

파생상품시장 활성화 방향

2014. 4. 17.

연구위원 남길남



1. 국내파생상품시장 현황

2. 국내파생상품시장 이슈

3. 주요국 파생상품 규제 특징

4. 파생상품시장 개선 방향

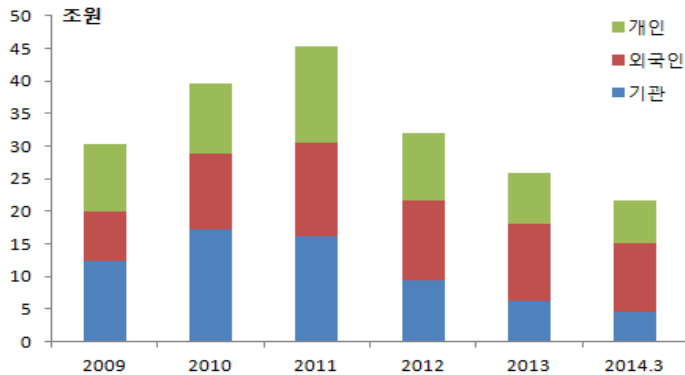
5. 파생상품시장 경쟁력 제고

1. 국내파생상품시장 현황

주가지수 파생상품: 거래침체 심화

- ❖ 2014년 3월 기준, KOSPI 200 선물·옵션의 거래대금은 2011년 대비 약 45% 수준에 머무르고 있음
 - 기관투자자의 비중이 크게 감소(선물:21.3%, 옵션:12.5%)하면서 시장기반 약화
- ❖ 거래침체는 변동성 하락과 시장조치가 주요 원인임

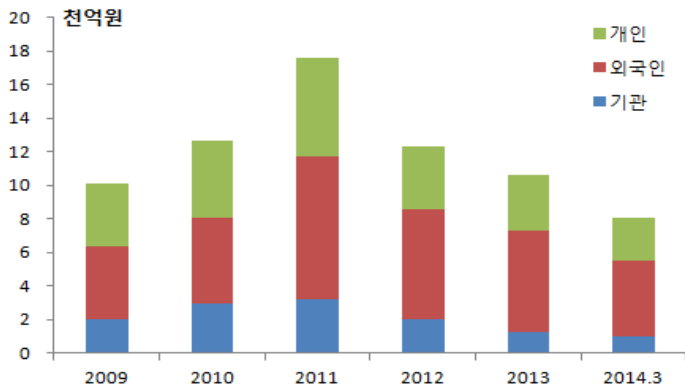
<KOSPI 200 선물 일평균 거래대금 추이>



<VKOSPI 추이>



<KOSPI 200 옵션 일평균 거래대금 추이>



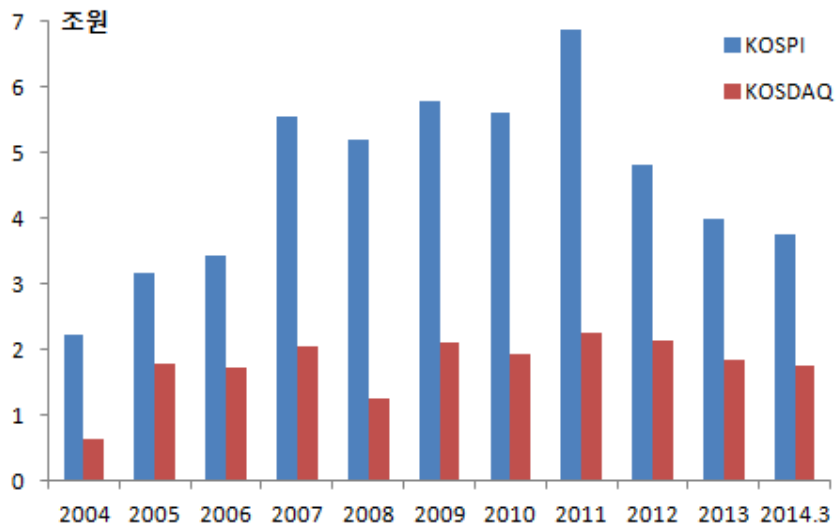
자료: KRX

주식: KOSPI 거래위축 지속

- ❖ **주식시장의 거래대금은 2년 전에 비해 40% 이상 하락함**
 - KOSPI시장은 2011년 대비 46.3% 하락, 2006년 수준으로 후퇴,
KOSDAQ시장은 2011년 대비 23.4% 하락, 2008년 수준으로 후퇴
 - 현·선물 시장의 동시 위축

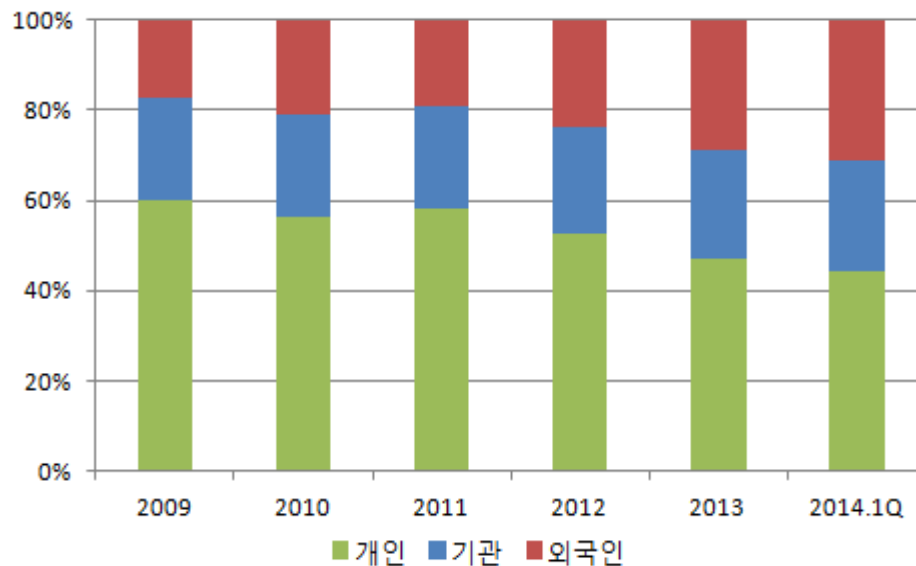
- ❖ **외국인 증가, 기관투자자 및 개인투자자 위축 지속**

<주식시장 연도별 일평균 거래대금>



자료: KRX

<KOSPI 시장 투자자별 거래비중>



채권/통화 파생상품: 대부분 상품의 거래위축

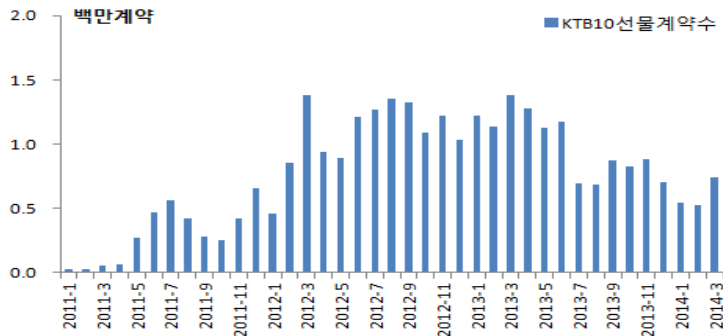
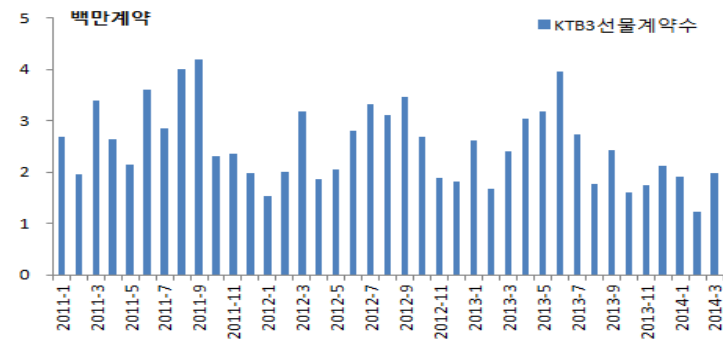
❖ 모든 채권파생상품의 거래가 침체되고 있음

- 3년국채선물은 고점 대비 53% 감소, 10년국채선물은 47% 감소

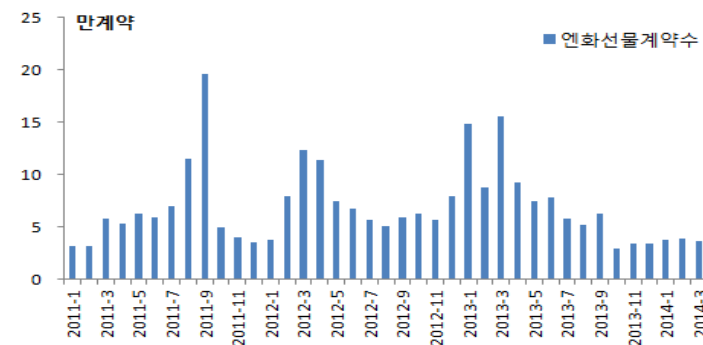
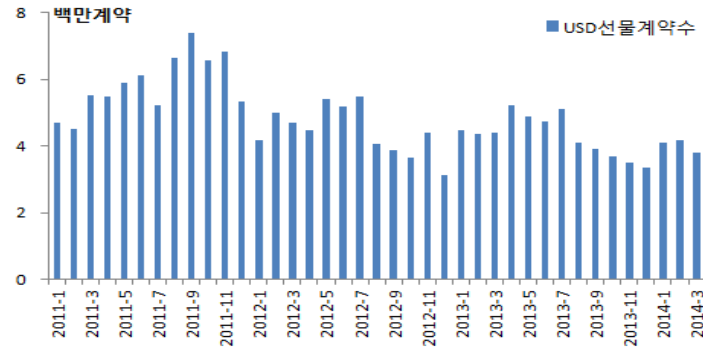
❖ 통화파생상품 중 달러 및 엔화선물의 침체가 이어지고 있음

- 달러선물은 고점 대비 32% 감소, 엔화선물 거래는 82% 감소

<3년/10년 국채선물 거래량 추이>



< 달러/엔 선물 거래량 추이 >

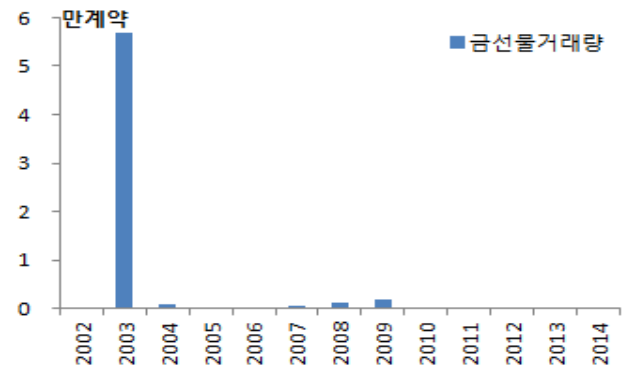
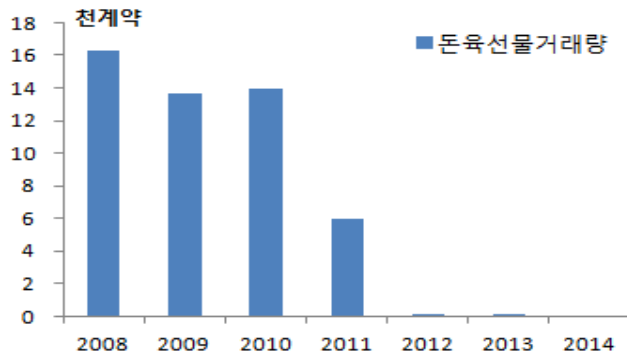


일반상품 파생상품: 실질적 거래중단 상황

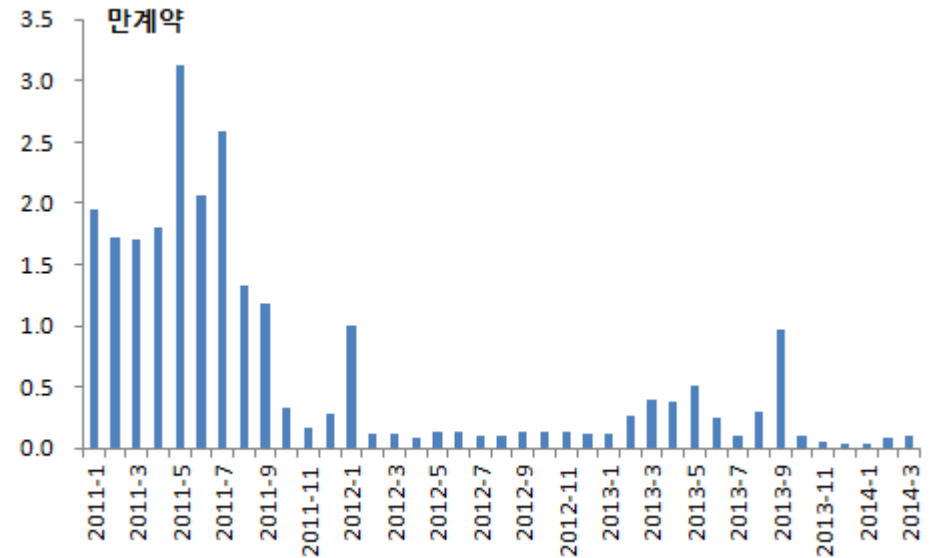
❖ 금선물/돈육선물은 거래중단, 미니금선물 극심한 거래침체 상태

- 금선물과 돈육선물은 전혀 거래가 이루어지지 않고 있음
- 미니금선물은 일별 100계약 내외 정도만 거래되고 있는 상황

<돈육/금선물 거래량 추이>



<미니금선물 거래량 추이>



주: 2014년은 3월 말까지 집계
자료: KRX

금융투자업의 수익 악화 및 시장 신인도 저하

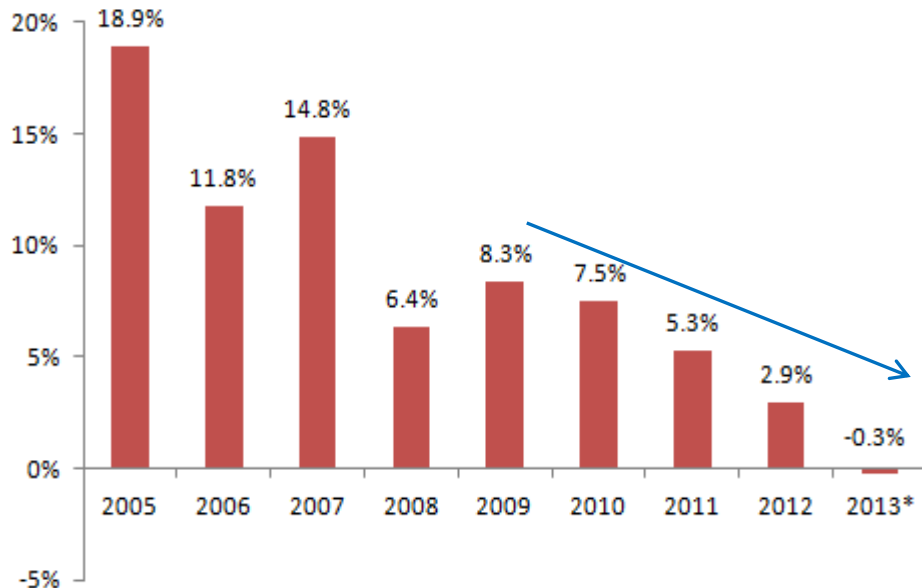
❖ 금융투자업의 수익성은 꾸준히 악화되고 있는 추세

- 증권사 규모와 관계없이 수익성이 모두 악화되고 있음

❖ 급격한 제도 변화와 시장안정성 이슈로 시장의 신뢰도는 심각히 훼손

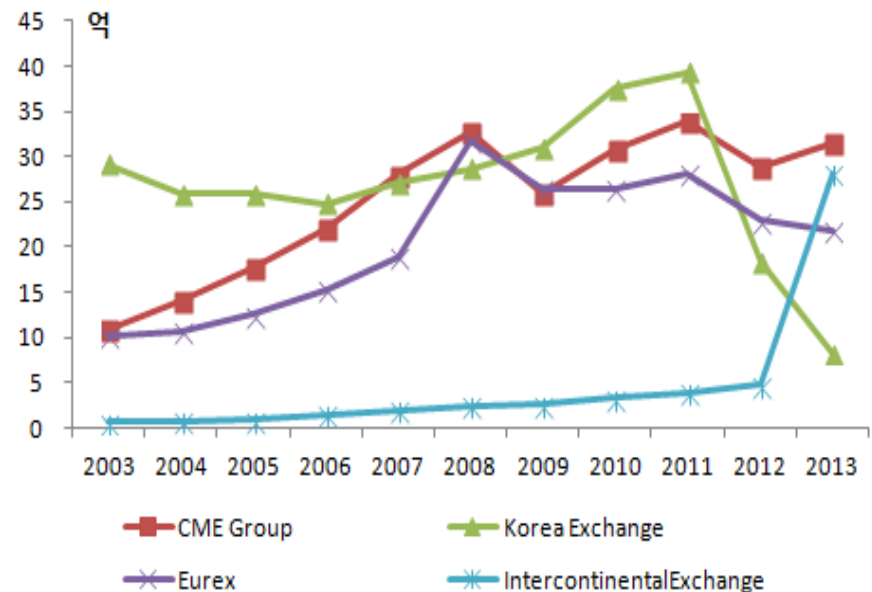
- 옵션 승수 조정, ELW 조치 등과 같은 갑작스런 제도변화로 불확실성이 높음
- '10, 옵션만기일 사태, '13, 한맥증권 사태로 국내외 투자자들의 신뢰 급락

<국내 증권사 연도별 ROE 추이>



주: 2013년은 2013.4~2013.12의 기간임
 자료: 금융감독원, 금융통계정보시스템

<주요 거래소의 파생 거래량 추이>



자료: FIA

2. 국내파생상품시장 이슈

최근 파생상품시장 주요 조치사항

❖ 옵션만기일 사태('10.11)

- 도이치증권의 대량매도에 따른 시장충격 발생
- 제도개선 방안 발표('11.1): 증거금제도 개선, 주문한도 제한, 포지션 제한

❖ ELW시장 건전화 방안('10.10~'11.12)

- 스캘퍼의 부당거래에 대한 검찰수사와 증권사 CEO 12명 기소('11.3)
- 1차 건전화 방안('10.10): 교육의무화, 내재변동성 공개 등
- 2차 건전화 방안('11.05): 기본예탁금, 극외가 발행제한, 지수ELW 표준화
- 3차 건전화 방안('11.12): LP호가제출 제한, 신규상장 및 종목 수 제한 등

❖ 옵션 승수 인상 및 FX 마진 증거금 인상('11.12)

- 개인투자자 보호 위해 KOSPI200 옵션 승수의 5배 인상, FX 마진 증거금 2배 인상

❖ 한맥증권 사태('13.12)

- 한맥증권의 대량 주문오류로 인한 결제불이행 사태
- 거래안정성 제고 방안 발표('14.1): 동적 상하한가, 착오거래 사후구제 확대

❖ 사건발생 이후 최대한 짧은 시간 안에 보완책을 마련하는 형식임

주요 쟁점: KOSPI200 옵션시장 조치사항



❖ 옵션매수전용계좌 폐지('11.8)

- 옵션을 매수만 하는 경우 손실 위험이 프리미엄으로 한정되어 추가 위험부담이 없어 기본예탁금을 면제하였으나 ELW 투자자에 대한 기본예탁금 도입 시 형평성 차원에서 폐지됨
- **문제점:** 기본예탁금은 채무이행보증의 성격이 있는데 반하여 옵션매수자는 추가적으로 이행할 채무가 존재하지 않음

❖ 옵션 승수 인상('11.12)

- 개인투자자의 접근을 억제하기 위해 옵션 승수를 기존 10만원에서 50만원으로 5배 인상
 - 인상 후, 최소 거래단위가 1,000원에서 5,000원으로 5배 인상
- **문제점:** 승수 인상은 거래단위의 급격한 인상으로 거래비용 증가와 유동성 저하가 발생함
 - 상품성을 떨어뜨리는 승수 인상은 수수료 절감을 위한 '95, 호주 BAB 선물 경우를 제외하고 사례가 없음

주요 쟁점: ELW시장 조치사항

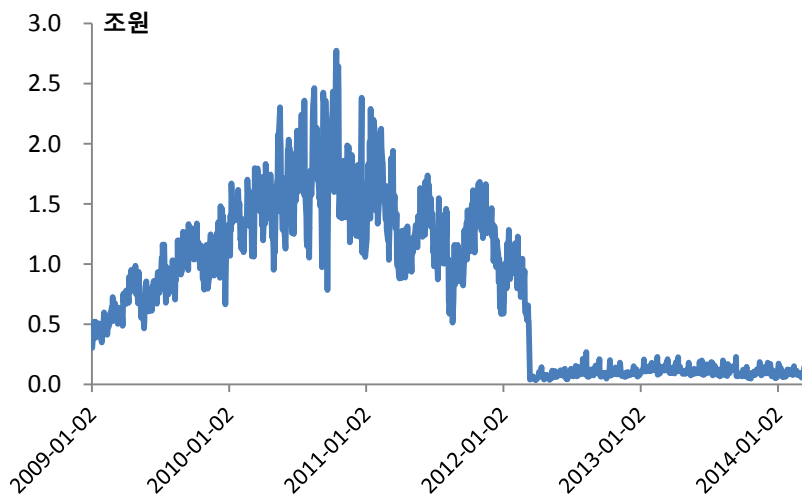
❖ 3차례에 걸친 조치 이후 급격한 거래위축 지속

- 2012년 3월 이후, 거래대금 95% 이상 급락
- ELS의 변동성 위험 헤지 수단 제한으로 위험관리 제약

❖ 주요 문제점

- LP 호가제한(8%~15%)으로 LP의 유동성 공급 기능 제한: 저가종목 거래 집중
- 기본예탁금 도입: 추가 채무가 없는 증권에 채무불이행 보증금 부과라는 논리적 문제
- 7개월 간격의 3차례 조치로 개별 효과의 검토 없이 다음 조치가 발표됨

<ELW 시장의 일간 거래대금 추이>



자료: KRX

주요 쟁점: FX마진 조치사항



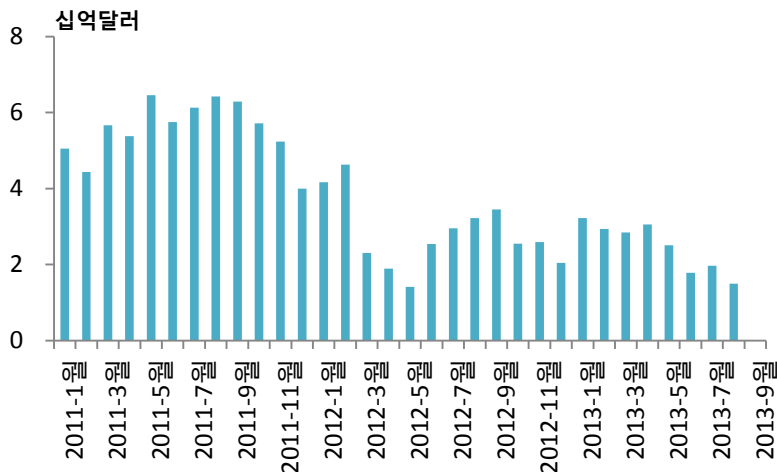
❖ 증거금 인상 후 거래 급락

- 증거금 인상으로 레버리지가 축소되자 거래가 1/5 이하로 축소

❖ 주요 문제점

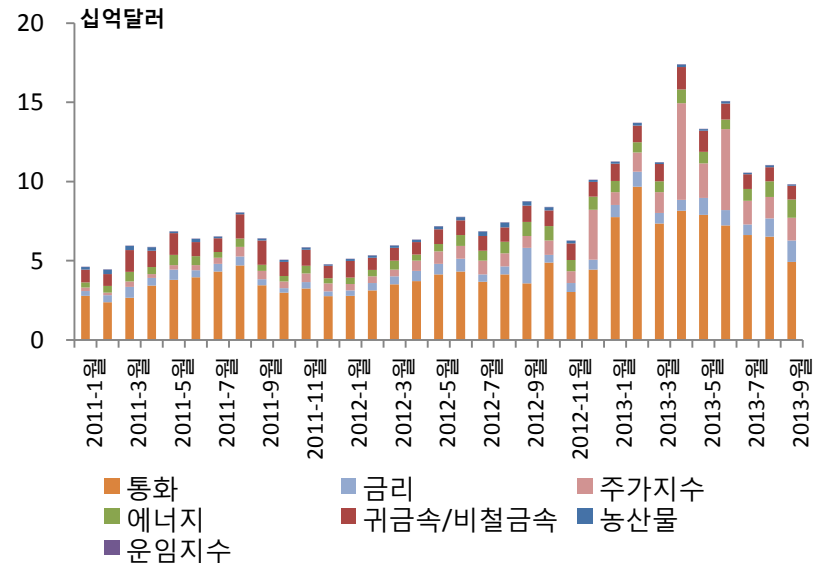
- 레버리지 및 통화파생상품 거래수요의 음성화 또는 해외 이전 문제 발생

<FX 마진 시장의 거래대금 추이>



자료: KRX

<해외선물 거래대금 추이>



■ 통화 ■ 금리 ■ 주가지수
■ 에너지 ■ 귀금속/비철금속 ■ 농산물
■ 운임지수

주요 쟁점: 신규 상품 공급

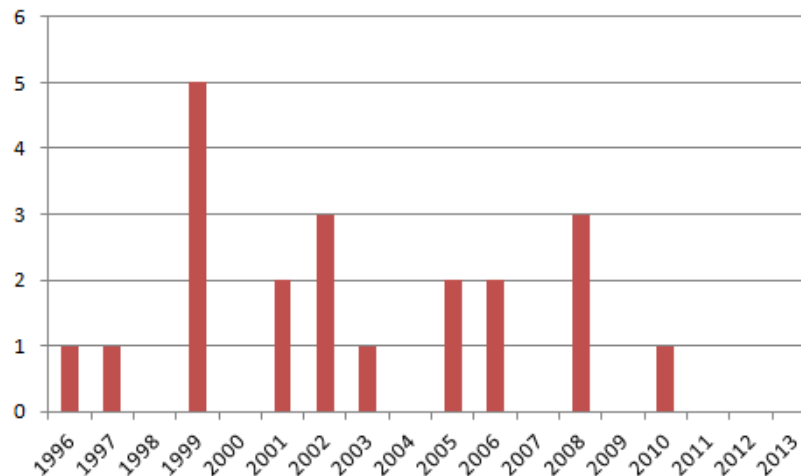
❖ 최근 3년 반 동안 신규 상품 상장 실적이 없음

- '10.9, 미니 금선물이 마지막 상장 상품임
- 경쟁 거래소의 신규 상품이 최근에 집중되는 것에 비해 대조적
 - JPX: 20년국채선물('14), CNX Nifty선물('14), DJIA선물('12), 변동성선물('12)
 - HKeX: CES China 120선물('13), 변동성선물('12), RMB선물('12)
 - 중국: 계란선물, 철광석선물, 석탄선물, 쌀선물, 은선물 등이 '13년에 상장됨

❖ 문제점: 시장 수요에 맞는 상향식 의사결정 프로세스 구축 필요

- 신규 상품의 출시 프로세스를 보다 유연하게 수정할 필요가 있음

<국내파생상품 신규 상품 출시 추이>



3. 주요국 파생상품 규제 특징

이 글에서는 주요국 파생상품 규제 특징을 소개합니다.

❖ Flash Crash 사태('10.5)

- 사건경과: '10.5.6 다우존스 지수가 한때 9%(1,010.14 포인트) 가까이 폭락했다가 정상수준으로 복귀함
- 대책발표: SEC/CFTC 공동조사단, "Findings Regarding The Market Events Of Mary 6. 2010" 발표 ('10.9)
 - 러셀 100 지수 편입 종목 등을 포함하여 서킷브레이커 적용 종목 확대 등

❖ MF Global 도산('11.10)

- 사건경과: 파생상품 중개회사 MF Global이 갑자기 도산하자 고객 자산 보호 문제가 불거짐
- 의회조사: '12.11, 소위원회 보고서를 통해 MF Global(Corzine)의 불법행위 세부 경과 발표
- 조치: CFTC, MF Global에 1억달러의 벌금 부과

❖ Minibond 사태('08.9)

- 사건경과: '08.9, 리만 파산으로 홍콩에서 개인투자자에게 판매한 신용파생 구조화채권의 대량 손실 발생
- 당국조사: SFC/HKMA는 공동으로 조사단을 구성하여 2차례에 걸친 실태 및 대안 마련 보고서를 작성하고 최종적으로 입법안을 마련함
 - '08.12. 미니본드 문제현황 보고서
 - '10.05. 정책제언 보고서
- 대책발표: '10.05, SFC, Handbook 발표를 통해 구조화상품에 대한 규제 강화
 - 판매 전과 사후 과정에 있어서 투자자 보호 강화

❖ ELW 시장의 건전성 강화('06~'12)

- 시장현황: '89년 시장 개설 이후 세계 1위 규모로 성장하였으나 불완전판매 등의 문제가 꾸준히 제기됨
- 당국조사: '06.03, SFC, 6개 포인트에 대한 가이드라인 제시
- 자율규제: 발행사의 워런트 포럼 구성('11) 및 거래소의 가이드라인('12) 발표

❖ RDR(Retail Distribution Review) 프로젝트 착수('06.6)

- 배경: 복잡한 구조화 소매상품의 등장과 투자권유인의 의존도 심화
 - 2000년대 초 IT 버블 붕괴 후, 25만명 정도가 투자한 고수익 구조화채권 (Precipice bond)의 대규모 투자손실 발생
- 정책 및 감독 목표 제시
 - 일반투자자: 신뢰도 및 수용능력
 - 투자정보: 단순성, 명확성, 이해가능성
 - 판매회사: 건전성, 자본적정성, 투자자 형평성
 - 감독: 위험기반 및 원칙기반 감독

❖ 준비 및 실행('12.12)

- 준비과정: 6년 6개월동안 10여개의 감독당국 보고서 발표와 업계의견 수렴
- 실행: '12.12.31. RDR 정책(투자자 상담 수수료 등) 실행
 - 판매과정의 이해상충을 근원적으로 제거하기 위한 조치
- 피드백: 실행 후 3차례에 걸쳐 실태조사 및 업계의견 수렴

영국 규제 프로세스의 단계별 특징

❖ 문제인식 단계: 실무TF 구축

- 당국이 문제를 인식하고 업계와 공동으로 실무TF(working parties)들을 구성하여 논의 진행
 - RDR 사례에서는 5개의 실무TF 구성
- 실무TF 논의에서 컨센서스가 형성되면 공론화 단계로 전환
 - RDR 사례에서는 1년 경과

❖ 정책 수립 단계: 공론화 → 의견 수렴 및 피드백 → 초안발표 → 최종안

- 공론화: DP(Discussion Paper) 발표
 - DP에는 규제 목적 및 원칙, 현황 및 이슈, 원칙, 규제방향 제시
 - 다음 일정 제시
- 의견 수렴 및 피드백: 의견 수렴 후 FS(Feedback Statement) 발표
 - DP에 대한 이해당사자 의견을 수렴하여 피드백 보고서 작성
 - RDR 사례에서는 9개월~1년 5개월 경과
- 초안 및 최종안: CP(Consultation Paper) 단계 후 PS(Policy Statement) 발표
 - 초안을 먼저 발표하고 최종의견 발표
 - RDR 사례에서는 1년 정도 경과

❖ 실행 이후 리뷰 단계: 실행 이후에도 사후 검토를 통해 효과 검증

- 실행 이후 주제별 리뷰 시행: TR(Thematic Review) 발표
 - RDR 사례에서는 3개의 TR이 시행 후 15개월 동안 순차적으로 발표되었음

G20 합의안에 의한 장외파생상품 규제 방향

조직화된 매매체결기구:
전자거래 플랫폼 또는 거래소

중앙집중청산: CCP 청산소

- 거래상대방위험 관리의 개선
- 위험확산의 방지체계 구축

정보의 집중관리: 거래정보저장소

- 장외파생상품 거래의 계약상세내역 집중
- 非표준적 거래에 대한 투명성 확보
- 감독정보, 공시정보로 활용

장외파생상품으로 인한 시스템위험 방지

- 장외파생상품시장의 거래환경 및 규제수준을 장내파생상품시장 수준으로 개선

주요국 파생상품 규제 특징 I

❖ 충분한 준비 시간을 가지고 근본적 해결방안 모색

- 미국: Flash Crash 보고서는 사태 4개월 후 발표,
MF Global 사태 13개월 후 의회보고서 채택
- 홍콩: Minibond 사태 발생 20개월 후 최종 대책안 발표
- 영국: RDR 보고서는 6.5년에 걸쳐 작성되었으며 해당 상품 판매방식의
근본적 개혁 모색
- 한국: 사태 이후 1~2달 내에 사건 경과 및 최종 대책안 발표,
ELW의 경우 7개월 간격으로 추가 규제 도입

❖ 문서화된 분석 보고서에 근거하여 정책 수립 및 일관성 유지

- 사태분석 보고서에서 명시적으로 밝혀진 관계에 한정하여 대책마련
 - 정황 및 심증이나 악화된 여론 등에 근거한 과도한 조치 최대한 배제
 - Flash Crash(미), ELW(홍콩) 사태 시, 분석에 근거한 매우 제한적 조치만 도입
- 사태분석 보고서 및 관련 절차를 문서로 공개하여 규제 일관성 유지

주요국 파생상품 규제 특징 II

❖ 투명한 규제 수립 및 피드백 절차 준수

- 새로운 규제를 도입하는 경우 일반적으로 문제의식 단계부터 프로세스 진행을 공개하고 시장참가자의 의견을 꼭 수렴하고 있음
 - 영국 당국의 DP, CP, FS, PS 보고서 발간 프로세스 참조

❖ 사후 규제 효과 검증

- 시행된 규제에 대해 사후 효과 검증을 수행하여 문제점 수정
 - 영국의 주제별 리뷰보고서(TR) 참조

❖ 장내시장 규제의 효율성 및 우선권 인정

- G20, DFA, EMIR 규제는 장외파생상품시장의 규제 수준을 장내 수준으로 끌어올리기 위한 것임

4. 파생상품시장 개선 방향

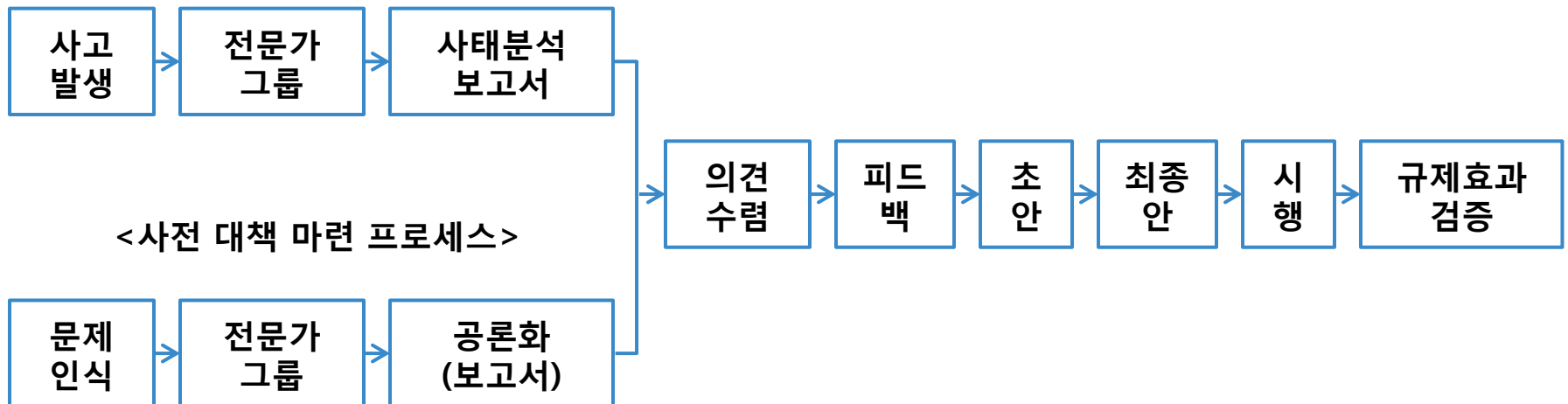
4. 파생상품시장 개선 방향

국내파생상품 규제 프로세스의 체계화 필요

❖ 유형에 따른 규제 프로세스의 체계화 필요

- 단기간 내 문제 해결 방식 지양, 충분한 시간 속에 절차 준수 방식 지향
 - 사후 대책: 옵션만기일이나 한맥증권 사태처럼 사고 발생 이후 후속조치
 - 당국의 선제적 사전 대책: 잠재적 문제에 대한 선제적 조치
- 일관성과 투명성을 위한 제반 단계의 문서화 및 공시(동영상 포함) 필수적
 - 영문 보고서를 함께 게재하는 것이 바람직함

<사후 대책 마련 프로세스>



자율규제의 확대와 적시 상장 프로세스 필요

❖ 시장참여자와 시장개설자 공동의 자율적 규제 정착 필요

- 시장 평판에 이해가 큰 주체들로 하여금 자율적인 통제를 하도록 하고 책임을 분담하도록 할 필요가 있음
- 금융위 승인이 필요 없는 거래소 시행세칙의 변경부터 고려할 필요가 있음

❖ 필요한 상품을 적시에 공급할 수 있는 프로세스 구축 필요

- 신상품 상장에 대한 당국의 명확한 원칙 필요
- 주식, 채권 등 신규 파생상품과 파생결합증권의 상장이 필요함
 - 변동성지수선물: VKOSPI 지수가 이미 발표되고 있으나 상장이 지체되고 있음
 - 섹터지수선물: ETF 연계 거래 등의 수요가 있음
 - 20년국채선물: 장기국채 활성화 정책과 맞물려 있음
 - ETN(Exchange Traded Note): 다양한 투자상품의 시장 공급 필요성이 있음
 - 개별주식선물 및 옵션 확대 개편: 종목 확대와 시장조성자 도입 등 제도개선 필요

기존 제도의 합리화 필요: KOSPI200 옵션/선물

❖ 옵션 승수의 재조정 논의 필요

- 현재 선물과 옵션의 50만원 승수체제는 선물계약의 고액화와 옵션 거래단위의 비효율성 문제로 인해 개편 논의가 불가피함
- 상품성을 유지할 수 있도록 승수 재설정이나 미니상품 도입 논의가 필요함

<거래량 상위 지수선물·옵션의 계약금액 및 거래단위 비교>

지수 선물			지수 옵션		
상품명	승수	원화환산	상품명	거래단위	원화환산
E-mini S&P500 (미)	\$50	96백만원	S&P CNX NIFTY (인도)	10루피	173원
EURO STOXX50 (독)	€10	45백만원	KOSPI200	50만원x0.01	5,000원
RTS (러시아)	\$2	2.5백만원	EURO STOXX50 (독)	€1	1,435원
Nikkei 225 mini (일)	¥100	14백만원	S&P500 (미)	\$5	5,202원
CSI300 (중국)	元300	114백만원	CBOE Volatility (미)	\$5	5,202원
S&P CNX NIFTY (인도)	50루피	5.9백만원	BSE100 (인도)	0.75루피	13원
E-mini NASDAQ100 (미)	\$20	72백만원	Sensex (인도)	0.75루피	13원
KOSPI200	50만원	130백만원	TAIEX (대만)	NT\$5	173원

자료: FIA

기존 제도의 합리화 필요: ELW와 FX마진

❖ ELW시장의 호가제한 조치와 기본예탁금제도는 합리적 규제로 전환될 필요가 있음

- 유동성공급자(LP)의 호가제공을 8%~15%로 제한하는 것은 LP 본연의 기능을 위축시킨다는 점에서 LP제도 도입 취지에 부합하지 않음
 - 스캘퍼 난립의 문제는 기술적으로 대안을 마련할 수 있음(예, 최소 호가제출 시간)
- 채무이행 담보의 성격이 있는 기본예탁금을 ELW와 옵션매수에 적용하는 것은 자본시장법 금융투자상품 구분 취지와 맞지 않음
 - 개인투자자의 보호는 계좌개설 단계의 제반 준칙을 실질적으로 강화하는 방향이 적절함

❖ FX마진 규제 방향 정립 필요

- 증거금 인상과 같은 시장 억제 정책은 소액 레버리지 투자의 음성화와 해외이전을 부추길 가능성이 큼
- 정규시장을 벗어난 거래를 다시 되돌리기는 매우 어려움
 - 음성화된 장외 금 거래를 투명한 금 현물시장으로 유도하려는 사례 참조

업계노력: 내부통제 강화와 시스템 안정 필수적

❖ 투자자보호와 불공정거래 등에 대해 내부통제 강화 필요

- 최고 경영진의 인식 제고 및 내부통제 장치 마련 필요
 - 금융투자상품의 불완전판매 및 사후 불공정거래 등의 문제는 단순히 해당 사업부의 문제를 벗어난 전사적 리스크임을 각인해야 함
- 경영진이 이해하지 못하고 책임질 수 없는 사업의 포기를 각오해야 함

❖ 급격한 시장충격에 대한 자본시장 대응책 강화 필요

- 해외 악재로 인한 외부 충격이나 2010년 옵션만기일 사태와 같은 일시적 충격에 대해 국내 시장이 아직 취약함

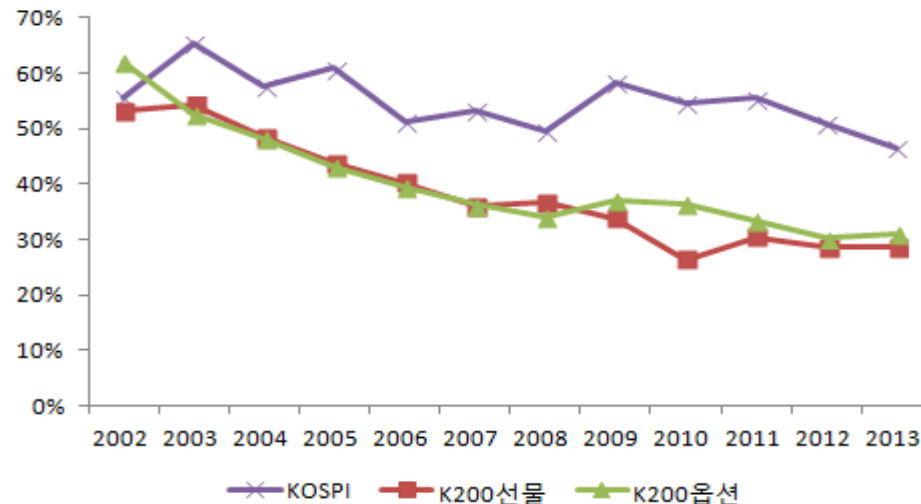
❖ 청산결제를 비롯한 제반 파생상품시장 인프라의 선진화 필요

- 한맥사태와 같은 청산결제회원의 채무불이행 발생과 공동기금의 사용은 국제적으로도 매우 이례적 사건으로 확고한 재발 방지 대책 필요
 - 일회적 진입규제 강화보다 상시 위험통제 및 거래한도의 위험비례 원칙 준수
- Front, Middle, Back office의 선진화와 STP 확대 등 기술혁신 필요

투자자 보호 원칙의 실질적 준수 방안 필요

- ❖ 자본시장법 시행 이후 강화된 '적합성', '적정성', 'KYC rule', '위험고지의무'의 실질적 준수 방안 마련이 필요함
 - 형식적 절차 이행이나 편의적 수단의 투자요건 설정을 통해 판매회사의 책임을 회피하지 못하도록 실질적 방안 마련이 필요함
 - 투자자교육 시 금연이나 음주운전 방지 교육의 참조
 - 판매직원의 자질 향상이 중요하며 이해상충 요인을 근본적으로 제거해야 함
- ❖ 장내파생상품시장의 개인투자자 참여는 지속적으로 감소하고 있는 현실도 고려
 - 활동 계좌 기준으로 개인투자자 계좌 수는 선물(4,127), 옵션(13,447) 정도임

< 현물 및 파생시장의 개인투자자 비중 추이 >

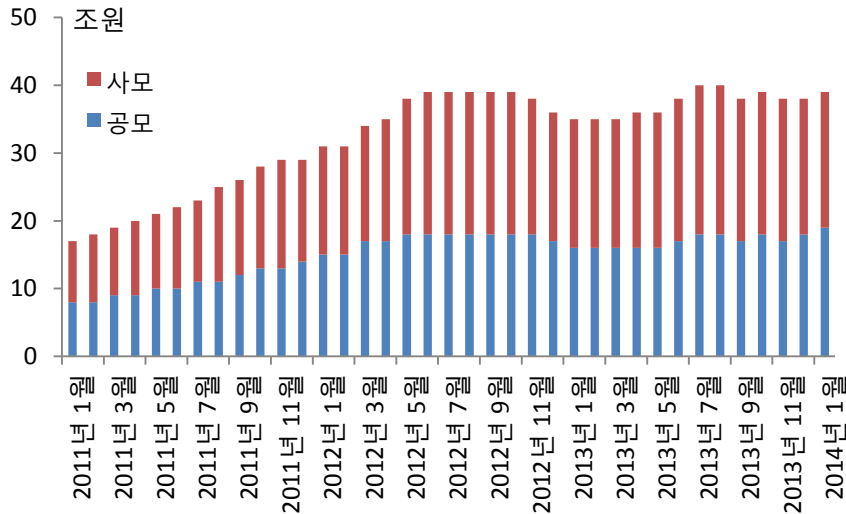


ELS · DLS 투자자보호 이슈 잠재적

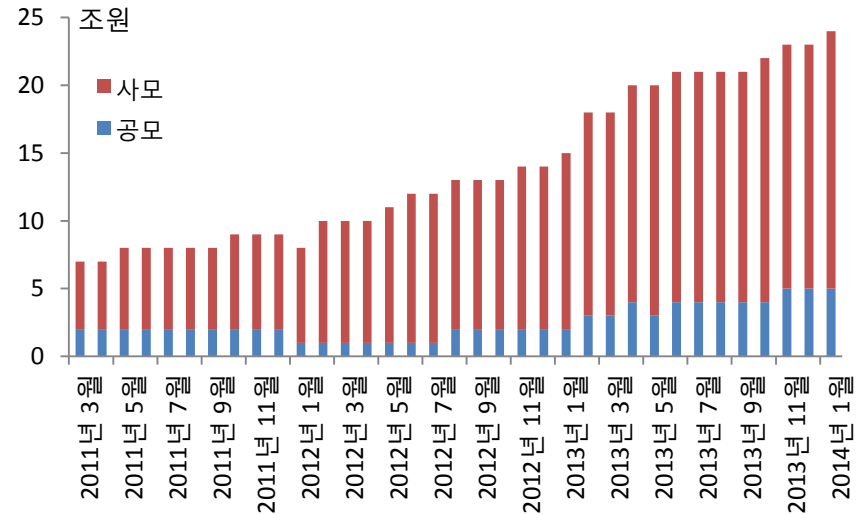


- ❖ 증권사가 취급하는 금융투자상품이 복잡·다양해짐에 따라, 불완전판매 등으로 인한 평판위험 확대 가능성이 커지고 있음
 - 급성장한 ELS·DLS 시장은 복잡한 구조화상품으로 불완전판매 위험요인이 상대적으로 많음
 - 발행자의 신용위험에 대한 투자자의 위험인식이 동양사태로 부각됨

<ELS 이상환잔고현황>



<DLS 이상환잔고현황>



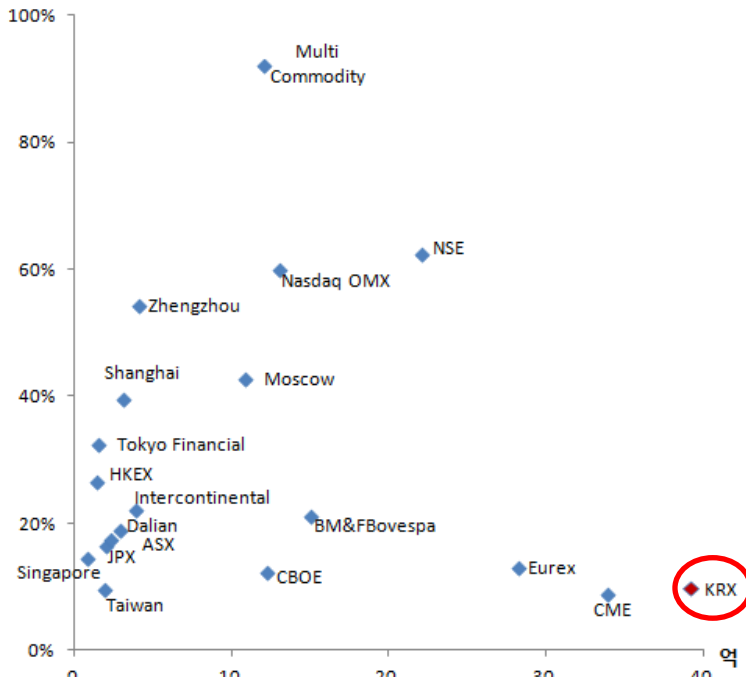
5. 파생상품산업의 경쟁력 제고

파생상품시장의 국제 경쟁력 대책 필요



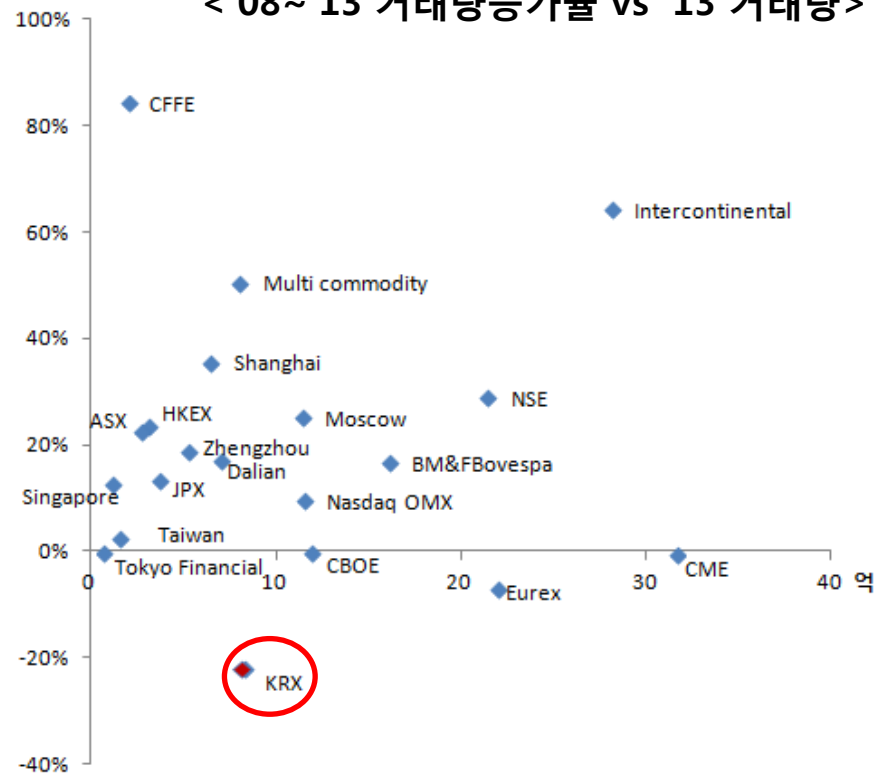
- ❖ 국내 장내파생상품 거래 침체는 국제적으로 매우 두드러지고 있음
 - CME와 Eurex의 양강 구도가 ICE의 급부상으로 시장 질서가 재편되고 있음
 - 거래소 산업은 파생상품부문과 CCP 그리고 아시아를 중심으로 세력 재편 중
 - 아시아(중국, 인도, 홍콩, 호주 등) 거래소의 성장이 부각되고 있음

<'06~'11 거래량증가율 vs '11 거래량>



자료: FIA

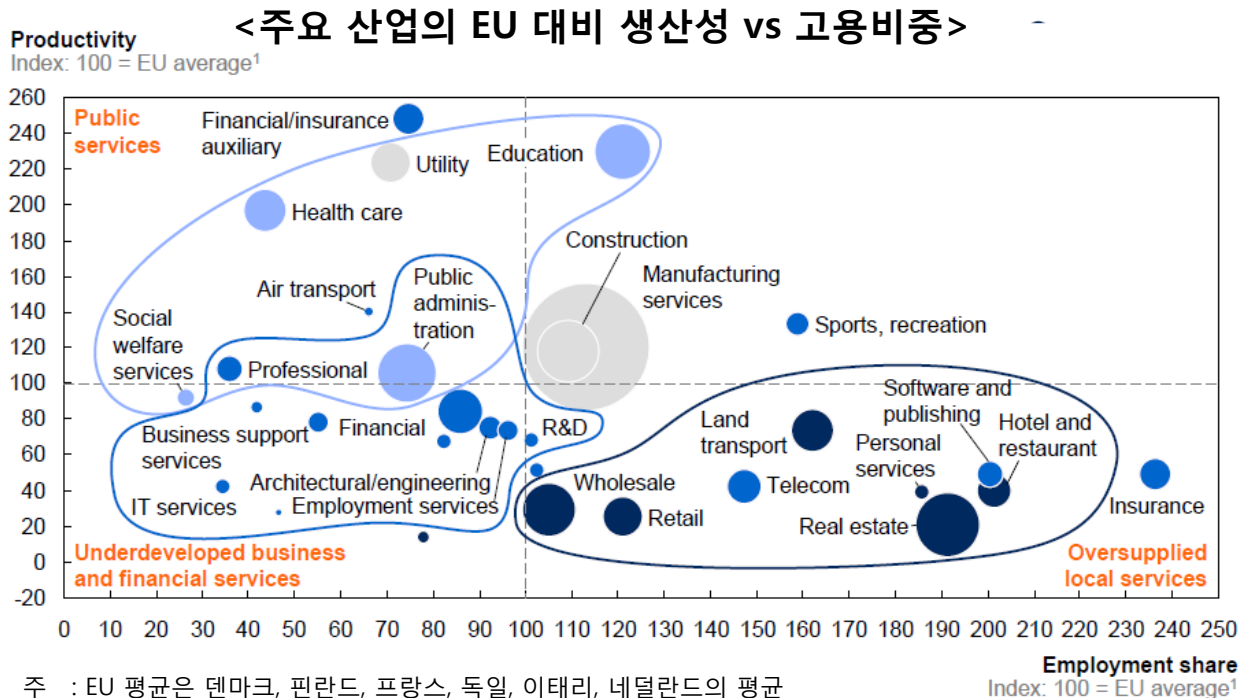
<'08~'13 거래량증가율 vs '13 거래량>



산업경쟁력 관점의 중장기 파생상품 정책 필요

❖ 파생상품시장은 아직 경쟁력이 취약한 금융산업의 한 부분으로서 중장기적 발전 전략의 수립이 필요함

- 파생상품시장을 금융IT의 경쟁력 확보라는 관점에서 바라볼 필요가 있음
- 이공계 고급 인력의 활용과 해외진출이라는 점에서 시카고와 이스라엘의 관련 산업 벤치마킹 필요



주 : EU 평균은 덴마크, 핀란드, 프랑스, 독일, 이태리, 네덜란드의 평균
 자료: McKinsey Global Institute

Employment share Index: 100 = EU average¹

파생상품시장 과세 이슈

- ❖ 파생상품시장 과세는 자본시장 조세정책의 관점으로 접근해야 함
 - 투기적 거래 억제와 같은 금융감독의 관점은 배제되어야 함
- ❖ 따라서, 규제 성격이 강한 거래세 논의는 지양해야 함
 - 거래세는 시장위축을 목적으로 하는 규제임
- ❖ 자본이득세는 현·선물 전체를 포괄하는 관점에서 논의 진행 필요
 - 파생상품시장만의 양도차익과세는 파생상품시장의 존재이유를 부정하는 면이 있으며 기간, 범위 등 따져봐야 할 이슈가 많음
 - 차제에 현물을 포함한 포괄적 계획을 수립하는 것이 바람직함

감사합니다.