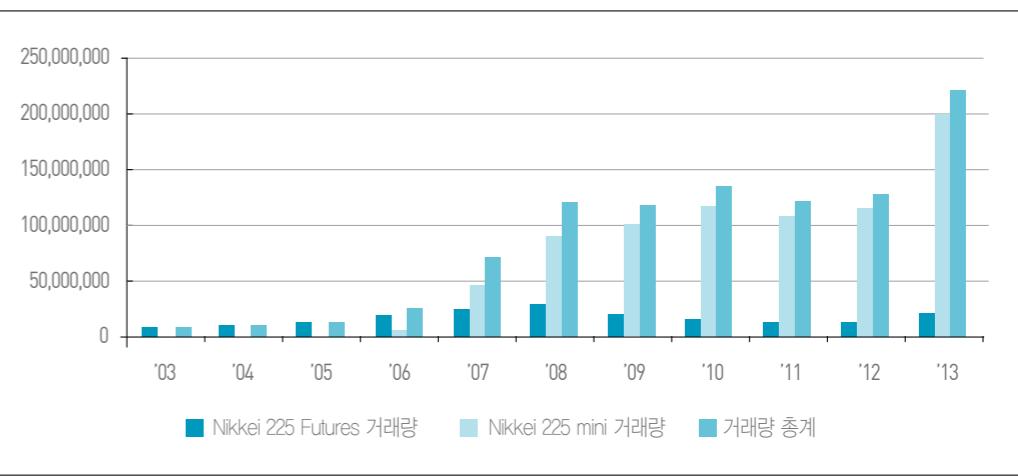
일본에서는 OSE가 2006년 7월에 Nikkei 225 mini를 상장하였다. Nikkei 225 mini는 일본의 니혼게이자이신문에서 도쿄증권거래소(TSE) 1부에 상장된 주식 가운데 유동성이 높은 225개의 종목으로 산출한 Nikkei 225 지수를 기초자산으로 하는 Nikkei 225 Futures를 1/10로 축소한 미니지수선물이다.

표 2-7 Nikkei 225 Futures와 Nikkei 225 mini의 비교

Nikkei 225 Futures	Standard	Mini
상장거래소	OSE	
기초자산	Nikkei Stock Average(Nikkei 225)	
계약월	최근 연속 5개 분기월(3, 6, 9, 12월)	
Tick Size	10 Index point	1 Index point
Tick Value	JPY10,000	JPY100
가격표시	point	
계약단위	JPY1,000×Nikkei 225	JPY100×Nikkei 225
최종거래일	만기월 2번째 금요일	

일본의 경우 아래와 같이 Nikkei 225 Futures와 Nikkei 225 mini의 상장 전과 후의 계약 수를 살펴보면, Nikkei 225 mini는 2006년 상장 이후 6,132,870계약에서 2013년 201,696,735계약으로 약 30배 이상으로 크게 증가하였다. Nikkei 225 Futures의 경우에는 Nikkei 225 mini가 상장된 2006년 21,494,649계약에서 2013년 22,026,301계약으로 등락을 반복하였다. 그 과정을 살펴보면, 2008년부터 2012년까지 Nikkei 225 Futures의 거래량은 꾸준히 하락하는 반면에 Nikkei 225 mini의 거래량은 상승한 것으로 보아 Nikkei 225 mini가 Nikkei 225 Futures를 다소 잠식한 것으로 판단된다. 하지만 결과적으로는 양 시장의 전체적인 성장세가 두드러진다고 볼 수 있다.

그림 2-3 Nikkei 225 Futures와 Nikkei 225 mini의 연도별 거래량 추세



※ 자료 : 대신증권

### 제3절 코스피200 미니선물의 상장 필요성

#### 1. 국내 파생상품시장 유동성 공급 필요

세계의 파생상품시장은 미니지수선물을 포함한 다양한 신상품 개발을 통해 파생상품시장의 유동성을 증대시키기 위한 많은 노력을 기울이고 있다. 2013년 상반기 세계 파생상품 거래량은 연초부터 회복세에 접어들면서 2012년 대비 14.8% 증가한 112억 계약을 기록하였다.<sup>1)</sup> 세계 파생상품시장의 거래량 증가 원인은 미국의 양적 완화 축소 논의에 따른 통화, 금리 변동성 확대 및 일반상품 파생상품의 거래량 증가를 들 수 있다. 하지만 이에 반해 한국거래소의 파생상품 거래량은 2012년 동기 대비 줄어드는 추세이다.

표 2-8) 세계 파생상품 거래량

구분	전 세계(KRX제외)	전년 동기대비 증감률	KRX	(단위 : 억 계약) 전년 동기대비 증감률
				증감률
2012년 상반기	97.5	△5.2%	13.9(14.8*)	△34.4% (△30.2%*)
2013년 상반기	112.0	+14.8%	4.3(16.3*)	△69.2% (+9.7%*)

※ 자료 : 한국거래소

※ \* 코스피200옵션 거래승수가 50만 원인 종목 거래량을 5배로 환산

거래량은 시장의 유동성을 측정하는 변수로 사용되므로 거래량의 감소는 시장유동성의 감소를 뜻한다. 한국거래소를 제외한 세계 파생상품 거래량은 같은 기간 동안 14.8%가 증가하였지만, 2013년 상반기 한국거래소 파생상품 거래량의 경우 2012년 상반기에 비해 69.2%가 감소한 4.3억 계약을 기록했다.<sup>2)</sup> 구체적으로 2009년부터 2013까지 한국거래소 주요 파생상품의 일평균 거래량을 살펴보면 2011년 이후 지속적으로 줄어들고 있다.

표 2-9) 한국거래소 주요 파생상품 일평균 거래량

구분	일평균 거래량				
	2009	2010	2011	2012	2013
코스피200 선물	328,526	345,661	351,913	251,736	202,311
선물 전체	769,189	900,354	1,033,445	1,049,288	972,424
코스피200 옵션	11,545,418	14,047,405	14,805,090	6,352,396	2,350,042
옵션 전체	11,545,418	14,047,405	14,805,090	6,352,396	2,350,042
파생상품 합계	12,314,610	14,947,807	15,838,535	7,401,684	3,322,529

※ 자료 : 한국거래소

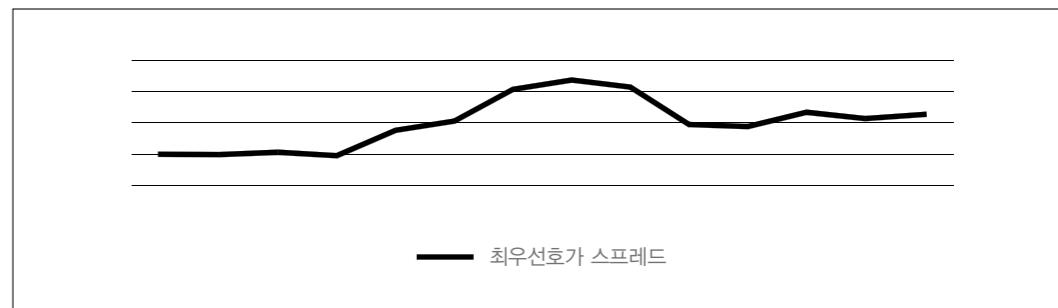
1) 한국거래소 보도자료, 2013년 상반기 세계 파생상품시장 동향, 2013. 9. 2.

2) 코스피200 옵션 거래승수 인상을 감안한 실질거래량은 9.7% 증가

2009년에서 2011년까지 한국거래소의 일평균 거래량은 계속 증가하는 추세를 보였지만, 2012년과 2013년에는 급격한 하락세를 보였다. 파생상품 거래량의 감소는 유동성의 감소와 관련이 있고, 이는 결국 국내 파생상품 시장에서 투자자들의 이탈로 이어진다. 이와 함께 선물시장의 유동성 감소는 현물시장의 유동성에도 영향을 미쳐 국내 자본시장 전반에 악영향을 미친다.

거래량과 함께 주요한 유동성 지표 중 하나인 최우선호가 스프레드를 통해 현물시장의 유동성을 파악할 수 있다. 최우선호가 스프레드는 최우선 매도호가와 최우선 매수호가의 차액으로 최우선호가 스프레드가 클수록 거래가 체결되지 않을 가능성이 커지므로 유동성이 떨어진다고 볼 수 있다. 반대로 최우선호가 스프레드가 작을수록 거래가 체결될 가능성이 커져 유동성이 증가한다고 볼 수 있다. 한국거래소의 자료를 이용하여 2000년부터 2013년까지의 코스피200 주가지수 최우선호가 스프레드를 살펴보면 2009년 이후 다시 상승하는 추세를 볼 수 있다. 즉 2000년 198,1225원이었던 최우선호가 스프레드가 지속적으로 상승하여 2013년에는 454,0508원이 되었다. 최우선 매도호가와 최우선 매수호가의 차액이 점차 증가하는 것으로 보아 코스피200 현물시장의 유동성이 지속적으로 하락하고 있는 것을 알 수 있다.

그림 2-4) 코스피200 연도별 최우선호가 스프레드 평균



※ 자료 : 한국거래소

옥기율(2005)은 1990년 1월 3일부터 2003년 6월 30일까지의 일별 코스피 종가지수와 총 거래량 자료 및 1996년 5월 3일부터 2003년 6월 30일까지의 코스피200 선물 총 거래량 자료를 이용하여 선물거래가 현물시장의 유동성에 미치는 영향에 대하여 연구하였다. 해당 연구는 주가지수 선물거래의 상장 이후로 현물시장의 가격변동성이 증가하였다는 것을 실증적으로 제시하였다. 또한 선물시장의 거래활동 중에서 장기적인 선물거래량의 움직임을 나타내는 추세 거래량의 증가는 현물시장의 가격변동성을 감소시키는 역할을 하고, 주가지수선물시장에서의 거래량의 양적 증가는 현물시장의 유동성을 증가시키는 긍정적인 역할을 한다고 강조하였다. 즉 선물거래가 현물시장의 유동성 증대에 기여한다고 강조하였다.

따라서 새로운 주가지수선물 상품의 상장은 유동성이 점차 감소하고 있는 현물 시장에 유동성을 공급하여 자본시장에서 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대된다. 기존 코스피200 선물의 계약단위를 축소한 코스피200 미니선물의 상장은 투자자들에게 거래의 편리성을 제공하여 선물시장과 현물시장의 유동성을 증가시키는 효과를 가져올 수 있을 것으로 판단된다. 결과적으로 현물시장과 주가지수선물시장의 활발한 거래를 통해 침체된 국내 파생상품 시장에 활력을 불어넣을 수 있을 것으로 사료된다.

## 2. 높은 증거금으로 인한 투자기회 감소

세계적으로 주가지수선물의 높은 증거금은 미니지수선물 상장의 가장 직접적인 원인이다. 현재 코스피200 선물의 높은 거래승수로 인해 국내 파생상품시장에서 많은 비중을 차지하는 소액의 개인투자자들에 대한 유인이 줄어들어 국내 파생상품시장이 점차 침체되고 있다. 높은 증거금은 파생상품시장에 대한 개인투자자의 진입장벽을 높여 파생상품 투자를 통해 많은 손실을 입을 가능성이 높은 개인투자를 보호하는 긍정적인 측면이 있다. 하지만 파생상품은 카지노처럼 위험성이 높고 부정적인 면만 존재하는 것이 아니라 현물시장과 나아가 자본시장에 긍정적인 역할을 한다. 따라서 강제적으로 개인투자의 진입을 막는 것보다는 위험성에 대한 교육이나 제도 개선을 통해 올바른 방향으로 파생상품에 대한 투자가 이루어지도록 유도하는 것이 중요하다. 특히 무분별하게 투기목적으로만 시장에 참여하는 개인투자자들에게 파생상품 투자에 대한 성숙한 인식과 전반적인 지식이 요구된다. 개인투자가 파생상품에 대해 성숙한 이해를 지니고 있다는 전제하에 코스피200 미니선물을 상장한다면, 개인투자자의 활발한 시장 참여를 유도하여 침체된 파생상품시장에 활력을 불어넣을 수 있는 좋은 방안이 될 것으로 판단된다.

표 2-10 주요 거래소별 주가지수선물상품 증거금 비교

거래소	상품명	개시 증거금	원화 환산
CME	S&P500	USD 22,550	약 2,433만 원
	E-mini S&P500	USD 4,510	약 487만 원
	NASDAQ-100	USD 15,400	약 1,662만 원
	E-mini NASDAQ-100	USD 3,080	약 332만 원
ICE	Russell 2000®-Mini	USD 4,730	약 510만 원
EUREX	Mini STOXX VIX	EUR 308	약 45만 원
OSE	Nikkei 225	JPY 600,000	약 626만 원
	Nikkei 225 mini	JPY 60,000	약 63만 원
HKEx	Hang Seng	HKD 71,400	약 992만 원
	Mini-Hang Seng	HKD 14,280	약 198만 원
	H-Shares	HKD 33,600	약 467만 원
	Mini H-Shares	HKD 6,720	약 93만 원
KRX	코스피200 선물	약 1,527만 원	

※ 자료 : 한국투자증권, 2014년 1월 23일 기준

해외 미니지수선물의 경우 증거금을 기존 주가지수선물보다 낮은 금액으로 유지하고 있다. 이러한 낮은 증거금을 통해 해외 파생상품시장은 주가지수선물 투자에 대한 진입장벽을 낮춤으로써 거래량이 지속적으로 증가하고 있다. 높은 증거금으로 개인투자자들의 파생상품 거래에 대한 진입장벽을 높인다면, 결국 그들은 불법 대여계좌를 통한 음성화된 시장으로 유입되는 등 상당한 부작용이 일어날 가능성이 높다. 따라서 파생상품시장에 참여하는 실수요자들의 요구사항을 반영함과 동시에 예상되는 부작용을 감안한 현실적인 수준에서 증거금을 낮추고 미니지수선물을 상장한다면 침체된 국내 파생상품시장에 활력을 불어넣을 수 있을 것으로 기대된다.

## 3. 해외로 발길을 돌리는 국내 투자자

파생상품 거래에 대한 진입장벽이 높고 상장된 상품의 수가 적은 국내 파생상품시장의 여건은 수요자들의 욕구를 충족시키지 못하고 있다. 현재 미국 1619개, 인도 134개, 브라질 83개, 러시아 73개 등 많은 국가에서 다양한 종류의 파생상품이 거래되고 있지만, 국내 파생상품시장에서 거래되는 종목은 코스피200 선물·옵션, 통화선물, 금 선물 등 15개 종목에 불과하다.

표 2-11 주요 거래소의 파생상품 수

거래소	파생상품 수	거래소	파생상품 수
CME group	1,619	NYSE Euronext	82
Eurex	294	Moscow Exchange	73
MCX(India)	134	CBOE	48
Nasdaq OMX	99	NSE(India)	26
BM&F Bovespa(Brazil)	83	KRX	15

※ 자료 : 한국거래소

한국거래소의 부족한 상품 수는 복잡한 파생상품 상장 절차와도 관련이 있다. 한국거래소는 새로운 상품이든 기존 상품과 관련된 상품이든 관계없이 새로운 상품을 상장하려면 금융위원회의 개정 승인 절차를 거쳐야만 한다. 이러한 복잡한 과정으로 인해 시간과 비용 상에 비효율성이 나타나고, 신상품 개발을 기피하려는 경향이 있다. 미국의 경우 신상품 상장은 감독기관의 사전 승인을 받도록 되어 있으나, 기존 상품과 유사한 상품은 사전 승인 없이 자체승인이 가능하도록 되어 있다. 독일의 Eurex도 법률 등의 개정이 필요 없는 신상품 상장 시 감독기관의 사전 승인을 요구하지 않고 있다. 한국거래소의 적은 상품 수는 투자자나 회원사의 다양한 수요를 충족시키지 못하고 있고, 이로 인해 해외로 눈을 돌리는 투자자들이 점차 증가하고 있다. 즉, 까다로운 상장절차에 따라 국내 파생상품시장은 투자가 상품을 선택할 수 있는 폭이 좁고 계다가 파생상품 거래의 진입장벽이 높기 때문에 개인 및 기관투자자이 해외 파생상품시장으로 이탈하는 현상이 점차 심해지고 있다. 그 중에서도 특히 해외에 상장된 파생상품 중 미니지수선물에 대한 국내 투자자의 투자가 상당히 증가하고 있다.

표 2-12 국내투자의 세계 주요 미니지수선물 거래량 동향

(단위 : 일 계약)

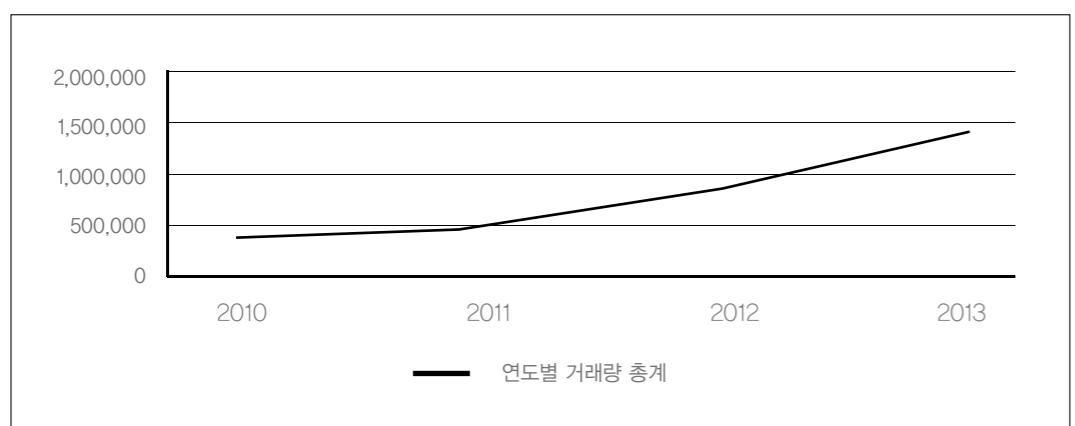
상품명	2010	2011	2012	2013. 08	
				거래량	전년 동기 대비 증감률
E-mini Dow (5\$) (CME Group)	15,469	30,220	70,176	81,800	94.8%
E-mini NASDAQ-100 (CME Group)	73,325	84,441	230,610	154,149	8.1%
E-mini S&P500 (CME Group)	276,372	365,801	501,344	1,166,576	310.6%
Nikkei 225 mini(OSE)	1,209	2,179	35,342	12,112	△53.8%
Mini H-Shares(HKEX)	1,528	5,393	5,487	3,300	△18.6%
Mini-Hang Seng(HKEX)	820	387	1,537	525	△26.3%
<b>총계</b>	<b>368,723</b>	<b>488,421</b>	<b>844,496</b>	<b>1,418,462</b>	<b>183.9%</b>

※ 자료 : 금융투자협회

※ 증감률은 소수 둘째자리에서 반올림 하여 표기

2012년 상반기부터 2013년 상반기까지 1년간 E-mini Dow (5\$) Futures와 E-mini S&P500 Futures의 경우 각각 94.8%, 310.6%로 눈에 띄게 증가한 것을 알 수 있다. Nikkei 225 mini와 Mini H-Shares Index Futures, 그리고 Mini-Hang Seng Index Futures의 경우 전년 동기 대비 다소 감소하였으나 2010년을 기점으로 보면 Mini-Hang Seng Index Futures를 제외하고 상당한 증가 추세를 보이고 있다. 하지만 이것 또한 2013년 상반기 기준이므로 Mini-Hang Seng Index Futures도 당해 하반기에 더 증가한 것을 감안해야 할 것이다. 많은 상품 가운데 특히 E-mini S&P500 Futures의 경우 국내투자의 거래량이 해마다 엄청난 성장세를 띠고 있다. 이는 거래단위가 낮은 미니선물 상장에 있어 시사하는 바가 있음을 알 수 있다.

그림-2-5 국내투자의 세계 주요 미니지수선물 연도별 거래량 추세



※ 자료 : 금융투자협회

국내 투자의 해외 미니지수선물 거래량은 2010년부터 2013년 상반기까지 183.9%로 상당히 증가하였다. 세계 주요 거래소의 미니지수선물에 대한 증가 추세를 볼 때, 이러한 해외 미니지수선물에 대한 수요는 앞으로 지속될 것으로 판단된다.

표 2-13 국내투자의 세계 주요 미니지수선물 거래대금 동향

(단위 : 천 달러)

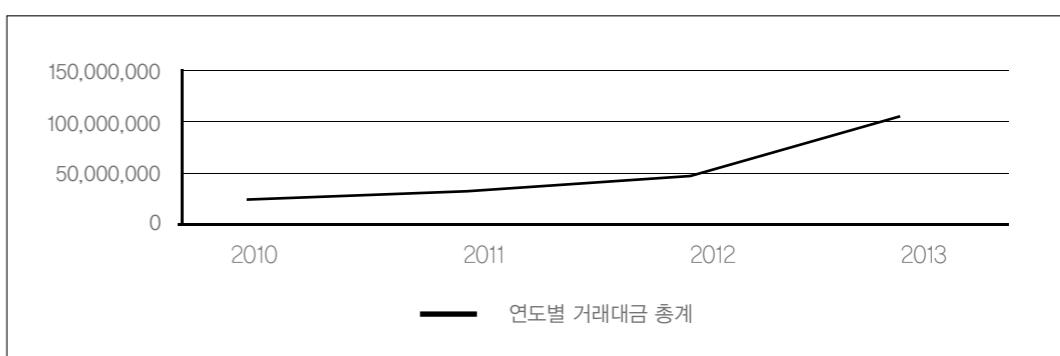
상품명	2010	2011	2012	2013. 08	
				거래대금	전년 동기 대비 증감률
E-Mini Dow (5\$) (CME Group)	810,164	1,754,323	4,527,796	6,004,863	124.0%
E-mini NASDAQ-100 (CME Group)	2,841,032	3,848,120	12,185,124	8,798,778	18.1%
E-mini S&P500 (CME Group)	15,465,036	22,563,520	30,224,833	78,354,076	324.8%
Nikkei 225 mini(OSE)	18,166	30,021	427,492	20,622,250	6781.1%
Mini H-Shares(HKEX)	24,824	79,008	74,033	47,204	△14.1%
Mini-Hang Seng(HKEX)	23,601	10,831	34,983	15,046	△17.5%
<b>총계</b>	<b>19,182,823</b>	<b>28,285,823</b>	<b>47,474,261</b>	<b>113,842,217</b>	<b>293.2%</b>

※ 자료 : 금융투자협회

※ 증감률은 소수 둘째자리에서 반올림 하여 표기

거래대금의 경우, 2013년 8월을 기준으로 전년 동기에 대비하여 Mini H-Shares와 Mini-Hang Seng을 제외한 나머지 상품에서 상당한 증가 추세를 볼 수 있다. 하지만 2010년을 기준으로 하거나 2013년 상반기인 점을 감안한다면 Mini H-Shares와 Mini-Hang Seng 또한 증가추세이거나 그 하락세가 미미하다고 할 수 있다. <표 2-13>에서 2010년을 기준으로, 국내투자의 해외 미니지수선물 거래대금 동향을 살펴보면 2013년 8월까지 293.2%의 상당한 증가 추세를 나타내고 있다. 특히 Nikkei 225 mini 경우 거래대금 측면에서 가장 큰 폭으로 증가하고 있는 추세임을 알 수 있다.

그림-2-6 국내투자의 세계 주요 미니지수선물 연도별 거래대금 추세



※ 자료 : 금융투자협회

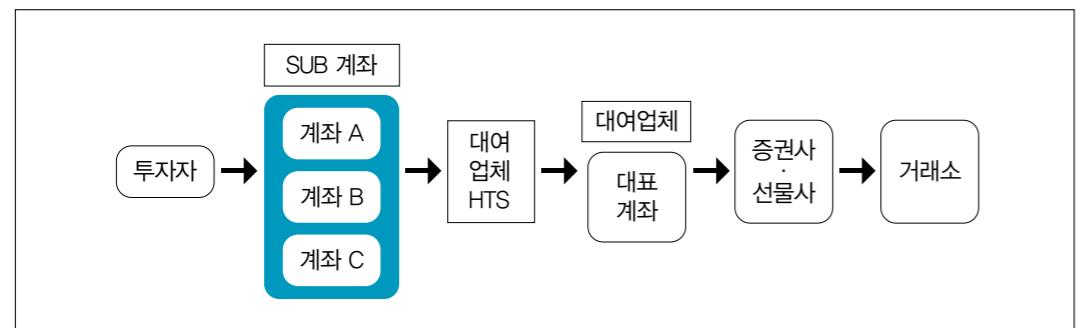
2011년부터 2013년 8월까지 국내 투자자들이 세계 주요 거래소에 상장된 미니지수선물에 투자한 거래량은 꾸준히 증가하였다. 특히 CME의 E-mini S&P500 Futures에 많은 투자를 하였다. E-mini S&P500 Futures는 국내투자자의 해외 주요 미니선물 거래량 비중의 약 82%가량을 차지한다. 그리고 2006년에 상장된 OSE의 Nikkei 225 mini도 거래대금이 급속도로 증가하고 있다. 국내 투자들의 해외 주요 미니지수선물 상품에 대한 투자의 증가로 미루어 볼 때 코스피200 미니선물의 상장은 해외로 유출되고 있는 투자들을 국내로 돌아오게 만드는 좋은 방안이 될 수 있을 것으로 판단된다.

#### 4. 불법 선물대여계좌 및 미니형·도박형 선물업체 성행

현재 개인투자자들 사이에서 선물대여계좌 및 불법미니선물이 성행하고 있다. 금융감독원의 보도자료에 따르면 금융감독원의 주관 하에 2013년 8월 12일부터 2013년 10월 11일까지의 기간 중 증권·선물회사에 개설된 71만여개의 선물계좌를 대상으로 사이버 불법 금융투자업체에 대한 일제 점검을 실시하였다. 그 결과 총 649개의 불법투자업체 혐의 계좌를 적발하였다. 이 중에서 선물대여계좌가 251개, 미니형·도박형 불법업체 혐의 계좌가 398개로 밝혀졌다.

선물계좌 대여업체는 코스피200 선물 등의 거래를 원하는 개인투자자에게 증거금이 납입된 선물계좌를 대여하여 선물거래가 가능하도록 서비스를 제공하고 있다. 증권·선물회사를 통하여 코스피200 선물을 거래할 경우 1계약 당 1,500만 원 이상의 기본예탁금이 필요하지만, 선물계좌 대여업체를 이용할 경우에는 소액의 보증금(약 50만 원)만으로 거래가 가능하다는 점이 개인투자자들에게 유인으로 작용하였다.

그림-2-7 선물계좌 대여업체 주문 흐름도

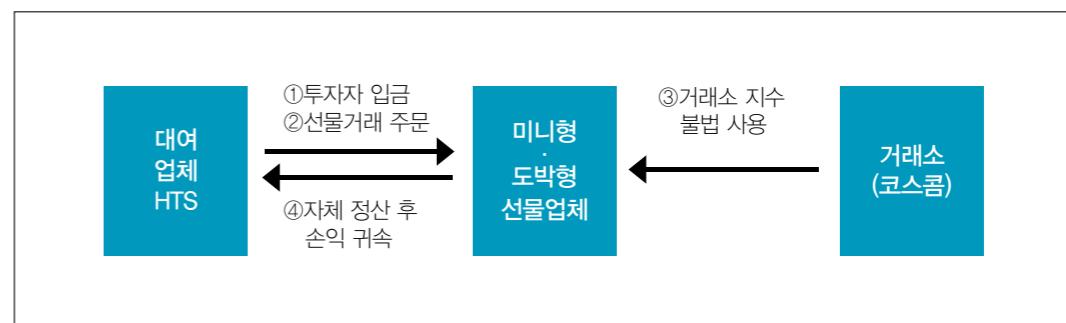


※ 자료 : 금융감독원

미니형 선물업체는 한국거래소의 코스피200 선물 시세정보를 도용하여 자체적으로 개발한 Home Trading System(HTS)을 통해 코스피200 선물을 위탁매매 또는 자기매매하는 불법업체이다. 대부분의 경우 불법업체가 거래상대방으로서 매수 또는 매도를 하는 자기매매가 일반적이며, 위탁매매를 하는 경우에도 한국거래소와 상관없이 자체적으로 선물계약을 체결시킨다. 이러한 불법 미니형 선물업체와 선물계좌 대여업체는 외견상·거래형태상 업체 간의 구분이 쉽지 않다.

도박형 선물업체는 마치 사설 경마장이 마사회의 경기 정보를 도용하여 도박영업을 하듯이 거래소의 코스피200 선물 시세정보를 무단으로 가공·제공하여 고객에게 돈(1~3만 원)을 베팅하게 하고, 정해진 게임룰에 따라 승패를 결정짓는 방식으로 운영하고 있다.

그림-2-8 미니형·도박형 선물업체의 거래구조



※ 자료 : 금융감독원

이러한 불법 미니형·도박형 업체는 정상적인 코스피200 선물 거래에 투자할 정도의 자금력을 갖추지 않은 사람들을 주요 고객으로 삼고 있다. 가장 큰 문제는 정상적인 코스피200 선물 거래가 아니기 때문에 미니형·도박형 선물 투자로 수익을 얻어도 수익금을 받기는커녕 원금까지 잃는 경우가 비일비재하다는 것이다. 정상적인 코스피200 선물 투자의 경우 파생상품의 제로섬게임 특성으로 인해 한 사람이 수익을 얻었다면 반대 포지션으로 투자한 사람이 손실을 본다. 그리고 거래소가 거래상대방으로서 결제이행 보증을 하므로 결제불이행의 위험이 없다. 하지만 미니형·도박형 선물 투자의 경우 불법업체가 임의로 주가지수선물 계약을 체결하고 수익을 나누어 주기 때문에 다수의 투자가 돈을 벌수도, 혹은 잃을 수도 있다. 이때 불법업체가 지니고 있는 금액보다 투자자들의 수익이 많을 경우, 대부분의 불법업체들은 수익금을 지불하지 않고 투자자들이 증거금 명목으로 지급했던 원금까지 가로채 달아나는 경우가 많다. 또한 불법업체가 HTS프로그램을 조작하여 투자가 수익을 얻지 못하도록 하는 경우도 있다.

이처럼 개인투자자들의 피해가 급증함에 따라 금융감독원이 2012년 6월부터 사이버금융거래감시반을 설치하고 관련 불법업체들을 단속하고 있지만, 불법금융투자업체들의 수는 줄어들고 있지 않다. 금융감독원의 자료에 따르면 2013년 3분기 불법금융투자업체 적발건수는 396개로 전년 동기 대비 약 30%가 증가하였다.

표 2-14 사이버 불법 금융업 적발 실적

구분	합계	무인가 투자증개업	무등록 투자자문업	미신고 유사투자자문업
'12년 3분기	307	307	-	-
'12년 4분기	318	315	-	3
'13년 1분기	475	473	1	1
'13년 2분기	452	438	1	13
'13년 3분기	396	375	1	20
합계	1,948	1,908	3	37

※ 자료 : 금융감독원

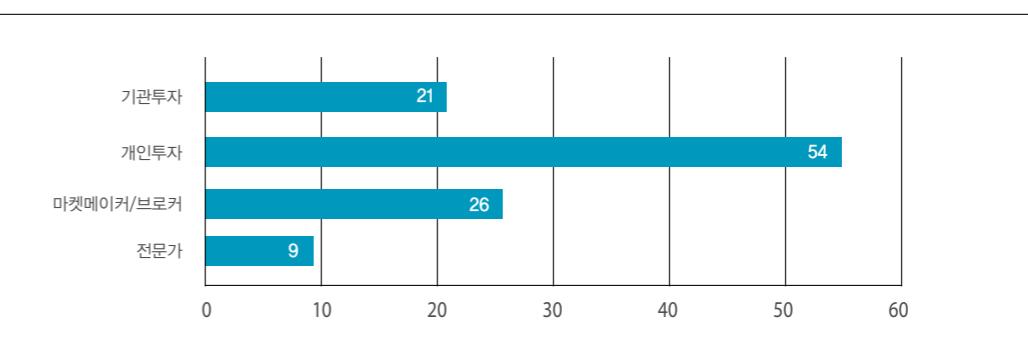
이처럼 지속적인 관리, 감독이 이루어지고 있지만 불법업체들이 줄어들지 않는 상황을 보았을 때, 개인투자자들이 높은 증거금으로 인해 코스피200 선물을 이용하는 데 어려움이 있는 것을 알 수 있다. 즉, 높은 진입장벽으로 인해 개인투자자들이 불법 선물시장으로 손을 뻗치고 있는 것으로 판단할 수 있다. 또한 인터넷의 발달로 인해 서버의 질이 향상되어 중국이나 필리핀 혹은 일본 등 해외 어디에서든 홈페이지만 개설하여 개인투자자들을 모을 수 있기 때문에 금융감독원에서 단속을 지속적으로 하여도 불법업체가 줄어들고 있지 않은 상황이다.

따라서 코스피200 미니선물을 상장하여 제도적으로 개인투자자들의 진입장벽을 낮출 필요가 있다. 불법업체가 기승하고 있는데도 이를 묵인하고, 모니터링만 하여 한발 늦은 단속을 계속 한다는 것은 의미가 없다고 판단된다. 또한 단속을 하여도 불법업체가 줄지 않고 늘어나는 점은 코스피200 미니선물을 상장하여 음성화된 시장에서 피해를 입고 있는 개인투자자들을 양성화된 시장으로 견인할 필요가 있음을 시사한다.

#### 제4절 코스피200 미니선물 관련 설문조사

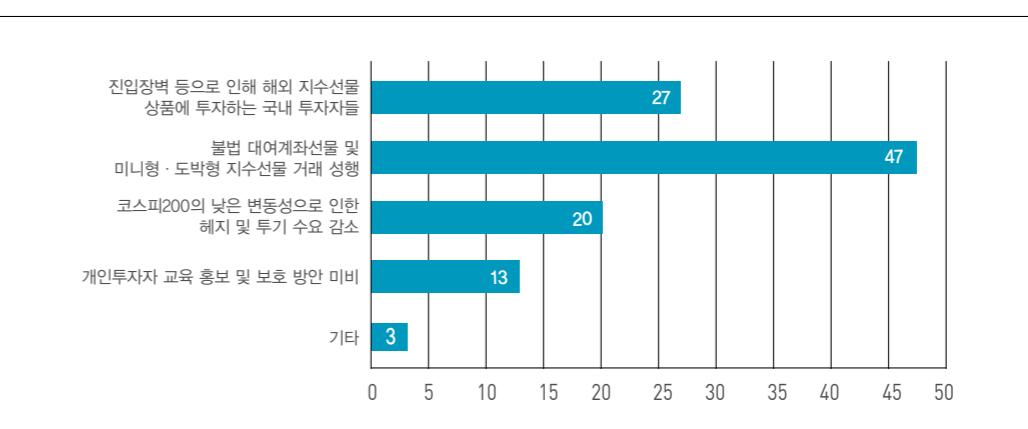
본 연구에서는 코스피200 미니선물 상장과 관련하여 기관투자자, 개인투자자, 마켓메이커/브로커, 전문가의 의견에 대해 조사하고, 상품명세에 대한 이해관계자들의 의견을 수렴하였다. 본 설문조사는 2014년 1월부터 2014년 2월까지 인터넷, 이메일, 전화, 직접방문을 통하여 이루어졌다. 총 110명이 설문조사에 참가하였으며, 그 중에서 기관투자자 21명, 개인투자자 54명, 마켓메이커/브로커 26명, 전문가 9명이 설문에 응답하였다.

그림 2-9 응답자별 설문조사 참여도



기존 코스피200 선물시장의 문제점에 대해서는 불법 대여계좌선물 및 미니형·도박형 주가지수선물 거래 성행이 전체 응답에서 42.73%를 차지하였다. 이를 통해서 현재 국내에 불법 선물업체가 성행하고 있으며 많은 개인투자자들이 참여하고 있다는 것을 알 수 있다. 다음으로 진입장벽 등으로 인해 해외 주가지수 선물 상품에 투자하는 국내투자자들에 대한 응답이 24.55%로 코스피200 선물시장의 높은 증거금 및 기본예탁금으로 인한 진입장벽이 높다는 것을 알 수 있다. 그리고 코스피200의 낮은 변동성으로 인한 헤지 및 투기 수요 감소가 18.18%로 나타났다. 이는 현재 국내 소수의 대기업들이 코스피200을 이끌어가고 있음에 따라 변동성이 낮은 것이 문제점이라고 판단된다. 마지막으로 개인투자자 교육 홍보 및 보호 방안 미비가 11.82%, 기타 2.73% 응답 비율을 차지하였다.

그림 2-10 코스피200 선물시장의 문제점 설문조사



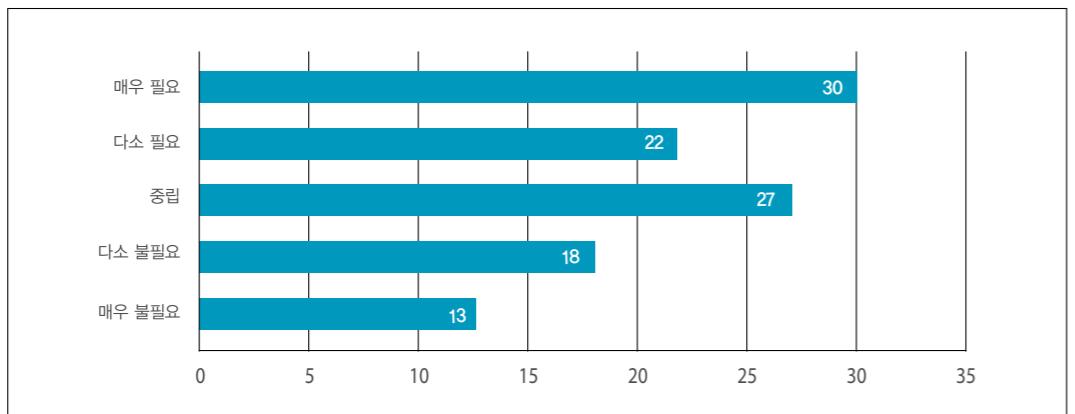
응답자별로 살펴보면, 기관투자자, 개인투자자, 마켓메이커/브로커가 불법 대여계좌선물 및 미니형·도박형 주가지수선물 거래 성행을 코스피200 선물시장에 대한 문제점으로 가장 많이 응답하였다.

표 2-15 응답자별 코스피200 선물시장의 문제점 설문조사

구분	기관투자	개인투자	마켓메이커/ 브로커	전문가	합계
진입장벽 등으로 인해 해외 주가지수선물 상품에 투자하는 국내 투자자들	5 (23.81%)	13 (24.07%)	8 (30.77%)	1 (11.11%)	27 (24.55%)
불법 대여계좌선물 및 미니형·도박형 주가지수선물 거래 성행	10 (47.62%)	23 (42.59%)	11 (42.31%)	3 (33.33%)	47 (42.73%)
코스피200의 낮은 변동성으로 인한 해지 및 투기 수요 감소	3 (14.29%)	9 (16.67%)	5 (19.23%)	3 (33.33%)	20 (18.18%)
개인투자자 교육 홍보 및 보호 방안 미비	2 (9.52%)	7 (12.96)	2 (7.69%)	2 (22.22%)	13 (11.82%)
기타	1 (4.76%)	2 (3.70%)	0 (0%)	0 (0%)	3 (2.73%)
합계	21 (100%)	54 (100%)	26 (100%)	9 (100%)	110 (100%)

코스피200 미니선물의 상장의 필요성에 대한 설문조사에서는 코스피200 미니선물이 필요하다는 응답이 47.27%, 불필요하다는 응답이 28.18%, 중립이라는 응답이 24.55%를 차지하였다.

그림-2-11 코스피200 미니선물의 상장여부 설문조사



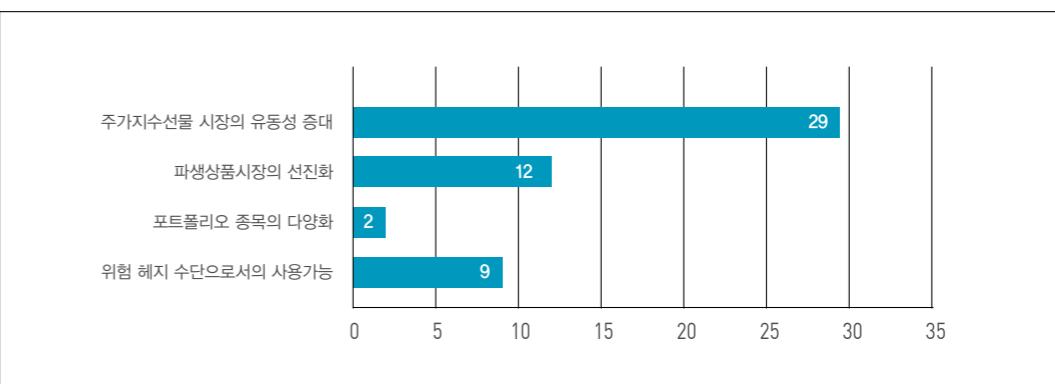
응답자별로는 기관투자자 및 마켓메이커/브로커는 코스피200 미니선물 상장에 대해 중립이라는 응답이 가장 많았다. 개인투자자는 필요하다는 응답이 매우 높았으며, 전문가는 대체로 고른 응답을 보였다.

표 2-16 응답자별 코스피200 미니선물 상장여부 설문조사

구분	기관투자	개인투자	마켓메이커/ 브로커	전문가	합계
매우 필요	3 (14.29%)	24 (44.44%)	2 (7.69%)	1 (11.11%)	30 (27.27%)
다소 필요	5 (23.81%)	11 (20.37%)	3 (11.54%)	3 (33.33%)	22 (20.00%)
중립	7 (33.33%)	5 (9.26%)	14 (53.85%)	1 (11.11%)	27 (24.55%)
다소 불필요	5 (23.81%)	6 (11.11%)	6 (23.08%)	1 (11.11%)	18 (16.36%)
매우 불필요	1 (4.76%)	8 (14.81%)	1 (3.85%)	3 (33.33%)	13 (11.82%)
합계	21 (100%)	54 (100%)	26 (100%)	9 (100%)	110 (100%)

앞서 설문 문항에서 코스피200 미니선물이 필요하다고 응답한 경우 코스피200 미니선물의 상장이 필요한 이유에 대해 조사를 한 결과, 주가지수선물 시장의 유동성 증대를 위해 코스피200 미니선물을 상장해야 한다는 응답이 55.77%로 가장 많았다. 그 다음으로는 파생상품시장의 선진화, 위험 해지 수단으로서의 사용가능, 포트폴리오 종목의 다양화 순으로 응답의 수가 많았다.

그림-2-12 코스피200 미니선물 상장의 필요성 설문조사



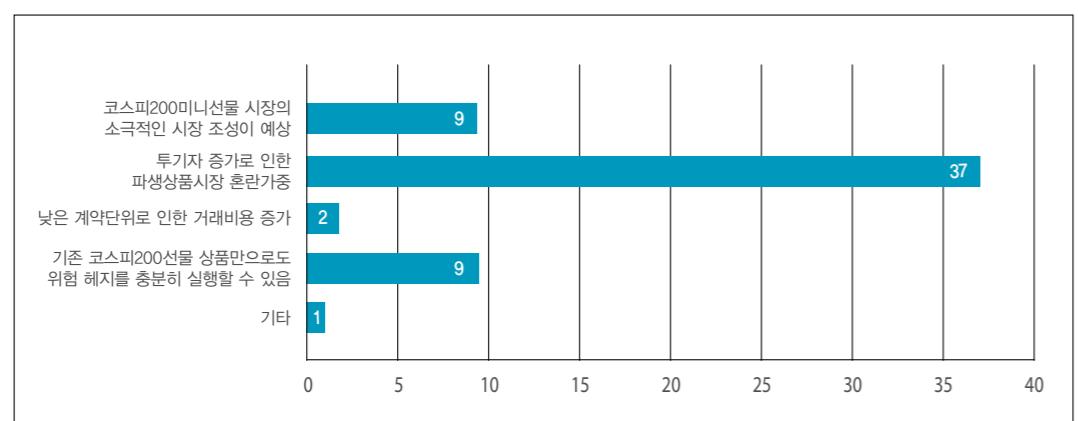
응답자별로는 기관투자자, 개인투자자, 마켓메이커/브로커, 전문가 모두 주가지수선물 시장의 유동성 증대를 가장 많이 응답하였다. 마켓메이커/브로커는 주가지수선물 시장의 유동성 증대와 파생상품시장의 선진화에 응답한 비율이 같았다.

표 2-17 응답자별 코스피200 미니선물 상장의 필요성 설문조사

구분	기관투자	개인투자	마켓메이커/브로커	전문가	합계
주가지수선물 시장의 유동성 증대	5 (62.50%)	20 (57.14%)	2 (40.00%)	2 (50.00%)	29 (55.77%)
파생상품시장의 선진화	1 (12.50%)	8 (22.86%)	2 (40.00%)	1 (25.00%)	12 (23.08%)
포트폴리오 종목의 다양화	1 (12.50%)	1 (2.86%)	0 (0%)	0 (0%)	2 (3.85%)
위험 헤지 수단으로서의 사용가능	1 (12.50%)	6 (17.14%)	1 (20.00%)	1 (25.00%)	9 (17.31%)
합계	8 (100%)	35 (100%)	5 (100%)	4 (100%)	52 (100%)

앞서 코스피200 미니선물의 상장에 대해 중립 또는 불필요하다고 응답한 경우 코스피200 미니선물 상장의 불필요성에 대하여 조사한 결과, 투기자 증가로 인한 파생상품시장 혼란가중이 63.79%로 가장 많았다. 이는 코스피200 미니선물의 낮은 진입장벽이 개인투자자들의 적극적인 참여를 이끌어 파생상품시장의 혼란가중이 가장 큰 문제점으로 지적함을 알 수 있다.

그림 2-13 코스피200 미니선물 상장의 불필요성 설문조사



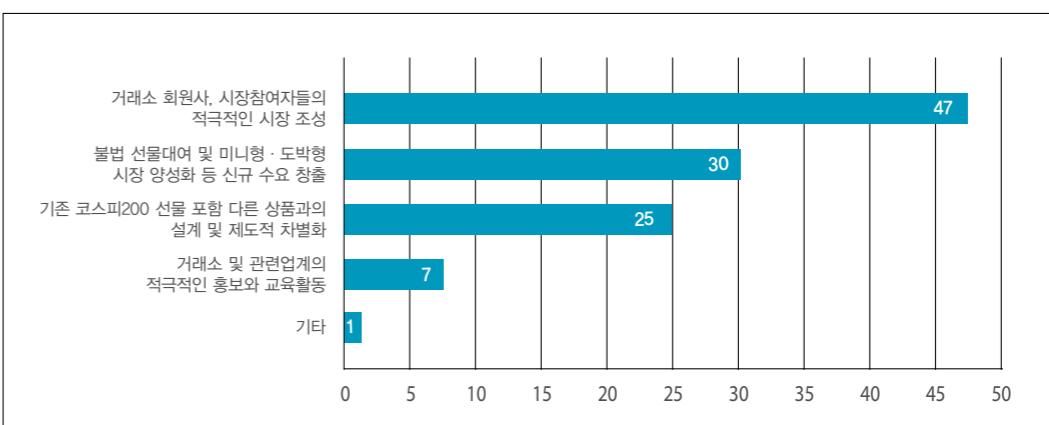
응답자별로는 기관투자자, 개인투자자, 마켓메이커/브로커는 투기자 증가로 인한 파생상품시장 혼란가중에 대한 응답 비율이 가장 많았다. 반면에 전문가는 기존 코스피200 선물만으로도 위험 헤지를 충분히 실행할 수 있다고 응답한 비율이 가장 많았다.

표 2-18 응답자별 코스피200 미니선물 상장의 불필요성 설문조사

구분	기관투자	개인투자	마켓메이커/브로커	전문가	합계
코스피200 미니선물 시장의 소극적인 시장 조성이 예상	1 (7.69%)	3 (15.79%)	5 (23.81%)	0 (0%)	9 (15.52%)
투기자 증가로 인한 파생상품시장 혼란가중	9 (69.23%)	12 (63.16%)	14 (66.67%)	2 (40.00%)	37 (63.79%)
낮은 계약단위로 인한 거래비용 증가	1 (7.69%)	0 (0%)	1 (4.76%)	0 (0%)	2 (3.45%)
기존 코스피200 선물 상품만으로도 위험 헤지를 충분히 실행할 수 있음	2 (15.38%)	3 (15.79%)	1 (4.76%)	3 (60.00%)	9 (15.52%)
기타	0 (0%)	1 (5.26%)	0 (0%)	0 (0%)	1 (1.72%)
합계	13 (100%)	19 (100%)	21 (100%)	5 (100%)	58 (100%)

코스피200 미니선물 상장 후 국내 파생상품시장에서 성공하기 위한 요인에 대하여 조사한 결과, 거래소 회원사, 시장참여자들의 적극적인 시장 조성에 대한 응답 비율이 42.73%로 가장 많이 차지함을 알 수 있다. 즉, 코스피200 미니선물을 상장 시 초기에 적극적인 시장 조성이 이루어지야 상품이 성공할 수 있다는 의견이 가장 많았다. 그리고 불법 선물대여계좌 및 미니형·도박형 시장 양성화 등 신규 수요 창출이 27.27%, 기존 코스피200 선물 포함 다른 상품과의 설계 및 제도적 차별화가 22.73%로 뒤를 이었다.

그림 2-14 코스피200 미니선물 상장의 성공요인 설문조사



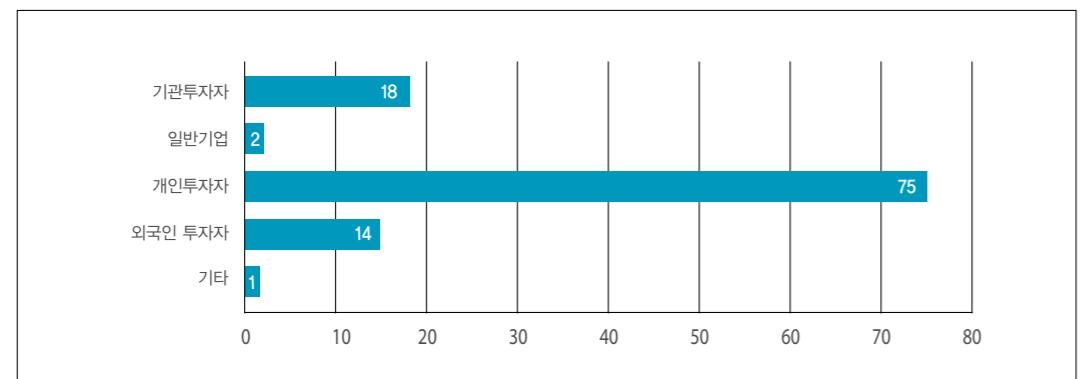
응답자별로는 기관투자자, 개인투자자는 거래소 회원사, 시장참여자들의 적극적인 시장 조성에 응답한 비율이 가장 많았다. 그리고 마켓메이커/브로커는 거래소 회원사, 시장참여자들의 적극적인 시장 조성과 불법 선물대여계좌 및 미니형·도박형 시장 양성화 등 신규 수요 창출에 대한 응답 비율이 동일했다. 마지막으로 전문가는 기존 코스피200 선물 포함 다른 상품과의 설계 및 제도적 차별화에 응답한 비율이 가장 많았다.

표 2-19 응답자별 코스피200 미니선물 상장의 성공요인 설문조사

구분	기관투자	개인투자	마켓메이커/ 브로커	전문가	합계
거래소 회원사, 시장참여자들의 적극적인 시장 조성	11 (52.38%)	23 (42.59%)	11 (42.31%)	2 (22.22%)	47 (42.73%)
불법 선물대여계좌 및 미니형·도박형 시장 양성화 등 신규 수요 창출	1 (4.76%)	17 (31.48%)	11 (42.31%)	1 (11.11%)	30 (27.27%)
기존 코스피200 선물 포함 다른 상품과의 설계 및 제도적 차별화	7 (33.33%)	11 (20.37%)	2 (7.69%)	5 (55.56%)	25 (22.73%)
거래소 및 관련업계의 적극적인 홍보와 교육활동	2 (9.52%)	2 (3.70%)	2 (7.69%)	1 (11.11%)	7 (6.36%)
기타	0 (0%)	1 (1.85%)	0 (0%)	0 (0%)	1 (0.91%)
합계	21 (100%)	54 (100%)	26 (100%)	9 (100%)	110 (100%)

코스피200 미니선물 상장 시 어떤 투자가 가장 적극적으로 참여할지에 대해 조사한 결과, 개인투자가 가장 적극적으로 참여할 것이라는 응답이 68.18%로 가장 많았다.

그림 2-15 코스피200 미니선물 상장 시 적극적으로 참여할 투자자에 대한 설문조사



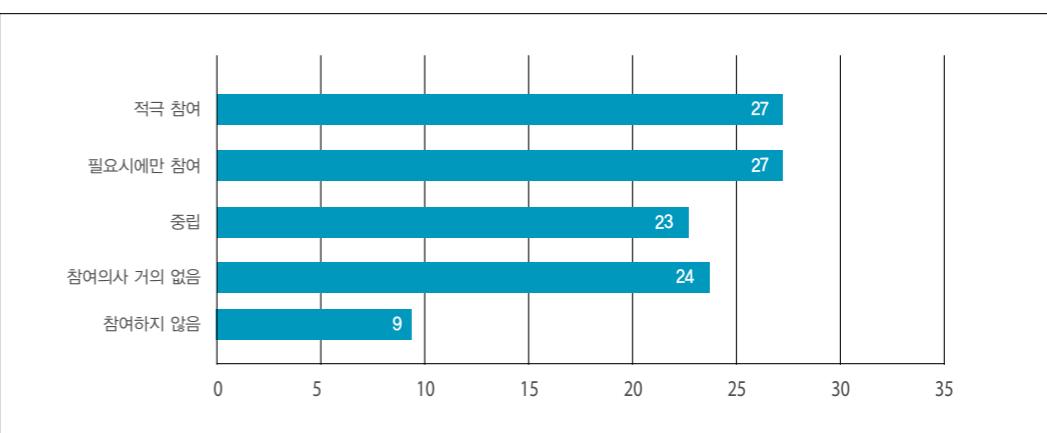
응답자별로는 기관투자자, 개인투자자, 마켓메이커/브로커, 전문가 모두 개인투자가 코스피200 미니선물시장에 가장 적극적으로 참여할 것이라고 응답하였다.

표 2-20 응답자별 코스피200 미니선물 상장 시 적극적으로 참여할 투자자에 대한 설문조사

구분	기관투자	개인투자	마켓메이커/ 브로커	전문가	합계
기관투자자	6 (28.57%)	3 (5.56%)	7 (26.92%)	2 (22.22%)	18 (16.36%)
일반기업	0 (0%)	2 (3.70%)	0 (0%)	0 (0%)	2 (1.82%)
개인투자자	14 (66.67%)	40 (74.07%)	14 (53.85%)	7 (77.78%)	75 (68.18%)
외국인투자자	1 (4.76%)	8 (14.81%)	5 (19.23%)	0 (0%)	14 (12.73%)
기타	0 (0%)	1 (1.85%)	0 (0%)	0 (0%)	1 (0.91%)
합계	21 (100%)	54 (100%)	26 (100%)	9 (100%)	110 (100%)

코스피200 미니선물이 상장될 경우 참여 여부에 대해 조사한 결과, 참여하겠다는 의견이 49.09%, 참여하지 않겠다는 응답이 30%, 중립이라는 응답이 20.91%를 차지하였다.

그림 2-16 코스피200 미니선물 상장 시 참여 정도 설문조사



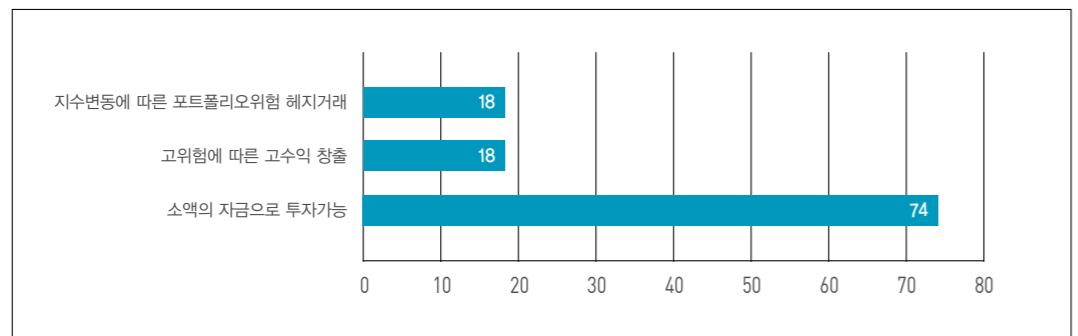
응답자별로는 기관투자자는 참여하겠다는 응답이 다소 많았으며, 개인투자는 참여하겠다는 응답이 매우 높았다. 반면에 마켓메이커/브로커는 중립 의견이 가장 많았다.

표 2-21 응답자별 코스피200 미니선물 상장 시 참여 정도 설문조사

구분	기관투자	개인투자	마켓메이커/브로커	전문가	합계
적극 참여	3 (14.29%)	20 (37.04%)	4 (15.38%)	0 (0%)	27 (24.55%)
필요시에만 참여	10 (47.62%)	14 (25.93%)	2 (7.69%)	1 (11.11%)	27 (24.55%)
중립	1 (4.76%)	4 (7.41%)	17 (65.38%)	1 (11.11%)	23 (20.91%)
참여의사 거의 없음	5 (23.81%)	12 (22.22%)	3 (11.54%)	4 (44.44%)	24 (21.82%)
참여하지 않음	2 (9.52%)	4 (7.41%)	0 (0%)	3 (33.33%)	9 (8.18%)
합계	21 (100%)	54 (100%)	26 (100%)	9 (100%)	110 (100%)

코스피200 미니선물 참가요인에 대해 조사한 결과, 소액의 자금으로 투자가 가능하다는 응답이 67.27%로 가장 많은 응답을 차지하였다. 그리고 지수변동에 따른 포트폴리오위험 해지거래와 고위험에 따른 고수익 창출에 대한 응답이 같은 비율이 나타났다.

그림-2-17 코스피200 미니선물 참가 요인 설문조사



응답자별로는 응답 부류에 관계없이 모두 소액의 자금으로 투자가 가능하다는 응답이 가장 많았다.

표 2-22 응답자별 코스피200 미니선물 참가 요인 설문조사

구분	기관투자	개인투자	마켓메이커/브로커	전문가	합계
지수변동에 따른 포트폴리오위험 해지거래	5 (23.81%)	10 (18.52%)	1 (3.85%)	2 (22.22%)	18 (16.36%)
고위험에 따른 고수익 창출	6 (28.57%)	9 (16.67%)	2 (7.69%)	1 (11.11%)	18 (16.36%)
소액의 자금으로 투자 가능	10 (47.62%)	35 (64.81%)	23 (88.46%)	6 (66.67%)	74 (67.27%)
합계	21 (100%)	54 (100%)	26 (100%)	9 (100%)	110 (100%)

본 설문조사는 국내 파생상품시장 이해관계자들의 코스피200 미니선물 상장에 관한 의견을 수집하기 위하여 실시하였다. 하지만 시간적·비용적 제약으로 인해 표본의 수가 많지 않다는 문제점이 있다. 또한 설문조사에서 외국인투자자가 제외되었으며, 개인투자자의 비중이 높다는 점에서 대표성의 문제점이 있다. 하지만 코스피200 미니선물 상장 시 실수요자들의 의견을 다방면으로 수집하였다는데 의의가 있다고 판단된다.

## 제3장 코스피200 미니선물의 성공요건 분석

파생상품의 성공은 상장된 해당 파생상품이 성공적으로 거래된다고 보는 것이 일반이며, 실패의 정의는 마켓메이커가 시장을 떠나는 경우로 본다. 세계적으로 학계, 감독당국, 거래소 전문가들이 주장하는 거래소 파생상품의 성공 요건은 대략 13가지 정도로 요약할 수 있다. 이 가운데, 여러 전문가들이 공통적으로 인정한 요건은 현물시장의 규모와 가격변동성, 가격의 투명성, 상품의 동질성, 다수의 판매자와 구매자 그리고 적절한 파생상품설계 등이 있다. 나머지 현물시장의 유동성, 현물계약의 존재, 현물업계의 적극적인 참여, 마켓메이커들의 지원, 정부간섭의 부재, 현물시장에서 수직 계열화의 부재, 여타 시장에서의 선물계약이 존재하는 것 등은 추가적인 성공요건으로 분류된다. 하지만 거래소에 신규로 상장되는 파생상품이 이러한 성공요건을 모두 만족하는 경우는 거의 없다. 또한 각각 다른 환경에서 성공한 특정상품이 몇 가지 성공요인에 기인했다고 단정할 수도 없다. 따라서 앞서 말한 성공요인보다는 최근 성공적으로 거래되는 신상품들의 특징을 파악하여, 향후 거래소가 신상품을 상장하는 데 참고할 사항을 도출하고자 한다.

김희성(2010)에 따르면 성공적으로 거래되는 거래소 신규 파생상품의 일반적인 특징은 5가지 군에서 21가지가 거론된다.

표 3-1 성공한 파생상품의 일반적인 특성<sup>3)</sup>

기초자산의 특성											
동질성 및 등급화 가능성	원로품 성향	투명한 가격결정 및 수급구조	저장 및 유통가능성	설명의 용이성	충분한 변동성	풍부한 유동성					
상품 계약상의 특성											
편리성 및 사용자 이점의 명확화		해정 및 투기수요 창출 가능성		장외시장 대비 비교우위	현물시장과 동시거래						
시장에서의 특성											
투기적 자본의 존재 및 유인 가능성	충분한 투자 계좌 및 수요 네트워크의 존재		대체 투자수단의 제약	적절한 상장시기							
규제적인 면에서의 특성											
시장 참여 및 허가의 용이성	분명한 관할권		관리감독의 국제적 정합성	적절한 증거금 수준							
기타 특성											
충분한 교육과 홍보		정부 또는 마켓메이커들의 적극적인 지원									

이에 따라, 본 연구에서는 앞서 말한 새로운 파생상품의 13가지 성공요인보다, 사후적으로 상장 후 성공한 5개군 21개의 특성을 가지고 향후 코스피200 미니선물이 상장될 시 성공요건으로 예상되는 항목에 주안점을 두고 분석하였다. 또한 추가적으로 미니지수선물의 특성상 필요하다고 판단되는 현물시장에 대한 해지성과를 분석·검증하였다.

## 제1절 마켓메이커 측면

시장조성이라 함은 거래의사를 지닌 일반투자자가 곧바로 거래를 체결할 수 있도록 시장에 매수호가와 매도호가를 동시에 지속적으로 제공하여 수요공급의 불균형을 해소하고 시장유동성을 높여주는 행위를 말하며, 이러한 활동을 하는 거래자를 마켓메이커라 한다. 또한 시장조성활동이란 지정된 마켓메이커가 연속적으로 양방향 매수·매도 호가를 제시하여 투자자가 거래의 기회를 보장받기 위한 유동성을 공급하는 것이다. 이러한 마켓메이커는 새로운 파생상품을 상장할 때 상장 초기에 유동성 공급을 통한 원활한 시장을 형성하기 위한 중추적인 역할을 수행한다. 파생상품이 성공적으로 시장에 상장되기 위해서는 상장 초기에 시장 조성자의 참여가 매우 중요하다.

유가증권시장에는 파생상품시장의 마켓메이커와 유사한 성격을 지닌 유동성공급자(liquidity provider)가 있다. 2006년 국내 시장에 상장된 주식워런트증권(equity linked warrant)은 시장의 개설과 동시에 급격한 발전을 이루어 2010년 5월 기준으로 세계 2위 규모로 성장하였다. 이러한 주식워런트증권의 성공적인 발전 뒤에는 유동성공급자의 역할이 매우 중요하게 작용하였다. 최현·우민철(2011)은 시장 위험, 기업 고유위험, 워런트 종류, 옵션적, 제도적 특징을 통제하여 분석한 결과 유동성공급자들의 시장참여를 금지시킨 이후 시장의 유동성이 급격하게 감소한다는 사실을 밝혔다. 그리고 지수에 대한 주식워런트증권의 제도변경에 따른 유동성공급자의 시장참여는 유동성에 영향을 주는 다른 요소들을 통제한 후에도 유동성을 향상시키는 긍정적인 결과를 보였다. 이처럼 유동성공급자들은 주식워런트증권 시장에 유동성을 공급하여 상장 초기 시장 발전에 긍정적인 영향을 주었다.

현재 국내 파생상품시장 마켓메이커의 선정, 운영 및 평가는 파생상품시장 업무규정 및 파생상품시장 업무규정 시행세칙에 따라 이루어진다. 마켓메이커는 파생상품시장 업무규정 제83조에 따라 투자매매업자인 동시에 결제회원이어야 한다. 시장조성상품은 파생상품시장 업무규정 시행세칙 제81조에 따라 최초로 상장되는 상품 중 시장조성을 개시한 지 3년이 경과하지 않은 상품이거나 유동성관리상품 중 시장조성을 개시한 지 3년이 경과하지 않은 상품일 경우 시장조성호가를 제출할 수 있다. 그리고 파생상품시장 업무규정 제87조에 따라 거래소는 마켓메이커의 시장조성 실적을 평가한 후 그 실적에 따라 파생상품거래와 관련한 수수료 수입의 범위 내에서 마켓메이커에게 대가를 지급할 수 있다. 파생상품시장 업무규정 시행세칙 제89조에 따르면 거래소는 분기단위로 시장조성상품별로 마켓메이커의 시장조성실적을 평가할 수 있으며 시장조성실적의 평가는 시장조성호가 제출의무의 성실이행평가와 시장조성계좌를 통한 거래량평가 등으로 구분된다. 또한 파생상품시장 업무규정 시행세칙 제90조에 따라 시장조성상품별로 마켓메이커에게 지급되는 대가의 합계액은 시장조성실적의 평가기간동안 시장조성상품의 수수료의 80% 이내에서 시장조성계약에서 체결한 비율에 해당하는 금액으로 하며, 시장조성실적에 따라 차등지급한다. 그러나 시장조성실적에 따른 차등지급액이 시장조성에 따른 비용 등 일정금액보다 적은 경우에는 시장조성에 따른 비용 등 일정금액을 차등지급할 수 있다.

2010년에 상장한 미니금선물의 경우 미미한 인센티브로 인해 증권·선물 업계의 참여를 유도하는 것이 힘들었다. 시장조성에 참여한 금융기관에는 시장조성상품에서 징수한 거래수수료의 80%를 대가로 지급하고 있지만 증권·선물 업계에서는 미니금과 같은 상품선물은 거래량이 워낙 적기 때문에 거래수수료가 미미하여 이 중 80%를 대가로 받더라도 상품거래를 위해 투입되는 인력의 인건비도 회수하지 못한다고 주장했다. 따라서 거래소에 제도 개선을 요구하여 불만을 드러냈지만, 결국 삼성선물, 우리선물, NH투자선물 등 7개사가 시장 조성에 참여하였다.<sup>4)</sup>

3) 김희성(2010)이 Francis(1995), "Why do Financial Instruments Fall or Succeed?"에 제시된 21개의 특성을 기초로 일부항목을 추가 또는 변경한 특성을 인용

4) 김성호, "미니금선물, '쥐꼬리' 시장조성비 논란", 중앙일보, 2010.  
[http://article Joins.com/news/article/article.asp?total\\_id=4372762&ctg=1103](http://article Joins.com/news/article/article.asp?total_id=4372762&ctg=1103)

코스피200 미니선물의 경우 미니금선물이 금을 기초자산으로 한 상품선물인 것과 달리 코스피200 주가지수를 기초자산으로 하고 있으며, 기준 코스피200 선물도 활발하게 거래가 이루어지는 점을 보았을 때 초기에 시장을 활성화한다면 추후 충분한 유동성이 확보될 것으로 기대된다. 하지만 마켓메이커가 지속적으로 매수·매도 호가를 제시함에 따른 위험을 헤지하기 위해 현물시장의 포트폴리오를 보유함에 따라 증권거래세와 같은 비용이 문제가 될 수 있다. 이와 같은 문제로 인해 코스피200 미니선물 도입 초기 마켓메이커의 선정에 어려움이 있을 경우 코스피200 미니선물 도입 시 시장조성기반이 부실함으로 인해 유동성 공급 실패를 초래할 수 있다. 따라서 시장조성계약 체결 시 시장조성비용에 대한 보상책이나 시장조성계약에서 체결하는 대가의 비율의 상향과 같은 상향된 인센티브 제도들을 고려해 볼 필요가 있다.

## 제2절 수요 창출 가능성 측면

새로운 파생상품이 상장되기 전 가장 중요하게 고려하여야 할 점은 헤지 및 투기수요의 창출 가능성이 다. 수요를 얼마만큼 창출할 수 있는가가 새로운 파생상품의 성공과 실패를 좌우할 정도로 중요한 사안이다. 현재 세계적으로 상장되는 새로운 파생상품의 경우, 실질적인 수요 측면에서 잠재적 헤지와 투기수요를 확대하는 것은 가장 중요한 목표로 거론된다. 이는 파생상품시장의 유동성과 직결되는 부분이기 때문이다. 파생상품의 거래목적은 현물보유에 따른 위험을 경감하기 위한 헤지거래와 무위험이익을 획득하기 위한 차익거래, 마지막으로 저가에 매수하고 고가에 매도하는 투기거래 세 가지가 있다.

### 1. 헤저의 유인

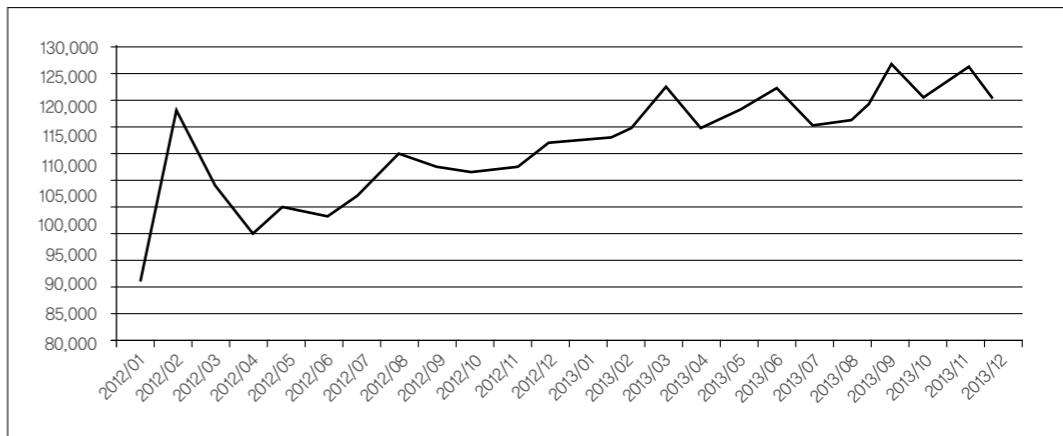
선물거래를 이용하는 주요한 이유 중의 하나는 헤지이다. 헤지는 헤저가 현물의 가격변동위험을 회피하고자 현물과 동일한 규모로 정반대의 포지션을 선물로 보유하여 현물가격이 어느 방향으로 움직이더라도 현물의 손실(이익)은 선물의 이익(손실)으로 조정되어 가격변동위험을 제거하는 것이다. 이러한 헤지는 매입헤지와 매도헤지 두 가지로 나뉜다. 매입헤지는 미래에 매입하여야 할 현물의 가격이 미래 매입시점에 이르러 현재의 가격보다 상승하여 추가적인 비용이 발생할 것이라고 예상할 때, 이에 대한 대비로 선물계약을 매입하는 것이다. 반면에 매도헤지는 소유하고 있거나 소유할 예정인 현물의 가격이 미래에 하락하여 손실이 발생할 가능성이 있을 때, 이에 대한 대비로 선물계약을 매도하는 것이다.

Bessembinder and Seguin(1993)에 의하면 투기를 목적으로 하는 거래자들의 상당수가 단기 매매자이며 이들이 하루가 끝나기 전에 포지션을 대부분 청산한다는 현실을 감안한다면 미결제약정의 자료는 헤징을 목적으로 거래하는 수량의 추정치가 될 수 있다는 점에서 일간 거래량이 제공하는 정보 이외에도 거래활동에 관한 유익한 정보를 제공할 수 있다고 하였다.<sup>5)</sup>

5) 오민정(2013) 재인용

또한 Hong and Yogo(2012)는 선물의 미결제약정수량이 선물가격 그 자체보다 기초자산의 가격에 대한 정보를 더 많이 가지고 있다는 것을 밝혔다. 이들은 호황, 불황상태로 구성된 간단한 경제모형을 만들어 이를 증명하였다. 선물의 가격은 선물 시장에서 헤지에 대한 수요에 의해서 결정되지만 반대의 헤지거래에 대한 수요가 있을 경우 가격의 움직임은 그것을 차감한 만큼 영향을 받게 되므로, 선물의 가격은 경기가 좋아질 것이라는 기대가 있을 때 오를 수도 있고 떨어질 수도 있다. 하지만 미결제약정의 경우에는 경기가 좋아질 것이라는 기대가 있을 때 항상 증가하게 되므로, 선물의 가격은 헤지에 대한 총수요를 나타내는 지표인 미결제약정수량보다 경기를 예측하는 지표로서의 기능이 부족하다고 할 수 있다. 이를 토대로, 미결제약정수량을 헤지의 총수요로 전제하고 옵션의 거래승수를 5배 인상한 2012년 6월부터 최근 2013년 11월 까지의 코스피200 선물의 일평균 미결제약정수량 추세를 살펴보았다.

그림-3-1 코스피200 선물의 일평균 미결제약정수량 추세



※ 자료 : 한국거래소

일평균 미결제약정수량은 2012년 6월 89,911계약에서 2013년 12월 120,796계약으로 약 34.35% 상승하였다. 이는 코스피200 옵션 거래승수 인상을 통한 시장건전화 조치의 효과로 선물시장의 본 기능인 헤지거래에 대한 수요가 꾸준히 증가한 것으로 보인다.

Wang, Chang and Lee(2012)에 따르면 일반적으로 선물시장은 투자자들에게 시장의 높은 변동성에 대한 이상적인 헤지수단을 제공하는 것으로 여겨진다. 또한 미니지수선물은 소액의 투자자에게 수용 가능한 수단일 뿐만 아니라 표준 주가지수선물시장을 액면 분할한 거래에 대한 선택권도 제공한다. 게다가 미니지수선물의 작은 거래 규모는 거래자에게 유연한 거래와 더불어 좀 더 정밀한 헤지를 할 수 있도록 돋는다고 밝혔다. 이러한 선행연구를 토대로 판단해 볼 때, 미니지수선물의 상장은 최근 미국의 양적완화 추가가 축소 등 대외불안의 연중 상시화에 따른 글로벌 금융시장의 변동성 확대 가능성과 더불어 국내에 지속적으로 증가하고 있는 헤지 수요에 대해 더 정밀한 헤지 수단을 제공할 것으로 사료된다. 또한 다수 유입될 것으로 예상되는 개인투자자들의 투자 포트폴리오에도 더 효율적이고 안전한 투자 수단을 제공할 수 있을 것으로 판단된다.

주가지수선물을 활용하여 주식 포트폴리오 투자에 관한 체계적 위험을 효율적으로 제거하기 위해서는 대상 주가지수가 광범위한 종목으로 구성되어 주식시장의 전체적인 주가동향을 반영하고, 해당 주가지수 선물의 가격움직임도 주식시장의 변화를 그대로 반영하여야 한다. 즉, 현물가격과 선물가격의 높은 상관 관계가 필요하다.

코스피200 지수의 경우 다양한 상품의 기초지수로 활용되며 매 2초마다 산출·발표된다. 또한 시장의 대표성과 유동성을 고려하여 전체 종목 중에서 시가총액과 거래량 비중이 높은 종목들을 대상으로 일정기간마다 새로운 종목이 편입되거나 제외되기도 한다. 코스피200 지수의 이러한 역할로 보았을 때 역동적으로 주식시장 전체의 움직임을 실시간 반영하는 지표로 간주할 수 있다.

또한 코스피200 선물지수의 2013년 12월물의 최근월물에 대해 2013년 9월 16일부터 2013년 12월 12일 까지의 한국거래소의 자료를 이용하여 코스피200 현물지수와 코스피200 선물지수의 상관관계를 분석한 결과 약 0.978의 높은 상관계수를 보였다. 미니지수선물의 경우 장중에는 기존 선물보다 틱(tick)의 가치가 오르거나 내릴 수도 있으나, 기존 선물지수를 기반으로 만들어진 파생상품이므로 마감하는 가격 즉, 종가는 항상 기존선물가격과 일치한다. 따라서 코스피200 현물지수와 코스피200 미니선물지수 또한 높은 상관관계가 도출될 것을 충분히 예상할 수 있으며, 이에 따라 코스피200 미니선물은 포트폴리오 투자에 관한 체계적 위험을 효율적으로 제거할 수 있을 것으로 사료된다.

## 2. 투기자의 유인

투기자란 선물에 상응하는 현물포지션을 보유하고 있지 않은 채 가격이 유리하게 움직일 것이라는 예상 하에 선물시장에 투자하는 사람을 말한다. 투기자는 해지가 선물을 매입 또는 매도하여 위험을 회피하고자 할 때 효율적인 거래상대자가 되어줌으로써 선물시장에서 요구되는 시장의 유동성을 제공한다. 또한 투기자는 장내에서 거래가 지속될 수 있도록 끊임없이 매입 또는 매도를 함으로써 선물가격이 급변할 위험을 완충시키는 데 기여한다.

현재 국내에서는 투기로 인해 파생상품 본연의 순기능인 해지 마저 가려질 정도로 파생상품시장의 이미지가 상당히 부정적이다. 하지만 이러한 투기는 세계 어느 파생상품시장에서나 거래 대부분의 비중을 차지하는 것이 일반적이다. 홍콩의 Mini-Hang Seng Index Futures의 경우에도 투기의 비중이 꾸준히 70%를 상회하는 추세를 나타내고 있다.

표 3-2 Mini-Hang Seng Index Futures 투자자 거래의도

	Pure Trading	Hedging	Arbitrage	Total
00~01년	72.8	2.1	25.1	100
01~02년	74.3	10.2	15.5	100
02~03년	78.1	3.6	18.3	100

	Pure Trading	Hedging	Arbitrage	Total
03~04년	79.9	9.4	10.6	100
04~05년	85.0	8.9	6.1	100
05~06년	82.8	9.9	7.3	100
06~07년	60.9	4.9	34.3	100
07~08년	78.2	4.7	17.0	100
08~09년	76.9	16.9	6.2	100
09~10년	63.9	25.6	10.4	100
10~11년	71.6	20.5	7.8	100

※ 자료 : 홍콩선물거래소(HKEx)

또한 중요한 것은 투기거래가 없다면 해지 거래도 원활하게 이루어지지 않는다는 점이다. 투기거래는 미래 현물가격에 대한 예측력을 제공하여 시세의 방향성에 따른 시간차에 대해 해지 거래가 성립되도록 하기 때문이다.

Gray(1961, 1967)는 선물시장에서 해저들의 거래에 의해 발생된 선물계약에 대한 초과수요 혹은 초과 공급을 해소시키기 위해서는 투기자들이 반드시 필요하다는 점을 강조하였다.<sup>6)</sup> 투기가 충분하지 못하면 시장의 유동성이 감소하여 해지비용이 증가하게 되고, 이러한 비용의 증가는 해지거래를 위축시켜 선물시장의 성공을 가로막는다는 것이다.

투기적 거래 비중을 정확하게 파악하기 위해서는 실제로 위험을 회피하고자 하는 해저와 투기자의 거래량을 파악해야 한다. 하지만 현실적으로 해저와 투기자를 구분하기는 어렵다. 따라서 투기정도에 대한 간접적인 지표로 미결제약정당 거래량을 분석함으로써 포지션을 만기까지 보유하지 않는 거래정도를 파악할 수 있다. 즉 미결제약정당 거래 계약수가 많다면 일중거래 빈도가 높아 투기적 거래가 상대적으로 높다고 볼 수 있다.

표 3-3 주가지수선물 미결제약정당 거래량 비교<sup>7)</sup>

	주가지수선물	순위
한국	825.55	2
인도	311.67	4
이스라엘	9.62	20
태국	96.71	14
러시아	1,301.81	1

6) 농림수산식품부, "쌀산업 중장기 발전방안 연구 : 쌀유통구조 개편방안을 중심으로", 2010, p.51 재인용

7) 조성훈·김무성·김태혁·윤창현·이준행·남길남·이효섭(2012) 참조

	주가지수선물	순위
대만	346.71	3
그리스	104.61	13
홍콩	219.08	5
이탈리아	173.72	7
일본	143.41	10
미국	154.10	9
호주	47.35	16
브라질	155.79	8
영국	58.40	15
폴란드	117.70	12
멕시코	14.65	19
오스트리아	7.96	21
스페인	192.04	6
남아공	38.35	17
캐나다	34.98	18
독일-스위스	128.30	11

※ 자료 : WFE, ICE Futures 연차보고서

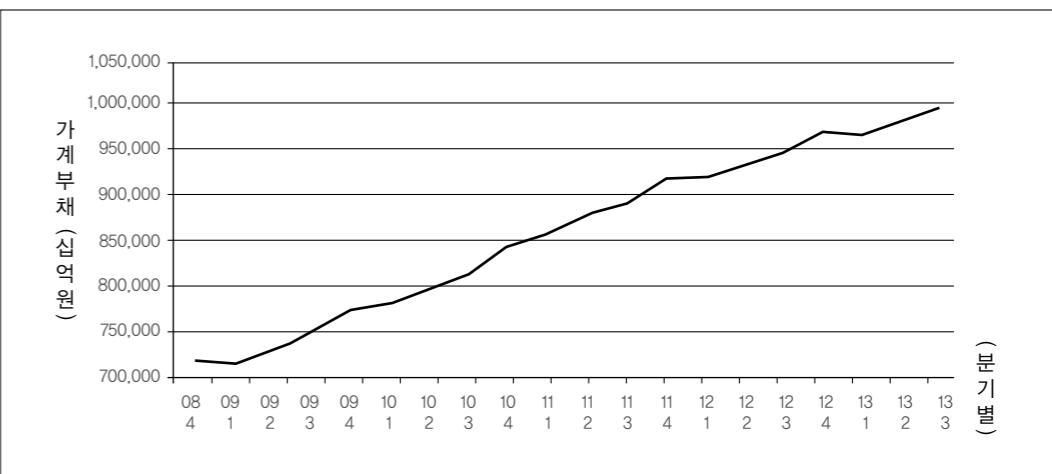
※ 미국시장의 경우 미결제 약정은 CBOE, CME Group, NASDAQ OMX PHLX, ICE Futures U.S.의 자료를 합산하여 자료에 한계가 있음.

미결제약정당 거래량을 다른 국가와 비교해 보았을 때, 비교대상 21개 국가 중에서 국내 주가지수선물의 미결제약정 대비 계약 수는 825.55 계약으로 2위를 차지하고 있다. 따라서 국내의 주가지수 파생상품시장은 비교 국가들에 비해 상대적으로 투기적 거래 비중이 높다고 볼 수 있다.

Ates and Wang(2003)은 1995년 1월 2일부터 2000년 12월 29일까지의 S&P500 Futures, 1997년 9월 9일부터 2000년 12월 29일까지의 E-mini S&P500 Futures, 1997년 6월 2일부터 2000년 12월 29일 까지의 NASDAQ-100 Futures, 1999년 6월 21일부터 2000년 12월 29일까지 E-mini NASDAQ-100 Futures의 일중 자료를 사용하여 미니지수선물의 상장이 선물시장에 어떠한 영향을 미쳤는지에 대하여 분석하였다. 이 과정에서 위험관리를 목적으로 시장에 참여하는 헤저들은 계약 단위가 큰 기존 계약을 이용하는 데 반해, 투기 목적의 투자자들과 단기 차익을 목적으로 하는 단기 투자자들은 미니지수선물 계약을 주로 이용함을 밝혔다. 특히 미니지수선물 계약자들의 75%는 1 계약씩 거래하며, 95% 이상의 거래자들은 5 계약 미만으로 거래함을 보이고 있는 것을 통해 미니지수선물 계약이 소액 및 개인투자자들에게 유용함을 밝히고 있다. 따라서 코스피200 미니선물을 국내에 상장한다면 개인투자자의 높은 투기적 성향과 미니지수선물의 낮은 거래단위로 비추어 보아, 개인 또는 소액 투자자의 투기적 거래에 대한 수요가 높을 것으로 판단된다.

그러나 한편으로는, 최근 국내 파생상품시장에서 기관 및 외국인투자자들이 대거 이탈하는 현상이 단순 규제 이외에도 투기성이 강한 개인투자자의 누적된 투자력 감소로 인한 시장 규모의 축소에 그 원인이 있는 것으로 나타났다. 임형준(2013)에 따르면, 현재 주택가격 하락, 소득 대비 부채 증가, 가치분소득 증가세 둔화, 높은 주거비용 및 자녀 교육비용 등으로 인한 가계 재정악화와 여유자금 감소로 인해 단기간 내에 개인 투자자금이 증시로 회귀할 가능성은 높지 않다고 언급하였다. 한국은행의 가계신용 자료에 따르면, 실제로 가계 부채가 1,000조에 육박하고 있고 증산층이 몰락하는 등 가계의 경제적 어려움이 국내적으로 가중되고 있는 상황이다.

그림-3-2 가계부채 추세



※ 자료 : 한국은행 통화금융통계

파생상품시장은 높은 레버리지의 특성상 유가증권시장보다 고위험의 시장이므로, 이러한 개인투자자의 지속적인 투자여력 감소에 따른 위험자산 기피현상에 적지 않은 영향을 받을 것으로 사료된다. 따라서 미니지수선물 상장의 따른 투자자들의 유입은 투기자의 대부분을 차지하고 있는 개인투자자의 투자여력이나 국내 가계의 경제상황과 관련이 있으므로 이에 대한 추후 검토의 필요성도 있다고 판단된다.

### 3. 차익거래자의 유인

차익거래란 동일하거나 유사한 상품에 있어 비정상적인 가격차이 혹은 각종 비용을 감안하더라도 일정 수준 이상의 가격괴리가 시장 간에 일시적으로 발생하였을 경우 상대적으로 가격이 싼 시장에서 현물이나 선물을 매입함과 동시에 상대적으로 가격이 비싼 시장에서 현물이나 선물을 매도하여 그 차액을 취득하는 것을 말한다. 차익거래는 상대적으로 가격이 싼 시장에서는 매입 증가로 가격상승을 유발하고, 상대적으로 가격이 비싼 시장에서는 매도 증가로 가격하락을 유발하여 시장 간의 일시적인 가격불균형을 해소시키는 역할을 한다. 이러한 차익거래는 현물과 선물이 동시적으로 원하는 수량을 차익거래 기회가 발생한 당시의 근접한 가격으로 즉시 실행되어야 하므로 시장의 유동성이 충분히 확보되어 있어야 한다.

통상적으로 선물시장가격이 이론선물시장가격보다 높을 경우, 선물을 매도하고 현물을 매수하는 매수 차익거래를 실현하고, 이론선물가격이 선물시장가격보다 높을 경우 선물을 매수하고 현물을 매도하는 매도 차익거래를 실현할 수 있다. 이처럼 차익거래의 이익은 선물시장가격과 이론선물가격의 차이로 나타난다. 또한 선물시장가격과 이론선물가격의 차이를 백분율로 표시한 값을 괴리율이라고 하는데, 이문정(2013)에 따르면 괴리율은 선물시장의 거래량과는 부(-)의 관계를, 선물거래 증거금이나 거래비용과는 정(+)의 관계를 갖는다. 따라서 이론적으로는 코스피200 미니선물 상장 시 낮은 증거금을 통한 거래량 증가로 괴리율이 코스피200 선물보다 낮을 것으로 예상되어 차익거래자에 대한 기회가 줄어들 것으로 예상된다. 하지만 코스피200 미니선물 상장 시, 낮은 거래단위와 거래활성화를 통한 유동성 증가로 인해 소액 투자들의 새로운 차익거래 수요 또한 창출될 것으로 판단된다.

### 제3절 적절한 상품설계

상품 내역 설계와 관련하여 본 연구에서 가장 중요하게 생각한 것은 새로운 상품을 상장한 이후에 충분한 수요를 창출하여 코스피200 미니선물 시장을 성공적으로 정착할 수 있도록 설계하는 것이다. 따라서 실수요자들이 실제로 원하는 것이 무엇인지를 정확하게 파악하고, 이들이 쉽게 시장에 참여할 수 있는 방향으로 파생상품이 적절히 설계되어야만 신상품이 시장에 성공적으로 정착할 수 있다. 또한 기존의 선행연구를 통해 실수요자들의 의견을 보완하고 이를 종합하여 상품에 대한 설계를 할 필요성이 있다고 판단하였다. 따라서 기존 선행연구를 바탕으로 코스피200 미니선물의 실수요자인 기관투자자와 개인투자자, 마켓메이커/브로커들을 대상으로 설문조사와 인터뷰를 통해 얻은 의견을 반영하여 상품 내역 설계를 고려해보았다.

#### 1. 거래단위

##### 1-1. 설계안

거래단위는 거래되는 파생상품의 기본거래단위로서 한 계약의 크기를 뜻한다. 본 논문에서는 코스피200 미니선물의 거래단위는 기존 코스피200 선물과 비교하여 1/10 수준으로 축소하였다. 현행 코스피200 선물의 거래단위는 50만 원×코스피200 선물가격이므로, 코스피200 미니선물의 거래단위는 5만 원×코스피200 선물가격으로 결정하였다.

##### 1-2. 설계근거

선물의 거래단위가 크면 계약 당 큰 금액이 거래되어 거래비용이 감소하기 때문에 대규모 투자자들에게 유리하다. 하지만 해지 및 차익거래 시 오차의 범위가 크고, 유동성이 낮다는 문제가 있다. 반면에 선물의 거래단위가 작으면 유동성이 증대되고 보다 정밀한 해지 및 차익거래가 가능하다. 이와 동시에 거래비용이 증가하고 많은 소액 투자들의 활발한 시장 참여로 시장이 과열될 우려가 있다. 본 연

구에서는 거래단위가 작을수록 유동성을 증대시킨다는 사실을 중점적으로 고려하였다. 기관투자자와 개인투자가 모두 쉽게 코스피200 미니선물에 접근할 수 있도록 거래단위를 조정하여 적정한 유동성을 확보하였고, 호가가격단위와도 연계하여 생각해보았다. 실수요자들을 대상으로 실시한 설문조사에서 대부분의 응답자들이 코스피200 미니선물 거래단위로 10만 원×코스피200 선물가격과 5만 원×코스피200 선물가격을 선택하였다. 이를 바탕으로 현재 불법 선물대여계좌 및 미니형·도박형 선물업체가 거래단위를 코스피200 선물의 1/50수준으로 낮추어 운영되고 있다는 사실과 관련지어 고려해 보았다. 불법 선물대여계좌 및 미니형·도박형 선물업체를 이용하고 있는 개인투자자들에게 기존 코스피200 선물의 1/5수준으로 줄이는 것은 충분한 유인 요소가 되지 않을 것으로 생각된다. 실제로 개인투자자와의 인터뷰에서, 현재 불법 선물대여계좌를 이용하는 개인투자자들은 증거금 50만 원, 유지증거금 10만 원에 익숙하므로 작은 거래단위 분할은 불법 선물대여계좌를 이용하는 개인투자자들에 대해 유인작용 역할을 하지 못할 것이라고 언급하였다. 하지만 불법 선물대여계좌 및 미니형·도박형 선물업체처럼 거래단위를 1/30로 낮추어 운영한다면, 투기자의 급격한 증가로 인한 파생상품시장의 혼란가중이 예상되는 측면을 무시할 수는 없다. 따라서 이를 절충하여 기존 코스피200 선물 거래단위의 1/10수준으로 줄이는 것이 시장 양성화를 통해 신규 수요를 창출함과 동시에 시장혼란을 최소화 하는 좋은 선택이 될 것으로 판단하였다.

그림-3-3 코스피200 미니선물 거래단위 선호도 설문조사

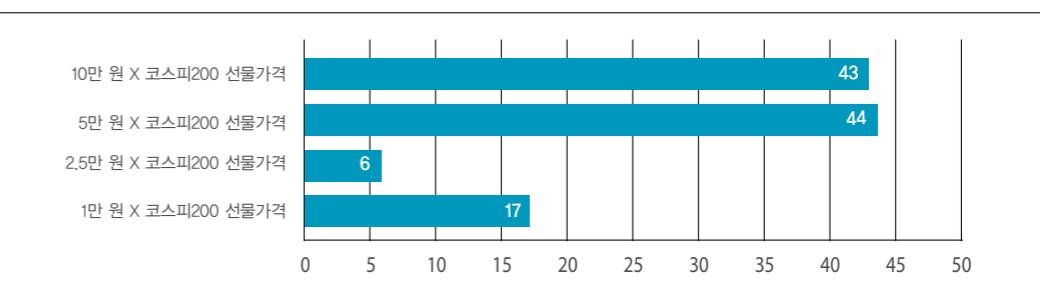


표 3-4 응답자별 코스피200 미니선물 거래단위 선호도 설문조사

구분	기관투자	개인투자	마켓메이커/브로커	전문가	합계
10만 원×코스피200 선물가격 (기존 코스피200 선물의 1/5)	10 (47.62%)	18 (33.33%)	13 (50.00%)	2 (22.22%)	43 (39.09%)
5만 원×코스피200 선물가격 (기존 코스피200 선물의 1/10)	9 (42.86%)	20 (37.04%)	11 (42.31%)	4 (44.44%)	44 (40.00%)
2.5만 원×코스피200 선물가격 (기존 코스피200 선물의 1/20)	0 (0%)	6 (11.11%)	0 (0%)	0 (0%)	6 (5.45%)
1만 원×코스피200 선물가격 (기존 코스피200 선물의 1/50)	2 (9.52%)	10 (18.52%)	2 (7.69%)	3 (33.33%)	17 (15.45%)
합계	21 (100%)	54 (100%)	26 (100%)	9 (100%)	110 (100%)

## 2. 결제월 및 상장결제월

### 2-1. 설계안

결제월은 선물계약 규정에 따라 거래 대상의 매매계약이 이행되는 최종결제일이 속한 달을 말한다. 결제월은 결제월의 주기와 특정 시점에서의 결제월 수 등으로 구성된다. 코스피200 미니선물의 결제월은 기존 코스피200 선물과 동일하게 3, 6, 9, 12월, 상장결제월은 1년 이내의 4개 결제월로 설계하였다.

### 2-2. 설계근거

결제월은 코스피200 미니선물의 특징과 실수요자들의 수요 형태 등을 고려하여 결제월 주기를 결정해야 한다. 파생상품시장에 원월물을 상장하면 장기적인 헤지 측면에서 장점을 가진다. 하지만 국내 파생상품시장은 단기적인 방향성 투자가 많기 때문에 원월물을 상장하여도 거래량이 적고, 가격형성이 되지 않는다는 문제점이 있다. 파생상품의 만기가 길면 길수록 위험이 증가하고 불확실성이 커지기 때문에 국내 투자자들은 이러한 파생상품에 투자하는 것을 기피한다. 한국거래소에서 거래되는 대부분의 파생상품이 최근월물에 집중적으로 매매되고, 이후 결제월에는 유동성이 떨어진다는 점에서 국내 투자자들의 단기적인 투기 성향이 잘 드러난다. 이와 더불어 상장 결제월 수는 선물거래의 유동성이 분산되는 것을 방지하고 거래를 활발하게 유도할 수 있는 방향으로 설계되어야 한다는 점을 고려하였다.

결제월을 코스피200 선물과 동일하게 유지하면 기존 투자자들이 쉽게 코스피200 미니선물을 사용할 수 있어서 거래를 활성화 시킬 수 있다는 장점이 존재한다. 하지만 한편으로는 해당 결제월에 급격하게 파생상품의 거래량이 집중되기 때문에 시장에 혼란을 초래할 가능성이 존재한다. 국내 파생상품 시장에서는 3월, 6월, 9월, 12월의 두 번째 목요일을 쿼드러플 워칭데이<sup>8)</sup>로 일컫는다. 만기가 같은 네 가지의 파생상품 이외에 미니지수선물이 상장되어 결제월을 동일하게 유지할 경우 시장충격이 심화될 것으로 사료된다. 이러한 문제점도 고려하여 코스피200 미니선물의 결제월을 설계할 필요가 있다.

상장결제월에 관한 설문조사 항목에서 응답자의 약 70%가 기존 코스피200 선물 방식과 동일하게 유지하는 것을 희망하였고, 나머지 응답자들은 기존 코스피200 선물과는 다른 새로운 방식에 관심을 보였다. 특히 상대적으로 파생상품 시장에 대한 이해가 부족한 개인투자자들이 기존 코스피200 선물과 동일한 방식에 대한 선호가 높은 것으로 나타났다. 이를 통해 기존에 익숙한 결제월 및 상장결제월로 코스피200 미니선물을 상장하면 상장 초기에 개인투자자들이 시장에 활발하게 참여할 것으로 판단된다. 또한 기존 코스피200 선물과 다른 새로운 방식을 상장하자는 의견이 30% 이상을 차지함에 따라 새로운 방식에 대한 실수요자들의 수요가 존재하는 것으로 나타났다. 이에 대한 고려도 필요한 것으로 판단된다. 본 연구에서는 설문조사의 결과에 따라 결제월 및 상장결제월은 기존 코스피200 선물 방식을 그대로 유지하였다.

그림-3-4 코스피200 미니선물 상장결제월에 대한 선호도 설문조사

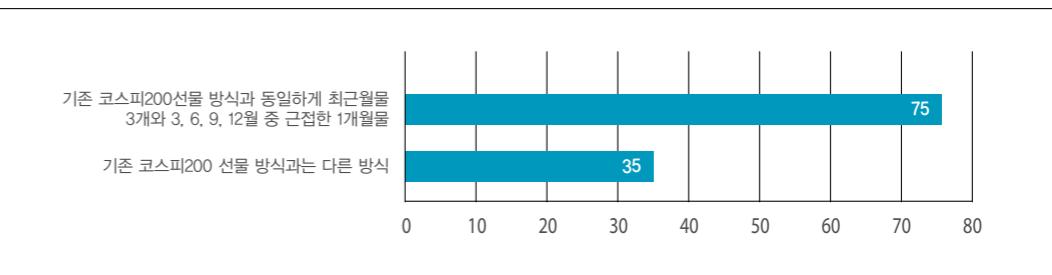


그림-3-5 기존 코스피200 선물 방식과 다른 상장결제월에 대한 선호도 설문조사

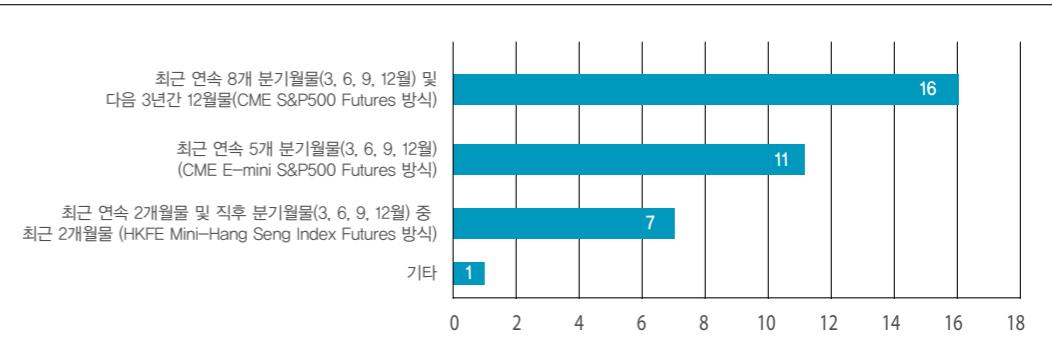


표 3-5 응답자별 코스피200 미니선물 상장결제월 선호도 설문조사

구분	기관투자	개인투자	마켓메이커/브로커	전문가	합계
최근월물 3개와 3, 6, 9, 12월 중 균접한 1개월 (기존 코스피200 선물 방식과 동일)	12 (57.14%)	43 (79.63%)	16 (61.54%)	4 (44.44%)	75 (68.18%)
최근 연속 8개 분기월 (3, 6, 9, 12월) 및 다음 3년간 12월 (CME S&P500 Futures 방식)	2 (9.52%)	6 (11.11%)	6 (23.08%)	2 (22.22%)	16 (14.55%)
최근 연속 5개 분기월 (3, 6, 9, 12월) (CME E-mini S&P500 Futures 방식)	5 (23.81%)	3 (5.56%)	2 (7.69%)	1 (11.11%)	11 (10.00%)
최근 연속 2개월 및 직후 분기월(3, 6, 9, 12월) 중 최근 2개월 (HKEx Mini-Hang Seng Index Futures 방식)	2 (9.52%)	2 (3.70%)	2 (7.69%)	1 (11.11%)	7 (6.36%)
기타	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	1 (11.11%)	1 (0.09%)
합계	21 (100%)	54 (100%)	26 (100%)	9 (100%)	110 (100%)

8) '네 마녀의 날'이라고도 불리는 쿼드러플 워칭데이는 주가가 장이 끝날 때까지 요동쳐서 마치 마녀가 장난을 치는 것과 같다고 하는 데에서 이름이 유래됨. 국내 파생상품 시장에서는 주가지수옵션, 주가지수옵션, 개별주식옵션, 개별주식옵션 네 가지의 파생상품의 만기일이 겹치는 날을 뜻함.

### 3. 거래일 및 거래시간

#### 3-1. 설계안

거래일과 거래시간은 파생상품이 시장에서 거래되는 시기를 말한다. 코스피200 미니선물의 거래일과 거래시간은 기존의 코스피200 선물과 동일하게 유지하였다. 월요일부터 금요일까지 09:00에서 15:15까지 거래되고, 최종결제일에는 예외적으로 09:00에서 14:50까지 거래시간을 설계하였다.

#### 3-2. 설계근거

해외 거래소의 경우 신규 상장 시 기존에 상장되어 있는 상품의 거래시간을 준수하는 경향이 있다. 기존에 시행해 오던 관행을 따르지 않으면 새롭게 변경해야하는 어려움이 존재하기 때문이다. 현재 한국 거래소는 월요일에서 금요일까지 상품이 거래되며, 거래시간은 상품별로 차이가 있다. 코스피200 선물의 경우 점심시간 없이 09:00부터 15:15까지 거래되며, 최종거래일에는 예외적으로 09:00부터 14:50분 까지 거래가 진행된다. 코스피200 미니선물을 상장할 때 거래일이나 거래시간을 코스피200 선물과 다르게 설정하는 것은 추가적인 시간이나 비용이 발생하여 비효율적인 방법이라고 판단된다. 그리고 코스피200 선물과 큰 차이가 없이 설계가 되어야 투자자들이 상품에 투자하기 용이하여 상장 초기에 활발한 시장 참여를 유도할 수 있을 것으로 판단된다. 또한 기존의 한국거래소에 상장되어 있는 코스피200 선물과의 연계거래를 통한 유동성 증대를 고려해 볼 때 코스피200 미니선물의 거래일과 거래시간은 기존의 관행을 유지하는 것이 옳다고 사료된다.

### 4. 최종거래일 및 최종결제일

#### 4-1. 설계안

최종거래일은 특정 선물이 거래되는 마지막 날을 말하고, 최종결제일은 현금결제의 경우에 최종거래일 이후 미결제약정에 대해 최종정산 금액을 받는 날짜를 말한다. 코스피200 미니선물의 최종거래일과 최종결제일은 기존 코스피200 선물과 동일하게 설계하였다. 최종거래일은 각 결제월의 두 번째 목요일로 정하여 공휴일인 경우 순차적으로 앞당기고, 최종결제일은 최종거래일의 다음 거래일로 선택하였다.

#### 4-2. 설계근거

보통 매월 초와 말에 국내 자금시장에서 자금의 수요가 많아지는 시기는 최종결제일로 적합하지 않다는 것을 고려하였다. 한국은행의 지급준비금 마감일이 매월 7일과 22일이므로, 이 시기에 국내 자금 시장의 유동성이 저하될 가능성이 있다.[이해창(2013)] 그리고 최종거래일과 마지막 결제일 사이에 현금 정산을 통해 최종결제가 정상적으로 이루어질 수 있도록 충분한 기간이 필요하다. 이와 함께 기존에 상장된 코스피200 선물과의 연계거래 가능성도 고려하여 설정하였다. 국내 자본시장의 자금흐름과 연계 거래를 통한 수요 창출 가능성을 바탕으로 코스피200 미니선물의 최종거래일과 최종결제일을 기존 코스피200 선물과 동일하게 설계하는 것이 옳다고 판단된다.

### 5. 호가가격단위

#### 5-1. 설계안

호가단위는 선물거래를 할 때 호가될 수 있는 최소 가격 변동폭을 뜻한다. 코스피200 미니선물의 호가가격단위는 0.05포인트로 지정하였다.

#### 5-2. 설계근거

강형철·박종호·엄경식(2009)는 호가가격단위가 유동성에 미치는 영향에 대한 분석결과, 상대호가 단위를 축소할 경우 스프레드율과 거래량 측면에서 살펴본 유동성에는 긍정적 효과가 발생하지만 시장 깊이 측면에서 살펴본 유동성에는 부정적 효과가 나타났다.<sup>9)</sup> 이는 호가가격단위를 축소하려면 시장 깊이가 너무 많이 왜곡되지 않는 선에서 조정이 이루어져야 함을 시사한다. Kurov(2008)는 E-mini NASDAQ-100 Futures 시장에서 호가가격단위를 줄였을 때, 행사 가격, 가격발견기능, 정보효율성에 미치는 효과에 대해 분석하였다. 호가가격단위를 줄인 후에 전자거래방식에서 행사가격의 큰 감소가 있었고, E-mini NASDAQ-100 Futures 시장의 질적인 측면이 상당히 개선되었다. 또한 정보효율성도 이전에 비해 개선된 것으로 나타났다.

위의 선행연구와 실수요자들을 대상으로 실시한 설문조사를 함께 고려하여 호가가격단위를 설정하였다. 이와 함께 호가가격단위는 투자자의 가격에 대한 선택폭을 확대하여 해지나 차익거래가 활발하게 이루어질 수 있도록 조절해야 함을 고려하였다. 본 연구에서는 실수요자들을 대상으로 실시한 설문조사에서 호가가격단위와 거래승수를 곱한 값인 최소가격변동단위에 대한 선호도에 대해 알아보았다. 설문조사 결과 기존 코스피200 선물의 거래단위를 1/10로 축소한 5만 원에 0.1포인트를 곱한 5,000원과 5만 원에 0.05포인트를 곱한 2,500원 순으로 응답자들의 선호도가 높은 것으로 조사되었다. 설문조사와 선행연구의 결과를 함께 생각해보면, 작은 호가가격단위가 전자거래방식에서 긍정적인 영향을 많이 미치기 때문에 0.1포인트보다는 0.05포인트로 기존 코스피200 선물과 동일하게 유지하는 것이 코스피200 미니선물이 신규 수요를 창출하는 데 용이할 것으로 사료된다.

<sup>9)</sup> 시장 깊이란 시장이 큰 가격 변동 없이 대규모의 거래 물량을 소화할 수 있는 능력으로 시장의 깊이는 거래대상증권 및 거래시장의 선정에 중요한 고려사항이 됨.

그림-3-6 코스피200 미니선물 최소가격변동단위 선호도 설문조사

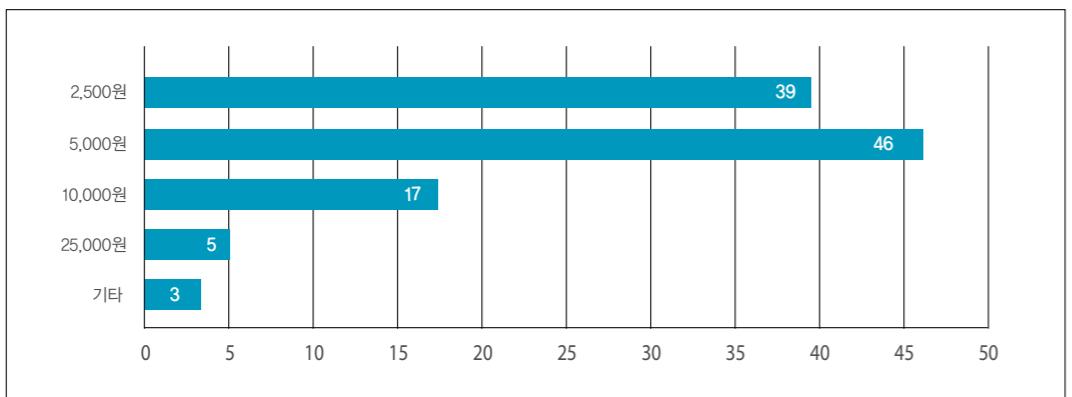


표 3-6 응답자별 코스피200 미니선물 최소가격변동단위 선호도 설문조사

구분	기관투자	개인투자	마켓메이커/브로커	전문가	합계
2,500원	7 (33.33%)	17 (31.4%)	11 (42.31%)	4 (44.44%)	39 (35.45%)
5,000원	9 (42.86%)	21 (38.89%)	14 (53.85%)	2 (22.22%)	46 (41.82%)
10,000원	5 (23.81%)	9 (16.67%)	1 (3.85%)	2 (22.22%)	17 (15.45%)
25,000원	0 (0%)	4 (7.41%)	0 (0%)	1 (11.11%)	5 (4.55%)
기타	0 (0%)	3 (5.56%)	0 (0%)	0 (0%)	3 (2.73%)
합계	21 (100%)	54 (100%)	26 (100%)	9 (100%)	110 (100%)

## 6. 최종결제방법

### 6-1. 설계안

코스피200 미니선물의 최종결제방법은 기존 코스피200 선물과 동일하게 현금결제방식으로 설정하였다.

### 6-2. 설계근거

코스피200 주가지수는 석유, 금 등과 같은 기초자산처럼 실제로 존재하고 있는 것이 아니라 주가의 변동사항을 종합하여 나타낸 지수를 말한다. 따라서 현물이 인수, 인도되는 상품 선물 거래와는 다르게 최종결제시점에서 현금결제가 이루어진다. 이해창(2013)은 국내 파생상품 시장에서 사용되는 실물 인수도와 현금결제의 거래방식을 비교하여 제시하였다.

표 3-7 실물인수도와 현금결제의 거래방식 비교

구분	실물인수도방식	현금결제방식
장점	<ul style="list-style-type: none"> <li>① 현·선물가격 간의 불공정 괴리를 방지하여 헤지에 대한 불확실성을 감소시킨다.</li> <li>② 현물과의 차익거래를 유발시켜 단기간에 선물 거래를 정착시킬 수 있다.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>① 스퀴즈나 덤플이 일어나지 않아 현물가격이 상품가격에서 벗어나지 않을 수 있다.</li> <li>② 실물인수도에 따른 비용을 절감할 수 있다.</li> <li>③ 현재 선물가격의 수렴성을 보장한다.</li> </ul>
단점	<ul style="list-style-type: none"> <li>① 현물인수도에 따른 시설구비 및 추가비용이 필요하다.</li> <li>② 상장된 제품의 현물시장이 폐쇄적이거나 규모가 작을 경우 스퀴즈 등 시장조작에 의한 현물가격의 왜곡이 발생할 수 있다.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>① 최종만기일에 현물수도를 원할 경우 실수요자는 불편할 수 있다.</li> <li>② 최종거래일에 현·선물수량을 보장할 수 없어 현·선물 시장간 괴리가 발생할 수 있다.</li> </ul>

코스피200 미니선물도 코스피200 주가지수를 토대로 거래되는 상품이므로 최종결제방법으로 현금결제방식으로 설계하였다. 현금결제방식은 최종거래일까지 반대매매 되지 않고 남아 있는 미결제약정을 최종결제 시에 실물을 인·수도하는 대신 이와 똑같은 가치의 현금을 수수하도록 하는 방법으로 코스피200 미니선물의 최종결제방법으로 적합하다고 판단된다.

## 7. 상품명세안

표 3-8 코스피200 미니선물 상품명세안

항목	설계안	비고
거래대상	코스피200 주가지수	-
거래단위	5만 원×코스피200 선물가격	기존의 코스피200 선물과 1/5로 축소
결제월	3, 6, 9, 12월	기존의 코스피200 선물과 동일
상장결제월	1년 이내의 4개 결제월	"
거래시간	월~금, 09:00~15:15 최종결제일, 09:00~14:50	"
최종거래일	각 결제월의 두 번째 목요일 (공휴일인 경우 순차적으로 앞당김)	"
최종결제일	최종거래일의 다음 거래일	"
호가가격단위	0.05포인트	"
최소가격변동금액	2500원	5만 원×0.05포인트
최종결제방법	현금결제방식	-
거래방식	전자거래방식	-

## 제4절 Nikkei 225 Futures와 Nikkei 225 mini 헤지성과 비교

### 1. 선행 연구 검토

주가지수선물 거래에서 헤지란 주식시장의 가격변동에 따른 투자위험을 효과적으로 회피하기 위해 주식 시장과 반대되는 포지션을 취하는 것을 말한다. 선물거래에서 포지션이 매입인가 혹은 매도인가에 따라 롱 헤지(long hedge)와 숏 헤지(short hedge)로 나뉜다. 또한 위험 제거 여부에 따라 위험이 완전히 제거된다면 완전헤지(perfect hedge)와 위험이 완전히 제거되지 않으면 불완전헤지(imperfect hedge)로 나뉜다.

Lim, Hsu, and Chiang(2004)는 Gonzalo-Granger information share의 결과 높은 거래량을 유지하는 TAIEX Futures가 Mini-TAIEX Futures보다 가격예시기능이 더 우수하게 나타났다. Wang, Chang, and Lee(2012)는 대만선물거래소(TAIFEX)에서 TAIEX Futures와 Mini-TAIEX Futures를 VECM모형으로 가격예시기능을 분석한 결과, Mini-TAIEX Futures가 TAIEX Futures보다 가격예시 기능이 더 우수한 것으로 나타났다.

정진호·옥기율·원종현(2003)은 OLS모형, VECM모형, 이변량 GARCH(1,1)모형으로 헤지성과를 비교 분석하였다. 분석결과 S&P500 Futures의 헤지성과가 코스피200 선물의 헤지성과보다 높게 나타남을 밝혔다. 옥기율·박준우(2004)는 OLS모형, 이변량 GARCH(1,1)모형, GJR-GARCH(1,1)모형으로 헤지비율을 추정하여 헤지성과를 측정하였다. 헤지성과에 있어서 코스피200 선물을 이용한 경우가 코스닥50 선물의 경우보다 헤지성과가 높게 나타남을 보였다. 또한 주가지수선물시장에서 최적헤지비율의 추정 시 시간가변 모형이 좀 더 나은 헤지성과를 얻을 수 있다는 것을 확인하였다. 임병진(2006)은 오차수정모형, VECM모형, VAR모형, 이변량 GARCH(1,1)모형과 전통적 회귀모형을 통하여 분석한 결과 모형별로 헤지성과의 크기는 차이가 났지만, NASDAQ-100 Futures의 헤지성과가 코스닥50의 헤지성과보다 더 좋은 결과가 나타남을 밝혔다.

이상으로 가격예시기능과 헤지성과에 관한 선행연구를 살펴보았다. 주가지수선물과 미니지수선물의 가격예시기능을 비교한 결과, 어떠한 상품이 더 우수한 기능을 수행하는지에 대한 공통된 결론을 얻지 못하였다. 기초자산이 다른 선물상품 간의 헤지성과에 대한 분석을 실시한 결과, 각 모형별로 헤지성과에 대한 결과는 달랐고, 어떠한 모형이 헤지성과에 있어서 가장 우수한 모형이라는 공통된 의견은 없었다. 본 연구는 선행 연구를 바탕으로 기초자산이 같은 일본의 Nikkei 225 Futures와 Nikkei 225 mini의 가격 예시기능과 헤지성과를 비교 분석하였다. 가격예시기능과 헤지성과 측정을 위한 모형으로 주가지수선물시장에서 최적헤지비율의 추정 시 시간가변성을 분석모형에 포함시킨 이변량 GARCH(1,1)모형을 통하여 분석을 실시하였다.

### 2. 분석자료

본 연구에서 사용하는 자료는 2013년 12월 17일부터 2014년 1월 16일까지 총 366개의 Nikkei 225 현물, Nikkei 225 Futures, Nikkei 225 mini 일중 15분 가격 시계열 자료이다. Nikkei 225 현물, Nikkei 225 Futures, Nikkei 225 mini 일중 15분 가격 시계열 자료 모두 Bloomberg<sup>10</sup>에서 구하였다.

Nikkei 225 Futures, Nikkei 225 mini의 거래는 최근월물에 집중되어 계속적인 만기이전(roll over)을 가정하고, 최근월물 가격만을 표본기간 동안 시계열 자료로 구성하여 분석을 실시하였다. 일반적으로 선물의 일별자료를 가지고 분석을 실시할 때 최근월물은 만기일에 거래가 거의 일어나지 않으므로 최근월물 대신 차근월물로 대체하여 사용한다. 이에 본 연구도 만기일에 최근월물의 거래가 거의 이루어지지 않으므로 차근월물을 대체하여 사용하였다. 일중 15분 가격 시계열 자료는 원자료(raw data)<sup>11</sup>로서 정상성(stationarity)을 만족시키지 않았으므로 정상시계열을 만족하는 수익률 자료로 변환시켜 분석을 실시하였다. 수익률은 당기의 값을 전기의 값으로 나눈 다음 자연대수를 취하고, 이 수에 100을 곱한 값이다.

$$R_{s,t} = (\ln \frac{S_t}{S_{t-1}}) \times 100 \quad R_{f,t} = (\ln \frac{F_t}{F_{t-1}}) \times 100 \quad R_{m,t} = (\ln \frac{M_t}{M_{t-1}}) \times 100$$

단,  $R_{s,t}$ ,  $R_{f,t}$ ,  $R_{m,t}$  : t기 Nikkei 225 현물수익률, Nikkei 225 Futures 수익률, Nikkei 225 mini 수익률  
 $S_t$ ,  $F_t$ ,  $M_t$  : t기 Nikkei 225 현물가격, Nikkei 225 Futures 가격, Nikkei 225 mini 가격  
 $S_{t-1}$ ,  $F_{t-1}$ ,  $M_{t-1}$  : t-1기 Nikkei 225 현물가격, Nikkei 225 Futures 가격, Nikkei 225 mini 가격

### 3. 분석방법

옥기율·박준우(2004)는 주가지수선물시장에서 최적헤지비율의 추정 시 시간가변 모형이 좀 더 나은 헤지성과를 얻을 수 있다는 것을 확인하였다. 현물과 선물시장은 국내외 금융시장에서 발생하는 새로운 정보에 따라 실시간으로 변화하고 있으므로 이에 대한 헤지비율도 변할 필요가 있다. 따라서 변동성이 일정하지 않고 시간의 경과함에 따라 확률적으로 변할 수 있는 시간가변성(time varying)을 분석모형에 포함시킨 이변량 GARCH(1,1)모형으로 헤지비율을 추정하고 모형의 추정에서 구한 모수를 사용하여 헤지성과를 측정하였다. 본 연구에서 헤지성과로 사용된 식은 다음과 같다.

$$\text{헤지성과(hedge performance : } R^2 \text{)} = 1 - \frac{\text{Var}(HP)}{\text{Var}(UP)}$$

단,  $\text{Var}(HP)$  : 헤지포지션분산,  $\text{Var}(UP)$  : 무헤지포지션분산

<sup>10</sup> <http://www.bloomberg.com> ; 금융, 주식, 경제 뉴스와 데이터 분석정보 제공 사이트.

<sup>11</sup> 실험이나 조사가 진행되는 동안 수집한 원래의 자료로, 새로운 형태로의 전환이나 가공이 되기 전의 최초의 형태를 지닌 자료를 말함.

#### 4. 분석결과

본 연구에 사용된 수익률 자료의 기초통계량은 〈표 3-9〉와 같다. Nikkei 225 현물, Nikkei 225 Futures, Nikkei 225 mini의 수익률 평균은 각각  $-0.0091$ ,  $-0.0092$ ,  $-0.0092$ 로 나타났다. 표준편차는 현물수익률과 주가지수선물수익률의 차이가 현물수익률과 미니지수선물수익률의 차이보다 크므로 베이시스 위험이 더 존재한다고 볼 수 있다. 분포의 비대칭성을 측정하는 왜도(skewness)의 경우, 모두 양(+)의 값으로 분포가 왼쪽으로 치우쳐 있다는 것을 알 수 있다. 분포의 밀집도를 나타내는 첨도(kurtosis)의 경우, 모두 3보다 큰 양(+)의 값으로 정규분포보다 뾰족함을 알 수 있다. 자료의 정규성을 나타내는 검정 통계량인 Jarque-Bera의 경우 정규분포라는 귀무가설이 모두 1% 유의수준에서 기각되었음을 알 수 있다. 따라서 자료는 정규분포가 아님을 알 수 있다.

표 3-9 Nikkei 225 현물수익률, Nikkei 225 Futures 수익률, Nikkei 225 mini 수익률 자료 기초통계량

구분	Nikkei 225 현물수익률	Nikkei 225 Futures 수익률	Nikkei 225 mini 수익률
평균	$-0.0091$	$-0.0092$	$-0.0092$
표준편차	0.2568	0.2710	0.2605
분산	0.0659	0.0734	0.0679
중간값	$-0.0076$	0.0000	0.0000
최대값	2.4239	2.5447	2.4795
최소값	-1.6748	-1.7801	-1.7176
왜도	1.5448	1.6309	1.9461
첨도	31.8335	32.2354	33.4056
Jarque-Bera	15556.8691***	15965.0717***	17201.9383***

※ \*\*\*는 1% 수준에서 유의함.

Nikkei 225 현물수익률, Nikkei 225 Futures 수익률, Nikkei 225 mini 수익률 자료가 정상시계열 자료인지 알아보는 단위근 검정인 ADF검정결과와 PP검정결과, t값이 Nikkei 225 현물, Nikkei 225 Futures, Nikkei 225 mini 모두 유의수준 1%에서 유의한 것으로 나타났다. 즉, 단위근이 존재한다는 귀무가설을 기각하므로 정상시계열임을 알 수 있다.

표 3-10 수익률 자료의 단위근 검정결과

구분	검정방법	
	ADF검정	PP검정
Nikkei 225 현물수익률	-13.3758***	-19.0208***
Nikkei 225 Futures 수익률	-13.3639***	-19.6575***
Nikkei 225 mini 수익률	-13.2005***	-19.1463***

※ 1. \*\*\*는 1% 수준에서 유의함.

2. ADF검정, PP검정법으로 단위근을 검정할 때, 가설기각여부를 확인하기 위해서 Mackinnon 임계값(critical value)을 사용함.  $1\% = -3.987$

공적분 검정결과 Nikkei 225 현물 – Nikkei 225 Futures, Nikkei 225 현물 – Nikkei 225 mini 모두 유의수준 1% 수준에서 유의함을 나타났다. 즉, Nikkei 225 현물 – Nikkei 225 Futures, Nikkei 225 현물 – Nikkei 225 mini은 장기적인 균형관계가 있음을 알 수 있다.

표 3-11 공적분 검정결과

구분	검정결과
Nikkei 225 현물 – Nikkei 225 Futures	0.1029*** (0.0000)
Nikkei 225 현물 – Nikkei 225 mini	0.1311*** (0.0000)

※ \*\*\*는 1% 수준에서 유의함.

비대칭성 검정결과, Nikkei 225 현물 – Nikkei 225 Futures, Nikkei 225 현물 – Nikkei 225 mini 모두 비대칭성이 존재하지 않는다는 귀무가설을 기각하지 못하였다. 따라서 Nikkei 225 현물 – Nikkei 225 Futures, Nikkei 225 현물 – Nikkei 225 mini 모두 비대칭성이 존재하지 않는 것으로 나타났다. 비대칭성이 존재하지 않으므로 이변량 GARCH(1,1)모형으로 해지성과를 분석하고자 한다.

$$Z_t^2 = \alpha_0 + \alpha_1 S_t^- + \alpha_2 S_t^- Z_{t-1} + \alpha_3 S_t^+ Z_{t-1}$$

단.  $Z_t^2$  : 표준화된 잔차의 제곱

If  $Z_{t-1} > 0$  이면,  $S_t^+ = 1$ , 아니면  $S_t^+ = 0$

If  $Z_{t-1} < 0$  이면,  $S_t^- = 1$ , 아니면  $S_t^- = 0$

표 3-12 비대칭성 검정결과

구분	Nikkei 225 현물 – Nikkei 225 Futures		Nikkei 225 현물 – Nikkei 225 mini	
	R <sub>s,t</sub>	R <sub>f,t</sub>	R <sub>s,t</sub>	R <sub>m,t</sub>
부호 편의검정	-0.5364 (0.4587)	-0.2723 (0.7178)	-0.5364 (0.4587)	-0.4012 (0.5891)
음의 규모 편의 검정	0.1246 (0.8223)	0.0900 (0.8773)	0.1246 (0.8223)	0.0912 (0.8768)
양의 규모 편의 검정	0.0176 (0.9704)	0.0253 (0.9564)	0.0176 (0.9704)	0.1563 (0.7399)
결합 검정	0.3576 (0.7837)	0.1098 (0.9543)	0.3576 (0.7837)	0.2890 (0.8333)

※ \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함.

이변량 GARCH(1,1)모형 분석결과 평균방정식의 결과를 보면, Nikkei 225 현물수익률(이하 현물수익률 표기)과 Nikkei 225 Futures 수익률(이하 선물수익률 표기)의 경우 추정한  $\beta_{1,3}=0$ 이 기각되지 않았다. 하지만  $\beta_{2,2}$ 의 값은 유의수준 1%에서 유의한 값을 나타내었다. 즉, 현물수익률이 선물수익률에 대하여 가격예시기능을 수행하고 있다고 해석할 수 있다. 현물수익률과 Nikkei 225 mini 수익률(이하 미니선물수익률 표기)의 경우에는  $\beta_{1,3}, \beta_{2,2}$ 가 유의수준 1%에서 모두 유의한 값을 나타내었다. 즉, 현물수익률과 미니지수선물수익률에서는 양방향관계가 존재하는 것으로 나타났다.  $\beta_{1,2}$ 의 경우 현물수익률과 미니지수선물수익률 간에 유의수준 1%에서 유의하게 나타났다. 이는 t-1기의 현물수익률이 t기 현물수익률에 영향을 미친다는 것이다. 그러나 현물수익률과 주가지수선물수익률간의  $\beta_{1,2}$ 의 값은 유의한 값이 나타나지 않았다.  $\beta_{2,3}$ 의 경우 현물수익률과 주가지수선물수익률, 현물수익률과 미니지수선물수익률 모두 유의수준 1%에서 유의한 값을 나타내었다. 이는 t-1기의 주가지수선물수익률, 미니선물수익률이 t기의 주가지수선물수익률, 미니지수선물수익률에 영향을 미친다고 볼 수 있다. 오차수정항의 계수인  $\beta_{1,1}$ 의 값은 현물수익률과 미니지수선물수익률 간에 유의수준 1%에서 유의하게 나타났다. 이는 현물수익률과 미니지수선물수익률 간에 장기적인균형관계가 존재한다고 해석할 수 있다. 그러나 현물수익률과 선물수익률 간에  $\beta_{1,1}$ 의 값은 유의하지 않았다.  $\beta_{2,1}$ 의 값은 현물수익률과 주가지수선물수익률, 현물수익률과 미니지수선물수익률 모두 유의수준 1%에서 모두 유의한 값을 나타내었다.

분산방정식의 결과를 보면 현물수익률과 선물수익률, 현물수익률과 미니지수선물수익률 모두 추정한 계수값이 유의수준 1%에서 유의하게 나타났다. 이것은 분산과 공분산 그리고 이것을 가지고 계산되는 최소분산 해지비율이 시간에 따라 변한다는 것을 의미하는 것이다.  $A_{11}$ 과  $A_{33}$ 는 모두 유의수준 1%에서 유의한 값을 나타내었는데 이는 현물수익률과 주가지수선물수익률, 현물수익률과 미니지수선물수익률에 ARCH효과가 존재한다고 볼 수 있다. 이것은 두 수익률의 조건부 분산에 이분산성이 존재하여 오차의 실현된 과거 값에 따라 조건부 분산이 항상 변할 수 있다는 것이다. 그리고 현물수익률과 주가지수선물수익률, 현물수익률과 미니지수선물수익률에서 변동성의 지속성은  $(B_{11}+A_{11})$ 과  $(B_{33}+A_{33})$ 로 측정 할 수 있다. 분산방정식의 모든 계수들은 통계적으로 유의수준 1%에서 유의하므로 변동성이 지속적이라고 볼 수 있다.

표준화 된 잔차<sup>12)</sup>에 대한 Ljung-Box (Q) 통계량 LB(10)은 현물수익률과 주가지수선물수익률, 현물수익률과 미니지수선물수익률 모두 유의하지 않아 현물수익률과 선물수익률, 현물수익률과 미니지수선물수익률은 자기상관이 존재하지 않는 것으로 볼 수 있다. 표준화된 잔차의 제곱에 대한 Ljung-Box ( $Q^2$ ) 통계량 LB<sup>2</sup>(10) 모두 자기상관이 존재하지 않는 것으로 볼 수 있다. 따라서 현물수익률과 주가지수선물수익률, 현물수익률과 미니지수선물수익률에 조건부 이분산이 존재한다고 볼 수 있다.

12) 표준화된 잔차 ( $Z_t$ ) =  $\hat{e}_t / \sqrt{h_t}$ 는 평균이 0이고, 분산이 10이다.

$$\begin{aligned} \text{평균방정식} : R_{s,t} &= \beta_{1,0} + \beta_{1,1}(S_{t-1} - \delta F_{t-1}) + \beta_{1,2}R_{s,t-1} + \beta_{1,3}R_{f,t-1} + \epsilon_{s,t} \\ R_{f,t} &= \beta_{2,0} + \beta_{2,1}(S_{t-1} - \delta F_{t-1}) + \beta_{2,2}R_{s,t-1} + \beta_{2,3}R_{f,t-1} + \epsilon_{f,t} \\ \epsilon_t &= \begin{bmatrix} \epsilon_{s,t} \\ \epsilon_{f,t} \end{bmatrix} \sim N(0, \sigma_t), \quad \sigma_t = \begin{bmatrix} c_{ss} & c_{sf} \\ c_{fs} & c_{ff} \end{bmatrix} \end{aligned}$$

$$\text{분산방정식} : \text{vech}(H_t) = C + \text{Avech}(e_{t-1}e_{t-1}^\top) + B\text{vech}(H_{t-1})$$

$$\text{vech}(H_t) = \begin{bmatrix} h_{sst} \\ h_{sft} \\ h_{fft} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} C_{10} \\ C_{20} \\ C_{30} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} A_{11} & 0 & 0 \\ 0 & A_{22} & 0 \\ 0 & 0 & A_{33} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} e_{s,t-1}^2 & e_{s,t-1}e_{f,t-1} \\ e_{s,t-1}e_{f,t-1} & e_{f,t-1}^2 \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} B_{11} & 0 & 0 \\ 0 & B_{22} & 0 \\ 0 & 0 & B_{33} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} h_{ss,t-1} \\ h_{sf,t-1} \\ h_{ff,t-1} \end{bmatrix}$$

표 3-13

이변량 GARCH(1,1)모형 분석결과

구분		평균방정식		분산방정식			
		$R_{s,t}$	$R_{f,t}$	$R_{s,t}$	$R_{m,t}$	$h_{s,t}$	$h_{f,t}$
$\beta_{1,0}$	$\beta_{2,0}$	-0.0097 (0.7534)	-0.0085 (0.6805)	-0.0096*** (0.0000)	-0.0092*** (0.0000)	0.0647*** (0.0000)	0.0694*** (0.0000)
$\beta_{1,1}$	$\beta_{2,1}$	0.0017 (0.4764)	0.0041*** (0.0003)	0.0007*** (0.0000)	0.0035*** (0.0000)	0.4972*** (0.0000)	0.4990*** (0.0000)
$\beta_{1,2}$	$\beta_{2,2}$	-0.2037 (0.8491)	-0.0587*** (0.0018)	-0.1844*** (0.0000)	-0.0123*** (0.0000)	0.2016*** (0.0000)	0.1939*** (0.0000)
$\beta_{1,3}$	$\beta_{2,3}$	0.1984 (0.9042)	0.0499*** (0.0004)	0.2013*** (0.0000)	0.0266*** (0.0000)	0.0658*** (0.0000)	0.1979*** (0.0000)
구분		Nikkei 225 현물수익률 – Nikkei 225 Futures 수익률		Nikkei 225 현물수익률 – Nikkei 225 Futures 수익률			
		$h_{s,t}$	$h_{f,t}$	$h_{s,t}$	$h_{m,t}$	$h_{s,t}$	$h_{m,t}$
$C_{10}$	$C_{30}$	0.0647*** (0.0000)	0.0694*** (0.0000)	0.0652*** (0.0000)	0.0661*** (0.0000)	6.01718 (0.8138)	6.72748 (0.7509)
$B_{11}$	$B_{33}$	0.4972*** (0.0000)	0.4990*** (0.0000)	0.4995*** (0.0000)	0.4993*** (0.0000)	0.4995*** (0.0000)	0.5006*** (0.0000)
$A_{11}$	$A_{33}$	0.2016*** (0.0000)	0.1939*** (0.0000)	0.2004*** (0.0000)	0.2000*** (0.0000)	1.00744 (0.9998)	0.96032 (0.9999)
$C_{20}$	$A_{22}$	0.0658*** (0.0000)	0.1979*** (0.0000)	0.0647*** (0.0000)	0.2002*** (0.0000)	5.7189 (0.8383)	7.21750 (0.7048)
$B_{22}$		0.4996*** (0.0000)					
LB(10)						5.7189 (0.8383)	7.21750 (0.7048)
LB <sup>2</sup> (10)						1.0109 (0.9998)	0.9179 (0.9999)

※ 1. \*\*\*는 1% 수준에서 유의함, ( )안은 p-value값임.

2. LB(n), LB<sup>2</sup>(n)은 Ljung-Box(Q), Ljung-Box(Q<sup>2</sup>) 통계량임.

해지성과 분석결과 Nikkei 225 현물 – Nikkei 225 mini의 해지성과는 0.9352이고, Nikkei 225 현물 – Nikkei 225 Futures의 해지성과는 0.9007로서 Nikkei 225 현물 – Nikkei 225 mini의 해지성과가 조금 더 높게 나타났다. Nikkei 225 mini의 해지성과가 높게 나온 이유는 Nikkei 225 현물과의 높은 상관관계, Nikkei 225 Futures 높은 거래량 때문인 것으로 사료된다.

$$\text{해지성과} : 1 - \frac{Var(HP)}{Var(UP)}$$

표 3-14 해지성과 분석결과

구분	Nikkei 225 현물수익률 – Nikkei 225 Futures 수익률	Nikkei 225 현물수익률 – Nikkei 225 mini 수익률
GARCH(1,1) 모형 해지성과	0.9007	0.9352

## 제4장 코스피200 미니선물 상장 시 파급효과

### 제1절 긍정적 측면

코스피200 미니선물 상장에 따른 긍정적 파급효과로는 첫째, 불법 선물대여계좌 및 미니형·도박형 선물업체의 근절과 이에 따른 신규 수요 창출이 있다. 코스피200 미니선물의 상장은 개인투자자들에게 높은 증거금에 대한 부담을 줄여주고, 현재 불법 선물대여계좌를 이용하는 개인투자자들을 양성화하여 자본시장에 긍정적인 역할을 기대할 수 있다. 또한 불법 선물대여계좌 및 미니형·도박형 선물업체를 이용하여 받을 수 있는 피해를 근절하는 근본적인 해결책으로 작용할 것으로 보인다. 거래소 입장에서는 현재 불법시장을 통해 선물거래를 하고 있는 개인투자자들이 코스피200 미니선물 시장에 상당히 유입될 것으로 예상되므로 코스피200 미니선물의 유동성이 제고되는 효과를 기대할 수 있을 것으로 사료된다.

둘째, 해외 지수선물에 투자하는 국내 투자자에 대한 재유인 효과가 있다. 앞에서 살펴본 바와 같이, 특히 국내 투자자의 E-mini S&P500 Futures에 대한 거래가 폭증하고 있는 추세임을 알 수 있다. 또한 현재 유동성이 높은 시장인 중국과 일본으로 상당수의 국내투자자와 국내에 투자하던 외국인투자자가 빠져나가고 있다. 따라서 코스피200 미니선물은 높은 진입장벽과 적은 상품수로 인해 해외로 눈을 돌리는 투자자들을 다시 국내로 유인할 수 있는 좋은 방안이 될 것이다.

셋째, 정밀하고 효율적인 해지 수단 제공이다. 코스피200 현물지수와 선물지수 간의 높은 상관관계를 바탕으로 국내의 지속적으로 증가하는 해지 수요, 그리고 오늘날 대외불안의 연중 상시화로 인한 글로벌 금융시장의 변동성을 비추어 판단할 때, 코스피200 미니선물은 정밀하고 효율적인 해지 수단이 될 것으로 판단된다.

넷째, 거래활성화를 통한 파생상품시장의 유동성 증대이다. 코스피200 미니선물 상장 시 기본적으로 소액으로 투자가 가능한 점을 바탕으로 앞서 언급한 음성화된 불법 선물대여계좌를 이용하는 투자자들을 양성화시킴으로써 창출되는 신규 수요 창출, 해외로 빠져나간 국내 투자자들의 재유인, 효과적인 가격발견기능을 통한 효율적인 해지 수단 제공 등의 효과들은 거래 활성화와 더불어 파생상품시장 전체의 유동성 증대에 크게 기여할 것으로 기대된다.

### 제2절 부정적 측면

코스피200 미니선물 도입으로 인한 부정적인 측면으로는 첫째, 투기자 증가로 인한 국내 파생상품시장의 혼란 가중이다. 2010년 국내 옵션만기쇼크 사건이나 2012년 국제유가폭등 등의 시장 혼란들은 모두 투기세력에 원인이 있었다. 이처럼 해지라는 본연의 기능에서 벗어나 파생상품시장이 현물시장에 비해 과도하게 비대해지면서 시장 혼란이 일어날 가능성이 있다. 몇몇의 투기세력이 특정 국가 경제에 심각한 영향을 끼치는 경우도 비일비재하다. 따라서 종전의 '세계 1등의 투기판'이라는 불명예의 꼬리표를 다시 달지 않기 위해서는 이 부분에 대해서는 논의와 대책이 필요하다.

둘째, 기존 코스피200 선물 시장의 잠식이다. 앞서 미국과 홍콩, 일본의 경우에는 미니지수선물이 기존 주가지수선물을 잠식하는 현상이 크게 나타나진 않았다. 하지만 어디까지나 미니지수선물의 기존 주가지수선물에 대한 잠식은 발생할 수 있으므로 이에 대한 대비를 해야 한다. 같은 조건이라면 기존의 코스피200 선물보다 코스피200 미니선물이 거래단위가 낮기 때문에 해지나 투자금액, 유동성 측면에서 투자자에게 매력적일 수 있기 때문이다. 이에 따라 기존 코스피200 선물 시장의 개인투자자나 기관투자자, 마켓메이커들이 코스피200 미니선물로 대거 흡수될 수 있음을 염두에 두어야 한다. 특히 마켓메이커의 경우 미니지수선물 상장 초기 큰 인센티브로써 유인한다면 기존 코스피200 선물 시장으로의 투자 유인이 줄어들 것이므로 이에 대해 기존 코스피200 선물 시장에서의 수수료 감면 등 잠식효과를 최소화할 방안을 마련하는 것을 고려해야 한다. 또한 미니지수선물이 기존 주가지수선물을 잠식하여 성장하는 것이 아니라 홍콩의 Hang Seng Index Futures와 Mini-Hang Seng Index Futures의 관계와 같이 코스피200 미니선물이 또 하나의 새로운 시장으로서 자생하여 기존의 코스피200 선물과 동반성장할 수 있도록 홍콩 시장을 참고하여 연구하는 것도 좋은 방안으로 판단된다.

셋째, 방향성 투자로 인한 개인투자자 보호문제이다. 파생상품시장에서 전문지식수준이 낮은 개인투자자의 대부분은 해지 목적이 아닌 단순 방향성 투자로 거래를 행한다. 외국인투자자나 기관투자자들의 세밀한 투자전략을 이기기 힘든 것이 현실이다. 따라서 코스피200 미니선물을 상장함에 있어 이러한 개인투자자의 보호문제도 고려해야 함은 틀림없다. 하지만 현행 제도와 같이 시장에 대한 규제로써 개인을 보호하는 것이 최선책은 아닌 것으로 판단된다. 규제가 강화될수록 개인투자자들은 음성화된 불법 선물대여 계좌 및 미니형·도박형 선물 시장으로 유입되고 해외 파생상품시장으로 이탈하는 등 부정적인 현상을 부추길 것이기 때문이다. 따라서 이와 같은 현상을 방지하고 우리 파생상품시장의 거래를 활성화시키기 위해 이들에 대한 투자 의식 개선 노력을 경주하는 것이 옳다고 사료된다. 구체적으로는 파생상품에 대한 교육과 더불어 파생상품의 위험성에 대한 경각심을 일깨워야 한다. 이를 통해 참된 투자의 의미를 심어주는 것이 진정으로 투자자들을 보호하는 것으로 사료된다. 예를 들어, 거래소에서 강사제를 도입하여 투자자의 계좌개설 시 학원 강좌와 동일하게 일정 시간 파생상품 교육을 이수하게 하는 동시에 파생상품의 참된 기능과 위험성에 대해서도 교육하고, 이수 후에는 시험제를 통해 일정점수에 도달하는 경우 거래 자격을 부여하는 방식을 고려해 볼 수 있다. 이는 파생상품에 문외한 개인투자자들의 무분별한 투자에 대비한 기초지식 교육차원에서 진행되는 것이 바람직할 것이다. 그렇게 되면 강사를 통해 파생상품에 대한 기초교육과 동시에 그 위험성에 대한 경각심도 학습할 수 있을 것으로 사료된다. 그에 따라 점진적으로 개인투자자들의 투자 의식이 개선된다면, 과거 '세계1등의 투기판'이라는 오명을 씻고 국내 파생상품시장의 균형적인 발전을 도모할 수 있을 것이다.

## 제5장 결론

본 논문은 국외적으로 파생상품시장의 세계화, 선진화 시류와 더불어 국내 파생상품시장의 양질의 균형적인 성장을 위한 방안으로써 코스피200 미니선물 상장에 대한 타당성을 검증하고 이에 대한 파급효과를 분석하였다. 먼저 미국, 홍콩, 일본의 미니지수선물 상장 전과 후 기존 주가지수선물과 미니지수선물의 거래량을 중심으로 양 시장의 거래량 추세가 어떠한지, 잠식효과가 얼마나 있었는지, 이에 따른 총 거래량은 어느 정도의 변화가 있었는지를 통해 기존 선진시장의 대표 미니지수선물이 어떠한 방향으로 정착해왔는지 분석하였다. 그 결과, 미국과 일본의 경우 미니지수선물의 상장으로 인한 잠식효과가 다소 있는 것으로 판단되었다. 하지만 미니지수선물의 거래량 성장세가 잠식효과 이상으로 뚜렷한 증가를 가져옴으로써 기존 주가지수선물과 미니지수선물 전체의 거래량의 증대를 가져왔다. 특히 미국의 경우는 잠식효과가 다소 큰 것으로 나타났지만 기존 S&P500 Futures와 E-mini S&P500 Futures의 거래방식이 각각 공개호가방식과 전자거래방식으로 다르기 때문에 거래의 용이성 측면에서 전자거래방식이 우월함을 감안한다면 실제로 그 잠식효과는 크지 않을 것으로 판단된다. 따라서 국내에 코스피200 미니선물 상장 시, 거래

량의 측면에서 잠식효과가 나타난다 하더라도 예상보다 크지 않을 것으로 판단되며 기존의 코스피200 선물과 새로 상장된 코스피200 미니선물의 총 거래량이 상당히 제고될 것으로 사료되고 이에 따른 높은 유동성이 확보될 것으로 기대된다.

다음으로 설문조사 결과이다. 분석결과, 개인투자자는 코스피200 미니선물 상장에 찬성을 하는 비율이 상당히 높았다. 이는 개인의 투기적 성향이 강한만큼 소액투자가 용이한 코스피200 미니선물에 대해 긍정적인 것으로 판단된다. 기관투자자와 전문가의 경우 찬성과 반대의 비율이 비슷하게 나뉘었다. 여기서 눈여겨봐야 할 점은, 마켓메이커/브로커의 중립 대답 비율이 상당히 크다는 것이다. 이는 상장 초기 시장조성비용과 같은 리스크를 고려한 대답으로 판단된다. 따라서 코스피200 미니선물 상장 시 마켓메이커에게 리스크에 상응한 보상책이나 시장조성대가가 이루어져야 원활한 시장조성이 이루어지고 코스피200 미니선물의 유동성이 증대될 것으로 기대된다.

다음으로 선행연구를 통해 향후 신상품으로서의 코스피200 미니선물이 충족시켜야 할 성공 요건을 추출하고 그것을 국내 파생상품시장 상황에 맞게 변형하여 적용하였다. 분석결과는 다음과 같다. 첫째, 마켓메이커 측면에서는 미니금선물 사례에서 보았듯이 시장조성과 더불어 유동성은 선·후의 관계보다는 동시에 만족되어야 하는 관계임을 알 수 있었다. 미니금선물과는 달리 기존의 코스피200 선물의 경우, 주가지수를 기초자산으로 활발한 거래가 이루어지고 있으므로 상장 초기 시장조성만 잘 이루어진다면 성공적으로 정착할 수 있는 발판을 마련할 수 있을 것으로 보인다. 따라서 코스피200 미니선물의 상장 초기가 가장 중요한 만큼 이 시기에는 시장조성비용과 시장조성대가에 대한 인센티브나 보상제도를 기존보다 상향된 수준에서 시장조성계약을 체결해야 적절한 시장조성과 신상품의 성공 두 가지 모두 이루어 낼 수 있을 것으로 기대된다. 둘째, 수요 창출 측면에서의 해지, 투기자, 차익거래자 유인가능성이다. 먼저 해지 유인의 경우, 코스피200 미니선물 상장 시 낮은 거래단위를 통한 유연한 해지와 더불어 코스피200 선물의 미결제 약정의 증가 추세, 상시적인 글로벌 변동성 확대 가능성을 고려한 결과 해지의 수요가 증가할 것으로 예상되었다. 투기자 유인의 경우, 코스피200 미니선물의 낮은 거래단위로 인한 소액투자와 국내 투자자의 높은 투기적 성향을 고려한 결과 상당한 수요가 창출될 것이라고 예상하였다. 차익거래자 유인의 경우, 코스피200 미니선물 상장 시 낮은 괴리율이 예상되어 차익거래에 대한 기회가 줄어들 것으로 예상되지만 코스피200 미니선물의 충분한 유동성과 낮은 거래단위는 소액 투자자의 새로운 수요를 창출할 것으로 판단된다. 셋째, 적절한 상품설계 측면이다. 이는 선행연구와 설문조사를 통해 종합적으로 판단하였다. 거래단위 측면에서는 설문조사 결과 1/5과 1/10이 비슷하였지만 기존의 코스피200 선물이 타 국가의 기존 선물보다 거래단위가 상당히 높은 편이라는 점과 현재 미니형·도박형 선물업체의 거래단위가 코스피200 선물의 1/50이라는 점을 고려하여 1/10로 결정하였다. 이는 코스피200 미니선물 상장 시 막대한 투기적 거래의 유입을 방지하면서도 유동성을 제고할 수 있는 절충안이 될 것으로 판단된다. 최소변동가격단위는 설문조사 결과 2,500원과 5,000원을 가장 선호하는 것으로 나타났지만 시장의 질적인 측면과 정보효율성을 고려하여 기존의 코스피200 선물의 호가가격단위인 0.05포인트를 적용한 2,500원이 더 적절한 것으로 판단하였다. 넷째, 해지성과 측면이다. 분석 결과, Nikkei 225 현물과 Nikkei 225 mini 간에 양방향으로 가격발전기능이 있음을 확인하였고 Nikkei 225 mini가 Nikkei 225 Futures보다 해지성과 측면에서 우월함이 나타났다.

마지막으로 위의 분석결과를 바탕으로 코스피200 미니선물 상장 시 나타날 파급효과에 대해 살펴본 결과, 불법 선물대여계좌 및 미니형·도박형 선물업체 근절과 이에 따른 신규 수요 창출효과, 해외 주가지수 선물에 투자하는 국내투자자 재유인 효과, 정밀하고 효율적인 해지 수단 제공 효과, 현물시장에 대한 가격 발견기능 효과, 거래활성화를 통한 파생상품시장의 유동성 증대 효과 등 다양한 긍정적 기능들은 코스피 200 미니선물의 상장 타당성에 대한 근거를 마련해준다고 판단된다. 하지만 투기자 증가로 인한 파생상품 시장 혼란 가중, 기존의 코스피200 선물에 대한 코스피200 미니선물의 잠시효과, 방향성 투자로 인한 투자자 보호문제 등 부정적 기능들도 예상되었다. 따라서 이러한 부정적 기능들에 대해 충분히 대비한 후 코스피200 미니선물을 상장하는 것이 바람직할 것으로 판단된다.

본 연구는 최종적으로 코스피200 미니선물이 상장에 대한 타당성과 성장 잠재력을 가지고 있음을 확인하였다. 다만, 상장 시기에 대해서는 충분한 논의와 제도적 뒷받침이 선행되어야 할 것으로 결론을 내렸다. 기본적으로 투자에 대한 선택은 개인이 하는 것이고 거래소는 이에 대한 선택의 폭을 넓혀주는 역할을 하지만, 현물시장에 대한 시장왜곡이나 개인투자자의 투자 의식을 개선시키는 노력과 함께 상장한다면 코스피200 미니선물은 국내 파생상품시장의 발전에 크게 기여할 것으로 판단된다. 거래소의 운영은 기본적으로 영리목적으로 이루어지지만 시장의 건전성과 공공성 또한 중요한 과제이기 때문이다.

본 연구는 아직 국내에 상장되지 않은 미니지수선물에 대해 해외 파생상품시장의 사례를 토대로 국내 파생상품시장의 여건을 확인하고, 설문조사와 이에 따른 상품설계 등 현실적인 토대를 점검하고 마련하고자 한 것에 의의가 있다고 사료된다. 또한 미니지수선물 상장 시 나타날 파급효과를 통해 향후 코스피200 미니선물 상장 논의 시 긍정적인 면은 극대화하고 부정적인 면은 최소화 할 수 있는 방향성을 제공하였다 는 면에서 시사점이 있다고 생각된다. 하지만 자료의 한계성도 다소 있는 바, 향후 이에 대한 후속 연구가 진행되어 더 구체적이고 발전적인 제언이 이루어질 것으로 기대된다.

## 〈부록〉 코스피200 미니선물 상장 관련 설문조사

◇ 본 조사는 코스피200 주가지수를 기초자산으로 한 코스피200 미니선물 시장의 개설과 시장개설 시 적합한 선물상품내역을 설계하는데 있어 필요한 기초자료를 수집하기 위한 것입니다. 본 조사는 KRX의 연구용역 논문을 작성하기 위한 기초자료로만 사용됩니다. 또한, 응답내용은 익명으로 통계 처리되어 비밀이 보장됨을 알려드립니다. 아래 문항을 읽으시고 적절하다고 생각되는 번호를 괄호 안에 (/) 표기해주세요. 총 설문문항은 10문항으로 구성되어 있습니다.

◇ 미니지수선물이란 기존 주가지수선물의 축소 형태를 띠는 주가지수선물로, 존재하는 증거금 비율을 낮추되 레버리지는 그대로 유지하여, 선물거래에 있어서 증거금에 대한 투자자들의 부담을 덜어주기 위해 고안된 파생상품입니다.

◇ 회신 : 경북대학교 경영학과 권현도, HP : 010-9154-1327  
통계학과 정희승, HP : 010-9685-5713

1. 귀하는 다음 중 어느 분야에 종사하고 계십니까? ( )

- ① 기관투자 ② 개인투자 ③ 마켓메이커/브로커 ④ 전문가 ⑤ 기타

### ◇ 코스피200 미니선물 상장 필요성

2. 귀하는 기존 코스피200 선물 시장의 가장 큰 문제점이 무엇이라고 생각하십니까? ( )

- ① 진입장벽 등으로 인해 해외 주가지수선물 상품에 투자하는 국내 투자자들  
② 불법 대여계좌선물 및 미니형·도박형 주가지수선물 거래 성행  
③ 코스피200 주가지수의 낮은 변동성으로 인한 해지 및 투기 수요 감소  
④ 증권사와 거래소 간의 거래세 및 수수료 관련 의견 상충  
⑤ 기타 (의견 : )

3. 귀하는 코스피200 미니선물의 상장이 어느 정도 필요하다고 생각하십니까? ( )

- ① 매우 필요 ② 다소 필요 ③ 중립 ④ 다소 불필요 ⑤ 매우 불필요

◇ 3번 설문에 ①번 또는 ②번을 표기하신 분은 3-1번 문항으로 이동. 3번 설문에 ③번, ④번, ⑤번을 표기하신 분은 3-2번 문항으로 이동. 4번 설문부터는 공통으로 설문조사 진행합니다.

3-1. (3번 설문에 필요하다고 답하신 경우) 귀하는 코스피200 미니선물의 상장이 필요하다고 생각하시는 이유는 무엇입니까? ( )

- ① 주가지수선물 시장의 유동성 증대
- ② 파생상품시장의 선진화
- ③ 포트폴리오 종목의 다양화
- ④ 위험 해지 수단으로서의 사용가능
- ⑤ 기타 (의견 : )

3-2. (3번 설문에 중립 또는 불필요하다고 답하신 경우) 귀하는 코스피200 미니선물의 상장이 필요하지 않다고 생각하신 이유는 무엇입니까? ( )

- ① 코스피200 미니선물 시장의 소극적인 시장 조성이 예상
- ② 투기자 증가로 인한 파생상품시장 혼란가중
- ③ 낮은 계약단위로 인한 거래비용 증가
- ④ 기존의 코스피200 선물만으로도 위험 해지를 충분히 실행할 수 있음
- ⑤ 기타 (의견 : )

4. 귀하는 코스피200 미니선물의 상장의 성공요인으로 어느 점이 가장 중요하다고 생각하십니까? ( )

- ① 거래소 회원사, 시장참여자들의 적극적인 시장 조성
- ② 불법 선물대여계좌 및 미니형·도박형 시장 양성화 등 신규 수요 창출
- ③ 기존 코스피200 선물 포함 다른 상품과의 설계 및 제도적 차별화
- ④ 거래소 및 관련업계의 적극적인 홍보와 교육활동
- ⑤ 기타 (의견 : )

5. 귀하는 코스피200 미니선물 상장 시 어느 투자층이 가장 적극적으로 참여할 것이라고 생각하십니까? ( )

- ① 기관투자자
- ② 일반기업
- ③ 개인투자자
- ④ 외국인투자자
- ⑤ 기타 (의견 : )

#### ◇ 코스피200 미니선물 참여의사

6. 귀하는 코스피200 미니선물이 상장될 경우 어느 정도 참여 하시겠습니까? ( )

- ① 적극 참여
- ② 필요시에만 참여
- ③ 중립
- ④ 참여의사 거의 없음
- ⑤ 참여하지 않음

7. 귀하는 코스피200 미니선물의 참가요인이 무엇이라 생각하십니까? ( )

- ① 지수변동에 따른 포트폴리오위험 해지거래
- ② 고위험에 따른 고수익 창출
- ③ 소액의 자금으로 투자가능
- ④ 기타 (의견 : )

#### ◇ 코스피200 미니선물 기본 상품명세

8. 귀하가 선호하시는 코스피200 미니선물의 거래단위는 얼마가 가장 적당하다고 생각하십니까? ( )

- ① 10만 원 × 코스피200 주가지수 (기존 코스피200 선물의 1/5)
- ② 5만 원 × 코스피200 주가지수 (기존 코스피200 선물의 1/10)
- ③ 2.5만 원 × 코스피200 주가지수 (기존 코스피200 선물의 1/20)
- ④ 1만 원 × 코스피200 주가지수 (기존 코스피200 선물의 1/50)
- ⑤ 기타 (의견 : )

9. 귀하가 선호하시는 코스피200 미니선물의 최소변동금액은 얼마가 가장 적당하다고 생각하십니까? ( )

- ① 2,500원
- ② 5,000원
- ③ 10,000원
- ④ 25,000원
- ⑤ 기타 (의견 : )

10. 귀하는 [코스피200 미니선물의 계약월물](#)을 어떻게 설계하기를 원하십니까? ( )

- ① 기존 코스피200 선물 방식과 동일하게 최근월물 3개와 3, 6, 9, 12월 중 근접한 1개월물
- ② 기존 코스피200 선물 방식과는 다른 방식

◇ 10번 설문에 ①번을 표기하신 분은 설문을 종료합니다. 10번 설문에 ②번을 표기하신 분은 10-1번 문항으로 이동.

10-1. (10번 설문에 ②번을 표기하신 경우) 귀하가 [코스피200 미니선물의 계약월물](#)을 기존 코스피200 선물의 계약월물과는 다른 차별화된 방식을 원하신다면 계약월물을 어떻게 설계하기를 원하십니까? ( )

- ① 최근 연속 8개 분기월물(3, 6, 9, 12월) 및 다음 3년간 12월물(CME의 S&P500 Futures 방식)
- ② 최근 연속 5개 분기월물(3, 6, 9, 12월) (CME E-mini S&P500 Futures 방식)
- ③ 최근 연속 2개월물 및 직후 분기월물(3, 6, 9, 12월) 중 최근 2개월물 (HKEx Mini-Hang Seng Index Futures 방식)
- ④ 기타 (의견 : )

※ 코스피200 미니지수선물 상장과 관련하여 귀하께서 견의할 사항이나 참조하여야 할 사항이 있으신 경우, 해당 내용을 자유롭게 기재하여 주십시오.

설문에 응해 주셔서 대단히 감사드립니다.

## 참고문헌

### 【 국내문헌 】

- 1) 강석규, "KOSPI200 선물시장의 불편성과 해징유효성", *선물연구* 제15권 제1호, 2007, pp.73-100.
- 2) 강종만·김영도, "단기금리선물 상장 타당성 및 금리선물시장 발전방안", *한국금융연구원*, 2009, pp.1-186.
- 3) 강형철·박종호·엄경식, "한국주식시장에서 호가단위의 적절성 : 시장 깊이를 중심으로", *재무연구* 제22권 제2호, 2009, pp.71-102.
- 4) 권상장·김인철·윤원철·서문원, "위안화 통화선물 상장 타당성 분석을 위한 연구용역", *한국상품 선물연구회*, 2008, pp.1-174.
- 5) 김석진·윤영준·도영호, "돈육선물의 해지성과", *농업경제연구* 제52권 제2호, 2011, pp.27-49.
- 6) 김우현, "세계 주요거래소 성공상품 CME Group편", *파생상품 SUMMARY REPORT* 제2권 제8호, 2012, pp.1-70.
- 7) 김인준·김동석·김솔·백인석, "주가지수선물·옵션시장과 주가지수의 가격발견 기능에 관한 연구", *한국증권학회* 제3차 학술발표회, 1999, pp.1-23.
- 8) 김희성, "세계 거래소 파생상품시장의 변화 방향과 전략", *KRX MARKET* 제59호, 2010, pp.61-114.
- 9) 박민호, "한국 파생상품거래의 개선방안에 관한 연구", 경기대학교 일반대학원 석사학위논문, 2007, pp.1-88.
- 10) 박창욱, "DOW 시장의 성장과 유동성공급자 평가제도", *자본시장 Weekly* 제23호, 2010, pp.1-3.
- 11) 배승미, "파생금융상품 거래세 상장과 과세에 관한 연구", 고려대학교 정책대학원 석사학위논문, 2013, pp.1-63.
- 12) 서창원, "미니금선물의 주요제도", *KRX Market* 제66호, 2010, pp.47-68.
- 13) 양철원, "한국주식시장에서 시장유동성의 결정요인", *한국증권학회지* 제39권 제1호, 2010, pp.103-132.
- 14) 오민정, "선물의 미결제약정수량과 기초자산 가격의 관계에 대한 연구", 서울대학교 일반대학원 석사학위논문, 2013, pp.1-38.
- 15) 옥기율, "선물거래가 현물시장의 유동성에 미치는 영향에 관한 연구", *선물연구* 제13권 제1호, 2005, pp.29-52.

- 16) 옥기율·박준우, “KOSPI200과 KOSDAQ50 선물시장의 헤지성과에 관한 연구”, 금융공학연구 제3권 제2호, 2006, pp.1-20.
- 17) 윤병삼·윤원철·윤성칠·윤선희, “돈육 선물의 상장 타당성 연구”, 한국상품선물연구회, 2006, pp.1-157.
- 18) 이문정, “CSI300 주가지수선물의 차익거래에 관한 실증적 연구”, 전남대학교 일반대학원 석사 학위 논문, 2013, pp.1-73.
- 19) 이우, “금현물시장과 미니금선물시장간 상호관련성에 관한 연구”, 국민대학교 일반대학원 석사학위 논문, 2012, pp.1-55.
- 20) 이재하·신진영, “KRX100선물 상장 관련 지수선물시장의 발전방안”, 한국선물학회, 2007.
- 21) 이해창, “국내 석유선물시장 개설 여건 검토”, 한국거래소 파생상품리서치 제2권 제4호, 2013, pp.121-200.
- 22) 이효섭, “KOSPI 주가지수 파생상품 거래량 증감 요인”, KCMI Capital Market Perspective 제5권 제11호, 2013, pp.34-48.
- 23) 이효섭, “자본시장 침체 극복을 위한 금융 신상품 개발의 필요성”, 자본시장 Weekly 제33호, 2013, pp.1-4.
- 24) 임병진, “KOSDAQ 50과 NASDAQ 100 지수 현·선물시장간 헤지비율의 추정 및 헤지성과 비교에 관한 연구”, 금융공학연구 제5권 제2호, 2006, pp.25-43.
- 25) 임형준, “개인투자자 증시 이탈의 원인과 전망”, 금융포커스 제22권 35호, 2013, pp.12-13.
- 26) 장국현·윤병조, “KOSPI200 현·선물 거래량 변동성과 주가변동성에 관한 연구”, 선물연구 제19권 제2호, 2011, pp.149-173.
- 27) 장연식·오형식, “S&P500지수, E-mini S&P500 지수선물, KOSPI200 간의 정보이전 효과”, 대한산업공학회 추계학술대회 논문집, 2010, pp.256-263.
- 28) 장총식·이원흠, “우리나라 주가지수선물거래 상장의 타당성에 관한 연구”, 한국증권학회지, 제12권 제11호, 1990, pp.433-475.
- 29) 전인태·편석범·유민주, “변동성지수선물 상장 방안”, 한국거래소 상장지원센터, 2010, pp.1-184.
- 30) 정기웅, “장내 파생상품거래의 규율체계 정비 및 방향”, 금융연구 Working Paper 제12호, 2012, pp.1-40.
- 31) 정진호·임병진·원종현, “KOSPI 200, S&P 500 주가지수 선물시장간 헤지모형의 성과비교에 관한 연구”, 대한경영학회지 제35권, 2003, pp.299-319.

- 32) 조선규, “국내 파생상품 증거금률 변경이 변동성 및 거래량에 미치는 영향”, KRX Market 제103호, 2013, pp.30-100.
- 33) 조성훈·김무성·김태혁·윤창현·이준행·남길남·이효섭, “국내 파생상품시장의 진단 및 기능제고를 위한 연구용역”, 한국파생상품학회, 자본시장연구원, 2012, pp.1-204.
- 34) 최병우, “KOSPI200 주가지수선물과 옵션의 헤지효과”, 선물연구 제21권 제3호, 2013, pp.275-305.
- 35) 최창현, “주식파생상품시장의 현황과 전망”, KDB 기업금융리뷰 제25호, 2006, pp.29-47.
- 36) 최혁·우민철, “EWT 시장에서의 유동성공급자 간 차이”, 한국증권학회지 제39권 2호, 2010, pp.161-190.
- 37) 최혁·우민철, “유동성공급자 제도의 상장 효과 분석 : EWT 시장을 대상으로”, 한국증권학회지 제40권 제1호, 2011, pp.19-55.

## 【 국외문헌 】

- Ates, A. and G. H. K. Wang, “Liquidity and price discovery on floor versus screen-based trading systems: an analysis of foreign exchange futures markets”, 15th Annual Asia Pacific Futures Research Symposium, 2005, pp. 1-48.
- Ates, A. and G. H. K. Wang, “When size matters: the case of equity index futures”, EFMA 2004 Basel Meetings Paper, 2003, pp. 1-50.
- Bessembinder, H. and P. J. Seguin, “Price volatility, trading volume, and market depth: evidence from futures markets”, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 28, 1993, pp. 21-39.
- Chiu, C. L., P. S. Wu, C. D. Chen, and W. H. Cheng, “Hedging with floor-traded and e-mini stock index futures”, Quarterly Journal of Business and Economics, Vol. 44, 2005, pp. 49-68.
- Chung, H., H. J. Sheu, and F. Hsu, “Trading platform, market volatility and pricing efficiency in the floor-traded and e-mini index futures markets”, International Review of Economics and Finance, Vol. 19, 2010, pp. 742-754.
- Feng, W., S. Liu, M. Lai, and X. Deng, “Empirical research on price discovery efficiency in electricity futures market”, Power Engineering Society General Meeting, 2007, pp. 1-6.

- 7) Gray, R. W., "Price effects of a lack of speculation", *Food Research Institute Studies*, Vol. 7, 1961, pp. 177-194.
- 8) Gray, R. W., "The relationship among three futures markets: an example of the importance of speculation", *Food Research Institute Studies*, Vol. 2, 1961, pp. 21-32.
- 9) Fung, J. K. W., D. Lien, Y. Tse, and Y. K. Tse, "Effects of electronic trading on the hang seng index futures market", *International Review of Economics and Finance*, Vol. 14, 2005, pp. 415-425.
- 10) Hong, H. and M. Yogo, "What does futures market interest tell us about the macroeconomy and asset prices?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 105, 2012, pp. 473-490.
- 11) Kurov, A., "Information and noise in financial markets: evidence from the e-mini index futures", *Journal of Financial Research*, Vol. 31, 2008, pp. 247-270.
- 12) Kurov, A., "Tick size reduction, execution costs, and informational efficiency in the regular and e-mini nasdaq-100 index futures markets", *Journal of Futures Markets*, Vol. 28, 2008, pp. 871-888.
- 13) Kurov, A. and T. Zabotina, "Is it time to reduce the minimum tick sizes of the e-mini futures?", *Journal of Futures Markets*, Vol. 25, 2004, pp. 79-104.
- 14) Lin, C. C., H. Hsu, and C. Y. Chiang, "The information transmission between two substitutes of index futures: the case of TAIEX and mini-TAIEX stock index futures", *Asia Pacific Management Review*, Vol. 9, 2004, pp. 689-707.
- 15) Mcmillan, D. G. and R. Q. Garcia, "Efficiency of the IBEX spot-futures basis: the impact of the mini-futures", *Journal Of Futures Markets*, Vol. 28, 2008, pp. 398-415.
- 16) Tao, Libin. and F. M. Song, "Do small traders contribute to price discovery? evidence from the hong kong hang seng index markets", *Journal of Futures Markets*, Vol. 30, 2010, pp. 156-174.
- 17) Tu A. H. and M. C. Wang, "The innovations of e-mini contracts and futures price volatility components: the empirical investigation of S&P 500 stock index futures", *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, Vol. 17, 2007, pp.198-211.
- 18) Wang, Y. S., H. Chung, and Y. C. Yang, "The market fragmentation impacts of e-mini futures on the liquidity of open-outcry index futures", *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol. 12, 2007, pp. 166-180.
- 19) Wang, Y. Y., C. C. Chang, and W. C. Lee, "Price discovery between regular and mini index futures in the taiwan futures exchange", *International Review of Economics and Finance*, Vol. 27, 2013, pp. 224-237.