

한국파생상품시장의 현황진단과 발전방향

2015. 4.

연구위원	남길남
연구위원	이효섭
연구위원	천창민



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

序 言

파생상품시장은 자본시장의 위험관리 기능을 제공하고, 금융혁신의 수단을 제공하는 긍정적 기능을 수행한다. 더불어, 파생상품시장은 차익 거래와 헤지거래와 연계되어 현물 주식시장 및 채권시장에 유동성을 공급하는 중요한 역할을 수행한다. 그러나 파생상품이 글로벌 금융위기의 주범으로 지목됨에 따라 국제적으로 파생상품에 대한 부정적 인식이 커졌으며, 국내에서는 투기적 거래 수요가 높고 개인투자자의 손실 위험이 크다는 이유로 파생상품에 대한 인식이 좋지 않았던 것이 사실이다. 이에 최근 정부는 파생상품시장의 건전화를 목표로 유동성을 낮추고 개인투자자의 진입을 억제하는 방향으로의 각종 규제를 도입하였다. 이러한 부정적 인식 및 규제 강화 등의 여파로 2000년대 들어 줄곧 세계 1위의 자리를 차지하였던 한국파생상품시장은 세계 10위권으로 크게 추락하였으며, 현물 주식시장의 거래대금 또한 크게 감소하였다. 이에 따라, 일각에서는 파생상품시장을 중심으로 한국 자본시장의 경쟁력이 낮아지고 있다는 우려의 목소리가 제기되는 상황이다.

본 보고서에서는 한국파생상품시장의 과거 성장 요인 및 부정적 인식이 확산된 계기를 진단해보고자 하였다. 다음으로, 한국파생상품에 대한 부정적 인식이 확산된 계기가 되었던 wag-the-dog 현상, 개인투자자의 투기적 거래 행태, 파생상품시장 규모의 국제 비교를 통해 최근까지 이와 같은 현상들이 지속되는지를 계량적으로 분석하였다. 그리고 최근 시행된 KOSPI200 옵션 시장 및 ELW 시장에서의 규제 이후 한국파생상품시장의 유동성, 효율성, 공정성 등이 얼마나 개선되었는지 혹은 나빠졌는지를 엄밀한 분석을 통해 확인하였다. 마지막으로 이와 같은 거시적 분석과 미시적 분석을 기초로, 한국파생상품시장에 대한 발전방안을 제시하였다. 구체적으로 파생상품시장에 대한 규제 패러다임을 전환하고,

투자자보호의 강화 및 전문투자자 중심의 파생상품시장을 육성함과 동시에 파생상품시장의 신뢰 회복을 제시하였다.

본 보고서를 작성한 본 연구원의 남길남 연구위원, 이효섭 연구위원, 천창민 연구위원에게 감사의 뜻을 표한다. 또한 훌륭한 조언을 아끼지 않으신 신보성 연구위원, 김필규 연구위원, 김재철 연구위원, 송홍선 연구위원에게도 감사의 뜻을 전한다. 아울러, 원고 정리에 수고를 아끼지 않으신 이종은 선임연구원, 김지태 연구원, 김지영 연구조원에게 감사를 전한다. 마지막으로 본 보고서의 내용은 연구진 개인의 의견이며, 본 연구원의 공식의견이 아님을 밝혀둔다.

2015년 4월
자본시장연구원
원장 신인석

목 차

Executive Summary	x ii
Abstract	x v
I. 머리말	3
II. 파생상품시장 현황	7
1. 파생상품시장의 개요	7
2. 파생상품시장의 급성장 요인	12
3. 파생상품 관련 주요 사건	20
4. 파생상품시장의 주요 이슈	37
III. 파생상품시장의 이슈 진단	41
1. Wag-the-dog 현상	41
2. 개인투자자의 거래특징	52
3. 파생상품시장의 국제비교	69
4. 소결	90
IV. 파생상품시장 주요 규제 효과 분석	93
1. 옵션승수 인상 효과 분석	93
2. ELW 시장의 LP 호가제한 조치 효과	123

V. 발전방안	149
1. 규제페러다임의 전환 필요성	149
2. 투자자보호의 실질 강화	154
3. 기관투자자의 참여 확대	162
4. 파생상품시장 신인도 개선의 중요성	168
VI. 결론	173
참고문헌	177
부록	187

표 목 차

<표 II-1> 상장 및 상장폐지 경과	8
<표 II-2> 상장상품 현황	9
<표 II-3> 주요국의 1999~2003년 주가지수 변동성	13
<표 II-4> 기본예탁금 조정과 거래량 변화	16
<표 II-5> KOSPI200 옵션/선물 개인투자자 계좌 수 추이	17
<표 II-6> 개인투자자 KOSPI200 풋옵션 매수 추이	38
<표 III-1> 역사적변동성의 국면별 차이	45
<표 III-2> 일중변동성의 국면별 차이	46
<표 III-3> 프로그램 순매수(X1~X3)가 주가지수(Y)에 미치는 영향	48
<표 III-4> 주가지수, 차익 프로그램 매수, 비차익 프로그램 매수의 벡터자기회귀 관계	49
<표 III-5> KOSPI200 옵션의 머니니스별 거래량	53
<표 III-6> 머니니스에 따른 투자자별 옵션 거래량 비율	54
<표 III-7> 머니니스에 따른 투자자별 KOSPI200 옵션 거래건 비율	55
<표 III-8> 머니니스에 따른 투자자별 풋옵션 거래량 비율	56
<표 III-9> KOSPI200 선물가격과 투자자별 선물 순매수금액과의 회귀분석	58
<표 III-10> KOSPI200 콜옵션 가격과 투자자별 콜옵션 순매수금액과의 회귀분석	59
<표 III-11> KOSPI200 풋옵션 가격과 투자자별 풋옵션 순매수금액과의 회귀분석	59
<표 III-12> KOSPI200 ELW와 주식 ELW의 특징 비교	66
<표 III-13> 2013년 국내·외 파생상품 상품군별 거래현황 비교	71

<표 III-14> 2013년 거래소별 거래비중 및 HHI	76
<표 III-15> 2013년 국가별 거래비중 및 HHI	77
<표 III-16> 거래소별 거래량 대비 미결제약정(2013)	79
<표 III-17> 파생상품 거래량과의 GDP, 시가총액의 상관관계	80
<표 III-18> 2013년 각국의 거래량, GDP, 시가총액	81
<표 III-19> 2008~2013년 거래량 = $b_0 + b_1 \times \text{GDP} + b_2 \times \text{시가총액}$	82
<표 IV-1> 규제 전후 일간 거래량 및 거래대금 변화	95
<표 IV-2> 규제 전후 투자자별 거래량 및 거래대금 변화	99
<표 IV-3> 규제 전후 투자자별 풋-콜 비율 변화	99
<표 IV-4> 규제 전후 시장효율성 지표 변화	103
<표 IV-5> 행사가격에 따른 콜옵션과 풋옵션의 분류	105
<표 IV-6> 규제 전후 개인투자자의 행사가별 거래 금액 변화	107
<표 IV-7> 규제 전후 기관투자자의 행사가별 거래 금액 변화	108
<표 IV-8> 규제 전후 외국인투자자의 행사가별 거래 금액 변화	108
<표 IV-9> 외가격에서 투자자별 거래 금액 및 비중 변화	109
<표 IV-10> 규제 전후 개인투자자의 행사가별 순매수 금액	112
<표 IV-11> 규제 전후 기관투자자의 행사가별 순매수 금액	112
<표 IV-12> 규제 전후 외국인투자자의 행사가별 순매수 금액	113
<표 IV-13> 규제 전후 미결제약정 증감 대비 거래량 증감	114
<표 IV-14> 규제 전후 투자자별 지수 예측 거래비중의 변화	116
<표 IV-15> 규제 전후 투자자별 유동성 거래손익의 변화	118
<표 IV-16> 규제 전후 투자자별 모멘텀/역모멘텀 거래 변화	121
<표 IV-17> 규제 전후 ELW 호가 스프레드 및 유효 스프레드의 변화	125
<표 IV-18> 규제 전후 ELW 호가잔량 및 시장품질의 변화	127
<표 IV-19> 규제 전후 투자자별 ELW 거래비중의 변화	130
<표 IV-20> 규제 전후 ELW 체결 정보의 유의한 변화	133

<표 IV-21> 규제 전후 ELW 패리티 및 극외가격 비중의 유의한 변화	136
<표 IV-22> 규제 전후 ELW 가격 괴리율의 유의한 변화	139
<표 IV-23> 규제 전후 ELW 잔존 만기일의 유의한 변화	141
<표 IV-24> 규제 전후 ELW 고빈도 거래정보의 유의한 변화	143
<표 V-1> 한국과 미국 보험사의 파생상품 금액 비교	165

그 립 목 차

<그림 II-1> 세계장내파생상품시장 거래량과 한국 비중	10
<그림 II-2> ELW 평균 일일거래대금 추이	11
<그림 II-3> 주요국의 주가지수 역사적변동성 추이	13
<그림 II-4> KOSPI200 옵션(좌), 선물(우) 월별 거래량 추이	16
<그림 II-5> KOSPI200 옵션/선물 개인투자자 비중 추이	18
<그림 II-6> CME 전산매매체결 시스템 비중 추이	19
<그림 II-7> 2010년 11월 11일 KOSPI200 추이	26
<그림 II-8> ELW 거래대금 추이	32
<그림 II-9> FX마진 거래대금 추이	36
<그림 II-10> 해외 선물 거래대금 추이	37
<그림 III-1> 월별 프로그램 거래대금 추이	47
<그림 III-2> 주가지수, 차익 프로그램 순매수, 비차익 프로그램 순매수의 충격반응함수	50
<그림 III-3> ELW 평균 체결가격 추이	61
<그림 III-4> ELW 평균 패리티 추이	62
<그림 III-5> 극외가격 ELW 비중	63
<그림 III-6> ELW의 가격괴리율	64
<그림 III-7> 초과 가격괴리 ELW 비중	65
<그림 III-8> KOSPI200 ELW의 스프레드와 최우선 호가잔량	67
<그림 III-9> KOSPI200 ELW의 잔존만기일	68
<그림 III-10> KOSPI200 ELW의 투자자 비중	68
<그림 III-11> 주요 거래소 거래량 추이	70
<그림 III-12> 거래소별 파생상품 HHI와 거래량(2008)	72

<그림 III-13> 거래소별 파생상품 HHI와 거래량(2013)	73
<그림 III-14> 아시아거래소 HHI 2008년 vs 2013년 비교	74
<그림 III-15> 국가별 파생상품 HHI와 전체 거래량(2013)	75
<그림 III-16> 한국의 연도별 잔차 추이	83
<그림 III-17> KOSPI200 옵션 및 선물 거래량의 개인투자자 비중	84
<그림 III-18> CME의 투자자별 거래비중	85
<그림 III-19> 홍콩 ELW 시장 거래규모	87
<그림 III-20> HKEx의 파생상품거래 투자자 비중	88
<그림 III-21> HKEx의 상품별 투자자 거래비중	89
<그림 IV-1> 규제 전후 일간 거래량 추이	96
<그림 IV-2> 규제 전후 일간 거래대금 추이	96
<그림 IV-3> 규제 전후 투자자별 거래비중 변화	100
<그림 IV-4> 규제 전후 호가/유효 스프레드 변화	104
<그림 IV-5> 규제 전후 호가잔량 및 시장품질 변화	104
<그림 IV-6> 규제 전후 유동성 거래 누적손익 추이	119
<그림 IV-7> 규제 전후 투자자별 모멘텀/역모멘텀 거래 추이	121
<그림 IV-8> 지수 ELW(좌)와 주식 ELW(우)의 호가 스프레드 추이	125
<그림 IV-9> 지수 ELW(좌)와 주식 ELW(우)의 유효 스프레드 추이	126
<그림 IV-10> 지수 ELW(좌)와 주식 ELW(우)의 호가잔량 추이	128
<그림 IV-11> 지수 ELW(좌)와 주식 ELW(우)의 시장품질 추이	128
<그림 IV-12> 지수 ELW(좌)와 주식 ELW(우)의 개인투자자 비중 추이	130
<그림 IV-13> 지수 ELW(좌)와 주식 ELW(우) 금융투자회사 비중 추이	131
<그림 IV-14> 지수 ELW(좌)와 주식 ELW(우) 외국인투자자 비중 추이	131
<그림 IV-15> 지수 ELW(좌)와 주식 ELW(우) 체결가격 추이	134

<그림 IV-16> 지수 ELW(좌)와 주식 ELW(우) 체결거래량 추이	134
<그림 IV-17> 지수 ELW(좌)와 주식 ELW(우) 체결금액 추이	134
<그림 IV-18> 지수 ELW(좌)와 주식 ELW(우) 체결비율 추이	135
<그림 IV-19> 지수 ELW(좌)와 주식 ELW(우) 패리티 추이	136
<그림 IV-20> 지수 ELW(좌)와 주식 ELW(우) 극외가격 거래비중 추이	137
<그림 IV-21> 지수 ELW(좌)와 주식 ELW(우) 가격 괴리율 추이	139
<그림 IV-22> 지수 ELW(좌)와 주식 ELW(우) 괴리율 50% 초과 비중 추이	140
<그림 IV-23> 지수 ELW(좌)와 주식 ELW(우) 잔존 만기일 추이	141
<그림 IV-24> 지수 ELW(좌)와 주식 ELW(우) 개인 고빈도 계좌수 추이	144
<그림 IV-25> 지수 ELW(좌)와 주식 ELW(우) 개인 고빈도 비중 추이	144
<그림 IV-26> 지수 ELW(좌)와 주식 ELW(우) 외국인 고빈도 계좌수 추이	145
<그림 IV-27> 지수 ELW의 외국인 고빈도 비중 추이	145
<그림 V-1> 자본시장법상 투자권유 관련 절차	150
<그림 V-2> 파생상품 규제프로세스 개선 방향	153
<그림 V-3> 차익거래 추이	163
<그림 V-4> 변액보험 자산규모 추이	166

약 어 표

CCP	Central Counterparty
CME	Chicago Mercantile Exchange
DW	Derivative Warrants
ELS	Equity-Linked Security
ELW	Equity-Linked Warrants
EUWAX	European Warrant Exchange
FIA	Futures Industry Association
HHI	Herfindahl-Hirschman Index
HKEx	Hong Kong Exchanges
KIKO	Knock-In & Knock-Out
LIFFE	London International Financial Futures Exchange
LP	Liquidity Provider
NFA	National Futures Association
SGX	Singapore Exchange
SME	Singapore Mercantile Exchange
TAIFEX	Taiwan Futures Exchange
WFE	World Federation Exchange

《 Executive Summary 》

한국파생상품시장은 1996년 KOSPI200 선물의 상장 이래 눈부신 성장을 이루었다. 하지만 2008년 글로벌 금융위기 이후 벌어진 일련의 파생상품 관련 사고들로 인하여 한국파생상품시장에 대한 신뢰와 평판이 크게 추락하였다.

파생상품시장과 관련한 “wag-the-dog” 현상, 만기일 효과, 그리고 개인투자자의 과도한 투기적 거래로 인한 손실 가능성 등 한국파생상품시장에 대한 우려가 꾸준히 제기되고 있다. 그러나 실증분석을 통해 살펴본 결과 파생상품시장이 주식시장의 변동성에 유의미한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 다만, 만기일 효과가 일정부분 지속적으로 관측되고 있어 파생상품시장의 미시구조 제도 보완이 필요해 보인다. 개인투자자의 투기적 거래 현상은 꾸준히 관찰되고 있으나 최근 개인투자자의 절대적 비중이 감소하고 투기적 거래 성향 또한 줄고 있는 것으로 확인되었다.

문제는 개인투자자의 투기적 거래 억제 등 파생상품시장의 건전한 발전을 위해 도입한 일련의 규제 이후 한국파생상품시장의 효율성이 크게 나빠지고 있다는 점이다. 구체적으로 KOSPI200 옵션승수 인상 이후, 호가 스프레드와 유효 스프레드가 유의하게 증가하고 호가잔량 및 시장품질이 크게 악화되는 등 직·간접적으로 옵션시장 투자자의 거래비용은 증가하였다. 또한 국내 기관투자자의 비중이 크게 줄고 오히려 외국인투자자의 비중이 증가하여 외국인투자자로 인한 “wag-the-dog” 현상이 우려된다. 더불어 국내 개인투자자들이 해외 파생상품시장에 직접 투자하는 비중이 빠르게 증가하고 있어, 규제 사각지대에 놓인 개인투자자들을 보호해야 할 필요성이 제기되고 있다.

한편, ELW 호가제한 조치 이후, 지수 ELW 시장과 주식 ELW 시장에서 규제효과가 상이하게 나타났다. 지수 ELW 시장에서는 상품 간 경쟁이 나타나고 외국인투자자의 비중이 커지면서 호가 스프레드 및 유효 스프레드가 감소하고 시장품질이 증가하는 등 시장효율성이 개선되었다. 그러나 주식 ELW 시장에서는 호가 스프레드와 유효 스프레드가 증가하고 시장품질이 악화되는 등 시장효율성이 악화된 것으로 나타났다. 이 현상은 개인투자자에 대한 직접적 규제보다 시장 미시구조의 개편과 다양한 투자자의 참여를 통해 공정한 경쟁시장을 유도하는 것이 보다 중요함을 시사한다.

국내과생상품시장의 발전을 위해서는 무엇보다 규제패러다임을 전환하는 것이 필요하다. 우선 규제원칙을 명확히 수립하고 규제수립 절차를 체계화해야 한다. 또한 투자자의 손익에 근거하여 개인투자자의 보호방안을 도입하는 방식을 지양해야 한다. 투자자의 손익에 따라 투자자보호를 도입해야 한다면 과생상품시장뿐만 아니라 주식시장에도 개인투자자의 진입을 엄격히 규제해야 한다는 논리로 이어질 수 있기 때문이다. 국내과생상품시장의 규제프로세스도 보다 체계화할 필요가 있다. 단기적인 제도개선안 도출을 목표로 삼기보다는 충분한 시간과 전문 인력을 투입하여 근본적인 처방을 도출하도록 하는 것이 중요하다.

투자자보호의 실질을 강화하기 위해서는 전문투자자 분류의 합리화와 투자권유규제의 내실화가 필요하다. 이들을 실질에 맞게 전문투자자로 재분류하기 위해서는, 우선 영국과 유사한 방식으로, 일반투자자가 양적, 질적, 절차적 요건을 갖춘 경우에 전문투자자로 전환할 수 있도록 하는 방안을 생각해 볼 수 있다. 또한, 계좌개설

단계에서부터 적합성의 원칙과 적정성의 원칙을 적용하는 것을 검토할 수 있다. 금융투자회사의 경우 최고 경영진이 관련 위험을 이해하지 못하고 책임지기 어려운 파생상품거래나 소매영업은 포기할 수도 있는 내부통제 문화가 자리를 잡아야한다. 이를 위해서는 자본시장법 시행과 함께 도입된 파생상품업무책임자와 파생상품 영업관리자의 역할과 책임을 강화할 필요가 있다.

더불어, 투자자보호 규제를 효과적으로 입안하고 집행하기 위해 개인투자자에 대한 투자정보 데이터베이스를 구축하는 것이 필요하다. 먼저 정기적 서베이를 통해 투자정보와 투자성향에 대한 자료를 수집하고, 매 실시마다 공통된 질문을 설정함으로써 시계열 분석이 가능하도록 하고, 시기적으로 이슈가 되는 문항을 보충할 필요가 있다.

국내파생상품시장을 전문투자자 중심으로 육성하기 위해서는 기관투자자들이 보다 적극적으로 차익거래에 나설 수 있도록 제도적 보완책을 마련할 필요가 있다. 무엇보다 차익거래에 수반되는 주식거래에 대한 거래세 부과를 이전과 같이 면제하거나 감면해주는 정책이 필요하다. 또한 급증하는 보증옵션 리스크에 노출된 보험사가 파생상품시장을 활용하여 위험을 효율적으로 관리할 수 있도록 유인부합적 제도 개선이 필요하다.

마지막으로 한국파생상품시장의 제도약을 위해서는 추락한 파생상품시장의 신인도를 개선하는 것이 무엇보다 중요하다. 금융투자업계는 일시적 이익보다 파생상품시장의 평판을 높이는 데 공동의 노력을 기울여야 한다. 이를 위해서는 금융투자업계가 자율규제 및 내부통제를 실질적으로 강화해야 할 것이다.

« Abstract »

Korean Derivatives Market: Diagnosis and Road Ahead

The Korean derivatives market has achieved remarkable growth since the listing of the KOSPI200 futures in 1996. After the global financial crisis of 2008, it lost much of its trust and reputation among investors and the media due to several market scandals. In addition, the possibility of “wag-the-dog” with respect to the derivatives market has persisted. According to this empirical study, however, it is actually hard to find clear evidence that the derivatives market made a meaningful impact on the stock market. Although the expiration day effect has been observed in part, it seems unrelated to the derivatives market’s excessive size. Rather, this suggests the need to improve the market’s micro-institutional structure.

Meanwhile, in the KOSPI200 options and futures markets, individual investors showed a high preference for the deep-out-of-the-market price and inferior ability in information. This kind of speculative preference of individual investors has also been identified in the ELW market, meaning that the speculative attribution of individual investors may be viewed as a continuous phenomenon. However, the transaction size and weight of individual investors in the Korean derivatives market tend to gradually converge to the international trend.

In order to develop the Korean derivatives market, above all, a regulatory paradigm shift is necessary. First, it is important to establish a clear regulatory principle and systemize the procedure in which regulations are established. Relevant government authorities have to hammer out fundamental prescriptions by allocating sufficient time and personnel, rather than aiming at providing short-term fixes. Besides, the method to introduce investor protection schemes based on the profit and loss of individual investors must be avoided. This is because if an investor protection scheme is introduced resting on the profit and loss of individual investors, the corollary is that the entry of individual investors must be strictly regulated not only in the derivatives market but also in the stock market.

In relation to derivatives transactions, it is necessary to rationalize the categorization rule of professional investors and give more substance to the investment solicitation rule. For individual investors to be classified as professionals, we propose an approach similar to the UK rule, under which only those whose account meets quantitative, qualitative, and procedural requirements for re-categorization can switch to professional status. In addition, as for the application of the suitability rule and the appropriateness rule, it is important to apply the rules from the account opening stage, as in the US.

For investment firms, a proper internal control system has to be ensured so that unaccountable derivatives transactions and retail businesses resulting from imperfect understanding of relevant risks may be given up. To do this, it is necessary to strengthen the rule and responsibility of the chief executive of derivative services and the derivatives business manager of which positions are introduced in the Financial Investment Services and Capital Markets Act.

The investment information database that is necessary to establish and enforce effective investment protection regulation must be built up. Primarily, the data on investment information and investor appetite may be filled up through regular surveys consisting of both common questions to enable time-series analysis as well as complementary questions on certain issues of the time.

To make the Korean derivatives market a professional investor oriented market, institutional supplements are necessary for institutional investors to actively make arbitrage transactions. First of all, stock transactions involved in arbitrage trading should be exempt from taxation as was the case before. Moreover, the industry should coordinate its efforts for insurance companies to utilize the derivatives market to hedge their risks in connection with sharply increasing warranty options.

For the Korean derivatives market to leap forward, an urgent task is improving the deteriorated credibility of the market. The financial investment industry has to make fully coordinated efforts to enhance the market's reputation, rather than seeking temporary profits. This goal can be achieved by substantially enhancing self-regulation and internal controls.

1. 머리말

I. 머리말

1996년 상장된 KOSPI200 선물을 시작으로 한국파생상품시장은 눈부신 성장을 하였다. 특히, 1997년 도입된 KOSPI200 옵션의 경이적 성장 덕분에 한국거래소¹⁾는 2001년에서 2011년까지 10년 동안 세계파생상품 시장에서 독보적인 거래량 성장세를 보여주었다. 그러나 양적 성장에도 불구하고 한국파생상품시장을 바라보는 외부의 시각은 우호적이라기보다 적대적인 경우가 많았다. 한국파생상품시장이 실물경제규모에 비해 지나치게 크거나, 파생상품시장 본연의 기능인 위험의 헤지보다는 단기적 차익을 노린 개인투자자들이 과도한 투기적 거래를 벌이고 있다는 문제가 각종 파생상품 관련 금융사고가 발생할 때마다 끊임없이 제기되었다.

실제 KOSPI200 선물·옵션시장에 참여하는 개인투자자는 금융선진국과 비교하였을 때 높은 비중을 차지하고 있으며 이들은 정보력이 약하고 위험 감내 정도가 낮아 기관투자자나 외국인투자자에 비해 손실을 볼 가능성이 크다고 판단할 수 있다. 특히 2005년 12월 개설된 추가연계 워런트(Equity-Linked Warrants: ELW) 시장의 개인투자자는 유동성공급자(Liquidity Provider: LP) 및 스캘퍼와 비교해서 구조적으로 불리하다는 문제제기가 지속되었다.²⁾

결국 KOSPI200 옵션시장과 ELW 시장에 대해 금융당국은 2010년 이후 수차례에 걸쳐 새로운 규제들을 도입하였다. 당시 도입된 규제들의 주요 목표는 개인투자자의 과도한 투기를 억제하는 것이었다. 그런데 이

1) 당시는 한국증권거래소(KSE)였으며 2005년 1월 한국선물거래소(KOFEX)와 합병하여 현재의 한국거래소(KRX)에 이르고 있다.

2) 2009년 2월 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하, 자본시장법)이 시행되면서 ELW는 파생결합증권으로 분류되었으나 그 경제적 본질은 옵션계약이라고 할 수 있다. 그런 점에서 몇 가지 시장구조의 차이에도 불구하고 본고에서는 ELW 시장을 파생상품시장의 범주에 넣어 다룬다.

4 한국파생상품시장의 현황진단과 발전방향

러한 규제들은 때마침 주식시장의 변동성이 급격하게 위축되고 파생상품 시장 내 기관투자자가 이탈하는 현상과 맞물리면서 파생상품 거래량의 급감으로 이어졌다. 2014년 들어 KOSPI200 선물·옵션의 거래대금은 2011년 대비 절반 이하에 머무르고 있으며 ELW 시장의 일일 거래대금은 전성기의 1/20 수준인 1천억원을 밑돌고 있는 실정이다.

본 보고서에서는 한국파생상품시장의 발전과정을 되돌아보면서 그동안 제기되었던 제반 문제점을 이슈별로 검토하고자 한다. 그러기 위해 가장 대표적 파생상품인 KOSPI200 선물·옵션과 최근 규제의 주요 대상이 되고 있는 ELW 시장을 선별하여 분석하고자 한다. 먼저 I장에서는 연구의 배경을 서술하고 II장에서는 파생상품시장의 현황과 급성장 요인을 정리하며, 파생상품 관련 주요 사고와 이슈를 요약한다. III장에서는 파생상품시장의 이슈에 대해서 진단해 본다. 우선 KOSPI200 선물·옵션 시장에서 문제가 되고 있는 “wag-the-dog” 현상을 여러 실증분석을 통해 확인해 본다. 이어서 파생상품시장의 개인투자자가 보이는 거래특징을 분석한다. 또한 국제비교를 통해 한국파생상품시장의 특징을 알아본다. IV장에서는 최근 강화된 규제 중 KOSPI200 선물·옵션시장에서 옵션승수 인상 효과와 ELW 시장의 LP 호가제한 조치 효과를 분석한다. V장에서는 파생상품시장에 대한 발전방향을 도출한다. 마지막으로 VI장에서는 연구의 결론을 맺는다.

II. 파생상품시장 현황

1. 파생상품시장의 개요
2. 파생상품시장의 급성장 요인
3. 파생상품 관련 주요 사건
4. 파생상품시장의 주요 이슈

II. 파생상품시장 현황

1. 파생상품시장의 개요

가. 주요 연혁

한국파생상품시장의 18년 역사는 미국의 CBOT(Chicago Board of Trade)가 1848년 설립되었고 CME(Chicago Mercantile Exchange)가 1898년 설립되어 선물계약을 거래한 것에 비추어 보면 매우 짧다고 할 수 있다. 다만, 최초의 주가지수 선물이 미국에서 등장한 것이 1982년³⁾이고 아시아에서는 홍콩의 HSI 선물이 1986년에 처음 거래⁴⁾되었으니 한국파생상품시장은 미국에 비해 14년, 홍콩에 비해 10년 뒤쳐져 있다고 할 수 있다.

한국파생상품시장에서 주가지수 파생상품 이외의 파생상품이 등장한 시점은 1999년으로, 한국선물거래소가 부산에 설립되면서 금리, 통화, 원자재 파생상품인 미국달러선물·옵션, 금선물, CD금리선물⁵⁾, 3년국채선물을 상장하였다. 2005년 한국증권거래소와 한국선물거래소는 주식과 파생상품을 모두 아우를 수 있는 한국거래소로 통합되었다.

3) 최초의 주가지수 파생상품은 Kansas City Board of Trade에서 1982년 2월 27일 상장한 Value Line 지수 선물이며, 이어서 동년 4월 S&P500 지수 선물이 CME에 상장되었다. 최초의 주가지수 옵션은 1983년 CBOE에 상장된 S&P100 지수 옵션이다.

4) 일본 NIKKEI225 선물은 1987년에 도입되었다.

5) CD 금리선물은 거래부진으로 2007년 12월 26일 상장폐지되었다.

<표 II-1> 상장 및 상장폐지 경과

상장일	상장품목	상장폐지일	비고
'96.05.03	KOSPI200 선물		파생상품시장 개장
'97.07.07	KOSPI200 옵션		
'99.04.23	미국달러선물·옵션, 금 선물		
'99.04.23	CD금리선물	'07.12.26 상장폐지	
'99.09.29	3년국채선물		
'01.01.30	코스닥50선물	'05.11.07 상장폐지	
'01.12.14	코스닥50옵션	'05.11.07 상장폐지	
'02.01.28	주식옵션		
'02.05.10	3년국채선물옵션	'07.12.26 상장폐지	
'02.12.06	통안증권금리선물	'11.02.14 상장폐지	
'03.08.22	5년국채선물		
'05.11.07	스타지수선물		KRX출범('05.01.27)
'06.05.26	엔선물, 유로선물		
'08.02.25	10년국채선물		
'08.05.06	주식선물		
'08.07.21	돈육선물		
'09.11.16	KOSPI200 야간선물*		CME연계거래
'10.08.30	KOSPI200 야간옵션*		EUREX연계거래
'10.09.13	미니금선물		
'14.11.17	V-KOSPI200 선물 KOSPI200 에너지화학 KOSPI200 정보기술 KOSPI200 금융 KOSPI200 경기소비재		

주: *KOSPI200 야간선물·옵션은 기존 상품의 해외 연계거래이므로 신규 상장상품에 해당되지 않는다.

2014년 11월 현재 한국거래소에 상장되어 있는 파생상품은 총 17가지이며 선물 14가지, 옵션 3가지로 나뉘고 있다. 주가지수 파생상품은 5가지, 개별주식 파생상품은 2가지, 금리파생상품은 3가지, 통화파생상품은 4가지, 일반상품은 3가지이다. 사실 위 17가지 이외에도 여러 상품이 더 상장되었으나 거래부진이 개선될 조짐을 보이지 않자 2005년 이후 3차례에 걸쳐 상장이 폐지되었다.

<표 II-2> 상장상품 현황

기초자산	선물	옵션	합계
주가지수	KOSPI200 스타지수 V-KOSPI200 4개 섹터지수	KOSPI200 -	5
주권	60개 주식	10개 주식	2
금리	3년국채 5년국채 10년국채	- - -	3
통화	미국달러 일본엔 유로	미국달러	4
일반상품	돈육 금 미니금	-	3
합계	14	3	17

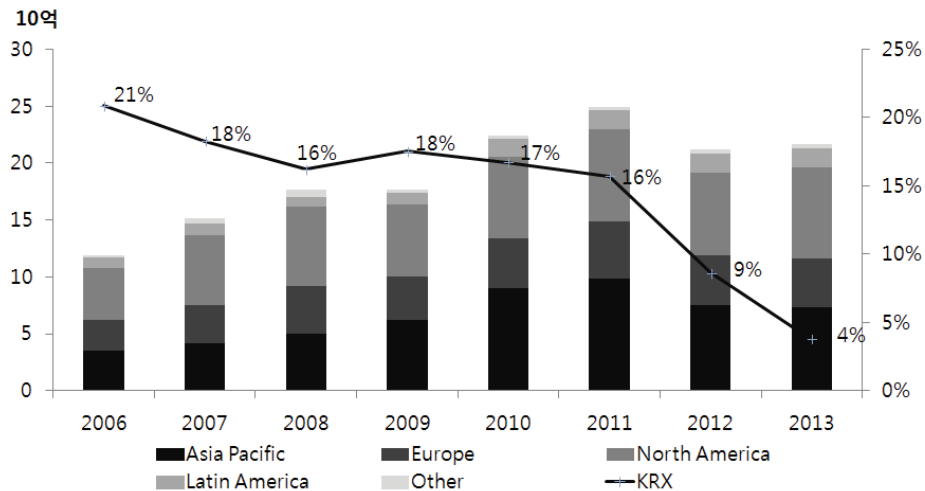
나. 양적 성장

한국파생상품시장은 단기간에 비약적 발전을 하였다. 2000년 한국거래소⁶⁾의 연간 파생상품 거래계약수는 2억 1,300만 건에 이르면서 단숨에

국제파생상품협회(Futures Industry Association: FIA)에 등록된 거래소 중 4위를 차지하였다. 이후 2001년에는 4배가 증가한 8억 5,400만 건이 거래되면서 5억 4,000만 건의 독일 파생상품거래소 EUREX를 3억 건 이상 제치면서 1위로 올라섰다.

한국거래소의 고속성장은 2002년 거래량 19.3억 건을 넘어 2011년 39.3억 건에 이르기까지 지속되었다. 덕분에 한국거래소는 2001년부터 2011년까지 2번의 예외(7)를 제외하면 거래계약수 기준으로 줄곧 세계 1위를 수성하였다. 한국거래소의 연간 파생상품 거래계약수는 2006년 세계시장의 21%를 차지하며 유럽대륙 전체 거래량과 대등해졌다.⁸⁾

<그림 II-1> 세계장내 파생상품시장 거래량과 한국 비중



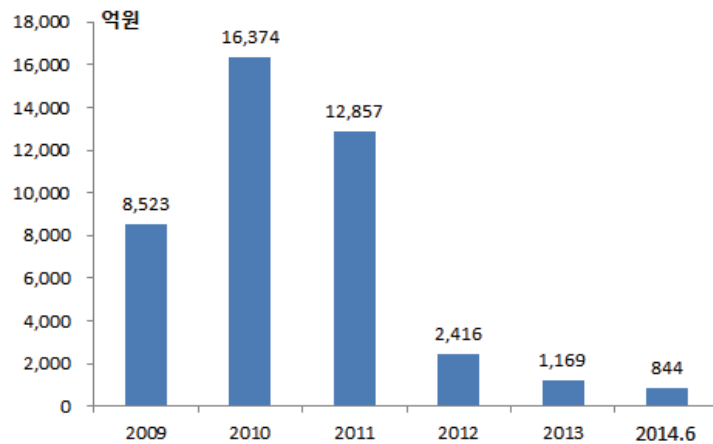
자료: FIA

- 6) 2004년까지는 한국증권거래소를 의미한다.
- 7) 한국거래소는 2007년 27억 건으로 CME(28억 건)에 이어 2위였으며, 2008년에는 28.7억 건으로 CME(32.8억 건), EUREX(31.7억 건) 다음으로 3위에 그쳤다.
- 8) 2006년 한국거래소의 연간 파생상품 거래계약수는 24.7억 건으로 유럽대륙 전체 거래계약수인 26.7억 건에 근접하였다.

2000년도의 비약적인 성장과는 달리, 한국파생상품시장은 2011년을 고점으로 급격히 위축되었다. 2014년 상반기 KOSPI200 선물과 옵션의 거래대금은 2011년의 45%에 머물고 있다.⁹⁾

한국파생상품시장의 양적 성장은 ELW 시장에서도 잘 나타나고 있다. ELW 시장은 2005년 12월 1일 8개 발행사와 7개 LP가 34개의 상품으로 시작했다. ELW의 거래는 급증하기 시작하여 2009년 7월 일일거래대금이 처음 1조원을 돌파하였으며 2010년 10월 14일에는 역대 최고인 2조 7,747억원에 달하기도 하였다. 그러나 현재 ELW 시장은 2012년 3월을 분기점으로 거래가 큰 폭으로 줄어든 상황이다. 2014년 전반기의 일일거래대금은 844억원에 그치고 있어 2010년에 비해 95%나 감소하였다.

<그림 II-2> ELW 평균 일일거래대금 추이



자료: KRX

9) 2012년의 KOSPI200 옵션승수 인상으로 인해 거래계약 수의 시계열 비교가 어려워짐에 따라 거래대금으로 거래량을 측정하였다.

한국파생상품시장의 급격한 성장과 갑작스런 거래 급감은 국제적으로 유례가 없는 현상이다. 한국파생상품시장의 급성장 배경에는 고유의 성장 요인이 있었으며, 최근의 거래 위축에는 글로벌 금융위기 이후 발생한 일련의 파생상품시장 관련 금융사고와 그에 따른 규제 강화가 관련되어 있다.

2. 파생상품시장의 급성장 요인

가. 높은 변동성

1996년 KOSPI200 선물시장 개설 이래 국내파생상품시장의 거래량은 2000년 180%, 2001년 289%, 2002년 123%의 기록적 성장을 보였다. 이러한 파생상품거래의 급성장에는 주식시장의 높은 변동성이 주요한 요인으로 꼽히고 있다. 파생상품의 속성장 기초자산 가격의 변동성이 클수록 기초자산에 대한 헤지 수요가 커지기 때문이다.

2000년에서 2003년까지 KOSPI200 지수의 변동성을 주요국 대표 주가지수의 변동성과 비교하면, 1999년 KOSPI200의 역사적변동성¹⁰⁾은 41.7%로 미국 S&P500의 18.0%, 일본 NIKKEI225의 20.2%뿐만 아니라 비교적 높은 변동성을 보인 HSI의 26.5%에 비해서도 15%p 이상 높았다. 변동성의 차이를 일중변동률¹¹⁾로 측정해서 비교하여 보아도 KOSPI200과 나머지 지수의 차이는 명확하다.

10) 연간 표준편차로 측정한 값

11) 일중변동률 = (KOSPI200 지수의 고가 - 저가) / {(고가 + 저가)/2}

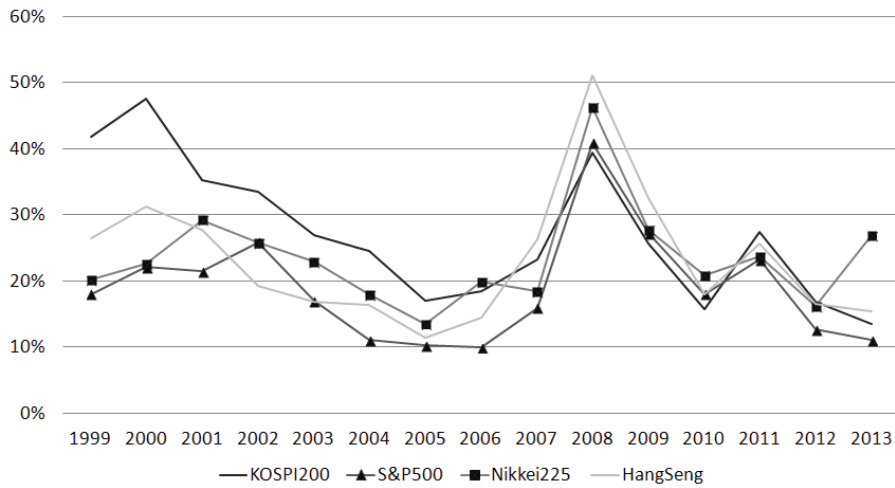
<표 II-3> 주요국의 1999~2003년 주가지수 변동성

(단위: %)

구분		1999	2000	2001	2002	2003
역사적변동성	KOSPI200	41.7	47.5	35.3	33.5	26.9
	S&P500	18.0	22.1	21.5	25.9	17.0
	NIKKEI225	20.2	22.6	29.2	25.8	22.9
	HSI	26.5	31.2	27.8	19.3	16.9
일중변동률	KOSPI200	3.5	3.5	2.3	2.4	1.9
	S&P500	1.5	1.8	1.8	1.4	1.4
	NIKKEI225	1.6	1.7	2.0	1.9	1.6
	HSI	1.9	2.2	1.8	1.3	1.2

주: 일중변동률 = (KOSPI200지수 고가 - 저가)/{(고가 + 저가)/2}

<그림 II-3> 주요국의 주가지수 역사적변동성 추이



그러나 KOSPI200의 역사적변동성은 2000년대 중반 들어 급격히 하락하는 것을 볼 수 있는데 변동성 하락은 비단 한국만의 현상은 아니었

으며 서브프라임 위기가 가시화된 2007년 직전까지 주요국가에서 공통적으로 나타났다. 그 결과 KOSPI200과 S&P500의 역사적변동성 차이는 1999년 23.7%p에서 2002년 7.6%p까지 감소하였으며 2008년에는 -1.5%p로 변동성이 역전되기도 하였다.

따라서 외국에 비해 한국의 주가 변동성이 높아 파생상품거래에 유리하였던 환경은 2000년대 초반으로 한정된다고 할 수 있다.

나. 제도적 유인

국내파생상품시장의 제도적 변화 중 시장 초기 성장에 크게 영향을 미친 것은 높은 변동성과 함께 기본예탁금의 인하를 빼놓을 수 없다. 기본예탁금은 1996년 KOSPI200 선물시장이 개설될 때, 위험 감내 정도가 낮은 투자자의 시장접근을 억제하고자 투자자가 파생상품계좌를 처음 설정하거나 미결제약정이 없는 상황에서 주문 시 일정 금액을 사전에 납부하도록 하는 제도이다.¹²⁾ 다만, 사후위탁증거금을 납부하는 적격기관투자자는 기본예탁금을 면제하고 있어 실제 대부분의 적용대상은 개인투자자라고 할 수 있다.¹³⁾

선물옵션 기본예탁금의 최저금액은 KOSPI200 선물시장 개설시점인 1996년 5월에는 3천만원으로 설정되었으나 인상과 인하를 반복하다가¹⁴⁾ 2000년 3월 1천만원으로 인하되었으며 2001년 2월에는 초기 금액의 1/6인 5백만원으로 낮추어 졌다.¹⁵⁾ 그러나 개인투자자의 투기적 거래에 대

12) 파생상품시장 업무규정 제127조 제1항

13) 파생상품시장 업무규정 제127조 제3항 제1호

14) 1997년 7월 KOSPI200 옵션시장 개설시점에 1천만원으로 인하되었으나, 4개월 후 다시 3천만원으로 복원되었다.

15) 그러나 개인의 투기적 거래에 대한 우려가 제기되면서 파생상품에 대한 기본예탁금은 2003년 3월 1천5백만원으로 복원되었다. 3단계 분류(2006년

한 우려가 제기되면서 파생상품 기본예탁금은 2003년 3월 1천5백만원으로 복원되었으며 2014년 11월 다시 대폭 강화되었다.¹⁶⁾

기본예탁금의 조정은 초기 단계였던 국내파생상품시장에서 개인투자자에게 중요한 영향을 미쳤다고 할 수 있다. 특히, 2000년 3월 기본예탁금을 1,000만원으로 인하한 것과 2001년 2월 다시 500만원으로 재인하한 것은 개인투자자를 중심으로 큰 폭의 거래량 증가로 이어졌다. 기본예탁금이 이전에 비해 2/3 수준으로 인하된 8개월 동안 옵션 거래량은 242% 증가하였으며 선물 거래량도 139%나 급증하였다. 기본예탁금을 다시 1/2 인하한 후 재인상 전까지 옵션거래량은 544%, 선물거래량은 151% 증가하면서 파생상품거래의 급증 현상이 나타났다.¹⁷⁾

2000년대 초 개인투자자의 비중이 KOSPI200 옵션과 선물시장에서 각각 70%와 50%를 차지한 상황에서 기본예탁금의 인하는 특히 개인투자자의 투자유인을 크게 높였다고 할 수 있으며 그 효과는 옵션거래보다 선물거래에서 보다 잘 나타났다.¹⁸⁾ 반면에 2000년 3월의 기본예탁금 3배 인상은 거래량을 급격히 떨어뜨리는 방향으로 작용하였다. 인상 후 1년 동안 거래량을 비교하면 옵션은 28%, 선물은 48% 감소하였고 개인투자자의 거래량은 각각 44%와 58% 감소하여 개인투자자는 기관투자자 및 외국인투자자에 비해 보다 민감하게 기본예탁금 제도 변화에 반응하였다.

12월)로 변경되었다.

- 16) 2014년 11월 개정안에서는 투자경험이 없는 개인투자자가 최초로 KOSPI200 선물을 거래하기 위해서는 최소 3천만원의 기본예탁금을 부담하도록 하였으며 KOSPI200 옵션의 경우에는 최소 5천만원의 기본예탁금을 부담하도록 강화하였다.
- 17) 거래량은 월간으로 측정한 일평균 거래계약 수로 측정한다.
- 18) 기본예탁금이 2/3 인하된 8개월 동안 개인투자자의 옵션 거래량은 231% 증가하였으며 선물 거래량도 242%나 급증하였다. 다시 1/2 인하 후 재인상 전까지 개인투자자의 옵션거래량은 447%, 선물거래량은 197% 증가하였다.

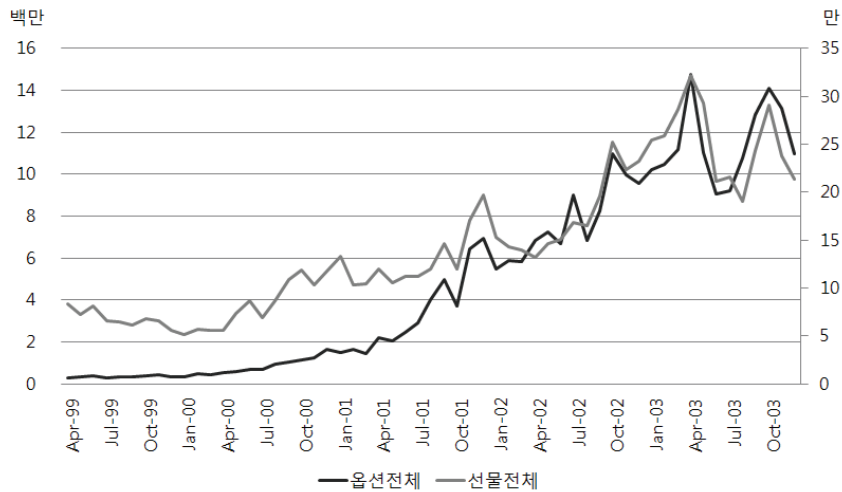
<표 II-4> 기본예탁금 조정과 거래량 변화

(단위: %)

조정여부	시기	KOSPI200 옵션		KOSPI200 선물	
		개인	전체	개인	전체
인하 전	'99.4~'00.2	93	75	-43	-32
2/3 인하	'00.3~'01.1	231	242	242	139
1/2 인하	'01.2~'02.2	447	544	197	151
3배 인상	'03.3~'04.2	-44	-28	-58	-48

주: 거래량은 월간으로 측정된 일평균 거래계약 수로 측정

<그림 II-4> KOSPI200 옵션(좌), 선물(우) 월별 거래량 추이



다. 개인투자자의 급증

국내과생상품시장의 거래량을 세계적 수준으로 올려놓은 데 결정적 기여를 한 요인 중 하나는 개인투자자의 적극적 참여이다. 연간 거래량

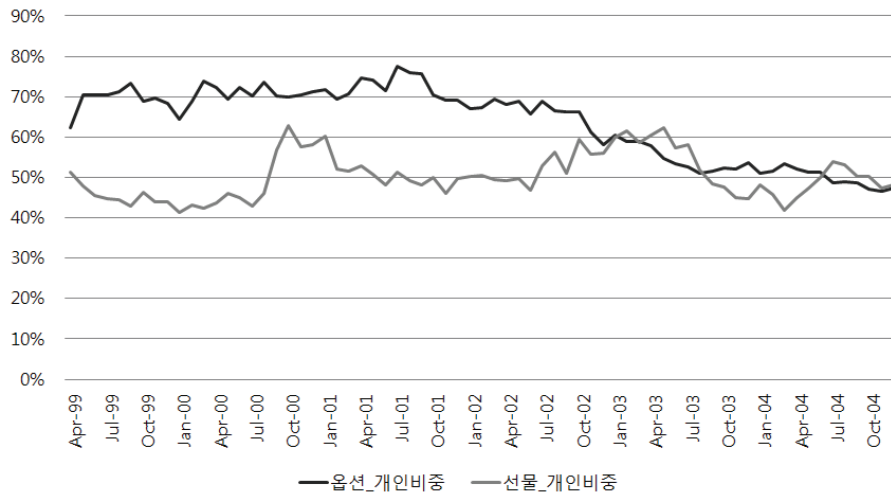
을 기준으로 보면 KOSPI200 옵션의 개인투자자 거래비중은 2001년 72.2%에 이르렀으며 KOSPI200 선물거래에서 개인투자자는 50.6%를 유지하다가 2003년 55.1%까지 상승하였다.

개인투자자의 증가를 확인할 수 있는 또 다른 통계는 개인투자자의 활동계좌 수이다. 이를 살펴보면, 2001년 선물계좌 수는 3,603개에서 2003년 5,427개까지 24.7% 증가하였고 KOSPI200 옵션에서도 2001년 8,398개에서 14,141개로 75.4%나 급증하였다.

<표 II-5> KOSPI200 옵션/선물 개인투자자 계좌 수 추이

연도	KOSPI200 선물 개인 활동계좌수	KOSPI200 옵션 개인 활동계좌수	KOSPI200 선물 개인 비중	KOSPI200 옵션 개인 비중
2001	3,603	8,398	50.6%	72.2%
2002	4,494	14,734	53.1%	65.8%
2003	5,427	14,141	55.1%	54.8%
2004	4,818	12,050	48.6%	49.9%

<그림 II-5> KOSPI200 옵션/선물 개인투자자 비중 추이



한국파생상품시장에서 개인투자자의 참여가 이렇게 늘어난 이유로는 아시아 금융위기 직후 한국의 대외신인도가 크게 하락하여 외국인의 국내투자가 제한적이었던 점과 장내파생상품이 대표적 레버리지 투자수단으로 인식되었던 점을 꼽을 수 있다.

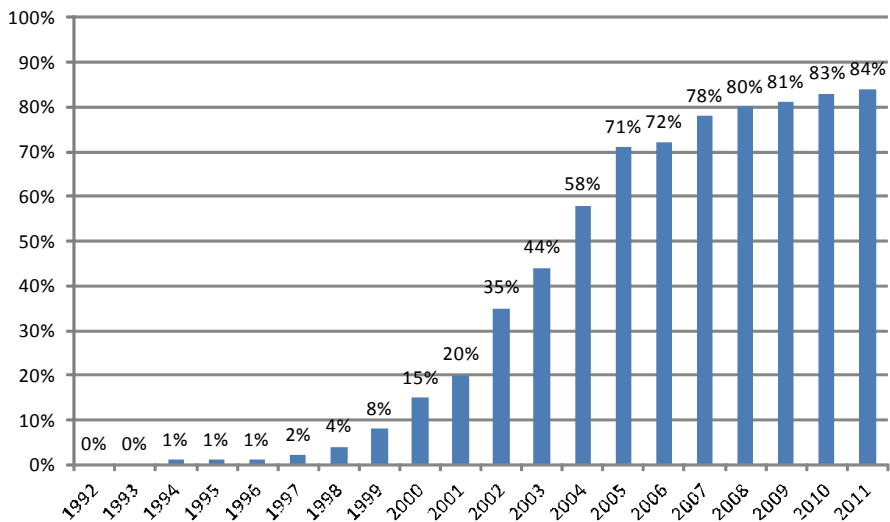
라. HTS 개발로 인한 접근성 개선

국내파생상품시장 초기의 급성장을 설명하는 또 다른 요인으로는 홈 트레이딩시스템(Home Trading System: HTS)의 개발과 보급을 들 수 있다. 1980년대까지만 해도 파생상품시장의 매매체결은 플로어 트레이더의 몫이었다. 1987년부터 CME는 전산매매체결 시스템을 개발하기 시작했고 런던의 파생상품 거래소 LIFFE(London International Financial Futures Exchange), 시드니선물거래소(Sydney Futures Exchange) 등이

이를 경쟁적으로 도입하면서 1990년 들어서는 파생상품의 매매체결이 본격적으로 전산화 되었다.

그런데 주요 파생상품거래소의 전산화 도입에도 불구하고 CME처럼 기존 플로어 트레이더가 존재하는 경우 이들에 대한 의존은 상당기간 지속되었다. 특히, 고객의 주문을 처리하는 방식은 전통적 수단인 전화와 같은 수작업에 의존하는 체제를 계속 유지하였다.

<그림 II-6> CME 전산매매체결 시스템 비중 추이



자료: CME

반면에 한국의 파생상품거래는 도입부터 별도의 플로어 트레이더 없이 전산매매체결 시스템을 기반으로 구축되었다. 비슷한 시기에 종합정보통신망(ISDN)과 비대칭가입자회선(ADSL) 형식으로 인터넷이 가정에 보급되고, 각 증권사가 경쟁적으로 HTS를 개발하면서 KOSPI200 선물과 옵션의 거래편의성이 획기적으로 증가하였다. 이러한 접근편의성은 개인

투자자의 시장진입을 더욱 가속화시켰다고 할 수 있다.

물론 이밖에도 주식거래에 부과되던 30bp의 거래세가 파생상품거래에는 면제되고, 주식시장과 유사하게 파생상품 매매 소득에 대한 자본이득세가 부과되지 않았던 점도 국내파생상품시장의 발전에 큰 역할을 하였음은 분명하다.

3. 파생상품 관련 주요 사건

한국파생상품시장은 2008년 글로벌 금융위기 이후 벌어진 여러 건의 파생상품 관련 사고들로 인하여 대중과 언론의 평판을 크게 상실하였다. 본고에서는 KIKO 사태(2008년), 주가연계증권(Equity-linked Security: ELS) 불공정거래 혐의(2009년), 도이치 옵션만기일 사태(2010년), ELW 검찰수사(2011년), 한맥투자증권의 주문오류 사태(2013년)를 중심으로 파생상품 관련 주요 사건의 특징과 이슈를 정리해 보고자 한다.

가. KIKO 사태

1) 사건 전개

글로벌 금융위기 직전인 2008년 4월 원/달러 환율이 1,000원을 넘어 서자 수출기업들이 환헤지를 위해 거래한 일련의 통화파생상품이 손해를 보기 시작하였다. 당시 손해를 본 수출기업들이 주로 계약한 상품은 선물환과 같은 단순한 형태가 아니라 이색옵션의 결합으로 구성된 이른바 KIKO(Knock-In & Knock-Out)¹⁹⁾ 구조가 다수여서 일련의 수출기업

통화파생상품 손실 사례를 KIKO 사태라고 부르게 되었다.²⁰⁾

일반적으로 수출기업의 환헤지는 수출대금 규모를 넘지 않는 수준에서 선물환이나 통화옵션계약을 맺어야 하지만 KIKO 계약의 피해기업들은 과도한 오버헤지(over-hedge)로 인해 손해를 보았다. 피해기업들은 은행이 잠재적 위험에 대해 충분한 설명을 하지 않고 KIKO 거래를 권유하였다고 주장하였다. 반면에 은행은 위험고지서 및 거래확인서에 고객의 서명과 날인을 받는 등 위험성에 대해 충분히 설명하였고, 기업들도 환율하락 전망과 그간 KIKO 거래를 통해 이익실현을 하는 등 거래를 선호한 면이 있다고 주장하며 대립하였다.²¹⁾

결국 양측의 팽팽한 주장은 대규모 법률분쟁으로 이어졌다. 주요 법률적 쟁점은 KIKO 계약이 약관에 해당하는지 여부, 계약이 성립하는지 여부, 계약의 취소가 가능한지 여부였다. 2013년 9월 26일 첫 번째 대법원 판결까지 계류되어 있던 재판은 모두 345건에 달하고 있는 실정이다. 이미 1심이 내려진 재판은 208건으로 이중 164건이 원고가 패소하였으며 43건은 원고가 일부 승소하였다. 2심 선고는 78건이 완료되었으며 44건이 원고 패소, 34건은 원고가 일부 승소하였다.²²⁾

특히 2013년 9월 26일, 대법원이 “키코통화옵션은 계약 체결 당시 불공정하지 않았고, 사후에 외부환경의 급격한 변화에 따라 계약당사자 일방에게 큰 손실이 발생하고 상대방에게 이익이 발생할 수 있는 구조라고 하여 당연히 불공정한 계약에 해당하는 것은 아니다.”라고 판시하면서 KIKO 계약을 둘러싼 주요 법률적 쟁점은 일단락되었다.

19) Knock-in 구조는 사전에 정해진 배리어를 기초자산이 도달하면 옵션의 효력이 발생하는 형태이다. 반면에 Knock-out 구조는 배리어를 도달하는 순간 옵션의 효력이 사라지는 형태이다.

20) KIKO 상품의 거래기업이 519업체나 되며 계약잔액이 101억달러에 달하였다.

21) 금융위원회(2008)

22) 김승호(2014)

결과적으로 KIKO 사태는 불완전판매에 대한 사회적 관심을 증폭시켜 2009년 시행이 예정되었던 자본시장법에서 투자자보호 방안이 보다 강화되는 계기가 되었다.

2) 주요 이슈

KIKO 사태는 비록 자본시장법 시행 이전이었지만 불완전판매에 대한 인식을 제고하고 투자자보호의 중요성을 각인시켰다고 할 수 있다. 은행이 수출기업에게 너무 과도하게 위험한 상품을 권유한 것은 아닌지, 그 위험에 대한 설명을 충분히 기울였는지 등은 사법적 쟁점을 떠나서 자본시장법에도 영향을 미쳤다.

자본시장법은 투자자를 일반투자자와 전문투자자로 구분함으로써 금융기관이 위험 감내 정도가 낮은 일반투자자에게 설명의무 및 적합성과 적정성의 원칙을 엄격히 준수하도록 하고 있다. 그러나 전문적 지식을 갖추고 위험 감내 정도가 높은 전문투자자에게는 불필요한 규제비용을 최소화 하도록 하고 있다.

그런데 KIKO 사태로 인하여 주권상장법인이면 전문투자자로 분류하려던 것을 장외과생상품거래에 있어서는 일반투자자로 간주하도록 변경하였다.²³⁾ 결과적으로 KIKO 사태는 전문투자자의 영역을 축소하고 일반투자자에 대한 보호요건을 강화시킨 계기가 되었다. 또한 위험도가 높은 과생상품에 대한 투자자보호의 적정 수준이 어디까지인지에 대해서도 사회적 관심을 받게 되었다.

2009년 2월에는 자본시장법의 투자권유 관련 조항인 제46조의2 적정성의 원칙과 제47조 설명의무가 일부 개정되었다. 기존에 이미 정립된 제46조 적합성의 원칙에서는 금융투자업자가 투자권유를 하는 경우, 투

23) 자본시장법 제9조5항4호 단서

자자가 일반투자자인지 전문투자자인지 여부를 확인하고 일반투자자라면 투자목적·재산상황 및 투자경험 등의 정보를 파악하고 이를 투자자에게 확인 받아야 한다. 만약 일반투자자의 투자목적·재산상황 및 투자경험 등에 비추어 적합하지 않다고 인정되는 경우에는 투자권유를 하지 못하도록 하였다.²⁴⁾

KIKO 사태 이후에는 적정성의 원칙이 신설되었다. 파생상품과 파생결합증권 등에 있어서는 설사 금융투자업자가 일반투자자에게 투자권유를 하지 않았다고 하여도 일반투자자의 투자목적·재산상황 및 투자경험 등의 정보를 파악하고 적정하지 않다고 판단하면 그 사실을 알리고 일반투자자의 확인을 받도록 하였다.²⁵⁾ 또한 설명의무도 개정하여 금융투자업자가 투자권유를 하는 금융투자상품에 대해 알기 쉬우면서도 중요사항이 누락되지 않게 일반투자자에게 설명하고 이를 확인받도록 하였다.²⁶⁾

KIKO 사태 이후 강화된 투자권유 준칙은 2009년 2월 자본시장법 시행 이후의 파생상품거래에 중요한 원칙이 되었다는 점에서 의의가 있다.

나. ELS 불공정거래 혐의

1) 사건 전개

2009년 4월 22일 H증권이 판매한 ELS의 만기상환 시점에 상품의 제조사에서 투자자에게 돌아갈 수익을 주지 않기 위해 의도적으로 ELS 기초자산의 가격을 조작했다는 민원이 처음 제기되었다. 당시 ELS는 만기상환일을 맞이하여 기초자산인 SK 주식 가격이 장 마감 직전까지만 해

24) 자본시장법 제46조

25) 자본시장법 제46조의2

26) 자본시장법 제47조

도 ELS가 22%의 수익률로 상환될 것을 기대할 수준이었으나 장 마감 직전 대량 매도가 발생하면서 주가가 급락하여 실제 ELS의 상환수익률은 -25.39%에 이르렀다.

해당 사건이 언론에 보도되면서 유사한 불공정거래 의심 사건²⁷⁾에 대한 민원이 이어졌고 한국거래소 시장감시위원회는 H증권을 포함한 3건을 감리 사안으로 확정하여 감리를 실시하였다. 감리결과 헤지거래과정에서 기초자산인 주식의 시세 형성 등에 부당한 영향을 미치는 등 한국거래소의 업무관련 규정을 위반하고 공정거래질서 저해행위에 대한 회원사의 내부통제 및 교육체계가 미흡한 것으로 지적되었다. 감리결과에 따른 조치로 관련 회원사는 주의 또는 회원제재금을 처분 받았다. 또한 관련 임·직원에게는 경고·주의에서 감봉·견책 등의 징계를 요구 받았다. 실제 금융당국은 총 4건의 관련 사례를 검찰에게 수사할 것을 통보하였다. 검찰은 이 사건들을 기소하여 현재 재판이 진행 중이다.

2) 주요 이슈

ELS 불공정거래 혐의가 불거지자 금융당국은 2009년 9월 10일 “ELS 발행 및 운영 관련 제도개선 방안”을 발표하였고 이어서 한국거래소는 2009년 9월 21일 “주가연계증권(ELS) 헤지거래 가이드라인”을 제정함으로써 제도적 미비점을 보완하였다.

제도개선 방안의 주요 내용을 살펴보면 다음과 같다. 첫째 그동안 만기일 증가였던 ELS 만기 시점의 기초자산 가격결정 방식을 만기이전 3일 이상 증가의 평균값으로 사용하도록 하였다. 둘째로 ELS의 헤지를 맡는 것이 아니라 주로 외국계 금융기관이 상품의 위험을 헤지하는 이른바 백투백(back-to-back) 헤지시 ELS 발행사의 의무를 강화하도록 하였다. 백투백으로 ELS를 발행하는 증권회사는 증권신고서 또는 투자설

27) ELS의 중도상환 및 만기상환 시점의 급격한 기초자산 하락 사례

명서에 실제로 헤지를 담당하는 금융회사의 이름을 투자자에게 공지하거나 아니면 ELS 발행 증권사가 발행액의 3% 이상을 인수하고 상환시점까지 보유하도록 하였다. 마지막으로 자체 헤지를 담당하는 ELS 발행사는 '헤지 관련 운용지침'을 반드시 마련하고 백투백 헤지를 이용하는 ELS 발행사는 헤지를 담당하는 금융회사가 운용지침을 마련하고 있는지를 확인하도록 하였다.²⁸⁾

한국거래소의 헤지거래 가이드라인에서는 헤지거래라 할지라도 시장의 가격결정에 부당한 영향을 미치지 않도록 하고 내부통제를 확립하여 헤지 물량이 특정시기에 집중되지 않도록 했다. 또한 ELS 기초주식에 대한 매매거래 수량과 시기 및 호가가격 등이 헤지 목적과 위험관리에 부합하고 이를 정당화할 수 있도록 하였다. 가이드라인에서는 특히 ELS의 조기 또는 만기상환평가가격 결정기간에는 시세조종행위나 이런 행위로 오인될 수 있는 호가제출 및 매매거래행위에 대해서는 금지하도록 하였다.²⁹⁾

ELS 시장의 불공정거래 혐의는 장외상품인 ELS와 장내주식이 복합적으로 연결된 사건으로 전체 파생상품시장의 투명성 제고에 대한 투자자와 시장의 관심을 제고하는 계기가 되었다.

다. 옵션만기일 사태

1) 사건 전개³⁰⁾

2010년 11월 11일은 KOSPI200 옵션의 만기일이었다. 당일 주식시장은 종료 10분전까지만 하더라도 보합권에 머무르고 있었으나 단일가격

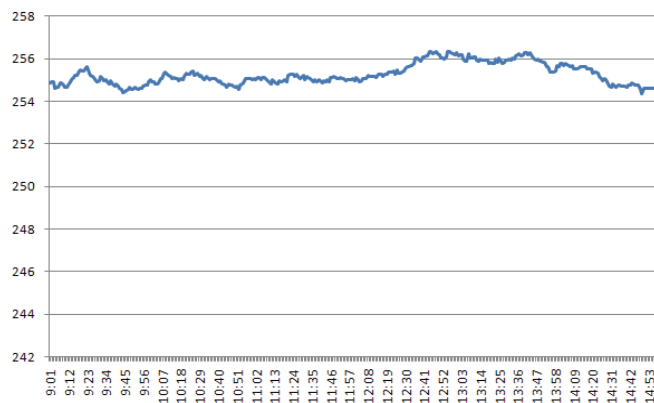
28) ELS 발행 및 운영 관련 제도개선 방안, 2009. 09. 10

29) 추가연계증권 헤지거래 가이드라인, 2009. 09. 22

30) 옵션만기일 사태에 대한 보다 구체적 내용은 남길남·이효섭(2012)을 참조한다.

에 의한 증가 개별경쟁매매 시간(14:50~15:00)에 2.1조원의 매도주문이 갑자기 시장에 쏟아지면서 KOSPI는 2.5%나 하락하였다.³¹⁾

<그림 II-7> 2010년 11월 11일 KOSPI200 추이



옵션만기일의 주가 급락으로 인해 KOSPI200 풋옵션의 가격이 최대 460배까지 폭등하면서 대량으로 풋옵션을 매도한 와이즈에셋자산운용(이하, 와이즈에셋)이 898억원의 손실을 입게 되고 지급불이행 사태로 이어졌다. 결국 와이즈에셋의 주문을 위탁매매한 하나대투증권이 760억원을 대지 급하면서 사태가 마무리 되었으나 금융시장에 미친 충격은 매우 컸다.

금융당국은 즉각적인 조사에 착수하여 도이치은행에 소속된 홍콩 및 뉴욕 직원들의 지수차익거래 물량이 장 종료 직전 단일가매매시간에 대량으로 매도된 것을 밝혀냈다. 금융당국은 대량매도를 주도한 도이치은행 세력이 현물주식의 매도에 앞서 콜옵션을 매도하고 풋옵션을 매수함으로써 구축한 합성선물을 매도하였고 이와 함께 풋옵션을 매수하였는

31) KOSPI200은 14시 50분의 254.62p에서 7.11p(2.8%) 하락하여 247.51p로 마감하였다.

데 이로써 448억7,873만원의 부당이득을 취하였다고 판단하였다.³²⁾

11.11 옵션만기일 사태를 촉발한 거래에 대해 금융당국³³⁾은 2개월(2010.11.12.~2011.1.21) 간 조사를 통해 당시 도이치은행 소속 직원들의 거래를 현·선물 연계 시세조종 금지 위반으로 결론지었다. 2011년 2월 23일 증권선물위원회는 “옵션만기일 주가급락 관련 불공정거래 혐의 조사결과 조치”를 발표하여 국내외 도이치은행 관계자 5인을 검찰에 고발하고 양벌책임에 의해 한국 도이치증권에 대해 일부 영업에 대한 6개월 간의 영업정지를 내렸다.³⁴⁾ 또한 한국거래소도 2월 25일 “옵션만기일 주가지수 급락 등 관련 감리결과 회원사에 대한 제재조치”를 발표하고 공정거래질서 저해 및 보고의무 위반을 근거로 한국 도이치증권에 대해 10억원의 회원제재금과 연루 직원에 대해 징계를 요구하였다.³⁵⁾

금융당국은 조사를 통해 와이즈에셋의 경우 풋옵션을 매도한 펀드가 舊간접투자자산운용법에서 설정한 총위험평가액 한도³⁶⁾를 위반하였으며 최대주주의 운용지시를 받아 운용함으로써 운용업무 위탁금지 조항³⁷⁾을 어겼다고 발표하였다. 이외에도 와이즈에셋은 회사자금 횡령과 내부통제의 문제점이 드러나 결국 금융위원회는 2011년 5월 18일 와이즈에셋에 대한 6개월 영업정지와 임원 및 직원에 대해 인사 조치를 확정하였다.

32) 금융위원회·금융감독원(2011)

33) 금융감독원과 한국거래소의 공동조사팀

34) 금융위원회·금융감독원(2011). 또한 증권선물위원회의 검찰고발로 해당 사건은 2012년 2월 현재 재판이 진행 중이다.

35) 한국거래소(2011)

36) 舊간접투자자산운용법 제14조제1항과 시행령 제131조제1항에 의하면 사모간접투자기구의 장내파생상품 총위험평가액 한도는 간접투자기구 자산 총액의 5배로서 금융당국의 조사에서 와이즈에셋의 해당 펀드는 2008년 10월 7일에서 2010년 11월 10일 기간 동안 총 417회에 걸쳐 한도를 초과한 것으로 드러났다.

37) 자본시장법 제42조제1항

2) 주요 이슈

옵션만기일 사태와 관련한 주요 이슈는 갑작스런 대량 주문으로 인한 시장충격 완화와 결제리스크의 관리 강화라고 할 수 있다. 금융당국은 2011년 1월 11일 “옵션만기일 주가지수 급락 관련 추진 현황 및 제도개선 방안”을 통해 매매제도의 개선 및 시장충격 완화 방안과 결제리스크 관리 강화 방안을 발표하였다.

우선 시장충격을 완화하기 위해 프로그램매매의 사전신고제도를, 또한 금융당국과 한국거래소는 기존 프로그램매매 사전신고제도를 개정하여 신고시한까지 접수된 프로그램매매의 매수와 매도금액 간에 일정수준 이상 불균형³⁸⁾이 발생하는 경우 불균형을 해소하는 방향에 한해 추가 주문을 허용하는 방식으로 개선하고자 하였다. 또한 최종거래일의 임의종료제도를 개정하여 예상체결가격과 잠정종가 사이에 괴리가 커지면 호가접수 시간을 연장할 수 있도록 하였다.

또한 한국거래소는 미결제약정수량의 보유한도를 개정하여 KOSPI200 선물 및 옵션을 통합하여 관리할 수 있도록 하였다. 새로운 보유한도 규정에서 평일에는 선물 및 옵션의 투기거래에 한하여 10,000계약(개인은 5,000계약)으로 미결제약정수를 제한하고 최종거래일에는 투기거래 여부에 관계없이 선물 및 옵션의 미결제약정수를 10,000계약으로 제한하였다. 이와 더불어 시장에 충격을 줄 수 있는 대규모 거래를 파악하기 위하여 기존에 기초자산이 일반상품인 것에 대해서만 적용되고 있는 대량보유 및 변동보고제도³⁹⁾를 KOSPI200 선물 및 옵션에 대해서도 도입하고자 하였다.

38) 장종료 15분전까지 사전보고된 프로그램 매도(수)금액이 매수(도)금액 대비 75%를 초과하고 그 금액 차이가 5천억원 이상인 경우를 말한다.(유가증권시장업무규정시행세칙 제130조제6항)

39) 자본시장법 제173조의2항

결제리스크 관리를 강화하기 위해 당국의 제도개선안에서는 결제회원이 일정 자산요건⁴⁰⁾을 갖춘 기관투자자에 한해서만 위탁증거금을 사후에 납부하도록 하였다. 다만 결제회원의 리스크관리 부서에서 결제이행능력이 충분하다고 인정하는 경우 자산규모요건을 적용하지 않을 수 있도록 하였다.⁴¹⁾ 이와 함께 결제회원은 사후위탁증거금계좌별로 위탁자가 장중에 넘을 수 없는 최대위험노출액의 한도⁴²⁾를 설정하고 관리하도록 하였다.

옵션만기일 사태는 국내 파생상품시장의 구조적 취약성을 보여준 매우 중요한 사건이었다. 그동안 KOSPI200 옵션시장의 경이적 성장에도 불구하고 주요 금융선진국에서는 1980~90년대 이미 대처방안을 강구하고 논의하였던 옵션만기일의 시장 불안정성에 대한 준비가 부신했다고 할 수 있다. 제도적 보완에도 불구하고 2013년 한맥투자증권이 주문오류로 결제불이행에 처한 것을 보면 옵션만기일 사태 당시 나온 결제리스크 관리 방안이 근본적 처방이 되지 못하였다고 평가할 수 있다.

라. ELW 시장의 스캘퍼 규제

1) 사건 전개

2005년 12월 ELW 거래가 시작된 이래 ELW 시장은 나날이 성장하였다. 특히 2010년 들어서는 일일거래대금이 5월 12일 2조원을 넘어 10월 14일에는 2조 7,747억원에 이르면서 시장의 과열에 대한 사회적 우려가 커졌다. 특히, 초단기 거래자인 스캘퍼가 증권회사의 특혜에 의해 불공

40) 자산총액 5천억원 이상 또는 운용자산 총액 1조원 이상의 자산규모요건을 의미한다.

41) 파생상품시장업무규정 제133조, 파생상품시장업무규정시행세칙 제132조

42) 예탁총액의 10배를 곱한 금액을 초과할 수 없다(파생상품시장업무규정 제133조제2항).

정한 거래를 하고 있다는 의문이 커졌다.

금융당국은 이 같은 우려에 대한 대안으로 2010년 10월 ELW 시장에 대한 “ELW 시장 건전화 방안 마련(이하, 1차 건전화 방안)”을 내놓았다. 1차 건전화 방안의 핵심은 개인투자자의 진입절차를 강화하기 위해 ELW 계좌를 주식거래계좌와 분리하도록 하고 투자자에게 관련 교육을 의무적으로 이수하도록 한 것이다.⁴³⁾

1차 건전화 방안 발표 후, ELW의 일일거래대금은 점차 감소하는 추세로 반전하면서 시장 과열에 대한 우려가 어느 정도 완화되고 있었다. 그러나 2011년 3월, 검찰이 스캘퍼에 대한 편의제공 혐의를 근거로 12개 증권사의 전·현직 CEO를 전격적으로 기소하면서, 금융당국은 2011년 5월 “ELW 시장 추가 건전화 방안 마련(이하, 2차 건전화 방안)”을 발표하였다. 2차 건전화 방안에서는 스캘퍼에게 제공하던 차별적 주문속도 서비스의 개선방안⁴⁴⁾과 함께 ELW 시장의 진입절차와 시장 투명성을 강화하도록 하였다.

ELW 시장의 개선방안으로 투자자보호를 보다 강화하기 위해 첫째, ELW 거래 시 기본예탁금을 도입하도록 하였다. 더불어, ELW와 경제적 속성이 유사한 KOSPI200 옵션 매수 시 기본예탁금을 면제하던 옵션매수전용계좌를 폐지하도록 함으로써 상품 간 형평성을 갖게 만들었다. 결과적으로 ELW와 KOSPI200 옵션 투자 시 1,500만원의 기본예탁금을 사

43) 그 밖에 불공정거래의 가능성을 차단하기 위하여 ELW 기초자산 기준을 상향 조정하고 유동성공급자의 호가제출 의무를 강화하여 주식 ELW에 대해 만기 1개월 전에도 LP가 호가를 제출하도록 하였다. 또한 스캘퍼에 대한 차별대우와 불공정거래 모니터링을 강화하기로 하였다. 마지막으로 LP에 대한 평가를 강화하고 내재변동성의 변경 내역을 실시간으로 공개하도록 하였다.

44) 주문접수 이전단계에서는 합리적 범위에서 차별적 서비스를 허용하되 주문접수 이후단계에서는 주문처리된 순서대로 한국거래소에 호가가 제출되도록 보완하였다.

전에 납부해야 한다. 둘째로 레버리지가 높은 저가 ELW의 거래를 억제하기 위해 극외가격 ELW의 발행을 제한하였다. 그리하여 패리티⁴⁵⁾가 85% 미만인 ELW 종목의 발행이 금지되었다.⁴⁶⁾

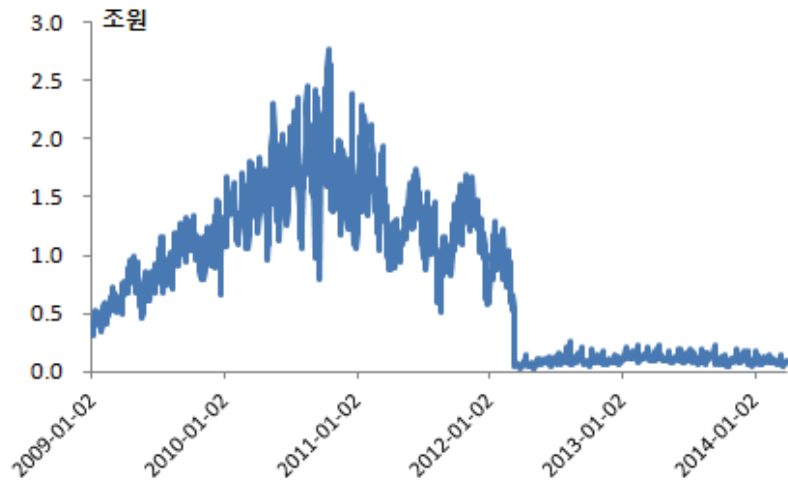
1차, 2차 건전화 방안에도 불구하고 당국은 ELW 시장에 대한 근본적 개선이 필요하다고 보고 2011년 12월 “장내옵션시장, ELW 시장 및 FX 마진시장 건전화 방안(이하, 3차 건전화 방안)”을 발표하였다. 3차 건전화 방안은 보도자료 명칭에서 알 수 있듯이 세 개의 파생상품시장을 아우르는 종합대책안이라고 할 수 있다. ELW 시장에 대해서는 LP의 기능을 제한하는 호가제한조치가 추가되었다. LP가 유동성을 공급하는 조건을 시장스프레드 비율이 15%를 초과하는 경우로 한정하여 8%~15%로만 호가를 제출하도록 하였다. 또한 ELW 발행을 월 1회로 제한하고 기초자산을 100종목에서 50종목으로 축소하였다. 3차 건전화 방안이 다시 공표되면서 ELW 시장은 급격히 위축되었다.

한편 검찰에 기소된 12명의 전·현직 CEO와 스캘퍼 등에 대한 재판은 2011년 11월 서울중앙지법의 첫 판결에서 증권사 CEO인 피고에 무죄를 선고한 이래 2014년 1월 대법원 재판에서 첫 무죄가 확정되었다. 스캘퍼에 대한 재판에서도 1심에 이어 2014년 4월 서울고등법원에서 무죄가 선고되었다.

45) 패리티는 기초자산 가격과 권리행사 가격의 비율로, 콜옵션은 기초자산 가격/권리행사 가격, 풋옵션은 권리행사 가격/기초자산 가격으로 정의한다.

46) 그 밖에 시장가격의 투명성을 높이기 위해 지수 ELW의 최종거래일 및 전환비율을 표준화하고 KOSPI200 옵션과 비교할 수 있도록 하였으며, LP 평가 시 내재변동성의 비중을 2배 확대하였다.

<그림 II-8> ELW 거래대금 추이



2) 주요 이슈

전·현직 CEO와 스캘퍼 등에 대한 재판은 두 가지가 핵심 쟁점이 되었다. 첫째, 증권사들이 제공한 차별적 속도 관련 서비스가 자본시장 법상 '부정한 수단'이 되는지 여부와 둘째, 이런 서비스가 다른 투자자들의 이익을 침해하는지 여부였다.

2011년 11월 서울중앙지법의 첫 판결에서 재판부는 다른 투자자와의 이해상충 문제에 있어서 “이 사건 스캘퍼들의 거래는 일반투자자들의 거래 기회를 직접적으로 박탈하는 것이 아니고, 다른 간접적인 이해충돌의 문제도 발생하지 아니하므로 다른 투자자들의 이익을 침해할 가능성이 있다고 보기 어렵다.”고 판시하였다. 또한 부정한 차별적 서비스가 맞는지 여부에 대하여도 “속도 관련 서비스들을 제공한 증권사의 행위 역시, DMA 서비스가 사실상 허용되어 온 현실, 그리고 ‘주문 처리 과정에서 속도의 차이가 없어야 한다.’는 원칙이 명확히 선언되거나 그 실현가능

한 방법과 기준이 제시된 바 없는 점을 고려하면, 그 행위가 자본시장법 제178조 제1항 제2호, 제3호 및 제2항에서 정하고 있는 다른 부정거래행위와 동일한 정도의 불법성을 가지고 있다고 보기도 어렵다.”고 판시하면서 증권사 CEO인 피고에 무죄를 선고하였다. 이어진 다른 피고인과 상급심 재판에서도 동일한 논리가 적용되었으며, 2014년 1월 대법원에서 확정 판결을 내렸다.

재판상의 이슈와 별도로 금융감독 관점에서는 위험 감내 정도가 낮은 개인투자자의 무분별한 투기적 거래를 어떻게 억제할 것인지, LP 중심의 시장구조에서 불공정성이 내재되어 있는 것은 아닌지, 스캘퍼의 난립을 어떻게 규제할 것인지가 주요 이슈로 대두되었다.

비록 3차례에 걸친 건전화 방안이 시행되면서 기존 형태의 스캘퍼가 존재하기 어려울 정도로 시장 규모가 위축되었다. 하지만 LP의 역할이 제한되면서 새로운 형태의 문제점이 나타나기도 하였다. 또한 스캘퍼 관련 재판에서 잇따른 무죄선고가 나왔음에도 재판 결과를 반영한 시장의 새로운 규범이 마련되지는 못하였다.

마. 한맥투자증권 주문오류 사태

1) 사건 전개

옵션과 선물의 동시 만기일이었던 2013년 12월 12일 한맥투자증권은 자기계좌의 KOSPI200 옵션 거래 과정에서 주문을 내면서 변수를 잘못 입력하여 고가매수·저가매도로 주문이 체결되었다. 당시 주문은 3만6천건에 이르렀으며 손해액도 460억원에 달하였다.

한맥투자증권이 거래소에 납부한 증거금과 공동기금의 분담금만으로 이 손실을 감당할 수 없게 되자 정상회원의 분담금이 사용되었다. 한국

거래소 설립 이후 정상회원의 분담금이 사용된 최초의 사례가 되면서 기존 제도의 개선필요성이 커졌다. 금융당국은 2014년 1월 “파생상품시장 거래안정성 제고방안”을 통해 주문단계, 거래체결단계, 사후구제단계에서 제도개선을 발표하였다.

2) 주요 이슈

금융당국은 주문오류 및 이에 따른 대규모 손실이 증권사의 건전성뿐만 아니라 파생상품시장의 안정적 거래를 저해한다고 판단하였다. 그래서 모범규준을 제정하여 주문제출 단계에서 증권사의 내부통제를 강화하도록 하고 이에 대한 감독을 엄격하게 수행하기로 발표하였다. 또한 거래체결 단계에서 가격변동성을 완화하기 위해 동적 상·하한가 제도를 도입하기로 하였다. 동적 상·하한가 제도는 장중 연속적으로 직전 체결가격 대비 일정 가격범위 내에서만 거래체결을 허용하는 방식으로 순간적인 가격 급변을 방지한다.

사후구제 방안도 확충하여 기존 합의구제 제도를 보완하여 대규모 결제불이행이 예상되는 불가피한 경우에 한해서 거래소가 직권으로 거래를 취소할 수 있게 착오거래자에게 벌칙성 수수료를 부과하였다. 더불어 합의에 따른 구제에도 거래상대방에게 손실을 보전토록 할 계획이다.

그러나 한맥투자증권의 주문오류 사태는 최초로 한국거래소의 결제이행재원인 공동기금을 사용하고 그 손실을 정상 결제회원이 부담해야 하면서 한국거래소가 담당하는 청산기능인 CCP(Central Counterparty)의 안정성에 대한 우려를 낳았다. 국제적 흐름과는 달리 한국거래소 장내파생상품의 결제이행재원의 사용 순서는 채무를 불이행한 결제회원의 증거금과 공동기금 분담금을 사용하고 다음으로 다른 정상회원이 적립한 공동기금을 거래소의 결제적립금에 우선하여 사용하도록 하고 있

다.⁴⁷⁾ 국제적으로도 이 사태는 한국파생상품시장의 안정성에 대해 국제적 신뢰를 떨어뜨렸기에 근본적인 해결 방안의 강구가 필요하였다. 이에 금융당국은 2014년 6월 “파생상품시장 발전방안”에서 자본시장법을 개정하여 결제이행재원의 투입순서를 수정하겠다고 밝혔다.

바. 기타: FX마진 이슈

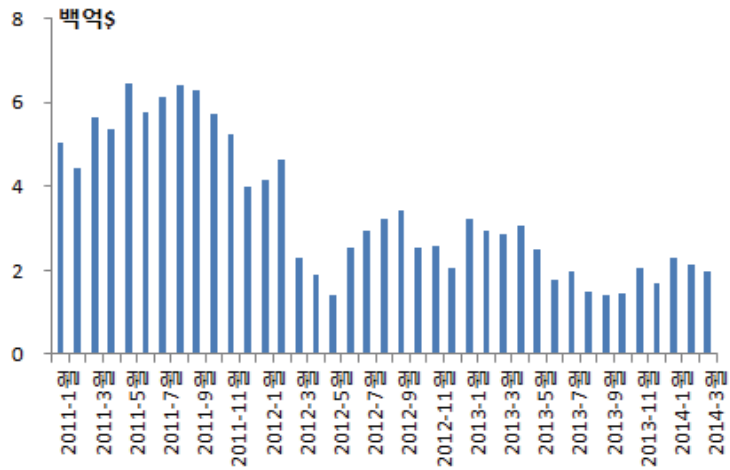
FX마진 거래는 소액의 증거금만으로 변동성이 매우 큰 외환시장에 투자할 수 있기 때문에 높은 레버리지 효과를 누리려는 개인투자자들에게 큰 인기를 누렸다. 한편 FX마진은 이종통화 간의 거래로 원화가 수반되지 않고 있어 환리스크를 헤지하기 위해 시장에 참여하는 투자자는 거의 없다고 할 수 있다. 특히 2008년 이후 거래가 급증하면서 개인투자자의 손실도 급격히 증가하였다.⁴⁸⁾

이에 따라 금융당국은 FX마진 거래에 대한 규제를 지속적으로 강화하였다. 그 동안 투자자는 2%의 증거금을 납부하여 50배의 레버리지 효과를 누렸는데 2009년 7월 “FX마진 거래 실태분석 및 제도개선 추진”을 발표하면서 증거금을 5%로 인상하고 레버리지 비율을 20배로 낮추도록 하였다. 그러나 개인투자자의 손실은 2010년 더 확대된 것으로 나타났다. 결국 금융당국은 2011년 12월 3차 개선안을 발표하면서 FX마진의 투기성을 더욱 낮추기 위해 증거금을 5%에서 10%로 인상하고 레버리지 비율을 기존 20배에서 10배로 낮추었다.

47) 자본시장법 제399조

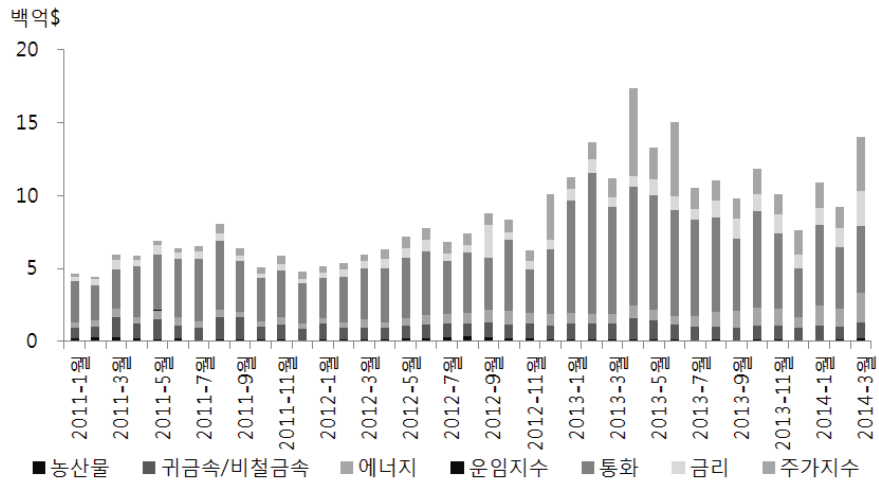
48) 금융당국의 발표에 따르면 2008년 계약금액은 1년 전에 비해 594% 증가하였고 전체 90% 이상의 계좌에서 손실이 발생하고 있으며 개인투자자의 손익은 2007년 118억원 손실, 2008년 489억원 손실 등 지속적으로 커졌다.(금융위원회(2009))

<그림 II-9> FX마진 거래대금 추이



FX마진 거래는 증거금 인상안이 적용된 2012년 1분기부터 급격히 감소하여 2014년 3월에는 거래대금이 196억달러에 그쳤다. 반면에 해외 선물 중 통화선물의 거래대금은 2012년부터 증가하기 시작하여 2014년 3월에는 456억달러에 달하였다. 금융당국의 잇따른 증거금 인상으로 FX마진의 상품성이 크게 훼손되자 해외선물로 거래를 이전하거나 또는 음성적 거래로 전환하는 유인이 커졌다고 할 수 있다.

<그림 II-10> 해외 선물 거래대금 추이



4. 파생상품시장의 주요 이슈

한국파생상품시장은 짧은 시간에 급성장하였지만 시장의 질적 향상은 기대에 못 미쳤다. 2008년 글로벌 금융위기 이후 발생한 일련의 파생상품 사건들이 대표적 사례라고 할 수 있다. 파생상품과 관련된 사건들이 잇따르면서 파생상품시장에 대한 사회적 신뢰도 또한 크게 하락하였다(부록 I 참조).

특히 금융당국은 2011년 8월, 미국채의 신용등급 하락으로 조성된 시장 불안에서 발생한 KOSPI200 옵션의 투기적 거래를⁴⁹⁾ 근거로 “wag-the-dog” 현상이 심화되는 것을 우려하였다. 또한 개인투자자 상당수가 파생상품에

49) 금융당국은 당시 주가하락에 대한 기대로 풋옵션 매매가 2.4배, 평균가격이 11배 이상 급등하는 등, 투기성이 부각되었다고 판단하였다.

대한 충분한 사전지식이 없이 시장에 투기적 거래를 위해 참여함으로써 손실을 입고 있다는 평가를 내렸다. 한편 한국파생상품시장이 경제규모에 비해 지나치게 비대하다는 주장⁵⁰⁾도 지속적으로 제기되고 있다.

<표 II-6> 개인투자자 KOSPI200 풋옵션 매수 추이

구분	07상	07하	08상	08하	09상	09하	10상	10하	11상	11하
지수등락률(%)	21.55	8.81	-11.71	-32.86	23.62	21.06	0.92	20.77	2.42	-9.12
순매수금액(억원)	748	-94	-69	4,538	-2,093	-2,746	-363	-1,847	-2,062	8,608

자료: 금융위원회 보도자료(2011.12.1)

결과적으로 한국파생상품시장의 주요 이슈는 wag-the-dog 현상의 존재와 개인투자자의 투기적 거래라고 할 수 있으며 이에 대해서는 실증적 분석을 통해 문제의 심각성을 확인할 필요가 있다. 또한 경제규모에 비해 파생상품시장이 비대하다는 시각에 대해서는 국제적 비교를 통한 객관적 분석이 필요하다.

50) 2011년 12월의 3차 건전화 방안에서 장내옵션시장의 거래량이 2010년 35억 계약으로 세계 1위인데 반하여 주식시장의 시가총액은 세계 17위에 불과한 점을 들어 파생상품시장의 규모가 과도하다고 평가하고 있다.

Ⅲ. 파생상품시장의 이슈 진단

1. Wag-the-dog 현상
2. 개인투자자의 거래 특징
3. 파생상품시장의 국제 비교
4. 소결

III. 파생상품시장의 이슈 진단

1. Wag-the-dog 현상

가. 파생상품과 변동성

1) 개요

파생상품거래는 현물거래에 비해 시장마찰비용이 낮아 정보가 가격에 신속하게 반영되는 특징이 있다. 이때 정보는 현물시장과 파생상품시장의 차익프로그램 거래를 통해 현물시장의 가격에 반영되므로 파생상품의 도입은 현물가격에 정보가 반영되는 속도를 높여 현물시장의 효율성을 증가시키는 데 기여한다.

반면에 파생상품의 도입은 정보에 둔감한 투자자들의 투기적 거래를 증가시켜 현물시장의 변동성을 높인다는 부정적 주장도 존재한다. 꼬리가 몸통을 흔드는 wag-the-dog 현상이 대표적인 예라고 할 수 있다. wag-the-dog 현상의 주요 사례로는 별다른 뉴스가 없음에도 불구하고 파생상품시장 도입으로 주식시장의 변동성이 증가한다거나, 파생상품시장과 주식시장을 연결하는 프로그램매매에 따라 주식시장이 영향을 받거나, 파생상품시장의 만기일에 주식시장에 이레현상이 나타나는 것 등이라고 할 수 있다.

2) 주가지수 파생상품의 변동성 영향 연구

1982년 미국에서 처음으로 주가지수 선물이 등장한 이래 파생상품이 주식시장의 변동성을 높일 것이라는 우려가 존재하였다. 실제 1987년 10

월 블랙먼데이가 발생하면서 주가지수 파생상품에 대한 의구심이 커지기도 하였다. 이후 이어진 연구들에서는 주가지수 파생상품의 거래가 현물시장의 변동성을 증가시킨다는 분석이 이어졌다. Stein(1987)은 파생상품거래가 주식시장의 불안정성을 증가시켜 시장참여자의 후생을 감소시킨다고 주장하였다. Hariss(1989)는 S&P500 지수에 편입된 기업들의 주가를 대상으로 변동성 측면에서 연구한 결과 선물거래로 인해 지수에 편입된 기업들의 주가변동성이 편입되지 않은 기업들에 비해 증가하였다고 보고하였다. Lee, Ohk(1992)은 호주, 홍콩, 일본, 영국의 주식시장을 대상으로 선물거래가 주가변동성을 확대시키는 요인임을 분석하였다.

한편 Gulen, Mayhew(2000)는 세계 25개 국가를 대상으로 선물거래가 주식시장 변동성에 미치는 영향을 분석한 결과, 덴마크, 독일, 홍콩에서 선물거래가 주식시장 변동성을 증가시켰고 나머지 국가에서는 별 영향이 없거나 오히려 오스트리아, 영국에서는 감소시켰다는 것을 밝혀 분석하는 시점과 국가에 따라서 다양한 결과가 나올 수 있음을 보였다.

반면에 Kumar, Sarin, Shastri(1995)는 일본 NIKKEI225 지수옵션의 도입 이후 지수 포함종목의 변동성이 현저하게 낮아졌다고 보고하였다. Becchetti, Caggese(2000)은 영국, 프랑스, 독일, 스위스, 네덜란드, 오스트리아의 주가지수옵션의 도입 이후 지수종목의 경우 부정적 뉴스가 조건부 변동성에 미치는 영향이 현저하게 감소하거나, 비조건부 변동성은 차이가 없음을 발견하기도 하였다. Chatrath, Ramchander, Song(1995)은 미국 현물 변동성의 증가는 지수옵션 거래활동의 증가에 영향을 미쳤고 지수옵션의 거래활동 증가는 현물지수의 변동성을 감소시키는 방향으로 영향을 주었음을 보였다.

파생상품시장이 주식시장에 변동성을 높이거나 또는 낮추는 것이 아니라 관련성이 별로 없다는 연구결과도 존재한다. Antoniou, Holmes(1995)는 FTSE 100 지수선물 도입 전·후의 주가변동성을 비교한 결과 변동성

이 확대됐다는 유의적인 증거를 발견하지 못하였다. Rahman(2001)은 1997년 시작된 DJIA 지수선물의 거래가 DJIA 지수를 구성하는 종목들의 변동성에 별 다른 영향을 미치지 않았음을 보였다.

신흥시장을 대상으로 한 연구를 보면 2000년 6월 주가지수선물이 도입된 인도를 대상으로 한 Debasish(2009)의 연구에서 주식시장의 변동성과 효율성이 모두 감소한 것으로 분석되었다. Siopis(2008)는 1999년 8월 주가지수선물이 도입된 그리스를 대상으로 선물 도입 후 변동성이 감소하였음을 보였다. Bohl, Salm, Wilfling(2011)은 1998년 1월 주가지수선물이 도입된 폴란드 시장을 분석하여 주가지수선물 도입이 현물시장의 변동성을 증가시키지 않았으며 폴란드 시장의 높은 개인투자자 비중(2003~2005: 75%, 2006~2007: 55%)이 특별한 영향을 미치지 않았다고 결론을 맺었다.

국내연구도 일정한 방향을 보이고 있지는 않다. 김인준·김동석·박건엽(1997)은 KOSPI200의 변동성을 주가지수선물 도입 전·후로 비교하였을 때, 미미한 변동성의 증가현상을 발견하였으나 통계적인 유의성은 찾지 못하였다. 도명국(1997)은 선물거래제도 시행 전·후 관찰기간을 340일로 확대하여 분석하였을 때, 현물의 변동성이 증가하였다고 보고하였다. Bae, Kwon, Park(2004)은 주가지수 파생상품의 도입이 주식시장의 변동성과 효율성을 모두 높이고 있다고 주장하였다.

권택호·박종원(1997)은 현물시장 변동성에 영향을 미치는 변수를 통제 한 후 선물거래가 변동성을 감소시키는 영향관계를 보고 하였다. 권택호·이해문(2000)도 KOSPI200 지수편입주식과 편입되지 않은 주식의 변동성을 비교하여, 선물거래로 지수에 편입된 주식의 변동성이 감소하였음을 입증하였다. 변종국(1998)은 KOSPI200 지수선물의 거래가 현물시장의 변동성을 증가시킨다는 유의적인 결과를 발견하지 못하였다고 주장하였다.

결과적으로 주가지수 파생상품시장의 도입이 주식시장의 변동성에

일관된 방향으로 영향을 주었다는 결론을 맺기는 힘들다. KOSPI200 선물과 옵션에 대한 그 동안의 연구에서도 이들 상품이 국내주식시장의 변동성 상승에 유의하게 기여를 했거나 혹은 변동성 완화에 유의한 도움을 주었다고 말하기는 어렵다.

3) 위기국면 분석

일상적으로는 주가지수 파생상품이 주식시장의 변동성에 영향을 주지 않더라도 위기국면에서는 일시적으로 변동성을 높일 수 있다는 시각이 존재한다. 금융당국은 2011년 12월 3차 건전화 방안에서, 2011년 8월 미국채의 신용등급 하락으로 조성된 시장불안에서 발생한 KOSPI200 옵션의 투기적 거래를 근거로 wag-the-dog 현상이 심화되는 것을 우려하고 있다고 적시하였다.

이에 본 연구에서는 위기국면의 주식변동성 영향을 살펴보기 위해 외부의 충격으로 인한 주식 폭락사태를 선정하여 KOSPI200 편입종목과 비편입종목 간의 변동성 차이와 위기 전 대비 변동성 증가를 분석해 보았다.⁵¹⁾

우선 전체 표본기간을 2001년 이후부터 2011년 8월말까지 잡고 해당 기간 동안 지수종목과 비지수종목의 역사적변동성을 비교해보면 지수종목 평균은 4.51%로 비지수종목 평균 9.56%의 47% 수준에 불과함을 알 수 있다. KOSPI200 지수 편입종목이 대형 우량주임을 고려하면 지수종목의 변동성이 낮은 것은 기대와 일치한다고 할 수 있다. 일중변동성을 비교하여도 지수종목은 4.39%로 비지수종목의 5.24%에 비해 84% 수준으로 역사적변동성과 같은 결과이다.

2001년 이후 외부 충격으로 인한 주가급락 시기를 2001년 911 사태,

51) 역사적변동성과 함께 일중변동성((고가-저가)/종가)을 함께 분석한다.

2008년 리먼 사태, 2011년 미국 국채등급 하락 사태로 구분하여 사태 전후 지수종목과 비지수종목의 변동성 변화를 관찰해보았다. 911 사태의 위기국면은 거래일 기준으로 2001년 9월 12일부터 2001년 9월 17일까지 4 거래일 정도였으며 사태 이전 구간도 4 거래일을 설정하였다. 다만 911 사태의 위기국면이 4 거래일에 불과하다보니 역사적변동성의 산출은 불가능하여 일중변동성만 계산한다. 리먼 사태는 2008년 9월 15일부터 한미 통화스왑 체결일인 2008년 10월 30일까지 32 거래일을 위기국면으로 이전 32 거래일을 이전시기로 정의하였다. 마지막으로 미국 국채등급하락은 2011년 8월 1일부터 2011년 8월 22일까지 15 거래일을 위기국면으로 그 이전 15 거래일을 이전국면으로 설정하였다.

세 개의 위기국면 분석을 일반화하기는 어렵지만 일반적으로 외부의 위기가 발생하는 경우 KOSPI200 지수종목의 변동성(특히, 일중변동성)이 더 커지는 경향이 일부 나타나고 있다. 하지만 이런 지수종목의 변동성 증가가 KOSPI200 옵션 및 선물 때문이라고 단정할 수는 없다. 외국인 대형주를 보다 많이 거래하고 있기 때문에 외부충격으로 외국인의 대형주 매도 수요가 높아 주식의 변동성이 커진다고 해석할 수 있다. 무엇보다 911 사태이후 미국 신용등급하락까지 일중변동성의 유의도는 점차 낮아지고 있으며 역사적변동성의 경우 미국 신용등급 하락 시에는 비지수종목의 변동성이 더 증가하는 역전현상이 나타나기도 하였다.

<표 III-1> 역사적변동성의 국면별 차이

	사태 이전		사태 이후		전후 비율		t-value
	비지수 종목	지수 종목	비지수 종목	지수 종목	비지수 종목	지수 종목	
리먼 사태	3.49%	3.24%	6.14%	6.49%	2.01	2.18	-2.45
미국채 하락	2.52%	2.21%	4.57%	4.04%	2.14	2.00	1.82

<표 III-2> 일종변동성의 국면별 차이

	사태 이전		사태 이후		전후 비율		t-value
	비지수 종목	지수 종목	비지수 종목	지수 종목	비지수 종목	지수 종목	
911 사태	5.59%	3.89%	10.70%	9.24%	2.39	2.69	-3.33
리먼 사태	5.28%	4.58%	8.51%	8.32%	1.25	1.30	-1.08
미국채 하락	3.98%	3.27%	6.94%	6.23%	1.31	1.34	-0.65

나. 프로그램매매 효과

주가지수 파생상품시장과 주식시장의 직접적 연결고리는 프로그램매매라고 할 수 있다. 프로그램매매가 주식시장에 어떤 영향을 미치는지에 대해서는 그동안 국내외에서 여러 연구가 진행되었다.

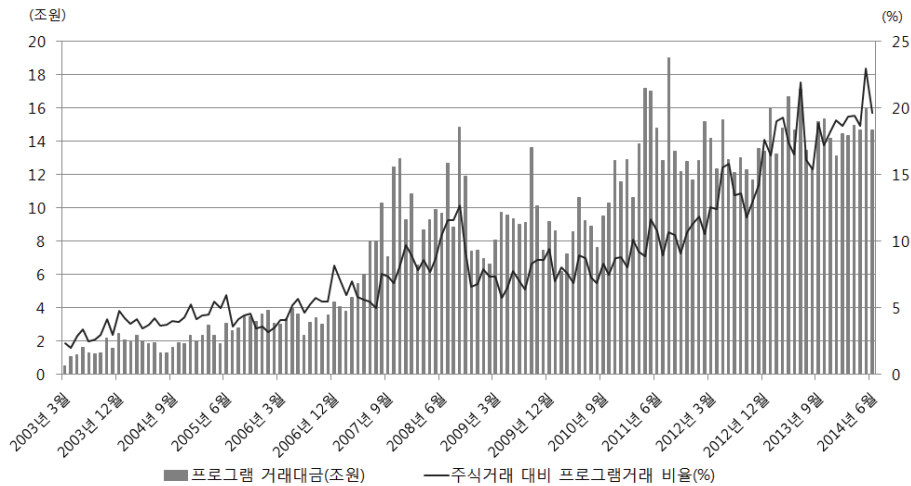
Grossman(1988)은 뉴욕증권거래소(NYSE)의 일별자료를 이용하여 프로그램매매와 주식 변동성 간의 관계를 분석하였다. 프로그램매매가 많은 경우, 일시적으로 개별 주식의 변동성이 증가한 경우가 발견되었으나, 통계적으로 유의한 체계적인 관계가 나타나지는 않았다. Hasbrouck(1996)은 프로그램매매와 차익거래정보는 선물가격과 베이스와는 다른 정보를 제공하는 것을 보였으나 프로그램매매와 차익거래정보는 일반정보보다 우월하지 않았음을 보였다.

국내 연구로는 최혁·윤선흠(2007)의 연구가 있다. 이들은 프로그램매매와 KOSPI200 주가지수 사이에는 상호 선·후행관계가 있음을 보였으며, 충격반응 분석을 통해 프로그램매매가 주식에 미치는 영향은 15분 이내에 사라지는 것을 보였다. 또한 프로그램 차익거래 이후 변동성이 감소하였으나 비차익거래 이후에는 변동성이 일시적으로 증가하였다가 30분이 지나면 이전 수준으로 변동성이 감소함을 보였다.

한상범·오승현(2007)의 연구에서도 프로그램매매가 일시적으로 변동성을 증가시키는 현상이 관측되었다. 특히, 프로그램매매는 일반 매매에 비하여 변동성을 증가시키는 효과가 3배 정도 높고 프로그램 순매수에 비하여 프로그램 순매도가 일간 변동성 증가에 미치는 효과가 높다고 주장하였다. 또한 차익 프로그램 순매수는 단기 변동성 성분에 영향을 미치고 비차익 프로그램 순매수는 장기 변동성 성분에 영향을 미쳤으며 비차익 프로그램 순매수는 단기 변동성을 감소시키는 역할을 하고 있음을 보였다.

국내 프로그램매매는 2011년까지 증가하였으나 차익거래가 급격히 감소하면서 전체 거래량은 2014년 6월 기준으로 2011년 8월 정점 대비 약 70%에 머물고 있다. 프로그램매매가 감소한 주된 이유는 2010년부터 공모펀드 및 국가에 대해 그동안 주어졌던 증권거래세 면제가 단계적으로 없어지면서 이들의 차익거래 수요가 줄어들었기 때문으로 판단된다.

<그림 III-1> 월별 프로그램 거래대금 추이



주: 프로그램 거래대금 = (차익 프로그램 매수 + 차익 프로그램 매도)/2 + (비차익 프로그램 매수 + 비차익 프로그램 매도)/2

프로그램매매가 주식시장에 미치는 영향을 파악하기 위해 2005년 1월 3일부터 2014년 5월 30일까지 총 2,339 거래일을 대상으로 회귀분석과 VAR(Vector Auto Regressive) 모형으로 분석하였다.

우선 회귀분석에서는 종속변수를 주가지수 수익률, 첫 번째 독립변수(X1)를 차익 프로그램 순매수 금액의 로그 변환값, 두 번째 독립변수(X2)를 비차익 프로그램 순매수 금액의 로그 변환값, 세 번째 독립변수(X3)를 차익 프로그램 매수와 비차익 프로그램 매수가 동시에 유입되었는지 여부를 나타낸 더미 변수값으로 설정하였다.

회귀분석 결과 차익 프로그램 순매수 금액과 비차익 프로그램 순매수는 통계적으로 주가지수와 양의 관계를 보이고 있으나 그 영향은 크지 않는 것으로 나타났으며 특히 차익과 비차익의 순매수가 동시에 유입되었을 경우와 주가지수의 관계는 통계적으로 유의하지 않았다.

<표 III-3> 프로그램 순매수(X1~X3)가 주가지수(Y)에 미치는 영향

	차익 프로그램 순매수(X1)	비차익 프로그램 순매수(X2)	차익과 비차익의 동시 순매수(X3)	Y절편(C)
계수	0.0004	0.0017	-0.0011	0.0005
표준오차	0.0002	0.0002	0.0010	0.0004
t-통계량	2.5504	10.7142	-1.0943	1.1521
P-값	0.0108	0.0000	0.2739	0.2494

다음으로 VAR 분석에서는 주가지수(X1), 차익 프로그램 순매수(X2), 비차익 프로그램 순매수(X3)의 과거 움직임이 현재 세 변수에 미치는 영향을 분석하였다. 분석 결과 차익 프로그램 순매수의 과거값과 비차익

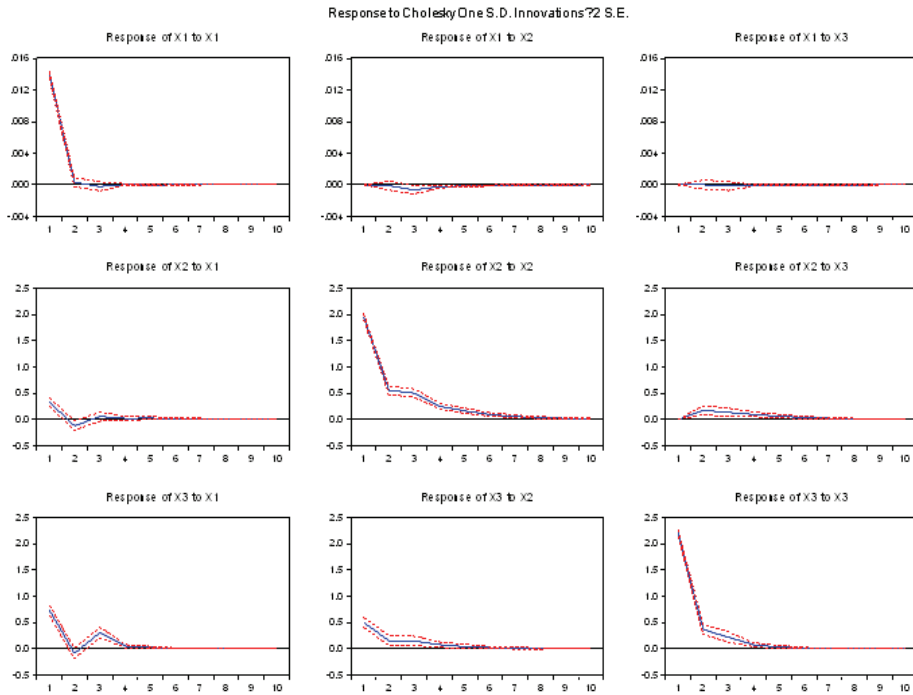
프로그램 순매수의 과거값들은 주가지수 수익률에 통계적으로 유의한 관계를 미치지 않았으며, 차익 프로그램 순매수(X2), 비차익 프로그램 순매수(X3) 시계열 모두 자기회귀 변수들과 통계적으로 유의한 관계를 가지고 있었다.

<표 III-4> 주가지수, 차익 프로그램 매수, 비차익 프로그램 매수의 벡터자기회귀 관계

		주가지수(X1)	차익 프로그램 순매수(X2)	비차익 프로그램 순매수(X3)
X1(-1)	계수	0.0225	-18.8302	-15.6309
	t-통계량	1.0326	-6.1215	-4.2236
X1(-2)	계수	-0.0049	1.7721	19.3245
	t-통계량	-0.2215	0.5717	5.1820
X2(-1)	계수	-0.0001	0.2637	0.0374
	t-통계량	-0.3834	12.4234	1.4655
X2(-2)	계수	-0.0003	0.1675	0.0342
	t-통계량	-2.0409	7.9665	1.3524
X3(-1)	계수	0.0000	0.0785	0.1677
	t-통계량	0.0043	4.2818	7.5984
X3(-2)	계수	-0.0001	0.0268	0.0707
	t-통계량	-0.5307	1.4529	3.1917

충격반응함수를 통해 프로그램매매가 주식시장에 미치는 영향을 분석하면 차익 프로그램 순매수(X2)의 한 단위 표준편차가 주가지수 수익률에 미치는 영향은 미미할 뿐 아니라, 3거래일 뒤에는 거의 사라졌다. 비차익 프로그램 순매수(X3)의 한 단위 표준편차가 주가지수 수익률에 미치는 영향도 그 크기가 미미하고 3거래일 뒤에는 거의 사라지는 것을 확인할 수 있었다.

<그림 III-2> 주가지수, 차익 프로그램 순매수, 비차익 프로그램 순매수의 충격반응함수



다. 만기일 효과⁵²⁾

만기일 효과는 주가지수 파생상품 만기일에 관찰되는 현물 거래량 및 변동성의 증가, 수익률의 급변 그리고 만기전후의 가격회귀 효과 (price reversal effect)⁵³⁾ 등의 이례적 현상을 의미한다. 따라서 만기일 효과도 파생상품 시장의 wag-the-dog 현상 중 하나라고 할 수 있다.

52) 만기일 효과는 남길남, 이효섭(2012)을 참조하였다.

53) 만기 직전 이례적으로 변한 기초자산의 가격이 만기 이후 반대방향으로 회귀하는 현상을 의미한다.

만기일 효과의 원인은 현물과 파생상품을 이용한 차익거래자들이 차익거래 포지션을 정리하기 위해서 보유한 현물을 결제시점에 대규모로 매도하거나 매수하기 때문에 주로 발생하는 것으로 알려져 있다. 미국, 영국, 일본 등 주가지수 파생상품을 도입한 여러 국가에서 시장 초기 만기일 효과와 관련한 실증연구가 수행되었으며, 일부 시장에서는 가격회귀를 비롯한 만기일 효과가 관측되었다.

미국시장을 대상으로 1987년까지의 만기일 효과를 분석한 Stoll and Whaley(1987)는 S&P500 선물과 옵션 동시만기일의 마지막 한 시간 동안 주식거래량이 비만기일에 비하여 2배정도 증가하고 가격변동성도 유의하게 증가하는 것을 관찰하였다. 반면에 Stoll(1988)은 다양한 측정수단으로 분석하였을 때, 만기일의 가격효과는 정상적인 거래에서 관측되는 가격충격과 같은 수준임을 보였다. Karolyi(1996)는 일본시장의 주가지수 파생상품시장의 만기일 효과를 연구하였다. 연구결과 만기일과 만기일 다음날 거래량이 약 10% 증가하였으나, 가격회귀 현상은 유의하게 관찰되지 않았으며 거래비용을 고려할 때 가격 회귀 정도는 매우 작은 수준임을 보였다.

국제적으로 비교하였을 때, 국내 주가지수 파생상품시장의 만기일(특히, 옵션만기일)에 거래량 효과, 수익률 효과, 변동성 효과, 가격회귀 효과가 모두 통계적으로 유의하게 나타나고 있으나 대부분의 효과는 시장 개설 초기에 발생하고 있으며, 최근에 올수록 만기일 효과는 줄어들고 있음을 알 수 있다.

KOSPI200 옵션과 선물시장을 대상으로는 최종범, 류혁선(2006)와 남길남, 이효섭(2012) 연구에서 가격회귀 효과를 중심으로 만기일 효과가 시장설립 초기뿐만 아니라 2011년 3월까지 관측되고 있음을 보여주었다. 시장개설 후 10년이 지나서도 만기일 다음날 가격회귀 효과가 나타나는 것은 바람직한 현상은 아니라고 하겠다. 특히 2010년 11월 11일

KOSPI200 옵션 만기일사태⁵⁴)는 아직 국내파생상품시장이 급작스런 외부의 충격에 취약하였음을 여실히 보여주었다.

2. 개인투자자의 거래특징

가. KOSPI200 옵션 및 선물 시장의 특징

1) 머니니스별 거래특징

KOSPI200 옵션과 선물시장에서 개인투자자의 거래특징을 특정기간의 모든 주문내역과 거래체결 내역에 근거하여 살펴보았다. 분석에 사용된 기간은 2010년 12월 만기 KOSPI200 옵션과 선물의 직전 한 달 동안 시장가주문 및 즉시체결 지정가주문으로 체결된 거래내역으로 정확한 거래일은 2010년 11월 12일에서 12월 9일까지 20일이다.

분석대상 기간의 외가격 옵션 거래량과 거래건은 전체의 각각 94.5%, 87.9%이며 극외가격 옵션의 거래량과 거래건은 12.7%와 7.9%를 차지하고 있다. 특히, 풋옵션의 경우 극외가격 거래량과 거래건은 22.2%와 13.8%로 매우 높아 추가급락을 기대한 투기적 거래가 많다고 할 수 있다.

54) 당일 주식시장은 종료 10분전까지만 하더라도 보합권에 머무르고 있었으나 단일가격에 의한 종가 개별경쟁매매시간에 프로그램매매 차익거래로는 사상최대규모인 2.1조원의 매도주문이 갑자기 출회되면서 시장이 급락하였다. KOSPI200은 14시 50분의 254.62p에서 7.11p(2.8%) 하락하여 247.51p로 마감하였으며 KOSPI는 1,963p에서 약 50p(2.5%) 하락한 1,914.73으로 장을 마감하였다.

<표 III-5> KOSPI200 옵션의 머니니스별 거래량

(단위: %)

	거래량	거래건	콜 거래량	콜 거래건	풋 거래량	풋 거래건
등·내가격	5.16	12.07	5.55	13.08	4.81	11.23
외가격	94.84	87.93	94.45	86.92	95.19	88.77
극외가격	12.74	7.91	2.33	0.76	22.16	13.84

주: 극외가격의 정의는 머니니스를 콜옵션은 $\log(\text{KOSPI200}/\text{행사가})$ 로 풋옵션은 $\log(\text{행사가}/\text{KOSPI200})$ 로 정의하였을 때, -0.1 이하인 옵션이며 이는 행사가 대비 지수가 90.5% 수준(콜옵션의 경우)과 동일함

머니니스별 거래량 및 거래건을 분석하면 대부분의 거래가 -0.04에서 0 사이의 외가격 구간에서 체결되고 있다. 옵션투자자별로 보면 외국은행과 외국기타법인을 제외하곤 모두 -0.02와 0 사이의 외가격 옵션 거래가 가장 활발하며 극외가격 옵션(-0.1미만)의 거래는 비거주 외국기타법인과 개인투자자의 상대적인 선호도가 높다.

<표 III-6> 머니니스에 따른 투자자별 옵션 거래량 비율

(단위: %)

머니니스	증권· 선물	외국자산운용 등 (비거주)	외국은행 (비거주)	외국기타법인 (비거주)	개인
-0.2 미만	1.21	0.36	0.05	1.49	1.47
-0.2 ≤ x < -0.1	3.90	2.86	2.71	12.42	7.21
-0.1 ≤ x < -0.08	3.32	4.07	6.87	6.52	4.58
-0.08 ≤ x < -0.06	9.31	13.05	13.06	12.96	9.76
-0.06 ≤ x < -0.04	16.61	29.68	19.73	17.21	17.45
-0.04 ≤ x < -0.02	28.52	33.58	26.33	21.53	26.11
-0.02 ≤ x < 0	34.26	13.51	25.48	22.16	27.59
0 ≤ x < 0.02	2.84	2.46	5.52	5.33	5.73
0.02 ≤ x < 0.04	0.02	0.32	0.25	0.30	0.08
0.04 ≤ x < 0.06	0.00	0.07	0.01	0.06	0.01
0.06 ≤ x < 0.08	0.00	0.02	0.00	0.01	0.00
0.08 ≤ x < 0.1	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
0.1 ≤ x < 0.2	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
0.2 이상		0.01	0.00	0.00	0.00

**<표 III-7> 머니니스에 따른 투자자별
KOSPI200 옵션 거래건 비율**

(단위: %)

머니니스	증권· 선물	외국자산운용 등 (비거주)	외국은행 (비거주)	외국기타법인 (비거주)	개인
-0.2 미만	0.30	0.28	0.04	0.19	0.46
-0.2 ≤ x < -0.1	1.38	1.33	2.23	8.67	3.43
-0.1 ≤ x < -0.08	1.34	1.55	3.95	3.95	3.33
-0.08 ≤ x < -0.06	4.70	4.27	8.53	7.59	7.80
-0.06 ≤ x < -0.04	15.90	16.64	15.35	14.74	16.56
-0.04 ≤ x < -0.02	36.51	35.73	24.89	23.99	28.20
-0.02 ≤ x < 0	32.55	28.37	29.19	27.02	30.33
0 ≤ x < 0.02	7.18	9.60	14.37	12.20	9.48
0.02 ≤ x < 0.04	0.13	1.65	1.40	1.21	0.34
0.04 ≤ x < 0.06	0.01	0.32	0.03	0.28	0.03
0.06 ≤ x < 0.08	0.00	0.12	0.00	0.09	0.02
0.08 ≤ x < 0.1	0.00	0.06	0.00	0.04	0.01
0.1 ≤ x < 0.2	0.00	0.05	0.00	0.02	0.00
0.2 이상	0.00	0.04	0.00	0.01	0.00

개인투자자는 극외가격 옵션에 대한 상대적인 선호도가 높다고 할 수 있다. 또한 거래량보다 거래건의 비중이 더욱 높은 점을 보면 다른 거래자에 비하여 소규모 계약이 많다고 할 수 있으며, 개인투자자의 높은 풋옵션의 거래비중을 감안하면 투기적 성향이 높다고 할 수 있다.⁵⁵⁾

55) 다만, 2012년 12월 옵션 거래승수 인상 이전의 분석인 점을 고려할 필요가 있다.

<표 III-8> 머니니스에 따른 투자자별 풋옵션 거래량 비율

(단위: %)

머니니스	증권· 선물	외국자산운용 등 (비거주)	외국은행 (비거주)	외국기타법인 (비거주)	개인
-0.2 미만	8.42	5.31	2.86	14.27	63.74
-0.2 ≤ x < -0.1	2.62	1.71	10.20	45.09	32.04
-0.1 ≤ x < -0.08	2.98	2.55	23.90	25.08	38.55
-0.08 ≤ x < -0.06	4.99	2.42	26.07	19.96	41.51
-0.06 ≤ x < -0.04	8.77	4.36	18.97	21.06	42.13
-0.04 ≤ x < -0.02	11.02	5.31	17.46	21.05	40.41
-0.02 ≤ x < 0	9.00	4.49	17.10	22.32	42.51
0 ≤ x < 0.02	5.31	4.24	23.22	26.86	34.44
0.02 ≤ x < 0.04	0.76	8.79	27.49	34.73	15.42
0.04 ≤ x < 0.06	0.08	12.90	2.26	58.04	10.81
0.06 ≤ x < 0.08	0.00	14.61	0.92	51.46	22.81
0.08 ≤ x < 0.1	0.00	21.00	2.15	51.55	17.90
0.1 ≤ x < 0.2					
0.2 이상					

2) 투자자별 거래패턴

KOSPI200 옵션과 선물의 개인투자자 특성을 파악하기 위하여 투자자별 순매수금액과 선물가격과의 관련성을 살펴보면 명확한 방향성을 보이지는 않고 있다.

분석을 위한 기초자료는 2005년 1월 3일부터 2014년 5월 30일까지 약 9년 6개월 간 일별 KOSPI200 옵션 및 선물 가격과 개인투자자, 기관투자자, 외국투자자의 순매수대금이 대상이다. 분석모델은 일일 KOSPI200 선

물가격의 변화율을 종속변수로 설정하여 개인투자자의 순매수금액, 기관 투자자의 순매수금액, 외국인투자자의 순매수금액으로 정의한 선형회귀 분석⁵⁶⁾으로 당일과 1일 이후로 구분하였다.

당일자료의 회귀분석결과를 보면 각 투자자의 순매수금액과 KOSPI200 선물가격은 모두 통계적으로 유의한 관련성을 보이고 있다. 다만, 개인투자자와 기관투자자의 순매수금액과 선물가격 변화율은 음의 관계⁵⁷⁾를 보이고 있으며 외국인투자자의 순매수금액은 선물가격 변화율과 양의 관계를 보였다. 또한 각 투자자별 순매수금액과 1영업일이 지난 후 선물가격 변화율의 관련성 모두 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타나고 있다.

결과를 종합하면 외국인투자자가 개인 및 기관투자자에 비하여 정보 우위에 있는 것으로 추측할 수 있다.

56) 종속변수를 일일 선물가격의 변화율, 독립변수 X1을 개인투자자의 순매수금액(단위: 억원)의 로그변환값, X2를 기관투자자의 순매수금액(단위: 억원)의 로그변환값, X3를 외국인투자자의 순매수금액(단위: 억원)의 로그변환값으로 정의하였다.

57) 기관투자자의 선물 순매수금액이 선물가격과 음의 관계를 보이는 것은 ELS 등의 추가연계상품 헤지수요에 따른 것으로 추정할 수 있으나 보다 엄밀한 분석이 요구된다.

**<표 III-9> KOSPI200 선물가격과 투자자별
선물 순매수금액과의 회귀분석**

		개인투자자의 순매수금액	기관투자자의 순매수금액	외국인투자자의 순매수금액	Y절편 (C)
T+0	계수	-0.020	-0.025	0.014	0.054
	표준오차	0.003	0.003	0.004	0.029
	t-통계량	-6.146	-7.469	3.546	1.847
	P-값	0.000	0.000	0.000	0.065
T+1	계수	0.000	0.001	0.002	0.035
	표준오차	0.003	0.004	0.004	0.031
	t-통계량	0.072	0.263	0.364	1.123
	P-값	0.942	0.793	0.716	0.262

KOSPI200 옵션을 대상으로 한 순매수금액의 효과를 분석⁵⁸⁾하면 당일 순매수금액은 각 투자자별 순매수금액과 콜·풋옵션가격 변화율은 통계적으로 모두 유의한 관련성을 보이고 있다. 기관투자자의 순매수금액은 콜·풋옵션가격 변화율과 통계적으로 유의한 양의 관련성을 보였고, 개인과 외국인은 음의 관련성을 보였다.

각 투자자별 순매수금액과 1영업일이 지난 후 콜·풋 옵션가격 변화율의 관련성은 기관투자자의 순매수금액만 콜·풋옵션가격과 양의 관계가 있는 것으로 나타났고, 개인과 외국인은 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다.

결과적으로 개인투자자와 외국인투자자는 옵션가격과 음의 관련성을 보이며, 기관투자자는 콜옵션가격과 양의 관련성을 가지는 것으로 보아,

58) 종속변수를 일일 옵션가격의 변화율, 독립변수 X1을 개인투자자의 순매수금액(단위: 10만원)의 로그변환값, X2를 기관투자자의 순매수금액(단위: 10만원)의 로그변환값, X3를 외국인투자자의 순매수금액(단위: 10만원)의 로그변환값으로 정의하여 선형회귀분석을 실시하였다.

기관투자자가 개인 및 외국인투자자에 비하여 정보우위에 있는 것으로 추측할 수 있다.

**<표 III-10> KOSPI200 콜옵션 가격과 투자자별 콜옵션
순매수금액과의 회귀분석**

		개인투자자의 순매수금액	기관투자자의 순매수금액	외국인투자자의 순매수금액	Y절편 (C)
T+0	계수	-0.034	0.035	-0.020	-0.030
	표준오차	0.007	0.006	0.007	0.023
	t-통계량	-4.762	6.372	-2.977	-1.323
	P-값	0.000	0.000	0.003	0.186
T+1	계수	0.004	-0.030	0.003	0.025
	표준오차	0.007	0.006	0.007	0.023
	t-통계량	0.563	-5.289	0.508	1.059
	P-값	0.574	0.000	0.611	0.290

**<표 III-11> KOSPI200 풋옵션 가격과 투자자별 풋옵션
순매수금액과의 회귀분석**

		개인투자자의 순매수금액	기관투자자의 순매수금액	외국인투자자의 순매수금액	Y절편 (C)
T+0	계수	-0.038	0.030	-0.017	-0.060
	표준오차	0.007	0.006	0.007	0.025
	t-통계량	-5.144	5.029	-2.453	-2.447
	P-값	0.000	0.000	0.014	0.014
T+1	계수	0.011	-0.030	0.008	0.042
	표준오차	0.008	0.006	0.007	0.025
	t-통계량	1.502	-4.865	1.124	1.692
	P-값	0.133	0.000	0.261	0.091

종합해보면 KOSPI200 선물 및 옵션 투자자별 순매수금액과 가격과의 관련성을 살펴보면 명확한 결론을 도출하기는 어렵지만 선물거래와 옵션거래에 있어서 개인투자자는 외국인투자자와 기관투자자에 비해 정보우위를 보이지 못한다고 할 수 있다.

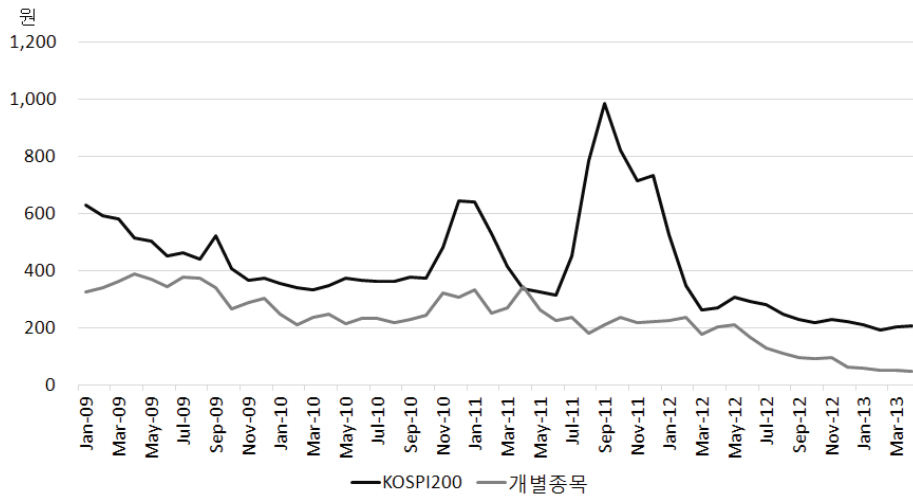
나. ELW 시장의 특징

ELW 시장은 기본적으로 개인투자자와 LP 간의 거래로 시장이 운영되고 있어 국내 개인투자자의 특성을 보다 잘 보여주고 있다. 2009년 1월부터 2013년 4월말까지 총 1,083거래일을 대상으로 ELW의 기초자산을 KOSPI200과 개별종목으로 구분하여 개인투자자의 특성을 알아본다.

1) 소액거래 선호 현상

ELW 시장의 특징 중 하나는 소액거래 선호 현상이다. 2009년 1월 KOSPI200 ELW와 주식 ELW의 평균 체결가격은 626.7원과 323.1원이었다. ELW의 평균 체결가격은 2011년 8월 미국 신용등급의 강등으로 큰 폭의 상승을 보이기는 했으나 시간에 따라 계속 감소하는 추세이다. 2013년 4월 KOSPI200 ELW와 주식 ELW의 평균 체결가격은 204.1원과 45.6원으로 4년 3개월 전에 비해 67.4%와 85.9%가 각각 감소하였다. 이를 비추어보면, ELW 시장에서 개인투자자들이 점점 저렴한 상품을 선호하고 있다고 할 수 있다.

<그림 III-3> ELW 평균 체결가격 추이



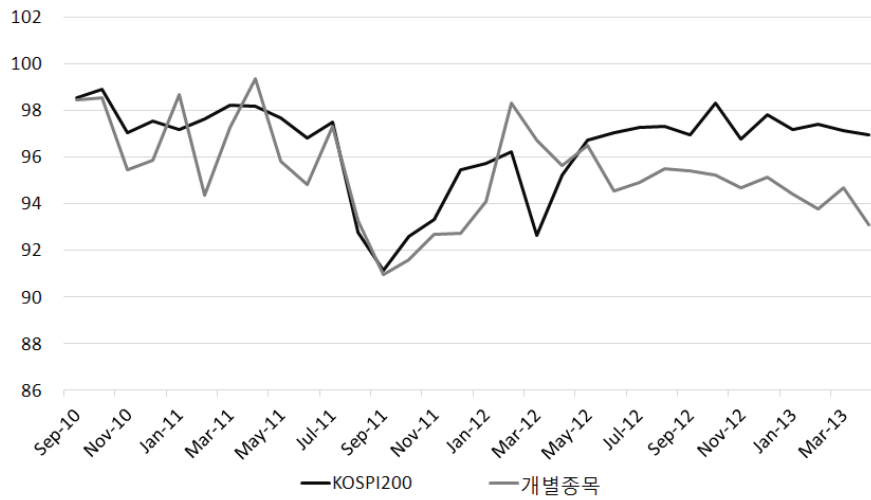
2) 극외가격 선호 현상

ELW 시장의 거래특징 중 하나는 외가격 ELW의 선호이다. 2010년 9월부터 2013년 4월까지 거래가 체결된 ELW의 패리티⁵⁹⁾를 평균을 구해보면 전기간 동안 100% 이하에 머물고 있어 체결되는 ELW가 평균적으로 외가격(OTM) 상품임을 확인할 수 있다.

2011년 5월 2차 건전화 방안이 발표되어 85% 패리티의 ELW 발행이 금지되면서 ELW의 패리티가 상승하였다. 하지만 주식 ELW는 시간이 경과할수록 패리티가 하락하는 경향을 보이고 있어 개인투자자들의 외가격 선호 현상이 더 심화되고 있음을 볼 수 있다.

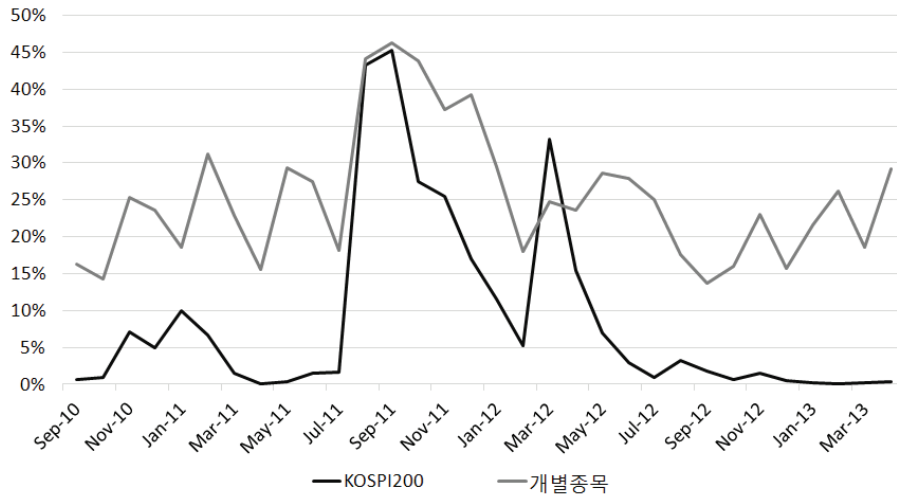
59) 콜 ELW의 경우, 체결가격을 행사가격으로 나눈 값으로 정의하며, 풋 ELW의 경우, 행사가격을 체결가격으로 나눈 값으로 정의한다.

<그림 III-4> ELW 평균 패리티 추이



이를 보다 명확히 하기 위해 패리티가 90 미만으로 체결된 거래를 극외가격 체결로 정의하여 극외가격 ELW에 대한 체결거래 중 이들이 차지하는 비중을 살펴보면 개별주식 ELW의 경우 14%에서 29%까지 증가하고 있다. 국내 ELW 투자자들은 지속적으로 외가격 ELW를 선호해 왔다고 할 수 있다.

<그림 III-5> 극외가격 ELW 비중

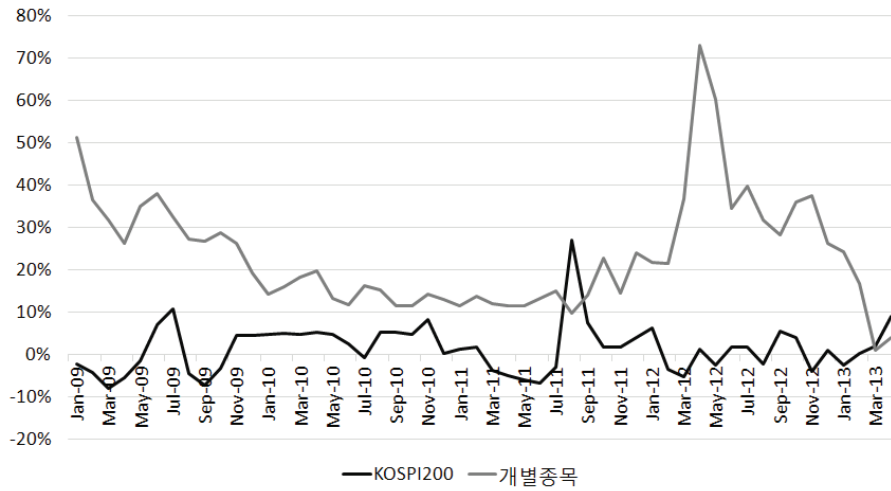


3) 가격피리 이슈

ELW 시장의 또 다른 이슈는 가격피리 현상이다. ELW의 체결가격을 보면 채권평가사가 제공하는 모델가격과 일정한 차이를 보이고 있다. 물론 채권평가사의 모델가격이 절대적인 기준이 되는 것은 아니나 ELW 가격의 추세를 비교하는 용도로는 의미가 있다고 할 수 있다.

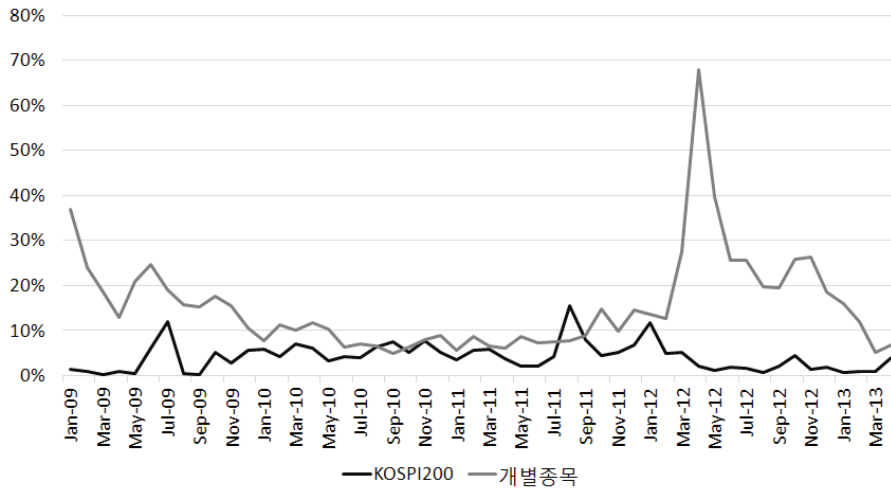
ELW와 모델가격과의 가격 차이는 기초자산에 따라서 확연히 구분되고 있는데 KOSPI200 ELW의 경우 평균적으로 1.4% 정도 체결가격이 모델가격에 비해 높았으나 주식 ELW는 23.5%나 높게 나오고 있다. 특히 주식 ELW의 가격피리는 KOSPI200 ELW에 비해 피리율의 수준도 높지만 시간이 경과하여도 피리율이 감소하지 않는 모습을 보이고 있다.

<그림 III-6> ELW의 가격 괴리율



가격괴리율이 50%를 초과하는 체결 종목을 초과 가격괴리 ELW로 정의하고 이들의 비중을 분석하면 가격괴리율과 마찬가지로 주식 ELW의 비중이 15.4%로 KOSPI200 ELW의 4.2%에 비해 매우 높게 나오고 있으며 2012년 시점에 대폭 상승하는 것을 관측할 수 있다.

<그림 III-7> 초과 가격괴리 ELW 비중



4) 주가지수 ELW의 개선

ELW 시장의 개인투자자는 저렴한 외가격 상품을 지속적으로 선호하고 있어 투기적인 면이 많이 나타나고 있다. 그런데 KOSPI200 ELW의 경우 주식 ELW와 달리 투기적 지표와 시장의 질이 최근 들어 뚜렷하게 개선되고 있다.

투기성을 나타내는 지표로는 앞서 설명한대로 패리티, 극외가격 ELW의 거래비중, 가격괴리율, 초과 괴리 비중을 사용하였다. KOSPI200 ELW의 해당 지표는 2012년 4월을 기점으로 주식 ELW와 뚜렷하게 구분되고 있다. 2012년 4월 이후 13개월의 평균과 2012년 3월까지 13개월의 평균을 비교하면 2012년 4월 이후 KOSPI200 ELW의 패리티는 주식 ELW에 비해 1.9%나 차이가 증가했으며, 극외가격 비중은 5.3%, 가격괴리율은 14.0%, 초과괴리 비중은 16.7%씩 감소하였다.

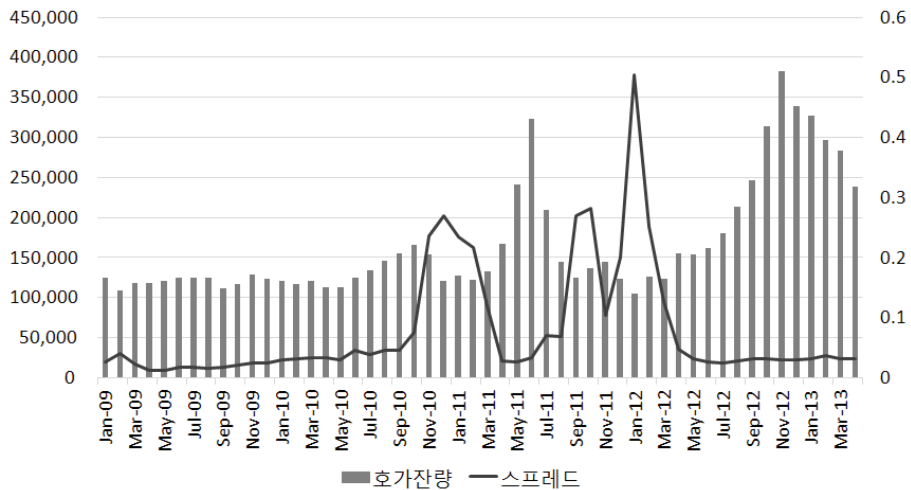
<표 III-12> KOSPI200 ELW와 주식 ELW의 특징 비교

(단위: %)

	패리티		극외가격		가격괴리율		초과 괴리 비중	
	KOSPI 200	개별 종목	KOSPI 200	개별 종목	KOSPI 200	개별 종목	KOSPI 200	개별 종목
2012-04	95.3	95.7	15.4	23.7	1.2	72.8	2.0	67.8
2012-05	96.8	96.5	6.9	28.7	-2.5	60.2	1.2	39.6
2012-06	97.1	94.5	2.9	27.9	1.7	34.5	2.0	25.7
2012-07	97.3	94.9	0.9	25.0	1.8	39.8	1.6	25.6
2012-08	97.3	95.5	3.2	17.5	-2.2	31.7	0.7	19.8
2012-09	97.0	95.4	1.7	13.8	5.4	28.2	2.0	19.5
2012-10	98.3	95.2	0.7	16.0	4.1	36.0	4.5	25.8
2012-11	96.8	94.7	1.5	23.0	-3.9	37.4	1.5	26.4
2012-12	97.9	95.1	0.6	15.7	1.1	26.2	1.9	18.6
2013-01	97.2	94.4	0.3	21.6	-2.5	24.2	0.7	16.0
2013-02	97.4	93.8	0.1	26.2	0.2	16.8	0.9	11.9
2013-03	97.2	94.7	0.2	18.6	2.0	1.0	1.0	5.2
2013-04	97.0	93.1	0.4	29.2	9.0	3.9	4.0	6.8
이전평균	95.3	95.0	16.4	30.5	1.1	17.6	6.1	11.2
최근평균	97.1	94.9	2.7	22.1	1.2	31.7	1.9	23.7

2012년 4월 이후에 KOSPI200 ELW의 투기성만 개선된 것은 아니다. 다음 그래프에서 확인이 가능하듯이 KOSPI200 ELW의 스프레드와 최우선 호가잔량은 최근 급격히 개선되고 있다. 2012년 4월을 기준으로 13개월의 전후 평균 스프레드와 최우선 호가잔량을 비교하면 4월 이후 스프레드는 80%가 감소되었으며 최우선 호가잔량은 56.6% 증가하였다.

<그림 III-8> KOSPI200 ELW의 스프레드와 최우선 호가잔량

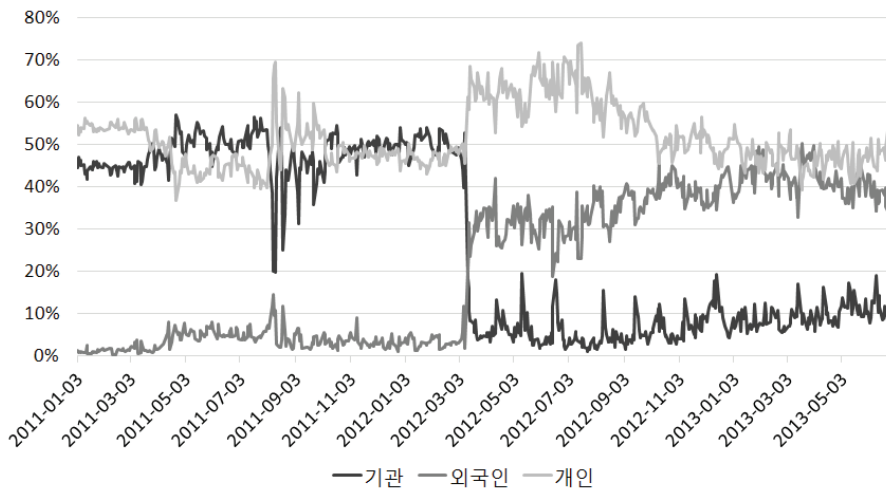


KOSPI200 ELW 거래가 질적으로도 개선된 것은 2011년 5월 2차 건전화 방안에서 발행조건을 장내 KOSPI200 옵션에 맞추도록 한 것이 중요한 분수령이 되었다고 할 수 있다. 두 상품의 조건이 거의 동일해지면서 경쟁효과로 ELW의 거래패턴이 KOSPI200 옵션과 유사해지기 시작했는데 KOSPI200 ELW 만기일의 변화추이를 보면 명확히 알 수 있다. 또한 양상품 간 차익을 노린 외국인의 참여가 극적으로 증가하면서 시장 참여자가 다양해진 것도 KOSPI200 ELW의 긍정적 변화에 주요한 요인이 되었다. 즉, 경쟁 환경이 유도되고 차익거래 기회가 제공될수록 시장의 효율성이 증가한 것을 알 수 있다.

<그림 III-9> KOSPI200 ELW의 잔존만기일



<그림 III-10> KOSPI200 ELW의 투자자 비중



3. 파생상품시장의 국제비교

가. 주요 파생상품시장의 특징비교

1) 거래량 추이

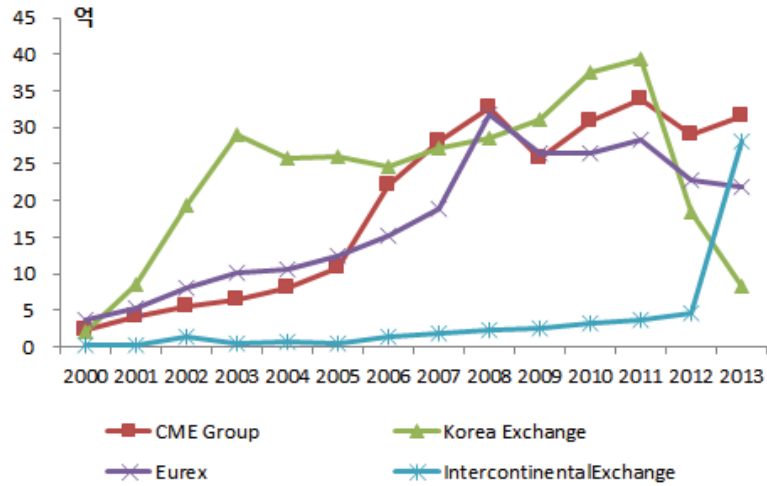
한국거래소의 연간 거래계약 수는 2000년 이후 급격히 증가하여 2003년에 들어서서는 29억 건에 이르렀고⁶⁰⁾, 2005년 합병 이후에도 2위 거래소와 2배 이상의 차이를 보이며 1위를 유지하였으며 이러한 추세는 2007년과 2008년을 제외하고⁶¹⁾ 2011년까지 지속되었다. 그러나 한국거래소의 거래계약 수는 옵션승수 인상 규제 이후 2012년에는 5위로, 2013년에는 9위로 하락하였다.⁶²⁾

60) 2000년 2억 1,349만 건에서 2001년 8억 5,479만 건으로 증가하였고, 2002년에는 19억 3,274만 건으로 급증하였다. 이는 2위인 독일의 파생상품 거래소 EUREX의 거래량 8억 120만 건을 두 배 이상 압도하는 계약 수였다. 2003년에 들어서 한국거래소의 거래량은 20억 계약을 처음으로 돌파하여 29억 건에 이르렀다.

61) 2007년에는 CBOT 및 NYMEX와 합병한 CME에 1위 자리를 내주었고 2008년에는 한국거래소의 거래량은 28.6억 건으로 32.7억 건의 CME와 31.7억 건의 EUREX에 뒤처졌다.

62) 한국거래소의 2012년 거래량은 18.3억 건, 2013년 거래량은 8.2억 건이 거래되었다.

<그림 III-11> 주요 거래소 거래량 추이



2) 거래 집중도

한국파생상품시장의 급성장은 KOSPI200 옵션의 독보적 성장 덕분이다. 거래량이 가장 많았던 2011년을 보면 전체 거래량의 93.5%가 KOSPI200 옵션 한 종목에서 발생하였다. 물론 옵션승수 인상 이후인 2013년 KOSPI200 옵션의 거래비중은 70.7%로 크게 감소하였다. KOSPI200 옵션에 편중되어 있는 한국파생상품시장의 특징은 세계시장과 비교할 때 명확해 보인다. 한국에서 비중이 76.8%로 제일 높은 주가지수 파생상품의 경우 세계시장에서는 25%에 불과하며 개별주식 파생상품은 한국과 세계시장이 각각 11.7%와 30%로 세계시장 비중이 더 높다.

또한 주식 이외의 기초자산에 대해서는 한국시장에서 금리 및 통화 파생상품이 각각 5%와 6.5%를 차지하고 있다. 하지만 세계시장에서는 15%와 12%로 주식시장에 비해 작지만 큰 차이를 보이지는 않고 있다. 특히 일반상품 파생상품시장의 경우 한국에서의 거래비중은 무시할 수준으로 낮지만 세계적으로는 기초자산별로 최소 2% 이상을 차지하고 있

으며 꾸준히 증가하는 추세이다.

<표 III-13> 2013년 국내·외 파생상품 상품군별 거래현황 비교

(단위: 계약 수, %)

상품군	국내파생상품시장						세계파생상품시장	
	주가지수 선물		주가지수 옵션		합계		거래량	비중
	거래량	비중	거래량	비중	거래량	비중		
주가지수	49,970,933	20.80	580,460,364	100.00	630,431,297	76.82	5,370,863,386	25.00
개별주식	95,870,157	39.91	-	-	95,870,157	11.68	6,401,526,238	30.00
이 자 율	41,284,603	17.19	-	-	41,284,603	5.03	3,330,719,902	15.00
통 화	53,062,848	22.09	-	-	53,062,848	6.47	2,491,136,321	12.00
농 산 물	68	0.00	-	-	68	0.00	1,213,244,969	6.00
에 너 지	-	-	-	-	-	-	1,265,568,992	6.00
비철금속	-	-	-	-	-	-	646,318,570	2.99
귀 금 속	34,858	0.01	-	-	34,858	0.00	430,681,757	1.99
기 타	-	-	-	-	-	-	493,359,639	2.28
합 계	240,223,467	100.00	580,460,364	100.00	820,683,831	100.00	21,643,419,774	100.00

자료: KRX, FIA

세계거래소연맹(World Federation of Exchanges: WFE)에 소속된 거래소⁶³⁾의 기초자산별 비중을 기초로 집중도(Herfindahl-Hirschman Index: HHI)⁶⁴⁾를 비교해 보면 거래량이 많은 대형거래소일수록 집중도가 낮아지는 경향을 보이고 있다.

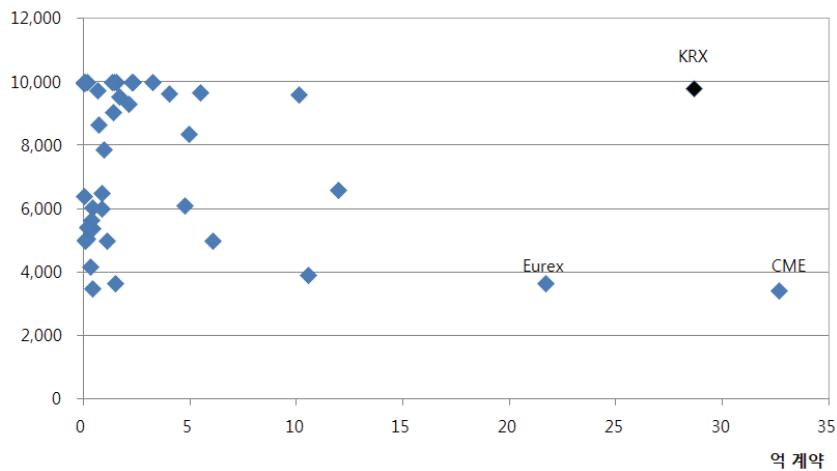
63) 시점별로 자료의 유효성에 따라 분석대상 거래소의 수에 차이가 나지만 2013년 기준으로는 42개 거래소를 대상으로 하고 있다.

64) HHI는 $H = \sum_{i=1}^N s_i^2$ 로 정의되며, s_i 는 i 번째 기초자산 파생상품의 연간 거래량으로 계산한 거래비중(%)을 의미한다. HHI가 낮을수록 집중도가 낮고 할 수 있다.

CME는 2013년 연간 거래량이 31.5억 건으로 가장 거래가 많은 파생상품 거래소이지만 주가지수 파생상품의 거래비중은 21.1%, 금리파생상품의 거래비중은 47.2%, 통화파생상품의 거래비중은 7.1%, 일반상품의 거래비중은 24.7%로 HHI 값은 3,328로 비교적 균형을 이루고 있다. 다만 취급을 하지 않는 개별주식 파생상품의 거래비중은 0%이다.

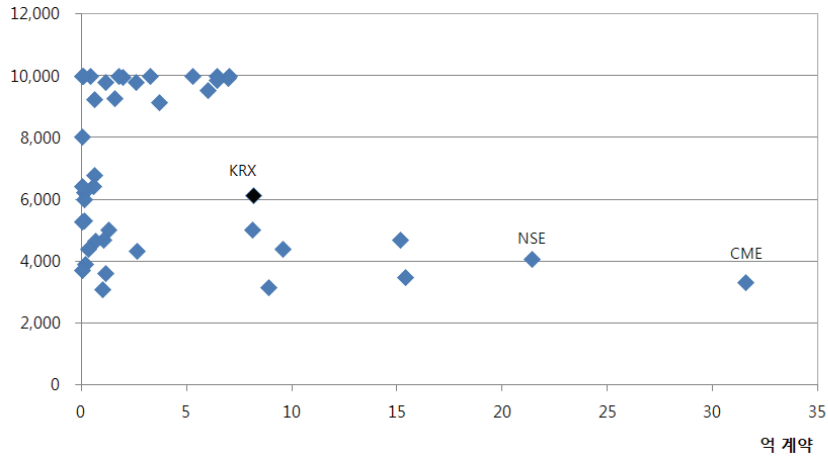
한국거래소는 주가지수 파생상품 거래비중이 높아 HHI 값은 6,105로 거래량 기준으로 볼 때, 10위권 거래소 중에서는 일반상품만 취급하여 HHI가 10,000인 대련거래소(Dalian Commodity Exchange)에 이어 두 번째로 높다. 한국거래소의 HHI 값이 상위거래소에 비해서 높긴 하지만 2008년 9,762에 비해서는 37.5%나 감소하였다.

<그림 III-12> 거래소별 파생상품 HHI와 거래량(2008)



자료: WFE

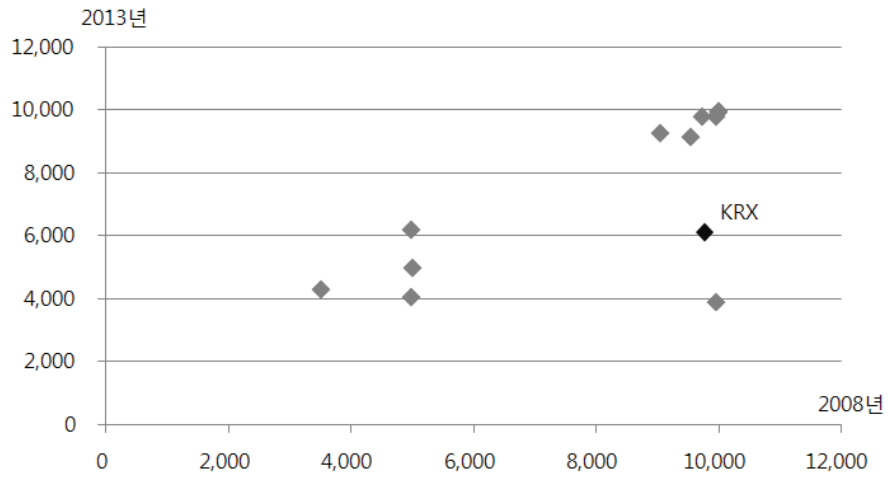
<그림 III-13> 거래소별 파생상품 HHI와 거래량(2013)



자료: WFE

상대적으로 파생상품 거래의 역사가 짧은 아시아 태평양 지역을 보면 2008년 기준으로 14개의 역내 거래소 중에서 HHI 값이 9,000 미만인 곳은 호주 ASX(3,510), 홍콩 HKEx(5,011), 인도 NSE(5,003), 일본 TSE(6,055), 말레이시아 거래소(Bursa Malaysia)(5,000) 5개에 불과하다. 한국거래소(9,762)를 비롯하여 9개의 거래소는 9,000 이상의 높은 값을 보이고 있다. 중국의 4개 거래소는 각각 일반상품 파생상품 3개, 주가지수 파생상품 1개에만 특화되어 있는 특징이 있지만 일본의 JPX, 싱가포르의 SGX, 타이완의 TAFEX가 9,000 이상인 이유는 한국거래소와 마찬가지로 주가지수 파생상품에 대한 몰입 때문이라고 할 수 있다. 아직 상당수 아시아의 파생상품 거래소는 주가지수 중심의 거래에서 크게 벗어나지 못하고 있는 현실이다.

<그림 III-14> 아시아거래소 HHI 2008년 vs 2013년 비교

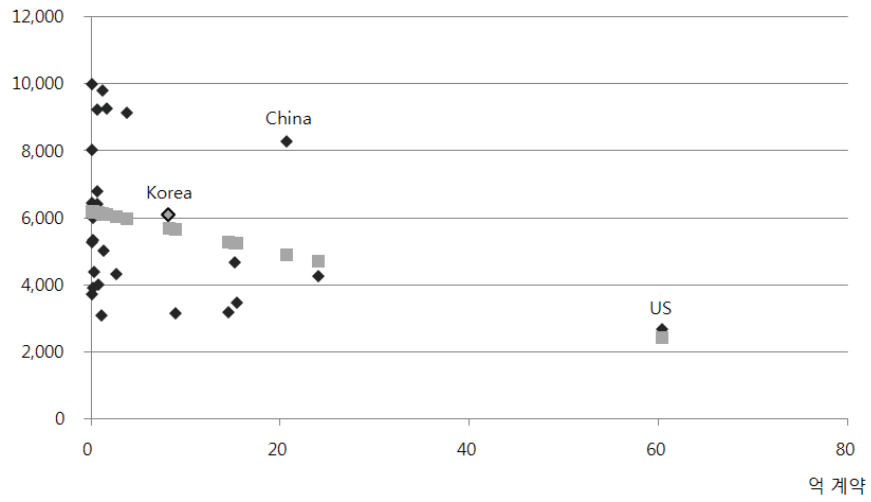


자료: WFE

WFE 소속 거래소⁶⁵⁾를 국가별로 분류하여 파생상품 거래량과 HHI의 상관관계를 계산해보면 -0.33으로 통계적으로 유의하지는 않지만 거래량이 많을수록 HHI는 낮아지는 경향을 보이고 있다. 한국은 2013년 기준으로 28개 국가를 대상으로 한 회귀분석에서 추세선과의 차이가 크게 나타나지는 않고 있다. 즉 한국파생상품시장에서 KOSPI200 옵션의 집중도는 많이 개선되고 있는 것으로 판단된다.

65) 실제 영업 중인 모든 거래소가 WFE의 회원은 아니기에 국가별 집계에 오차가 발생할 수 있다.

<그림 III-15> 국가별 파생상품 HHI와 전체 거래량(2013)



자료: WFE

<표 III-14> 2013년 거래소별 거래비중 및 HHI

(단위: 권)

2013	거래량합	주식 인덱스	개별주식	금리	환율	일반상품	HHI
CME	3,153,786,123	21%	0%	47%	7%	25%	3,328
NSE	2,135,637,457	48%	12%	0%	40%	0%	4,075
DB	1,534,293,794	42%	25%	33%	0%	0%	3,480
BOBESPA	1,512,373,430	1%	60%	32%	6%	0%	4,690
Euronext	951,602,433	13%	24%	60%	0%	3%	4,401
Moscow	886,238,302	28%	27%	1%	41%	3%	3,166
KRX	820,648,973	77%	12%	5%	6%	0%	6,105
CBOE	807,154,439	46%	54%	0%	0%	0%	5,029
Dalian	700,500,777	0%	0%	0%	0%	100%	10,000
NASDAQ	691,032,850	0%	100%	0%	0%	0%	9,928
SFE	642,473,980	0%	0%	0%	0%	100%	10,000
ISE	642,453,073	1%	99%	0%	0%	0%	9,867
NYSE	597,907,265	1%	98%	1%	0%	0%	9,556
Zhengzhou	525,275,796	0%	0%	0%	0%	100%	10,000
JPX	364,499,705	96%	0%	3%	2%	0%	9,154
ICE	323,275,687	0%	0%	0%	0%	100%	10,000
ASX	260,412,741	8%	50%	42%	0%	0%	4,343
BSE	254,843,268	99%	1%	0%	0%	0%	9,814
CFFE	193,549,311	100%	0%	0%	0%	0%	9,966
LME	171,099,643	0%	0%	0%	0%	100%	10,000

자료: WFE

<표 III-15> 2013년 국가별 거래비중 및 HHI

(단위: 건)

2013	거래량합	주식 인덱스	개별주식	금리	환율	일반상품	HHI
US	6,031,696,839	19%	39%	25%	4%	14%	2,679
India	2,390,480,725	54%	10%	0%	36%	0%	4,278
China	2,061,799,864	9%	0%	0%	0%	91%	8,298
Germany	1,534,293,794	42%	25%	33%	0%	0%	3,480
Brazil	1,512,373,430	1%	60%	32%	6%	0%	4,690
UK	1,445,977,763	9%	16%	40%	0%	36%	3,188
Russia	886,238,302	28%	27%	1%	41%	3%	3,166
Korea	820,648,973	77%	12%	5%	6%	0%	6,105
Japan	364,499,705	96%	0%	3%	2%	0%	9,154
Australia	260,412,741	8%	50%	42%	0%	0%	4,343
Taiwan	153,225,238	96%	4%	0%	0%	0%	9,285
Hong Kong	127,217,226	54%	46%	0%	0%	0%	5,019
Nordic	112,867,351	47%	29%	24%	0%	0%	3,611
Singapore	111,072,883	99%	0%	1%	0%	0%	9,813
S.Africa	98,300,788	21%	38%	4%	35%	3%	3,091
Canada	68,972,671	7%	31%	54%	0%	8%	4,000
Israel	60,059,133	81%	2%	0%	18%	0%	6,802
Argentina	55,450,307	0%	96%	4%	0%	0%	9,245
Spain	54,623,621	23%	77%	0%	0%	0%	6,421
Mexico	27,349,529	4%	3%	44%	50%	0%	4,410

자료: WFE

3) 미결제약정 계약

선물이나 옵션계약을 당일 처분하지 않고 포지션을 보유하는 미결제약정 계약은 파생상품 투자자의 성향을 알 수 있는 유용한 지표이다. 특히, 거래계약 건을 미결제약정 계약으로 나눈 비율은 해당 상품의 투자가 단기적 거래에 집중되어 있는지 여부를 판단하는 데 참고가 된다.

2013년 WFE 회원 거래소 중 미결제약정 계약 수를 보고한 41개 거래소 중 미결제약정 당 거래계약이 100건 이상인 곳은 9개 거래소로 미국의 CBOE Futures Exchange를 제외하면 모두 아시아 거래소인 특징이 있다.

한국거래소는 334.9건으로 4위인데 주가지수 파생상품이 815.8건으로 높은 것이 주요 원인이 되었다. 1위와 2위인 인도 BSE, 중국 CFFE는 주가지수 파생상품의 미결제약정 당 거래계약은 각각 11,024건과 1,616건이어서 상위권의 거래소가 모두 주가지수 파생상품의 일중거래 비중이 큼을 알 수 있다. 다만 2013년 한국거래소의 주가지수 파생상품의 미결제약정 당 거래계약 건⁶⁶⁾은 2008년 1,009건에서 815.8건으로 19.1% 감소함으로써 한국거래소의 일중거래 비중은 대폭 낮아졌다. 미결제약정 대비 거래계약수는 투기적 거래 비중을 측정하는 지표로 사용되고 있어, 한국파생상품시장의 투기적 거래 비중이 낮아지고 있는 것으로 판단할 수 있다.

66) 2008년 WFE 자료에는 한국거래소의 금리 파생상품 미결제약정 건수가 누락되어 전체 미결제약정 건수를 계산할 수 없는 상황이다.

<표 III-16> 거래소별 거래량 대비 미결제약정(2013)

거래소명	주가지수	개별주식	금리	통화	일반상품	거래량/ 미결제
BSE India	11,024.69	241.50				7,771.74
CFFE	1,616.45		90.53			1,571.45
NSE India	465.95	198.33		737.46		461.69
한국거래소	815.80	117.55	189.63	82.32	635.02	334.92
SFE					306.83	306.83
Zhengzhou					262.81	262.81
Dalian					222.11	222.11
TAIFEX	145.70	49.23			83.53	135.99
CBOE	114.37					114.37

자료: WFE

나. 주요 국가별 파생상품시장 규모 비교

국내파생상품시장에 대한 대표적 부정적 평가는 파생상품시장의 규모가 실물경제에 비해 지나치게 비대하다는 것이다. 부록 I에 첨부한 국내 언론의 파생상품시장 보도를 보더라도 가장 많이 언급되는 이슈는 파생상품시장의 규모이다.

아직 파생상품시장 규모의 적절성을 검증할 수 있는 모델이 보고된 바는 없지만 1차적으로 각국의 경제규모를 대표하는 GDP와 파생상품시장의 거래규모를 서로 비교해 보는 방법을 선택하였다.

실제 WFE 회원사로 정리한 비교대상 국가의 거래량과 GDP 사이의 상관관계는 2008년은 0.87, 2011년은 0.75, 2013년은 0.90으로 나타나고 있어, 상관관계가 매우 높은 상황이다. GDP가 클수록 실물경제가 커지고 이에 따라 각종 위험을 헤지할 필요성이 증대되기도 하지만 자본시장의 성장으로 파생상품의 거래량이 커진 것일 수도 있다. GDP 이외에

각국 주식시장의 시가총액을 파생상품 거래량과 비교하여 상관관계를 구하면 2008년 0.87, 2011년 0.78, 2013년 0.89로 나타나고 있다.

<표 III-17> 파생상품 거래량과의 GDP, 시가총액의 상관관계

연도	거래량과 GDP	거래량과 시가총액
2008	0.8724	0.8723
2009	0.8412	0.8525
2010	0.7839	0.7956
2011	0.7453	0.7795
2012	0.8378	0.8625
2013	0.9025	0.8882

물론 파생상품 거래량이 GDP 또는 시가총액에 비례해야 정상이거나 또는 벗어나면 비정상이라고 판단할 근거는 찾아보기 어렵다. 다만 비교 국가들이 이런 추세를 일정 정도 따르고 있다고 할 수는 있으며 한국의 경우도 <그림 III-16>에서 확인할 수 있듯이 점차 국제적 추세에 가까워지는 모습을 보이고 있다.

<표 III-18> 2013년 각국의 거래량, GDP, 시가총액

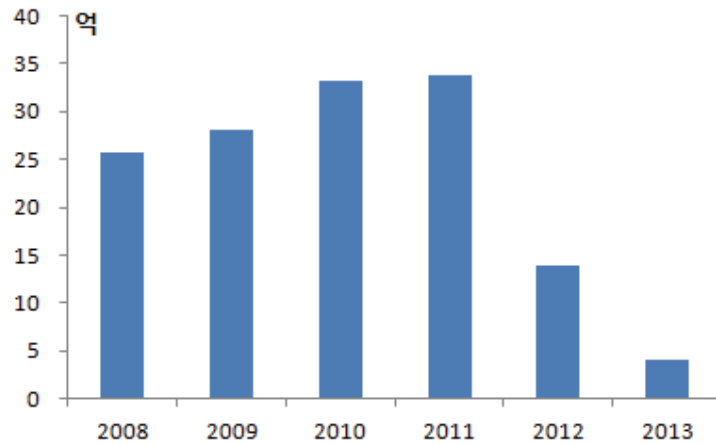
(단위: 주, 백만 달러)

국가	거래량	GDP	시가총액
Argentina	55,450,307	488,213	53,105
Australia	260,412,741	1,505,277	1,365,958
Austria	485,847	415,366	117,671
Brazil	1,512,373,430	2,242,854	1,020,455
Canada	68,972,671	1,825,096	2,113,822
China	2,061,799,864	9,181,377	3,949,143
Colombia	667,914	381,822	202,693
Germany	1,534,293,794	3,635,959	1,936,106
Greece	9,204,135	241,796	82,594
Hong Kong	127,217,226	273,658	3,100,777
Hungary	1,093,166	132,426	19,797
India	2,390,480,725	1,870,651	2,251,786
Israel	60,059,133	291,500	203,301
Japan	364,499,705	4,901,532	4,781,505
Korea	820,648,973	1,221,801	1,234,549
Malaysia	10,698,534	312,433	500,387
Mexico	27,349,529	1,258,544	526,016
New Zealand	36,811	181,330	65,962
Norway	11,786,076	511,252	265,377
Russia	886,238,302	2,118,006	770,657
S.Africa	98,300,788	350,779	942,812
Singapore	111,072,883	295,744	744,413
Spain	54,623,621	1,358,687	1,116,561
Taiwan	153,225,238	489,213	900,712
Thailand	16,664,126	387,156	354,367
Turkey	953,862	827,209	195,746
UK	1,445,977,763	2,535,761	3,583,900
US	6,031,696,839	16,799,700	24,034,854

<표 III-19> 2008~2013년 거래량 = $b_0 + b_1 \times \text{GDP} + b_2 \times \text{시가총액}$

<2008년>					
	계수	표준오차	t통계량	P-값	
상수	53,907,850	183,181,679	-0.29	0.77	결정계수 0.77 조정결정계수 0.75
GDP	227	214	1.06	0.30	
시가총액	295	279	1.06	0.30	
<2009년>					
	계수	표준오차	t통계량	P-값	
상수	40,359,056.38	166,846,378.47	-0.24	0.81	결정계수 0.73 조정결정계수 0.71
GDP	130.18	184.54	0.71	0.49	
시가총액	270.43	184.23	1.47	0.16	
<2010년>					
	계수	표준오차	t통계량	P-값	
상수	73,955,241.23	195,604,654.75	0.38	0.71	결정계수 0.64 조정결정계수 0.61
GDP	120.43	187.15	0.64	0.53	
시가총액	215.90	170.86	1.26	0.22	
<2011년>					
	계수	표준오차	t통계량	P-값	
상수	173,749,347	220,703,316	0.79	0.44	결정계수 0.61 조정결정계수 0.57
GDP	43	172	0.25	0.81	
시가총액	329	186	1.77	0.09	
<2012년>					
	계수	표준오차	t통계량	P-값	
상수	99,462,745.75	135,397,476.15	0.73	0.47	결정계수 0.75 조정결정계수 0.73
GDP	94.25	95.17	0.99	0.33	
시가총액	208.48	91.08	2.29	0.03	
<2013년>					
	계수	표준오차	t통계량	P-값	
상수	28,213,535.21	118,294,522.32	0.24	0.81	결정계수 0.84 조정결정계수 0.82
GDP	202.24	74.71	271.00	0.01	
시가총액	106.21	57.47	185.00	0.08	

<그림 Ⅲ-16> 한국의 연도별 잔차 추이

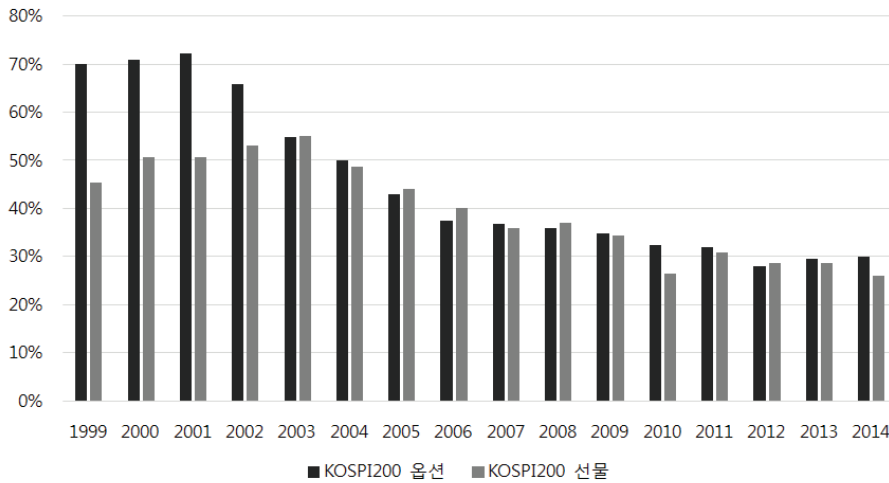


다. 개인투자자 비중의 국제비교

한국파생상품시장의 개인투자자 참여비중은 역사적으로 높은 편이었다. 특히 파생상품시장 도입 초기 파생상품시장의 양적 성장은 개인투자자의 거래에 의존해왔다고 할 수 있다.⁶⁷⁾ 다만 최근 들어 개인투자자의 비중은 지속적으로 감소하고 있는 추세이다. KOSPI200 옵션의 경우 2001년 72.2%까지 개인투자자의 비중이 절대적이었으나 2012년 이래 개인투자자의 거래비중은 20% 대에 그치고 있다. KOSPI200 선물의 개인투자자 비중은 2003년 55.1%를 정점으로 점차 낮아져 2012년부터는 20% 대에 머물고 있다.⁶⁸⁾

67) 자본시장이 성숙하지 못한 상황에서 파생상품시장의 발달이 개인투자자 중심으로 전개되는 것은 한국만의 특성은 아니다. 냉전 종식으로 1990년대부터 본격적으로 자본주의를 받아들이기 시작한 폴란드의 경우, Bohl, Salm, Wilfling(2011)에 따르면 1998년에서 2002년까지 선물거래의 80%를 개인투자자가 담당하였으며, 2003년에서 2005년까지는 75%를 담당하였고 2006년에서 2007년에 들어서야 개인투자자 비중이 55% 정도로 낮아졌다.

<그림 III-17> KOSPI200 옵션 및 선물 거래량의 개인투자자 비중



주: 단, 2014년은 8월까지 통계

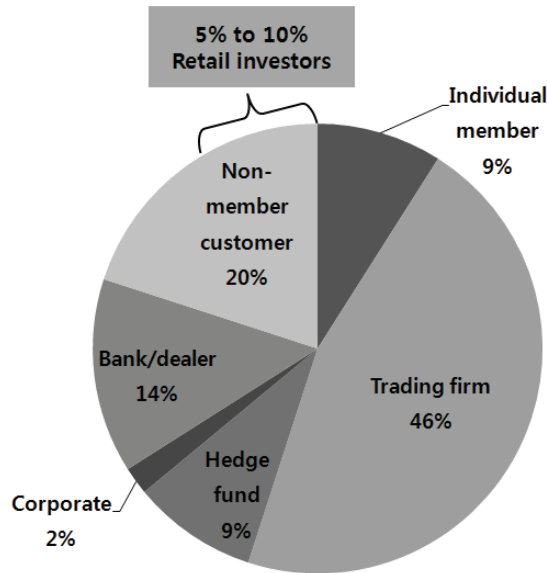
미국의 경우 개인투자자의 거래비중을 공시하지 않기에 그 정확한 규모를 파악하기 힘들지만 거래소와 언론에서 발표한 최근 자료를 통해 개인투자자의 거래비중을 추정해 볼 수 있다. 미국 최대 파생상품거래소인 CME는 2010년 기준으로 개인투자자의 거래가 5~10%를 차지한다고 추정⁶⁹⁾하였으며 개인투자자의 비중을 15%까지 확대하겠다는 계획을 발표하였다.⁷⁰⁾ CME의 개인투자자가 증가한 것은 1990년대 후반부터 개인투자자의 편의를 높인 상품을 개발하려고 노력한 결과로 특히 1999년 기존 계약의 1/5에 불과한 E-mini S&P500 선물의 상장이 주효했다고 평가하고 있다.

68) 2014년 8월까지 개인투자자의 KOSPI200 옵션과 선물 거래비중은 각각 29.9%와 26.0%에 머물고 있다.

69) 개인투자자의 거래를 정확히 집계하기 힘든 것은 유니버스 계좌처럼 개별 주문자를 명확히 구분하기 힘들기 때문으로 판단된다.

70) Marek(2010)

<그림 III-18> CME의 투자자별 거래비중



자료: CME

피델리티에 따르면 2004년부터 2009년까지 미국 내 파생상품 거래량은 3배 증가하였으나 자사를 통한 개인투자자의 거래는 5배 증가하였다고 보고하였다.⁷¹⁾ 미국 파생상품시장의 개인투자자 급증 원인으로서는 위탁중개회사들이 적극적으로 온라인 거래시스템을 개발하여 보급한 것과 투자자들이 거래기법을 익힐 수 있는 트레이딩 교육시스템을 주요한 이유로 꼽고 있다.

네덜란드는 선진국 중 개인투자자의 옵션거래비중이 매우 높은 것으로 알려져 있다. Beuselinck(2010)의 연구에 따르면 네덜란드 개인투자자의 50% 정도가 옵션 유형 상품에 투자하고 있으며 온라인 투자자의 41%가 2년 동안 한 번 이상의 옵션거래를 한 것으로 조사되었다. 네덜

71) Collins 외(2010)

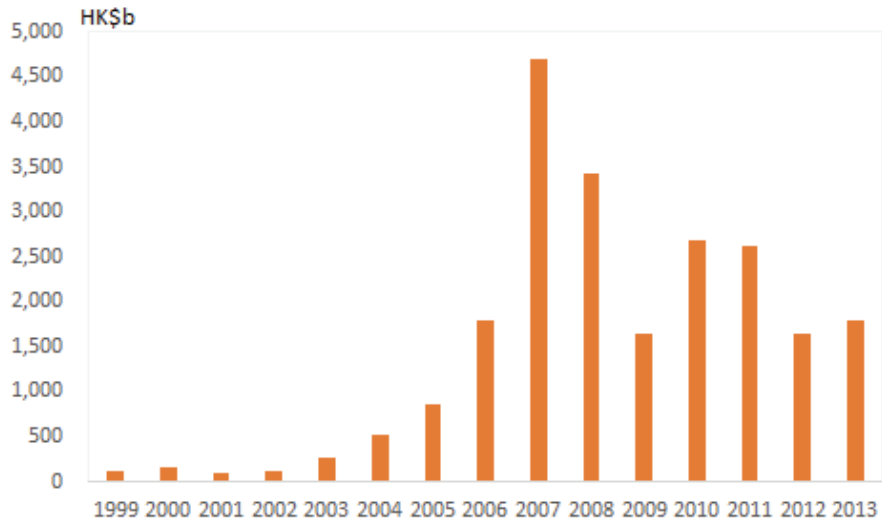
란드 투자자의 이런 공격적 투자 성향은 Murray(2001)처럼 공격적 금융업의 오랜 전통에서 찾기도 하지만 Statman(2004)는 네덜란드의 사회복지시스템 덕분에 안정적 연금이 존재하다보니 개인들이 여유자금을 공격적으로 운용하기 때문이라고 설명을 하였다.

독일의 경우 한국의 ELW와 동일한 증권형 옵션거래가 개인투자자 사이에 매우 활성화되어 있다. 특히 ELW 상품을 전문적으로 거래하는 거래소인 EUWAX(European Warrant Exchange)의 거래량이 2007년에는 정규파생상품시장인 EUREX 거래량의 30%에 이르기도 하였다. Dorn(2010)의 연구에 따르면 독일의 ELW 거래가 활성화된 이유는 개인투자자의 기호를 충족하기 위해 금융기관이 다양한 상품을 공급한 것과 함께 낮은 상장비용을 들고 있다.

일본 개인투자자의 파생상품거래는 전반적으로 낮은 수준이지만 상품에 따라서는 매우 차이가 나고 있다. 2013년 기준으로 대표 주가지수 파생상품인 NIKKEI225 선물 of 개인투자자 비중은 12.2%에 그치고 있지만 거래량이 제일 많은 NIKKEI225 mini 선물의 경우 22.0%에 이르고 있으며 개별주식옵션은 65%에 달하고 있다. 그밖에 NIKKEI225 옵션과 다우지수 선물의 개인투자자 비중은 각각 12.5%와 47.0%를 차지하고 있다.

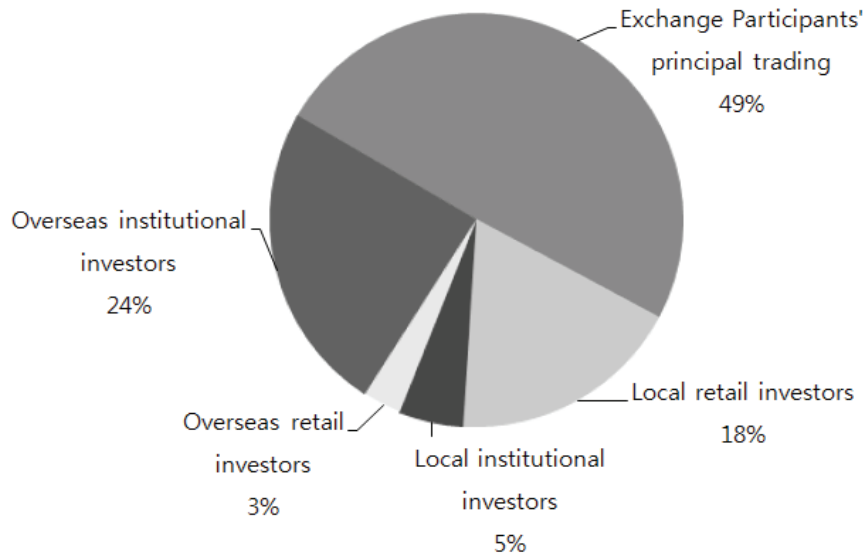
홍콩은 독일과 함께 개인투자자가 주로 참여하는 ELW 시장이 초기부터 발달한 나라이다. 홍콩의 ELW 시장은 1989년 개설되어 2007년까지 급속히 성장하며 세계 1위 시장이 되었다.

<그림 Ⅲ-19> 홍콩 ELW 시장 거래규모



홍콩 정규거래소인 HKEx 통계(2011~2013)에 따르면 홍콩 내 개인투자자의 파생상품 거래비중은 18~20% 정도로 이는 주식시장의 개인투자자 비중인 18~22%와 비슷하다. 한국 개인투자자의 주식투자 비중이 같은 기간 43~58% 정도이고 파생상품투자 비중이 28~32%인 것을 감안하면 홍콩의 개인투자자들은 상대적으로 파생상품에 더 공격적 투자를 하는 것으로 볼 수 있다.

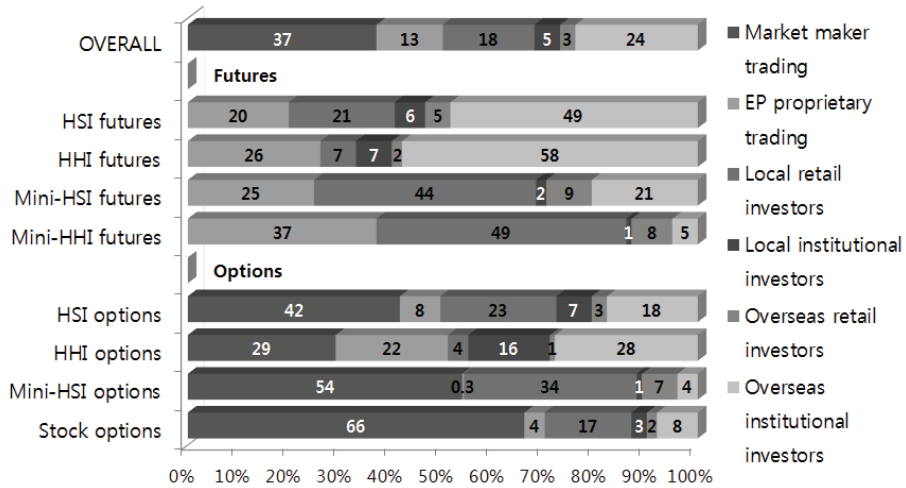
<그림 III-20> HKEx의 파생상품거래 투자자 비중



자료: HKEx

HKEx의 파생상품 중 개인투자자가 항생지수와 홍콩상장 중국기업 주식 지수를 기초로 한 미니선물 거래인 Mini-HSI 선물과 Mini-HHI 선물에 각각 44%와 49%를 차지하고 있다. 또한 Mini-HSI 옵션 거래에도 개인투자자가 34%를 차지하고 있다. 이상을 종합하면, 홍콩 개인투자자 파생상품 투자에 매우 적극적이라고 할 수 있다.

<그림 III-21> HKEx의 상품별 투자자 거래비중



자료: HKEx

결론적으로 주요 금융선진국에서 개인투자자들의 파생상품시장 참여는 전반적으로는 낮은 수준임에도 불구하고 일부 파생상품에는 매우 적극적으로 참여하고 있다고 할 수 있다. 특히 네덜란드는 개인투자자의 50% 정도가 옵션유형의 상품에 투자를 하고 있으며, 홍콩의 개인투자자들은 주식투자비중과 비슷한 수준으로 파생상품에 투자를 하고 있다. 미국은 파생상품시장의 개인투자자 비중이 점점 증가하고 있으며 일본은 미니선물을 중심으로 개인투자자의 파생상품 거래가 활성화되어 있다.

4. 소결

한국파생상품시장에서 문제가 되는 wag-the-dog 이슈는 파생상품거래가 주식시장의 변동성에 영향을 미치는지 여부, 프로그램매매에 따른 영향, 파생상품의 만기일 효과라고 할 수 있다.

주가지수 파생상품 도입이 주식시장의 변동성에 어떤 영향을 미쳤는지에 대해서는 일관된 연구가 도출되지 않고 있다. 위기국면에 한정해도 지수종목의 급격한 변동성 증가가 주가지수 파생상품으로 인한 것인지는 명확하지 않고 그 효과를 인정하여도 점점 낮아지는 경향이 있다고 할 수 있다. 또한 프로그램매매 효과에서도 프로그램매매로 인한 주식시장의 의미 있는 변동성 충격을 관찰하기는 어렵다고 할 수 있다. 다만 만기일 효과가 일정부분 지속적으로 관측되고 있는데 이는 파생상품시장의 과도한 크기 때문이라기보다는 시장 미시제도의 보완이 필요한 부분이라고 할 수 있다.

또한 KOSPI200 옵션 및 선물에 대한 거래 집중도는 높은 편이지만 2011년 이전과 같은 압도적 우위를 보이고 있지는 않다. 경제규모와 파생상품 거래량과의 비교에 있어서도 한국파생상품시장은 국제적 추세와 비슷해져 가고 있다. 또한 한국파생상품시장의 투기적 거래 비중도 낮아지고 있는 것으로 관찰되고 있다.

마지막으로 KOSPI200 옵션과 선물을 거래하는 개인투자자 비중 또한 지속적으로 감소하고 있다. 반면에 금융선진국의 개인투자자 비중은 거래소와 중개기관의 적극적 시장개척과 개인투자자들의 레버리지 투자 선호로 빠르게 증가하고 있다. 이런 점을 고려할 때 파생상품시장에 참여하는 국내 개인투자자의 비중은 금융선진국의 개인투자자 비중과 유사해질 가능성이 높다.

IV. 파생상품시장 주요 규제의 효과 분석

1. 옵션승수 인상 효과 분석
2. ELW 시장의 LP 호가제한 조치 효과

IV. 파생상품시장 주요 규제 효과 분석

1. 옵션승수 인상 효과 분석

가. 개요

2012년 이후의 KOSPI200 옵션시장의 거래량 감소는 ELW 시장 3차 건전화 방안에 함께 포함된 옵션승수 인상⁷²⁾이 큰 영향을 미쳤다. 금융당국은 개인투자자의 진입을 억제하고 시장의 건전한 발전을 위해 승수 인상을 결정하였는데 규제의 효과를 실증적으로 분석할 필요가 있다.

KOSPI200 옵션승수 인상이 본격적으로 시행된 2012년 6월 14일 이전 1년과 이후 1년 기간 동안⁷³⁾, ① 옵션 거래량 및 거래대금의 유의한 변화 여부, ② 투자자별 거래량 및 거래대금의 유의한 변화 여부, ③ 호가 스프레드, 유효 스프레드, 호가잔량, 시장품질 등 시장효율성의 유의한 변화 여부, ④ 행사가격별·투자자별 거래대금의 유의한 변화 여부, ⑤ 행사가격별·투자자별 순매수 대금의 유의한 변화 여부, ⑥ 미결제 약정 대비 거래량 증감 여부, ⑦ 투자자별 지수 예측력의 유의한 변화 여부, ⑧ 투자자별 유동성 거래비용의 유의한 변화 여부, ⑨ 투자자별 모멘텀 또는 역모멘텀 투자전략의 유의한 변화 여부 등을 통계적 유의성 검증을 통해 살펴보고자 한다.

72) 부록 II를 참조

73) 옵션 만기일 효과를 고려하기 위해 규제 이전 기간은 2011년 6월 옵션 만기일 직후 거래일인 2011년 6월 10일부터 2012년 6월 14일까지 총 253거래일을 대상으로 하였으며, 규제 이후 기간은 2012년 6월 옵션만기일 직후 거래일인 2012년 6월 15일부터 2013년 6월 13일까지 총 248거래일을 대상으로 하였다.

데이터는 한국거래소로부터 제공받는 투자자별 옵션 체결정보를 사용하였다. 10분 간격으로 특정 만기와 행사가격을 가진 옵션 상품에 대해 개인투자자, 외국인투자자, 기관투자자별로 거래대금 및 순매수 거래대금, 체결가격, 매수 1호가 가격, 매도 1호가 가격, 매수 총잔량, 매도 총잔량, 체결거래량, 미결제약정, KOSPI200 지수 및 KOSPI200 거래량 등을 사용하였다.

나. 옵션 거래량 및 거래대금의 변화

옵션승수 인상 규제가 본격적으로 시행된 2012년 6월 15일 이후부터 콜옵션과 풋옵션 모두 거래량이 크게 감소했다. KOSPI200 옵션승수를 10만원에서 50만원으로 5배 인상했기 때문에 이론적으로 옵션 거래량은 80%로 줄어든다. 실제 규제 이전과 이후를 비교하면 규제 이후 일평균 거래량은 약 250만 계약으로 규제 이전의 1,200만 계약에 비해 80% 가량 줄었으며, 유의수준 1%에서 통계적으로 유의하게 감소한 것으로 나타났다. 다만, 아래 <그림 IV-1>에서 볼 수 있듯이 만기일에 거래량이 집중되는 현상은 여전한 것으로 볼 수 있다. 만기일의 옵션 거래량이 비만기일에 비해 약 2~3배 높으며, 만기에 가까울수록 거래량이 크게 증가하는 것을 확인할 수 있다.

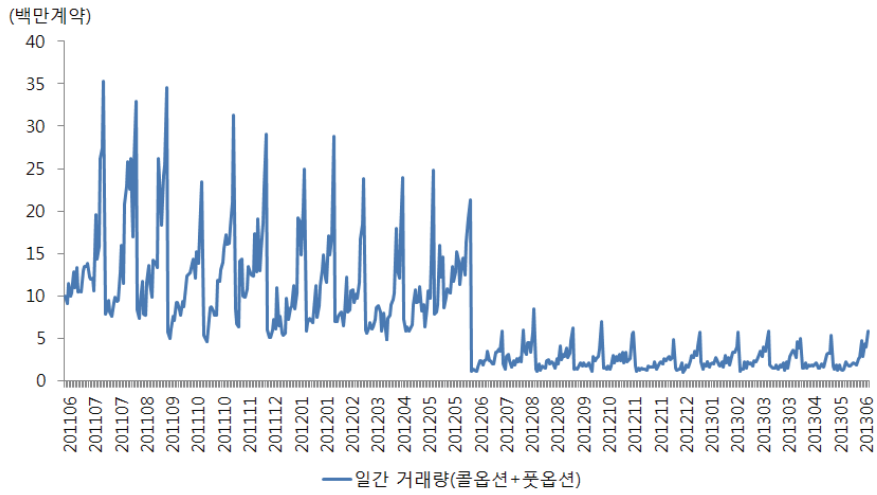
옵션 거래량의 감소는 승수 인상 효과로 불가피할 수 있지만, 이론적으로 옵션의 거래대금은 큰 변화가 없어야 한다. 그러나 옵션승수 규제 이후 옵션 거래대금은 규제 이전에 비해 약 25% 줄었다. 규제 이전 1년 동안의 일평균 옵션 거래대금은 약 1조 5천억원이었으나 규제 이후 1년 동안 일평균 옵션 거래대금은 약 1조 2천억원으로 25.56% 감소했다. 옵션승수 규제가 거래대금 감소에 직접적인 영향을 미쳤다고 판단할 수는 없다. <그림 IV-2>에서 볼 수 있듯이, 규제 이전 기간 중 2011년 8월 무

럽 미국의 신용등급 강등 사건으로 주가지수 변동성이 크게 확대되고 옵션 거래량이 크게 증가한 적이 있기 때문이다. 하지만 거래량 급감으로 옵션시장의 유동성이 줄고, 호가 스프레드가 증가하는 등 시장효율성이 저하됨에 따라 신규로 유입되는 유동성은 감소했을 가능성이 높다. 이른바 유동성 피드백 효과(liquidity feedback effect)로 인해 옵션 거래대금이 감소했을 가능성을 부인할 수 없다.

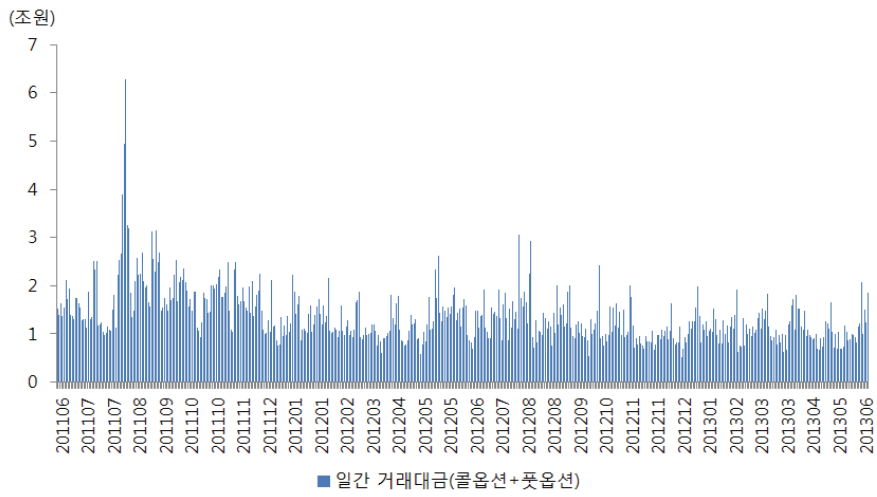
<표 IV-1> 규제 전후 일간 거래량 및 거래대금 변화

	규제이전	규제이후
일평균 거래량(백만 계약)	12.17	2.47 (▽79.9%)
H0: 규제이전=규제이후	기각(유의수준 1%) (t-stat: 25.52)	
일평균 거래대금(조원)	1.56	1.16 (▽25.65%)
H0: 규제이전=규제이후	기각(유의수준 1%) (t-stat: 8.45)	

<그림 IV-1> 규제 전후 일간 거래량 추이



<그림 IV-2> 규제 전후 일간 거래대금 추이



다. 투자자별 거래량 및 거래대금의 변화

옵션승수 인상 규제 이후 체결 계약 수 및 거래대금을 기준으로 각 개인투자자, 기관투자자, 외국인투자자의 비중이 유의하게 변화하였는지 여부를 관찰하였다. 먼저 체결 계약 수 기준으로는 개인투자자 비중은 유의하게 감소하였으나 감소 수준은 0.79%로 높지 않다. 규제 이전 개인투자자의 비중은 29.48%였으나, 규제 이후 개인투자자 비중은 28.69%로 소폭 감소하였다. 다음으로 기관투자자 비중 역시 통계적으로 유의하게 감소하였으며, 감소폭은 개인투자자에 비해 높았다. 규제 이전 기관투자자의 비중은 25.19%였으나, 규제 이후 기관투자자 비중은 23.91%로 1.28% 감소하였다. 반면, 외국인 투자자 비중은 크게 증가했다. 규제 이전 외국인의 비중은 44.67%이었으나, 규제 이후 외국인투자자의 비중은 46.72%로 2.02%로 증가했다. 이를 종합하면 체결계약 수 기준으로 외국인 투자자의 비중은 상당히 높아진 반면, 개인투자자의 비중은 소폭 감소하고 기관투자자의 비중은 상당 수준 감소한 것으로 확인할 수 있다.

거래대금을 기준으로 투자자별 비중의 변화를 살펴본 것 역시 크게 다르지 않다. 규제 이전 개인투자자의 거래대금 비중은 31.35%였으나 규제 이후 개인투자자의 비중은 30.86%로 0.48% 감소했다. 반면, 기관투자자의 비중은 크게 감소했다. 규제 이전 기관투자자의 비중은 16.05%였으나 규제 이후 기관투자자 비중은 13.10%로 2.94% 감소했다. 기관투자자의 감소폭은 개인투자자의 감소폭에 비해 약 6배 이상 높은 값으로 기관투자자의 비중이 크게 줄어든 것을 확인할 수 있다. 한편, 기관투자자의 거래대금 비중이 체결 계약 수보다 훨씬 작게 나타난 것은 기관투자자는 거래대금이 낮은 외가계 종목보다 등가계(ATM) 또는 내가계 종목을 거래비중이 높기 때문인 것으로 추정할 수 있다. 마지막으로 외국인

투자자의 거래대금 비중은 크게 증가했다. 규제 이전 외국인의 비중은 51.82%였으나 규제 이후 외국인의 비중은 55.24%로 3.42% 증가했다. 규제 이후 외국인의 비중은 기관투자자 비중의 약 4배 수준으로, 외국인투자자가 사실상 KOSPI200 옵션시장의 핵심 참가자로서 역할을 수행하고 있다고 판단할 수 있다.

한편, 투자자별 풋-콜 비율(Put-Call Ratio)의 변화를 살펴본 결과, 개인투자자는 규제 이후 콜옵션 대비 풋옵션의 거래를 상대적으로 늘린 반면, 외국인은 콜옵션 대비 풋옵션의 거래를 상대적으로 줄인 것으로 나타났다. 반면, 기관투자자의 풋-콜 비율에는 큰 변함이 없었다. 풋-콜 비율의 상승은 위험회피 성향의 증가를 반영하기 때문에 투자자별로는 상대적으로 개인의 위험회피 성향이 소폭 증가하고 외국인투자자의 위험회피 성향이 소폭 감소했다고 말할 수 있다.

이상을 종합하면, 옵션승수 규제 이후 KOSPI200 옵션시장에서 개인투자자는 소폭 감소하고 기관투자자는 크게 감소한 반면, 외국인투자자의 비중은 크게 증가하고 있는 것으로 확인할 수 있다. 특별히 외국인투자자의 비중이 50% 이상으로 절대적으로 높은 것은 유의할 필요가 있다. 외국인투자자의 옵션시장 지배력이 커져 외국인투자자로 인한 wag-the-dog 현상 발생 가능성을 무시할 수 없기 때문이다.

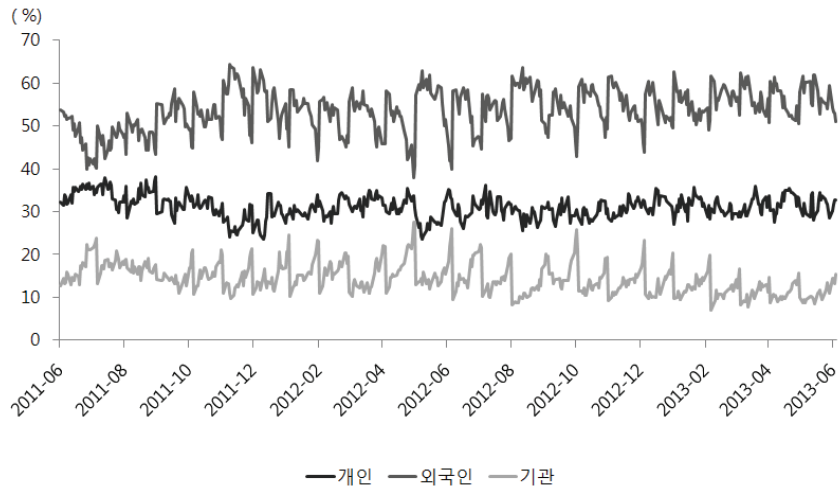
<표 IV-2> 규제 전후 투자자별 거래량 및 거래대금 변화

	계약 수 비중		거래대금 비중	
	규제이전	규제이후	규제이전	규제이후
개인	29.48%	28.69% (▽0.79%)	31.35%	30.86% (▽0.48%)
H0: 규제이전=규제이후	기각(유의수준 1%) (t-stat: 3.46)		기각(유의수준 5%) (t-stat: 2.04)	
기관	25.19%	23.91% (▽1.28%)	16.05%	13.10% (▽2.94%)
H0: 규제이전=규제이후	기각(유의수준 5%) (t-stat: 2.25)		기각(유의수준 1%) (t-stat: 9.87)	
외국인	44.67%	46.72% (△2.02%)	51.82%	55.24% (△3.42%)
H0: 규제이전=규제이후	기각(유의수준 1%) (t-stat: -3.31)		기각(유의수준 1%) (t-stat: -7.92)	

<표 IV-3> 규제 전후 투자자별 풋-콜 비율 변화

	규제이전	규제이후
개인	0.93	0.97(△0.04)
H0: 규제이전=규제이후	기각(유의수준 1%) (t-stat: 5.67)	
기관	0.88	0.87(▽0.01)
H0: 규제이전=규제이후	기각(유의수준 5%) (t-stat: -1.13)	
외국인	1.09	1.05(▽0.04)
H0: 규제이전=규제이후	기각(유의수준 1%) (t-stat: 7.59)	

<그림 IV-3> 규제 전후 투자자별 거래비중 변화



라. 시장효율성의 변화

옵션승수 규제 이후 시장효율성의 유의한 변화는 호가 스프레드의 변화, 유효 스프레드의 변화, 호가잔량의 변화, 시장품질의 변화로 살펴 보았다. 각각의 시장효율성 지표들은 다음과 같이 정의하였다. 이때 호가 스프레드와 유효 스프레드는 작은 값을 가질수록 거래비용이 줄어들기 때문에 이들 스프레드 값이 작을수록 시장효율성은 높아진다고 말할 수 있다. 반면, 호가잔량과 시장품질은 큰 값을 가질수록 시장효율성이 높아진다고 판단할 수 있다. 투자자 입장에서는 호가잔량이 증가할수록 원하는 매수/매도 수량을 체결시킬 수 있기 때문에 실질적인 거래비용이 줄기 때문이다. 시장품질은 호가 스프레드 대비 호가잔량의 크기를 판단하는 지표이기 때문에 호가잔량이 크고 호가 스프레드가 낮을수록 시장효율성이 높아진다고 볼 수 있다.

$$\text{호가 스프레드} = \frac{\text{최우선매도호가} - \text{최우선매수호가}}{(\text{최우선매도호가} + \text{최우선매수호가})/2}$$

$$\text{유효 스프레드} = \frac{[\text{체결가격} - (\text{최우선매도호가} + \text{최우선매수호가})/2]}{(\text{최우선매도호가} + \text{최우선매수호가})/2}$$

$$\text{호가잔량} = \frac{\text{최우선매도호가잔량} + \text{최우선매수호가잔량}}{2}$$

$$\text{시장품질} = \frac{\text{호가잔량}}{100 \times \text{호가스프레드}}$$

실증분석 결과, 옵션승수 규제 이후 호가 스프레드와 유효 스프레드 모두 통계적으로 유의하게 증가한 것으로 나타났다. 콜옵션과 풋옵션 모두에서 호가 스프레드는 약 15~20% 증가했으며, 유효 스프레드는 9~13%로 증가했다. 규제 이전 호가 콜옵션과 풋옵션의 호가 스프레드는 약 110bp 내외였으나 규제 이후 130~140bp로 증가했다. 유효 스프레드 역시 규제 이전 90~100bp내외에서 100~115bp로 증가했다. 한편, 풋옵션의 호가 스프레드 및 유효 스프레드의 증가폭이 콜옵션에 비해 큰 것으로 관찰되었다. 호가 스프레드의 증가 현상은 시장참여자의 실질적인 거래비용 증가를 수반하기 때문에 옵션시장 전체적으로 효율성이 낮아졌다고 판단할 수 있다. 흥미로운 부분은 규제 이전과 규제 이후 모두 옵션 만기일에 가까울수록 호가 스프레드와 유효 스프레드가 증가하는 현상이 나타나고 있다는 것이다. 옵션 만기일에 가까울수록 시장의 효율성은 나빠지고 있다고 의심할 수 있다.

다음으로 호가잔량 및 시장품질은 규제 이후 급격히 나빠진 것으로 확인되었다. 규제 이전 콜옵션과 풋옵션의 일평균 호가잔량은 각각

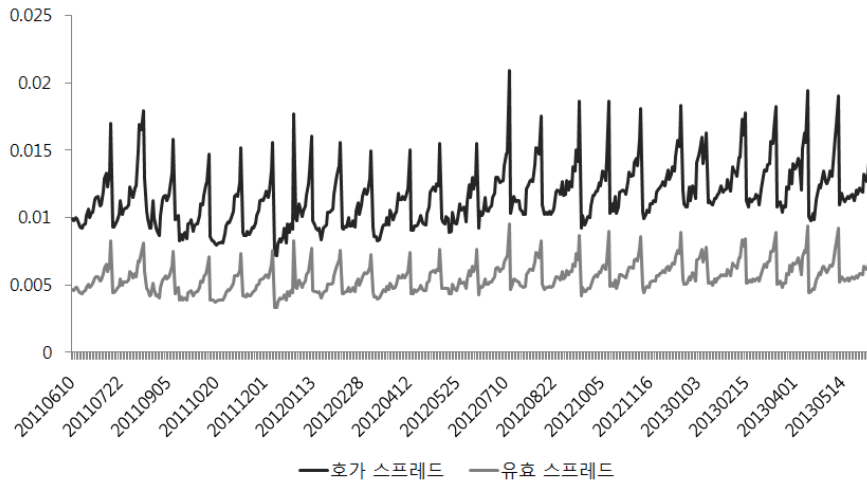
24,778과 18,291이었으나 규제 이후 9,654와 7,589로 각각 61.04%와 58.51% 감소하였다. 시장품질의 감소 역시 유사하다. 규제 이전 콜옵션과 풋옵션의 일평균 시장품질은 각각 26,738과 22,167이었으나 규제 이후 10,120과 8,211로 각각 62.15%와 62.96% 감소하였다. 호가 스프레드와 유효 스프레드에 비해 호가잔량 및 시장품질 지표가 훨씬 나빠졌음을 알 수 있다. 호가잔량 및 시장품질이 크게 나빠지게 되면, 옵션 매수자 또는 매도자가 원하는 주문 수량을 충분히 체결시킬 수 없는 상황이 될 수 있기 때문에 간접적으로 투자자의 거래비용을 상승시키는 효과가 있다.

이상을 종합하면 시장효율성 지표로 대변되는 호가 스프레드, 유효 스프레드, 호가잔량, 시장품질 지표 모두 시장효율성이 떨어지는 방향으로 관찰되고 있음을 확인할 수 있다. 즉 옵션승수 규제 이후 시장의 효율성이 크게 나빠졌음을 추론할 수 있다.

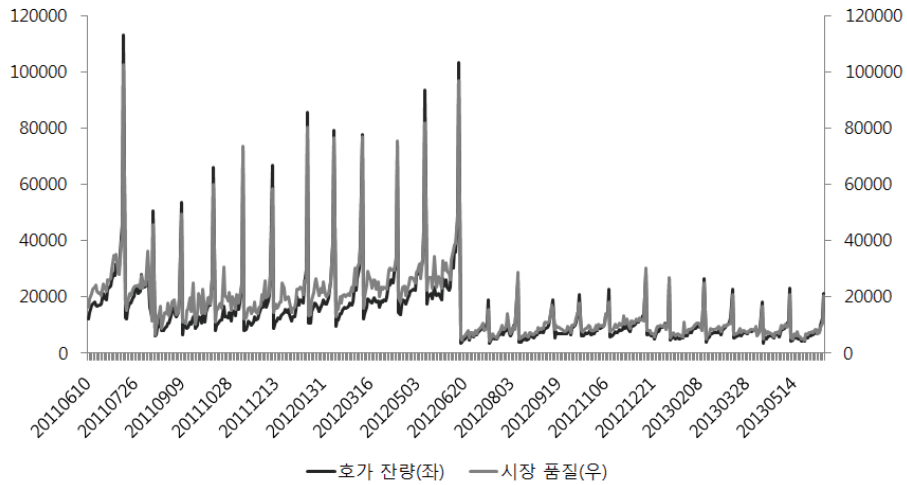
<표 IV-4> 규제 전후 시장효율성 지표 변화

	콜옵션		풋옵션	
	규제이전	규제이후	규제이전	규제이후
호가 스프레드(bp)	118bp	137bp (△15.68%)	107bp	128bp (△19.76%)
H0: 규제이전=규제이후	기각(유의수준 1%) (t-stat: -11.08)			
유효 스프레드(bp)	106bp	115bp (△8.98%)	91bp	103bp (△12.90%)
H0: 규제이전=규제이후	기각(유의수준 1%) (t-stat: -10.08)			
호가잔량	24,778	9,654 (▽61.04%)	18,291	7,589 (▽58.51%)
H0: 규제이전=규제이후	기각(유의수준 1%) (t-stat: 13.04)			
시장품질	26,738	10,120 (▽62.15%)	22,167	8,211 (▽62.96%)
H0: 규제이전=규제이후	기각(유의수준 1%) (t-stat: 17.92)			

<그림 IV-4> 규제 전후 호가/유효 스프레드 변화



<그림 IV-5> 규제 전후 호가잔량 및 시장품질 변화



마. 행사가격별 · 투자자별 거래대금의 변화

옵션은 행사가격 따라 극외가격(DOTM), 외가격, 등가격, 내가격, 극내가격으로 분류할 수 있다. 등가격 옵션은 만기때 옵션이 행사될 확률이 50%에 가까운 옵션을 뜻하며, 외가격으로 갈수록 행사될 확률이 낮고 내가격으로 갈수록 행사될 확률이 높아지게 된다. 즉, 콜옵션의 경우 기초자산 가격 대비 행사가격이 높을수록 외가격으로 분류되고 행사가격이 낮을수록 내가격으로 분류된다. 반면, 풋옵션의 경우 기초자산 가격 대비 행사가격이 낮을수록 외가격으로 분류되고 행사가격이 높을수록 내가격으로 분류된다. 본 연구에서는 행사가격비율(=행사가격/기초자산가격)에 따라 콜옵션과 풋옵션을 재분류하였다.

<표 IV-5> 행사가격에 따른 콜옵션과 풋옵션의 분류

	콜옵션	풋옵션
극외가격	$1.07 \leq K/S$	$K/S < 0.93$
외가격	$1.03 \leq K/S < 1.07$	$0.93 \leq K/S < 0.97$
등가격	$0.97 \leq K/S < 1.03$	$0.97 \leq K/S < 1.03$
내가격	$0.93 \leq K/S < 0.97$	$1.03 \leq K/S < 1.07$
극내가격	$K/S < 0.93$	$1.07 \leq K/S$

다음으로 옵션승수 규제 이후 개인투자자, 기관투자자, 외국인투자자별로 극외가격, 외가격, 등가격, 내가격, 극내가격(DITM)에 투자하는 절대 금액과 거래비중의 변화를 살펴보고자 하였다. 콜옵션과 풋옵션 모두 등가격을 기준으로 극외가격에 가까울수록 투기적 거래 성향이 높은 것을 뜻하기 때문에 투자자별로 투기적 거래 성향의 변화 여부를 살펴보고자 한다.

먼저, 옵션승수 규제 이후 개인투자자의 투기적 거래 성향은 크게 줄어든 것으로 관찰되었다. 규제 이전 콜옵션과 풋옵션 모두에서 개인투자자의 극외가격 거래금액은 각각 211억원, 442억원에서 규제 이후 22억원과 50억원으로 약 90% 줄었다. 개인투자자의 외가격 거래 역시 콜옵션과 풋옵션 모두에서 약 50% 가량 줄었다. 반면, 콜옵션과 풋옵션 모두에서 개인투자자의 등가격 거래금액은 규제 이전 1,354억원과 1,246억원에서 각각 1,443억원과 1,306억원으로 10~20% 가량 증가했다. 콜옵션과 풋옵션의 전체 거래대금이 25% 내외 줄어든 것을 고려하면, 상대적으로 등가격의 거래비중이 크게 증가한 것으로 판단된다. 실제, 규제 이전에 콜옵션과 풋옵션의 등가격 거래비중은 50~57%였으나 규제 이후 80% 내외로 크게 증가했다. 반면, 콜옵션과 풋옵션의 극외가격 거래비중은 10~20%에서 1~2% 내외로 크게 줄었으며, 외가격 거래비중 역시 30% 내외에서 20% 미만으로 크게 줄었다.

다음으로, 옵션승수 규제 이후 기관투자자의 투기적 거래 성향 역시 상당히 줄어든 것으로 관찰되었다. 규제 이전 콜옵션과 풋옵션 모두에서 기관투자자의 극외가격 거래금액은 각각 152억원, 298억원에서 규제 이후 27억원과 34억원으로 약 80% 줄었다. 기관투자자의 외가격 거래 역시 콜옵션과 풋옵션 모두에서 약 30% 가량 줄었다. 극외가격 거래와 외가격 거래에서 개인투자자의 거래 감소폭 보다 작기는 하지만, 기관투자자 역시 외가격과 극외가격의 참여가 상당히 줄어든 것으로 판단된다. 등가격 거래에 있어서도 개인투자자와 유사한 패턴을 보인다. 콜옵션과 풋옵션 모두에서 기관투자자의 등가격 절대 거래금액이 증가했다.

마지막으로, 외국인투자자 역시 옵션승수 규제 이후 외가격 거래비중을 크게 줄인 것으로 확인되었다. 규제 이전 콜옵션과 풋옵션 모두에서 외국인투자자의 극외가격 거래금액은 각각 329억원, 790억원에서 규제 이후 34억원과 84억원으로 약 90% 줄어들었다. 외국인투자자의 외가격

거래금액 역시 각각 1,129억원, 1,252억원에서 규제 이후 573억원과 644억원으로 약 50%만큼 줄어들었다. 그리고 개인투자자 및 기관투자자와 유사하게, 외국인투자자의 증가격 거래 절대금액은 콜옵션과 풋옵션 모두에서 10~20% 가량 증가했다.

이처럼 개인투자자, 기관투자자, 외국인투자자 모두 옵션승수 규제 이후 극외가격과 외가격의 참여는 크게 줄어든 반면, 증가격의 참여는 소폭 늘어났다. 규제 이후 옵션 전체 거래대금이 약 25% 가량 줄어든 것을 고려하면 절대적인 투기적 거래금액은 매우 크게 줄어든 반면, 증가격을 중심으로 덜 투기적인 거래금액은 상대적으로 크게 증가한 것으로 판단된다.

<표 IV-6> 규제 전후 개인투자자의 행사가별 거래 금액 변화

(단위: 억원)

	콜옵션		풋옵션	
	규제이전	규제이후	규제이전	규제이후
극외가격	211.25 (8.91%)	22.35 (1.24%)	442.05 (17.96%)	50.21 (2.95%)
외가격	760.76 (32.07%)	308.20 (17.08%)	663.09 (26.94%)	313.85 (18.43%)
증가격	1,354.83 (57.12%)	1,443.31 (80.00%)	1,246.28 (50.64%)	1,306.64 (76.73%)
내가격	32.78 (1.38%)	21.58 (1.20%)	63.44 (2.58%)	23.98 (1.41%)
극내가격	12.45 (0.52%)	8.73 (0.48%)	46.12 (1.87%)	8.17 (0.48%)
전체	2,372.09 (100%)	1,804.19 (100%)	2,461.00 (100%)	1,702.87 (100%)

<표 IV-7> 규제 전후 기관투자자의 행사가별 거래 금액 변화
(단위: 억원)

	콜옵션		풋옵션	
	규제이전	규제이후	규제이전	규제이후
극외가격	152.85 (11.91%)	27.74 (3.20%)	298.00 (22.91%)	34.63 (4.79%)
외가격	484.65 (37.78%)	242.79 (27.97%)	379.61 (29.18%)	171.36 (23.71%)
등가격	641.29 (49.99%)	592.78 (68.28%)	610.99 (46.97%)	513.99 (71.13%)
내가격	3.38 (0.26%)	3.89 (0.45%)	8.55 (0.66%)	2.00 (0.28%)
극내가격	0.73 (0.06%)	0.94 (0.11%)	3.72 (0.29%)	0.60 (0.08%)
전체	1,282.92 (100%)	868.16 (100%)	1,300.89 (100%)	722.61 (100%)

<표 IV-8> 규제 전후 외국인투자자의 행사가별 거래 금액 변화
(단위: 억원)

	콜옵션		풋옵션	
	규제이전	규제이후	규제이전	규제이후
극외가격	329.81 (9.18%)	34.34 (1.10%)	790.59 (17.78%)	84.77 (2.63%)
외가격	1,129.57 (31.45%)	573.85 (18.35%)	1,252.56 (28.18%)	644.47 (19.98%)
등가격	2,059.29 (57.34%)	2,473.14 (79.08%)	2,226.20 (50.08%)	2,449.93 (75.96%)
내가격	52.87 (1.47%)	28.87 (0.92%)	109.03 (2.45%)	32.65 (1.01%)
극내가격	19.71 (0.55%)	17.09 (0.55%)	67.26 (1.51%)	13.56 (0.42%)
전체	3,591.28 (100%)	3,127.31 (100%)	4,445.66 (100%)	3,225.40 (100%)

한편, 외가격과 극외가격에서 투자자별 비중의 변화를 살펴본 결과 유의미한 변화는 확인되지 않았다. 개인투자자, 기관투자자, 외국인투자자 세 주체 모두 극외가격과 외가격의 전체 거래대금은 크게 줄어들었지만 투자자 비중의 변화는 확연히 나타나지 않았다. 예를 들어, 외가격에서는 외국인의 비중이 약 3~4% 가량 소폭 증가하였으나, 극외가격에서는 외국인이 비중이 2~7% 가량 줄어들어 외가격 시장에서 외국인의 시장 참여가 확대되었다고 말하기는 어렵다. 개인투자자와 기관투자자 모두 콜옵션과 풋옵션 모두에서 외가격과 극외가격의 유의미한 비중의 변화는 관찰되지 않았다.

<표 IV-9> 외가격에서 투자자별 거래 금액 및 비중 변화

(단위: 억원)

		콜옵션		풋옵션	
		규제이전	규제이후	규제이전	규제이후
외가격	개인	760.76 (32.03%)	308.20 (27.40%)	663.09 (28.89%)	313.85 (27.78%)
	기관	484.65 (20.41%)	242.79 (21.58%)	379.61 (16.54%)	171.36 (15.17%)
	외국인	1,129.57 (47.56%)	573.85 (51.02%)	1,252.56 (54.57%)	644.47 (57.05%)
	전체	2,374.99 (100%)	1,124.85 (100%)	2,295.28 (100%)	1,129.69 (100%)
극외가격	개인	211.25 (30.44%)	22.35 (26.47%)	442.05 (28.88%)	50.21 (29.60%)
	기관	152.85 (22.03%)	27.74 (32.86%)	298.00 (19.47%)	34.63 (20.42%)
	외국인	329.81 (47.53%)	34.34 (40.67%)	790.59 (51.65%)	84.77 (49.98%)
	전체	693.93 (100%)	84.43 (100%)	1,530.64 (100%)	169.62 (100%)

바. 행사가격별 · 투자자별 순매수 대금의 변화

옵션승수 규제 이후 행사가격별 순매수 거래대금의 변화를 통해 투자자별 거래 성향의 변화를 판단할 수 있다. 예를 들어, 투기적 거래 목적을 가진 개인투자자가 극외가격 풋옵션을 평균적으로 순매수하고 있다면 극단적 상황 발생시 큰 수익을 기대하려는 Lottery 선호 현상을 가지고 있다고 말할 수 있다. 반대로, 위험관리 목적의 투자가가 극외가격 풋옵션을 평균적으로 순매수하고 있다면 헤지 목적의 투자를 수행하고 있다고 예상할 수 있다. 콜옵션에 대해서도 유사하게 적용할 수 있다. 투기적 목적을 가진 개인투자자가 극외가격과 외가격 옵션의 순매수 현상이 강하다면, 확률이 낮더라도 기대 수익이 높은 Lottery 성향을 보이고 있음을 추론할 수 있고, 헤지 목적의 투자자가 극외가격과 외가격 옵션을 순매수하고 있다면 커버드-콜 전략과 같은 위험관리 목적의 투자를 수행하고 있다고 예상할 수 있다.

투자자별 행사가격별 순매수 금액 분석을 통해 살펴본 결과, 옵션승수 규제 이후에도 개인투자자는 외가격 풋옵션을 순매수하려는 경향이 유지되고 있음을 확인할 수 있다. 이는 개인투자자가 행사 확률이 낮더라도 기대수익이 매우 높은 Lottery 수익구조를 선호하기 때문에 풋옵션을 순매수하려는 경향이 높을 것이라는 예상과는 빗나가는 결과이다. 즉, KOSPI200 옵션시장에 참여하는 개인투자자는 위험선호자(risk lover)라고 말할 수 없다. 풋옵션을 보험과 비교한다면, 개인투자자는 풋옵션 발행자로서 역할을 수행하고 있기 때문에 보험회사와 유사한 전문투자자의 성향을 가진다고 판단할 수 있다.

한편 규제 이후 외가격 콜옵션에서 개인투자자의 순매수 금액의 변화가 나타난다. 규제 이전에 외가격 콜옵션을 매수하였으나, 규제 이후에는 외가격 콜옵션을 순매수하는 경향이 나타나고 있다. 즉, 행사될 확

률이 낮은 콜옵션을 매수하여 높은 수익을 기대하기보다 행사될 확률이 낮은 콜옵션을 매도하여 프리미엄을 수취하려는 성향이 증가한 것으로 예상할 수 있다.

다음으로 기관투자자는 옵션승수 규제 이후 콜옵션과 풋옵션 모두에서 외가격 옵션을 매수하고 있는 것으로 나타났다. 외가격에서는 규제 이후 순매도 현상이 나타나고 있지만, 극외가격을 포함한 전체 외가격에서는 여전히 순매수 경향을 보이고 있음을 알 수 있다. 특히 기관투자자는 외가격 풋옵션과 등가격 풋옵션에서 순매수 경향이 높다. 기관투자자는 개인투자자에 비해 헤지 목적 거래비중이 높기 때문에 풋옵션의 순매수 경향이 높은 것으로 판단된다. 한편, 옵션승수 규제 이후 풋옵션에서는 전체 행사가에 대해 기관투자자의 순매수 경향이 높아진 것으로 보아 헤지 목적 거래는 소폭 증가한 것으로 예상할 수 있다.

마지막으로 외국인투자자는 옵션승수 규제 이후에도 콜옵션과 풋옵션 모두에서 순매도 경향을 유지하는 것으로 나타났다. 비록 풋옵션에서 순매도 경향이 줄어들긴 하였지만, 이는 선물 매도포지션과 유사한 내가격 풋옵션의 순매도가 줄어든 것으로 투자 성향의 유의미한 변화가 나타났다고 말하기는 어렵다. 다만, 여전히 등가격 옵션을 중심으로 매도 경향이 높아, 상대적으로 시간 가치가 높은 등가격 옵션에서 프리미엄 수취를 하고자 경향이 유지되고 있음을 판단할 수 있다. 그리고 외가격 풋옵션에 대해서는 전체적으로 순매수 경향을 보이고 있어 소폭이나마 헤지 목적 거래를 수행하고 있다고 볼 수 있다.

이상을 종합하면, 옵션승수 규제 이후 행사가별 투자자별 순매수 금액의 유의미한 변화는 확연히 드러나지 않는다. 특히 외가격 풋옵션에서 개인투자자는 여전히 순매도 경향을, 기관투자자는 순매수 경향을, 외국인 투자자는 소폭의 순매수 경향을 보이고 있음을 알 수 있다. 투기적 거래 성향이 높은 것으로 알려진 개인투자자가 외가격 풋옵션에서 순매

도 경향을 보이고 있어, 개인투자자 중에서 상당수는 전문투자자의 속성을 가지고 있음을 예상할 수 있다.

<표 IV-10> 규제 전후 개인투자자의 행사가별 순매수 금액

(단위: 억원)

	콜옵션		풋옵션	
	규제이전	규제이후	규제이전	규제이후
극외가격	0.01	0.39	-6.19	0.17
외가격	3.15	-5.12	-1.51	-4.28
등가격	-2.80	12.41	2.85	1.91
내가격	3.79	1.11	15.67	3.49
극내가격	-1.56	-3.08	18.82	-3.36
전체	2.59	5.70	29.64	-2.06

<표 IV-11> 규제 전후 기관투자자의 행사가별 순매수 금액

(단위: 억원)

	콜옵션		풋옵션	
	규제이전	규제이후	규제이전	규제이후
극외가격	-1.71	-1.51	0.27	-1.89
외가격	4.94	2.79	6.50	4.47
등가격	8.30	11.51	9.53	13.13
내가격	1.09	0.27	-0.94	0.03
극내가격	0.70	1.13	-2.12	0.63
전체	13.34	14.20	13.15	16.38

<표 IV-12> 규제 전후 외국인투자자의 행사가별 순매수 금액

(단위: 억원)

	콜옵션		풋옵션	
	규제이전	규제이후	규제이전	규제이후
극외가격	2.29	1.18	7.11	1.98
외가격	-7.78	2.97	-4.76	0.34
등가격	-4.33	-24.46	-11.82	-15.72
내가격	-6.29	-1.40	-18.57	-3.71
극내가격	2.69	5.47	-18.52	5.96
전체	-13.43	-16.23	-46.57	-11.14

사. 미결제약정 대비 거래량 증감

옵션의 미결제약정은 신규 포지션이 유입될 때 증가하며, 청산 목적으로 거래될 때는 감소한다. 즉, 옵션 매도 포지션을 청산하기 위해 매수 거래를 하는 자와 옵션 매수 포지션을 청산하기 위해 매도 거래를 하는 자가 만나서 체결이 이루어지면, 거래량은 증가하더라도 미결제약정은 감소하게 된다. 반대로, 포지션을 보유하지 않은 신규 매수자와 신규 매도자가 만나 거래가 이루어지면 거래량과 미결제약정 모두 같은 수량만큼 증가하게 된다. 투기적 목적의 거래자들은 신규 포지션을 중장기로 누적하기보다, 잦은 청산 거래를 수행하기 때문에 미결제약정이 증가한 것 대비 거래량의 증가 정도를 투기적 거래의 지표로 활용할 수 있다. 본 연구에서는 미결제약정의 증감 대비 거래량의 증감 정도의 절대값 및 절대값의 이중근호 값을 투기적 거래비중 측정 지표로 사용하였다.

옵션승수 인상 규제 이후 콜옵션과 풋옵션 모두 미결제약정 증감 대비 거래량 증감률은 약 20% 내외 감소하여 전체적으로 투기적 거래 정도는 줄어든 것으로 확인되었다. 규제 이전에 콜옵션과 풋옵션의 미결제약정 증감 대비 거래량 증감률은 각각 36.36과 34.87이었으나 규제 이후 29.26과 28.03으로 각각 19.52%와 19.61% 만큼 감소하였다. 스케일 조정을 위해 사용한 미결제약정 증감 대비 거래량 증감률의 이중근호 값 역시 3~4% 가량 줄어들어 옵션승수 규제 이후 전반적으로 투기적 거래 성향은 감소한 것으로 나타났다.

<표 IV-13> 규제 전후 미결제약정 증감 대비 거래량 증감

(단위: 억원)

	콜옵션		풋옵션	
	규제이전	규제이후	규제이전	규제이후
미결제약정 증감 대비 거래량 증감률	36.36	29.26 (▽19.52%)	34.87	28.03 (▽19.61%)
미결제약정 증감 대비 거래량 증감률 ^(1/2)	3.25	3.13 (▽3.92%)	3.27	3.15 (▽3.59%)

아. 투자자별 지수 예측력의 변화

옵션은 레버리지가 크고 이론가격에 대한 정보비대칭 가능성으로 인해 투자자별로 지수 예측력이 다를 수 있다. 특별히 개인투자자의 경우에는 매크로 정보에 대해 정보 열위 및 옵션 가격모형에 대한 정보 비대칭으로 인해 기관투자자 및 외국인투자자에 비해 지수 예측력이 낮고, 이에 따라 옵션 투자 손익도 나쁜 것으로 알려져 있다.⁷⁴⁾ 본 연구에서는

74) 강장구(2014)

KOSPI200 콜옵션과 풋옵션의 투자자별 10분 체결 정보 및 10분 뒤 지수 예측 정도를 측정하기 위해 투자자별 지수 예측 거래비중 지표를 전체 체결금액 대비 예측 적중 금액으로 정의⁷⁵⁾하였다. 예를 들어, 특정 투자자가 콜옵션을 순매수한 뒤 10분 뒤 KOSPI200 지수가 상승하면 예측 적중 금액을 증가시키고, 반대로 KOSPI200 지수가 하락하면 예측 비적중 금액을 증가시키는 방법이다. 콜옵션 매도, 풋옵션 매수, 풋옵션 매도에 대해서도 유사한 방법으로 적용이 가능하다. 만약 지수 예측 거래비중이 50%를 상회할 경우 지수 예측력이 높다고 말할 수 있으며 50%를 하회할수록 지수 예측력이 낮다고 말할 수 있다.

옵션승수 규제 이후 투자자별 지수 예측력의 변화를 살펴본 결과, 개인투자자는 유의수준 5%에서 지수 예측력이 낮아진 것으로 확인되었다. 또한 규제와 상관없이 개인투자자의 지수 예측력은 콜옵션과 풋옵션 모두에서 기관투자자와 외국인투자자에 비해 훨씬 낮은 것으로 파악되었다.

반면, 기관투자자 및 외국인투자자의 경우 지수 예측력의 유의한 변화는 관찰되지 않았다. 옵션승수 규제 이후 기관투자자와 외국인투자자 모두 지수예측력이 소폭 증가하긴 하였으나, 그 수준은 높지 않아 큰 의미를 부여하기는 힘들다. 다만, 규제 이후 기관투자자와 외국인투자자의 지수 예측력은 50%를 모두 상회하는 등 개인투자자와의 격차가 커지고 있는 것으로 관찰된다.

75) 지수 예측 거래비중 = 예측 적중 금액 / (예측 적중 금액 + 예측 비적중 금액)

<표 IV-14> 규제 전후 투자자별 지수 예측 거래비중의 변화

	콜옵션		풋옵션	
	규제이전	규제이후	규제이전	규제이후
개인	49.88%	49.07% (▽0.81%)	49.89%	49.55% (▽0.35%)
H0: 규제이전=규제이후	기각(유의수준 5%) (t-stat: 1.74)			
기관	49.90%	50.26% (△0.36%)	49.83%	50.69% (△0.85%)
H0: 규제이전=규제이후	기각(유의수준 5%) (t-stat: -1.38)			
외국인	50.16%	50.74% (△0.58%)	50.17%	50.01% (▽0.16%)
H0: 규제이전=규제이후	기각(유의수준 5%) (t-stat: -0.76)			

자. 투자자별 유동성 거래손익의 변화

옵션시장에서 투자자별 거래손익을 정확히 측정하는 것은 어렵다. 틱기반의 체결 데이터 및 계좌정보를 기초로 포지션 매매손익과 결제손익을 정확히 구분해서 측정해야 하기 때문이다. 본 연구에서는 10분 호가 정보에 내재된 유동성 손익을 간접적으로 추정하여 투자자별 유동성 거래손익을 분석하였다. 구체적으로 유동성 거래손익은 10분 평균 예상 매수가격⁷⁶⁾ 대비 10분 증가 수익률을 계산한 뒤 거래대금을 곱해 산출하였다. 예를 들어 최유리 매수호가가 9,000원이고 최유리 매도호가가가 11,000원일 때 10분 증가가 11,000원이라면 유동성 거래 수익률은 10%로

76) 10분 평균 예상 매수가격은 최유리 매수가격과 최유리 매도가격의 평균값을 사용하였다.

계산된다. 만약, 시장가 주문을 주로 수행하고 가격 예측력이 떨어질 경우 유동성 거래손익은 감소하게 되며 반대로 지정가 주문을 수행하고 가격 예측력이 높을 경우 유동성 거래손익은 증가하게 된다.

대체로 KOSPI200 옵션시장에서는 외국인투자자가 유동성 공급자 역할을 수행하여 시장조성자로서 지정가 주문을 주로 수행하는 것으로 알려져 있다. 즉 개인투자자는 옵션시장에서 시장가 주문의 비중이 상대적으로 높고 지수 예측력이 낮아 유동성 거래손익은 낮을 것으로 예상할 수 있다. 하지만, 옵션승수 규제 이후 투자자별 유동성 거래손익을 분석한 결과 개인투자자의 유동성 거래손익은 크게 증가한 것으로 나타났다. 특별히 규제 이전에는 풋옵션에서 개인투자자가 유동성 손실을 보았으나, 규제 이후 소폭의 유동성 수익을 거두고 있는 것으로 확인되었다. 전체적으로 규제 이후 개인투자자의 유동성 손익은 유의하게 개선되었다.

반면, 규제 이후 기관투자자는 여전히 유동성 거래 손실을 보고 있는 것으로 나타났다. 규제와 상관없이 기관투자자는 콜옵션과 풋옵션 모두에서 유동성 거래 손실을 보고 있는데, 이는 기관투자자가 주로 시장가 주문을 수행하는 것과 관련지을 수 있다. 기관투자자는 상대적으로 헤지거래와 차익거래비중이 높기 때문에 즉시 체결을 시켜야할 필요성이 높기 때문일 수 있다.

마지막으로 규제 이후 외국인투자자는 유동성 거래수익이 크게 줄어들었다. 규제 이전에는 콜옵션과 풋옵션 모두에서 외국인투자자가 유동성 거래수익을 보고 있었으나 규제 이후 콜옵션에서는 소폭의 손실을 보는 것으로 나타났다. 전체적으로 규제 이후 외국인투자자의 유동성 손익은 유의하게 감소된 것으로 나타나 개인투자자와는 반대의 결과를 보이고 있다.

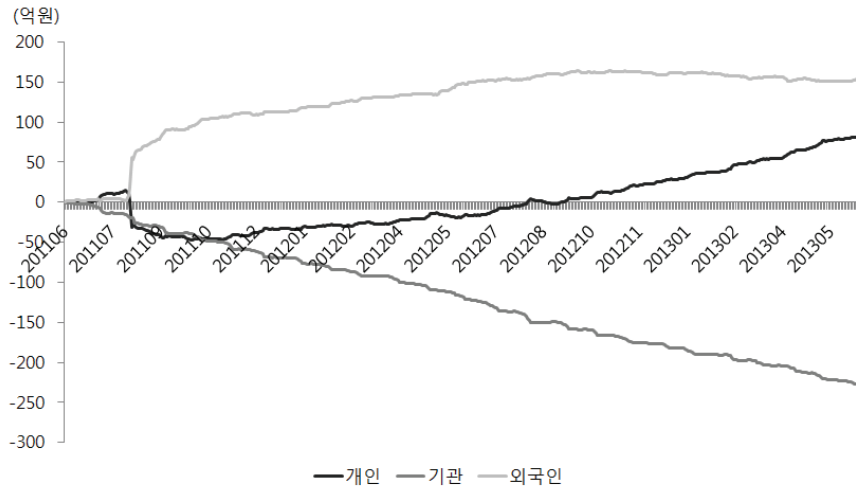
이상을 종합하면, 옵션승수 규제 이후 미시구조 상에서 투자자간 정보 비대칭은 소폭 완화된 것으로 판단된다. 2012년 6월 옵션 만기일을

전후로 개인투자자의 누적 유동성 거래손익은 양(+)으로 전환되는 등 개인투자자의 유동성 거래손익은 크게 개선되었다. 반면, 외국인투자자의 유동성 거래 누적손익은 정체되고 있어, 외국인투자자가 시장조성자로서 거두었던 수익이 소폭 줄어들었다고 예상할 수 있다.

<표 IV-15> 규제 전후 투자자별 유동성 거래손익의 변화

	콜옵션		풋옵션	
	규제이전	규제이후	규제이전	규제이후
개인	-0.01	0.15	-0.25	0.06
H0: 규제이전=규제이후	기각(유의수준 1%) (t-stat: -3.08)			
기관	-0.15	-0.14	-0.12	-0.11
H0: 규제이전=규제이후	기각 포함(유의수준 5%) (t-stat: -0.34)			
외국인	0.17	-0.01	0.41	0.03
H0: 규제이전=규제이후	기각(유의수준 1%) (t-stat: 3.33)			

<그림 IV-6> 규제 전후 유동성 거래 누적손익 추이



차. 투자자별 모멘텀/역모멘텀 투자전략의 변화

옵션시장에서 투자자별 거래 행태는 추세 추종(momentum) 거래와 추세 역추종(contrarian) 거래로 구분할 수 있다. 주식시장에서는 단기적인 모멘텀 거래로 초과 수익 창출이 가능하다고 알려져 있지만⁷⁷⁾, 옵션 시장에서는 모멘텀 또는 역모멘텀 전략이 항상 초과수익을 보장하는 것은 아니다. 특별히 옵션시장에서 개인투자자는 Herding과 관련한 추종 매매 성격이 높아 모멘텀 거래비중이 높을 것으로 예상할 수 있다. 이에 본 연구에서는 체결금액을 순방향거래금액과 역방향거래금액으로 정의하여 모멘텀 거래비중을 전체 체결금액중 순방향 거래비중으로 정의하였다. 예를 들어, KOSPI 지수가 상승할 때 콜옵션을 순매수하거나 풋옵션을 순매도하는 금액은 순방향거래금액으로 정의하고, 콜옵션을 순매도하거나 풋옵션을 순매수하는 금액은 역방향거래금액으로 정의하였다.

77) Carhart(1997) 참조

즉, 모멘텀 거래비중이 50%를 상회할수록 모멘텀 거래 성향이 높다고 판단할 수 있으며, 50%를 하회할수록 역모멘텀 거래 성향이 높다고 판단할 수 있다.

옵션승수 규제 이후, 투자자별 모멘텀 거래 행태를 살펴본 결과 개인 투자자는 규제 이후 모멘텀 거래비중이 소폭 줄어드는 등 여전히 역모멘텀 거래 성향을 보이고 있는 것으로 나타났다. 즉, 개인투자자는 KOSPI200 지수가 하락하면, 풋옵션을 매도하거나 콜옵션을 매수하는 거래 전략을 수행하는 경우가 상대적으로 많다는 것을 의미한다. 따라서 개인투자자는 옵션시장에서 역모멘텀 거래 행태를 주로 수행하고 있으며 규제 이후에도 여전히 역모멘텀 거래를 보이고 있다고 말할 수 있다.

반면, 기관투자자는 옵션승수 규제 이후 모멘텀 거래 행태의 변화는 크게 나타나지 않고 있으며, 여전히 모멘텀 거래 전략을 수행하고 있음을 알 수 있다. 즉 KOSPI200 지수가 상승하면, 다음 10분 뒤에도 지수가 상승할 것으로 예상하여 콜옵션을 매수하거나 풋옵션을 매도하는 경향이 상대적으로 높다.

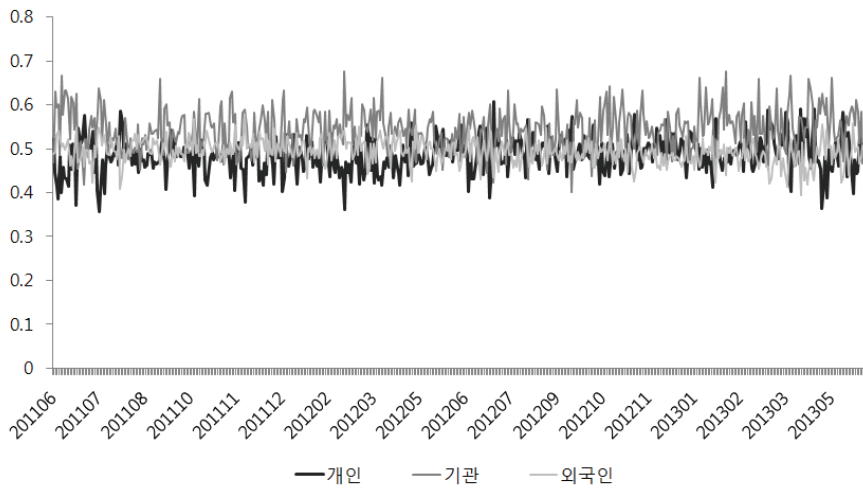
한편, 외국인투자자는 콜옵션에서 모멘텀 거래가 증가했으며, 풋옵션에서는 소폭 감소한 것으로 나타났다. 외국인투자자의 모멘텀 거래비중은 50%를 소폭 상회하고 있어 모멘텀 거래 성향이 높다고 말하기는 어렵다.

이상을 종합하면 개인투자자는 옵션승수 규제 이후 여전히 역모멘텀 거래를 수행하고 있어 향후 지수가 반대방향으로 움직일 것으로 예측하는 투자자가 많다고 볼 수 있다. 반면, 기관투자자는 여전히 모멘텀 거래를 수행하고 있어 지수가 추세를 가지고 움직일 것으로 예상하는 경향이 높다고 볼 수 있다.

<표 IV-16> 규제 전후 투자자별 모멘텀/역모멘텀 거래 변화

	콜옵션		풋옵션	
	규제이전	규제이후	규제이전	규제이후
개인	41.68%	39.09% (▽2.59%)	43.07%	42.50% (▽0.57%)
H0: 규제이전=규제이후	기각(유의수준 1%) (t-stat: -3.78)			
기관	62.71%	63.27% (△0.56%)	61.19%	62.62% (△1.43%)
H0: 규제이전=규제이후	기각(유의수준 5%) (t-stat: -1.27)			
외국인	52.36%	54.28% (△1.92%)	52.13%	51.77% (▽0.36%)
H0: 규제이전=규제이후	기각(유의수준 1%) (t-stat: 6.49)			

<그림 IV-7> 규제 전후 투자자별 모멘텀/역모멘텀 거래 추이



카. 소결

지금까지 KOSPI200 옵션승수 규제 전후로 ① 옵션 거래량 및 거래대금의 유의한 변화 여부, ② 투자자별 거래량 및 거래대금의 유의한 변화 여부, ③ 호가 스프레드, 유효 스프레드, 호가잔량, 시장품질 등 시장효율성의 유의한 변화 여부, ④ 행사가격별·투자자별 거래대금의 유의한 변화 여부, ⑤ 행사가격별·투자자별 순매수 대금의 유의한 변화 여부, ⑥ 미결제 약정 대비 거래량 증감 여부, ⑦ 투자자별 지수 예측력의 유의한 변화 여부, ⑧ 투자자별 유동성 거래비용의 유의한 변화 여부, ⑨ 투자자별 모멘텀 또는 역모멘텀 투자전략의 유의한 변화 여부 등을 살펴보았다. 실증분석 결과 긍정적 효과와 부정적 효과가 모두 관찰되었다.

긍정적 효과로는 옵션시장 전체적으로 투기적 거래가 상당부분 감소된 것을 꼽을 수 있다. 무엇보다 풋옵션을 중심으로 외가격 거래비중이 크게 감소하였으며, 미결제약정 대비 거래량의 증감 정도 또한 소폭 완화되었다.

반면, 옵션승수 규제 이후 나타난 부정적 효과로는 시장효율성의 악화를 꼽을 수 있다. 호가 스프레드와 유효 스프레드가 유의하게 증가하고 호가잔량 및 시장품질이 크게 악화되어 직·간접적으로 옵션시장 투자자의 거래비용 증가를 초래하였다. 또한 개인투자자의 지수 예측력은 여전히 낮아 매크로 정보에 대한 투자자간 정보비대칭이 존재하는 것으로 예상할 수 있다.

긍정적 효과와 부정적 효과 외에도 실증분석의 중요한 시사점을 찾을 수 있다. 과거 개인투자자는 행사 확률이 낮은 풋옵션을 순매수하려는 경향이 높은 위험 선호자로 알려져 있었으나, 개인투자자 평균적으로는 오히려 외가격 풋옵션을 순매도하는 경향이 높았다. 즉 상당수 개인투자자는 매도 증거금을 감내할 수 있는 전문투자자에 가깝다고 말할 수 있다.

2. ELW 시장의 LP 호가제한 조치 효과

가. 개요

KOSPI200 옵션승수의 인상과 함께 투자자보호를 위해 금융당국이 전격적으로 도입한 규제는 ELW 시장에서 LP의 호가 공급을 제한한 것이다. 과도한 투기를 억제하여 시장의 과열을 누그러뜨리겠다는 호가제한 조치는 ELW 시장의 급격한 위축으로 이어졌다. 따라서 실증적 분석을 통해 호가제한 조치가 시장에 어떠한 영향을 미쳤는지 분석할 필요가 있다.

ELW 시장에서 LP의 호가제한 조치가 시행된 2012년 3월 12일 전후 약 3개월(60거래일) 동안 지수 ELW와 주식 ELW에 대해 ① 호가 스프레드, 유효 스프레드, 호가잔량, 시장품질 등 시장효율성의 유의한 변화 여부, ② 투자자별 거래비중의 유의한 변화 여부 ③ 체결가격 및 체결거래량의 유의한 변화 여부, ④ ELW 패리티 및 극외가격 비중의 유의한 변화 여부, ⑤ 참조가격 대비 가격 괴리율의 유의한 변화 여부, ⑥ 평균잔존 만기일의 유의한 변화 여부, ⑦ 고빈도 거래 패턴의 유의한 변화 여부 등을 통계적 유의성 검증을 통해 살펴보고자 한다.

데이터는 한국거래소로부터 제공받는 “ELW 일중 호가 데이터베이스 및 일중 체결 데이터베이스”를 사용하였다. 기타 분석 자료는 KOSCOM CHECK 단말기로부터 제공받은 일별, 투자자별 ELW 거래정보를 사용하였다. 전체 ELW 분석 데이터를 KOSPI200 지수를 기초로 하는 지수 ELW 상품과 KOSPI 및 KOSDAQ 개별 주식을 기초로 하는 주식 ELW 상품으로 구분하여 분석을 실시하였다. 분석 기간 동안 체결가격 또는 체결거래대금이 0원 이하이거나, 체결가격, 체결수량, 체결주체, 내재변동성 등이 빠져 있는 데이터는 분석에서 제외하였다.

나. 시장효율성 지표의 변화

ELW LP의 호가제한 조치 규제 이후 시장효율성의 유의한 변화는 호가 스프레드의 변화, 유효 스프레드의 변화, 호가잔량의 변화, 시장품질의 변화⁷⁸⁾로 살펴보았다. 이때 전체 체결 데이터에 대하여, 체결금액을 가중 평균하여 일평균 호가 스프레드, 유효 스프레드, 호가잔량, 시장품질의 값을 계산하였다.⁷⁹⁾ KOSPI200 옵션승수 규제 효과와 유사하게 호가 스프레드와 유효 스프레드는 작은 값을 가질수록 투자자의 거래비용이 줄어들기 때문에 이들 스프레드 값이 작을수록 시장효율성이 증가한다고 판단할 수 있다. 반면, 호가잔량은 증가할수록 ELW LP 및 투자자들이 원하는 매수 주문과 매도 주문을 체결시킬 수 있기 때문에 간접적으로 거래비용이 줄어든다. 따라서 호가잔량은 증가할수록 시장효율성이 증가한다고 말할 수 있다. 마지막으로, 시장품질은 호가 스프레드와 반비례하고 호가잔량과 비례하기 때문에 시장효율성과 비례하는 지표로 사용할 수 있다.

실증분석 결과, ELW LP의 호가제한 규제 이후 지수 ELW는 호가 스프레드가 유의하게 감소한 반면, 주식 ELW는 호가 스프레드가 유의하게 증가했다. 규제 시행 시점인 2012년 3월 12일을 기준으로 60거래일(약 3개월) 전후를 비교하면 지수 ELW는 호가 스프레드가 평균 33.12%에서 5.43%로 절대 수준이 약 28% 감소한 반면, 주식 ELW의 일평균 호가 스프레드는 14.95%에서 55.27%로 절대 수준이 40.32% 증가했다. ELW의 유효 스프레드 변화 역시 유사하다. LP 호가제한 규제가 시행되

78) 호가 스프레드, 유효 스프레드, 호가잔량, 시장품질에 대한 정의는 KOSPI200 옵션승수 규제 부분에서 정의한 것과 같다.

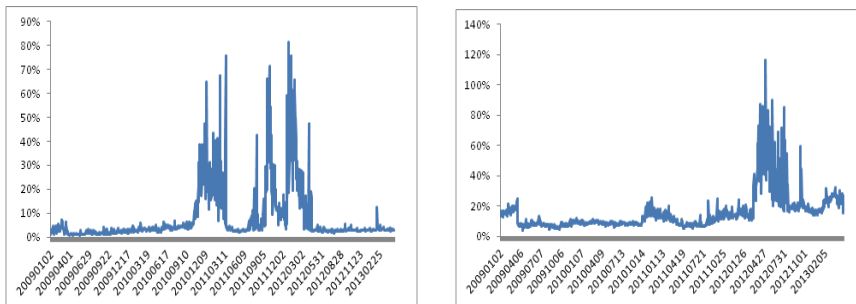
79) 체결가격, 최우선 매도 호가, 최우선 매수 호가, 최우선 매도 호가잔량, 최우선 매수 호가잔량 중 하나라도 존재하지 않는 경우 분석 대상에서 제외하였다.

기 이전 60거래일 이전의 지수 ELW 유효 스프레드는 36.08%이었으나 규제 이후 10.45%로 감소한 반면, 주식 ELW의 유효 스프레드는 24.35%에서 51.65%로 두 배 이상 증가했다. 호가 스프레드와 유효 스프레드 모두 지수 ELW는 유의하게 감소하고 주식 ELW는 유의하게 증가한 것으로 나타나, 지수 ELW 시장의 효율성은 개선되고 주식 ELW 시장의 효율성은 크게 악화된 것으로 판단할 수 있다.

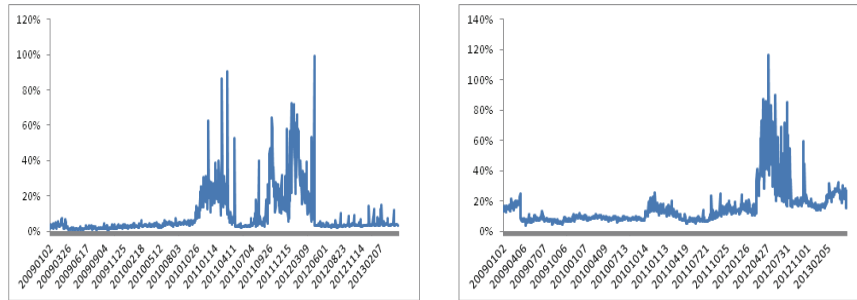
<표 IV-17> 규제 전후 ELW 호가 스프레드 및 유효 스프레드의 변화

	지수 ELW		주식 ELW	
	규제이전	규제이후	규제이전	규제이후
호가 스프레드	33.12%	5.43%	14.95%	55.27%
H0: 규제이전=규제이후	기각(유의수준 1%) (t-stat: -10.62)		기각(유의수준 1%) (t-stat: 15.60)	
유효 스프레드	36.08%	10.45%	24.35%	51.65%
H0: 규제이전=규제이후	기각(유의수준 1%) (t-stat: -8.64)		기각(유의수준 1%) (t-stat: 12.81)	

<그림 IV-8> 지수 ELW(좌)와 주식 ELW(우)의 호가 스프레드 추이



<그림 IV-9> 지수 ELW(좌)와 주식 ELW(우)의 유효 스프레드 추이



다음으로, LP 호가제한 규제 이후 호가잔량과 시장품질의 변화를 살펴 보았다. 규제 시행 시점 기준 60거래일 이전의 지수 ELW 호가잔량은 118,707이였으나 규제 이후에는 145,634로 약 22.6% 증가했다. 이는 유의 수준 1%에서 의미 있는 증가를 의미한다. 반면, 주식 ELW의 호가잔량에는 큰 변화가 없었다. 주식 ELW에서 호가잔량이 감소하지 않은 것은 호가 스프레드가 15%를 상회할 경우 LP가 의무적으로 8~15% 스프레드 범위에서 호가를 제출해야하기 때문에 나타난 현상으로 판단된다. 즉, 호가잔량의 유의미한 변화로부터 지수 ELW 시장의 효율성은 개선되었으나 주식 ELW 시장의 효율성에는 큰 개선이 없었다고 말할 수 있다.

마지막으로 규제 이후 시장품질의 변화를 살펴 보았다. 시장품질은 호가잔량을 호가 스프레드로 나눈 값으로 정의하기 때문에 시장효율성을 가장 잘 반영하는 지표로 알려져 있다. 규제 시행 시점 기준 60거래일 이전의 지수 ELW 시장품질은 6,276에서 규제 이후 43,036으로 약 7배 이상 증가하는 등 유의한 증가가 나타났다. 반대로, 주식 ELW의 시장품질은 규제 이전 3,483에서 1,130으로 약 70% 감소하는 등 유의한 감소가 나타났다.

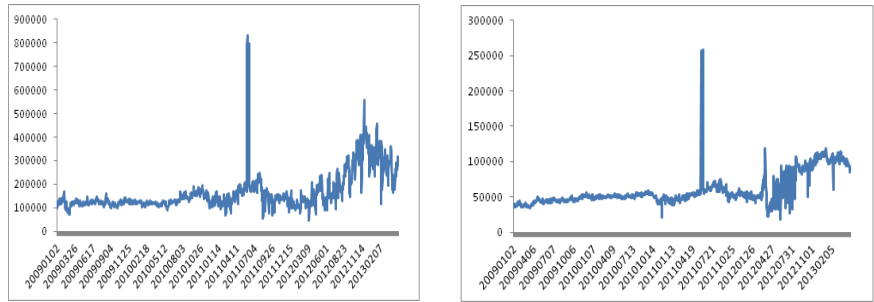
이상을 종합하면 지수 ELW 시장에서는 호가 스프레드와 유효 스프

레드의 유의한 감소와 함께 호가잔량 및 시장품질의 유의한 증가가 나타난 반면, 주식 ELW 시장에서는 오히려 반대의 결과가 도출되었다. ELW LP의 호가제한 조치 이후 지수형 ELW 시장의 효율성은 크게 개선되었지만 주식 ELW 시장의 효율성은 크게 감소한 것으로 판단할 수 있다. 이처럼 지수 ELW 시장과 주식 ELW 시장의 결과가 다르게 나타난 데에는 지수 ELW 시장만의 중요한 규제 변화를 찾을 수 있다. 1~3차 ELW 시장 건전화 방안으로 지수 ELW 시장에 상장된 상품들의 만기와 행사가격은 KOSPI200 옵션과 같아져 지수 ELW 시장은 KOSPI200 옵션시장과 크게 다르지 않은 시장으로 바뀌었다. 지수 ELW 시장과 KOSPI200 옵션시장 사이에 경쟁이 이루어지면서 지수 ELW 시장의 효율성이 유의하게 개선된 것이다. 하지만 주식 ELW 시장은 개별주식옵션시장이 활성화되지 않은 이유로 경쟁 시장이 존재하지 않았을 뿐 아니라, LP의 유동성 공급이 사실상 제한되어 시장효율성이 크게 낮아진 것으로 생각된다.

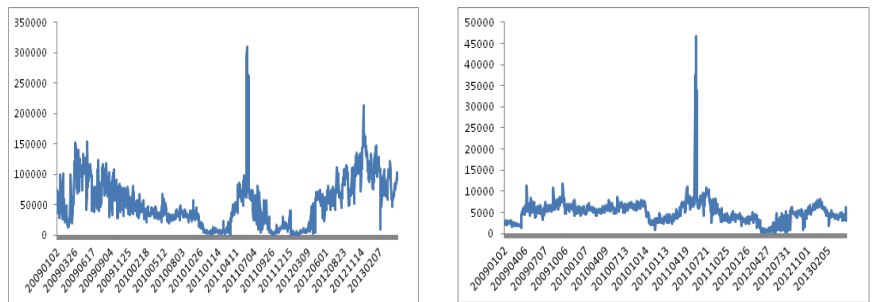
<표 IV-18> 규제 전후 ELW 호가잔량 및 시장품질의 변화

	지수 ELW		주식 ELW	
	규제이전	규제이후	규제이전	규제이후
호가잔량	118,707	145,634	50,499	50,602
H0: 규제이전=규제이후	기각(유의수준 1%) (t-stat: 4.65)		기각 못함(유의수준 5%) (t-stat: 0.04)	
시장품질	6,276	43,036	3,483	1,130
H0: 규제이전=규제이후	기각(유의수준 1%) (t-stat: 12.54)		기각(유의수준 1%) (t-stat: -18.37)	

<그림 IV-10> 지수 ELW(좌)와 주식 ELW(우)의 호가잔량 추이



<그림 IV-11> 지수 ELW(좌)와 주식 ELW(우)의 시장품질 추이



다. 투자자별 거래비중의 변화

ELW 시장에 참여하는 주체는 개인투자자, 외국인투자자, 그리고 LP 역할을 수행하는 금융투자회사로 분류할 수 있다. 매매 전략에 따라 개인투자자 또는 외국인투자자 중에서 고빈도 매매 전략을 사용하는 주체를 스캘퍼로 재분류하기도 한다. 본 연구에서는 ELW 시장에서 일반적으로 분류하는 세 투자자⁸⁰⁾를 대상으로 ELW LP 호가제한 규제 이후

80) 개인투자자, 외국인투자자, 기관투자자로 분류하는 것이 일반적이며 기관

투자자 거래비중의 유의미한 변화를 살펴보고자 한다.

ELW LP의 호가제한 조치 이후 지수 ELW 시장에서는 투자자 비중의 의미 있는 변화가 나타났다. 먼저 규제 이후 개인투자자의 비중은 크게 증가했으며, LP를 수행하는 금융투자회사의 비중은 급격히 감소하였다. 금융투자회사의 비중 감소는 LP 호가제한 조치의 규제 효과로 당연한 결과일 수 있다. 가장 흥미로운 것은 외국인투자자의 비중 증가이다. LP 호가제한 조치 규제 이후 외국인투자자가 기존의 LP를 대신하여 유동성 공급자로서의 역할을 수행하고 있는 것으로 추측된다.

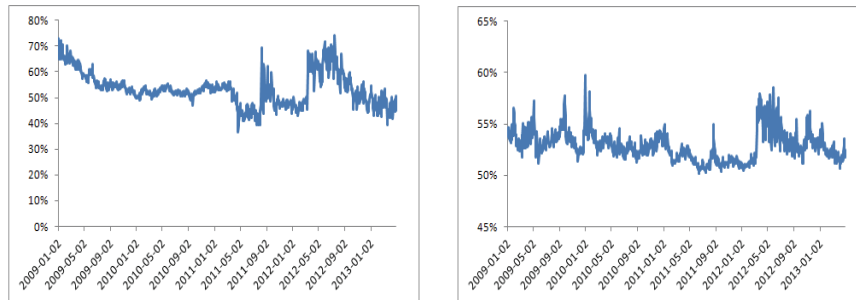
만약 개인투자자가 정보 열위에 있고 금융투자회사 또는 외국인투자자가 정보 우위에 있는 투자자라고 가정한다면, ELW LP 호가제한 조치의 규제 이후 정보비대칭은 더욱 커진 것으로 판단된다. 개인투자자의 비중은 유의하게 증가한 반면, 금융투자회사와 외국인투자자의 비중을 합한 것은 유의한 감소를 보였기 때문이다. 한편, 주식 ELW 시장에서는 투자자 비중의 큰 변화가 나타나지는 않는다. 기존부터 개인투자자와 금융투자회사로 양분되어 있었으며, 규제 이후 개인투자자의 비중이 소폭 증가했으나 외국인투자자는 여전히 참여하지 않는 것으로 나타났다.

투자자는 금융투자회사, 보험, 연기금 등으로 세분류된다. ELW 시장에서는 LP 역할을 수행하는 금융투자회사가 기관투자자의 99% 이상을 차지하기 때문에 기관투자자 대신 금융투자회사라는 명칭을 사용하였다.

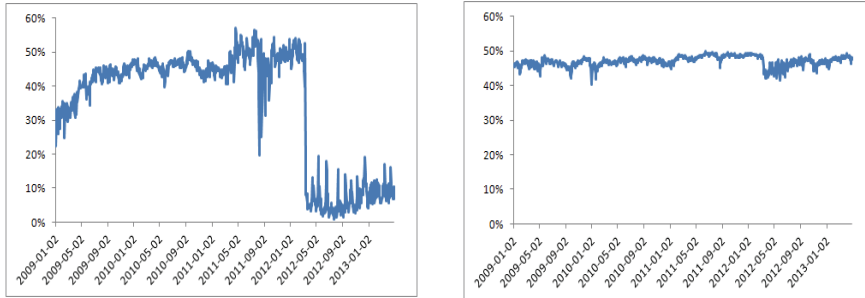
<표 IV-19> 규제 전후 투자자별 ELW 거래비중의 변화

	지수 ELW		주식 ELW	
	규제이전	규제이후	규제이전	규제이후
개인	47.12%	62.57%	51.16%	55.35%
H0: 규제이전=규제이후	기각(유의수준 1%) (t-stat: 28.07)		기각(유의수준 1%) (t-stat: 21.68)	
금융투자	49.53%	6.40%	48.81%	44.58%
H0: 규제이전=규제이후	기각(유의수준 1%) (t-stat: -74.81)		기각(유의수준 1%) (t-stat: -21.38)	
외국인	3.30%	30.88%	0.02%	0.07%
H0: 규제이전=규제이후	기각(유의수준 1%) (t-stat: 50.82)		기각(유의수준 1%) (t-stat: 1.97)	

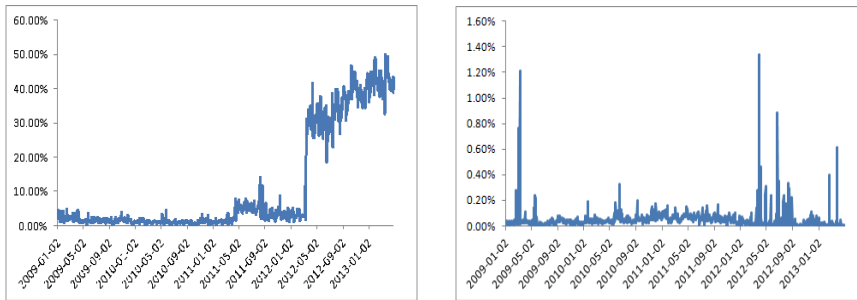
<그림 IV-12> 지수 ELW(좌)와 주식 ELW(우)의 개인투자자 비중 추이



<그림 IV-13> 지수 ELW(좌)와 주식 ELW(우) 금융투자회사 비중 추이



<그림 IV-14> 지수 ELW(좌)와 주식 ELW(우) 외국인투자자 비중 추이



라. 체결가격 및 체결거래량의 변화

ELW LP의 호가제한 조치 이후 틱 데이터 기반의 체결 정보에 유의미한 변화를 살펴보았다. ELW 체결 정보는 평균 체결가격, 평균 체결거래량, 평균 체결거래대금, 그리고 주문 대비 평균 체결비율로 구분하여 살펴보았다. 앞서 언급하였듯이, 2012년 3월 ELW 호가제한 조치 시행

이후 ELW 시장의 일평균 거래대금은 규제 이전의 약 10% 수준으로 크게 감소했다. ELW 거래대금의 감소 원인으로서는 평균 체결금액의 하락, 평균 체결거래량의 감소, 체결비율의 감소 등을 고려할 수 있다. 따라서 규제 이후 미시적인 체결 정보의 유의미한 변화를 통해 ELW 거래대금 감소의 구체적인 원인을 살펴보고자 한다.

먼저 ELW 규제 이후, 지수 ELW와 주식 ELW 모두 평균 체결가격이 큰 폭으로 감소했다. 규제 이전 지수 ELW의 평균 거래 가격은 486원이었으나 규제 이후 282원으로 40% 이상 감소했다. 주식 ELW 역시 평균 거래가격은 225원에서 196원으로 10% 이상 유의한 감소를 보였다. ELW LP 호가제한 조치 이후 고가 종목들은 LP의 유동성 공급이 현저히 줄어들어 거래가 크게 감소한 반면, 호가제한 조치가 적용되지 않는 100원 미만의 저가 종목들의 거래비중이 급증했기 때문으로 판단된다. 저가 종목들의 경우 행사될 확률이 낮기 때문에 일반투자자의 손실 가능성은 더욱 증가했을 것으로 생각된다.

평균 체결거래량 역시 지수 ELW와 주식 ELW 모두 크게 감소했다. 규제 이전 지수 ELW와 주식 ELW의 평균 체결거래량은 10,308과 12,574였으나 규제 이후 각각 4,759와 5,967로 모두 50% 가량 감소했다. 체결거래량의 감소는 LP의 역할이 크게 위축되었기 때문으로 판단된다. 한편, 평균 체결금액은 체결가격과 체결거래량 모두 줄어든 영향으로 지수 ELW와 주식 ELW 모두 유의하게 감소했다.

마지막으로 ELW 주문 대비 체결비율의 변화를 살펴본 결과, 규제 이후 체결비율은 큰 폭으로 감소했다. 규제 이전 지수 ELW와 주식 ELW의 체결비율은 각각 49.21%와 55.58%로 주문의 절반 정도가 체결이 되었으나, 규제 이후 체결비율은 19.46%와 19.15%로 주문의 1/5만 체결되는 상태로 바뀌었다. 규제 이후 체결비율이 현저히 낮아진 데에는 LP 호가제한 조치로 체결 가능성이 낮은 매도호가와 매수호가의 주문이 상

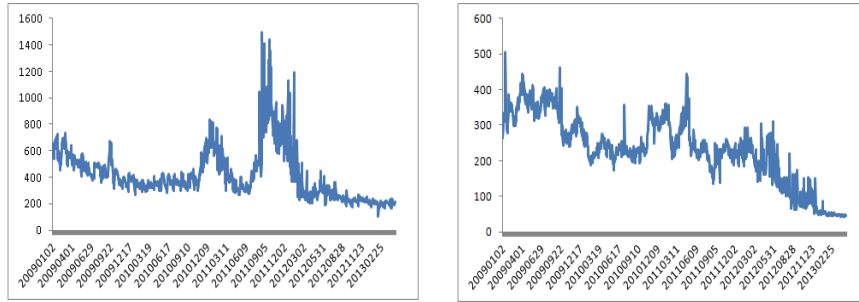
대적으로 늘어났기 때문으로 사료된다.

이상을 종합하면 ELW LP의 호가제한 조치 이후 지수 ELW와 주식 ELW 대부분에서 평균 체결가격이 감소하고 평균 체결거래량이 줄었으며, 주문 대비 체결비율 또한 감소하여 실질적으로 ELW의 거래가 크게 위축된 것으로 판단된다. 특별히 체결가격의 감소는 행사될 확률이 낮은 투기적 옵션의 거래비중이 증가한 것을 뜻하기 때문에 규제 이후 오히려 투기적 거래가 소폭 증가한 것으로 예상할 수 있다.

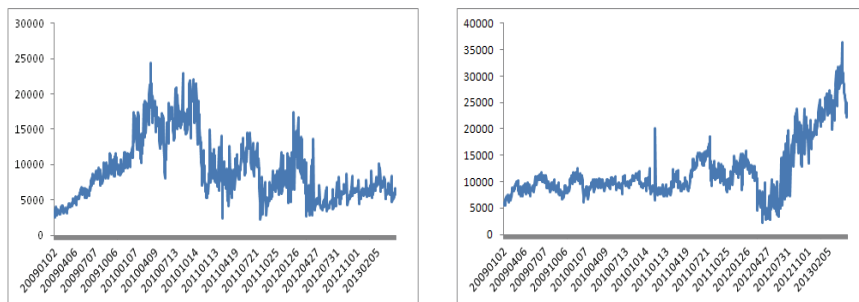
<표 IV-20> 규제 전후 ELW 체결 정보의 유의한 변화

	지수 ELW		주식 ELW	
	규제이전	규제이후	규제이전	규제이후
체결가격(원)	486.9	282.6	225.4	196.7
H0: 규제이전=규제이후	기각(유의수준 1%) (t-stat: -6.69)		기각(유의수준 1%) (t-stat: -3.83)	
체결거래량	10,308	4,759	12,574	5,967
H0: 규제이전=규제이후	기각(유의수준 1%) (t-stat: -12.86)		기각(유의수준 1%) (t-stat: -21.57)	
체결거래대금(백만원)	4.76	1.33	2.83	1.15
H0: 규제이전=규제이후	기각(유의수준 1%) (t-stat: -13.76)		기각(유의수준 1%) (t-stat: -20.32)	
주문 대비 체결비율	49.21%	19.46%	55.58%	19.15%
H0: 규제이전=규제이후	기각(유의수준 1%) (t-stat: -15.95)		기각(유의수준 1%) (t-stat: -27.81%)	

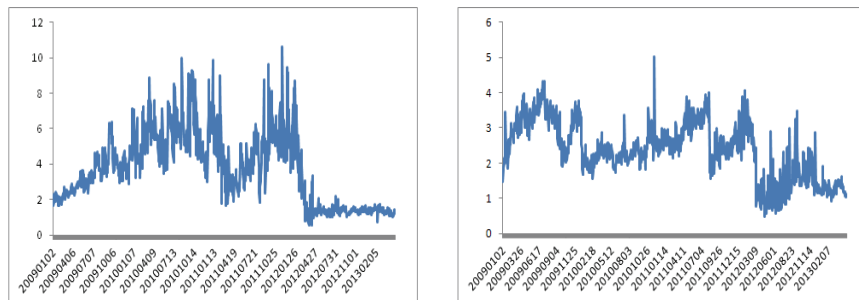
<그림 IV-15> 지수 ELW(좌)와 주식 ELW(우) 체결가격 추이



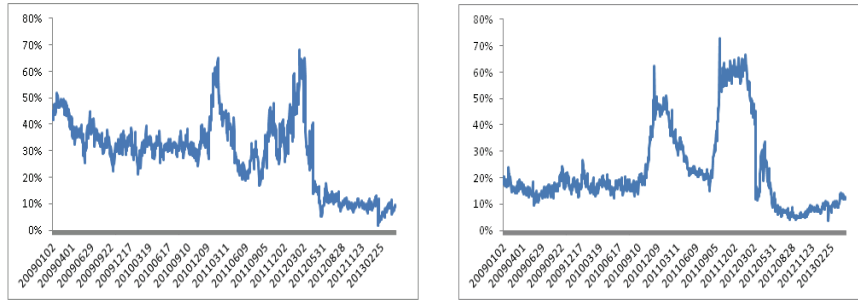
<그림 IV-16> 지수 ELW(좌)와 주식 ELW(우) 체결거래량 추이



<그림 IV-17> 지수 ELW(좌)와 주식 ELW(우) 체결금액 추이



<그림 IV-18> 지수 ELW(좌)와 주식 ELW(우) 체결비율 추이



마. ELW 패리티의 변화

ELW 패리티는 옵션의 행사가격 비율과 유사한 개념이다. 콜 ELW의 경우, 패리티는 체결가격을 행사가격으로 나눈 값으로 정의하며 풋 ELW의 경우, 행사가격을 체결가격으로 나눈 값으로 정의한다. 일반적으로 패리티 100을 기준으로 100을 하회하면 외가격 상품으로, 100을 상회하면 내가격 상품으로 분류할 수 있다. 따라서 패리티가 낮을수록 ELW가 행사될 확률이 낮아지고 패리티가 높을수록 ELW가 행사될 확률이 높아지기 때문에 패리티가 낮을수록 레버리지가 높아 투기적 거래비중이 크다고 말할 수 있다. 본 연구에서는 ELW 호가제한 조치 규제 이후 패리티의 유의한 변화 및 패리티가 90 이하인 극외가격 거래비중의 변화를 통해 투기적 거래비중의 유의미한 증감을 확인하고자 한다.

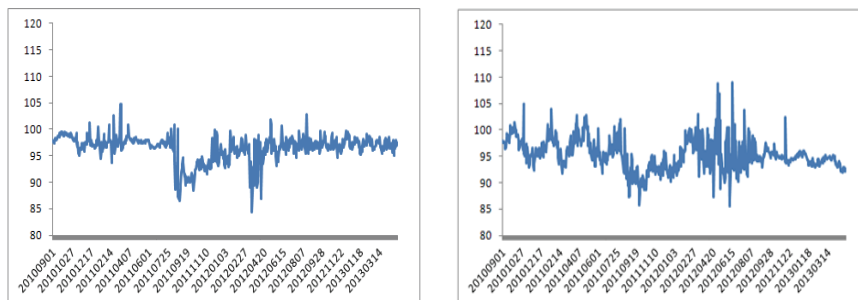
실증분석 결과 ELW 호가제한 조치 이후 지수 ELW의 패리티는 유의수준 5%에서 소폭 감소한 반면, 주식 ELW의 패리티는 유의미한 변화가 나타나지 않았다. 패리티가 낮을수록 행사될 확률이 낮고 레버리지가 높기 때문에 지수 ELW 시장에서는 투기적 거래비중이 증가했다고 말할 수 있다. 한편, 패리티가 90 이하인 극외가격 거래비중을 살펴본 결과

규제 이전에는 지수 ELW의 극외가격 거래비중이 9.51%였으나 규제 이후 19.29%로 약 2배 가까이 상승하였다. 주식 ELW의 극외가격 비중은 전체 거래의 27% 내외로 규제 이전과 이후의 유의미한 차이는 없었다. 이상을 종합하면 지수 ELW 시장에서는 규제 이후 투기적 성향이 높은 외가격 비중이 유의하게 증가했다고 판단할 수 있다.

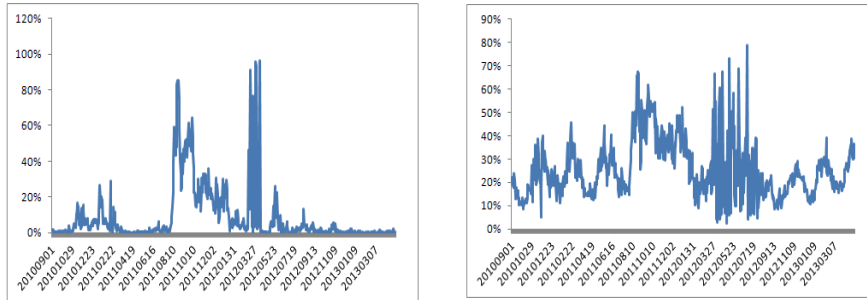
**<표 IV-21> 규제 전후 ELW 패리티 및 극외가격 비중의
유의한 변화**

	지수 ELW		주식 ELW	
	규제이전	규제이후	규제이전	규제이후
패리티	95.80	94.86	95.66	95.81
H0: 규제이전=규제이후	기각(유의수준 5%) (t-stat: -1.85)		기각 못함(유의수준 5%) (t-stat: 0.41)	
극외가격 (패리티<90) 비중	9.51%	19.29%	27.27%	27.17%
H0: 규제이전=규제이후	기각(유의수준 1%) (t-stat: 2.40)		기각 못함(유의수준 5%) (t-stat: -0.03)	

<그림 IV-19> 지수 ELW(좌)와 주식 ELW(우) 패리티 추이



<그림 IV-20> 지수 ELW(좌)와 주식 ELW(우) 극외가격 거래비중 추이



바. 참조가격 대비 가격 괴리율의 변화

한국거래소는 지수 ELW와 주식 ELW에 대해서 참조가격의 형태로 ELW의 실시간 이론가격⁸¹⁾을 투자자에게 공표하고 있어, 이로부터 ELW가 참조가격 대비 고평가되어 있는지 또는 저평가되어 있는지를 판단하는데 유용하다. 본 연구에서는 ELW 가격 괴리율을 ELW 체결가격에서 이론가격을 뺀 값에서 이론가격으로 나눈 값으로 정의하여 ELW 호가제한 조치 이후 ELW 가격 괴리율의 유의미한 변화를 살펴보고자 하였다. 만약 ELW 가격 괴리율이 양(+)의 값을 가진다면 이론가격보다 고평가되어 있는 것을 뜻하며, ELW 가격 괴리율이 음(-)의 값을 가진다면 이론가격보다 저평가되어 있는 것을 뜻한다. 즉 규제 이후 ELW 가격 괴리율이 양(+)의 방향으로 증가했다면, 투자자들은 규제 이후 상대적으로 비싸게 ELW를 구입한다고 볼 수 있기 때문에 투자자의 손실 가능성이 커졌다는 것을 의미할 수 있다.

규제 전후로 ELW 가격 괴리율의 변화를 살펴본 결과, 지수 ELW와

81) ELW의 이론가격은 KIS 채권평가회사로부터 제공받는다.

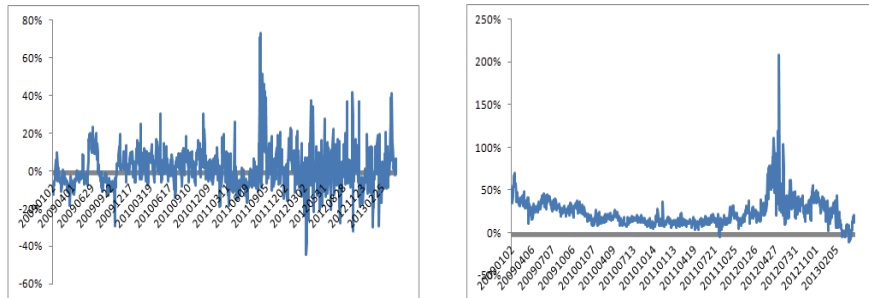
주식 ELW의 결과가 상이하게 나타났다. 먼저 지수 ELW 시장에서는 가격 괴리율이 유의하게 감소했다. 규제 이전의 지수 ELW 가격 괴리율은 2.28%로 투자자들은 이론가격 대비 약 2.28% 비싸게 구입하였으나, 규제 이후에는 가격 괴리율이 음(-)으로 전환되는 등 저렴하게 ELW를 구입하는 것으로 나타났다. 반면, 주식 ELW 시장의 가격 괴리율은 규제 이전에 23.33%에서 규제 이후 59.18%로 약 2.5배 증가했다. 규제 이후 주식 ELW의 상품들은 이론가격보다 비싸게 거래됨을 확인할 수 있다.

가격 괴리율이 50%를 초과하는 거래대금의 비중을 살펴본 결과 지수 ELW와 주식 ELW의 결과는 확연히 달랐다. 지수 ELW 시장에서는 규제 이전 가격 괴리율이 50%를 초과한 거래대금의 비중이 전체의 8.18%에서 규제 이후 2.33%로 약 1/4 수준으로 크게 줄었다. 반면 주식 ELW 시장에서는 가격 괴리율이 50%를 초과한 거래대금 비중은 규제 이후 약 2.5배 이상 증가해 47%를 차지했다. 주식 ELW 시장에서는 거래대금의 절반 가까이가 가격 괴리율이 50%를 초과하고 있어, 주식 ELW 시장에 참여하는 투자자들은 이론가격보다 훨씬 비싸게 구입하고 있다고 말할 수 있다. 이상을 종합하면, 규제 이후 지수 ELW의 고평가 정도는 낮아진 반면, 주식 ELW의 고평가 정도는 커진 것으로 판단할 수 있다.

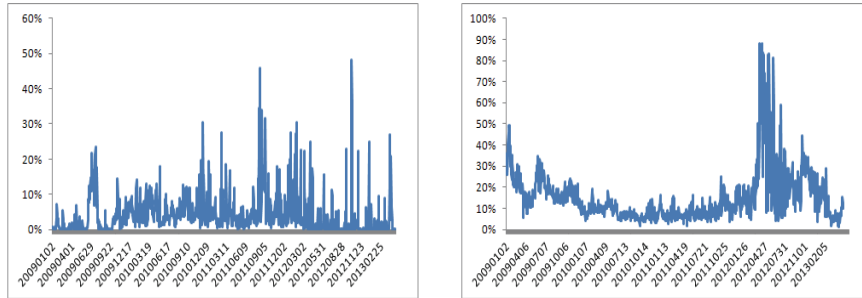
<표 IV-22> 규제 전후 ELW 가격 괴리율의 유의한 변화

	지수 ELW		주식 ELW	
	규제이전	규제이후	규제이전	규제이후
괴리율	2.28%	-1.62%	23.33%	59.18%
H0: 규제이전=규제이후	기각(유의수준 10%) (t-stat: -1.64)		기각(유의수준 1%) (t-stat: 5.16)	
괴리율 50% 초과 비중	8.18%	2.33%	14.20%	47.47%
H0: 규제이전=규제이후	기각(유의수준 1%) (t-stat: -4.99)		기각(유의수준 1%) (t-stat: 10.17)	

<그림 IV-21> 지수 ELW(좌)와 주식 ELW(우) 가격 괴리율 추이



<그림 IV-22> 지수 ELW(좌)와 주식 ELW(우) 괴리율
50% 초과 비중 추이



사. 평균 잔존 만기일의 변화

ELW는 KOSPI200 옵션과 유사하게 만기를 가진 상품⁸²⁾이다. 일반적인 옵션과 유사하게 만기까지 잔존기간이 짧을수록 ELW의 가격 변동성이 커지는 현상이 존재한다. 본 연구에서는 ELW 호가제한 조치 이후 지수 ELW와 주식 ELW 시장에서 체결 종목들의 평균 잔존 만기들의 유의미한 변화를 살펴보고, 이를 통해 투기적 거래 성향의 변화 정도를 알아보고자 하였다.

실증분석 결과, ELW 호가제한 조치 이후 지수 ELW와 주식 ELW 모두에서 평균 잔존 만기일이 크게 감소한 것으로 나타났다. 지수 ELW의 잔존 만기일은 규제 이전 41.84에서 규제 이후 21.44로 절반으로 줄었다. 주식 ELW의 잔존 만기일 역시 규제 이전 129.72에서 규제 이후 78.14로 40% 가량 줄었다. 지수 ELW와 주식 ELW 잔존 만기일의 유의한 감소

82) 만기까지 ELW 기초자산 가격이 발행시점과 동일하게 유지된다면, ELW를 매수한 투자자는 만기까지 ELW를 보유하는 경우 시간가치만큼 손해를 볼 수 있으며 ELW를 발행한 금융투자회사는 시간가치에서 이득을 볼 수 있다.

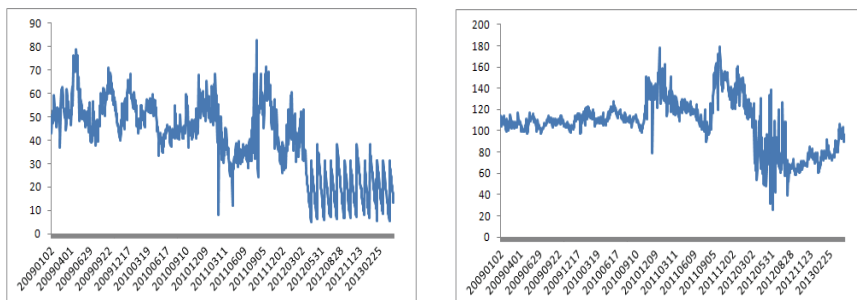
로부터 규제 이후 투기적 거래 성향이 높아졌다고 예상할 수 있다.

한편, 지수 ELW의 잔존 만기일이 주식 ELW의 잔존 만기일보다 크게 작다고 해서 지수 ELW 시장이 주식 ELW 시장보다 더욱 투기적이라고는 말할 수 없다. 지수 ELW 시장의 만기가 20일에 가까운 것은 규제 이후 지수 ELW의 만기가 KOSPI200 옵션의 만기와 같아짐에 따라 나타는 현상으로 볼 수 있다. 즉, ELW 호가제한 조치 규제 이후 지수 ELW에 대해서는 상품 표준화 및 KOSPI200 옵션과의 경쟁 강화 영향으로 지수 ELW 시장은 투기적 거래 성향이 개선되었을 가능성을 부인할 수 없다.

<표 IV-23> 규제 전후 ELW 잔존 만기일의 유의한 변화

	지수 ELW		주식 ELW	
	규제이전	규제이후	규제이전	규제이후
잔존 만기일	41.84	21.44	129.72	78.14
H0: 규제이전=규제이후	기각(유의수준 1%) (t-stat: -13.35)		기각(유의수준 1%) (t-stat: -15.33)	

<그림 IV-23> 지수 ELW(좌)와 주식 ELW(우) 잔존 만기일 추이



아. 고빈도 거래 패턴의 변화

ELW 스캘퍼 사태 이후 ELW 시장에서 고빈도 거래에 대한 부정적 이미지는 사라지지 않고 있다. ELW 시장의 고빈도 거래자들은 신속한 주문 체결 속도를 이용해 LP의 유동성 공급 행위에 앞서 시장 조성 행위를 수행하는 것으로 알려져 있다. 본 연구에서는 LP 역할을 수행하는 금융투자회사를 제외한 개인투자자와 외국인투자자 중에서 고빈도 거래자를 일평균 거래 횟수가 100건 이상인 자로 정의하여 ELW 호가제한 조치 이후 고빈도 거래자 및 고빈도 거래비중의 유의미한 변화를 살펴보고자 하였다.

지수 ELW와 주식 ELW 시장으로 나누어 개인 고빈도 거래자와 외국인 고빈도 거래자의 유의미한 변화를 살펴본 결과, 규제 이후 지수 ELW 시장에서는 개인 고빈도 거래자와 외국인 고빈도 거래자 모두 유의하게 감소한 것으로 나타났다. ELW LP의 호가제한 조치 이전 개인 고빈도 거래계좌 수는 일평균 67.95개에서 규제 이후 31.36개로 절반 이상 줄었으며, 외국인 고빈도 거래계좌 수 역시 규제 이전 14.65개에서 규제 이후 8.45개로 40%가량 줄었다. 한편, 주식 ELW 시장에서는 규제 전후에 외국인 고빈도 거래계좌는 발견되지 않았으며 규제 이후 개인 고빈도 거래계좌 수는 59.31개에서 25.30개로 절반 이상 줄었다.

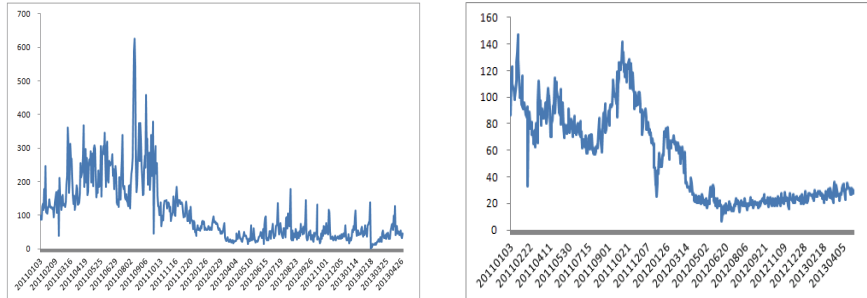
지수 ELW 시장과 주식 ELW 시장에서 고빈도 거래계좌수가 유의하게 감소한 것과는 달리 지수 ELW 시장에서는 외국인의 고빈도 거래비중이 크게 증가한 것이 흥미롭다. 지수 ELW 시장에서 개인의 고빈도 거래비중은 약 5% 감소하여 전체 거래의 24.77%를 차지하고 있으며, 외국인의 고빈도 거래비중은 규제 이전보다 약 3% 증가하여 11.32%를 차지하고 있다. 주식 ELW 시장에서는 개인의 고빈도 거래계좌수가 유의하게 감소함에 따라 개인의 고빈도 거래비중 역시 큰 폭으로 감소한 것

으로 판단된다. 이상을 종합하면 ELW LP의 호가제한 조치 이후 전반적으로 고빈도 거래는 감소한 반면, 지수 ELW 시장에서는 외국인 고빈도 거래의 비중이 크게 증가하는 등 외국인 고빈도 거래자들의 영향력이 확대된 것으로 판단할 수 있다.

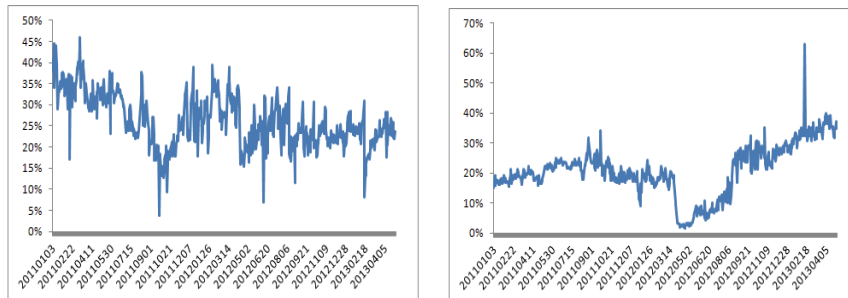
<표 IV-24> 규제 전후 ELW 고빈도 거래정보의 유의한 변화

	지수 ELW		주식 ELW	
	규제이전	규제이후	규제이전	규제이후
고빈도 거래계좌(개인)	67.95	31.36	59.31	25.30
H0: 규제이전=규제이후	기각(유의수준 1%) (t-stat: -14.39)		기각(유의수준 1%) (t-stat: -21.00)	
고빈도 거래비중(개인)	29.02%	24.77%	17.87%	7.22%
H0: 규제이전=규제이후	기각(유의수준 1%) (t-stat: -4.34)		기각(유의수준 1%) (t-stat: -15.33)	
고빈도 거래계좌(외국인)	14.65	8.45	-	-
H0: 규제이전=규제이후	기각(유의수준 1%) (t-stat: -6.63)		-	
고빈도 거래비중(외국인)	8.22%	11.32%	-	-
H0: 규제이전=규제이후	기각(유의수준 10%) (t-stat: 1.55)		-	

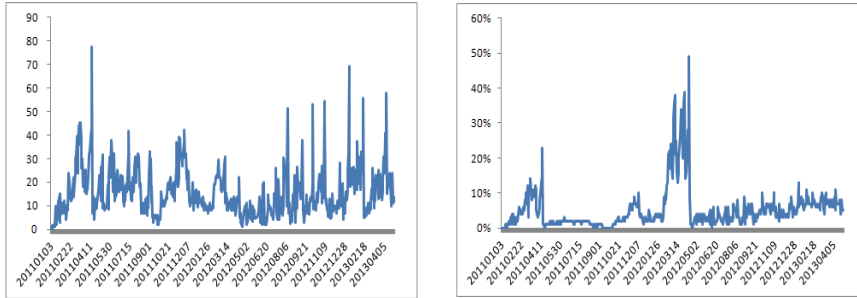
<그림 IV-24> 지수 ELW(좌)와 주식 ELW(우) 개인
고빈도 계좌수 추이



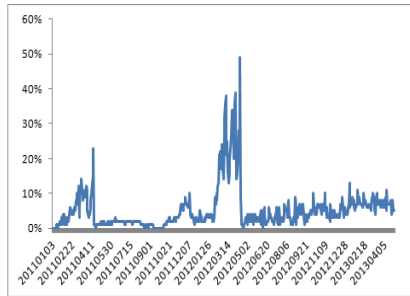
<그림 IV-25> 지수 ELW(좌)와 주식 ELW(우) 개인
고빈도 비중 추이



<그림 IV-26> 지수 ELW(좌)와 주식 ELW(우) 외국인 고빈도 계좌수 추이



<그림 IV-27> 지수 ELW의 외국인 고빈도 비중 추이



자. 소결

지금까지 ELW 호가제한 조치 이후 지수 ELW와 주식 ELW에 대해 ① 호가 스프레드, 유효 스프레드, 호가잔량, 시장품질 등 시장효율성의 유의한 변화 여부, ② 투자자별 거래비중의 유의한 변화 여부 ③ 체결가격 및 체결거래량의 유의한 변화 여부, ④ ELW 패리티 및 극외가격 비중의 유의한 변화 여부, ⑤ 참조가격 대비 가격 괴리율의 유의한 변화

여부, ⑥ 평균 잔존 만기일의 유의한 변화 여부, ⑦ 고빈도 거래 패턴의 유의한 변화 여부 등을 살펴보았다.

실증분석 결과, 지수 ELW 시장과 주식 ELW 시장에서 결과가 상이하게 나타났다. 먼저 지수 ELW 시장에서는 호가 스프레드 및 유효 스프레드가 감소하고 시장품질이 증가하는 등 시장효율성이 개선된 반면, 주식 ELW 시장에서는 호가 스프레드와 유효 스프레드가 증가하고 시장품질이 악화되는 등 시장효율성이 악화된 것으로 나타났다. 투자자별 비중 역시 주식 ELW 시장의 변화는 크지 않았으나 지수 ELW 시장에서는 개인투자자와 LP가 크게 줄어든 반면, 외국인 투자자 비중이 크게 증가한 것으로 나타났다. 기타 투기적 거래 정도의 변화를 나타내는 패리티의 변화, 극외가격 거래비중의 변화, 가격 괴리율의 변화 역시 지수 ELW 시장에서는 대체로 투기적 거래가 줄어든 방향으로 결과가 나타난 반면 주식 ELW 시장에서는 대체로 투기적 거래가 증가한 방향으로 결과가 나타났다. 마지막으로 ELW 스켈퍼와 관련된 고빈도 거래계좌 및 거래비중은 지수 ELW와 주식 ELW 모두에서 규제 이후 유의하게 감소하는 것으로 나타났다. 즉, ELW 호가제한 조치 이후 상당수 고빈도 거래자들이 ELW 시장을 이탈한 것으로 생각된다.

V. 발전 방안

1. 규제 패러다임의 전환 필요성
2. 투자자보호의 실질 강화
3. 기관투자자의 참여 확대
4. 파생상품시장 신인도 개선의 중요성

V. 발전방안

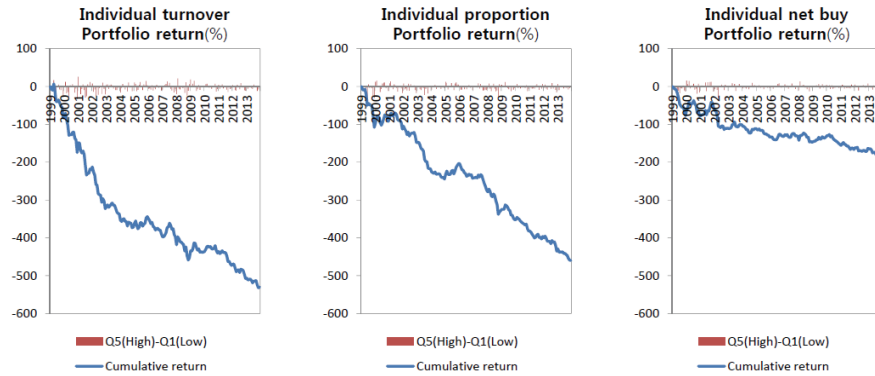
1. 규제패러다임의 전환 필요성

가. 규제원칙의 정립

국내파생상품시장의 발전을 위해서는 무엇보다 규제패러다임의 전환이 필요하다. 규제패러다임으로는 우선 규제원칙을 명확히 수립하고 규제수립 절차를 체계화 하는 것이 중요하다고 할 수 있다. 우선 투자자의 손익에 기반하여 개인투자자의 보호방안을 도입해서는 안 된다는 것이다. 개인투자자는 정보력이 열위하여 기관투자자나 외국인에 비해 투자손실이 클 수 있다. 실제 전상경(2014)의 연구에서는 KOSPI200 옵션과 선물 시장에서 개인투자자의 손해가 지속적으로 관측되는 것으로 나타났다.

그런데 개인투자자의 손실은 비단 파생상품시장만의 문제는 아니다. 김준석·강소현·양진영(2014)의 연구에서는 주식시장에서 개인투자자의 모델 포트폴리오를 다양한 방법으로 구성하여도 개인투자자의 손해가 지속적으로 발생하고 있다. 투자자의 손익에 근거한 투자자보호 규제는 파생상품시장뿐만 아니라 주식시장에도 개인투자자의 진입을 엄격히 규제해야 한다는 논리로 이어질 수 있다. 파생상품시장의 투자자보호도 정보의 비대칭 개선이라는 자본시장 투자자보호 원칙에서 벗어날 이유는 없다.

<그림 V-1> 자본시장법상 투자권유 관련 절차



자료: 김준석·강소현·양진영(2014)

나. 규제수립 절차의 체계화

국내과생상품시장 규제의 근본적인 문제는 새로운 규제를 마련하여 제정하는 절차가 명확하지 않은 점이라고 할 수 있다. 아무리 완벽한 과생상품시장 규제체계를 가지고 있더라도 끊임없이 변화하는 과생상품시장의 속성상 새로운 유형의 사고가 발생하는 것을 모두 방지할 수는 없다. 오히려 과생상품시장에서 발생하는 사고의 사후대책을 수립하고 실행에 옮기는 프로세스의 구축과 규제 원칙을 수립하는 것이 더 중요하다고 할 수 있다.

2008년 글로벌 금융위기 이후 발생한 과생상품시장의 주요 사고들을 보면 2009년 4월 ELS 불공정거래 사건, 2010년 11월의 옵션만기일 사태, 2010년 10월에서 2011년 12월 사이의 ELW 시장에 대한 3차례 건전화 방안, 2013년 12월 주문오류 사태 등이라고 할 수 있다.

그런데 각 사고들에 대한 제도개선 방안 발표까지 소요된 기간은 ELS 불공정거래는 5개월, 옵션만기일 사태는 2개월, 주문오류 사태에는

1개월이었다. 파생상품시장의 복잡성을 감안하면 사태 분석과 개선방안 마련에 충분한 기간이라고 보기는 어렵다. 또한 ELW 사태에 대한 3차례 개선안은 14개월 동안 7개월 주기로 발표되었으며 전술하였듯이 서로 불일치하는 모습도 나타났다.

금융선진국이라고 할 수 있는 미국, 영국, 홍콩 등을 보더라도 파생상품관련 금융사고와 변화하는 시장에 따른 새로운 규제는 계속 나타나고 있다.

미국의 경우, 2010년 5월 6일 다우존스 지수가 한때 9.2%나 폭락하는 이른바 “Flash Crash” 사태가 발생하였다. 2011년 7월에는 Peregrine 금융그룹이 고객예탁금을 무단으로 사용하다가 고객들에게 2억달러의 손해를 끼치고 파산하였으며, 2011년 10월에는 파생상품 중개회사 MF Global이 고객 자산을 유용하다가 갑자기 파산하기도 하였다. 미국 금융당국은 각 사건이 발생한 후 사건의 원인분석과 대안마련에 들어가 Flash Crash에 대해서는 2010년 9월 SEC·CFTC 공동보고서를 발표하고 서킷브레이커 적용 종목을 확대하는 등의 조치를 취하였다. Peregrine과 MF Global 사태에 대해서는 2012년 11월 미의회 보고서가 발표되었으며 2013년 10월 고객펀드 보호를 강화한 금융당국의 규정이 제정되었다.

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

홍콩은 2008년 9월 리먼 사태가 발발하면서 리먼 브라더스가 개인투

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

미국, 영국, 홍콩의 특징을 보면 사건 발생 이후 어느 정도 충분한 시간을 가지고 사건의 진상을 확인하며 그 결과를 문서화된 보고서 형태로 공개한다는 공통점이 있다. Flash Crash에서는 사고 발생 4개월 후 대책이 발표되었고, Peregrine과 MF Global 사태에서는 사고 1년 후에 의회보고서가 나왔으며 투자자보호 강화안은 2년이 지나서야 취해졌다. 영국의 RDR은 무려 6년 6개월 동안 문제점의 인식과 개선안에 대한 논의가 이루어졌다. 홍콩의 미니본드는 업계의 적극적 참여 속에 6년을 주기로 가이드라인이 나오고 있다.

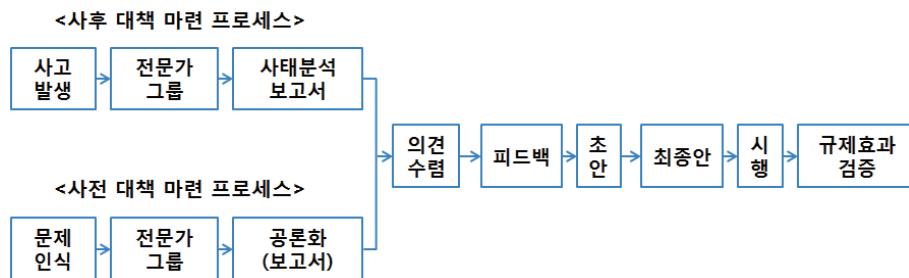
국내의 사고 발생 후 제도개선안 발표까지 기간과 주요국의 처리를 비교하면 국내는 기껏해야 4개월 이내에 현황과악에서 개선안까지 발표하는 반면에 미국, 영국, 홍콩에서는 최소 4개월 이상 2년 정도의 기간이 걸리고 있으며 장기적 프로젝트는 6년 이상을 할애하고 있다. 주요국은 국내에 비해 사건 처리에 훨씬 많은 시간을 쏟고 있다고 할 수 있다.

국내파생상품시장의 규제프로세스도 보다 체계화 할 필요가 있다. 단기적인 제도개선안 도출을 목표로 삼기보다는 충분한 시간과 전문 인력을 투입하여 근본적인 처방을 도출하도록 하는 것이 중요하다. 예를 들어 파생상품시장에서 사고가 발생하는 경우에는 전문가들로 실무그룹을 구성하고 충분한 연구와 논의를 거쳐 사태의 원인이 명확해지면 백서형식의 보고서로 원인 분석과 개선방안을 작성하여 공개하는 것이 필요하

다. 그리고 이해관계자들의 충분한 의견을 듣고 피드백 과정을 거친 다음 제도개선안의 초안을 작성하고 다시 피드백을 거쳐 최종안을 마련하여 시행하는 것이 필요하다. 또한 시행 이후에도 규제효과를 검증하도록 함으로써 오류를 최소화하는 절차가 요구된다.

사고발생이 아니어도 영국의 RDR처럼 금융당국의 선제적 개입이 필요하다면 문제인식 단계에서 전문가 그룹을 결성하여 공론화 보고서를 작성하고 사고발생 후 프로세스와 동일한 절차를 밟으면 될 것이다.

<그림 V-2> 파생상품 규제프로세스 개선 방향



파생상품시장의 규제프로세스 정립은 그동안 꾸준히 문제가 된 옵션 승수의 조정, 미니 선물외의 도입, ELW LP의 호가제한조치에 대한 검토와도 연결되어 있다. 각 조치를 도입하게 된 당초취지와는 달리 조치들이 개인투자자의 투기성을 억제하는데 큰 효과를 보지 못하고 시장의 효율성을 악화시키고 지나친 시장 위축을 초래한 점을 볼 때, 규제프로세스에 따른 재검토가 더욱 필요하다고 할 수 있다.

2. 투자자보호의 실질 강화

가. 개인투자자 분류체계의 합리화 및 권유규제 내실화

1) 파생상품거래 관련 전문투자자 분류의 합리화

개인투자자에 대한 높은 전문투자자 진입 요건과 경직된 투자자 유형의 전환제도로 인해, 외국제도의 관점에서 볼 때는 충분히 전문투자자이나, 자본시장법에서는 여전히 일반투자자로 분류되는 불합리한 경우가 발생할 수 있다. 특히, 파생상품시장의 경우 일반투자자로 분류된 개인투자자의 상당 부분이 법인세를 피하기 위해 부테크형태로 운영되는 사실상의 전문투자자라는 것이 업계의 중론이다. 이들을 실질에 맞게 전문투자자로 재분류하기 위해서는, 우선 영국과 유사한 방식으로, 일반투자자가 양적, 질적, 절차적 요건을 갖춘 경우에 전문투자자로 전환할 수 있도록 방안(1안)을 생각해 볼 수 있다. 즉, 현재 '금융투자상품' 잔고 50억원인 요건을 낮추고 대신 질적 요건을 보다 면밀히 요구하는 방식을 도입함으로써 실질적인 전문가들이 전문투자자로 전환할 수 있도록 상방식 전환요건을 마련하는 것이다. 둘째는 파생상품거래만 한정하여 개인 전문투자자 요건을 우선 낮추고, 향후 종합적인 검토를 통해 나머지 일반투자자의 상방식 전환요건을 마련하는 것이다(2안).

1안은 전면적으로 투자자 분류체계를 개정하여 일반투자자가 전문투자자가 될 수 있는 상방식 전환을 허용하는 방안이다. 파생상품거래 외에 다른 측면의 요소들도 고려해야 하기 때문에 보다 면밀한 검토와 시간을 요한다는 단점이 있다. 2안은 현안인 파생상품거래와 관련된 맞춤형 소폭 개정이고, 별도의 특칙을 만들면 되기 때문에 개정을 위한 검토가 크게 복잡하지 않다는 장점이 있다. 하지만, 다른 투자보다 위험성이

높은 파생상품거래와 관련해서만 우선해서 전문투자자가 될 수 있는 요건을 낮춰준다는 것은 설득력이 떨어질 수 있다. 2안은 추후에 1안과 동일하게 개인투자자 이외의 일반투자자에 대해서도 상방식 전환을 도입함으로써 제도의 완벽을 도모하고자 하는 것이다. 즉, 일반투자자로 분류되는 투자자는 개인투자자와 비상장법인(장외파생상품거래는 제외)의 경우다. 그런데 비상장법인이 법인세의 부담을 안으면서 장내파생상품에 뛰어들 유인이 적고, 2안의 요지는 개인투자자와 관련된 전문투자자 요건만 낮추자는 것이기 때문에 비상장법인의 전문투자자가 되기 위한 요건은 여전히 금융투자상품 잔고 100억원으로서 동일하다. 따라서 빠른 규제완화를 통해 전문가인 개인투자자를 전문투자자로 전환하고자 하는 정책적 판단이 있을 경우에는 2안도 충분히 고려해 볼 수 있는 방안이라 생각한다.

1안과 2안에 따라 일부 '전문' 개인투자자들이 전문투자자로 편입될 경우 2014년 6월에 추가로 강화된 파생상품 관련 규제의 일부분(특히, 의무교육)이 적용되지 않기 때문에 전문투자자가 되고자 하는 인센티브는 있다고 본다.

다만, 개인투자자를 전문투자자로 편입하는 하는 경우, 영국 및 미국과 같이 전문투자자로 판단하게 된 요건의 변화가 있을 시에는 이를 금융투자업자에게 명시적으로 통보할 의무를 해당 전문투자자에게 부여하여야 한다. 그리고 금융투자업자에게도 투자자의 투자성향 및 목적에 따라 정기적인 투자자정보의 갱신의무를 부여하고, 전문투자자로부터 별도의 정보변경에 관한 통지가 없는 경우 현재의 정보에 근거할 수 있도록 법령상의 규정을 마련할 필요가 있다.⁸³⁾ 또한 취득 경로와 상관없이 금

83) 현재는 금융투자협회의 표준투자권유준칙에 따라 금융투자업자가 약관 등에서 이와 유사한 내용을 규정하나, 이를 법령상에서 규정함으로써 보다 명확한 권리의무의 확정과 의무 위반에 따른 책임을 지울 수 있게 될 것이다.

금융투자업자가 투자자정보의 변경이 있음을 알게 되었을 경우 정보를 변경하고, 투자자에 대한 통지와 투자자로부터 이에 대한 확인을 받도록 투자자분류와 관련된 규정을 보다 명확히 하여야 할 것이다.

2) 투자권유규제의 내실화

자본시장법의 적합성원칙과 적정성원칙은 설명의무와 더불어 투자권유규제의 핵심이다. 투자자의 투자목적, 투자경험, 투자성향 등 개별투자자가 제공한 투자프로파일(투자관련 고객정보)에 근거하여 적합한 투자권유와 적정성판단에 따른 고지에 의해 투자자의 책임 있는 투자판단이 가능하기 때문이다. 그러나 지수선물, 옵션 등과 같은 장내파생상품의 경우에는 대부분 최초 계좌를 개설하는 단계에서 적합성과 적정성 판단이 매우 중요하다. 그리고 일정한 기간 동안 비활동계좌 상태로 있다가 다시 활동계좌로 전환될 때에도 새로운 적합성과 적정성의 판단이 필요하다. 물론, 금융투자업자의 객장에서 투자권유에 따라 투자결정을 할 경우에도 당연히 적합성 판단이 필요하다. 그런데 현행 자본시장법 제46조 제2항은 '투자권유 시점'에 적합한 것인가를 요구하고⁸⁴⁾, 제46조의2는 '판매 시점'에 적정한 것인가를 요구하고 있기 때문에 장내파생상품거래의 현실과는 괴리가 있다. 장내파생상품거래에 대한 일반투자자의 적합성과 적정성 판단이 가장 필요한 시점은 장내파생상품거래를 위한 관련

84) 한국거래소의 「파생상품시장 업무규정」 제110조 제2항 단서는 금융투자업자에게 투자자의 프로파일을 감안해서 그 투자자의 장내파생상품거래에 대한 적합성 여부를 판단하고, 적합하지 않다고 인정할 때에는 파생상품계좌설정계약을 체결하지 않아야 한다는 의무를 규정한다. 따라서 우리나라에서도 장내파생상품 거래에 대해서는 '계좌개설 시점'에서 적합성 여부를 따지도록 강제하는 규정이 존재한다. 그럼에도 불구하고, 이하에서는 동 업무규정의 약관적 성격에 비추어 볼 때, 제110조 제2항 단서의 내용을 자본시장법에서 규정하는 것이 바람직하다는 시각과 이를 바탕으로 한 현행 자본시장법의 관련 규정에 대한 해석론을 전개한다.

계좌를 개설하는 시점이다. 이러한 관점에서 미국 NFA규칙 2-30도 최초로 계좌를 개설할 때나 처음으로 거래를 할 시점에 위험을 고지할 의무를 두고 있는 것이다. 우리의 경우도 우선 이점을 분명할 필요가 있다. 아울러, 자본시장법 제46조와 제46조의2에 따른 적합성, 적정성 원칙은 무엇을 하려고 할 경우에 적용되는 것인지를 한 번 더 점검할 필요가 있다. 적정성 원칙은 투자권유를 할 경우에 적합성을 따져서 투자권유를 금지하는 것인데, 무엇을 권유하는 것인가를 분명히 하여야 한다. 파생상품거래와 관련하여, 구체적인 금융투자상품이 아니라 계좌의 개설도 투자권유에 속한다고 해석할 수 있는가를 명확히 할 필요가 있다. 긍정적으로 해석한다면 현행 규정상의 적합성원칙을 파생상품계좌의 개설 시에도 적용할 수 있다. 한편, 일반적으로 파생상품과 관련해서는 투자권유 없이 투자자가 직접 계좌를 개설하기 위한 경우가 보다 일반적이다. 이 경우 적정성원칙이 적용될 것인데, 제46조의2는 파생상품등을 판매하려는 때에 적정성을 따지라고 규정한다. 따라서 문리적 해석에 따르면 계좌개설은 적정성원칙이 적용되지 않게 된다. 하지만, 계좌개설 단계에서도 이미 이를 통해 파생상품등을 판매하기 위한 목적이 있다고 보아야 하므로, 해석상 계좌개설 시에도 적정성의 원칙이 적용된다고 하여야 할 것이다. 미국 NFA는 파생상품거래의 경우 높은 가격변동성으로 인해 개별 상품별 적합성·적정성보다는 고객별 적합성·적정성이 중요하고, 이는 계좌개설 단계에서 판단하는 것이 가장 중요하다고 강조한다.

영국 COBS 및 미국 NFA규칙의 사례는 취득정보의 항목과 내용이 적합성을 따지기에 충분하도록 규정되어 있다. 그러나 자본시장법과 시행령, 시행규칙 및 감독기관의 규정 그 어디에도 상세한 필수취득 정보의 항목과 내용에 대한 규정을 찾을 수 없고, 금융투자협회의 표준투자권유준칙에서 이를 규정하고 있다. 분쟁발생 시 금융투자업자가 적합·적정한 판단을 하였는가에 대한 가장 기본적인 근거가 되는 것이 필수적

으로 취득해야 할 투자자의 관련정보이다. 그럼에도 불구하고, 이 같은 내용을 표준투자권유준칙에 맡기고 있어 금융투자업자와 투자자의 핵심적 권리·의무에 변동을 줄 수 있다. 따라서 차제에 이를 적어도 금융투자업 감독규정으로 옮길 필요가 있다. 표준투자권유준칙에 포함된 현재의 항목은 영미의 사례와 상당히 유사하므로 특별히 더 가감할 것은 없다고 보나, 파생상품거래 내지 파생상품거래계좌의 개설을 위해 별도로 필수적 취득정보와 이에 대한 취급규정을 둘 필요는 없는지 고민할 필요가 있다. 파생상품거래의 높은 위험성을 감안한다면, 별도의 파생상품거래용 투자자정보 확인서를 만드는 것이 바람직한 것으로 판단된다. 그리고 미국 NFA규칙과 같이 계좌개설 시 계좌개설 승인자의 이름을 기재하도록 하고, 투자자정보를 직접 취득한 담당직원의 이름, 취득방법, 위험고지일 등을 함께 기재하도록 함으로써 금융투자업자의 파생상품거래계좌 개설에 따른 신중을 기하도록 유도할 필요도 있을 것이다.

셋째, 미국 NFA규칙과 같이 파생상품거래의 경우에는 전문투자자인가를 따지지 않고, 전문투자자인 경우에도 개인투자자라면 적합성, 적정성 원칙을 적용하여 그들의 보호를 두텁게 하는 방안을 고려해 볼 필요가 있다. 이는 앞서 언급한 개인투자자가 전문투자자로 전환하는 것과는 연관이 있다. 사실 전문투자자와 일반투자자를 분류하는 것은 금융투자업자의 규제준수 비용을 줄이고, 한정된 규제자원을 일반투자자의 보호에 집중하기 위한 목적이 크다. 그러나 그러한 목적보다 파생상품시장에서의 개인투자자는 전문투자자임에도 불구하고 적어도 적합성원칙과 적정성원칙 및 설명의무를 적용함으로써 파생상품시장 전체의 효율과 규제비용을 줄일 수 있다고 본다. 물론, 이에 대해서는 경제적 분석이 필요하겠지만, 적어도 미국의 사례를 참조로 한다면, 전문투자자인 개인투자자에 대해서도 적합성·적정성원칙을 적용하는 것에 큰 무리가 있는 것은 아니라고 판단된다.

넷째, 현행 개인투자자의 파생상품거래와 관련한 한국거래소의 기본

예탁금제도는 사실상 금융투자업자의 적합성, 적정성 판단을 게을리 해도 된다는 잘못된 인식을 줄 수 있다. 기본예탁금을 낼 수 있는 정도의 개인투자자라면 충분히 위험을 알고 있다고 간주하여, 투자자의 진정한 투자성향이나 그 밖에 적합성과 적정성 판단을 소홀히 할 수 있기 때문이다. 금융투자업자의 적합성 및 적정성 판단을 믿는다면, 굳이 한국거래소가 기본예탁금과 같은 제도를 유지할 필요가 없다. 투자권유규제의 내실화와 더불어 기본예탁금 요건은 철폐되어야 할 것이다.

끝으로, 투자자분류에서 언급했던 바와 같이, 적합성 및 적정성의 판단을 위해서는 일반투자자에 대한 현재 정보가 필수적이다. 그러므로 투자자정보의 갱신의무와 투자자의 갱신협조의무, 갱신내용의 통지 및 확인의무 등을 금융투자업규정에 담는 것도 아울러 고려하여야 할 것이다.

나. 파생상품업무책임자 역할 강화

국내파생상품시장의 본질적 문제는 양적 성장에도 불구하고 잇따른 사고로 인한 신인도의 하락이다. 전술한 규제 체계적 정립과 더불어 투자자의 신뢰를 회복하는 적극적 조치도 필요하다. 파생상품시장 참가자들의 자율규제 강화가 요구되고 있으며 특히 금융투자회사가 개인투자자에 대한 보호를 강화하고 불공정거래의 가능성을 최소화하기 위한 노력을 기울여야 한다.

금융투자회사의 경우 최고 경영진이 관련 위험을 이해하지 못하고 책임지기 어려운 파생상품거래나 소매영업은 포기할 수도 있는 내부통제 문화가 자리를 잡아야 한다. 그러기 위해서는 자본시장법 시행과 함께 도입된 파생상품업무책임자와 파생상품 영업관리자의 역할과 책임을 강화할 필요가 있다.

자본시장법에서는 제28조에 내부통제기준과 준법감시인의 역할을 제시하고 있다. 그런데 파생상품에 대해서는 별도로 제28조의2를 통해 파생상품업무책임자를 신설하였다. 금융투자회사 표준내부통제기준 제37조에서 정의하고 있는 파생상품업무책임자의 구체적 업무는 (1) 파생상품 투자자보호에 필요한 절차나 기준의 수립 및 집행에 관한 관리·감독업무, (2) 장외파생상품 매매에 대한 승인 업무 등이다. 또한 파생상품업무 책임자는 일반투자자를 대상으로 장외파생상품을 신규 취급하는 경우 해당 상품 구조의 적정성에 대한 심사 절차를 별도로 마련·운영하여야 한다. 그리고 준법감시인으로 하여금 파생상품업무책임자의 업무수행 적정성 및 파생상품의 리스크를 감안한 성과보상체제가 유지되고 있는지에 대해 점검하도록 하고 있다.

또한 금융투자회사는 표준내부통제기준 제38조에 의하여 영업점별로 파생상품 영업관리자를 두도록 하고 있다. 파생상품 영업관리자는 고객이 파생상품거래를 위한 계좌를 개설하는 경우 해당 고객이 파생상품거래에 필요한 기초지식을 가지고 있는지 여부와 투자권유인의 자격을 확인하여야 한다. 그리고 일반투자자의 파생상품 영업과 관련하여 (1) 거래내용이 고객의 투자목적 등에 비추어 적합한지 여부, (2) 파생상품의 거래유형별 규모 및 빈도가 적절한지 여부, (3) 계좌에서 발생한 수수료의 과다 여부, (4) 계좌의 실현·미실현 손익규모, (5) 포지션의 과도한 집중여부 등을 주기적으로 점검하여 위법·부당행위가 발생하지 않도록 하여야 한다. 파생상품업무책임자는 파생상품 영업관리자가 부적합하다고 인정하는 경우 재지정을 요구할 수 있다.

내부통제의 강화 방안으로는 파생상품업무책임자의 역할범위를 장내외 파생상품 이외에 파생결합증권과 파생결합사채까지 확대하고 이들 상품에 투자하는 개인투자자의 보호 방안을 마련하도록 할 필요가 있다. 또한 최소 연간 1회 이상 투자자보호 업무 수행 결과와 기준의 적정성

및 집행의 문제점을 문서화하여 최고경영진이나 리스크관리 위원회에 보고하도록 명문화 할 필요가 있다. 또한 파생상품 영업관리자의 업무대상도 파생상품업무책임자와 동등하게 확대하고 기존 5개의 점검사항 주기를 구체화하고⁸⁵⁾ 일정 기준을 넘는 경우 투자자에게 고지할 수 있도록 할 필요가 있다. 파생상품업무책임자는 이에 대한 기준을 설정하여야 한다.

또한 현재 모범규준에서 정의되어 있는 파생상품업무책임자의 역할과 책임을 상위법령으로 상향조정하여 새로 정의할 필요가 있다. 이미 자본시장법에서 정의되어 있는 파생상품업무책임자가 실질적으로 투자자보호의 책임을 맡게 된다면 금융투자회사 내부통제가 보다 강화되고 불완전판매의 가능성을 낮추고 개인투자자에 대한 판매 이후 사후관리도 보다 철저해질 가능성이 커질 것이다.

다. 정기적인 투자자 서베이 실시

그동안 개인투자자보호를 위해 여러 조치가 도입되었지만 실제 개인투자자의 정확한 상황에 근거한 대책수립이었다고 하기는 어려웠다. 파생상품시장에 참여하는 개인투자자의 실태에 대한 자료가 부재하다는 것이 가장 큰 문제점이라고 할 수 있다.

따라서 파생상품시장의 투자자보호 규제를 효과적으로 입안하고 집행하기 위한 개인투자자에 대한 투자정보 데이터베이스 구축이 요구된다. 일차적으로는 정기적 서베이를 통한 투자정보와 성향에 대한 자료를 수집할 필요가 있으며, 매 실시마다 공통된 질문을 설정함으로써 시계열 분석이 가능하도록 하고, 더불어서 시기적으로 이슈가 되는 문항을 보충

85) 예를 들어 최소 분기에 1회 이상이다.

할 필요가 있다. 정기적 투자자 서베이 실시는 관련 규제수립의 효과를 높일 뿐만 아니라 투자자와의 의사소통 채널이 될 수 있어 시장 투명성을 개선하는데도 일조할 수 있을 것이다.

홍콩의 경우, HKEx는 1989년 이후 지속적으로 개인투자자를 대상으로 투자행태에 대한 서베이를 실시하고 있다. 설문대상 표본은 인구통계학을 고려하여 추출하였으며, 설문문항은 개인투자자의 포트폴리오 구성 현황, 거래패턴 및 거래방식, 거래소 상품에 대한 특성 이해도를 묻고 있다.⁸⁶⁾

국내파생상품시장의 효과적 규제체계와 시장 투명성 증진을 위해서는 홍콩의 사례를 참조하여 업계 또는 감독당국이 주관하는 대규모 개인투자자 서베이를 정기적으로 시행할 필요가 있다.

3. 기관투자자의 참여 확대

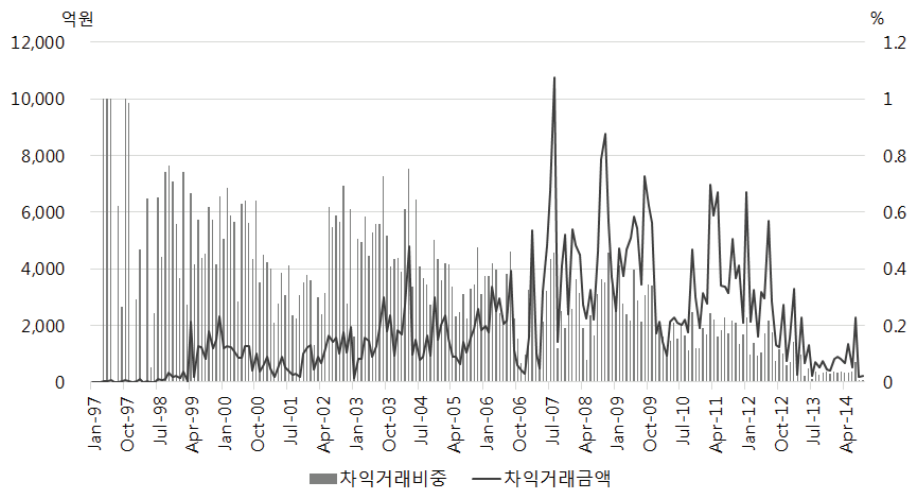
가. 차익거래 시장 복원

6.17 발전방안을 통해 금융당국은 국내파생상품시장을 전문투자자 중심으로 육성함으로써 금융선진국에 비해 높은 개인투자자의 비중을 낮출 계획임을 밝히고 있다. 그러나 국내파생상품시장의 기관투자자 비중은 갈수록 낮아지고 있다. KOSPI200 선물의 경우 2009년 기관투자자의 거래대금 비중은 42.8%에 이르렀으나 2014년 1월부터 9월까지 비중은 22.1%에 불과하다. KOSPI200 옵션도 같은 기간 22.7%에서 12.6%로 감소하였다.

86) 구체적 설문문항에 대해서는 부록을 참조

국내파생상품시장에서 기관투자자의 거래비중이 축소된 이유는 여러 가지가 있을 수 있겠으나 기관투자자의 차익거래 감소로 인한 영향을 무시할 수는 없다. 차익거래는 2009년까지만 해도 전체 프로그램매매의 30% 이상을 차지하였으나 2010년 공모펀드에 대한 비과세조항이 철폐되고 2013년 우정사업본부에 대한 비과세조항이 철폐되면서 2014년 들어서는 차익거래비중이 4% 전후로 급격히 위축되었다.

<그림 V-3> 차익거래 추이



차익거래는 파생상품시장의 주요한 순기능이라고 할 수 있다. 주식시장과 파생상품시장의 차익거래는 주식가격이 균형가격으로 수렴할 수 있도록 기능을 수행하고 있어 지금과 같은 침체는 시장의 효율성을 낮출 가능성이 있다.

따라서 기관투자자들이 보다 적극적으로 차익거래에 나설 수 있도록 제도적 보완을 할 필요가 있다. 무엇보다 차익거래에 수반되는 주식거래에 대한 거래세 부과를 이전과 같이 면제하도록 하는 것이 필요하다. 만

약 이전처럼 공모펀드와 공공자금의 차익거래에 대해 모두 면세혜택을 주기 어렵다면 공익적 성격의 기관투자자부터 거래세를 면제하거나 감면해주는 방안이 모색될 필요가 있다. 연기금 등 공익적 기관투자자가 차익거래에 참여하면 시장의 효율성을 올리는 것과 함께 수익이 사유화되지 않을 수 있다는 점에서 면세혜택의 명분이 될 수 있다.

나. 보험사 보증옵션 리스크 해소

전문투자자 중심의 파생상품시장 활성화를 위해 보험사의 참여를 유인할 필요가 있다. 현재 보험사의 파생상품시장 참여는 극히 제한적이다. 2014년 상반기 보험사의 장내외 파생상품 거래금액은 56.6조원으로 전체 거래금액의 0.26%에 불과하다. 기초자산 별로 거래량이 가장 많은 파생상품은 통화파생상품으로 39.4조원이다. 특히, 장내파생상품의 거래량은 18.6조원⁸⁷⁾에 그쳐 증권회사의 0.1%에 불과한 실정이다.

한국 보험사가 파생상품거래에 얼마나 소극적인지는 미국 보험사와의 비교를 통해 명확히 알 수 있다. 미국 보험사는 금리 위험에 노출된 자산의 29.3%와 주식관련 위험에 노출된 자산의 14.6%에 해당하는 파생상품을 보유하고 있지만 한국은 각각 0.9%와 5.3%의 파생상품만 보유함으로써 위험관리 측면에 있어서 미국과 매우 대조적이다.

87) 보험사의 기초자산별 장내파생상품 거래금액은 금리선물 10조원, 주가지수 선물 5.5조원의 순이다.

<표 V-1> 한국과 미국 보험사의 파생상품 금액 비교

(단위: 십억원, 백만달러)

		금리관련	주식관련	외환관련
한국	파생상품 금액	2,893	3,304	27,349
	관련자산 금액	338,294	62,794	28,945
	비율	0.9%	5.3%	94.5%
미국	파생상품 금액	842,898	225,914	91,980
	관련자산 금액	2,877,492	1,546,085	97,463
	비율	29.3%	14.6%	94.4%

자료: 조영현(2014)

물론 그동안 한국 보험사가 파생상품시장에 참여하는 데는 제약이 많았다. 우선 보험사의 파생상품거래는 일부 예외를 제외하고 한도규제를 적용 받고 있다.⁸⁸⁾ 한도규제의 예외가 되는 경우로는 위험회피회계를 적용 받는 경우, ELS/CLN 등 제한적으로 허용된 구조화증권에 대한 투자 등으로 매우 한정적이다.⁸⁹⁾ 또한 한국 보험사는 파생상품을 활용하여 적극적으로 리스크를 관리할 유인이 매우 낮다고 할 수 있다. 리스크 헤지로 인하여 경감한 위험액이나 자본금이 보증위험액과 보증준비금의 산정에 반영되지 않고 있기 때문이다.⁹⁰⁾

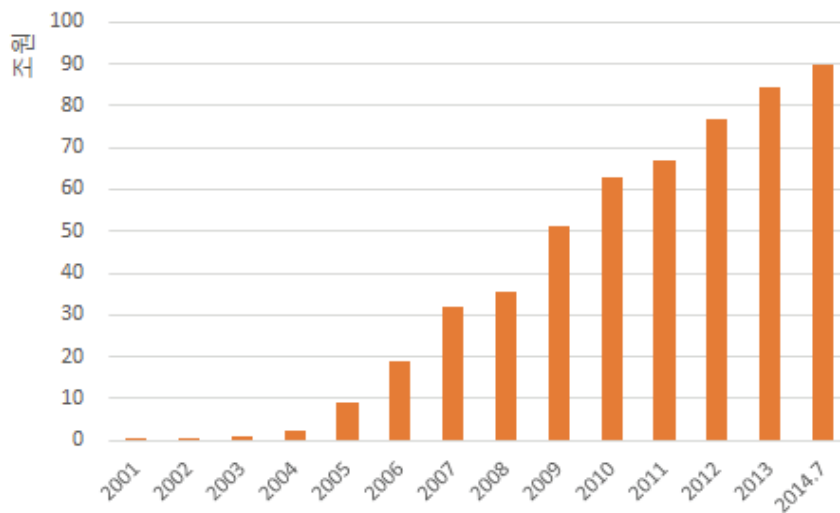
88) 파생상품의 거래한도는 보험업법 제106조에서 장내파생상품은 위탁증거금(선물)과 프리미엄(옵션)의 합계가 총자산의 6%로 장외파생상품은 명목금액이 3%로 설정되어 있다.

89) 보험업 감독규정 별표 9 제4항

90) 현재는 보증준비금 산정시 헤지효과의 미반영으로 보증준비금 평가손익과 헤지자산 평가손익의 넷팅이 일어나지 않아 회계상 손익이 변동하게 된다(보험업 감독업무 시행세칙 제4-15조 별표 24). 또한 보증위험액 산정시 헤지효과가 반영되지 않아 시장위험이 더 커지는 모순적 상황이 발생한다(보험업 감독업무 시행세칙 제4-15조 별표 22).

그런데 이런 상황은 최근 크게 변화하고 있다. 우선 최근 10년간 변액보험이 급증하면서 관련 리스크의 헤지 필요성이 커지고 있다. 2004년 2.3조원에 불과했던 변액보험 자산은 2014년 7월 기준으로 89.9조원으로 성장하였다. 변액보험은 풋옵션에 해당하는 여러 가지 종류의 보증옵션⁹¹⁾을 내재한 경우가 많아서 이에 대한 리스크 헤지 필요성이 증가하고 있다.

<그림 V-4> 변액보험 자산규모 추이



자료: 생명보험협회

91) 주요 보증옵션은 최저 연금적립금을 보장하는 GMAB(Guaranteed Minimum Accumulation Benefit), 최저 사망보험금을 보장하는 GMDB(Guaranteed Minimum Death Benefit), 최저 적립이율을 보장하는 GMIB(Guaranteed Minimum Income Benefit), 연금지급금의 최저 수준을 보장하는 GLWB(Guaranteed Minimum Lifetime Withdrawal Benefit)으로 구분된다.

실제 보증옵션의 리스크 관리는 세계 주요 생명보험사의 핵심적 업무로 부각되고 있다. 미국 Hartford 보험사는 변액보험의 보증옵션 리스크의 부적절한 관리로 변액보험사업을 중단해야 했으며⁹²⁾ 푸르덴셜은 반대로 글로벌 금융위기 국면에서 보증옵션의 평가손실이 30.2억달러나 발생하였으나 리스크 헤지로 인한 평가이익이 25.8억달러 발생하면서 위기를 극복할 수 있었다.⁹³⁾

한국 보험사들도 급증하는 보증옵션 리스크에 대한 헤지가 시급한 상황이다. 실제 2018년에는 IFRS에 따른 부채의 공정가평가가 시행될 예정이기도 하다. 다행히 금융당국은 보험업감독규정을 개정하여 변액보험의 보증옵션을 헤지하기 위한 파생상품거래를 파생상품 한도예외로 추가하기로 함으로써 제도적 제약을 완화하였다.⁹⁴⁾

보험사들이 주가지수 파생상품을 이용하여 보증옵션을 헤지하면 최대 97%까지 위험을 경감할 수 있다는 연구⁹⁵⁾가 보고되는 등 파생상품을 활용한 적극적 헤지전략이 요구되고 있다. 그러나 아직 보험사의 파생상품을 활용한 보증옵션 헤지능력은 매우 미약한 상황으로 금융투자업계 공동의 적극적 노력이 필요한 상황이다. 프라임브로커의 경우 보험사의 헤지에 필요한 자금거래를 지원하는 방안이 필요하며, 전문적인 헤징 기법을 조언할 전문가 그룹의 역할도 필요하다. 또한 보증옵션의 헤지용 파생상품이 일시에 쏟아지면 반대매매가 원활하지 않은 경우 시장의 충격을 줄 가능성도 존재하기에 이를 방지하기 위한 대안 마련도 시급하다고 하겠다.

92) 이경희(2012)

93) 보험개발원(2012)

94) 보험업감독규정의 관련 조항은 2014년 9월 30일 개정되었다.

95) 보험개발원(2010)

4. 파생상품시장 신인도 개선의 중요성

한국파생상품시장은 아직 외부로부터 급격한 충격이나 만기일에 아직 취약한 부분이 나타나고 있고 개인투자자의 투기적 거래에 대한 선호현상도 지속되고 있다. 하지만 전체적으로는 파생상품시장에 대한 그동안의 우려에서 점차 벗어나고 있다. 파생상품시장이 경제규모에 비해 크다는 것도 본문에서 설명했듯이 이제는 국제추세와 크게 벗어나지 않으면서 질문이 더 이상 유효하지 못한 상황이다. 또한 개인투자자의 과도한 파생상품시장 참여도 점점 진정되는 추세이다. 금융선진국과의 개인투자자 비중 차이도 점차 줄어들고 있다.

지금이야말로 한국파생상품시장은 중장기적 발전을 위한 토대를 마련해야 할 시점이라고 할 수 있다. 무엇보다 추락한 파생상품시장의 신인도 개선이 급선무라고 할 수 있다. 금융투자업계는 일시적 이익보다 파생상품시장의 평판을 높이는 데 공동의 노력을 기울여야 한다.

이러한 목적을 달성하기 위해서는 자율규제 및 내부통제의 실질적 강화가 요구된다. 아무리 새로운 규제를 도입하여 시장 질서를 바로잡으려고 하여도 시장참여자의 자각이 없이는 이를 달성하기가 쉽지 않다. 또한 시장질서 교란행위에 대한 단호한 법집행도 필요하다. 형식적으로는 규제가 존재하여도 실제 이를 우회하거나 무시하는 일이 빈번히 발생한다면 도덕적 해이가 만연해지면서 시장의 근간이 훼손될 것이다.

한국파생상품시장의 신인도 확보는 단순히 투자자와의 관계 회복을 위해 중요한 것이 아니라 점점 치열해지는 아시아의 파생상품시장 재편에 대응하기 위해서도 선결되어야 할 과제이다. 현재 주요 글로벌 거래소들은 합병과 제휴를 통해 성장잠재력이 높은 아시아 시장에 적극 진출하고 있다. Eurex를 보유하고 있는 Deutsche Börse는 2014년 1월 TAIFEX(Taiwan Futures Exchange)의 지분 5%를 매입하고 싱가포르에

청산소를 설립할 계획임을 밝혔으며⁹⁶⁾, 2013년 NYSE를 인수한 ICE는 2014년 2월 SME(Singapore Mercantile Exchange)의 인수를 완료하였다. 이미 1984년부터 싱가포르거래소(SGX)와 전략적 제휴를 맺고 있는 CME를 고려하면 글로벌 거래소의 아시아 진출은 매우 적극적이라고 할 수 있다.

또한 중국의 상하이거래소 등은 새로운 국채선물과 주가지수 옵션 등 새로운 파생상품을 출시할 예정이며, 홍콩은 위안화 관련 상품과 원자재 파생상품의 허브로 탈바꿈하려 하고 있다. 싱가포르의 SGX는 장외파생상품을 비롯해 아시아 통화 NDF의 중심시장이 되어 가고 있다. 일본은 2013년 1월 TSE와 OSE가 JPX로 통합된 이후 본격적인 상품개발과 시장 확대를 모색하고 있다.

한국파생상품시장도 아시아시장의 급변에서 자유로울 수 없다. 무한 경쟁구도에서 총체적 노력을 기울이기 위해서도 떨어진 투자자의 신뢰를 회복하는 것이 최우선 과제가 되어야 할 것이다.

96) Stafford(2014)

VI. 결론

VI. 결론

한국파생상품시장의 문제로 제기되던 wag-the-dog의 제반 문제점을 살펴보면 현물 주식시장의 변동성 증가 등의 현상은 유의미한 관측이 나타나지 않고 있다. 다만 영향만기일 효과가 일정부분 지속적으로 관측되고 있는데 시장 미시제도의 보완이 필요한 부분이라고 할 수 있다. 더불어, 급격한 양적성장 속에 제기되던 한국파생상품시장이 실물경제규모에 비해 지나치게 크거나, 파생상품시장 본연의 기능인 위험의 헤징보다는 단기적 차익을 노린 개인투자자들이 과도한 투기적 거래를 벌이고 있다는 문제제기는 최근 들어 완화되고 있는 추세이다.

최근의 KOSPI200 옵션승수 인상과 ELW 시장의 호가제한 조치는 금융당국의 당초 목적을 일부 달성하긴 하였으나 일부에서는 기존의 문제가 지속되거나 부작용이 나타나고 있다. 특히, 규제이후 KOSPI200 옵션시장과 주식 ELW 시장에서 호가 스프레드와 유효 스프레드가 유의하게 증가하고 호가잔량 및 시장품질이 크게 악화되어 직·간접적인 거래비용의 증가를 초래하였다. 따라서 개인투자자에 대한 직접적 규제보다도 시장 미시구조의 개편과 다양한 투자자의 참여로 시장의 효율성을 높여야 할 것이다.

한국파생상품시장은 이제까지 양적성장에 집중되어 온 것에서 탈피하여 지속가능한 발전을 위해 질적 제고를 위한 노력을 기울여야 할 시점이다. 무엇보다 규제패러다임의 전환이 필요하다. 첫째로 규제원칙을 명확히 수립하고 규제수립 절차를 체계화 하는 것이 중요하다고 할 수 있다. 둘째로 투자자의 손익에 근거하여 개인투자자의 보호방안을 도입하는 방식을 지양해야 한다. 투자자의 손익에 따른 투자자보호는 파생상품시장뿐만 아니라 주식시장에도 개인투자자의 진입을 엄격히 규제해야 한다는 논리로 이어질 수 있다.

파생상품거래와 관련하여 전문투자자 분류의 합리화와 투자권유규제의 내실화가 필요하다. 이들을 실질에 맞게 전문투자자로 재분류하기 위해서는, 우선 영국과 유사한 방식으로서, 일반투자자가 양적, 질적, 절차적 요건을 갖춘 경우에 전문투자자로 전환할 수 있도록 하는 방안을 생각해 볼 수 있다. 적합성·적정성 원칙과 관련해서는 투자자보호의 실질을 강화하기 위해 파생상품의 경우 계좌개설 단계에서부터 이를 적용하는 것이 매우 중요하다.

금융투자회사의 경우 자본시장법 시행과 함께 도입된 파생상품업무 책임자와 파생상품 영업관리자의 역할과 책임을 실질적으로 강화할 필요가 있다. 또한 파생상품시장의 투자자보호 규제를 효과적으로 입안하고 집행하기 위한 개인투자자에 대한 투자정보 데이터베이스 구축이 요구된다.

한국파생상품시장을 전문투자자 중심으로 육성하기 위해서는 기관투자자들이 보다 적극적으로 차익거래에 나설 수 있도록 제도적 보완책을 마련할 필요가 있다. 무엇보다 차익거래에 수반되는 주식거래에 대한 거래세 부과를 이전과 같이 면제하거나 감면하는 것이 필요하다. 이와 함께 최근 급증하는 보증옵션 리스크에 노출된 보험사의 리스크 헤지를 파생상품시장에서 해소할 수 있도록 금융투자업계가 적극 노력할 필요가 있다.

한국파생상품시장의 중장기적 발전을 위한 토대를 마련하기 위해서는 추락한 파생상품시장의 신인도를 개선하는 것이 급선무이다. 금융투자업계는 일시적 이익보다 파생상품시장의 평판을 높이는 데 공동의 노력을 기울여야 한다. 이러한 목적을 달성하기 위해서는 자율규제 및 내부통제를 실질적으로 강화해야 할 것이다.

참 고 문 헌

참 고 문 헌

<국내문헌>

- 강장구, 2014, Individual investors and market efficiency in deirvaitve markets: the KOSPI 200 index option market case, APAD 2014 Special Symposium.
- 권태호 · 이해문, 2000, KOSPI 200 선물과 옵션거래가 주식시장의 변동성에 미친 영향에 대한 실증분석, 『재무연구』 제13권, 103-133.
- 권택호 · 박종원, 1997, KOSPI 200 선물거래가 현물시장의 변동성에 미치는 영향, 『재무관리연구』 제14권, 57-81.
- 금융위원회, ELS 발행 및 운영 관련 제도개선 방안, 보도자료, 2009 (09. 10).
- 금융위원회, ELW 시장 건전화 방안 마련, 보도자료, 2010 (11. 01).
- 금융위원회, ELW 시장 추가 건전화 방안, 보도자료, 2011 (05. 19).
- 금융위원회, FX마진 거래 실태분석 및 제도개선 추진, 보도자료, 2009 (07. 17).
- 금융위원회, KIKO 거래현황 및 대책, 보도자료, 2008 (08. 01).
- 금융위원회, 장내옵션시장, ELW 시장 및 FX 마진시장 건전화방안, 보도자료, 2011 (12. 01).
- 금융위원회, 파생상품시장 거래안정성 제고방안, 보도자료, 2014 (01. 15).
- 금융위원회, 파생상품시장 발전방안, 보도자료, 2014 (06. 17).
- 금융위원회 · 금융감독원, 옵션만기일 추가급락 관련 불공정거래 혐의 조사결과 조치, 보도자료, 2011 (02. 23).

- 금융투자협회, 2009, 『표준투자권유준칙 해설』 .
- 김건식·정순섭, 2013, 『자본시장법』 , 박영사.
- 김승호, 中企, 키코(KIKO) 관련 대법원 판결서도 'KO', 파이낸셜뉴스 2014 (09.28).
- 김인준·김동석·박건엽, 1997, 주가지수선물거래 도입이 주식시장 분산성에 미치는 영향: 한국에서의 실증분석, 『선물연구』 제5회, 59-84.
- 김준석·강소현·양진영, 2014, 유통시장 구조변화의 양상과 원인, 자본시장연구원, 전환기의 한국 주식시장: 진단과 대응 발표자료.
- 남길남, 2009, 거래정보저장소와 국내 파생상품 보고체계의 비교 및 시사점, 자본시장연구원 『Capital Market PERSPECTIVE』 Vol.1, No.2.
- 남길남·이효섭, 2011, 『투자형 파생결합증권 장내 도입방안』 , 자본시장연구원 학술용역보고서.
- 남길남·이효섭, 2012, 『주가지수파생상품 만기일 효과에 관한 연구』 , 자본시장연구원 연구보고서 12-01.
- 도명국, 1997, 선물시장의 정보전달 메카니즘과 효율성에 관한 실증분석, 『주식』 , 한국증권거래소, 7-39.
- 변종국, 1998, KOSPI 200 지수선물이 현물주식시장의 유동성 및 변동성에 미친 영향, 『재무관리연구』 제15권, 1-25.
- 보험개발원, 2010, 변액보험 최저보증 어떻게 관리할 것인가? CEO REPORT KIDI 2010-02.
- 보험개발원, 2012, 최저보증위험 외부전가 제도 개선방안, 보험 계리리스크 검토보고서 2012-2.

- 이경희, 2012, 하트포트 그룹의 변액연금사업 중단 결정과 시사점, 보험연구원, 『KIRI Weekly』 제176호.
- 조영현, 2014, 보험회사 자본강화전략과 정책과제, 보험연구원 정책세미나.
- 전상경, 2014, 장내파생상품시장에서의 투자자 보호정책, 그 취지와 실효성(KOSPI200 옵션을 중심으로), 파이낸셜 뉴스, 제12회 서울국제파생상품 컨퍼런스.
- 최종범·류혁선, 2006, KOSPI 200 선물 및 옵션의 만기일 효과, 『증권학회지』 제35권, 69-101.
- 최혁·윤선흠, 2007, The impact of program trading on stock returns, *Asia-Pacific Journal of Financial Studies* 36, 281-320.
- 한국거래소, 옵션만기일 주가지수 급락 등 관련 감리결과 회원사에 대한 제재조치, 보도자료, 2011 (02. 25).
- 한국거래소, 주가연계증권 헤지거래 가이드라인, 보도자료, 2009 (09. 22).
- 한상범·오승현, 2007, 프로그램거래가 주식시장의 변동성에 미치는 장단기 효과, 『선물연구』 제15권, 101-133.

<해외문헌>

- Acharya, V.V., Cooley, F.T., Richardson P.M., Walter, I., New York University Stern School of Business, 2010, *Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, Wiley Finance.
- Antoniou, A., Holmes, P., 1995, Futures trading, information and spot price volatility: evidence for the FTSE-100 stock index futures contract using GARCH, *Journal of Banking & Finance* 19, 117-129.

- Bae, S.C., Kwon, T.H., Park., J.W., 2004, Futures trading, spot market volatility, and market efficiency: the case of the Korean index futures markets, *The Journal of Futures Markets* 24, 1195-1228.
- Basel Committee on Banking Supervision, 2008, Customer suitability in the retail sale of financial products and services.
- Becchetti, L., Caggese, A., 2000, Effects of index option introduction on stock index volatility: a procedure for empirical testing based on SSC-GARCH models, *Applied Financial Economics* 10, 323-341.
- Beuselinck, C., Heyman, D., Pronk, M., 2010, Individual investors and option trading: Attention grabbing versus long-term strategies, European Retail Investment Conference, working paper.
- Bohl, M.T., Salm, C.A., Wilfling, B., 2011, Do individual index futures investors destabilize the underlying spot market? *Journal of Futures Markets* 31, 81-101.
- Cadwalader, Regulation of end users of swaps under the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Client & Friends, 2010 (July 20).
- Carhart, M.M., 1997, On persistence in mutual fund performance, *Journal of Finance* 52, 57-82.
- Chatrath, A., Ramchander, S., Song, F., 1995, Does option trading impact cash volatility? *Journal of Futures Markets* 15, 785-803.
- Clifford Chance, 2007, Guideline on the application on the suitability and appropriateness requirements under the FSA rules implementing MIFID in the UK, MiFID Connect.

- Collins, M., Kearns, J., Options traders' ranks swell as amateur investors embrace iron condors, *Bloomberg*, 2010 (May. 2).
- Debasish, S.S., 2009, An empirical study on impact of index futures trading on spot market in India, *Journal of Business Management* 2, 35-51.
- Dorn, D., 2010, Investors with too many options? European retail investment conference working paper.
- Financial Conduct Authority, 2014, *Handbook*.
- Grossman, S.J., 1988, Program trading and stock and futures price volatility, *Journal of Futures Market* 8, 413-419.
- Gulen, H., Mayhew, S., 2000, Stock index futures trading and volatility in international equity markets, *The Journal of Futures Markets* 20, 661-685.
- Hariss, L., 1989, The October 1987 S&P 500 stock-futures basis, *The Journal of Finance* 44, 77-99.
- Hasbrouck, 1996, Order characteristics and stock price evolution: program trading on the NYSE, *Journal of Financial Economic* 41, 129-149.
- Karolyi, A.G., 1996, Stock market volatility around expiration days in Japan, *Journal of Derivatives* 4, 23-43.
- Kumar, R., Sarin, A., Shastri, K., 1995, The impact of index options on the underlying stock: the evidence from the listing of Nikkei stock average options, *Pacific-Basin Finance Journal* 3 303-317.

- Lee, S.B., Ohk, K.Y., 1992, Stock index futures listing and structural change in time-varying volatility, *Journal of futures markets* 12, 493-509.
- Loss, L., Seligman, J., Paredes, T., 2011, *Fundamentals of Securities Regulation*, Wolters Kluwer.
- Marek, L., CME Group works to spur futures trading by individual investors, *Chicago Business*, 2010 (July. 12).
- Markham, J.W., Hazen, T.L., 2013, Broker-Dealer Operations Under Securities and Commodities Law, *Securities Law Series* 23, Clark Boardman Callaghan.
- Murray, S., 2001, Japan goes Dutch, *London Review of Books* XXIII, April 5.
- Rahman, S., 2001, The introduction of derivatives on the Dow Jones Industrial Average and their impact on the volatility of component stocks, *Journal of Futures Markets*, Vol.21, 633-653.
- Siopis, A., Lyroudi, K., 2008, The effects of derivatives trading on stock market volatility: the case of the Athens stock exchange, *International Financial Research Forum* 2008, Finance innovation.
- Statman, M., 2004, The diversification puzzle, *Financial Analysts Journal* 60(4): 44-53.
- Stein, J.C., 1987, Informational externalities and welfare-reducing speculation, *Journal of Political Economy* 95, 1123-1145.
- Stoll, H.R., 1988, Index futures, program trading, and stock market procedures, *Journal of Futures Markets* 8(4), 391-412.

Stoll, H.R., Whaley, R.E., 1987, Program trading and expiration day effects, *Financial Analysts Journal* 43, 16-28.

Walker, G., Purves, R., Blair, M. QC., 2009, *Financial Services Law*, Oxford University Press.

<웹사이트>

금융투자협회	http://www.kofia.or.kr
뉴욕거래소	http://www.nyse.com
도쿄증권거래소	http://www.tse.or.jp
시카고거래소	http://www.cme.com
싱가포르거래소	http://www.sgx.com
한국거래소	http://www.krx.co.kr
홍콩거래소	http://www.hkex.com.hk

부 록

부록 I . 2008~2014 파생상품 관련 주요 기사

<부록 I-1> 2008년 파생상품 관련 주요 기사

날짜	제목	신문명
2008.04.11	이상급등락 ELW 속출..증권가 “네 닷” 공방	이데일리
2008.06.02	ELW 등 파생상품·펀드 분쟁 급증	한국경제
2008.06.23	中企 제2의 KIKO사태, 금리파생상품에 물렸다	매일경제
2008.07.28	개미들 피해 느는데..파생상품 거래세 ‘반발’	파이낸셜뉴스
2008.08.13	‘리먼 브러더스, ELW 조작說’ 진실은?	머니투데이
2008.08.18	외국계 은행, 파생상품 팔아 ‘떼돈’	한국경제
2008.08.18	기업들, 强달러에 시름..KIKO등 파생 손실 1조2천600억	연합인포맥스
2008.09.24	파생상품 불완전판매 ‘시한폭탄’ ?	파이낸셜뉴스
2008.09.26	파생상품 투자자들 ‘깡통계좌’ 항의	한겨레
2008.10.02	리먼파산에 ELW투자자 피해	매일경제
2008.10.03	‘올인 투자’ 장외파생펀드禍부른다	경향신문
2008.10.09	파생상품펀드 85% 원금손실	한국경제
2008.10.09	파생펀드 80%이상, 원금 손실	아시아경제
2008.10.13	파생상품 손실 상장사 70개사 넘어	서울신문
2008.10.15	보험사, 파생상품 투자 4500억 ‘손실’	이투데이
2008.10.17	우리CS 파생상품펀드 또 환매 중단	경향신문
2008.10.20	파생상품 펀드 투자자들 줄소송?	세계일보
2008.10.22	“파생상품=시한폭탄” 무시하더니...	머니투데이
2008.11.03	파생상품 손실 27억불, 사상최대 외화유출	머니투데이
2008.11.05	“소 잃고 외양간 고치나” 파생상품 규제 강화	MBC
2008.11.06	‘뒷북대응’ 금융위...투자자 막대한 손실 난 파생상품 뒤늦게 규제	경향신문
2008.11.17	키코에 코웨이 기업 ‘도산’ 공포...23곳 3분기 파생상품 손실 1조 넘어	경향신문
2008.12.18	진성티이씨 901억 파생상품 손실	파이낸셜뉴스
2008.12.21	고위험 파생상품 ‘막가는 거래’ 규제	연합뉴스
2008.12.25	하나은행 태산LCD 파생상품 계약...선부른 환율전망·과육이 만든 비극	한국경제

<부록 1-2> 2009년 파생상품 관련 주요 기사

날짜	제목	신문명
2009.01.06	당하고도 또... 기업 換파생상품거래 급증	문화일보
2009.01.20	국내 상장 제조업체 72% 파생상품 운용기준 없어	동아일보
2009.02.04	‘리먼 피해’ 파생상품 경남 투자자 집단소송	연합뉴스
2009.02.04	거래량 급증 ELW, 불건전주문도 300% 증가	머니투데이
2009.02.23	파생상품 헤지거래가 초래한 시장붕괴	머니투데이
2009.04.06	‘파생상품 위험한 거래’에 빠진 나라	한겨레
2009.04.07	GM대우, 파생상품 1조4,000억 손실	매일경제
2009.04.29	채벌들, 파생상품 거래로 빚 늘었다	한겨레
2009.05.04	포스코 강관 파생상품거래로 1분기 528억 손실	파이낸셜뉴스
2009.05.04	“법원, 파생상품 위험성 간과”	내일신문
2009.05.12	대우조선해양, 1분기 1,420억 규모 파생상품 손실 기록	파이낸셜뉴스
2009.05.13	태산엘시디, 2,528억 규모 파생상품 손실	이데일리
2009.05.22	작년 파생상품으로만 40조원 손실	아시아경제
2009.05.26	전력산업기금 파생상품 투자로 1년새 771억 손실	한국경제
2009.07.06	정부, 외평기금 파생상품 거래 6조 3,000억 손실	한국일보
2009.08.04	법원, 파생상품펀드 손해액 배상 판결 엇갈려	YTN
2009.08.12	파는 사람도 파생상품 잘 몰라”	내일신문
2009.09.04	‘문책경고’ 정용근 농협 전 대표 왜?...파생상품 2,000여억 손실 탕	뉴시스
2009.09.09	‘파생상품 투자손실 책임’ 황영기, 중징계 확정	SBS
2009.09.16	"파생상품 투자 손실 방어할 기회 없었다"	서울경제
2009.09.18	파생상품 손덴 지경부 기금 대규모 ‘손실’	이데일리
2009.10.06	은행 파생상품 투자 절반 날렸다...3년동안 2조7,000억 손실	한국경제
2009.10.11	“키코 가입 기업, 파생상품 손실 자기자본 10배”	머니투데이
2009.10.14	은행권 파생상품 소송 74% 증가	문화일보
2009.10.20	파생상품 불공정거래 시도 50% 늘었다	부산일보
2009.11.25	ELW, 투기시장으로 변해가나	머니투데이
2009.12.01	“파생상품이 문명에 가장 큰 위협”[‘달러의 위기’ 저자]	연합인포맥스
2009.12.08	우리은행과 거래한 파생상품 수익률 조작 혐의	매일경제

<부록 I-3> 2010년 파생상품 관련 주요 기사

날짜	제목	신문명
2010.01.07	장외 파생상품 시세조정 사범 첫 기소	YTN
2010.01.18	파생상품 불공정거래 250% 늘었다	파이낸셜뉴스
2010.01.26	우리금융, 파생상품 투자손실 실무책임자 2명 고소	머니투데이
2010.02.19	상장사 파생상품 해지효과 없었다	매일경제
2010.04.28	내가 만든 파생상품은 프랑켄슈타인의 괴물	한국일보
2010.05.12	ELW·FX마진거래.. 개미들 아찔한 고수의 줄타기	파이낸셜뉴스
2010.07.08	장외파생상품에 첫 제동	매일경제
2010.07.09	환차익 노린 편법 FX마진거래 활개	한국경제
2010.07.26	농협, 파생상품 투자손실 3,645억원... '책임추궁 불가피'	머니투데이
2010.08.16	대선조선 환율 상승으로 489억 파생상품 손실	한국경제
2010.08.22	FX마진거래 불법, 미니랏 허용해 양성화를	파이낸셜뉴스
2010.08.26	환매중단 파생상품펀드 집단소송 기각	매일경제
2010.09.05	'FX 마진거래' 무인가업체 주의보	한겨레신문
2010.09.07	지경부 파생상품 투자로 350억 손실	한국경제
2010.09.13	FX마진시장, '개미 무덤' 전략하나	서울파이낸스
2010.09.26	파생상품에 혈안, '겉없는 증권사들'	경향신문
2010.10.01	국제교류기금, 파생상품에 투자해 333억원 손실	노컷뉴스
2010.10.08	농협, 파생상품 투자손실 1,000억원 이상	아주경제
2010.10.12	[국감]파생상품 민원 60%는 ELS 민원	머니투데이
2010.10.12	키코사태 교환 벌써 잊었다...장외파생상품 설명 부실 여전	경향신문
2010.10.14	한국-인도, 외환파생상품 대응 '하늘과 땅 차이'	내일신문
2010.10.20	해경, 파생상품에 '묻지마투자' 수익대 손실	뉴스라이브
2010.11.11	11월 옵션만기 '쇼크'외국인 순매도 역대 최대	매일경제
2010.11.11	옵션만기의 반란...코스피 1,914로 폭락	연합뉴스
2010.11.12	11.11.옵션만기 테러 한방에 증권, 운용사 '휘청'	이데일리
2010.11.12	예고된 폭탄?...파생상품 증거금 '도마위에'	이데일리
2010.11.12	와이즈에셋 파생상품 900여억원 손실 발생	뉴스핌
2010.11.14	파생상품 거래 이익에도 잠 못드는 키코 관련 기업	파이낸셜뉴스
2010.11.15	엠비성산, 9억 규모 파생상품 손실 발생	서울경제
2010.11.15	대선조선 552억 규모 파생상품 손실 발생	서울경제
2010.11.15	옵션만기일 테러, 풀리지 않는 의문점들은	머니투데이
2010.11.21	옵션만기 충격 당국조사, 시세조종 확인 주력	YTN
2010.12.08	도이치 뱅크, 11월 옵션 만기일 '매물폭탄'으로 천억 넘게 챙겨	SBS CNBC
2010.12.13	금감원, 파생상품 부당취급 바클레이즈·JP모건 징계	뉴스핌
2010.12.14	일본판 키코 사태?...외환파생상품 피해 속출	연합뉴스
2010.12.21	심택, 23억 규모 파생상품 거래 손실 발생	이데일리
2010.12.28	불법 FX마진거래 등 100개사 적발	파이낸셜뉴스

<부록 1-4> 2011년 파생상품 관련 주요 기사

날짜	제목	신문명
2011.03.10	“아찔했던 10분”...외국인 7천억 ‘주식폭탄’의 재구성	머니투데이
2011.05.02	15돌맞은 한국파생상품시장 ‘세계1위’ 라지만	매일경제
2011.05.17	키코 피해기업 “檢, 금감원 조사해야”	매일경제
2011.05.17	국내 파생상품시장? 개미들의 ‘증시막장’이죠	동아일보
2011.05.22	돈털린 투자자 “파생상품을 벌하라”	매일경제
2011.06.01	FX마진거래, 증거금 가환전 서비스 역차별 ‘논란’	머니투데이
2011.07.12	일도 ‘원화FX마진거래’...정작 한국선 못해	한국경제
2011.07.18	FX마진거래 내세운 사행성 게임 성행	한국경제
2011.07.19	키코 판매 11개은행 임직원 90여명, 모두 무혐의 처분	국민일보
2011.07.27	증권사들 FX마진거래 손 떼나	서울경제
2011.08.21	[증시 안전핀을 만들자]파생상품 현물시장 교란 사례	서울경제
2011.08.23	잘 모르면서...파생상품 거래 ‘위험천만 세계1위’	조선일보
2011.09.16	파생상품의 ‘바다이야기’ 무인가 선물투자업체 활개	한국경제
2011.09.28	생똥맞은 파생상품 규제 불법선물업체 판 키웠다	파이낸셜뉴스
2011.10.04	국민은행도 ‘옵션쇼크’ 도이치증권 상대 소송제기	서울경제
2011.10.14	빚장 풀린 금융시장, 파생상품 범람·투기자본 늘이터 될 듯	경향신문
2011.10.20	ELS 폭탄? 폭락장에선 손실 눈덩이... 24조 몰려 ‘제2 키코’ 우려	동아일보
2011.10.30	‘11·11 옵션사태’ 도이치證, ELW사업 접는다	머니투데이
2011.11.07	또 파생상품 손실에 발목잡힌 생보사들	파이낸셜뉴스
2011.11.09	‘소 잃고서도 외양간 안고쳤다’ 제2 도이치사태 또 터질수도	매일경제
2011.11.10	초단타 매매자들 때문에... 증권사 대표 기소에도 식지 않는 ELW	조선일보
2011.11.15	개미들 무덤·거대한 투기판 ‘오명’... 파생상품시장 규모 연내 3경	국민일보
2011.11.16	[기자수첩]ELW 1조8천억 손실의 오해	아시아경제
2011.11.17	미니선물, 불법FX마진거래 업체 42곳 적발	머니투데이
2011.11.29	대신증권 ‘ELW’ 무죄 판결...“개인 손실, 스캘퍼 아닌 시장 구조 탓”	한국경제
2011.12.08	고법 “투기적 키코 권유은행, 30%배상책임”	서울경제
2011.12.09	[기자수첩]시장에서 내쫓는 게 투자자 보호?	머니투데이
2011.12.13	첨단 파생상품 동원 부세습 더 교묘해졌다	헤럴드경제
2011.12.18	‘10분 뒤 환율 알아맞히기’... 돈 놓고 돈 먹는 ‘FX렌트’ 주의보	국민일보
2011.12.18	키코 판매 은행들...엇갈린 손배책임	머니투데이
2011.12.22	금융당국, ELW 발행종목 5~6천개로 축소	서울파이낸스
2011.12.22	[아듀 2011(3) 모럴해저드 논란] 증권사 투자자보호로 ‘속앓이’	한국금융신문
2011.12.26	소송으로 얼룩진 대한민국 금융	아시아투데이
2011.12.29	외국계 알고리즘 늘이터 된 옵션시장	한경
2011.12.30	스캘퍼사건 5개 증권사 대표 무죄	연합뉴스
2011.12.30	ELW 거래 스캘퍼 특혜 혐의 증권사 대표들 줄줄이 무죄	노컷뉴스

<부록 1-5> 2012년 파생상품 관련 주요 기사

날짜	제목	신문명
2012.01.04	상장기업, 파생상품 거래 수수료 '지나치다' 인식	연합인포맥스
2012.01.13	'개미들의 무덤' 이라는 ELW	매일경제
2012.01.26	지난해 파생상품시장 불공정거래 신고 폭증	YTN
2012.02.12	한국파생상품 거래량 세계 시장 전체의 27%... 도박판 방블 투자행태 문제	국민일보
2012.02.22	高大, 파생상품 투자 수백억 날렸다... 재단, 적립금 81% 추가연계상품에 넣었다 '반토막'	국민일보
2012.02.29	증권사·스캘퍼, ELW로 수천억 수익..개인만 '피눈물'	머니투데이
2012.03.05	선물·옵션하다 행불된 그 친구...어찌할고!	아시아경제
2012.03.15	위축된 ELW시장, 투기관될라	조선일보
2012.03.20	ELW 직격탄...파생상품은 여전히 '비수기'	한국경제
2012.03.28	스캘퍼 잡는다더니...ELW 대책에 개미들이 '희생양'	한국경제
2012.04.20	점점 더 기형화되는 ELW시장	매일경제
2012.04.23	'파생상품연계대출' 하나銀 300억대 소송 패소	뉴시스
2012.05.06	개미 뜬한 파생상품시장 '광풍' 잦아들어	세계일보
2012.06.04	'증시 한탕주의' 파생상품 유혹에 빠지다	세계일보
2012.06.19	파생상품시장 증권사 배만 불린다...투자자 외면	이투데이
2012.07.04	금감원, 불법 선물대여 계좌 개설 연루 의혹 증권사 '검사'	파이낸셜뉴스
2012.07.20	청산 규정 없는 파생상품, 국제법률분쟁 비화 가능성	국민일보
2012.08.15	파생상품 왜 '투기관' 됐나	파이낸셜뉴스
2012.08.21	파생상품 규제, 투자자 보호 취지에 역행한다	파이낸셜뉴스
2012.08.24	고객 울리는 '은행 파생상품 덫'	매일경제
2012.10.10	불법 계좌대여 사기 '속출'	한국경제
2012.11.05	선진금융 이름으로 위험을 파는 파생상품...KBS1 '시사기획 창'	경향신문
2012.11.06	수익률 20% 달콤한 유혹, 파생상품 한탕주의 만연	파이낸셜뉴스
2012.11.29	"어르신, 파생상품 처음이시죠?...내일 다시 오세요"...노인은 ELS 투자판단도 못한단 말이나	한국경제
2012.12.14	ELW 스캘퍼에게 3억받은 증권사 여직원 실형	머니투데이
2012.12.17	국내 파생상품 시장 쪼그라들었다	동아일보

<부록 1-6> 2013년 파생상품 관련 주요 기사

날짜	제목	신문명
2013.02.08	위험 커지는 파생상품	한국경제
2013.04.14	우려스런 파생상품 증가세...위기 불씨 살아날라	한겨레
2013.05.12	현대엘리, 2000억 파생상품평가손실	매일경제
2013.05.23	'ELW 특혜의혹' 스캔플, 증권사 직원 항소심서 무죄	매일경제
2013.07.03	상반기 불공정거래 100종목...파생상품 급증	SBS CNBC
2013.07.11	농협은행, 연대보증 요구·파생상품 수백억 날려 '기관주의'	조선일보
2013.07.17	통화옵션상품 키코(KIKO), '뜨거운 감자' 급부상	파이낸셜뉴스
2013.07.28	구리값 때문에...대창·서원, 파생상품 100억 이상 손실...주가 급락	한국경제
2013.08.05	유동성 적은 ELW 등 불법 통정매매 노출 가능성 크다	파이낸셜뉴스
2013.08.06	통정매매 이용 파생상품 불법거래 '활개'	한국경제
2013.08.08	현대엘리베이터, 2분기 파생상품 손실 208억원	서울경제
2013.08.12	상장사 파생상품 손실 공시 급증	파이낸셜뉴스
2013.08.13	파생상품 시장, 투기 잡으려다 투자 잡았다	중앙일보
2013.08.16	'ELW 특혜 논란' 초단타매매자들에 '무죄'	아시아경제
2013.09.02	거래소, 파생상품 거래량 3분의 1토막...5위→11위 추락	서울파이낸스
2013.09.04	증권사 직원 고객돈 횡령 ELW 투자..원금 대부분 날려	파이낸셜뉴스
2013.09.10	홍국증권, 파생상품 업무인가 반납...국내 최초	아주경제
2013.09.11	거래소·금감원 '파생 상품' 설전	한국일보
2013.10.09	사립대, 작년 주식·파생상품 투자로 16억 평가손실	연합뉴스
2013.11.04	[한국파생상품 '아찔한 추락'] 개인 투기 막으려다...기관·외국인 해외로 다 쫓아내	한국경제
2013.11.05	파생상품시장 '양극화' 심화...대형사 독식에 중소형사 고사 위기	헤럴드경제
2013.12.13	'선물옵션 주문 실수' 한맥투자증권 460억 손실...사실상 파산	한국일보
2013.12.20	'대박 유혹' 옵션, 중소 증권사 몰린다	매일경제
2013.12.28	'365 대신 0'...버튼잘못 눌렀다 파산? 위험한 옵션거래	머니투데이

<부록 1-7> 2014년 파생상품 관련 주요 기사(6월까지)

날짜	제목	신문명
2014.01.02	가스공 파생상품 6천억 손실	매일경제
2014.01.16	ELW 스캘퍼에 특혜 제공 혐의 증권사 전·현직대표 8명 무죄	매일경제
2014.01.17	최경수 이사장 '스캘퍼 사건' 무죄 확정... 대법 "부정한 특혜 아니다"	국민일보
2014.01.28	키코 같은 고위험군 3배↑ 위험파생상품 급증... '꼬리 리스크' 커졌다	서울신문
2014.02.13	파생상품 시장의 몰락, 외국계 증권사 짐짚는다	파이낸셜뉴스
2014.02.26	거래소, KTB투자증권에 파생상품 시장 규정 위반 '경고'	매일경제
2014.03.05	'스캘퍼에 특혜' 증권사 임원 무죄 확정	파이낸셜뉴스
2014.04.02	10분의 1토막 ELW, 차라리 없애든지...	머니투데이
2014.04.08	'ELW 부당거래 혐의' 스캘퍼 2심도 무죄	파이낸셜뉴스
2014.04.14	"파생상품 거래, 투기 아니고 투자입니다"	서울경제
2014.04.15	파생상품 거래량 79% 뚝... 왜?	동아일보
2014.05.01	증권사 파생상품 자기매매 '반토막'	매일경제
2014.05.08	한국SC은행, 1조 원대 파생상품 변칙회계로 제재	YTN
2014.05.14	시중은행까지 파생상품 부당거래로 제재(종합)	연합뉴스
2014.06.17	온라인 불법 선물·옵션계좌 대여 서비스 여전	아시아경제

부록 Ⅱ. 최근 파생상품시장의 주요 규제

가. 3차례 ELW 및 장내파생상품 건전화 방안

1) 1차 건전화 방안

2010년 10월, 2011년 5월, 2011년 12월에 걸쳐 발표된 3차례의 규제안들은 KOSPI200 옵션과 ELW 시장의 유동성에 직간접적으로 영향을 주었다고 할 수 있다.

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

1차 건전화 방안의 주요 내용은 첫째로 투자자진입의 절차를 강화하기 위해 ELW 계좌를 주식거래계좌와 분리하도록 하고 투자자에게 관련 교육을 의무적으로 이수하도록 하였다. 둘째로 불공정거래의 가능성을 차단하기 위하여 ELW 기초자산 기준을 상향 조정하고 유동성공급자(이하, LP)의 호가제출 의무를 강화하여 주식 ELW에 대해 만기 1개월 전에도 LP가 호가를 제출하도록 하였다. 또한 스캘퍼에 대한 차별대우와 불공정거래 모니터링을 강화하기로 하였다. 마지막으로 LP에 대한 평가를 강화하고 내재변동성의 변경 내역을 실시간으로 공개하도록 하였다.

1차 건전화 방안 발표 후, ELW의 일일거래대금은 점차 감소하는 추세로 반전하면서 시장 과열에 대한 우려가 어느 정도 완화되고 있었다. 실제 1차 건전화 방안 발표 이후, ELW 일평균 거래대금은 발표 직전인 2010년 10월의 2조원에서 11월 1.6조원으로, 2011년 3월 1.3조원으로 감소하였다.

그러나 2011년 3월, 검찰이 스캘퍼에 대한 편의제공 혐의를 근거로 12개 증권사의 전·현직 CEO를 전격적으로 기소하면서, 금융당국은 2011년 5월 “ELW 시장 추가 건전화 방안 마련(이하, 2차 건전화 방안)”을 발표하였다.

2) 2차 건전화 방안

2차 건전화 방안에서는 스캘퍼에게 제공하던 차별적 주문속도 서비스의 개선방안⁹⁷⁾과 함께 ELW 시장의 투자자 진입절차와 시장 투명성을 강화하도록 하였다.

ELW 시장의 개선방안으로는 투자자보호를 보다 강화하기 위해 첫째, ELW 거래 시 기본예탁금을 도입하도록 하였다. 더불어서 ELW와 경제적 속성이 유사한 KOSPI200 옵션 매수 시 기본예탁금을 면제하던 옵션매수전용계좌를 폐지하도록 함으로써 상품 간 형평성을 갖게 만들었다. 결과적으로 ELW와 KOSPI200 옵션 투자시 1,500만원의 기본예탁금을 사전에 납부해야 한다. 둘째로 레버리지가 높은 저가 ELW의 거래를 억제하기 위해 극외가격 ELW의 발행을 제한하였다. 그리하여 패리티⁹⁸⁾가 85% 미만인 ELW 종목의 발행이 금지되었다.

또한 시장가격의 투명성을 높이기 위해 지수 ELW의 최종거래일 및 전환비율을 표준화하고 KOSPI200 옵션과 비교할 수 있도록 하였다.⁹⁹⁾

1차, 2차 건전화 방안에도 불구하고 당국은 ELW 시장에 대한 근본

97) 주문접수 이전단계에서는 합리적 범위에서 차별적 서비스를 허용하되 주문접수 이후단계에서는 주문처리된 순서대로 한국거래소에 호가가 제출되도록 보완하였다.

98) 패리티는 기초자산 가격과 권리행사 가격의 비율로 콜옵션은 기초자산 가격/권리행사 가격, 풋옵션은 권리행사 가격/기초자산 가격으로 정의한다.

99) 그밖에 LP 평가시 내재변동성의 비중을 2대 확대하였다.

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

3) 3차 건전화 방안

3차 건전화 방안은 보도자료 명칭에서 알 수 있듯이 세 개의 파생상품시장을 아우르는 종합대책안이라고 할 수 있다. 우선 2011년 8월 미국 채의 신용등급 하락으로 조성된 시장불안에서 발생한 KOSPI200 옵션의 투기적 거래를 근거로 당국은 “wag-the-dog” 현상 억제와 개인투자자를 보호하기 위해 KOSPI200 옵션시장에 세 가지 규제안을 도입하였다.¹⁰⁰⁾

첫째, KOSPI200 옵션 1계약의 거래 승수를 기존 10만원에서 50만원으로 상향함으로써 시장 규모를 축소하고 개인이 소액으로 시장에 참가하는 것을 제한하고자 하였다. 결과적으로 승수 인상을 통해 옵션시장의 거래를 위축시키고 KOSPI200 옵션에 집중된 유동성을 다른 시장으로 분산시켜 파생상품시장이 현물시장에 주는 충격이 완화되기를 꾀하였다.

둘째, 개인투자자 중 사전위탁증거금 적용 대상자의 현금예탁비율을 상향하도록 하였다. 개인투자자의 결제안정성을 높이기 위해 선물 주문 시 납부해야 하는 사전위탁증거금의 1/3 이상을 현금으로 내던 것을 1/2 이상으로 상향 조정하였다.

셋째, 개인투자자에게 거래 전 모의실전투자를 통해 충분한 경험을 쌓을 수 있도록 모의 파생거래시스템을 제공하고 교육을 실시키로 하였다.

2011년 5월과 12월 발표된 규제안들은 KOSPI200 옵션시장의 구조에

100) 당국은 주가하락에 대한 기대로 풋옵션 매매가 2.4배, 평균가격이 11배 이상 급등하는 등, 투기성이 부각되었다고 표현하였으며, 개인투자자 대부분이 파생상품에 대한 충분한 사전지식이 없이 시장에 참여하고 있고 투기적 거래로 인해 손실을 입고 있다고 판단하고 있다(금융위원회 (2011b)).

큰 영향을 준 조치들로 특히 소액투자자들이 기본예탁금의 납부 부담 없이 거래를 가능하게 해준 옵션매수전용계좌의 폐지와 옵션승수의 인상은 시장에 직접적인 효과를 주었다.

ELW 시장에 대해서는 LP의 독점적 역할을 규제하는 조치가 추가되었다. LP가 유동성을 공급하는 조건을 시장스프레드 비율이 15%를 초과하는 경우 8%~15%로만 호가를 제출하도록 하였다. 또한 ELW 발행을 월 1회로 제한하고 기초자산을 100종목에서 50종목으로 축소하였다.

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

나. 6.17 발전방안

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

첫째로 시장 자율성 제고를 위해 시장의 안정적 운영 및 투자자보호를 저해하지 않는 범위에서 시장운영의 자율성을 확대하기로 하였다. 이전까지는 상품종류, 호가단위, 옵션의 행사가격 수 등을 변경하는 경우에도 당국의 사전승인이 필요하였으나 앞으로는 한국거래소 내 파생상품시장위원회를 통해 심의의결되도록 하고 개별주식 선물옵션의 경우,

일정한 기준을 만족하면 자동적으로 상장될 수 있도록 할 계획이다.

또한 신시장 개설을 독려하여 최근 변동성지수 선물, 섹터지수 선물, 미국달러 야간 선물을 도입하였으며, 만기 20년국채 선물은 조만간(1~2년내) 도입하기로 하였다.

둘째로 시장참여자 제도를 정비하여 개인투자자의 시장진입을 더욱 억제하기로 하였다. 1단계로 개인투자자가 일정 수준의 사전교육 및 모의거래를 이수하도록 하고 기본예탁금 3,000만원 이상을 예탁하면 단순한 형태의 선물거래를 허용하도록 하였다.¹⁰¹⁾ 2단계로 1단계를 거쳐 일정한 기간¹⁰²⁾ 파생상품의 거래경험이 있고 5,000만원 이상의 기본예탁금을 납부하면 상품구조가 보다 복잡한 선물¹⁰³⁾이나 옵션거래를 허용할 예정이다.¹⁰⁴⁾

<부록 II-1> 적격개인투자자 제도(안)

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

자료: 금융위원회(2014)

- 101) 단순한 선물거래라고 함은 KOSPI200 선물이나 개별주식선물로 예시하고 있다.
- 102) 1년이상을 예시로 들고 있다.
- 103) 변동성지수를 기초로 하는 V-KOSPI200 선물을 예시로 들고 있다.
- 104) 당국은 새로운 진입규제를 신규투자자부터 적용하되, 기존투자자도 일정 기간 거래를 중단한 경우 신규투자자에 준하여 1단계부터 적용할 계획임을 밝히고 있다.

또한 당국은 은행에게 국채·통화 장내파생상품에 대한 투자매매업 인가를 부여하여 한국거래소에서 관련 상품에 대해 직접 자기매매를 허용할 계획임을 밝혔다. 은행의 장내파생상품의 자기매매 허용은 달러선물과 새로 도입될 20년만기 국채선물에 우선 적용되어 시장상황을 고려하여 5년이내 단계적으로 확대할 예정이다.

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

부록 Ⅲ. 주요국의 파생상품관련 개인투자자 규제 특징

최근의 파생상품 관련 규제강화 조치는 옵션만기일 사태, ELW 사태 등 사회적 논란을 야기한 일련의 사건에 대한 금융당국의 대응이며, 파생상품시장의 건전화와 신뢰성 회복이 주목적이라고 할 수 있다. 금융당국의 규제강화 조치로 시장과열에 대한 우려가 줄어들고, 시장의 투명성이 보다 높아졌다고 평가할 수 있지만, 반면 과도한 규제로 파생상품시장이 예상보다 크게 위축되어 산업자체의 존립을 위협하는 수준까지 규제의 여파가 미치고 있다는 평가도 있다. 무엇보다, 규제강화의 목표인 파생상품시장의 건전화와 이를 통한 신뢰성 회복이 달성되었는가라는 질문에 대하여는 긍정보다는 부정적인 의견이 압도적이다. 여전히, 신뢰성 회복은 멀고, 규제는 규제대로 강해졌다는 인식이 강하다.

파생상품시장 건전화 조치 중 눈에 띄는 것은 개인투자자¹⁰⁵⁾ 보호를 위해 그들의 파생상품시장에 대한 진입장벽을 높임으로써 보호를 강화하겠다는 점이다. 조금 더 직접적으로 풀어쓰자면, 파생상품시장은 개인투자자의 '투기적' 성향을 만족시키기 위한 시장이 아니므로, 이들이 파생상품시장에 접근하는 것 자체를 매우 어렵게 함으로써 개인투자자가 원천적으로 위험에 노출되지 않게 하겠다는 것이다. 매우 직접적이며 강한 규제이다. 그런데 앞서 살펴보았듯이 외국 파생상품시장에서도 개인투자자가 증가하고 있지만, 규제적 접근방법은 우리와 사뭇 다르다. 개인투자자의 파생상품시장 진입에 관하여 별도의 직접적인 규정을 마련하기 보다는 시장과 상품의 위험에 적합·적정한 상품을 권유하도록 정당한 투자권유규제를 두고 있다. 또한 우리나라 파생상품 규제강화의 중심에 있다고 할 수 있는 '개인투자자'에 대해서도 외국의 규제는 개념상

105) 자본시장법상으로는 자연인인 일반투자자를 의미한다.

유연한 분류체계를 통하여 '전문적'인 개인투자자가 전문투자자가 될 수 있는 절차를 마련하고 있다.

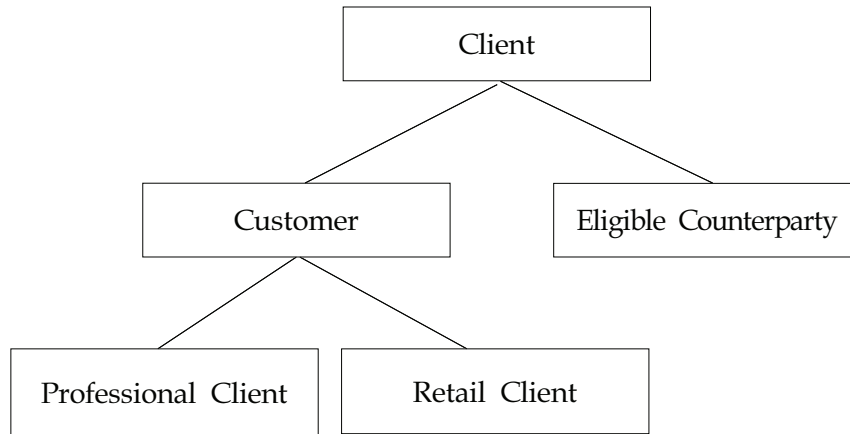
이러한 관점에서 이하에서는 영국 및 미국에서의 투자자 분류와 투자권유 규제를 살펴봄으로써 파생상품시장과 관련한 우리 규제의 향후 방향성에 관한 시사점을 얻고자 한다.

가. 영국의 투자자 분류와 투자권유규제

1) 투자자 분류체계

영국 FSMA(Financial Services and Market Act 2000)는 투자자(investor)라는 용어 대신 고객(client)라는 용어를 사용하고, 고객은 다시 전문고객(professional client)과 소매고객(retail client) 및 적격상대방(eligible counterparty)으로 구분한다(COBS 3.3.1). 소매고객은 자본시장법의 일반투자자에 해당하고, 전문고객과 적격상대방은 전문투자자 개념에 해당한다. 전문고객과 소매고객을 합하여 상객(常客; customer)이라고 한다. 즉, 고객(client)라는 상위개념아래 전문고객과 소매고객으로 구성된 상객(customer)의 개념 및 적격상대방이라는 개념이 위치한다. 소매고객, 전문고객, 적격상대방의 구분은 전문지식보유 등에 따라 분류한다. 영국도 자본시장법과 같이 소매고객의 개념은 전문고객 및 적격상대방이 아닌 고객이라고 하여 negative개념에 의한다(COBS 3.4.1).

<부록 III-1> FSMA상 고객의 분류



전문고객은 크게 당연전문고객(per se professional client)과 선택적전문고객(elective professional client)로 구분한다(COBS 3.5.1). 당연전문고객은 적격상대방이나 다른 고객으로 분류되지 않는 한 다음의 자들은 자본시장법의 방식과 유사하게 열거적 방식에 의해 전문고객으로 분류된다(COBS 3.5.2).

- 은행, 증권사, 보험사, 집합투자기구, 연기금, 일반(파생)상품딜러, 지방정부 등 금융시장에서의 업무를 위해 인가를 요하고, 규제대상인 기관
- MiFID나 제3국동등업무(equivalent third country business)와 관련하여, 회사별로 2천만유로의 장부상 자산, 4만유로의 순이익(net turnover), 2백만유로의 자기자금(own funds) 중 2가지 요건을 만족하는 기관
- MiFID나 제3국동등업무가 아닌 업무와 관련하여, 일정요건을 만족하는 법인, 기관, 조합, 수탁자, 지방 또는 중앙청(public authority)

- 국가, 지역정부(EU), 세계은행, IMF 등의 국제기구
- 그 밖에 주업무가 금융상품이나 지정투자에 투자하는 기관투자자(자산유동화나 그 밖의 금융거래를 목적으로 하는 기관을 포함)

선택적 전문고객은 금융기관의 평가에 따라 경험, 지식, 거래속성 등의 질적 기준(qualitative test)과 보유자산 등의 양적 기준(quantitative test) 및 절차적 요건을 만족하여 선택적 방식에 의해 전문고객으로 분류된 소매고객을 말한다(COBS 3.5.3). 질적 기준과 절차적 기준은 선택적전문고객이 되기 위해 반드시 필요한 요건이며, 양적 기준은 MiFID나 제3국동등업무와 관련하여 선택적전문고객에 대한 평가 시 필요한 기준이다. 우선 질적 기준은 예정된 거래의 속성을 고려할 때 고객의 전문성, 경험 및 지식에 비추어 스스로 투자판단이 가능하고, 거래에 관련된 위험을 이해할 수 있다고 금융기관에게 합리적인 확신(reasonable assurance)을 주게 하는 것을 의미한다.

이는 금융기관의 주관적 판단에 따른 기준이다. 양적 기준은 다음의 3가지 요건 중 2가지 이상을 만족하는 경우를 말한다. 첫째, 과거 4분기 동안 상당한 규모로 관련시장에서 분기당 평균 10회의 거래를 하였어야 한다. 둘째, 금융상품 잔고가 50만 유로를 초과하여야 한다. 셋째, 금융분야에서 예정된 거래나 서비스에 대한 지식을 필요로 하는 전문적 지위에서 1년 이상 근무하고 있거나 근무하였어야 한다. 이에 더하여, 소매고객이 전문고객이 되기 위해서는 다음의 절차적 기준을 만족하여야 한다. 첫째, 해당 고객이 서면으로 모든 업무 또는 특정 업무, 거래 또는 상품에 대해 전문고객으로 취급되기를 원한다는 것을 기재하여야 한다. 둘째, 금융기관은 그 고객에 대해 서면으로 보호와 투자자보상청구권을 잃을 수 있다는 점을 명백히 경고하여야 한다. 셋째, 고객은 별도의 서면에 그러한 결과를 인지하였음을 기술하여야 한다. 선택적전문고객의

관별에 있어서, 기관의 경우에는 기관을 위해 해당 거래를 수행할 자를 기준으로 질적 심사를 하여야 한다(COBS 3.5.4). 한편, 소매고객이 전문고객이 될 수 있는 상방식 전환과는 반대로 전문고객 또는 적격상대방도 요청에 따라 소매고객이 됨으로써 더 높은 수준의 법적 보호를 받을 수도 있다(COBS 3.7.1).

즉, 영국에서는 상방식 및 하방식 고객유형의 전환을 모두 인정하고 있으면서도, 상방식 전환의 경우에는 투자자보호를 위해 일정한 요건을 충족할 경우에만 가능하도록 규제적 보완장치를 두고 있다고 할 수 있다.¹⁰⁶⁾ 또한 금융기관은 신규 고객의 분류 시 고객에게 자신의 유형을 통지하여야 하고, 서비스의 제공 전에 고객이 다른 유형의 고객으로 분류될 수 있도록 요청할 수 있는 권리와 고객의 재분류에 따른 고객보호의 수준에 대한 모든 제한을 고지하여야 한다(COBS 3.3.1).

FCA의 행위규제원칙을 담고 있는 COBS는 전문고객이 되기 위한 요건에 변화가 있을 경우 이를 반영하기 위하여 그 전문고객과 금융기관 모두에게 다음의 의무를 규정한다. 첫째, 전문고객은 전문고객으로 분류하게 한 요건에 영향을 미치는 모든 변경사유에 대해 이를 해당 금융기관에 통지하도록 의무화하고 있다(COBS 3.5.8). 또한, 금융기관도 고객이 더 이상 선택적전문고객 요건을 만족하지 못한다는 것을 알게 된 경우 적절한 조치를 취해야 하고, 고객을 재분류한 경우 이를 고객에게 통지하여야 한다(COBS 3.5.9).

2) 투자권유규제

금융기관의 고객유형에 대한 분류는 투자권유규제와 직접적으로 관련을 가진다. 전문고객 및 적격상대방의 경우에는 투자권유규제인 적합

106) 이는 MiFID Annex II에서 규정하고 있는 전환절차를 반영한 것이다.

성원칙과 적정성원칙이 적용되지 않기 때문이다. 적합성과 적정성 원칙은 선물, 옵션, CFD(contract for difference) 등의 파생상품 거래에도 동일하게 적용되기 때문에 금융기관과 고객의 적합성과 적정성 원칙에 따른 의무가 어떤 것인가를 살펴볼 필요가 있다.

가) 적합성원칙

금융기관은 (1) 개별적 투자권유(personal recommendation) 또는 (2) 거래결정(decision to trade)이 고객에게 적합하도록 합리적인 조치를 취할 의무가 있다. 금융기관이 투자자에게 적합한 금융상품에 대한 권유와 거래를 결정할 수 있도록, 개별적 투자권유와 거래결정 시 금융기관은 고객과 관련하여 다음의 세 가지 정보 즉, (1) 구체적인 지정투자상품(designated investment)¹⁰⁷⁾ 또는 서비스의 유형과 관련된 투자분야의 지식 또는 경험에 관한 정보, (2) 재무적 상황 및 (3) 투자목적에 대한 정보를 필수적으로 취득하여야 한다. 이것은 이른바, 고객숙지원칙인 Know Your Customer 원칙을 의미한다. 그리고 금융기관은 고객으로부터 취득한 정보를 기초로 해당 금융상품이나 서비스가 그 고객에게 적합하지 않다고 판단할 때에는 그 상품을 권유하지 않아야 한다. 금융기관은 적정성 원칙과 관련한 정보가 명백히 오래되거나, 부정확 또는 충분하지 않다는 것을 알지 못하는 한, 고객이 제공한 그 정보에 의존할 수 있는 권한을 가진다(COBS 9.2.5). 또한 금융기관은 적합성을 평가하기 위해 필요한 정보를 취득하지 못했을 경우 해당 고객에 대해 개별적 투자권유나 그 고객을 위한 투자결정을 하지 않아야 한다(COBS 9.2.6).

107) 원문은 investment 즉 투자라는 용어만 사용하나, 여기서의 의미는 상품의 의미를 포함한다. 지정투자상품은 증권뿐만 아니라 계약기초투자상품, 대출계약, 보험계약, 선물, 옵션, CFD, 배출권경매상품 등도 포괄하는 넓은 개념이다.

고객으로 취득하여야 하는 세 가지 정보와 관련하여 COBS는 보다 상세한 항목을 제시하고 있다.¹⁰⁸⁾ 첫째, 관련 투자분야의 지식 또는 경험에 관한 정보와 관련하여 취득해야 하는 구체적인 정보로는 (1) 고객이 익숙한 서비스, 거래 및 지정투자상품의 유형, (2) 고객의 지정투자상품 거래의 속성, 규모, 빈도 및 그 거래가 행해진 기간 및 (3) 고객의 교육수준, 직업(profession), 또는 종래의 관련 직업이다. 둘째, 재무적 상황과 관련한 정보로는, 고객의 정기적 수입의 원천 및 정도, 유동자산, 투자상품 및 부동산을 포함한 자산내역 및 정기적인 금융지출(commitments)이 포함되어야 한다. 셋째, 투자목적과 관련한 정보로는 고객의 투자상품 보유 희망기간, 위험선호도, 위험프로파일 및 투자목적이 포함되어야 한다.

MiFID 및 COBS에 따르면 이러한 고객정보에 대한 갱신(update)에 대해서는 명문의 규정이 없으나, 정보갱신에 대한 의무적 묵시적으로 추론된다고 한다.¹⁰⁹⁾ 그러나 적합성을 판단하기 위해서는 금융회사 스스로 해당 정보에 관한 신뢰가 필요한 바, 2008년 조사에 따르면 조사대상 영국증권사의 경우 모두 고객정보갱신 정책을 가지고 있으며, 1년을 주기의 최소갱신에서부터 부정기적 갱신까지 다양한 주기를 가지고 있다고 한다.¹¹⁰⁾¹¹¹⁾

나) 적정성원칙

적합성원칙이 고객에 대한 투자권유(recommendation)나 자문(advice)

108) COBS 9.2.2~9.2.3 및 MiFID시행지침 제37조 1항, 제35조 3항 및 4항

109) BCBS(2008), para. 64

110) BCBS(2008), para. 229

111) Clifford Chance(2007)는 갱신에 대한 주기는 고객의 상황과 전문지식의 수준 및 상품의 종류에 따라 다를 수 있기 때문에 금융회사가 이를 잘 고려하여 결정해야 할 것이라고 한다.

을 제공하는 금융회사에 적용되는 것임에 반하여, 적정성원칙은 투자자 문이나 투자일임을 하지 않는 금융기관 및 직접적인 판매권유에 따라 소매고객 또는 소매고객을 위하여 비상장증권과 같이 회수난이도가 높은 증권(non-readily realisable security), 파생상품 또는 워런트를 주선 또는 거래하는 금융회사에 적용되는 원칙이다.¹¹²⁾

적정성의 판단을 위해 금융기관은 고객에게 구체적인 유형의 금융상품 또는 서비스와 관련한 투자영역에서의 지식과 경험에 관한 정보를 요구할 수 있으며, 전문고객의 경우에는 관련된 위험을 이해하기 위해 필요한 경험과 지식을 가지고 있다고 추정할 수 있다(COBS 10.2.1). 고객의 경험과 지식이 해당 상품과 서비스에 적정하지 않을 경우 금융기관은 그 고객에게 경고(warn)를 해야 하며(COBS 10.3.1), 이러한 경고에도 불구하고 고객이 거래를 하고자 할 경우에는 정확을 고려하여 거래의 진행여부를 결정하여야 한다(COBS 10.3.3). 따라서 구체적인 상품이나 고객의 위험감내성 등을 더 고려해 보아야 할 것이나, 파생상품거래와 관련하여서는 보다 엄격한 기준에 따라 거래여부를 결정하여야 할 것으로 생각된다. COBS 10.4에서는 고객 주문의 집행이나 접수 및 전달만을 제공하는 서비스에 대해서는 적정성원칙을 적용하지 않는 예외를 규정하고 있으나, 이는 정규시장(regulated market)에 상장된 주식, 단기 시장상품, 사채 등의 단순하고 전통적인 투자상품에만 적용되며, 파생상품의 경우에는 이 경우에도 여전히 적정성원칙이 적용된다. 이는 COBS 10.4.1(2)(b)가 사채나 증권화된 채권 중에서도 파생상품이 결합된 것은 명시적으로 제외하고 있고, COBS 10.4.1(3)(a)는 단순한 금융투자상품(non-complex financial instrument)의 정의에서 파생상품을 제외하고 있기 때문이다.

112) COBS 10.1.1~10.1.2.

나. 미국의 투자자 분류와 투자권유규제

1) 투자자 분류체계

미국의 1933년 증권법, 1934년 증권거래법, 1936년 상품선물거래법에서는 우리나라의 자본시장법이나 영국의 FSMA와 같이 법에서 일반투자자와 전문투자자를 나누지 않는다. 보호의 필요성이 있는 투자자인가에 따라 개별적인 판단을 하기 때문에 이론적으로는 투자자 모두를 보호의 필요성이 있는 일반투자자로 분류하고 있다고도 할 수 있다. 그러나 이렇게 할 경우 규제준수 비용이 매우 높고 분쟁의 소지가 있기 때문에, SEC의 규정과 CFTC의 규정 등을 통해 몇 가지 전문투자자와 유사한 개념을 도입하고 있다. 우선 SEC는 Regulation D에 의한 사모발행과 관련하여 전문투자자(qualified investor)라는 개념과 Rule 144A와 관련하여 적격기관매수자라는 개념을 도입하고 있다. 또한 사모펀드와 관련하여 1940년 투자회사법상 적격매수자(qualified purchaser)와 SEC Rule 205-3에서 규정하는 적격고객(qualified client)이라는 개념이 있다.¹¹³⁾ CFTC는 CFTC규정 4.7에 규정된 상품선물에 투자하는 투자펀드(헤지펀드)에 투자할 수 있는 자의 개념으로서 적격참가자(qualified eligible person)라는 용어를 사용하고 있다. 개인이 적격참가자가 되기 위한 요건은 2백만 달러 이상의 증권 그 밖의 투자상품을 보유하여야 하고, 상품

113) Section 2(a)(51). 사모펀드는 주로 투자회사법 Section 3(c)(1)이나 Section 3(c)(7)에 따라 투자회사의 정의에서 제외되는데, Section 3(c)(1)은 투자자가 100명 미만이어야 하고, Section 3(c)(7)에 의할 경우에는 투자자가 100명 이상이어도 된다. 전자의 경우에는 Regulation D의 전문투자자(qualified investor)와 적격고객(펀드운용사가 SEC에 등록된 경우)이라는 개념을 통해 다소 낮은 요건을 요구하나, 후자의 경우에는 보호의 필요성이 더 높다고 판단하여 적격매수자라는 개념을 통해 전문투자자 보다 높은 자산을 요구한다. 예컨대, 개인의 경우에는 5백만달러 이상을 투자하여야 하고 회사의 경우에는 2천 5백만달러의 투자를 하여야 한다.

선물업자(Futures Commission Merchant: FCM)에게 적어도 6개월 전에 개설할 계좌를 가지고 있어야 하며, 최소 20만달러의 개시마진 및 옵션 프리미엄을 가지고 있어야 한다. 개인이 Regulation D에 따른 전문투자자가 되기 위해서는 두 가지 기준이 있다. 첫째 기준으로는, 거주주택을 제외하고, 자신의 순자산 또는 배우자와 합산한 순자산이 1백만달러를 초과하여야 한다. 둘째 기준으로는, 최근 2년 동안 연간 개인소득이 20만달러를 초과하거나 배우자와의 각 연간 합산소득이 30만달러를 초과하고, 당해 연도의 소득수준이 같은 수준에 달할 것으로 합리적으로 기대되어야 한다. 다만, 이상의 개념들은 개인의 파생상품거래를 위한 요건과 직접적으로 연관이 있는 것은 아니다.

<부록 III-2> 미국 증권거래법상 전문투자자 요건

구분	전문투자자 (accredited investors)	적격기관매수자 (qualified institutional buyer)
개인	<ul style="list-style-type: none"> • 순자산이 100만달러를 초과하는 개인 • 2년 동안 각 연도별 연간 소득이 20만달러를 초과하는 개인 	<p>[1억달러 이상의 투자자산을 보유한 다음 자]</p> <ul style="list-style-type: none"> • 보험회사, 투자회사법에 의한 등록회사 또는 1933년 증권법에 따른 사업개발회사 • 중소기업투자회사 • 주정부가 운영하는 종업원복지계획, ERISA에 의한 종업원복지계획, 이 두 가지 종업원복지계획에 규정된 신탁기금 • 투자자문업법에 의한 사업개발회사, 투자자문업법에 의해 등록된 투자자문업자 • 세법(IRC) Section 501(c)(3)에 의한 모든 기관과 단체
기업	<ul style="list-style-type: none"> • 공공기관, 정부, 연기금, 은행, 보험사, 투자회사, VC 등 • 자산이 500만달러를 초과하는 법인, 자선단체 등 	

한편, 전국선물협회(National Futures Association: NFA)는 투자권유와 관련한 Rule 2-30에서 '비기관고객'(non-institutional customer)이라는 별도의 개념을 도입하여 이들에게는 그들의 재무적 상황과 투자목적에 관한

현재정보(current information)의 취득 없이는 증권선물상품 거래나 증권선물상품과 관련된 개별적인 거래전략에 대한 투자권유(recommendation)을 할 수 없도록 하고 있다. 비기관고객의 개념정의는 negative방식에 의해 다음의 자들(즉, 기관고객)이 아닌 경우에는 모두 비기관고객에 포섭되도록 하고 있다. 특이한 것은 개인의 경우에도 기관고객으로 취급될 수 있다는 점이다. 기관고객은 (1) 은행, 저축대부조합, 보험회사, 등록투자회사, 등록상품선물풀운영자, 등록상품선물풀운영자에 의해 운영되는 상품선물풀, (2) 투자자문업자법 제203조에 따라 SEC에 등록되거나 주의 증권위원회 등에 등록된 투자자문업자 또는 등록된 상품선물거래자문업자, (3) 투자회사법상 등록이 면제된 투자회사, 상품선물거래법상 등록이 면제된 상품선물풀운영자, 상품선물거래법상 등록이 면제된 상품선물풀운영자가 운영하는 상품선물풀, 투자자문업자법상 연방 및 주 정부기관에 등록이 면제된 투자자문업자, 상품선물거래법상 등록이 면제된 상품선물거래자문업자, (4) 등록 브로커·딜러나 상품선물업자(FCM), 또는 (5) 개인, 회사, 조합, 신탁 등인지의 여부와 관계없이 총자산이 최소 5천만달러 이상인 모든 자이다. 여기에 포함되는 기관고객 및 일임계좌의 경우에만 고객의 재무적 상황과 투자목적에 관한 현재정보를 취득하기 위한 합리적 노력 없이도 투자권유를 할 수 있다. 주의할 것은 이러한 예외는 “고객의 재무적 상황과 투자목적에 관한 현재정보를 취득하기 위한 합리적 노력”에 관한 경우에만 적용되며, 다음 항에서 기술하는 바와 같이 적합성원칙에 대해서까지 모두 적용되는 것은 아니다. 즉, 기관투자자의 경우에도 적합성원칙의 적용이 있을 수 있다.

또한 NFA의 Rule 2-30은 그 적용범위와 관련하여 적격계약참가자(Eligible Contract Participant)라는 개념을 사용한다. 적격계약참가자는 상품선물거래법 Section 1a(18)에서 정의하는 개념으로서, 적격참가자는 파생거래시설에서 거래할 수 있고, 지정계약시장(designated contract market)에서의 장외스왑거래¹¹⁴⁾를 할 수 있는 등의 권한이 부여된다. 파생상품거래

와 관련하여 중요한 것은 개인인지의 여부와 상관없이 적격참가자 외의 모든 자에 대해 Rule 2-30(a)에 따른 정보취득 및 위험공시 의무가 적용되기 때문에 파생상품거래와 관련한 고객숙지의무(know-your-customer doctrine)가 대폭 강화되었다고 할 수 있다. 개인의 경우 적격계약참가자가 되기 위해서는 헤지 목적의 투자인 경우에는 5백만달러, 재량적 투자인 경우에는 1천만달러를 초과하여 투자하여야 한다.

끝으로, 법상 전문투자자와 일반투자자의 개념적 정의를 통한 유형별 분류체계가 없기 때문에 자본시장법이나 영국과 같이 전문투자자와 일반투자자간의 유형별 전환에 대한 규정도 따로 존재하지 않는다.

2) 투자권유규제

미국 증권규제상 적합성원칙은 뉴욕증권거래소가 규정하고 있는 고객숙지원칙(know-your-customer rule)의 산물이다. 원래 이 원칙은 투자자를 보호하기 위한 것이라기보다는 브로커·딜러의 재무적 안정성을 보호하기 위한 조치였지만¹¹⁵⁾, SEC에 의해 주창된 간판이론(shingle theory)에 따라 고객숙지원칙상 보호의 대상이 현재와 같이 투자자 쪽으로 변경되었다. 즉, 간판이론에 따르면 투자권유를 하는 브로커는 그러한 권유의 견의 기초를 형성하기 위해 권유하는 증권에 관한 충분한 정보를 가지고 있다는 묵시적 진술(implied representation)을 하는 것으로 간주되었고, 이것은 곧 브로커·딜러에 의한 투자권유는 개별적 투자자의 특별한 필요와 투자목적에 기초하고 있어야만 한다는 것을 의미하였다.¹¹⁶⁾

114) 이는 도드프랭크법에 따라 2012년 10월 12일부터 발효된 것이다.

115) 주가하락시 결제일에 결제대금을 납입하지 않고 사라져 버리는 비양심적인 투자자들의 행태로 인해 브로커·딜러가 불측의 손해를 입지 않도록 투자자가 매수대금을 납입할 수 있는가를 알기 위한 것이 고객숙지원칙 도입의 목적이었다(Markham, Hazen(2013), §10:1).

116) Ibid

미국법상 적합성원칙은 자율규제기관인 FINRA 및 NFA의 규칙에 구체적으로 규정되어 있으며, 특히 NFA의 규칙은 파생상품거래의 특수성을 반영하여 FINRA의 규칙보다 매우 상세한 규정과 NFA의 해석론¹¹⁷⁾을 제공하고 있다.

우선 FINRA의 적합성원칙(suitability rule)은 브로커·딜러는 고객의 재무적 상황과 필요에 일치하는 권유를 할 의무를 가지고 있다는 개념에 기초하고 있다.¹¹⁸⁾ FINRA규칙 2111(a)는 이를 구체화하여 FINRA회원과 회원의 관계자(이하, “브로커·딜러”라 한다)는 그가 합리적 주의를 기울여 확인한 고객의 투자정보(investment profile)를 통해 취득된 정보에 근거하여 권유하는 거래 또는 증권을 수반하는 투자전략이 해당 고객에게 적합하다고 믿을 수 있는 합리적인 근거를 가지고 있어야 한다고 규정한다. 고객의 투자정보는 고객에 대한 정보를 의미하는 것으로서, 고객의 나이, 다른 투자내역, 재무적 상황과 필요, 세금현황, 투자목적, 투자경험, 투자기간, 유동성 필요, 위험감내력, 그 밖에 고객에 해당 투자권유와 관련하여 브로커·딜러에게 공개한 정보를 의미한다. FINRA규칙 2111(a)에서 규정하는 적합성원칙은 종래 판례상으로 논의되던 다음의 세 가지 의무를 규정화하여 명확히 한 것이다. 첫째, 합리적 근거에 기초한 적합성(reasonable-basis suitability)이다. 이는 브로커·딜러는 자신이 권유하는 증권 또는 증권을 수반하는 투자전략 및 잠재적 위험과 보상을 이해하기 위하여 합리적 주의를 기울여야 하며, 그러한 이해에 근거하여 자신의 투자권유가 몇몇(some) 투자자에게 적합한 것인가를 결정하여야 한다는 것이다. 둘째, 구체적 고객에 대한 적합성(customer-specific suitability)이다. 이는 브로커·딜러는 증권 또는 증권을 수반하는 투자전략의 권유가 해당 고객의 투자정보 즉, 고객정보에 근거할 때, 바로 그 고객에게 적합하다는 믿는 합리적 근거를 가져야 한

117) NFA Manual 9004를 의미한다.

118) Markham, Hazen(2013), §10:1

다는 것이다. 마지막으로 양적 적합성(quantitative suitability)이다. 이는 브로커·딜러는 일련의 증권거래 권유가 과도하지 않다고 믿을 수 있는 합리적 근거를 가지고 있어야 한다. 또한, FINRA규칙 2111은 브로커·딜러는 고객이 권유하는 투자에 상응하는 재무적 능력을 가지고 있지 않은 경우 투자권유를 하지 않아야 한다는 소극적 의무도 함께 내포하고 있다.¹¹⁹⁾ 기관투자자의 경우에는 구체적 고객 적합성 의무는 적용되지 않는다. 다만, 이 경우 브로커·딜러는 그 기관투자자가 일반적으로 또는 해당 거래와 관련하여 독립하여 투자위험을 평가할 수 있다고 믿을만한 합리적 근거를 가지고 있어야 하며, 그 기관투자자가 브로커·딜러의 투자권유를 평가함에 있어 독립된 판단을 할 수 있다는 확정적 의사표시를 하여야 한다(규칙 2111(b)).

NFA의 규칙 2-30은 FINRA의 적합성규칙보다 더 상세하고 상품선물 및 증권선물 거래가 고도의 변동성과 위험을 가졌다는 특성을 감안한 규정을 제공한다. 특히, 개인투자자의 경우 어떠한 추가적 정보를 확보해야 하는지, 정보의 갱신주기와 같은 구체적인 내용을 포함하고 있다. 먼저, 규칙 2-30의 표제는 고객정보와 위험고지(customer information and risk disclosure)이다. 표제가 의미하는 바와 같이, 규칙 2-30의 핵심적인 내용은 신규고객의 정보를 철저히 파악하고 이에 근거하여 투자자에게 파생상품거래에 대한 위험을 고지하는 것이다.

우선 규칙 2-30의 적용대상 및 일반원칙에 관한 규정으로서, 각 회원사는 모든 개인고객 및 적격계약참가자가 아닌 모든 그 밖의 고객으로부터 정보를 취득하고 그 고객들에게 선물거래의 위험에 대한 고지(disclosure)를 하여야 한다. 따라서 적격계약참가자가 아닌 모든 고객이 규칙 2-30의 적용대상이다. 적격계약참가자의 개념에는 개인도 포함되어 있지만, 파생상품거래에서 헤지 목적의 투자인 경우에는 5백만달러, 재량

119) FINRA Rule 2111, Supplementary Material, 07

적 투자인 경우에는 1천만달러를 초과하여 투자하는 경우에만 적격계약 참가자로 포섭되기 때문에, 거의 대부분의 개인은 NFA규칙 2-30의 적용 대상이라고 할 수 있을 것이다. 다시 말해, NFA규칙 2-30은 전문투자자이나 일반투자자이나의 분류에 따라 그 적용대상이 정해지는 것이 아니라 적격계약참가자인가 하는 것이 NFA규칙 2-30의 적용대상의 기준이기 때문에 파생상품에만 약 100억원 이상을 투자하는 초고액자산가인 개인을 제외하고 대부분의 개인은 NFA규칙 2-30의 적용대상에 포함된다.

회원사는 고객정보의 취득을 위해 노력을 기울일 주의의무를 가지며, 고객이 최초로 선물거래계좌를 개설할 때나 그 이전 또는 고객이 회원사에 처음으로 거래를 지시할 때 위험에 대해 고지할 의무를 부담한다. 규칙 2-30은 개인인 활동고객(active customer)¹²⁰⁾에 대해서는 특별히 최소 1년에 한번은 고객으로 취득한 정보에 변화가 없는 것인지를 확인할 의무를 가지며¹²¹⁾, 고객에게 자신의 정보를 수정할 기회를 부여하여야 한다고 명문으로 규정하고 있다. 또한 회원사는 고객이 자신의 정보에 대해 중대한 변화가 있다고 통지한 경우, 변경된 정보에 근거하여 해당 고객에게 추가적인 위험 고지를 하여야 하는가에 대한 판단을 하여야 한다.

한편, 회원사는 정보의 취득에 대하여 고객이 제공하는 정보를 유일한 출처로 볼 수 있으며, 그 정보를 검증할 의무는 없다. 그리고 회원사는 고객으로부터 정보를 받은 때에 취득한 정보를 포함한 보고서를 작성하여야 하며, 고객이 정보제공을 거부하는 때에는 정보제공거부 사실

120) 활동고객은 CFTC규정 1.33에 따라 월간 계좌내역서를 받을 수 있는 권한이 있는 고객을 의미하며, CFTC규정 1.33(a)에 따르면, 계좌내역서를 작성하는 해당 월의 말일에 미결제약정(open contract)이 없거나 종전 계좌내역서기간의 계좌잔고와 변화가 없는 경우가 아닌 계좌를 보유한 고객을 의미한다.

121) 연간 고객정보 갱신시기에 고객이 비활동인 경우, 이후 해당 고객에 대해 투자를 권유하여 접촉하는 시점에 그 고객으로부터 새로운 자금이나 주문을 받기 전 먼저 고객정보를 갱신하여야 한다.

을 담은 보고서를 작성하여야 한다. 또한 모든 회원사는 규칙 2-30에 따라 작성된 모든 보고서를 검토하고, 고객정보의 취득과 위험고지에 대한 제공 시 회원사 직원의 행위를 감독할 수 있는 적절한 절차를 수립·집행하여야 한다.

회원사가 고객으로부터 취득하여야 하는 고객정보로는 최소 다음의 열 가지이며, 이중 여섯째부터의 정보는 회원사가 FINRA의 회원으로 가입하지 않았고, 개인고객이 증권선물상품(Security Futures Products: SFP)을 거래하고자 하는 경우에 추가적으로 취득하여야 하는 정보이다:

- (1) 고객의 성명 및 주소와 주 직업 또는 사업
- (2) 개인고객의 경우, 그 고객의 현재 추정 연수입 및 순가치. 개인고객 이외의 고객인 경우, 그 고객의 순가치 또는 순자산 및 현재 추정 연수입이나 연수입이 없는 경우 직전 연도의 수입
- (3) 개인고객의 경우, 그 고객의 추정 나이 또는 생년월일
- (4) 고객의 종전 투자 및 선물거래 경험에 대한 표시
- (5) 회원사가 선물거래의 위험을 고지하기 위하여 적절하다고 판단하는 그 밖의 정보
- (6) 개인고객계좌가 투기용인지 헤지용인지의 여부
- (7) 개인고객의 고용현황(예컨대, 고용주의 이름, 자영업자, 퇴직자 등)
- (8) 개인고객의 추정 순유동자산가치(현금, 증권, 그 밖의 상품)
- (9) 개인고객의 혼인상황 및 부양가족수
- (10) 개인고객에 대한 투자권유 시 필요하다고 회원사가 합리적이라고 판단하는 그 밖의 정보

회원사가 확보해야 할 이상의 정보 중 주목할 것은 개인고객에 대한

추가적인 정보이며, 특히 (6)~(10)의 정보는 증권선물상품의 거래 시 파악하여야 하는 정보로서 상당히 구체적이고, 파생상품거래에 따른 위험 감내도를 충분히 흡수할 수 있는가를 판단하는데 유효한 정보들이다. 예컨대, 계좌의 용도가 투기용인지 헤지용인지를 파악하여 투자의 특성을 먼저 파악하고, 고용현황과 추정 순유동자산가치를 파악하여 수입과 재무적 여력에 대한 구체적인 사항을 점검할 수 있을 것이다. 또한 상당히 개인적인 정보임에도 불구하고, 혼인상황과 부양가족수까지 파악하게 함으로써 개인고객에 대한 위험고지 시 참고를 하도록 하고 있다.

그리고 고객에게 제공하는 위험고지에는 최소 다음의 네 가지 문서를 포함하여야 한다. 첫째, CFTC규정 1.55에 따라 요구되는 위험고지진술서, 둘째, CFTC규정 4.31에 따라 요구되는 고지문서, 셋째, CFTC규정 33.7에 따라 요구되는 옵션고지진술서, 그리고 넷째, CFTC규정 31.11에 따라 요구되는 고지문서이다.

한편, NFA규칙 2-30는 FINRA의 회원이 아닌 회원사에 대해, 증권선물상품을 거래하는 고객계좌와 관련해서는 다음의 여섯 가지 추가적 요건을 규정하고 있으며, FINRA의 적합성원칙과 유사한 내용을 담고 있다. 첫째, 회원사는 고객의 투자목적 및 재무적 상황을 포함하여 그 고객과 관련된 핵심적 사실을 파악하기 위해 주의의무를 다하여야 하며, 회원사의 담당 직원은 그러한 사실과 위에서 기술한 열 가지 고객정보에 기초하여 증권선물상품용 고객계좌의 승인여부를 판단하여야 한다. 승인여부는 서면에 의하여야 하며, 그 계좌의 승인여부를 결정한 자를 적시(identify)하여야 한다. 또한, 고객계좌보고서에는 담당직원의 이름, 고객정보가 어떻게 취득되었는지에 관한 사항, 증권선물상품에 대한 위험고지를 한 날 등의 계좌정보를 포함하여야 한다. 둘째, 회원사는 증권선물상품용 개인고객계좌를 승인하는 근거가 된 배경 및 재무적 정보가 고객으로부터 서면에 의해 취득한 것이 아닌 경우 개인고객계좌의 승인일부터 15일 이내에 정확성을 확인하기 위해 그 정보를 해당 개인고객

에게 전달하여야 한다. 또한 회원사가 개인고객의 재무적 상황에 중대한 변화가 있다는 사실을 알게 된 경우 그 날로부터 15일 이내 이에 대한 확인을 위해 회원사 파일상의 배경 및 재무적 정보 사본을 그 개인고객에게 송부하여야 한다. 어느 경우이든, 고객으로부터 반대의 통지가 없는 한 정보는 확증된 것으로 간주된다. 셋째, 일임계좌를 제외하고, 회원사가 '비기관고객'의 경우 그 고객의 재무적 상황 및 투자목적과 관한 현재 정보를 취득하기 위한 합리적 노력을 기울이지 않은 때에는 증권선물상품거래 또는 그 상품과 관련된 특정투자전략을 권유할 수 없다. 넷째, 회원사는 모든 고객의 현재 투자목적, 재무적 상황 및 필요와 그 밖에 회원사가 지득한 그 밖의 정보를 기초로 증권선물상품거래 또는 그 상품과 관련된 특정투자전략이 적합하다고 믿을만한 합리적 근거가 있는 경우에만 그러한 거래나 투자전략을 권유(recommend)할 수 있다. 다섯째, 회원사는 권유하는 직원이 해당 고객이 투자권유 시에 권유된 거래의 위험을 평가할 수 있을 것으로 합리적으로 예측할만한 재무적 사항에 대한 지식과 경험을 가지고 있는 것으로 믿을만한 합리적 근거가 있는 경우에만 증권선물거래(security futures transaction)를 권유할 수 있다. 끝으로, 회원사는 일임계좌와 관련하여 고객의 투자목적 및 재무적 상황에 비추어 규모나 빈도가 과도한 증권선물거래를 할 수 없다. 이상의 증권선물상품과 관련한 추가적 요건은 계좌개설에서부터 투자권유에 이르기까지 매우 상세하고, 까다롭게 규정되어 있으며, 파생상품 관련 업자에게 매우 높은 주의의무를 부과하고 있다고 평가할 수 있다.

다만, NFA규칙 2-30에서 규정하는 고객숙지의무, 상품숙지의무, 위험고지의무, 적합한 투자권유의무 등은 자율규제기관이 제정한 규정이라는 한계가 있기 때문에 이러한 의무를 위반하였다고 하여 곧바로 민사소송의 청구원인을 구성하지도 않고, 사기금지규정 위반에 해당하지도 않는다. 따라서 NFA는 규칙 2-30의 제정에 따라 회원사의 잠재적 책임이 증가하는 것이 아니라고 한다.¹²²⁾

다. 자본시장법상의 투자자 분류와 투자권유규제

1) 투자자 분류체계

영국 사례와 유사하게 자본시장법은 투자자를 전문투자자와 일반투자자로 분류하고, 전문투자자가 아닌 투자자를 일반투자자로 정의하여 법상 보호수준을 높이는 방식을 취하고 있다(법 제9조 6항). 개인투자자의 경우에도 아래의 표에서와 같이 일정한 요건을 만족하는 경우 전문투자자로 분류될 수 있다. 또한, 분류상의 전문투자자는 아니지만, 일정한 경우 투자위험도를 감안하여 개인투자자에 대한 진입요건을 강화함으로써 '전문투자자화'시키는 경우도 있다. 예컨대, ELW 및 장내파생상품과 코넥스시장의 경우 기본예탁금을 예치하지 않는 일반 개인투자자의 투자 자체를 배제시키는 방식을 전문투자자제도와 병용하는 것이다. 이 외에도, 파생상품등에 대한 투자경험이 1년 미만인 만65세 이상의 고령자에 대해서는 고위험상품에 적합하지 않다고 판단하여 투자권유 자체를 제한하는 경우도 있다.¹²³⁾

한편, 자본시장법도 투자자의 유형별 전환에 대한 규정을 두고 있다. 우선, 전문투자자 중 국가, 한국은행, 금융투자업자, 보험회사 등의 금융업자, 금융관련 특수법인 및 기금, 외국정부, 국제기구 및 외국의 중앙은행 등을 제외한 전문투자자의 경우 일반투자자와 같은 대우를 받겠다는 의사를 금융투자업자에게 서면으로 통지하고, 금융투자업자가 이에 동의하는 경우 일반투자자로 보게 된다(법 제9조 5항 단서). 즉, 자본시장법

122) NFA Manual 9004

123) 이는 2009년 2월부터 시행된 것으로서, 현재 금융투자협회의 표준투자권유준칙 11 및 12 항목에 반영되어 있다. 만65세 이상의 고령자가 투자를 하겠다고 자진하는 경우에는 손실가능성에 대해 언급한 녹음, 상품구조에 대한 상호문답 등 '완전히 이해시켰다'는 증거를 남겨야 하기 때문에, 사실상 이들에 대한 파생상품등의 판매는 금지되어 있다고 할 수 있다.

은 투자자보호의 강화를 위해 금융투자업자의 동의를 있는 경우 하방식 전환을 허용하고 있다. 또한 장외파생상품의 거래에 한정하여 상방식 전환도 허용된다. 즉, 주권상장법인, 법률에 따라 설립된, 지방자치단체, 개인 및 법인 전문투자자 등은 장외파생상품거래 시에는 기본적으로 일반투자자로 분류되지만 금융투자업자에게 서면으로 전문투자자와 같은 대우를 받겠다는 의사표시를 하게 되면 금융투자업자의 동의 여부와는 관계없이 다시 원래와 같이 전문투자자가 된다(법 제9조 5항 4호 및 시행령 제10조 3항 단서). 자본시장법이 장외파생상품거래에 한정하여 상방식 전환만을 인정하고, 그 외의 경우 일반투자자가 전문투자자로 상향하여 전환할 수 없도록 한 것은 이를 허용할 경우 금융투자업자가 투자자보호의무의 회피수단으로 악용할 수 있기 때문이다.¹²⁴⁾

<부록 III-3> 자본시장법상 ‘개인’전문투자자 요건 현황

구분	전문투자자	ELW 및 KOSPI200 옵션	코넥스	헤지펀드 적격투자자
요건	금융투자상품잔고 50억원 이상 + 계좌개설 1년 경과 (2년마다 갱신요)	파생상품계좌별 기본예탁금 1,500만원 이상 3,000만원 미만	기본예탁금 3억원 벤틱법상 개인투자조합 적격엔젤투자자	헤지펀드별 5억원 이상 투자
근거	자시법 §9⑤ 시행령 §10/17호	파생업무규정 §127① 규정세칙 §122①	코넥스업무규정 §62 규정세칙 §74	자시법시행령 §271의2①/5호

2) 투자권유규제

자본시장법은 적합성원칙을 도입하고, 특히 투자권유 없는 파생상품 등의 판매와 관련하여 적정성원칙을 도입함으로써 투자자보호를 대폭

124) 김건식·정순섭(2013), 156면

강화하였다. 그런데, 이러한 원칙에 의한 투자자보호의 대상은 일률적으로 일반투자자만을 대상으로 하기 때문에 금융투자업자는 먼저 투자자를 분류한 후, 투자권유 전에 면담·질문 등을 통하여 일반투자자의 투자목적, 재산상황 및 투자경험 등의 정보를 파악하여야 한다(법 제46조 1항). 자본시장법, 시행령 및 시행규칙 등에서 일반투자자의 정보에 대한 구체적인 언급은 없고, 금융투자협회가 제정한 표준투자준칙 [일반투자자] 투자자정보 확인서 [예시1]과 [예시2]에서 파악해야 할 구체적인 정보의 내용을 상세히 예시하고 있다. 여기에는 재산상황 항목으로 월소득 대비 투자가능 자산의 비중, 여유자금 보유여부, 월소득 현황, 향후 자신의 경제상황에 대한 예상, 향후 자신의 수입원에 대한 예상, 총순자산규모, 총금융자산대비 총투자상품 비중을 들고 있다. 투자경험 항목에서는 투자경험이 있는 금융투자상품을 복수로 선택하도록 하고 있고, 금융투자상품 투자경험기간, 파생상품, 원금비보장형 파생결합증권 또는 파생상품펀드에 투자한 경험기간도 기재하도록 하고 있다. 투자목적 항목에서는 기대수익율, 투자자금의 성격, 투자수익·위험에 대한 태도, 금융지식 수준과 이해도, 감내할 수 있는 손실 수준, 투자자금의 투자예정기간, 부양가족 여부, 과세형태, 연령, 65세 이상 투자자, 미성년자, 금융투자상품 무경험자 등의 취약투자자인지의 여부를 파악하도록 상세히 규정하고 있다. 영국 및 미국의 경우와 비교할 때에도 매우 상세함을 알 수 있다. 다만, 미국 NFA와 같이 파생상품거래용으로 투자자정보의 파악을 요구하는 법령 및 모범규준상의 규정은 없다. 금융투자업자는 이상의 정보를 파악한 경우 일반투자자로부터 (전자)서명, 기명날인, 녹취 등의 방법으로 확인을 받은 후 이를 유지·관리하여야 하고, 확인받은 내용을 투자자에게 자체 없이 제공하여야 한다. 투자자정보에 대한 갱신의무에 대해서는 '관리'라는 용어에서 이를 유추할 수도 있으나, 표준투자권유준칙은 9. 투자자정보의 유효기간이라는 항목에서 금융투자업자가 투자자정보의 유효기간을 설정하고 이에 대하여 투자자가 동의한 경우에, 금융

투자회사는 투자자로부터 별도의 변경 요청이 없으면 투자자정보를 파악한 날로부터 OO개월(투자자정보 유효기간) 동안 투자자정보가 변경되지 않은 것으로 간주할 수 있다고 규정한다. 그리고 금융투자회사의 임직원 등은 투자자에게 이에 대한 설명 이후 투자자정보가 변경되면 이에 대한 변경내용을 통지하도록 알린 후에 투자자로부터 서명 등의 방법으로 확인을 받도록 규정한다. 또한 금융투자회사가 이미 투자자정보를 알고 있는 투자자에 대하여 투자권유를 하고자 하는 경우에는 투자자정보 유효기간 경과 여부를 확인하고 유효기간이 지난 경우에는 투자자정보를 다시 파악하도록 하고 있다. 다만, 매분기 1회 이상 투자일임계약이 체결된 투자자의 경우에는 투자자의 재무상태 및 투자목적의 변경여부를 확인하고, 신탁계약이 체결된 투자자의 경우에는 재무상태 등의 변경여부를 확인하도록 특칙을 두고 있다.

금융투자업자는 일반투자자에 대한 투자권유 시점에 일반투자자의 '고객정보'에 비추어 볼 때 그 일반투자자에게 적합하지 않다고 판단되는 투자권유를 할 수 없다(법 제46조 3항). 법문상으로는 고객숙지의무만을 통하여 적합성을 판단하도록 규정하는 것처럼 보이나, 적합한 투자권유를 위해서는 권유하는 금융투자상품에 대한 파악이 전제가 되어야 하므로, 금융투자업자의 상품숙지의무도 포함되어 있다고 하는 것이 통설이다. 또한, 자본시장법은 적합성원칙의 위반을 이유로 한 손해배상책임에 대해서는 규정하고 있지만, 대법원은 손해배상책임의 가능성을 인정하고 있다.¹²⁵⁾

자본시장법은 일반투자자에게 투자권유를 하지 않더라도 파생상품, 파생결합증권 등을 판매하려는 경우에는 투자자정보의 파악과 그 파악된 투자자정보에 비추어 볼 때 해당 파생상품등이 그 일반투자자에게

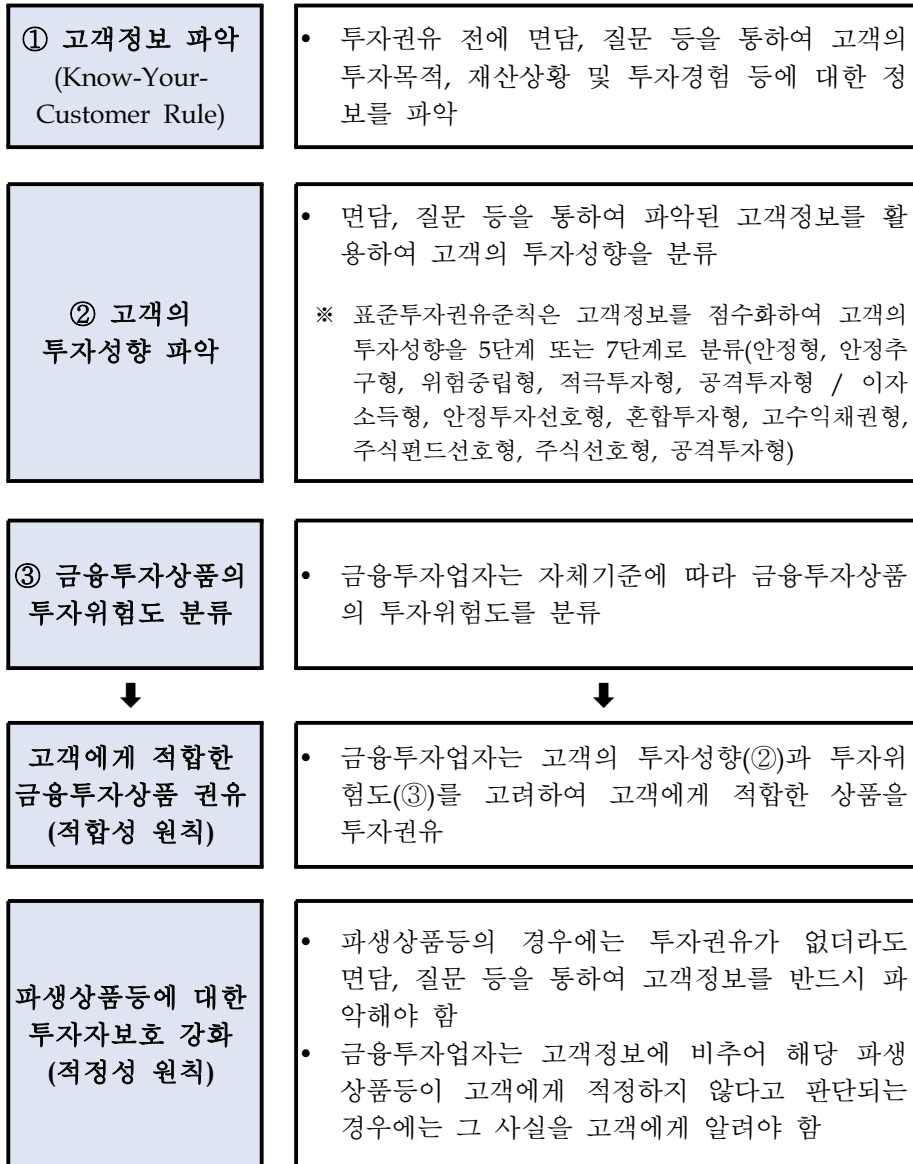
125) 대법원 2010. 11. 11. 선고 2010다55699 판결("조사된 투자목적에 비추어 볼 때 고객에게 과도한 위험을 초래하는 거래행위를 감행하도록 하여 고객의 재산에 손실을 가한 때에는 그로 인한 손해를 배상할 책임이 있다").

적정한 것인가를 판단하여 걱정하지 않다고 판단될 경우 이를 고지하고, 그 일반투자자의 서명, 기명날인, 녹취 등의 방법으로 확인을 받도록 하는 걱정성원칙을 규정한다(법 제46조의2).

영국과 달리 자본시장법은 과생상품등의 경우에 한정하여 걱정성원칙을 적용하기 때문에, 제46조의2에서 규정하는 투자자에 대한 정보과약 의무를 걱정성원칙에서 규정하는 정보과약 의무와 달리 보아야 하는가 문제가 될 수 있다. 즉, 취득정보의 범위에 대한 문제와 정보취득 방식이 별도의 절차를 거쳐야 하는가의 문제가 제기될 수 있다. 취득정보의 범위가 달라야 한다면 별도의 취득절차를 거쳐야 한다고 할 수도 있을 것이다.

그러나 적합성원칙에 대한 정보취득 시 걱정성원칙을 고려한 포괄적인 정보의 취득이 있었다면 굳이 별도의 취득절차를 거쳐야 한다고 할 필요는 없다고 본다. 다만, 적합성원칙에서 요구하는 투자자정보의 범위와 걱정성원칙에서 요구하는 투자자정보의 범위는 동일하다고 보기는 힘들다. 걱정성원칙은 금융투자업자의 투자권유가 없는 경우에도 적용되고, 과생상품등에 한정하여 이를 적용하기 때문이다.

<부록 III-4> 자본시장법상 투자권유 관련 절차



자료: 금융투자협회(2009)

라. 평가 및 시사점

자본시장법은 영국 FSMA를 주요 모델로 설계되었다고 알려져 있다. 투자자 유형의 분류 및 투자권유규제에서 살펴본 바와 같이 자본시장법의 규정은 영국의 것과 상당히 유사하다는 점을 발견할 수 있다. 그러나 영국의 경우 전문투자자 이외에 적격상대방이라는 개념과 일반투자자의 경우에도 일정기준을 충족하는 경우 전문투자자로 전환할 수 있도록 하고, 전문투자자로서의 요건에 변화가 있는 경우 이를 통지할 의무를 부여하는 등 유연하고 정치한 제도설계를 하고 있음을 발견할 수 있다. 투자자권유규제에서도 우리와 유사하게 적합성원칙과 적정성원칙을 규정하고 있으나 감독기관 단계에서의 규칙으로 매우 구체적인 취득대상 정보를 규정함으로써 금융기관의 의무를 강화하고 법적 불확실성을 해소하고 있다.

미국은 법상 전문투자자와 일반투자자를 구분하지 않고, 투자자보호의 필요성에 따라 보호의 범위를 넓히고 있지만, 감독기관이나 자율규제기관의 규칙에서 목적별로 전문투자자와 유사한 개념을 도입하고 있다. 특히, 비기관고객(non-institutional customer)이나 적격계약참가자(eligible contract participant) 개념은 파생상품거래에 적용되는 투자자 유형의 개념이다. 주목할 것은 개인투자자가 전문투자자(accredited investor)가 되기 위한 요건이 우리나라에 비해서는 상당히 낮다는 점이다. 우리나라의 경우에는 '금융투자상품'의 잔고가 50억원 이상이어야 하고, 금융투자계약의 개설일로부터 1년이 경과하여야 전문투자자로 신청할 수 있지만, 미국의 경우 순자산이 100만달러(약 10억원 상당)를 초과하거나, 2년 동안 각 연도별 연간 소득이 20만달러를 초과 또는 부부합산 30만달러를 초과하면 되도록 규정하고 있다. 영국의 경우에는 질적기준과 양적기준을 두고 있지만 양적기준 중 금융자산기준만 놓고 볼 때에는 전금융권의

금융상품 잔고가 50만유로(약 6억 7천만원 상당)만 있으면 요건을 만족한다. 즉, 영국의 경우에는 단순히 상당한 규모의 자산을 가졌다는 것이 중요한 것이 아니라 일정한 규모의 금융자산을 가진 자가 상당한 규모의 거래를 하거나 금융관련 직역에서 근무한 경험이 있다면 전문투자자로 분류될 수 있다는 입장을 취하고 있는 것이다. 매우 실질적인 분류방법이라 할 수 있다.

미국의 전통적인 자율규제기관을 통한 간접규제 연혁에 따라 미국의 적합성원칙은 FINRA와 NFA에서 규정하고 있다. 영국과 같이 매우 상세한 규정을 두고 있고, 특히 NFA의 규정은 파생상품거래의 특성을 감안한 매우 정치한 세부규정을 두고 있다. 영국과 비교할 경우 영국은 전문투자자의 경우에는 투자목적에 일치하는 투자위험을 감내할 수 있는 것으로 추정하는 규정을 두고 있고, 미국도 이와 유사하게 기관투자자의 경우에는 구체적 고객적합성의무를 적용하지 않고 있다. 하지만, 미국은 기관투자자에 대한 별도의 적합성 규정에 따라 그 기관투자자가 스스로 투자위험을 평가할 수 있다고 믿을만한 근거가 있어야 하고, 그 기관투자자가 스스로 투자판단을 할 수 있다는 확정적 의사표시를 한 경우에만 적합성원칙을 적용하지 않는다는 점에서 차이가 있다. 그러나 중요한 것은 초고액자산가인 개인을 제외하고, 일반 개인투자자는 Regulation D에 따른 전문투자자인가의 여부와 관계없이 적합성원칙이 적용된다는 점이다.

이상의 논의를 기초로 국내파생상품시장에서의 개인투자자보호라는 관점에서 현행 규제를 평가할 때, 파생상품거래와 관련하여 전문투자자 분류의 합리화와 투자권유규제의 내실화가 필요하다고 판단된다.

부록 IV. 홍콩의 투자자 설문조사 문항

설문조사번호: _____

홍콩파생상품에 투자하는 소매투자자들의 의견조사

설문 조사: 홍콩의 소매투자자 (비 무작위 표본 선택)

설문 조사의 날짜: 2012년 1월 31일에서 3월 15일까지

A. 파생상품 및 옵션 투자의 경험

1. 당신은 투자의 경험을 얼마나 가지고 있습니까?

- 없음
- 1년 미만
- 1년~ 3년
- 3~5년
- 5~10년
- 10년 이상

2. 지난 기간(2011년 1월~2012년 1월 기간) 동안 파생 상품에 투자한 회수는 몇 번입니까?

- 예, 약 (____)번 있습니다
- 아니오 → 대답이 아니오인 경우, 질문 13으로 이동합니다

3. 당신이 가장 자주 투자하는 파생상품은 무엇입니까? (단수 응답)

- 워런트
- 항생 지수 선물
- 주식 옵션
- 항생 지수 옵션
- Callable Bull/Bear Contracts(CBBC)
- RMB NDF
- 기타 (이유를 적어주세요: _____)

4. 파생상품 투자결정에 영향을 미치는 대부분의 정보와 조언은 어디서 얻습니까? (단수응답)
- 정보에 관심이 없음
 - 텔레비전, 신문, 잡지 등
 - 가족이나 친구
 - 인터넷
 - 투자 자문 (중개 포함)
 - 연간 보고서
 - 추가 정보 (이유를 적어주세요: _____)
5. 최근 몇 년 동안, 글로벌 경제위기(특히 미국 및 유럽 등)는 귀하의 파생상품 투자의사에 영향을 미쳤습니까?
- 그렇다
 - 아니다
6. 개인 투자 위험 감내 정도는 어느 수준입니까?
- 매우 낮음
 - 낮음
 - 보통
 - 높음
 - 매우 높음
7. 개인 포트폴리오에 전체 중 파생 상품에 몇 퍼센트 투자하였습니까?
- 10% 이하
 - 10~30%
 - 30~50%
 - 50~99%
 - 전체의 (____)%
8. 파생상품에 대한 투자의 경우, 인터넷을 통하거나 전자거래시스템을 지난해 동안 몇 번 사용하셨습니까?
- 예, 약 (____)번이 있습니다
 - 사용안함
9. 지난해 동안, 파생상품 거래를 위해 다른 방법을 사용해 본 적이 있습니까?
- 있습니다 (이유를 적어주세요: _____)
 - 없음

B. 투자 위험 및 과생 보상

- 10. 2011년 1월부터 2012년 1월까지의 기간 동안 과생상품에 투자 시 어느 정도의 기간 동안 상품을 매도하거나 포지션을 정리할 것입니까?
 - 첫 날
 - 주 이내에
 - 1개월 이내에
 - 3개월 이내에
 - 1년 안에
 - 일년 이상

- 11. 과생상품에 투자하여 얻는 평균 수익은 어느정도입니까?
 - 손실
 - 평균 10% 미만
 - 평균 30% 수익률
 - 평균 30%~50% 수익률
 - 평균 50%~100% 정도 수익률
 - 평균 100% 이상의 수익률

- 12. 지난 기간 동안, 당신은 과생상품에 투자하여 얻은 평균수익에 만족하십니까?
 - 매우 만족
 - 만족
 - 보통
 - 불만족
 - 매우 불만족

- 13. 지난 기간 동안, 과생상품에 투자한 가족구성원이 있습니까?
 - 예, 약 (____)번이 있습니다
 - 없음
 - 무응답

- 14. 지난 기간 동안, 가족을 제외하고 과생상품에 투자하는 지인이나 친구를 알고 계십니까?
 - 있음
 - 없음
 - 무응답

15. 당신은 파생상품 투자에 대해 위험수준이 어떻다고 생각하십니까?
 매우 낮은 위험
 낮은 위험
 중간 위험
 높은 위험
 매우 높은 위험
16. 파생상품을 거래하는 것은 투자라고 생각하십니까? 투기라고 생각하십니까?
 투자
 투기
 투자와 투기요소 모두 가지고 있음
17. 당신은 소매 투자자를 위해 관련 정부 당국이 제공하는 투자자 교육이 적절하다고 생각하십니까?
 매우 적절치 않음
 적절치 않음
 의견 없음
 적절함
 매우 적절함
18. 성별은 무엇입니까?
 남성
 여성
19. 당신의 나이는 어떻게 되십니까?
 18~24세
 25~34세
 35~44세
 45~54세
 55~64세
 65세 이상
20. 교육수준에 응답하여 주십시오
 교육을 받지 않음
 초등학교
 고등학교
 대학교 이상

21. 현재의 고용 상태는 다음과 같습니다:

- 근로자
- 자영업자
- 퇴직자
- 기타 (_____)

22. 개인의 월평균 총소득 (임금, 이자, 임대료, 기타 소득 등)은 얼마입니까?

- HK 5,000달러 이하
- HK 5,000달러~HK 9,999달러
- HK 10,000달러~HK 14,999달러
- HK 15,000달러~HK 19,999달러
- HK 20,000달러~HK 24,999달러
- HK 25,000달러~HK 29,999달러
- HK 30,000달러~HK 49,999달러
- HK 50,000달러 이상

소중한 의견을 주셔서 감사합니다