

한국 파생상품시장 재도약을 위한 규제 개혁 방향*

연구위원 이효섭

글로벌 파생상품시장이 꾸준히 성장하고 있는 것과 달리, 한국 파생상품시장은 변동성 둔화 및 규제 강화 등의 이유로 경쟁력이 저하되고 있다. 장내·외 파생상품시장 및 구조화상품시장에 대한 규제 개혁을 통해 한국 파생상품시장의 재도약을 모색할 때이다. 먼저, 장내파생상품시장은 개인투자자에 대한 진입 규제를 완화하고, 계좌개설 단계에서 적합성의 원칙 적용 등 투자자보호의 실질을 강화하는 정책이 필요하다. 다음으로, 장외파생상품시장은 중앙청산소(CCP), 거래정보저장소(TR), 전자거래플랫폼 등의 주요 인프라가 국제적 수준에 부합하도록 규제 도입을 추진해야 한다. 마지막으로 ELS·DLS로 대표되는 구조화상품시장에서는 총량 규제보다는 공시 강화 및 불완전판매 근절 등 개인투자자 보호를 목표로 규제 개선이 필요하다.

글로벌 파생상품시장은 견조한 성장세를 지속하고 있다. 2008년 글로벌 금융위기 직후, 글로벌 장내·외 파생상품시장의 거래는 일시적으로 위축되었다. 하지만 최근 중국·인도·러시아 및 미국·유럽 파생상품거래소의 신상품 상장과 거래 활성화 정책에 힘입어, 장내파생상품시장을 중심으로 거래가 빠르게 늘고 있다. 2014년 기준, 글로벌 장내파생상품시장의 거래량은 약 218억 계약으로 한국을 제외하면 2009년 이후 연평균 10%에 가까운 성장세를 기록했다. 글로벌 장외파생상품시장과 구조화상품시장 역시 최근 회복세를 보이고 있다. 2014년 말, 글로벌 장외파생상품 잔액은 약 630조달러로, 2008년 글로벌 금융위기 수준을 넘어섰다. 2009년 당시, 글로벌 투자은행 수익의 50% 이상을 차지했었던 FICC 수익 규모 역시, 2015년 들어 빠른 회복세를 보이고 있다.

이와 달리, 한국 파생상품시장은 크게 위축되었다. 거래량 기준으로 줄곧 세계 1~2위를 차지했었던 장내파생상품시장은 2011년 옵션 승수 인상 이후 거래량이 크게 감소하면서 세계 10위권 밖으로 밀려났다. 한국 장내파생상품시장을 대표했던 KOSPI200 선물과 옵션의 거래대금은 2011년 대비 50% 이상 감소하는 등, 10년 전 수준으로 후퇴했다. 장외파생상품시장 역시 금리 및 통화 관련 파생상품의 거

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



래가 줄면서 2014년 말 기준, 3년 연속 거래대금이 줄었다. 장내·외 파생상품시장이 위축되고 있는 것과 달리, ELS·DLS 등 구조화상품시장은 빠르게 성장하고 있다. 저금리·저성장 기조가 지속되면서, 예금보다는 기대수익이 높고 주식보다는 안전한 상품을 찾는 수요가 늘어났기 때문이다.

글로벌 금융위기 이후, 미국과 유럽의 선진국들은 장외파생상품시장에 대한 규제 체계를 새롭게 정비함과 동시에 장내파생상품시장에 대해서는 신상품 상장 등 혁신을 지속하고 있다. 한국은 이와 반대이다. 장내파생상품시장에 대해서는 개인투자자 보호를 목표로 유례없는 옵션 승수 인상, 기본예탁금 인상, 투자자 교육 의무화 등 각종 규제를 도입했다. 규제 강화와 더불어 국내 기관투자자들이 자기매매 비중을 줄이고, 현물 변동성까지 둔화되면서 장내파생상품시장의 거래량은 크게 감소했다. 반면 장외파생상품시장에 대한 규제 수준은 선진국에 미치지 못한다. 2009년 피츠버그 G20 정상회담의 세 가지 합의안 중에서 장외파생상품 거래의 TR 보고 및 기록 의무화, 전자거래플랫폼 사용 의무화와 관련해서는 법제화가 이루어지지 않고 있다. 또한 KRX는 원화 IRS의 CCP 의무청산을 시작했지만, ESMA로부터의 적격 CCP 인증 취득이 지연됨에 따라 유럽계 IB의 원화 IRS CCP 시장 참여가 저조한 상황이다. 한편, ELS·DLS, ARS와 같은 구조화상품이 빠르게 증가하는 가운데, 해당 상품의 발행을 억제하기 위한 목적의 레버리지 비율 규제가 내년부터 시행될 예정이다. 미국 등 주요 선진국은 시스템리스크 억제를 목적으로 대형 금융기관에 대해 레버리지 비율 규제를 도입했거나 도입할 예정이지만, 한국은 모든 증권회사를 대상으로 매우 높은 수준의 레버리지 비율 규제를 적용하고 있어, ELS·DLS 등 구조화상품 시장마저 크게 위축될 가능성이 높다.

이에, 본고에서는 미국·유럽 등의 선진국 파생상품시장과 한국 파생상품시장의 규제 수준을 비교해보고 이를 통해 한국 파생상품시장의 바람직한 규제 개혁 방향을 제시하고자 한다.

선진국과 한국의 파생상품시장 규제 수준 비교

2008년 글로벌 금융위기 당시, CDO, CDS 등 주요 장외파생상품의 손실이 글로벌 금융기관의 파산 및 실물경제의 위축으로 빠르게 전염됨에 따라 장외파생상품이 글로벌 금융위기의 주범으로 지목받았다. 뿐만 아니라, 당시 금융기관의 부실로 국민의 세금이 사용됨에 따라, 과거 장외파생상품 매매를 통해 높은 수익을 거두었던 금융회사에 대해 규제를 강화해야 한다는 목소리가 커졌다. 결국 2009년 피츠버그 G20 정상회담에서 각국의 정상들은 시스템리스크 억제, 거래 투명성 제고, 금융기관의 모럴 헤저드 방지를 목적으로, 표준화된 장외파생상품의 CCP 청산 의무화, TR 보고 및 기록 의무화, 전자거래플랫폼 사용 의무화 등 장외파생상품 거래 인프라 개선과 관련된 합의안을 도출했다. 한편, 바젤위원회는 바젤Ⅲ를 도입하여 장외파생상품 등을 취급하는 금융기관에 대



해 건전성 관리를 강화했다.

먼저, 미국은 Dodd-Frank Act를 제정하여 장외파생상품시장에 대한 규제 체계를 새롭게 정비했다. 2000년 상품선물현대화법(CFMA) 제정 이후 적격 금융기관 간 장외파생상품 거래에 대해 규제 공백이 있었기 때문에, 이를 해소하기 위해 장외파생상품에 대한 정의를 새롭게 하고 스왑딜러, 증권기초스왑딜러 등 적격 참가자의 요건을 강화했다. 볼커룰(Volker Rule)을 제정하여, 예금 수취 기관 및 자회사에 대해 시장조성거래와 헤지목적거래를 제외한 자기매매와 사모·헤지펀드의 운용 및 투자를 원칙적으로 금지했다. 또한 스왑 배제안(Swap Push-Out Rule)을 마련하여, 예금 수취 금융기관이 스왑딜러로서 장외파생상품을 거래할 경우 연방정부의 지원을 받지 못하도록 했다.

유럽도 EMIR와 MiFID II를 새롭게 제정하여, G20 합의안 이행, 주요 장외파생상품에 대한 포지션 한도 부여, 장외파생상품 인프라의 ESMA 감독권 강화 등 장외파생상품에 대한 규제 체계를 새롭게 정비했다. 또한 CRD IV를 제정하여, 바젤Ⅲ에 부합하도록 유럽은행의 건전성 위험 관리 가이드라인을 마련하는 동시에 적격 CCP를 통하지 않는 계약에 대해 자본부과를 도입했다.

한편, 장내파생상품에 대해서는 고빈도 매매에 대한 규제 도입을 검토하는 것을 제외하면 미국과 유럽 모두 금융위기 이후 규제 시각의 큰 변화는 없다. 오히려 장외파생상품을 장내로 상장시키고, 신상품 공급을 확대하는 등 장내파생상품의 활성화를 통한 금융혁신을 추구하고 있다. 특히 CME, ICE, Eurex, LSE 등 선진 거래소는 파생상품 거래소 인프라를 핵심 수익 모델로 판단하여, 매매체결, 청산결제, 정보 서비스 등 파생상품 거래소 인프라에 투자를 확대하고 있다. 2014년 기준 약 11억달러의 순이익을 기록했던 CME는 모든 수익을 파생상품 인프라에서 창출하고 있으며, ICE는 매매체결, 청산결제 등 파생상품 인프라의 매출이 ICE의 자회사이자 세계 1위의 주식거래소인 뉴욕증권거래소(NYSE)의 매출을 넘어섰다.

이들 선진 거래소들은 아시아 파생상품 거래소의 지분 투자 및 IT 서비스 회사 인수를 통해 파생상품 인프라 사업 영역을 더욱 확대하고 있다. CME는 싱가포르 SGX 거래소와 전략적 제휴를 통해 교차상장을 추진하였으며, 최근 장외파생상품 중개 전문회사인 GFI 인수를 시도하기도 했다. ICE는 2014년에 싱가포르 상업거래소(SME)를 인수했으며, 장외파생상품 정보 회사인 Superderivatives와 비트코인 거래소 지분을 인수하는 등, 파생상품 정보 서비스와 청산결제 인프라 등에 투자를 늘리고 있다. 같은 시기에 Eurex는 대만 TAIFEX 거래소 지분을 5% 확보하고 교차 상장 서비스를 추진하고 있으며, 최근 외환 전자거래플랫폼 회사를 인수하는 등 사업 영역을 적극적으로 확대하고 있다.

이처럼 선진국이 장외파생상품에 대한 규제를 강화하고, 장내파생상품에 대해서는 활성화를 추구하는 것과 달리 한국은 장내파생상품에



대해 규제를 더욱 강화해왔다. 한국 파생상품 시장의 규모가 현물 시장 대비 과도하게 크고, 개인투자자 비중이 여전히 높아 개인투자자 보호를 위해 규제 강화가 필요하다고 판단했기 때문이다. 특히 KIKO 사태(2008), 도이치옵션 사태(2010.11), ELW 부정거래 의혹(2011.3), 한맥증권 사태(2013.12) 등 파생상품시장의 손실이 사회적 이슈로 부각됨에 따라, 규제를 더욱 강화해야 한다는 주장이 확대되었다. 이에 감독당국은 2010년부터 KOSPI200 옵션 승수 인상, 옵션매수전용계좌 폐지, 1~3차 ELW 건전화 조치, FX 마진거래의 증거금 인상 등, 개인투자자 진입을 억제하는 방향의 규제를 도입해왔다. 2014년에는 개인투자자 보호 강화 및 전문투자자 중심 시장 육성을 목표로 기본예탁금을 선물은 3천만원, 옵션은 5천만원으로 인상하고, 신규 개인투자자에 한해 사전교육 30시간과 모의거래 50시간을 의무화하는 규제를 도입했다. 세제 당국 역시 세수 확대 및 투기적 거래 억제를 목적으로 규제를 강화했다. 2013년에는 우정사업본부에 적용되던 프로그램 매매시 증권거래세 감면 제도를 폐지하고, 2016년부터 개인투자자에게 파생상품 양도차익과세 10%를 부과하기로 발표했다.

문제는 옵션 승수 인상, 기본예탁금 인상 및 투자자교육 의무화 등 최근 도입된 파생상품시장의 규제들이 국제적으로 유례를 찾기 어렵다는 것이다. 개인투자자 보호를 강화해야 한다는 목표는 선진국과 한국이 동일하다. 하지만 규제 방법은 서로 상이하다. 미국의 경우, 파생상품 계좌개설 단계부터 적합성의 원칙을 엄격히 적용하여, 은행 및 증권회사의 계좌개설책임자가 개인투자자의 소득·위험성향에 따라 최초 계좌개설을 승인하고 매년 주기적으로 손실정도 등을 점검하여 계좌존속 여부를 엄격하게 관리하고 있다. 파생상품 손실을 감내하기 힘든 개인투자자에게 고위험 파생상품 계좌개설이나 계좌존속을 허용하는 경우, 해당 계좌개설책임자와 금융회사는 적합성의 원칙을 위반하게 되어 높은 벌금을 부과받는다. 이처럼 미국의 규제는 투자자보호의 실질을 강화하는 정책으로 자율과 책임이 한국보다 훨씬 높다. 반면 한국에서는 규제 강화 이후 각종 부작용들이 관찰되었다. 우선 한국 장내파생상품시장의 거래가 급격히 줄면서 국제 경쟁력이 약화되었으며, 외국인투자자의 비중이 급격히 증가함에 따라, 외국인의 파생상품시장 수급에 따라 현물 주식의 변동성이 확대되는 등 웩더독(wag-the-dog) 현상이 빈번히 관찰되고 있다. 무엇보다 국내 개인투자자가 해외파생상품시장에 직접 투자하는 규모가 빠르게 증가하면서 개인투자자의 손실 위험은 더욱 커지고 있다. 금융투자협회 통계에 따르면, 2014년 12월 말 기준 국내투자자의 해외 파생상품 거래 규모[1]는 월간 1,890억 달러로, 2011년 월평균 거래(약 250억 달러) 대비 7.5배 증가했다.

한국 파생상품시장의 바람직한 규제 개혁 방향

한국 파생상품시장의 경쟁력 강화를 위해서

1) FX 마진거래는 제외



는 먼저 규제 목표를 재정립해야 한다. 구체적으로, 투자자보호와 시스템리스크 억제와 함께 금융혁신 지원이라는 세 가지 규제 목표를 가져야 한다. 파생상품은 양날의 칼과 같다. 투자자보호와 시스템리스크 억제를 소홀히 하면 파생상품의 높은 레버리지로 인해 개인투자자와 금융기관 모두 큰 손실을 보게 되고, 이는 실물경제의 충격으로까지 이어질 수 있다. 그렇다고 파생상품의 순기능인 금융혁신과 위험관리 기능을 억제하는 것은 옳지 않다. 파생상품은 자본시장 참여자들의 위험을 효율적으로 분산시키고 현물 시장의 유동성 제고에 기여할 뿐 아니라, 저금리·저성장 시대에 중위험·중수익 상품 개발을 지원하는 등 많은 장점들을 가지고 있다.

다음으로 한국 파생상품시장의 경쟁력을 높이고 동시에 해외 파생상품시장으로의 이탈을 막기 위해서는 선진국과의 규제 격차를 해소하는 것이 필요하다. 먼저, 장내파생상품시장은 기본예탁금 제도, 투자자교육 의무화 등 유례없이 높은 수준의 규제는 폐지하거나 대폭 완화하고 투자자보호의 실질을 강화하는 규제 정책을 검토해야 한다. 미국 등 선진국처럼 파생상품 계좌개설 단계부터 적합성 테스트를 도입하고, 주기적으로 손실계좌에 대한 사후관리를 강화하는 등 증권회사 스스로 적합성의 원칙을 엄격하게 준수하도록 유도해야 한다. 투자자교육 역시 의무화보다는 온·오프라인 교육 프로그램 확대 등 금융투자업계 자율적으로 교육을 확대하는 것이 바람직하다. 이와 더불어, 거래소에게 신상품 상장 및 운영 제도와 관련하여 보다 많은 자율성을 부여하여 국내·외 투자자들이 한국 장내파생상품시장에 적극적으로 참여하도록 유인하는 것 또한 시급하다.

다음으로, 장외파생상품시장의 규제는 선진국 수준으로 높이는 것이 바람직하다. 우선 KRX 원화 IRS CCP가 미국, 유럽 감독당국으로부터 적격 CCP 인증을 신속히 취득하여 글로벌 IB들의 참여를 적극적으로 유도하고, 장외파생상품 TR 보고 및 기록 의무화와 전자거래플랫폼 사용 의무화에 관한 법제화를 신속히 도입해야 한다. 특히 장외파생상품, 장외채권 등을 ATS 거래대상 상품에 포함시키고 해당 ATS를 적격 거래 플랫폼으로 인정하여, G20 합의안 중 하나인 전자거래플랫폼 사용 의무화 이행을 추진하는 것이 필요하다. 또한, NDF, CDS 등 표준화가 용이한 장외파생상품들에 대해서도 의무청산을 확대하고 주요 장외파생상품에 대해 국제 청산소와 연계청산을 실시하여 장외파생상품시장의 거래 투명성을 높이는 정책이 필요하다.

마지막으로 구조화상품시장은 개인투자자 보호를 목적으로 공시 강화, 불완전판매 근절 등에 관한 규제 개선이 필요하다. 일부 상품의 경우 개인투자자가 상품구조를 이해하기 어렵고 판매자 역시 위험을 객관적으로 비교하기 어려울 뿐 아니라, 위험한 상품일수록 수수료가 높은 경향이 있어 불완전판매 개연성이 크다는 지적이 많았기 때문이다. 다만, 발행 억제를 목표로 하는 총량 규제와 ELS·DLS 헤지자



산에 대한 엄격한 자산운용 규제는 신중한 접근이 필요하다. 최근 ELS·DLS 발행이 빠르게 증가하면서, 발행회사의 건전성 위험이 제기되고 있지만 금융기관의 연쇄 손실 등 시스템 리스크로 확대될 가능성은 크지 않다. 따라서 ELS·DLS 헤지자산의 건전성 위험, ELS·DLS 대량 환매 시 유동성 위험, 그리고 기초지수 녹인(Knock-In)으로 인한 변동성 확대 위험 등은 면밀히 관리하되, ELS·DLS 발행 억제를 목표로 하는 레버리지 비율 규제 등은 재검토가 필요하다. 저금리 시대에 특정 금융투자상품이 인기를 끈다는 이유로 총량 규제를 도입하면 풍선 효과로 또 다른 금융투자상품으로의 쏠림 현상이 나타날 수 있기 때문이다.

금융시스템이 은행에서 자본시장으로 이동하는 패러다임 전환기 속에서, 한국 자본시장의 재도약을 위해서는 금융혁신을 대표하는 파생상품시장의 규제 개혁이 절실히 필요한 때이다. 장내파생상품시장은 선진국 수준으로 규제를 완화하고, 장외파생상품시장과 구조화상품시장은 각각 시스템리스크 억제와 개인투자자 보호를 목표로 규제 개선을 검토해야 한다. 한국 파생상품 거래소 인프라의 신흥국 수출과 한국 ELS·DLS의 선진국 수출은 불가능한 일이 아니다. 파생상품시장의 규제 개혁을 통해, 한국 파생상품시장이 금융 한류를 선도하는 날이 오기를 기대한다.