

碩 士 學 位 論 文
指 導 教 授 閔 聖 基

株價指數先物去來의 問題點과 對策에
관한 研究

A Study on the Stock Index Futures Trading

1995年8月 日

漢城大學校 經營大學院

經 營 學 科

經 營 管 理 專 攻

朱 祐 正

碩 士 學 位 論 文
指 導 教 授 閔 聖 基

株價指數先物去來의 問題點과 對策에
관한 研究

A Study on the Stock Index Futures Trading

위 論文을 經營學 碩士學位論文으로 提出함

1995年8月 日

漢城大學校 經營大學院

經 營 學 科

經 營 管 理 專 攻

朱 祐 正

朱祐正의 經營學 碩士學位 論文을 認准함

1995年 8 月 日

審査 委員長 崔 容植 

審査 委員 閔 聖基 

審査 委員 洪 容弼 

감 사 의 글

철없이 고교 졸업장을 받아들이고 교문을 나섰던 때가 엇그제 같은데 벌써 중년의 길로 접어들었고, 배움의 길은 끝이 없다는 것을 깨닫고 나니 대학원 문턱을 나서게 되었습니다.

그동안 바쁜 직장 생활 중에도 틈을 내어 면학의 기쁨을 누릴 수 있었던 것은 주위에 계신 여러분의 격려와 성원이 있었기 때문이라고 생각합니다.

여러모로 부족한 점이 많음에도 불구하고 학문의 길로 이끌어 주신 민성기 교수님을 비롯하여 심사를 맡아 주신 홍용식 교수님과 최용식 교수님께 진심으로 존경과 감사를 드립니다.

재학중 따뜻한 가르침으로 학문의 세계에 접할 수 있도록 지도해 주신 경영대학원의 교수님들께도 지면을 빌어 감사의 말씀을 올립니다.

저의 연구를 위해 도움을 주신 산업증권의 이강현님과 증권거래소 선물사무처 직원 여러분에게도 깊은 감사를 드립니다.

꿈많은 시절 대학진학을 포기하고 좌절과 실의에 빠져 있을 때 용기를 주신 최해규 선생님과 경민동산에서 배운 옛 은사님들의 훌륭한 가르침은 잊을 수가 없습니다.

또한 대학원 진학을 배려해주신 직장상사분들과 후의를 베풀어 주신 동료 여러분께도 감사를 드립니다.

늘 바쁘고 힘든 일과를 끝내고도 뒷바라지를 하여준 아내와 기쁨을 함께 하면서, 오늘이 있기까지 보살펴 주신 은사님들께 다시 한번 감사의 인사를 올립니다.

1995년 6월

주 우 정

- 目 次 -

第 1 章 序 論	1
第 1 節 研究背景과 目的	1
第 2 節 研究方法	3
第 2 章 株價指數先物市場의 意義 및 機能	4
第 1 節 概念	4
1. 意義 및 性格	4
2. 特徵	5
3. 經濟的 機能	7
4. 去來類型	11
5. 先物市場과 現物市場의 比較	16
第 2 節 主要國의 先物市場規制制度 比較	18
1. 規制制度의 必要性和 目標	18
2. 主要國의 先物市場 規制體系	20
3. 主要國의 規制 內容	28
4. 韓國의 先物去來 規制法	42
第 3 節 文獻的 考察	45
1. 國內研究	45
2. 國外研究	46
第 4 節 價格의 決定과 危險헤지 機能	51
1. 株價指數先物의 價格決定	51

2. 危險헤징과 投機	57
3. Arbitrage 去來	58
4. 프로그램 賣買 戰略	61
 第 3 章 株價指數先物市場의 前提條件 및 日本과의 差異點	72
第 1 節 導入의 必要性和 先決課題	72
1. 導入의 必要性	72
2. 導入時 先決課題	74
第 2 節 導入 前提條件 및 現況	75
1. 現物市場의 構造的 側面	75
2. 政府의 制度整備 側面	85
3. 主要國 株價指數先物의 現況	89
4. 아시아·태평양 各國의 導入事例	94
第 3 節 日本의 導入과 國內 導入時 日本과의 差異點	97
1. 日本의 導入背景	98
2. 導入當時의 日本經濟 및 證市環境	99
3. 日本의 株價指數先物 現況	100
4. 株價指數先物 惡役論과 先物去來 規制	102
5. 國內 導入時 日本과의 差異點	105
 第 4 章 株價指數先物去來가 證券市場에 미치는 問題點 및 政策次元의 對應方案	108
第 1 節 證券市場에 미치는 影響 및 問題點	108
1. 現物市場의 株價 變動性 擴大	108

2. 現物市場의 資本形成 萎縮 可能性	109
3. 國富의 海外流出	109
4. 金融政策 隨行에 미치는 影響	110
5. 派生金融商品의 投機的去來	110
6. 先物市場의 運營時 問題點 및 對應方案	112
7. 日本 株價指數先物 導入 初期의 實行錯誤	114
第 2 節 政策次元의 對策 및 活性化 方案	116
1. 市場造作 可能性 防止	116
2. 過剩投機 抑制	116
3. 清算機關의 安定性 維持	117
4. 專門人力 養成	118
5. 一般 投資者의 保護	118
6. 先物去來에 對한 敎育 및 弘報活動 強化	119
7. 情報獨占의 防止	119
8. 適切한 去來制度의 定立	120
9. 規制制度의 整備	121
第 3 節 證券市場의 管理方向	123
1. 規制의 方向	123
2. 電算시스템의 完備	123
3. 株式市場의 健全化 및 自律性 確保	124
4. 向後 金融先物去來所의 設立 必要性	124
第 5 章 結 論	127
參 考 文 獻	131
Abstract	139

- 表目次 -

< 표 2- 1 >	先物市場과 現物市場의 比較	17
< 표 2- 2 >	株價指數 先物去來와 信用去來의 比較	17
< 표 2- 3 >	主要國의 金融先物去來所및 關聯法規	28
< 표 2- 4 >	先物去來에 關聯된 法令과 그 內容	44
< 표 2- 5 >	先物去來導入이 現物價格變動性에 미치는 影響	49
< 표 2- 6 >	指數先物이 現物變動性에 미치는 影響	50
< 표 2- 7 >	프로그램 賣買의 主要 內容과 特徵	62
< 표 2- 8 >	Black Monday에 대한 報告書 要約	67
< 표 2- 9 >	프로그램 賣買의 技法	71
< 표 3- 1 >	우리나라 株式市場의 發達	76
< 표 3- 2 >	各國의 株式市場 比較	77
< 표 3- 3 >	주요국의 株價指數 變動性 比較	79
< 표 3- 4 >	主要國의 個人株主數	80
< 표 3- 5 >	各國의 所有者別 株式分布	81
< 표 3- 6 >	海外主要先物去來所の 部門別 電算化 現況	84
< 표 3- 7 >	株價指數先物 去來制度의 主要內容	87
< 표 3- 8 >	KOSPI 構成種目 現況	88
< 표 3- 9 >	'93年度 株價指數先物 去來量 順位	91
< 표 3-10 >	主要國의 株價指數 先物去來	92
< 표 3-11 >	株價指數別 去來順位	93
< 표 3-12 >	主要國의 株價指數先物去來의 比重	93
< 표 3-13 >	株式市場과 去來金額 對比 株價指數先物市場	94
< 표 3-14 >	SIMEX 主要日誌	96

< 표 3-15 >	主要 日本經濟指標	99
< 표 3-16 >	主要 日本證市指標	100
< 표 3-17 >	美·日 株價指數先物의 構造 및 去來量	101
< 표 3-18 >	主要 株價指數 先物去來 現況	102
< 표 3-19 >	日本의 年度別 株價指數 先物市場動向	103
< 표 3-20 >	日本 및 美國의 先物 및 株式市場 賣買代金	103
< 표 3-21 >	最近의 일경225先物의 規制變化 推移	104
< 표 3-22 >	日本의 投資主體別 先物去來 賣買代金 構成比	105
< 표 3-23 >	韓·日 經濟規模 比較	106
< 표 4- 1 >	우리나라 派生外換商品 去來規模 推移	111
< 표 4- 2 >	賣買 委託手數料率(95년 2월말 현재)	115
< 표 4- 3 >	主要國 株價指數 先物去來 內容	121
< 표 4- 4 >	世界 株價指數先物 上場 現況	126

-그림 目次-

【 그림 2-1 】 CFTC의 組織	22
【 그림 2-2 】 英國의 先物·옵션市場의 規制體系	25
【 그림 2-3 】 日本의 先物市場 規制體系	27
【 그림 2-4 】 瀑布效果	65
【 그림 3-1 】 部門別 시스템 聯關圖	83

第 1 章 序 論

第 1 節 研究背景과 目的

1970년대 이후 世界의 金融市場 環境은 급격한 變化를 해 왔다. 70년대 초반 石油波動이나 資源波動은 金融産業에 있어서 通貨·金利·換率의 움직임이 市場의 效率性을 제고하는데 매우 중요하다는 점을 인식하게 한 經濟的 衝擊이었다.

이러한 金融環境의 변화 속에서 顧客의 새로운 욕구와 危險管理 手段으로 알맞는 金融商品들이 등장하였는데, 1972년 미국의 시카고 商品去來所(Chicago Mercantile Exchange)에서 개시된 通貨先物이 그 효시이다. 그 이후 1975년에 金利先物, 1982년 2월에는 미국의 KCB(Kansas City Board of Trade)에서 Value Line 株價指數를 대상으로 株價指數先物去來가 시작되어 전세계의 金融市場을 무대로 확산되었다.

아시아에서는 1984년 9월 싱가포르가 첫번째로 金融先物去來所를 설립하였고 일본은 1987년 6월 오사카 證券去來所에서 株式先物 50을 필두로 동경주가지수선물, 일경 225, 일경 300이 上場되어 거래되고 있다.

최근 세계 金融市場의 동향은 WTO(세계무역기구)시대를 맞이하여, 각국에서는 資本市場의 開放은 물론 國際競爭力을 갖추기 위한 對應戰略으로 金融상품 개발에 박차를 가하고 있다.

이러한 세계金融市場의 潮流에 발맞추어 우리나라의 株式市場 規模는 '80년대 중반 이후 급속한 成長을 보여 현재 그 市價總額 및 回轉率에 있어서 世界 10대 市場에 드는 刮目할 만한 成長을 이루었다.

'92년에서부터 시작된 國內株式市場의 對外開放 이후 對外的으로 株價變動에 따른 危險管理手段에의 需要를 일으켰고, 對內的으로는 機關投資家들의 比重이 커져감에 따라 효과적인 危險代替市場인 株價指數先物市場의 必要性이 대두되기에 이르렀다. 이러한 株價指數先物去來制

도가 우리나라에서 특히 필요한 背景은 다음과 같다.

첫째, '85년말부터 株價는 지속적으로 上昇했고 證券市場規模도 급속도로 확대되었다. 그러나 '89년 4월을 고비로 株價上昇趨勢가 침체국면으로 轉換되면서 機關投資家들의 株式 保有에 따르는 損失이 커짐에 따라 이러한 危險負擔을 효과적으로 줄일 수 있는 手段으로서 새로운 金融技法을 제공할 필요성이 제기되었다.

둘째, 최근 들어 막대한 流動資金이 적절한 投資對象을 찾지 못하고 비생산적인 분야에 投資되어 國民經濟에 커다란 攪亂要因으로 작용하고 있다. 따라서 이러한 資金을 先物市場에 投資하게 함으로써 건전한 國民經濟發展에 크게 이바지하게 할 수 있다.

셋째, 양적인 측면에서 國內資本市場의 投資對象을 확대하고 질적인 측면에서 리스크 헤징기능을 부여함으로써 외국의 短期性 資本에 의한 國內市場의 攪亂을 최대한 抑制하고 건전한 外國資本의 流入을 誘導하여 國內資本市場을 크게 育成하게 할 수 있을 것이다. 이를 위해 政府는 證券市場의 國際化와 지속적인 成長發展을 위해 株價指數物市場의 必要性을 깨닫고 신경제 5개년 계획에 증권거래소내에 株價指數先物市場 開設을 결정하고 '95년 4월부터 模擬市場을 거쳐 '96년에 정식시장을 열기로 결정하였다.

따라서 금융산업의 大轉換 시기인 開場 元年을 앞두고 이에 대한 충분한 研究가 절실히 요구되고 있는 시점이다.

이에 本 論文의 研究目的은 우선 株價指數先物去來의 일반적인 내용을 살펴보고 시장 개설에 앞서 先進國의 事例 및 先行研究와 日本의 先驗的 經驗을 體系的으로 分析하여 우리나라의 도입 초기에 예상되는 문제점을 찾아 구체적인 方案을 제시하고자 한다.

그리고 尖端 金融技法의 하나인 株價指數先物去來에 관심이 있는 學生, 一般人 및 業界, 投資家, 政策當局의 從事者들에게 체계적인 이해를 增進시켜 先物去來를 活性化하는 데 도움을 주고자 한다.

第 2 節 研究方法

本 研究에서는 文獻調査를 통하여 株價指數先物去來의 概念과 性格, 先物市場의 經濟的 機能, 規制制度 등을 정리하여 先物去來의 이론적 기초를 제시하였다. 그리고 先物學會의 研究報告書 및 關聯論文 등을 체계적으로 정리 분석하여 株價指數先物去來의 현상을 분석하였다.

本 論文은 모두 5개의 章으로 구성되어 있는데, 第1章에서는 研究의 概要로서 研究의 目的 및 方法을 기술하였으며, 第2章에서는 株價指數先物市場의 概念과 主要國의 先物市場規制制度의 比較 및 先物市場과 現物市場의 比較를 통하여 先物市場의 이론적 基礎를 정립하였다. 또한 주가지수선물거래에 대한 文獻的 高찰로 國內·國外研究를 살펴보았으며, 株價指數先物價格의 決定과 危險헤지 機能에 관하여 기술하였다. 第3章은 주가지수선물거래도입의 必要性和 先決課題, 그리고 株價指數先物市場의 導入 前提條件으로 現物市場의 構造的 側面과 政府의 制度整備 側面을 살펴보았으며, 또한 日本의 株價指數先物導入과 國內 導入時 日本과의 차이점을 분석하였다. 第4章에서는 앞장에서 살펴본 내용을 토대로 하여 株價指數先物去來가 證券市場에 미치는 影響 및 問題點과 그 對策을 제시하였다. 第5章에서는 주가지수선물거래의 조기 정착 방안으로 株式市場 與件 造成과 市場構築을 위한 制度整備의 必要性을 강조하고, 이상의 내용을 요약해서 結論을 맺었다.

第2章 株價指數先物市場의 意義 및 機能

第1節 概念

1. 意義 및 性格

株價指數先物去來(Stock Index Futures)란 株價指數를 賣買對象으로 契約시 정한 價格으로 將來의 일정 시점에 受渡決濟 할 것을 약속한 거래이다. 즉 株價指數先物去來는 株式市場에서 去來되고 있는 全體株式 또는 일부 대표적인 株式들의 價格水準을 나타내는 株價指數에 대하여 現在시점에서 합의된 價格으로 將來의 특정일에 賣渡 또는 買受 할 것을 계약하는 金融先物去來의 一種이다.

이러한 株價指數先物去來는 證券市場 전체의 움직임을 나타내는 指標인 實體가 없는 계산상의 존재로 實物決濟가 아닌 現金決濟로 이루어진다는 점에서 근본적으로 通貨先物, 金利先物 그리고 일반적인 商品去來와는 다르다. 現物市場에서의 個別種目 選定으로서가 아닌 多數의 株式를 동시에 賣買하는 것 같은 投資手段을 提供함으로써 리스크 헤지는 물론 現物市場의 효율적 價格形成을 가능하게 한다. 또한 株價指數先物은 株式의 分散投資를 통해서도 除去되지 않는 體系的 危險(systematic risk)까지 回避할 수 있는 革新的인 金融商品으로써, 1982년 미국의 KCBT(Kansas City Board of Trade)에서 Value Line 指數 先物 契約을 導入함으로써 시작되었고 S&P 500지수와 NYSE 綜合株價指數先物 등으로 급속히 擴大되어 왔다.¹⁾

한편 각국의 株價指數는 기능면이나 性格에 있어 공통을 가지고 있는데, 첫째 각 指數에 따라 採用種目 株式基準과 種目數가 다르게 정해

1) Figlewski, S., "Hedging with Stock Index Futures : Theory and Application in a New Market", The Journal of Futures Markets, Vol 5, No. 2, 1985, pp. 183-199.

진다. 둘째로, 각 指數마다 基準年度를 정하고 보통 기준연도의 指數를 100으로 하고 있다. 마지막으로, 比較年度의 指數를 算出하기 위하여 指數採用種目 株價를 相互 연결하는데 일정한 方式을 採擇한다. 즉, 모든 주식을 시장가격이나 發行會社 規模에 상관없이 똑같은 比重을 두는 價格加重值, 發行株式의 總市場價值에 의해 比重을 달리하는 市價總額式加重值 등을 들 수 있다.

2. 特徵

株價指數先物去來는 賣買對象과 決濟方法 등에서 現物去來 및 다른 先物去來와 다음과 같이 區別되는 特徵이 있다.

첫째, 現物市場에서 去來되고 있지 않는 계산상의 數值인 株價指數를 去來對象으로 하기 때문에 實物引渡가 不可能하여 現金決濟의 방법이 채택되고 있고, 현금결제가 이루어짐에 따라 다음과 같은 利點이 있다. ①매도 포지션을 가진 투자자는 滿期에 인도를 위해 현물을 구입함으로써 발생하는 Shoot Squeeze²⁾가 없어진다. ②만기일에 결제가격은 대상 株價指數와 같아지므로 베이스는 0이 된다. ③株價指數先物은 對象 상품의 인도가 필요하지 않으므로 다른 선물에 비해 投機 거래자를 포함한 모든 투자자가 만기일까지 포지션을 保有하는데 따른 부담이 적다.

둘째, 先物市場이 효율적인 시장으로서 存續할 수 있기 위해서는 결제 不履行 위험성을 防止할 수 있는 裝置가 필요한데 이러한 제도적 장치로 決濟機關, 證據金 및 日日精算制度가 있다. 즉, 決濟機關은 先物市場에서 이루어지는 모든 거래를 報告받고 보고된 각 거래의 법적 상대방이 됨으로써 賣渡者와 買收者간의 契約關係를 매도자와 決濟機關, 매수자와 決濟機關의 관계로 바꿈으로써 決濟履行을 保證하는 역할

2) Shoot Squeeze: 만기시점에 현물시장의 거래량을 훨씬 넘는 선물의 실물수도를 발생하는 공급압박

을 수행하고, 證據金이란 先物未決濟約定을 갖고 있는 고객이 계약을 성실히 이행하겠다는 擔保로서 決濟機關에 납부하는 금액을 말하는데 이에는 고객이 仲介會社에 납부하는 委託證據金과 그중 일부를 중개회사가 決濟機關에 납부하는 賣買證據金이 있으며, 日日精算이란 고객이 보유한 미결제 약정을 매일의 最終價格으로 再評價하여 그 평가결과에 따른 손익을 당해 고객의 證據金에 반영함으로써 證據金이 결제이행을 보증할 수 있는 최소한의 수준 이상이 維持되도록 하는 것으로 이는 결제이행 확보를 위하여 도입된 특이한 제도이다.

셋째, 先物去來는 契約履行을 위한 수단으로서 最終決濟日 이전의 契約期間중 언제든지 去來所의 市場價格으로 反對賣買가 가능하며 반대매매후 최종 損益에 따른 差金決濟로 거래를 終結시킬 수 있어 편리하다.

넷째, 일반적으로 거래를 위해 납부하는 證據金이 規模와 總去來金額에 비하여 매우 작기 때문에 價格騰落에 따른 投資收益과 投資危險이 現物市場에서 보다 훨씬 높다는 점 등이 주요 특징이다.

다섯째, 株價指數先物去來를 통하여 市場危險(market risk)을 감소시킬 수 있다. 資本資產 價格決定理論(Capital Asset Pricing Model)에서는 株式市場에 존재하는 總 危險을 體系的 危險(systematic risk)과 非體系的 危險(unsystematic risk)으로 구분한다.³⁾

비체계적 위험은 個別 企業의 內在的 要因에 의한 가격변동 위험으로 여러 주식에 分散 投資를 함으로써 어느 정도 제거할 수 있다.

그러나 체계적 위험은 포트폴리오를 構成하여 분산 투자를 하여도 제거할 수 없는 政治·經濟·社會的 등의 이유로 발생하는 가격변동 위험을 말한다. 주가지수선물거래시장이 存在하면 개별적인 場勢가 아니라 전반적인 장세의 변화에 따라 현물 포지션과 반대 방향으로 포지션을 취하게 되면 하락장세에서도 수익을 올릴 수 있게 되어 체계적

3) Weiner, N.S., "The Hedging Rationale for a Stock Index Futures Contract", The Journal of Futures Market, Vol.1, No.1, 1981, p.74.

위험도 제거될 수 있다.

한편, 株價指數先物은 개인 투자자들에게도 유용한 투자 수단이 될 수 있다. 개인 투자자들의 경우 投資 種目の 選擇시 個別種目の 危險을 고려하는데 있어 상당한 어려움이 따르는데 株價指數先物에 투자하면 전반적인 市場趨勢만을 豫測하여 投資決定을 할 수 있기 때문에 개별 투자종목의 선택과정 없이 투자가 가능해 진다.

3. 經濟的 機能

株價指數先物은 주식가격의 不確實性에 대한 危險回避手段 및 收益 危險의 調整을 위한 투자수단으로 이용된다. 이러한 株價指數先物市場의 經濟的 機能은 다음과 같이 大別할 수 있다. 첫째, 주가지수선물 거래는 危險의 配分手段을 제공하여 주고 둘째, 경제 내에서 資源配分에 유용한 가격정보를 제공하여 주며 셋째, 이러한 派生證券의 거래는 기본증권들을 통한 거래보다 費用의 절감을 가져다 주어 流動性を 향상시켜 준다.

가. 投資危險 配分機能(risk hedging)

株價指數先物은 株式市場 전체의 價格變動危險을 낮은 비용으로 헤징할 수 있는 수단을 제공하여 주식 포트폴리오의 效率的 管理를 가능하게 한다.⁴⁾ 즉, 투자자들은 株價指數先物市場을 이용하여 자신의 포트폴리오에 대한 未來價値를 現時點에서 確定시킬 수 있기 때문에 가격변동에 따른 투자위험을 回避할 수 있다. 예를 들어 한 투자가가 분산된 포트폴리오를 보유하고 있어서 個別株式의 固有危險은 除去하였으나 시장전체가 下落場勢로 변할 가능성이 있어 포트폴리오 가치하락

4) Ederington, L.H., "The Hedging Performance of the New Futures Markets", The Journal of Finance, Vol.34, No.1, 1979, pp.157-169.

위험에 直面하고 있다고 하자. 이러한 포트폴리오의 체계적 위험은 株價指數先物을 이용하여 거의 除去할 수 있다. 株價指數先物の 滿期日에 선물가격은 現物市場의 株價指數와 일치하므로 일반적으로 만기일까지의 선물가격의 움직임은 현물 株價指數의 움직임과 유사한 패턴을 따르기 마련이다. 따라서 투자가는 현물 포트폴리오에 相應하는 가치만큼 株價指數先物市場에서 株價指數 先物을 賣渡하였다가 滿期日에 다시 買入하면 현물 포트폴리오의 價值變動危險을 회피할 수 있다. 결국 株價指數先物市場은 公正한 위험 프리미엄만 지급하면 체계적 위험을 분리하여 전가시킬 수 있으므로 투자위험의 효율적 배분을 증대시키는 기능을 수행한다고 할 수 있다.

나. 株式市場의 流動性和 安定性 擴大 機能(increasing liquidity)

株價指數先物去來은 주가하락시에도 주식의 流動性を 유지시켜 주는 수단이 되는데, 株價指數先物이 존재하지 않는 경우 주가하락시 투자자들이 신속히 주식을 매도하여 資金을 引出하려 하기 때문에 더욱 주가가 폭락하게 됨은 물론 去來成立率과 市場流動性이 매우 낮으나 株價指數先物市場이 있으면 주가 下落으로 利益이 발생하는 선물의 매입포지션을 보유한 자가 만약의 사태에 대비하여 주식시장에서 매입포지션을 적절히 취하여 헤징하려할 것이므로 주가하락시에도 주식시장의 유동성을 維持시켜주는 수단이 될 수 있다. 發行市場에서도 각 증권회사는 주식의 引受시 先物去來을 통하여 危險을 헤징할 수 있으므로 新規株式의 발행을 더욱 용이하게 할 수 있다.⁵⁾

現物市場과 先物市場의 존재로 양 시장간의 差益去來(arbitrage trading)가 활성화되어 現物市場만 존재하는 경우보다 가격이 안정화된다. 즉, 헷저는 싼 비용으로 신속하게 포지션을 조정함으로써 現物市場에서 보다 적극적으로 헤지거래를 갖게 되며 이는 現物市場의 유동성을 확

5) 심병구 외, “신상품 도입 타당성 조사”, 한국증권학회, 1990.12, p.85.

대시키는 결과가 된다.

다. 價格情報 豫示機能(price discovery)

株價指數先物去來의 참여자들은 需要와 供給에 영향을 미치는 현재 및 미래에 관련된 모든 情報를 收集하고 판단하여 거래에 참여하기 때문에 이러한 努力을 통해 선물가격이 형성되면 이는 주식투자가들에게 장래의 株價를 파악하는데 있어 유용한 資料가 된다.⁶⁾

단기적인 관점에서 現物市場과 先物市場의 존재는 보다 많은 유용한 정보가 시장가격들에 반영되어 시장의 효율성이 增進될 수 있다. 그러나 투기거래는 시장의 流動性을 향상시키고 가격에 정보를 반영시켜 주기도 하지만 가격의 비이상적 변동과 그릇된 정보를 전할 수도 있음을 염두에 두어야 한다.

라. 새로운 投資手段의 提供

先物去來는 비교적 적은 費用(거래금액 10% 내외의 중거금)으로 큰 규모의 거래를 할 수 있기 때문에, 投資元金에 대한 收益率이 높아 資產價值 變動에 따른 위험을 효과적으로 回避하려는 投資者에게 새로운 투자수단을 제공한다. 특히 株價指數先物去來는 적은 투자비용으로 市場平均收益率만큼의 投資收益을 목표로 하는 Index Fund처럼 株價指數 構成種目 전체의 움직임에 대한 투자를 가능하도록 하는 새로운 투자수단이 될 수 있다. 즉 선물과 현물간 또는 선물간의 價格差를 이용해서 差益去來나 스프레드 거래와 같은 새로운 투자기회를 부여한다.

6) Kandice, H. K., D. R. Roger, and C. S. Jeanne, "The Economics of Performance Margins in Futures Markets", The Journal of Futures Market, Vol. 5, 1985, pp. 103-112.

또한 株價指數先物은 내부자 거래의 영향을 거의 받지 않기 때문에 내부자 거래의 부작용이 거의 발생하지 않는 투자수단이다.

마. 費用節減機能

株價指數先物市場은 낮은 證據金 수준, 現金決濟方式 등 제도적으로 거래비용을 낮출 수 있게 함으로써 다른 시장들보다 유동성과 효율성이 높다. 유동성으로 市場衝擊費用 뿐만 아니라 수수료 등 거래비용이 더욱 낮아질 수 있다. 이러한 유동성과 낮은 거래비용이 飛躍的인 先物市場의 발전을 가져온 주요 원인이라 할 수 있다.⁷⁾

한편 株價指數先物去來는 위와 같은 긍정적 기능을 가지고 있으나 반면에 아래와 같은 否定的 기능도 있다.⁸⁾

첫째로 투기성인데 先物去來에서는 현물거래에 비하여 아주 소액의 투자로 거액의 이익을 獲得할 수 있고, 그 거래비용이 저렴하기 때문에 現物市場에 비하여 지나치게 투기적일 수 있다. 또한 先物市場에서의 기대는 일종의 Zero sum game으로서 매도자와 매수가 쌍방 중 어느 한편이 利益을 보면 다른 한편은 損害를 보게 되는 一種의 賭博으로 비난 받기도 한다.

둘째로 現物市場의 유동성 위축을 들 수 있는데 先物市場의 발전이 現物市場의 유동성을 중대시키는 긍정적 기능도 있으나, 반면에 現物市場의 需要를 흡수함으로써 現物市場의 유동성을 萎縮시킨다는 批判이 있다.

셋째로 現物市場의 가격변동성 深化인데 先物市場은 자체의 특성으로 인하여 가격변동폭이 크고 先物市場에서의 이러한 가격변동이 現物市場에 파급됨으로써 現物市場의 가격변동을 오히려 심화시키는 역기

7) 최홍식·홍범교, “금융선물거래의 도입 타당성과 경제적 효과 분석”, 한국조세연구원, 1993.12, pp.103-111.

8) 이영기·남상구, “국제경쟁력 확보를 위한 한국 증권시장의 과제”, 한국개발연구원, 1994.3, pp.291-292.

능도 있다.

넷째로 不公正去來行爲 가능성의 증대로서 先物去來는 소액의 투자로 거액의 이익을 얻을 수 있다는 特性(큰 leverage 효과)으로 인하여, 現物市場과 연계하여 가격조작 등 불공정행위를 유발할 소지가 크다는 문제도 있다.

4. 去來類型

先物去來의 거래유형은 先物市場의 이용목적에 따라 다음 4가지로 분류된다.⁹⁾

가. 헤지去來(Hedge Trading)

헤지거래는 현재 保有하고 있거나 장래 保有하고자 하는 현물(주식)의 가격변동 위험을 縮小시키기 위해 행하는 거래로, 헤지거래는 先物市場에서 현물포지션과 반대되는 포지션을 취득 保有한다.

①매도헤지(Short Hedge)

매도헤지란 현물시장에서 주식을 保有하고 있는 투자자가 將來 株價下落이 豫想되나 주식을 계속 保有해야 하는 경우(즉, 대체 투자 대상이 없는 펀드매니저나 일시적인 정치경제 변동에 따른 주가하락의 경우, 지분을 유지해야 하는 대주주 등), 주가지수선물시장에서 선물을 매도하여 가격하락에 따른 현물시장에서의 損失을 선물시장에서 보전하는 거래를 말한다.

②매수헤지(Long Hedge)

매수헤지란 현물시장에서 매도 포지션을 가지고 있는 투자자나, 몇

9) 오시학·염후권, 『알기 쉬운 주가지수 선물거래 입문』, 국일증권연구소, 1994. 9, pp. 117-130.

개월 후 추가자금이 조성되는 펀드매니저가 장래 株價上昇이 예상되면, 주가지수선물을 매수함으로써 주가상승 위험을 縮小 또는 回避하거나, 시장상승의 機會를 잃지 않도록 하는 거래를 말한다.

(가정) 주가지수선물-거래단위(주가지수×50만원), 가격:100포인트(6월10일)
주가(보유주식가치)와 주가지수선물가격은 같은 변동폭으로 변화,
거래비용은 없음.

●거래의 예

· (매도헤지의 예)

사례) 10억원 상당의 주식을 보유한 투자자가 주가하락이 예상되거나 보유주식을 처분하지 못할 이유가 있어 주가지수선물을 20계약 매도하여 현물시장에서의 損失을 선물시장에서 補填하려고 한다.

▲주가하락의 경우

월 일	현 물 시 장	선 물 시 장
6 / 10	· 10억원 상당 주식 보유	· 주가지수선물 20계약 매도 (100포인트×50만원×20계약=10억원)
9 / 10	· 주가 10% 하락 보유주식 매도로 9억원 실현	· 주가지수선물가격 10% 하락 주가지수선물가격 90포인트로 매수
손 익	· 1억원 손실	· 1억원이익(10포인트×50만원×20계약)
결 과	1억원(선물시장 이익) - 1억원(현물시장 손실) = 0	

예상대로 주가가 하락하여 현물시장에서는 손실을 보았으나 선물시장에서 이익을 보아 주가변동 위험으로부터 回避할 수 있다.

· (매수헤지의 예)

사례) 7월 1일에 50억원의 펀드가 構成되는 펀드매니저가 6월 10일 현재 향후 주가가 상승할 것으로 예상되면, 선물시장에서 50억원 상당인 주가지수선물 100契約을 매수하여 적은 자금(약 7.5억원)으로 7월 1일까지 현물시장에서의 주가상승 機會喪失을 선물시장에서 보전하려고 한다.

▲주가상승의 경우

월 일	현 물 시 장	선 물 시 장
6 / 10		· 주가지수선물 100계약 매수 (100포인트×50만원×100계약=50억원)
7 / 1	· 주가 10% 상승 · 주가의 상승으로 6월 10일 헤지 시점보다 주식매입비용이 5억원 증가 총55억원 상당의 주식매입	· 주가지수선물가격 10% 상승 주가지수선물가격 110포인트로 매도
손 익	· 5억원 손실	· 5억원 이익(10포인트×50만원×100 계약)
결 과	5억원(선물시장 이익) - 5억원(현물시장 손실)=0억원	

따라서 6월 10일 현물시장에서 50억원 규모의 펀드를 투자한 결과와
같게 된다.

나. 投機去來(Speculation Trading)

투기거래는 장래의 가격변동에 따른 市勢差益의 獲得을 極大化하기
위한 거래로 투기거래자는 현물포지션 없이 선물포지션만 유지하는 방
법으로 위험을 감수하고 헤지거래자의 상대자가 됨으로써 시장의 유동
성을 확대한다.

●거래의 예

사례) 투자금액 15억원, 개시증거금 15%, 주가와 주가지수선물은 같
은 변동폭으로 변화, 거래비용은 없음.

▲주가상승의 경우(5% 상승)

월일	현물시장	선 물 시 장	비 고
6/10	·	· 선물 200계약 100포인트에 매입	· 개시증거금이 15%이므로 총액 100억 원 상당거래 가능 $100\text{억원} \div (100\text{포인트} \times 50\text{만원}) = 200\text{계약}$
9/10	·	· 주가 5% 상승 · 선물 200계약 105포인트에 매도	· 매매이익 5억원 (5포인트×50만원×200계약=5억원)

▲주가하락의 경우(5% 하락)

월일	현물시장	선 물 시 장	비 고
6/10	.	· 선물 200계약 100포인트에 매입	· 개시증거금이 15%이므로 총액 100억 원 상당거래 가능 100억원 ÷ (100포인트 × 50만원) = 200계약
9/10	.	· 주가 5% 하락 · 선물 200계약 95포인트에 매도	· 매매손실 5억원 (△5포인트 × 50만원 × 200계약)

15억원으로 투자할 경우 주가의 5% 변동시, 투자손익은 현물의 경우 ±0.75억원이며, 선물의 경우는 ±5억원의 변동을 보인다. 이와 같이 선물을 투기거래 하는 경우는 조그만 가격 변동이 손익에 큰 영향을 미치게 된다.

다. 差益去來(Arbitrage Trading)

차익거래는 現物市場과 先物市場간의 일시적인 가격불균형을 이용, 양시장에서 동시에 매매함으로써 危險負擔이 없는 이익을 추구하는 거래로 양시장간의 이론적 價格差를 이탈하였을 경우 상대적으로 저평가된 것은 매수하고 高評價된 것을 매도한 후 가격이 정상수준으로 回復되면 반대매매를 행한다.

●거래의 예

사례) 주가지수 현물가격 100포인트, 주가지수선물-거래단위:주가지수 × 50만원, 9월물가격:106포인트(6월 10일), 자금조달비용 연 13%, 예상배당수익률 연 3%, 수수료 등은 없음.

주가지수선물의 이론가격 산출에 의하여 이론가격을 산출하면 다음과 같다.

$$F = S + S(r-d) \times t/365$$

F : 주가지수선물의 이론가격 S : 주가지수현물가격

r : 자본조달비용(단기차입금리) d : 시장평균배당수익율

t : 잔존일수

$$F = 100 + 100(0.13 - 0.03) \times 92/365 = 102.5$$

주가지수선물 理論價格은 102.5포인트이므로, 현재 106포인트로 거래되는 주가지수선물가격은 고평가되어 있다고 여겨진다. 따라서 투자자

는 6월 10일 20계약의 주가지수선물을 106에 매도하고 20계약 상당의 10
억원을 연 13%에 차입하여 指數와 相關關係가 높은 주식을 매입한다.

▲주가하락의 경우(10% 하락)

월 일	현 물 시 장	선 물 시 장
6/10	· 주식 10억원 매입	· 선물 20계약 106포인트에 매도
9/10	· 주가 10% 하락 · 보유주식 매도로 9억원 실현	· 주가 10% 하락으로 만기에 선물 20계약 90포인트로 결제
손익	· 총 1.25억원 손실 □ 주식매매손실 1억원 □ 주식보유비용 0.25억원	· 1.6억원 이익 (16포인트×50만원×20계약)
결과	1.6억원(선물시장 이익) - 1.25억원(현물시장 손실) = 0.35억원	

*주식순보유비용(Carrying Cost)=보유비용-보유수익=금융비용-배당수입

$$=10\text{억원} \times (0.13-0.03) \times 92/365=0.25\text{억원}$$

▲주가상승의 경우(10% 상승)

월일	현 물 시 장	선 물 시 장
6/10	· 주식 10억원 매입	· 선물 20계약 106포인트에 매도
9/10	· 주가 10% 상승 · 보유주식 매도로 11억원 실현	· 주가 10% 상승으로 만기에 선물 20계약 110포인트로 결제
손익	· 총 0.75억원 이익 □ 주식매매이익 1억원 □ 주식보유비용 0.25억원	· 0.4억원 손실 (△4포인트 × 50만원 × 20계약)
결과	0.75억원(현물시장 이익) - 0.4억원(선물시장 손실)=0.35억원	

투자자는 주가상승, 하락에 관계없이 차익거래 당시 선물가격과 선
물이론가격 차이인 3.5포인트 금액만큼의 이익을 얻는다.

$$(3.5\text{포인트} \times 50\text{만원} \times 20\text{계약}=0.35\text{억원})$$

라. 스프레드去來(Spread Trading)

스프레드거래는 동일시장 또는 관련시장에서 상이한 선물계약을 동
시에 매도 매수하는 것으로 일종의 投機去來이며 각 先物契約의 개별
가격 변화가 아니라 두 선물계약간의 가격차의 변화에서 이익을 도모
하기 위한 거래이다. 스프레드거래는 투자자가 단순투기거래시 안게
되는 가격위험보다는 훨씬 작은 한정된 스프레드 변동의 위험만을 감

수하려 할 때 행해진다.

이에는 다시 결제월간(Intra-Commodity Spread), 상품간(Intra Commodity Spread), 시장간 스프레드(Intra-Market Spread)로 크게 나누어 지나 결제월간 스프레드거래가 가장 활발하게 이루어진다.

이상 3가지 거래중에 거래가 활발한 시장내 스프레드(결제월간 스프레드) 예를 들어보자.

◎결제월간 스프레드 거래의 예

사례) 주가지수선물-거래단위: 주가지수×50만원, 9월물가격:100포인트(8월 10일), 12월물가격:107포인트(8월 10일), 遠月物(12월물)은 近月物(9월물)보다 시장에 민감하게 반응, 거래비용은 없음.

월일	선 물 거 래	
	주가상승의 경우	주가하락의 경우
8/10	9월물 10계약 100포인트에 매도 12월물 10계약 107포인트에 매수	9월물 10계약 100포인트에 매도 12월물 10계약 107포인트에 매수
9/10	9월물 10계약 105포인트에 매수 12월물 10계약 115포인트에 매도	9월물 10계약 95포인트에 매수 12월물 10계약 99포인트에 매도
손익	9월물 손실 0.25억원 12월물 이익 0.40억원 - 순이익 0.15억원	9월물 이익 0.25억원 12월물 손실 0.40억원 - 순손실 0.15억원

이와 같은 스프레드거래를 하면 9월물이나 12월물 하나에만 투자하는 單純投機去來의 가격위험보다 그 위험이 작아져 損失이나 利益의 規模가 작아진다.

5. 先物市場과 現物市場의 比較

현물시장과 선물시장간에는 類似한 점도 많으나 유사한 점 못지않게 차이점 또한 여러가지가 있다. 그 주된 차이점을 비교 요약하면 <表 2-1>과 같다. 또한 주가지수선물거래와 신용거래는 주가의 변동에 따라 투자손익이 결정되고, 투자손익이 주가등락률보다 크게 반영되는 레버리지효과가 크다는 점 등 양거래간에는 유사한 점이 많지만 <表2-2>에

서 정리한 대로 근본적인 차이점을 보이고 있다.¹⁰⁾

<表 2-1> 先物市場과 現物市場의 比較

	선 물 시 장	현 물 시 장
1. 시장에서의 기능	위험전가 및 미래의 효율적 가격정보를 제공하는 시장	자본형성 및 유통을 위한 시장
2. 상품의 유효기간	제한 있음	제한 없음
3. 공급량의 가측성	예측의 불확실성	공급량의 공개와 미미한 변화
4. 레버리지 효과	낮은 증거금(10%내외)으로 現物市場보다 훨씬 큼	비교적 높은 증거금(40-50%)으로 先物市場 보다 작다
5. 손실액의 지불 유예	지불유예가 인정되지 않으며 매일매일 일일 정산	상당기간동안 지불유예 인정
6. 공매도의 이용	現物市場보다 많이 이용	先物市場에 비해 덜 이용

<表 2-2> 株價指數 先物去來와 信用去來의 比較

항목\거래종류	주가지수선물거래	신 용 거 래
1. 거래대상	주가지수 즉 개별종목 전체가 거래 대상	하나 또는 수개의 개별종목이 거래대상
2. 주이용자	기관투자가	개인투자가
3. 증권회사와의 대차관계	증권회사와의 대차관계 없음	증권회사와의 대차관계 존재
4. 증거금의 추가 예탁 여부	유지증거금제도 채택	일정보증금률만 유지
5. 보증금의 거래 대금에의 포함 여부	증거금이 거래대금의 일부거래 대금에 포함되어 거래이자지급 문제는 발생하지 않음	신용거래 보증금은 거래 대금에 포함되며 차입자 금에 대한 이자 문제 발생

10) 이영환, 『주가지수선물거래』, 증권서적출판부, 1991.12, pp. 54-57.

第2節 主要國의 先物市場規制制度 比較

1. 規制制度의 必要性和 目標

가. 規制의 必要性

先物去來 規制의 必要性 및 방향은 미국의 商品去來所法, 先物去來法 등 先物去來 關聯法에 명시 또는 내포되어 있는 다음과 같은 논리라고 할 수 있다.¹¹⁾ 즉, 先物去來는 過剩投機, 造作 등의 발생 가능성이 커서 급격하고 비정상적인 가격변동을 유발할 수 있으며 그 결과 생산자, 소비자, 중간상인 등이 피해를 입을 수 있다. 또한 先物市場에서는 비양심적인 딜러나 브로커의 不公正行爲에 의해 투자자들이 손실을 입을 가능성도 크다고 할 수 있다.

한편 株價指數先物去來는 적은 證據金으로 큰 액수의 거래가 가능한 즉 「레버리지 효과」가 높은 거래로, 株式現物市場에 비하여 투기적 요소가 매우 강하기 때문에 투자자의 예상과 시장동향이 반대로 움직일 경우 엄청난 손실을 발생시킬 수 있으며, 거래성격상 추상적인 지수 자체가 가격화되고 다양한 결제월, 일일정산 및 반대매매에 의한 차금 결제등 거래 구조가 특이하므로 투자자의 인식수준이 낮은 경우에는 投資者 保護 측면에서 株價指數先物去來의 규제 필요성이 크게 강조되며, 시장 자체의 원활한 운영, 적정선물가격의 형성과 결제이행보중 등을 위하여 시장에 대한 감독도 요청된다.

또한 先物去來의 최종 결제시 株式現物市場의 가격이 그대로 반영되고, 현·선물 양시장의 가격 불균형 상태를 이용하여 이루어지는 差益去來가 株式現物市場에 영향을 크게 미치기 때문에 先物去來에 따라 발생할 수 있는 株式現物市場의 부작용을 최소화시켜야 할뿐만 아니라

11) 증권감독원, “미·일의 주가지수선물 규제제도”, 『증권조사월보』, 1993. 6, p. 20.

과잉투기거래, 사기수단 이용, 가격조작 등과 같은 불공정거래행위가 발생할 우려가 있으므로, 거래업자 및 투자자에 대한 지도·감독이 필요하다. 그리고 先物市場의 주기능인 헤지기능이 제대로 발휘되기 위해서는 투기자의 역할이 극히 중요한바, 적정 투기자의 육성을 통한 시장활성화를 기하기 위하여도 규제는 더욱 필요하다고 할 수 있다. 따라서 先物去來規制의 기본방향은 先物去來所내에서의 공정거래 질서를 확립하는 한편, 생산자, 소비자, 그리고 거래소 그 자체에 해가 되는 조작, 과잉투기를 방지하는 데 있다.

나. 規制의 目標

先物市場規制의 기본목적은 株式現物市場에서와 마찬가지로 시장의 건전한 발전과 투자자 보호에 있으며, 대체적으로 규제목표는 시장의 신뢰성(재무안정성)보장, 공정성확보 및 효율성 제고에 두고 있기 때문에 시장간 차이가 크게 있을 수 없으나 수단측면에서는 시장특성상 훨씬 다양한 제도적 장치를 이용하고 있다고 할 수 있다.

(1) 市場의 信賴性(財務安定性) 保障

시장의 신뢰성 보장은 시장참가자들의 재무적 안정성을 보장함으로써 시장참가자 자신은 물론 고객을 信用 및 構造的 危險으로부터 保護하는 것을 그 목표로 하고 있는데, 이를 위한 구체적 수단으로서는 업자의 資本要件, 證據金要件, 顧客財産의 保護要件, 업자에 대한 財務狀態監督과 記錄維持 및 報告要件 등을 들 수 있다.

(2) 市場의 公正性 確保

시장의 신뢰성 바탕 위에 시장참가자 및 투자자를 실질적으로 평등하게 취급하도록 하여 불평등한 게임으로 인한 일반투자자의 시장이탈을 방지하고 고객과 거래업자의 利益相衡問題 등이 발생되지 않도록 하며 영업행위의 적정성과 고객업무 취급자의 성실성이 보장되어야만

건전한 시장발전을 기할 수 있게 된다. 이를 위하여 營業許可要件, 情報利用의 濫用禁止, 顧客注文優先原則, 去來危險事項公示, 市勢 및 去來內容의 公表, 虛偽표시 및 市勢操作 등 불공정거래행위금지, 과당투기 제한, 고객분쟁 조정절차 등을 규정하고 있다.

(3) 市場의 效率性 提高

시장을 운용함에 있어 株式現物市場과의 連繫하에 市場攪亂을 방지함으로써 시장운용성과의 극대화를 기하기 위한 것으로 株價指數商品 설계시부터 엄격한 심사절차를 거치게 하고 포지션한도, 특별결제지수 산출, 가격변동폭 제한, 거래정지 및 비상조치 등을 취하여 시장의 효율성이 제고되도록 하고 있다.

2. 主要國의 先物市場 規制體系

各國의 先物市場 規制政策의 基本方向은 價格操作의 防止, 投資者保護, 선물 및 금융시장의 안전성 유지 등에 있다. 이러한 기본방향의 유사성에도 불구하고 각국의 규제체계는 국가별로 다양한 형태를 취하고 있는데 이는 각국의 文化的·歷史的 差異, 法律構造의 상이성, 매매시스템의 차이 등에 기인한 것이다. 이하에서는 가장 오랫동안 先物去來가 시행되고 있는 미국, 영국, 일본 등 3개국의 규제법 및 규제기관을 살펴보기로 한다.¹²⁾

가. 미 국

(1) 規制法

先物市場을 규제하는 聯邦法으로서는 商品去來所法(Commodity Exchange Act ; CEA), 商品先物去來委員會法(Commodity Futures Trading

12) 민상기, “선물거래도입과 규제법 및 규제기관”, 『선물연구』, 한국선물학회, 1993. 8, pp. 8-20

Commission Acts ; CFTC) 先物去來法(Futures Trading Acts)등이 있다. 1936년에 제정되어 1968년에 개정된 상품거래소법은 先物去來 規制를 위한 기본적인 연방법이라고 할 수 있는데 商品先物去來委員會法, 先物去來法등은 상품거래소법을 보강, 확대하기 위해 제정 또는 개정되었다.

정부차원의 규제기관으로서의 CFTC는 1981년 자율규제기관으로서의 全國先物協會(National Futures Association, NFA)를 승인하여 규제기관의 확충과 규제기능의 합리적 분산을 도모하는 한편 기존 현물결제방식에서 탈피한 현금결제 가능상품인 유로달러금리선물의 계약시장을 맨 처음 지정하였다. 동 지정에 따라 현금결제방식에 의한 株價指數先物도 가능케 되어 1982년 2월 캔자스시티상품거래소(Kansas City Board of Trade, KCBT)에서 밸류라인주가지수(Value Line Stock Index)를 대상으로 한 株價指數先物去來가 최초로 개시되었으며 동년 4,5월중 시카고상업거래소(Chicago Mercantile Exchange, CME)의 S&P 500 株價指數, 뉴욕先物去來所(New York Futures Exchange, NYFE)의 NYSE종합지수, 1984년 7월에는 시카고상품거래소(Chicago Board of Trade, CBOT)의 MMI株價指數 등이 연달아 상장 됨으로써 株價指數先物時代가 도래하였다.

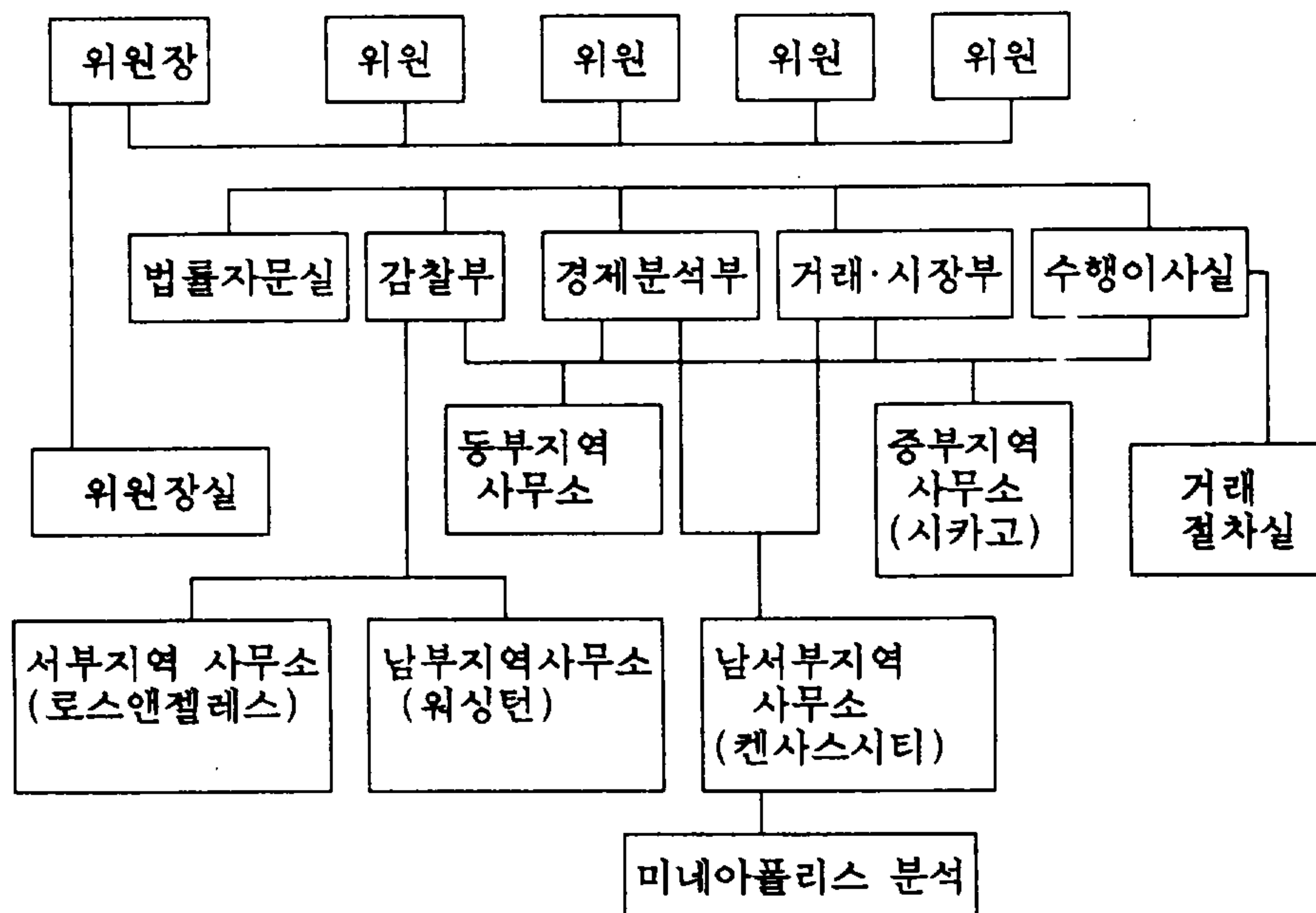
(2) 政府規制機關

先物去來의 규제는 크게 政府規制와 自律規制로 나눌 수 있다. 정부규제는 CFTC(상품선물거래위원회: Commodity Futures Trading Commission)가 담당하고 있는데, CFTC 설립 이전에는 38년간 농무성 산하의 CEA(상품거래국; Commodity Exchange Authority)가 先物去來의 감독을 관장하고 있었다. '60년대 말부터 '70년대 초에 걸쳐 선물계약의 종류와 거래량이 급격히 증가함에 따라 CEA의 규제가 더 이상 적절치 못하다고 판단한 美議會가 1974년 「상품선물거래위원회법」을 제정, 이

에 의거하여 CFTC를 설립하고 강력한 규제권한을 부여하였다. CFTC는 대통령 직속의 독립된 연방규제기관으로 상원의 동의를 얻어 대통령이 임명하는 5명의 위원(Commissioner)으로 구성되며 위원중 1명을 대통령이 위원장으로 임명한다. CFTC는 sunset 조항에 의해 매3년마다(처음에는 4년이었음) 존속 必要性에 대한 재검토를 받은 후 의회로부터 재인준을 받고 있다.

CFTC 조직은 【그림 2-1】에서 보는 바와 같이 감찰부(Division of Enforcement), 경제분석부(Division of Economic Analysis), 거래 시장부(Division of Trading & Markets)의 3개 부와 위원장실(Office of the Chairman), 법률자문실(Office of the General Counsel), 집행이사실(Office of the Executive Director), 거래절차실(Office of Proceedings) 등 4개실로 구성되어 전문분야별로 先物市場을 감독하고 있다.¹³⁾

【그림 2-1】 CFTC의 조직



자료 : Commodity Futures Trading Commission, 「Annual Report」, 1991.

13) 金泰赫·愼鏞吉, 「先物市場論」, 박영사, 1995, pp. 54-55.

CFTC는 선물시장의 공정거래질서유지와 투자자 보호 등을 위하여 CEA, CFTC법 및 선물거래법에 의해 부여된 여러 행정권과 준사법권을 통하여 선물거래소를 비롯한 거래업자, 시장이용자에 대하여 광범위한 관리·감독업무를 수행하고 있으며, 권한행사와 업무수행의 원활화를 위해서 법상 의무로 명시된 농무부, 재무부, FRB, SEC 등과 같은 정부기관은 물론, 사법기관, 주정부 등과 긴밀한 업무연락 및 협조를 도모하고 있다.

CFTC의 주요 규제업무로는 先物去來所의 등록 및 인가, 신상품인가, 先物去來 종사업자의 등록 및 인가, 상품거래소법이나 CFTC규정을 위반한 선물거래 종사업자의 制裁, 先物去來 종사업자와 고객간의 분쟁 해결, 자율규제기간의 감독 등이 있다.

(3) 自律規制機關

미국에서 先物市場에 대한 자율규제는 全國先物協會(NFA; National Futures Association)와 각 先物去來所가 담당하고 있다.

전국선물협회의 설립취지는 거래소의 자율규제가 거래소 회원에게만 한정됨에 따라 거래소회원이 아닌 先物去來 종사업자들에 대한 자율적인 감독이 어려운 상황에서 이러한 규제공백을 메우기 위한 것이었다.

전국선물협회의 회원은 거래소, 선물중개회사(FCM), 알선중개업자(IB), 선물투자자문업자(CTA), 선물신탁운영업자(CPO), 은행, 선물외무원(AP), 일반법인 등인데 FCM, CPO, IB, CTA, AP는 의무적으로 가입해야만 한다.¹⁴⁾ 전국선물협회의 주요 규제기능은 회원의 등록업무, 회원의 재무상태감독, 고객과 회원간의 분쟁중재, 先物去來 종사업자의 업무행위규칙 이행에 대한 감독이다.

한편 연방규제가 도입되기 이전 약 70년간 모든 규제를 독자적으로

14) 『前掲書』, pp. 57-58.

실시하여 왔던 각 거래소나 청산기관들은 연방규제 도입 이후에도 여전히 先物市場의 효율적인 운영과 유지관리를 위해 여러가지 규제업무를 수행하고 있다. 거래소나 청산기관이 담당하는 규제업무로서는 매매기관규정 및 규제의 제정, 회원의 자격 및 영업내용 심사, 회원의 거래내용 감시, 회원간의 분쟁조정 등이 있다.

나. 영국

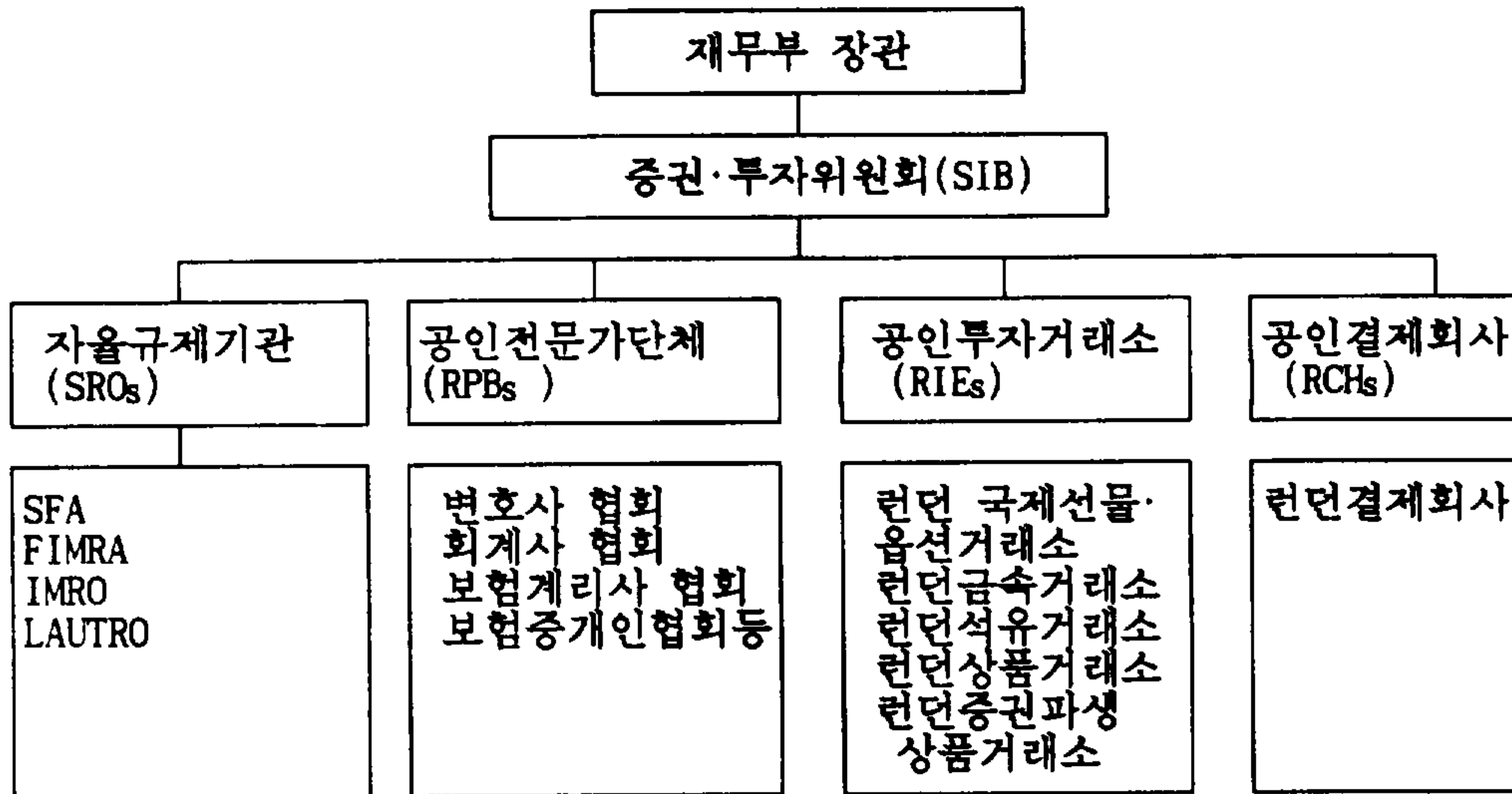
(1) 規制法

영국에서의 先物去來는 다른 금융서비스와 마찬가지로 극히 최근까지도 정부의 규제를 받지 않았으며 동업자들의 자율규제에 의해 운영되어 왔다.

先物去來에 대한 정부규제가 시행된 것은 1986년 11월 “금융서비스법(Financial Services Act)이 제정된 이후로, 동 법은 선물업뿐만 아니라 證券業, 投資諮問業, 投資信託業, 生命保險業 등 모든 投資機關 金融서비스업을 포괄적으로 규제하고 있다. 동 법에 의해 영국에서의 투자업무를 영위하기 위해서는 인가를 받거나 인가면제를 받아야 하는데 동 법은 투자업무를 영위하는 자에 대한 인가와 관련된 사항들과 투자자 보호를 위한 영업행위 규제를 포괄적으로 규정하고 있다. 동 법에는 거래소의 운영 및 조직에 관한 규정은 없고 다만 거래소를 인가할 수 있는 법적 근거밖에 없으며 동 법에 의해 인가된 공인거래소(Recognized Investment Exchange)나 공인청산소(Recognized Clearing House)등은 보고업무가 면제되고 있다.

따라서 각 거래소들은 거의 자율적으로 규제를 하고 있으며 상장품목의 결정도 거래소의 자율에 맡겨져 있다.

【그림 2-2】 영국의 선물·옵션시장의 규제체계



註) SFA : Securities and Futures Authority

FIMRA : Financial Intermediaries, Managers and Brokers Regulatory Association

IMRO : Investment Management Regulatory Organization

LAUTRO : Life Assurance and Unit Trust Regulatory Organization

자료 : 한국증권거래소, 「주요국의 주가지수 옵션거래제도」, 1994, p.53.

(2) 規制機關

금융서비스법에 의거하여 貿易産業省(Department of Trade and Industry) 산하의 증권투자위원회(Securities Investment Board)가 모든 종류의 투자업무에 대한 규제 및 감독기능을 담당하고 있는데 先物去來所의 監督 및 認可도 총괄적으로 담당하고 있다. 또한 자율규제의 전통적 장점을 살리기 위하여 업무별 자율규제기관을 둘 수 있도록 하고 있는데, 증권투자위원회(SIB)가 인정하는 자율규제기관중 先物去來 관련기관은 증권·선물협회(The Securities and Futures Authority)이다.

동 협회가 선물 및 옵션거래 중개업자의 인가 및 거래활동을 규제·감독하는데, 선물·옵션거래업무에 종사하고자 하는 자는 모두 회원으로 가입하여야 한다. 동 협회는 先物去來 종사업자의 영업활동과 고객

신탁금의 처리절차, 자본요건 등에 대한 규칙을 제정하며 분쟁 발생시 중재업무도 담당한다.

다. 일 본

(1) 規 制 法

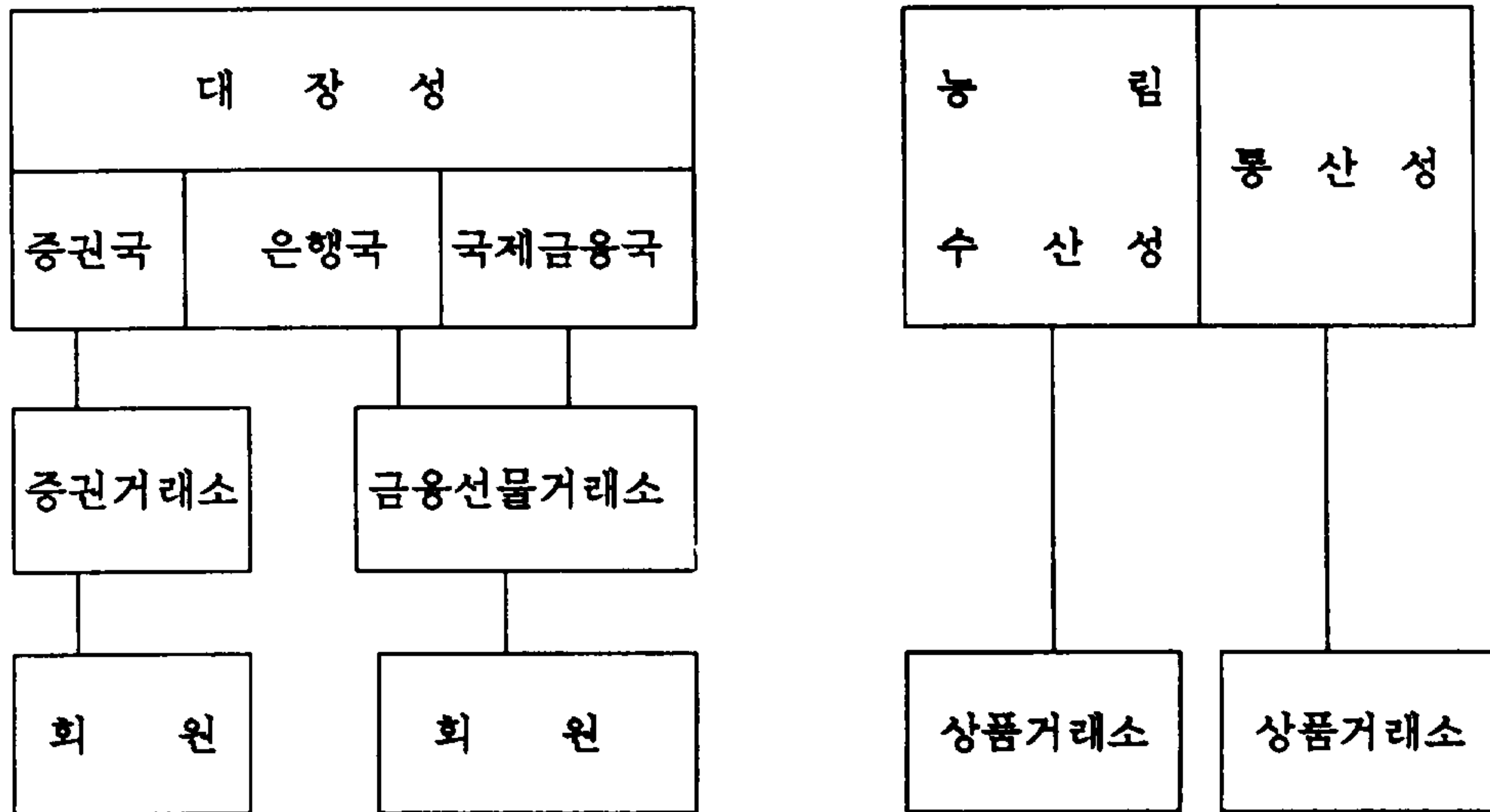
일본에서의 先物去來規制는 거래대상품목의 종류에 따라 3개의 법체계 하에서 규제되고 있다. 즉, 實物商品에 대한 선물은「商品去來所法」에 의해 통화, 預金金利에 대한 선물은「金融先物去來法」에 의해, 그리고 有價證券의 선물 및 옵션은「證券去來法」에 의해 각각 규제되고 있다.

한편 주가지수선물거래는 수치에 불과한 것을 대상으로 거래하고 최종적으로 현금결제만이 이루어지기 때문에 민법상의 매매거래에 해당될 수 없다고 보아 증권거래법상의 유가증권 매매거래와는 큰 차이가 있는 특수한 거래라고 결론짓고 1988년 증권거래법 개정시 주가지수선물거래에 대하여 별도로 용어 정의함과 더불어 동년 8월에 주가지수선물거래를 도입할 수 있는 근거가 마련되었다. 이에 따라 1988년 9월 동경증권거래소에서 TOPIX, 오사카증권거래소에서 Nikkei 225지수 등 주가지수선물의 거래가 개시되었다.

(2) 規 制 機 關

선물거래규제법과 마찬가지로 규제기관도 上場商品의 유형에 따라 다양하다. 상품선물중 농산물, 당류, 견사류에 대한 정부규제는 농림수산성이 그리고 귀금속(금, 은, 백금), 고무, 면사, 모사, 스포사 등의 공산품에 대한 정부규제는 통산성이 각각 담당하고 있다. 다음 금융선물중 株價指數, 채권 등 유가증권에 대해서는 대장성 증권국이 통화, 예금금리 등에 대해서는 대장성 은행국과 국제금융국이 각각 규제를 담당하고 있다.

【그림 2-3】 일본의 선물시장 규제체계



한편 자율규제기관으로서 「商品去來所法」에 의거해 발족된 「日本商品去來院協會」와 「金融先物去來法」에 의거해 설립된 金融先物去來業協會가 있는데 위탁자의 보호를 도모함과 동시에 각각 상품 또는 金融先物去來業의 건전한 발전에 기여하는 것을 그 목적으로 하고 있다. 이들 협회의 주요업무로서는 협회원의 법령준수에 관한 지도·권고, 위탁자 보호에 관한 지도·권고, 수·위탁자간의 분쟁해결, 자율규제규칙 제정 등이 있다.

이상의 주요국 금융선물거래소와 관련법규를 요약하면 다음<表 2-3>과 같다.

<表 2-3> 주요국의 금융선물거래소 및 관련법규

	주요 거래소	관 련 법	상장가능상품
일 본	동경금융선물거래소 (TIFFE) 동경증권거래소(TSE) 오사카증권거래소 (OSE)	금융선물거래법 증권거래법	통화 및 단기 금리 선물상품 유가증권관련 선물상품
미 국	시카고상품거래소 (COBT)및 시카고상업거래소 (CME)	상품거래소법(Commodity Exchange Act), 상품선물위원회법 (Commodity Futures Trading Commission Act)및 선물거래법 (Futures Trading Act)	제한 없음
영 국	런던국제금융선물거래소 (LIFFE)	금융서비스법(Financial Services Act)	제한 없음
싱가포르	싱가포르국제금융거래소 (SIMEX)	선물거래법(Futures Trading Act)	제한 없음
독 일	독일선물거래소(DTB)	거래소법(Bosengesetz)	제한 없음

3. 主要國의 規制 内容¹⁵⁾

가. 財政的 安全性을 위한 規制

財政的 安全性을 위한 규제란 주로 선물 및 금융시장의 안전성을 위한 규제로서 適正資本要件, 證據金, 顧客資金의 分離保管 또는 保險, 財務狀態 監督 등이 있다.

(1) 資本要件

선물시장은 여타 시장에 비해 레버리지가 대단히 큰 시장이라는 점에서 信用危險으로부터 시장을 보호하고 信用度가 낮은 자들의 시장참여를 제한하기 위해 각 국가들의 清算機關, 清算會員 및 선물거래 종사업자들이 그 담당기능을 수행하기에 충분한 최소한의 자본을 유지하도록

15) 曹正錄, “주요국의 선물시장 규제제도”, 1993.10, pp. 22-70.

록 규제하고 있다.

①미국

CFTC는 그 규칙에서 先物仲介會社(FCM), 斡旋仲介業者(IB)가 유지해야 하는 최소한의 “調整後 純資本”¹⁶⁾을 규정하고 있다. 즉 선물중개회사는 최소한 \$50,000(전국선물협회의 회원이 아닌 경우 \$100,000), 또는 분리된 고객자금과 해외선물 및 옵션거래 고객자금의 합계에서 고객이 구입한 옵션 시가를 공제한 금액의 4%중 큰 금액에 해당하는 “조정후 순자본”을 유지하여야 한다. 또한 알선중개업자(IB)는 최소한 \$20,000(전국선물협회의 회원이 아닌 경우 \$40,000)이상의 “조정후 순자본”을 유지하여야 한다.

②영국

公認投資去來所(RIE)나 公認清算所(RCH)가 되기 위해서는 “機能을 遂行하기에 充分한”재원이 있어야 하며 재원의 충분성 여부는 거래량, 거래액, 가격변동성 등을 감안하여 증권투자위원회(SIB)가 결정하고 있다. 증권투자위원회의 규칙에 의하면 청산회원과 알선중개업자(IB)와 같은 비청산 선물거래 종사업자 모두가 “危險도가 높은 會社”로 분류되어 특정금액 이상의 流動資本을 유지하도록 되어 있다.

③일본

일본의 「商品去來所法」에 의하면 회원 및 상품거래원은 충분한 재산적 기초를 가지고 있어야 하는데 회원 및 상품거래원에 요구되는 순자산의 최저액은 상품시장에 있어서의 거래의 종류, 거래단위, 거래량, 기타 거래사정과 위탁자의 보호를 고려하여 상품시장별로 主務省令으로 정하게 되어 있다.

「金融先物去來法」에서는 금융선물거래법의 허가에 있어서 신청자

16) 조정후 순자본(adjusted net capital)이란 자산에서 부채 및 각종 부담발생가능액을 공제한 것임.

가 그 영위하고자 하는 업무를 건전하게 수행하는 데 필요한 충분한 재산적 기초가 있어야 한다고 규정하고 있는데 大藏省 通達에서는 구체적 기준으로 1억엔 이상의 자본금과 1억엔 이상의 순자산액을 요구하고 있다. 현재 동경 국제금융상품거래소의 최저자본요건을 일반회원이 50억엔, 결제회원이 500억엔이다.

(2) 證據金

증거금이란 선물포지션을 보유하고 있는 고객이 중개회사에, 또는 중개회사가 결제기관에 契約履行을 保證하기 위해 납부하는 擔保라고 할 수 있다. 증거금은 일반적으로 거래소에 의해 자율적으로 결정되고 있으나 일부 국가들은 거래소가 정한 증거금율의 승인 또는 최저증거금율의 설정 등에 의하여 정부가 간섭하고 있다.

①미국

非常狀態를 제외하고는 선물계약에 대한 증거금 수준의 결정을 CFTC의 심사 없이 거래소들이 결정하고 있다. 그러나 주가지수선물의 증거금에 대해서는 聯準(Federal Reserve Board)이 감독권한을 갖도록 「선물거래법」이 최근 개정되었다. 또한 CFTC는 긴급상황에 처해 있다고 믿을만한 이유가 있을 때에는 언제든지 비상증거금 수준을 설정할 수 있으며 CFTC 규칙에서는 선물중개회사가 고객으로부터 증거금을 반드시 징수하도록 규정하고 있다.

②영국

영국의 경우에도 증거금결정에 대한 정부규제는 없으며 청산소가 거래소와 협의하여 결정한다. 증거금의 납입수단에 대해서도 청산소나 거래소가 결정하고 있으며 일반적으로 인정되는 납입수단은 현금, 은행보증(Bank Guarantees), 정부채권, 유가증권 등이다.

③ 일본

「商品去來所法」, 「金融先物去來法」, 「證券去來法」 등 선물관련법들에 의하면 회원은 매매거래의 受託에 관하여 위탁자로부터 委託證據金を 징수해야 하며 위탁증거금율은 主務大臣이 정하는 料率보다 낮아서는 안된다.

한편 거래소는 회원으로부터 매매증거금을 징수하고 있는데 그 요율은 거래소가 그 정관 또는 운영규칙 등에 정하도록 되어 있다. 매매증거금의 料率에 대해서는 정부가 직접 규제하고 있지 않으나 매매거래의 공정을 확보하고 위탁자를 보호하기 위하여 충분하여야 하며 거래소설립 허가시 허가여부를 결정하는 기준중의 하나이다.

(3) 顧客資金의 保護

선물중개회사들은 고객으로부터 주문을 受託 받는 경우 위탁증거금을 받게 되는데 만일 선물중개회사가 도산을 하게 되는 경우 위탁자가 위탁증거금을 회수할 수 없는 사태가 발생할 수 있다. 또한 선물중개회사가 고객의 자산을 무단으로 활용함으로써 고객에게 피해를 미칠 가능성도 있다. 따라서 이러한 사태를 예방하고 선물시장의 신뢰도와 거래의 안전성을 높이기 위하여 각 국가들은 고객자금을 보호하기 위한 여러가지 규제조치를 취하고 있다. 고객자금을 보호하기 위해 각국이 취하고 있는 방법으로는 保險, 保證金, 補償基金, 顧客資金의 分離保管 등이 있으며 선물중개회사가 파산하는 경우 위탁자가 다른 채권에 우선하여 辨濟받을 수 있도록 하고 있다.

①미국

○ 顧客資金의 分離保管

「상품거래소법」은 선물중개회사 및 청산기관들에게 자체 자산과 고객으로부터 받은 자금을 별도로 분리하도록 명시하고 있으며 CFTC 규정

에서는 좀더 구체적으로 선물중개회사가 받은 증거금, 보증금, 또는 신용보증을 위해 고객으로부터 받은 모든 자산과 거래결과 발생하는 자금 등에 대해 선물중개회사가 보유하는 자산과 별도로 분리하여 처리하도록 명시하고 있다.

- 顧客資金의 投資制限

「상품거래소법」 및 CFTC 규칙은 선물중개회사 또는 청산기관이 고객자금을 미국정부, 주정부, 기타 하위행정기관에서 발행되는 채권과 미국이 원금 및 이자를 완전보증하는 채권 등에 투자할 수 있도록 허용하고 있다.

- 預置機關 制限

「상품거래소법」 및 CFTC 규칙에서는 고객자금을 은행, 신탁회사, 청산기관, 다른 선물중개회사에만 예치하도록 제한하고 있다.

②영국

- 顧客資金의 分離保管

회사가 파산한 경우에 채권자의 청구와 은행의 相計로부터 고객자산을 보호하기 위해 영국에서는 顧客資金規定(Client Money Regulations)이 제정되어 있다. 「顧客資金規定」에서는 고객자금의 범위를 명시하고 있으며 예치기관들은 고객자금에 대해 상계할 권리가 없다는 것을 書面으로 인정하도록 규정하고 있다.

- 補償基金(Compensation Scheme)의 設置

고객자금의 분리보관에 대한 추가적인 안전장치로서 증권투자위원회는 투자자 補償基金을 설치하였는데 그 목적은 인가된 투자업자가 파산, 사기 등에 의해 고객에 대한 民事上の債務를 이행하지 못할 경우 投資者의 損失을 보상하기 위한 것이다. 그러나 동 보상기금은 일정한 資格要件을 갖춘 투자자에게만 적용되는데 기업투자자(Business Investor), 숙련투자자(Experienced Investor), 전문투자자(Professional Inv-

estor)는 자격이 없다.¹⁷⁾

- 顧客資金의 投資에 대한 制限

분리된 고객자금은 “認可銀行(Approved Bank)” 계좌에 예치되어하며 신탁형태로 보유된다.

- 預置機關 制限

고객자금은 “인가은행(Approved Bank)”에 예치되어야 하는데 “인가은행”으로는 영란은행, EC회원국의 중앙은행, 「英國銀行法」에 의해 인가된 기관, 「建築組合法(Building Societies Act)」에 의해 인가된 특정 건축조합, 인가은행의 해외지사 또는 母店, EC회원국이 인가한 신용기관 등이 있다.

③일본

- 委託者 資産의 分離保管

「상품거래소법」에서는 위탁자 보호를 위해 위탁자 자산의 엄밀한 분리보관제도를 규정하였다.

- 保證金 및 補償制度

「상품거래소법」은 受託業務保證金制度를 규정하고 있는데 동 제도는 상품거래소가 상품거래원에게 受託業務保證金の 예탁을 의무화하여 위탁자가 위탁증거금 및 채권의 변제를 상품거래원으로부터 받지 못할 경우 위탁자가 직접 상품거래소로부터 수탁업무보증금의 지불을 받을 수 있도록 한 제도이다. 수탁업무보증금을 가입하고 있는 상품거래소數 및 본·지점 등의 점포 수에 따라 예탁하는 고정부분과 수탁과 관계된 매월의 거래량에 따라 예탁하는 유동부분으로 구성되어 있다. 「상품거래소법」은 또 受託債券補償制度를 규정하고 있는데 동 제도는 수

17) 기업투자자는 정부 및 공공기관, 대기업 등이며, 숙련투자자는 거래규모가 크고 거래가 빈번한 개인을 의미함. 그리고 전문투자자는 투자업무를 영위하는 자를 지칭함.

탁채권보증금제도 및 수탁재산 분리보관제도가 확실히 가능하도록 하여 위탁자 보호를 꾀하려는 제도이다.

(4) 財務狀態監督 및 安全裝置

각 국가들은 선물거래 종사업자들의 最小資本要件, 顧客資金分離 등을 성실히 준수하고 있는지 여부를 감시하기 위하여 그들의 재무상태에 대해 常時監督과 定期監査 등을 실시하고 있으며 급격한 가격변동에 의해 시장이 붕괴되는 것을 막기 위하여 日日價格變動幅 制限 등의 안전장치를 설치하고 있다.

①미국

○ 財務狀態監督

CFTC는 선물거래 종사업자들의 재무상태를 직접 감독하기보다는 전국선물협회(NFA), 거래소 등 자율규제기관의 감독에 위임하고 있으며 자율규제기관들이 감독을 적절히 수행하고 있는지를 다시 감독한다. 자율규제기관의 운영규칙에 관한 사항은 CFTC의 승인을 받아야 하며 CFTC가 요구하는 최소한의 재무상태요건보다 더 엄격한 것이 일반적이다.

이밖에도 CFTC규칙에서는 조정후 순자본이 최저요구액의 150%이하가 된 경우 선물중개회사로 하여금 5일 이내에 CFTC에 서면으로 통보하도록 의무화하는 “早期警報規定(Early Warning Provisions)”을 두고 있으며 선물중개회사는 그 會計制度나 절차에 있어서 부적당한 점을 발견하거나 公認會計士로부터 지적 받았을 때 3일 이내에 CFTC에 통보하여야 한다. 그리고 CFTC의 재무요건을 충족시키지 못하는 선물중개회사 또는 알선중개업자는 모든 顧客計座를 다른 회사에 양도하고 청산을 위한 거래를 제외하고는 즉시 영업을 중지해야 한다.

○ 安全裝置(Circuit Breakers)와 非常證據金

급격한 변동으로 인해 발생할 수 있는 市場의 混亂을 막기 위해 채

택되고 있는 안전장치의 하나로서 日日 價格變動 制限幅의 設定을 들 수 있는데 미국에서는 각 거래소가 자율적으로 결정하고 있으나 CFTC는 상장상품의 심사시 審査對象의 하나로서 검토를 하고 있다. 대부분의 농산물에 대해서는 일일 가격변동 제한폭이 설정되고 있으나 일일 가격변동 제한폭이 없는 선물계약도 상당수 있다. 또한 대부분의 거래소에서는 선물가격이 며칠간 연속적으로 변동제한폭까지 오르거나 내리는 경우 변동 제한폭을 확대시키는 규칙을 마련하고 있다.

1987년 10월의 주식시장 붕괴 이후 주가지수선물을 거래하는 모든 거래소들은 주가지수가 특정수준만큼 하락하는 경우 발효되도록 만든 안전장치협조규칙(Coordinated Circuit Breaker Rules)을 채택하였다. 同 메커니즘에는 일일가격제한폭, 특정기간동안의 거래정지 및 거래재개의 협조절차 등을 포함하고 있다.

②영국

○ 財務狀態監督

증권투자위원회(SIB)는 공인투자거래소(RIE)나 공인청산소(RCH)가 기능수행에 충분한 재원을 유지하고 있는지를 감독하기 위하여 동 기관들에게 분기별 대차대조표, 년도별 회계감사보고서, 년도별 예산서 등을 제출하도록 하고 있다. 同 기관들에 대한 증권투자위원회의 공식적인 정기감사는 현재 실시되고 있지 않다.

○ 安全裝置 및 非常證據金

가격제한폭의 설정에 대해서는 거래소가 결정하고 있는데 가격제한폭 자체가 없거나, 있는 경우라도 上・下限價에 달하였을 때 일시적으로 거래가 중단된 후 일정시간 경과 후 가격제한폭이 없어지고 거래가 재개되도록 되어 있다.

③일본

○ 財務狀態監督

일본의 선물관련법들에 의하면 各 主務大臣들은 필요한 경우 거래소, 회원, 상품거래원(또는 금융선물거래업자, 증권회사)들에 대해 그 의무 또는 재산에 관하여 보고 또는 자료의 제출을 명할 수 있으며 필요한 경우 직원으로 하여금 현장검사를 할 수 있도록 되어 있다.

○ 安全裝置 및 追加證據金

일본에서도 미국이나 영국의 경우와 마찬가지로 거래소들은 가격제한폭 설정, 거래정지, 추가증거금 부과 등을 규정하고 있다.

나. 市場의 效率性を 위한 規制

선물시장의 규제에 있어서 규제기관들이 가장 역점을 두고 있는 하나의 목표는 하나 또는 小數의 去來者에 의한 시장 지배와 그로 인한 價格攪亂을 방지하여 시장의 효율성을 확보하는 데 있다고 할 수 있다. 이러한 목적을 위해 각 국가들이 채택하고 있는 규제형태로는 上場商品의 契約條件 및 對象商品에 대한 제한, 投機포지션 限度의 設定, 대량 포지션에 대한 報告義務化, 非常措置權의 發動 등이 있으며 가격조작 등 시장교란을 발생시킬 수 있는 시장행위를 방지하기 위한 감시프로그램을 운영하는 한편 그러한 행위가 발생하는 경우 강력한 制裁措置에 의해 규제의 실효성을 뒷받침하고 있다.

(1) 上場商品의 契約條件 및 對象商品의 種類에 대한 制限

① 미국

○ 經濟的 目的 및 契約條件에 대한 制限

「상품거래소법」에서는 거래소들로 하여금 거래하고자 하는 선물계약이 공익에 해가 되지 않음을 입증하도록 하고 있다. 이러한 公益性

여부를 판단하기 위한 한가지 방법으로서 CFTC의 Guide-line No.1에서는 계약시장 지정을 신청한 거래소로 하여금 當該 선물계약이 헤징 또는 價格豫示(price-basing) 목적으로 이용될 것이라는 근거를 제시하도록 하고 있다.

한편 현금결제 가능하도록 되어 있는 계약의 경우에는 決濟에 이용될 가격이 대상상품의 현물시장상황을 반영하고 있고 造作이나 歪曲危險이 없다는 증거를 제시하여야 한다.

○ 去來量에 대한 要件

6개월 이상 거래되지 않은 계약을 계속 상장 시키거나 거래를 재개시키기 위해서는 거래소는 CFTC의 승인을 받아야 한다. 이 때 거래소는 거래가 休眠狀態로 접어든 시기 이후 변화된 상황과 계약이 헤징 또는 가격예시 기능을 위해 활발히 이용될 것으로 기대하는 근거 등을 제시하여야 한다.

②영국

영국에서는 상장상품의 디자인에 대해 아무런 規制가 없으며 경제적 목적이나 대상상품에 대한 制限도 없다. 去來所에 대한 유일한 제한은 거래소에서의 딜링을 적절한 시장이 있는 投資物에 제한시키고 있다는 것뿐이다.

③일본

「금융선물거래법」상의 선물거래대상은 通貨, 有價證券, 預金契約에 의한 債券 및 기타 政令에서 정한 것(증권거래법 제 2조 1항에 규정한 유가증권은 제외)등이며 증권거래법상의 대상은 國債證券, 地方債證券, 株券 등 유가증권과 그 지수 등으로 되어 있다.

(2) 포지션限度 設定

투기거래에 대한 포지션한도 설정은 소수의 거래자에 의한 매점으로

인해 발생할 수 있는 價格操作을 事前에 防止하고자 하는 규제형태의 하나라고 할 수 있다.

①미국

상품거래소법에서는 CFTC에게 동일인의 거래한도 및 포지션보유한도를 설정할 권한을 주고 있다. 그러나 이 경우 善意의 헤징을 위한 거래 및 포지션에는 이러한 한도가 적용되지 않는다.

거래소는 투기포지션한도 설정에 있어서 거래소가 선정한 일정기간 동안에 투기적 거래자가 慣例적으로 보유하고 있는 포지션규모(단, 總未決濟契約高에 비해 지나치게 커서는 안됨), 매 인도월의 현물시장의 규모 및 유동성, 선물시장과 현물시장간의 재정거래기회 등을 감안하여야 한다.

한편 거래소는 스프레드거래, 較差헤징 등에 대해서도 포지션한도를 면제할 수 있으며 투기거래의 경우에도 CFTC의 승인을 받아 면제할 수 있다.

②영국

「금융서비스법」에서는 포지션한도에 대해서 특별한 규제를 두고 있지 않으며 거래소들도 포지션한도를 채택하고 있지 않다.

③일본

일본의 경우에도 회원에 대한 포지션한도는 없다. 그러나 증권회사의 경우 그 재무적 건전성을 위해 大藏省이 포지션한도를 설정하고 있다.

(3) 포지션 報告 및 特別情報要請(Special Call)

소수의 특정거래자에게 포지션이 집중되고 있는지 여부를 사전에 파악하여 價格操作 企圖를 봉쇄하기 위하여 일정포지션 이상의 거래자에 대한 보고서를 제출하도록 하고 있으며 필요한 경우 규제기관은 거래소, 거래자 등에 대해 특별정보를 요청하고 있다.

(4) 市場監督

거래소 등 自律規制機關은 시장거래자들이 제반법규를 준수하고 있는지와 시장에서 價格攪亂이 발생하고 있는지를 감시하기 위한 프로그램을 지속적으로 운영하고 있으며 정부규제기관은 이러한 감시프로그램이 충실히 수행되고 있는지를 감독하고 있다.

① 미국

CFTC의 Guide-line No.2에서 제시하는 적절한 시장감시 프로그램의 감시대상으로는 ㉠ 가격의 움직임, ㉡ 선물상품간, 선물시장간 그리고 선물시장과 현물시장간 가격관계의 변화, ㉢ 미결제계약고 및 그 변화, ㉣ 결제회원간의 포지션집중, ㉤ 거래량 및 그 변화, ㉥ 거래유동성 및 지속적인 가격변화의 크기, ㉦ 인도가능물량, ㉧ 인도 또는 인수물량의 집중, ㉨ 시장소식 및 소문 등이다.

상품거래법상 최종 시장감독권자인 CFTC는 선물시장에 대해 정기적인 조사를 실시하고 자율규제기관들의 시장감시 프로그램이 충실히 수행되고 있는지를 심사한다.

(5) 造作禁止

각 국가들은 시장조작 또는 조작을 위한 시장행위를 불법으로 규정하고 있으며 그러한 행위에 대해서는 罰金 또는 懲役刑 등 제재조치를 취하고 있다.

(6) 非常措置權 發動

去來所 및 政府規制機關은 가격조작 등 시장교란이 발생하거나 그 우려가 있는 경우 시장질서를 유지하기 위하여 여러가지 비상조치를發動할 수 있도록 하고 있다.

다. 公正性を 위한 規制

각 국가들은 투자가를 선물거래 종사업자의 不公正行爲로부터 保護하기 위하여 여러가지 規制를 취하고 있다.¹⁸⁾ 이러한 규제들로는 선물거래 종사업자에 대한 資格制限 및 登録義務, 注文執行 및 去來方式에 대한 제한, 情報提供義務, 危險公示約款의 告知義務, 고객거래 내용에 대한 秘密維持, 場外去來에 대한 禁止 등이 있는데 시장 및 거래행위의 감독규정을 통해 이러한 規制의 實效性を 확보하고 있으며 顧客과 선물거래 종사업자간에 분쟁이 발생한 경우의 仲裁節次에 대해서도 규정하고 있다.

(1) 資格制限 및 登録 또는 許可

모든 국가들은 선물거래 従事業者에 대해 일정한 資格要件을 두고 있는데 過去の 違法行爲, 申請者の 特性, 能力 등을 주로 고려하고 있으며 일부 국가들은 등록 또는 허가를 의무화하고 있다.

(2) 注文執行 및 去來方式에 대한 制限

각국이 採擇하고 있는 주문집행 또는 거래방식은 서로 相異하지만 어느 국가나 公正하고 경쟁적인 주문집행을 확보하고 불공정거래로부터 고객을 보호하기 위하여 虛偽情報의 流布禁止, “顧客優先原則 (Customer First Rule)”등을 규정하고 있다.

(3) 去來慣行에 대한 規制

모든 국가들은 仲介人の 불공정거래관행으로부터 선물거래에 미숙한 고객을 보호하기 위하여 市場情報의 公開, 顧客把握(Know Your Cust-

18) 崔星根, “先物去來의 公正性 確保에 관한 研究”, 『선물의 세계』, 한국금융 선물협회, 1995. 3, pp. 44-54.

omer), 危險公示約款(Risk Disclosure Statement)의 告知 등을 규정하고 있으며 虛偽 또는 偽裝, 過大廣告 등을 규제하고 있다. 일반적으로 手數料金額에 대해서는 제한을 두고 있지는 않으나 手數料 賦課方式이 부당하거나 불공평해서는 안된다.

(4) 不公正去來의 監督

모든 국가는 선물거래의 公正性 確保를 위한 여러가지 규제가 실효성을 가질 수 있도록 여러가지 監督措置를 취하고 있다. 거래소나 자율규제기관 등은 法規 또는 定款 違反에 대해 제재를 가하는 定款 또는 규칙을 마련해야 하며 그를 성실히 遂行하여야 한다. 정부규제기관은 자율규제기관이 충실히 監督義務를 수행하는지 감독하며 필요한 경우 직접적으로 법규위반에 대해 제재, 또는 訴訟措置 등을 취하기도 한다.

(5) 紛爭調整節次

각 국가들은 선물거래 과정에서 발생할 수 있는 委託者와 仲裁者間의 紛爭을 解決하기 위한 여러가지 분쟁조정절차를 마련하고 있다. 법원에 대한 訴訟에 앞서 투자자들이 손쉽게 분쟁을 解決할 수 있도록 각 거래소와 자율규제기관, 정부규제기관은 중재절차를 마련하도록 하고 있으며 이러한 節次는 公平하게 되어 있어야 한다.

(6) 場外去來에 대한 禁止

대부분의 국가에서는 市場秩序의 紊亂을 막고 투자자를 보호하기 위하여 거래소 이외의 場所에서의 선물거래를 禁止하고 있다.

4. 韓國의 先物去來 規制法

현재 국내에서는 선물시장이開設되어 있지 아니하며, 1973년의 제1차 석유파동을 계기로 국내거주자 또는 法人의 海外先物去來所를 이용한 선물거래가 調達基金法, 外國換管理法 등 관계법규를 근거로 1974년부터 許容되고 있을 뿐이다. 이는 석유파동에 이은 세계적인 資源波動으로 인하여 원자재의 海外依存度가 높은 우리나라 기업들이 큰 타격을 입었으며, 이에 따라 정부에서 원자재의 안정적 확보 및 가격안정이란 측면에서 해외선물거래소를 통한 선물거래를 許容한 것이다.

선물거래에 관한 현행법규는 國內先物市場의 開設 등에 관한 法規와 해외선물시장의 이용 등에 관한 법규로 分類할 수 있다.¹⁹⁾

먼저 國內先物市場의 開設 등에 관한 法規로는 商品先物去來나 狹義의 金融先物去來에 관련된 것은 없고 證券去來法에서 주가지수선물시장의 개설 등에 관한 규정을 두고 있을 따름이다. 구체적으로는 1996년도에 증권거래소에 주가지수선물시장이 개설될 예정이라 하며, 이를 위하여 1987년 11월 증권거래법 제73조(업무)와 제94조(업무규정)를 개정하여 증권거래소의 業務範圍에 선물거래시장의 開設業務를 포함시킴과 아울러 증권거래소가 선물시장에서의 매매거래에 대하여 별도의 업무규정을 정할 수 있도록 하였고, 1991년 12월 동법 제2조(정의)를 개정하여 동법시행령에서 주가지수선물거래를 有價證券으로 지정할 수 있도록 하였으며, 1993년 12월 동법 제2조의 2(유가증권지수의 유가증권 의제등)를 신설하여 주가지수를 포함한 증권거래소가 지정하는 유가증권지수를 유가증권으로 의제할 수 있도록 하였다. 또한 동개정법에서는 증권업자와 투자자문업자의 신규선물거래 허가 및 투자자문업 등록의 근거를 마련하

19) 민상기, “선물거래 도입과 규제법 및 규제기관”, 『선물연구』, 한국선물협회, 1993.8, pp.3-8.

였으며(부칙 제3조) 시행령에서는 투자상담 상담사 및 선물위약손해배상 공동기금·선물거래준비금의 적립을 제도화하였다.

그러나 이 개정법에는 有價證券先物去來에 대해서는 정의가 되어 있으나 선물거래에 뒤이어 도입이 예상되는 유가증권옵션거래에 대한 정의는 들어 있지 않다. 또한 유가증권선물거래에 있어서도 선물거래참가자의 범위가 명확히 규정되어 있지 않으며 선물거래와 관련된 투자자 보호규정도 들어있지 않다. 이러한 점들은 앞으로 다시 개정 보완되어야 할 것이다.

다음으로 해외선물시장의 이용 등에 관한 법규는 다시 상품선물거래의 경우와 금융선물거래의 경우로 나눌 수 있다. 해외상품선물거래에 관한 법규로는 主要物資 海外先物去來管理規定(대통령령), 주요물자 해외선물거래관리규칙(조달청훈령), 선물거래중개업무 및 관리에 관한 규정(조달청고시), 외국환관리규정(재무부고시), 기타 조달기금법(제12조 선물거래), 조달기금법시행령(제12조 선물거래), 기업예산회계법(제31조 수탁업무), 기업예산회계법시행령(제40조 수탁업무)등이 있으며, 해외금융선물거래에 관한 법규로는 외국환관리법(제3조 정의, 제21조 자본거래의 허가, 제23조 허가 및 신고의 예외)²⁰⁾, 외국환관리법시행령(제7조), 외국환관리규정(재무부고시)²¹⁾등이 있다.

20) 1991.12.27 전문개정을 통하여 해외금융선물거래의 확대와 국내금융선물거래소의 설립에 대비한 규제의 근거를 마련하였다.

21) 1992.8.20 개정을 통하여 금융선물거래 등에 관한 종래의 규정을 하나의 장으로 집약함과 아울러 관련규정을 대폭 신설하였다.(제13장 금융선물거래 등 제13-1조~제13-17조)

<表 2-4> 선물거래에 관련된 법령과 그 내용

		법령안	관계조항	내용
국내	선물거래	증권거래법	제73조	○증권거래소는 그 목적을 달성하기 위하여 다음 각 호의 업무를 행함.(개정 87.11.28)
			제94조	1. 유가증권시장(선물거래시장을 포함한다)의 개설업무 ○유가증권시장에서의 매매거래에 관련되는 사항은 증권거래소의 업무규정으로 정함. 이 경우 선물거래시장에 대하여는 별도의 업무규정을 정할 수 있음
해외	상	조달기금법	제12조	○조달청장은 조달기금을 운용함에 있어서 선물거래를 할 수 있음.
		조달기금법시행령		○선물거래에 관하여 필요한 사항은 대통령령으로 정함.
	품	기업예산회계법시행령	제40조	○조달청장은 일반의 위탁에 의하여 선물거래를 수탁할 수 있음.
				○선물거래의 수탁에 관하여 필요한 사항을 따로 대통령령으로 정함.
	선	주요물자해외선물거래관리규정(대통령령)	제12조	○선물거래전반에 관한 사항을 규정
		주요물자해외선물거래관리규칙(조달청훈령)		○선물거래에 관한 세부사항을 규정
	물	선물거래중개업무및관리에 관한 규정(조달청 고시)	제13조	○선물거래 중개인의 업무수행에 대한 준칙과 조달청의 중개인 관리업무에 대한 기준
		외국환관리규정(재무부고시)	제6-10조	○내국인은 조달청장이 정하는 바에 따라 선물거래 자금을 외국에서 보유 운용할 수 있음.
거래	금융선물	외국환관리규정	제2-23조	○외국환은행은 다음 각호의 1에 해당하는 거주자와 통화선물, 이자율선물, 통화옵션, 이자율옵션 및 이와 유사한 거래를 할 수 있음. 1. 외화수취 또는 외화지급이 계약서 등에 의하여 확실하다고 인정되는 자.
			제2-25조 제2-26조	○외국환은행은 한국은행, 외국에 있는 금융기관, 다른 외국환은행 및 비거주자와 제 6절에서 정한 선물환거래, 금융선물거래, 스왑거래를 할 수 있음. 다만, 외국에 있는 금융기관 및 비거주자와의 거래는 외국통화간 거래에 한함. ○기타의 세부사항은 한국은행총재가 정하는 바에 의함.

第3節 文獻的 考察

주가지수선물의 도입 타당성과 관련하여 국내외에서 여러가지 연구가 이루어져 있다.

1. 國內研究

국내의 연구로는 李商彬·玉基律, 張忠植·李元欽 등을 들 수 있다. 이상빈·옥기율의 연구(1992)²²⁾는 미국, 호주, 캐나다, 홍콩, 일본, 스웨덴, 영국 등 7개국의 주가지수선물이 도입되기 전 500거래일로부터 도입된 후 500거래일까지의 약 4년에 걸친 日別 株價指數 資料를 이용하여 수정 Levene 검정통계량(modified levene statistic)과 수정 GARCH 모델을 통해 주가지수선물이 주식시장의 分散性和 市場效率性에 미치는 영향을 검토하였다.²³⁾ 實證分析結果에 의하면 주가지수선물의 도입 이후로 정보 즉 外部要因에 의한 分散性 衝擊(Volatility shock)이 주식시장에 빨리 반영되어 흡수됨으로 인해 주가지수선물은 주식시장의 효율성 增大에 貢獻한다는 것이다.

장충식·이원흠의 연구(1990)²⁴⁾는 현물시장과 선물시장의 유기적 변동성이 유지되었던 Black Monday기간 이전과 상호 유기적이지 못하였던 Black Monday 기간의 비교에 주안점을 두고 1987년 1월과 10월 사이(210 영업일)에 ①프로그램 트레이딩(program trading)과 株價變動性이 깊은 相關關係를 갖는지 與否, ②株價指數先物去來의 契約殘高 増減

22) 이상빈·옥기율, “주가지수선물의 거래는 주식시장의 분산성과 시장효율성을 증가시키는가?”, 『증권학회지』, 한국증권학회, 1992, pp.245-281.

23) 玉基律, “주가지수선물의 도입이 주식시장의 분산성과 시장효율성에 미치는 효과에 관한 실증적 연구”, 한국과학기술원 박사학위 논문, 1992, pp. 43-82.

24) 장충식·이원흠, “우리나라 주가지수선물거래 도입의 타당성에 관한 연구”, 『증권학회지』, 한국증권학회, 1990, pp.433-475.

이 주가변동성과 수익률에 미치는 영향을 살펴보았다. 연구의 결과 주가지수선물의 도입 또는 선물시장의 존재 자체는 양시장의 가격변동성을 크게 증가시키지는 않지만 양시장의 거래를 동시에 이용하는 program trading (arbitrage 또는 portfolio insurance)은 주가변동성을 증가시킬 수 있다. 그리고 주가지수선물의 도입은 주가변동성을 급격히 변동시킬 수 있는데 이는 선물시장이不在인 상황에서 주가하락 위험노출에 대한 대가로 이해되어야 한다. 따라서 선물도입 계획단계에서부터 양시장의 원활한 유기적인 連繫性을 保障할 수 있도록 양시장의 일원화와 감독기관의 일원화가 요구된다

2. 國外研究

지수선물의 도입이 주가변동에 미치는 영향에 관한 理論的 研究로는 Cass · shell, Green, Subrahmanyam, Jagannathan, 실증적 研究로는 Lockwood · Linn, Santoni, Freris, Chan · karolyi, Hodgson · Nicholls, Brorsen, Aggarwal 등을 들 수 있다.

이론적 研究로 Cass와 Shell²⁵⁾은 선물시장의 존재가 현물가격의 변동성에 미치는 영향에 관한 이론적 모델을 설명했다. 선물시장을 새로 도입하는 것은 선물시장이 제로섬게임(Zero sum game)이므로 利益과 損失의 합계는 동일한 결과를 초래하지만 부의 분배에 있어서는 변화가 생긴다. 이러한 부의 분배상의 이동으로 基礎資產(underlying asset)의 수요패턴에는 변화가 생기고 따라서 현물가격의 변동성을 증가시킨다.

그러나, Green²⁶⁾은 시장참여자들이 유사한 수요패턴을 가지고 있기 때문에 손해를 본 거래자로부터 利得을 본 거래자에게로 부가 이동한다고 해서 수요패턴에 커다란 변화를 豫想할 이유가 없는 바, 지수선물

25) Cass, D. and K. Shell, "Do Sun sports Matter?", Journal of Political Economy, 1983. 4, pp. 193-227.

26) Green, E. J., "Financial Futures and Price Level Volatility", In Financial Futures and Options in the Vs Economy, 1986, pp. 79-89.

이 주요 요인이 될 것 같지는 않다고 한다. Subrahmanyam²⁷⁾은 주식 선물과 지수선물에 관한 이론적 모델을 設定하여 指數先物의 도입이 현물변동성에 미치는 영향은 명확하지 않다고 한다. Chari와 Jagannathan²⁸⁾은 선물시장의 존재가 현물의 변동성을 감소시킨다는 이론적 모델의 설정이 가능하지만, 이 모델을 약간만 바꾸면 반대의 결론이 나온다고 한다. 따라서 이러한 論議는 이론적 배경에 따라 결정될 수는 없다. 또한 현물시장의 변동성 增加가 과연 나쁜가에 대해 의문을 제기하고 변동성이 감소할 경우 損害를 보는 그룹도 있다고 한다.

실증적 연구로 Lockwood와 Linn(1990)²⁹⁾은 1964년부터 1989년까지 다우존스지수의 일별 시가와 종가를 조사하였다. 이들은 선물도입후 종가자료를 사용하여 算出한 분산이 도입이전보다 120%나 컸고, 전체 기간 동안의 분산보다도 66%가 컸다. 그러나 위의 연구를 제외하고는 대체로 지수선물거래의 도입으로 지수변동성이 증대되지 않았다는 것이 일반적이다. Santoni(1987)³⁰⁾는 1975년부터 1986년까지 S&P 500 지수의 일별 및 주별 자료를 조사하여 지수선물 도입이전과 이후의 지수변동의 분산에 차이가 없었다고 한다. Freris(1989)³¹⁾는 홍콩에서 1984년부터 1987년까지의 일별 자료를 이용하여 일별 산술 수익률의 표준편차를 조사한 결과 지수선물의 도입이 지수수익률의 표준편차를

27) Subrahmanyam, A., "A Theory of Trading in Stock Index Futures", Review of Financial Studies, 1991, pp.17-51.

28) Chari, V.V. and R. Jagannathan, "The Simple Analytics of Commodity Futures" Markets: Do They Stabilize Prices? Do They Raise Welfare Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, 1990, pp.12-24.

29) Lockwood, L.J. and S.C. Linn, "An Examination of Stock market Return Volatility During Overnight and Intraday Periods, 1964-1989", The Journal of Finance, 1990, pp.591-601.

30) Santoni, G.J., "Has Programmed Trading Made Stock Prices More Volatile?", Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 1987, pp.18-29.

31) Freris, A.F., "The Effects of the Introduction of Stock Index Futures on Stock Price: The Experience of Hong Kong 1984-1987", In Futures Markets: Modelling, Managing and Monitoring Futures Trading, 1983, pp.124-164.

작게 한 것과 관련이 있음을 發見하였다.

Chan과 Karolyi³²⁾는 1985년 9월부터 1987년 8월까지의 일경 225 주가평균의 일별 수익률을 조사하였으며, 변동성추정에 더미변수(dummy variable)를 포함하는 GARCH-M 回歸모델을 이용하였다. 이들은 SIMEX에서의 Nikkei 225 지수선물의 도입으로 변동성이 변화하지는 않았다고 결론지었다. Hodgson과 Nicholls³³⁾는 1983년 2월 호주에 도입된 All Ordinaries 지수선물이 지수에 미친 영향을 조사하였다. 이들은 1983년 2월 이후 변동성이 그 전과 별로 다르지 않으며, 따라서 지수선물의 도입이 호주 주식시장의 변동성에 영향을 주지 않았다고 결론지었다. Brorsen³⁴⁾은 높은 去來費用, 證據金 引上, 差益去來 制限 등 시장제한조치들이 있는 경우 새로운 정보에 대해 현물가격이 반응하는 속도가 감소된다고 주장했다. 그는 새로운 정보전달에 대해 현물시장의 적응지연이 감소되는 것은 현물수익률의 自己相關(auto correlation)을 떨어뜨리고 동시에 短期 現物 變動性을 增大시킨다는 단순한 모델을 제시하였으며, 1962년부터 1986년까지의 S&P 500 일별 종가의 데이터를 사용하여 수익률을 일별 가격들의 대수치로 정의하였다.

또한 橫斷面(cross section) 접근을 통한 지수선물의 상대적 변동성을 처음으로 연구한 학자 Aggarwal³⁵⁾는 1981년부터 1987년까지의 일반자료의 수익률 標準偏差를 이용하여 지수선물의 존재가 S&P 500 및 다우존스지수의 변동성에 어떠한 영향을 주었는가를 조사하였다. 그는

32) Chan, K.C. and G.A. Karolyi, "The Volatility of the Japanese Stock Market : Evidence from 1977 to 1990", In Japanese Financial Market Research, 1991.

33) Hodgson, A. and D. Nicholls, "The Impact of Index Futures Markets on Australian Share Market Volatility", Journal of Business Finance and Accounting, 1991, pp. 267-280.

34) Brorsen B. W., "Futures Trading, Transaction Costs, and Stock Market Volatility", The Journal of Futures Market, 1991, pp. 273-282.

35) Aggarwal, R., "Stock Index Futures and Cash Market Volatility", Review of Futures Markets 1988, pp. 290-299.

S&P 500 지수와 DJIA 지수의 변동성이 선물거래 도입후 상승하였으나 OTC지수보다는 이들의 변동성이 상대적으로 감소하여 지수선물의 도입이 대상지수의 가격변동성을 증대시키지는 않았다고 결론지었다.

이상의 실증연구들을 요약하면 <表 2-5>, <表 2-6>와 같다.

<表 2-5> 선물거래도입이 현물가격변동성에 미치는 영향

	변동성 감소	변동성 불변	변동성 증가
1. Working(1960 & 1963)	양파	-	-
2. Gray(1963)	양파	-	-
3. Powers(1970)	생우, 생돈	-	-
4. Tomek(1971)	밀	-	-
5. Johnson(1973)	-	양파	-
6. Taylor and Leuthold(1974)	생우	-	-
7. Labys and Thomas(1975)	-	-	코코아, 설탕, 아연, 고무, 납, 주석
8. Froewiss(1978)	GNMA	-	-
9. Tomek(1979 - 80)	-	생우, 생돈	-
10. Dale and Workman(1981)	-	T-Bill	-
11. Figlewski(1981)	-	-	GNMA
12. Simpson and Ireland(1982)	-	GNMA	-
13. Corgel and Gay(1984)	GNMA	-	-
14. Bortz(1984)	T-BOND	-	-
15. Simpson and Ireland(1985)	-	T-Bill	-
16. Moriarty and Tosini(1985)	-	GNMA	-
17. Edwards(1988)	T-Bill,	-	-
18. Brorsen, Oellermann & Farris(1989)	Eurodollar -	-	생우
19. Ely(1991)	-	-	-
20. Antoniou and Foster(1991)	T-Bill, 예금금리 -	원유	-

<表 2-6> 지수선물이 현물변동성에 미치는 영향³⁶⁾

연 구 자	대상지수	기 간	변동성증가	변동성불변	변동성감소
(실험적 연구)					
Friedman(1983)	미 상	미 상	-	-	○
Forsythe (1984)	미 상	미 상	○	-	-
(도입 전후연구)					
Santoni(1987)	S&P 500	1975-1986	-	○	-
Edwards(1988)	S&P 500, VLCI	1973-1987	-	○	-
Becketti & Roberts(1990)	S&P 500	1962-1990	-	○	-
Lockwood & Linn(1990)	DJIA	1964-1989	○	○	-
Freris(1990)	Hang Seng	1984-1987	-	○	-
Chan and Karolyi(1991)	Nikkei (SIMEX)	1985-1987	-	○	-
Hodgson & Nicholls(1991)	ALL Ords	1981-1987	-	○	-
Baldauf & Santoni(1991)	S&P 500	1975-1989	-	○	-
Brorsen(1991)	S&P 500	1962-1986	○	○	-
Maberly(1989)	S&P 500	1963-1988	○	○	○
(비교 연구)					
Aggarwal(1988)	S&P 500 DJIA	1981-1987	-	○	-
Harris(1989)	S&P 500	1975-1987	○	-	-
Laatsch(1991)	MMI	1982-1986	-	○	-
Gerety & Mulherin(1991)	Dow Jones	1974-1989	-	○	-

36) Board, J., C. Goodhart, and C. Sutcliffe, "Inter-Market Volatility Linkages: The London Stock Exchange", Securities and Investments Board, 1992. 6.

第 4 節 價格 決定과 危險헤지 機能

1. 株價指數先物의 價格決定

株價指數先物의 거래를 위해서는 대상품목인 株價指數의 철저한 이해가 필요하다. 株式市場에는 많은 種目の 株式이 거래되고 있고 (우리나라의 경우 1994년말 현재 1,089종목) 주식가격의 수준과 변화는 종목에 따라 많은 차이를 보이고 있다. 株價指數는 이러한 다양한 각 종목들의 움직임을 전체적인 株式市場의 움직임으로 나타내는 하나의 숫자로 표현하려는 대표치이며 분산된 시장포트폴리오를 대변한다.

그러므로 株價指數는 株式市場의 전체적 움직임을 構造的 危險과 市場收益率로 나타내고 일반 투자자에게는 투자판단의 주요척도로서 의사결정에 이용되고 관계기관에게는 시장관리와 정책결정의 참고자료로 활용된다.

앞으로 우리나라 株價指數先物去來의 대상이 되는 KOSPI 200은 1990년 1월 3일을 기준지수 100으로 하여 編入 種目 200개의 시가총액의 움직임을 지수로 나타내고 있다.

산업별로 살펴보면 제조업이 142개 種目으로서 가장 많고 전기가스업 2개, 건설업 15개, 유통서비스업 15개, 통신업 1개, 금융서비스업 25개등으로 구성되어 있다. 물론 KOSPI 200은 전체 종목을 포함하는 綜合株價指數 (KOSPI)와는 다르지만 이들의 市價總額은 상장종목 전체에서 차지하는 비중이 70.5%로 綜合株價指數와 높은 相關關係를 가지고 움직일 것으로 기대된다. 미국의 경우에도 3개의 主要株價指數들의 상관관계는 95%이상으로서 株價指數 사이에 높은 상관관계를 유지하고 있다.

株價指數先物의 도입에 있어서 우선적으로 빠질 수 없는 논의는 價格形成에 관한 이해일 것이다.³⁷⁾

선물가격결정에 관한 이론적 모델은 기대모델과 Cost-of-Carry모델 두 가지가 있는데 金融先物의 價格決定은 Cost-of-Carry모델을 따른다. 이에 따르면 株價指數先物價格은 現物價格에 保有費用을 더하고 保有收入을 뺀 것과 같다.³⁸⁾ 그러나 주가지수선물의 實際價格은 市場의 需要와 供給에 의해 決定되므로 理論價格과 정확히 일치하지는 않는데 무위험차익거래(Arbitrage Transaction)에 의해 두 가격간의 차이는 줄어들게 된다.

$$F_t = S + R - D$$

단, F_t : 만기가 t기간인 주가지수선물의 이론가격

S : 현물주가지수

R : t기간 동안의 S에 대한 자본조달 비용(무위험이자율)

D : t기간 동안의 S로부터의 배당수입(시장평균배당수익률)

$$F = S + S(r - d) \times t/365$$

F: 주가지수선물의 이론가격 S: 주가지수현물가격

r: 자본조달 비용(단기차입금리) d: 시장평균배당수익률

t: 잔존일수

예) 6월 10일 현재 KOSPI 200현물가격이 100.00포인트, 단기 차입금리가 13%, 평균배당수익률이 3%일 때, 9월물 KOSPI200의 이론선물가격은

$$F = 100 + 100(0.13 - 0.03) \times 92/365 = 102.5 \text{포인트}$$

(9월물 KOSPI 200의 만기를 9월10일로 가정)

위 식에서 보듯이 株價指數先物 가격은 株價指數와 일정한 관계를 갖고 움직인다. 株價指數와 先物價格과의 差異를 베이스(Basis)라 한다. 만기에 가서 베이스는 0이 된다. 선물가격이 적정하게 형성되어 있다면 베이스는 순보유비용과 같다. 그러나 선물가격은 기본

37) 전갑석, “주가지수선물의 가격결정에 관한 실증연구”, 서울대학교 석사학위논문, 1993.2, pp.13-77. 참고.

38) 愼鏞吉, “선물가격 결정모형”, 『선물경제』, 선물거래협회, 1994.6, pp.15-20, 1994.7, pp.22-31, 1994.8, pp.24-34, 1994.12, pp.50-57.

적으로 헤지와 투기자로부터의 수급에 의해 결정되므로 市場狀況에 따라서는 非正常的인 價格關係가 발생하게 되는데 이때 차익거래자가 개입하여 선물가격은 이론가격에 접근하게 된다. 실제로는 거래비용³⁹⁾, 공매의 제한 등 때문에 차익거래가 제한되므로 선물가격은 이론가격의 일정한 범위(No Arbitrage Band) 내에서 움직이게 된다.

예를 들어 '96년 1월 3일에 '96년 9월물 주가지수를 매입할 경우 베이스는 9개월 동안의 保有費用에 의해 결정된다. 그러나 3개월 경과 후 시점에서 6개월간의 보유비용만을 반영하면 베이스의 절대값은 줄어들게 되며 '96년 8월말에 가서는 보유비용은 거의 0이 되므로 베이스도 0에 수렴하게 되는 것이다. 株價指數先物의 實際價格이 理論價格과 一致한다는 假定하에 다음과 같은 計算을 할 수 있다.

시장평균배당수익률 3%, 시증금리 13% 가정시	
1월 3일 :	현물 KOSPI 200이 120포인트일때 9월물 KOSPI 200선물가격은
	$F=120+120(0.13-0.03) \times 250/365$
	=128.22포인트
	베이스 : $120-128.22= -8.22$ 포인트
6월 1일 :	현물 KOSPI 200이 120포인트로 변함없을 때 9월물 KOSPI 200
	선물가격은
	$F=120+120(0.13-0.03) \times 101/365$
	=123.32포인트
	베이스 : $120-123.32= -3.32$ 포인트
(9월물 KOSPI 200의 만기를 9월 10일로 가정)	

선물과 현물가격의 크기에 따라 시장상태를 두 가지로 나눌 수 있다. 선물가격이 현물가격보다 크면 正常市場(normal market)이라 하고, 선물가격이 현물가격보다 작으면 逆潮市場(inverted market)이라 한다. 만약 선물가격이 보유비용(차입금에 대한 비용+보관비용)에 의해서만 결정된다면 선물가격은 현물가격보다 절대 작아질 수 없다는 것이다.

39) 거래비용은 수수료, 거래세 이외에 매도·매수 등의 거래실행비용도 포함된다.

이러한 관계를 full-carry relationship이라 하는데 정상시장은 바로 이런 관계가 성립되는 시장이고, 역조시장은 선물가격이 보유비용외의 요인에 의하여 결정될 경우에 발생될 수 있는 시장이다.

●컨탱고(Contango)

컨탱고는 선물가격이 보유비용에 의해서만 결정되어 선물가격이 현물가격보다 클 때의 베이스스를 말하는 것으로, 이 경우에 보유비용은 기간이 길수록 증가하게 됨으로 滿期가 많이 남은 遠月物이(distant month futures)의 가격이 만기가 다다른 近月物(near month futures)의 가격보다 높게 형성된다. 컨탱고의 크기는 선물계약 만기가 길어질수록 커지는 것이기는 하지만 선물가격이 장래 현물가격에 대한 예상을 반영하는 것이기 때문에 보유기간 증가에 정확하게 比例하여 증가하지는 않는다.

●백워드이션(Backwardation)

장래 出荷期에 現物의 大量 供給超過가 예상되면 생산자는 가격하락 위험을 헤지하기 위하여 선물을 매도하게 되는데, 이때 장래의 가격상승을 예상한 투기자들의 선물매입 규모보다 선물매도 규모가 더 클 경우에 선물가격은 하락하게 된다. 물론 선물가격이 이론가격보다 더 하락하게 되면 차익거래가 발생하게 되지만 당장 현물시장에서 차입할 수 있는 물량이 제한되어 있거나 그 비용이 많이 소요된다면 차익거래 기회는 줄어들게 되어 선물가격은 하락할 수밖에 없다. 이와 같은 이유로 선물가격이 현물가격보다 작게 되는 시장을 역조시장이라 하고 이때의 베이스스를 백워드이션이라 한다.

이러한 시장에서는 원월물(distant month futures)의 가격이 근월물(near month futures)의 가격보다 작게 된다.

따라서 컨탱고와 백워드이션의 변동은 현재와 선물계약 만기시점의 수급사정에 의해 좌우되는데 컨탱고의 폭은 해당기간의 보유비용 이상 늘어날 수 없는 반면에 백워드이션의 폭은 제한이 없다. 즉, 현물가격

은 계속 上昇하지만 선물가격은 장래 供給過剩 예상으로 떨어지거나 정체되어 있다면 백워데이션의 크기는 무한정 증가할 수도 있다. 따라서 컨탱고의 크기만을 보고서 장래가격이 현재가격보다 상승하리라는 예상을 할 수 없지만 백워데이션의 크기를 보고서는 장래가격이 현재 가격보다 하락하리란 판단을 할 수 있다.⁴⁰⁾

그밖에 理論的 指數先物의 價値는 다음 4가지 主要 因子에 의해 결정됨을 알 수 있다.

①現物指數의 價格

어느 시점의 현물지수가격이 높을수록 선물의 가격도 높다. 선물가격은 현물지수가격 만큼을 無危險 資産에 재투자하여 얻는 이자에 의해 결정되므로 현물지수가격이 변할 때 그 시점까지 배당이 없었다면 선물지수의 가격은 $(1+\text{무위험이자율})$ 만큼 변한다.

②殘存滿期

-무위험이자율>배당수익률: 잔존만기가 길수록 선물계약의 가격은 높다.

-무위험이자율<배당수익률: 잔존만기가 길수록 선물계약의 가격은 낮다.

③無危險利子率

무위험이자율이 높을수록 선물계약의 가치는 크다. 무위험 이자율이 배당수익률보다 높을 경우 선물이 현물보다 割増되어 거래되고, 반대의 경우 割引되어 거래된다.

④配當 收益率

기초 포트폴리오의 배당수익률이 높을수록 선물의 가치는 작다.

한편 주가지수 선물도입기의 기존 실증 연구-Cornell and French (1983)의 연구, Ed Peters (1985)의 연구, Stephen Figlewski(1984)의 연구, Brandford Cornell(1985)의 연구, David M.Modest(1985)의 연구-에서 살펴보면 실제 선물가격은 완전 시장모델에 의한 이론 가격보다는 낮게 평가되었으며 그 評價價格의 변동성은 매우 컸다. 이것은 크

40) 선경경제연구소, “금융선물투자가이드”, 1994. 9, pp. 36-37.

게 완전 시장모델이 고려하고 있지 않은 決濟日(滿期)에 대한 문제, 配當에 대한 문제, 税金의 효과 문제, 時期選擇權의 문제, 去來費用에 관한 문제, 證據金에 관한 문제, 内部者 去來의 문제들과 市場의 비효율성에 원인이 있다는 證據를 제시하고 있다.

Cornell,B. and French,K.R.의 1983년의 연구⁴¹⁾에 의하면 실현된 이익에 대해 課稅하는 현 세제 하에서 현물주식은 세금을 이연할 수 있는 時期 選擇權(Timing Option)을 갖는 반면 일일정산제도 및 현금결제제도를 가지고 있는 주가지수 선물은 시기 선택권을 가지고 있지 않다. 이것은 결국 주가지수 선물의 가격을 同一한 水準의 위험을 갖는 지수 포트폴리오보다 낮게 평가하게 되고 면세 투자자에게 비정상 수익을 얻게 한다.

그러나 Figlewski,S.는 免稅 투자자가 많은 현 증권시장의 상황을 고려하면 시기 선택권의 효과는 크지 않다고 한다

또한 Cornell,B의 1985년 연구에서는 선물가격의 저평가의 원인이 시기선택권에 의한 것이라는 증거를 발견할 수 없다는 것이다. 그는 그 이유에 대해 免稅 투자자의 존재 이외에도 거래 비용, 자본 손실에 대한 자본 손실 손금 환입 한계, 감독에 대한 두려움(Fear of Audit) 및 기타 제약을 들고 있다.⁴²⁾

Figlewski,S.⁴³⁾의 1984년 연구에서는 이러한 선물 시장의 저평가와 큰 변동성을 오히려 새로운 시장에 대한 未熟에서 오는 시장의 불완전성이라고 한다. 자산 관리자는 株價指數 先物로 인한 손익을 일별로 보고하는 것을 원치 않으며 流動性 管理를 위한 새로운 프로그램이 준비되어 있지 않다. 따라서 이러한 제도에 대한 經驗의 蓄積과 認識의 변

41) Cornell,B. and K.R.French, "The Pricing of stock index Futures", The Journal of Futures Market, Vol.3, No.1, 1983. pp.1-14.

42) Cornell,B., "Taxes and the Pricing of Stock Index Futures:Empirical Results", The Journal of Futures Market, Vol.5, No.1, 1985, pp.89-101.

43) Figlewski,S., "Explaining the Early Discount on stock Index Futures:The case for disequilibrium", Financial Analysts Journal, Jul-Aug, 1984, pp. 43-47.

화에 따라 주가지수 선물가격의 안정과 완전시장 모델로의 일치를 예상하고 있다.

이에 대하여 Peters,Ed⁴⁴⁾의 1985연구에서는 시간의 경과와 함께 주가지수선물의 가격이 안정성을 찾고 있다는 증거를 제시하고 있다.

Modest,D.M.과 Sundaresan,M.의 1983년의 공동 연구⁴⁵⁾ 및 Modest,D.M.의 1985년 단독 연구⁴⁶⁾에서 비록 재정거래관계에 의한 완전시장 모델의 이론가격과 현물가격사이에 차이가 발생하지만 투자자는 재정거래에 의한 이익을 얻을 수 없다는 증거를 제시하고 있다. 그러나 공매 수입금의 이용정도는 투자자마다 다르기 때문에 이 수입금을 완전히 이용할 수 있는 투자자는 주식을 공매하고 선물 매입 계약을 체결함으로써 재정거래 이익을 얻을 수도 있다는 증거를 제시하고 있다.

2. 危險헤징과 投機

株價指數先物市場이 도입되어 원활히 운영되기 위해서는 '헤징' 및 투기를 목적으로 하는 다양한 참여자가 필요하다. 먼저 株價指數先物去來가 도입, 실시된다면 '헤징'需要는 상당히 많을 것으로 예상된다. 株價指數先物은 일반적으로 기관투자자들이나 소위 큰손이라고 불리는 개인 巨額投資家들이 주가변동의 위험을 回避하고 그들의 주식 포트폴리오에 대한 수익률을 안정된 수준으로 유지하기 위하여 많이 이용한다. '헤저'들은 先物市場에서 現物市場과는 반대되는 先物去來 포지션을 취함으로써 다른 참가자들 특히 투기자들에게 주가변동 위험을 전가하는 거래자이다. 투기자들은 '헤저'들이 원하지 않는 위험을 떠맡는 대

44) Peters,Ed, "The growing efficient of Index Futures Market", The Journal of Portfolio Management, 1985, pp.53-56.

45) Modest,D.M. and M. Sunderesan, "The Relationship between Spot and Futures Price in Stock index Futures Markets:Some Preliminary Evidence", The Journal of Futures Market. Vol.3, No.1, 1983, pp.15-41.

46) Modest,D.M., "On the Pricing of Stock Index Futures", The Journal of Portfolio Management, Summer, 1984, pp.51-57.

신 적절한 보상을 받는 거래자로서, 先物市場 운영에 필수불가결한 역할을 한다. '헤저'들간에 선물 '포지션'의 교환으로 시장균형 상태에 도달하지 못하게 되면, 투기자들이 '헤저'의 상대방으로 불균형 상태를 보충해 주며, 先物市場에서 買入 또는 賣渡 '포지션'을 수시로 취함으로써 시장의 유동성을 보장해 주게 된다.

주가변동 위험을 원하지 않는 사람은 株價指數 先物去來를 통해 위험을 다른 사람에게 이전시키고, 이러한 위험을 인수한 사람은 보상을 받음으로써 先物去來 참가자들은 각각의 危險選好度에 따라 위험 수익 구성을 재조정하게 된다.

이러한 위험 전가의 과정에서 비록 시장 전체 위험의 縮小가 일어나지 못하지만, 참가자들간의 위험소유의 재배분이 일어난다. 또한 이런 활동이 재화의 생산과는 직접적인 관계는 없지만 각 참가자가 원하는 위험을 소유하게 하여 투자의 유용성을 제고시키게 된다. 결국 株價指數先物市場은 위험이 경쟁적으로 거래되는 시장이라 볼 수 있으며 공정한 위험 프리미엄만 지급하면 체계적 위험을 分離하여 전가시킬 수 있으므로 투자 위험의 효율적 배분을 증대시키는 기능을 수행한다고 할 수 있다.⁴⁷⁾ 그러나 시장에서 투기성이 강하게 나타날 경우 오히려 現物市場의 機能을 왜곡시키는 결과를 초래할 수 있다. 결국 先物市場은 위험전가 기능을 통해 시장의 안정화를 꾀하고 資源 配의 效率性을 제고시키는 것인데 이것이 투기의 회오리에 말려들 경우 오히려 시장의 不安을 야기하고 자원분배의 왜곡을 심화시키며 심할 경우 시장을 崩壞시킬 수도 있는 毒性을 가지고 있는 것이다.⁴⁸⁾

3. Arbitrage 去來

일반적으로 아비트리지거래란 동일한 물건이 두 시장에서 서로 다른

47) 최홍식·홍범교, 『前掲書』, pp. 94-95.

48) 이필상, "주가지수선물거래의 경제적 효과", 『선물연구』, 한국선물학회, 1993. 8, pp. 60-63.

가격으로 거래되는 경우에, 높은 가격으로 거래되는 시장에서는 매도하고 낮은 가격으로 거래되는 시장에서는 매수하여 이익을 보는 거래를 의미한다.⁴⁹⁾

先物去來에서의 아비트리지거래란 선물가격이 현물을 기초로 산출되는 이론적인 가격에서 크게 벗어나는 경우에, 선물과 현물중 상대적으로 가격이 높은 것을 매도하고 가격이 낮은 것을 매수하여 이익을 얻는 거래를 말한다. 예를 들면, 株價指數先物の 價格이 현물지수로부터 얻을 수 있는 이론가격을 상회할 경우에는 선물을 매도함과 동시에 현물지수를 構成하고 있는 種目の 포트폴리오를 매수한 후, 만기가 되어 선물을 清算하고 현물주식을 매도하면 주가의 상승, 하락에 관계없이 안전한 수익을 얻을 수 있다.

아비트리지거래는 시간요소의 先物市場과 價格要素의 現物市場을 결합하는 거래이고 현물주식을 市場衝擊없이 신속하게 매매하는 거래이다. 즉 아비트리지거래는 선물가격과 현물가격 차이의 增加函數로 생각할 수 있다. 그리고 先物去來는 시간요소의 거래이고 일반투자자의 先物去來는 需要이며 아비트리지거래에 의한 先物去來는 供給이라고 할 수 있다. 따라서 선물가격과 현물가격간의 괴리는 시간요소의 가격으로 볼 수 있다. 즉 시간요소는 現物市場과 先物市場간의 아비트리지거래를 결합시키는 거래이고 가격요소의 거래를 시간요소의 거래로 대체하는 기능을 가지고 있다.

결제일에 산출한 平均株價를 결제가격으로 사용하는 경우에는 아비트리지거래를 수행하는데 높은 불확실성이 발생하게 되므로 결제일에 아비트리지거래를 하고자 하는 투기자에게는 상당히 불리하게 작용하게 된다. 이와 더불어 特定人이 株價指數先物이나 주가에 대한 확실한 정보를 바탕으로 시장에 왜곡 현상을 발생시키기는 어렵게 되므로 결과적으로 先物市場의 급격한 변동이 사라진다는 것을 의미한다. 그런

49) 양성국, “주가지수 선물시장의 효율적 관리 방안”, 『선물의 세계』, 한국금융선물협회, 1994.12, pp.64-66.

데 아비트리지거래는 항상 존재해 왔고 어떤 면에서는 시장의 운영상 도움이 되는 측면도 존재한다. 그러나 이 방법을 채택하면 확실히 시장 종료시 발생할지도 모르는 혼란 상황을 해소하는데 상당한 도움이 될 것이다. 아비트리지거래를 행하면 행하지 않을 때보다 주가의 움직임이 반드시 커진다. 아비트리지거래는 가격이 낮은 것을 매수하고 동시에 가격이 높은 것을 매도하기 때문에 가격에 영향을 미치게 된다. 즉 비싼 것을 매도하거나 또는 이를 해소하고자 하는 거래가 나오고, 낮은 것에 대해서는 그 가격을 상승시키고자 하는 거래가 나오기 때문에 아비트리지거래가 이루어지면 가격이 움직이는 것은 당연하다. 아비트리지 거래량이 많아지면 현물가격이 크게 상승하고, 선물가격은 하락하기 때문에 이번에는 반대의 아비트리지거래 機會가 생긴다. 그러므로 아비트리지거래의 규모가 커지면 커질수록 아비트리지거래의 기회는 증가한다. 따라서 주가의 변동성은 증가하게 된다.

아비트리지거래의 解消에 의하여 주가가 점차 하락하지만 그대로 폭락하지는 않는다. 결국 포지션의 해소로 현물매도가 많이 나와 주가가 하락하지만, 포지션의 해소로 현물이 매도되면 당연히 현물가격은 하락하나 반대로 선물매수로 일어나므로 선물가격은 상승한다. 따라서 선물가격은 높아지고 현물가격은 낮아져 현물매수의 아비트리지거래 기회가 발생하므로 이에 따른 이익을 취하고자 하는 아비트리지거래가 발생하여 주가가 움직이게 된다. 그러므로 아비트리지 거래에 의하여 주가가 변동하지만 이러한 변동은 다시 아비트리지거래의 기회를 부여하기 때문에 아비트리지거래에 의해서 주가가 하락하더라도 그래도 폭락하지는 않는다는 것이다.

현물과 선물간의 아비트리지거래가 원활하게 이루어지는 경우의 이 점은, 우선 선물은 한 종류밖에 없으므로 주문이 시장에 제출됨에 따라 곧 주문이 성립하여 가격이 형성된다. 선물이 내포하고 있는 정보는 株式市場의 체계적인 정보이지만, 새로운 정보가 발생하는 경우 先物市場을 통하여 신속하게 전달된다. 결국 일련의 움직임은 선물에 의하여

반영된다고 볼 수 있다. 그러나 선물에는 체계적인 정보는 반영되지만 개별종목의 정보는 반영되지 않는다고 하는 단점이 있다. 즉 現物市場에서 개별주식에 대하여 어떤 주식이 현재의 정보를 반영하고 있는가 아닌가, 가격이 높은가 낮은가에 대하여 투자자가 이를 판단하여 매매가 이루어짐으로써 정보가 반영된다.

개별 기업정보도 체계적인 정보라고 하는 형태로서 取得할 수 있는 것으로 現物市場을 통해서 얻을 수 있다. 이런 의미에서 現物市場은 매우 중요한 것이다. 체계적인 정보는 先物市場에 반영되고 개별기업 정보는 現物市場에서 형성된다. 이 두 가지 정보를 토대로 아비트리지 거래가 이루어진다면 체계적인 정보와 개별기업정보가 그 아비트리지 거래를 통하여 반영된다고 하는 바람직한 현상이 나타나게 된다. 그러나 이러한 현상이 실현되기 위해서는 先物市場이 충분히 두텁고 거래 규모도 클 뿐만 아니라 개별종목에 대해서도 충분한 거래가 이루어져 정보가 잘 반영되는 것이 매우 중요하다. 그러나 現物市場에서의 충분한 유동성과 先物市場에서의 충분한 유동성을 바탕으로 아비트리지거래가 이루어지는 것이 이상적인 형태이다.

4. 프로그램 賣買 戰略

주가지수선물 거래제도 도입과 관련하여 최근 論難이 되고 있는 프로그램매매는 새로운 매매전략을 도입하여 증권시장 전체의 거래비용을 저하시키고 거래기회와 리스크 분산기회를 확대시키는 장점을 가지고 있다. 그러나 프로그램 매매가 원인이 되어 현물시장의 가격변동폭을 확대시키고 少額投資者에게 불필요한 부담을 주는 결과를 초래한다는 지적도 나오고 있다.

최근의 실증 결과를 종합하여 보면 주가지수선물거래의 도입은 株價의 變動性에 影響을 미칠 수 있다는 것이다. 특히 1987년 10월 주가 대폭락 이후 현물과 선물을 연계하는 거래 중 프로그램 매매가 주가의 대폭락을

유발시켰고 현물의 변동성을 크게 증대시켰다는 비난이 일고 있다.

프로그램 매매(program trading)란 개별 종목보다는 여러 종류의 주식을 하나의 포트폴리오로 구성하여 매매를 집행하는 거래 기법을 말한다. 증권 매매에 관련되는 모든 戰略을 컴퓨터에 프로그램으로 작성해 두면 컴퓨터가 自動으로 買入 또는 賣渡 時點을 포착하여 매매 주문의 發注에서 傳達, 記錄, 決濟, 報告 등 일련의 과정과 행위를 처리해주는 것을 프로그램 매매라 할 수 있다. 이러한 매매는 1970년대 중반 뉴욕증권거래소에 自動注文傳達시스템⁵⁰⁾이 도입되면서 본격적으로 활용되기 시작하였다. 프로그램 매매의 전략은 다양하지만 현재 가장 많이 사용되고 있는 것들은 주가지수 차익거래(stock index arbitrage), 포트폴리오 보험(portfolio insurance), 자산분배전략(asset allocation strategies) 등이다.

<表 2-7> 프로그램 매매의 주요 내용과 특징

기 법	내 용	특 징
Index - 차익거래 ○지수차익거래 (Index Arbitrage)	주가지수와 당해 선물가격의 차이를 이용한 차익거래	현물시장에서의 매매는 개별종목의 내재가치와는 관계없이 기계적인 것이 됨.
○선물의 대체 이용 (Index Substitution)	현물 바스켓에서 선물 포지션으로 전환(매도대금의 단기 운용)	외관상 차익거래와 구별할 수 없으나 집행방법 및 시장충격(Impact)은 매우 유사함.
-非차익거래 ○PI(Portfolio Insurance)	· 포트폴리오의 가격하락을 헤지하기 위하여 행하는 시황에 따른 자동적인 선물매도 또는 이에 상응하는 옵션거래 · 「Dynamic Hedging」 형태로 가격상승시 매입하고 가격하락시 매도하는 형태	보통 선물이 매도되지만 선물시장을 이용할 수 없는 경우에는 현물시장에서 포트폴리오가 매도됨.
○전술적 자산배분 (Tactical Asset Allocation)	주식의 수익률과 채권이자율의 차이에 기인한 주식과 채권간의 배분 조정	PI와는 반대로 가격상승시 매도, 가격하락시 매입하는 형태

50) 뉴욕증권거래소는 1976년 자동주문전달시스템인 DOT(Designate Order Turn-around)를 도입하였으며 현재는 보다 개선된 Super DOT이 사용되고 있다.

① 差益去來(Arbitrage Trading)

주가지수 차익거래란 시장 실제 선물가격이 공정한 가격 수준 즉 理論的 價格과 差異가 나타날 때 현물시장과 선물시장은 연계하여 매매 차익을 얻는 거래이다. 시장에 차익거래 기회가 없는 경우에 이론적 지수선물가격은 현물 주가지수에 保險費用(Cost of carry)을 더한 값이다. 그런데 실제 선물가격이 이론가격을 상회하면 선물가격은 현물가격에 비해 상대적으로 값이 비싸게 된다. 이때 지수선물을 매도하고 현물포트폴리오를 매입하는 매입 프로그램을 취하고, 선물가격과 현물가격이 정상적인 수준으로 이르게 되는 시점⁵¹⁾에서 양 시장에서 각각 반대거래를 함으로써 위험부담 없이 차익을 얻을 수 있다. 반대로 선물가격이 현물가격보다 상대적으로 過小評價된 경우에는 선물매입과 현물매도로 매매 프로그램을 취하면 무위험 거래차익을 얻을 수 있다.

따라서 지수차익거래를 현물지수 값과 실제 선물가격간 괴리를 조정하여 주는 거래라 할 수 있다. 또한 지수차익거래는 선물시장과 현물시장 사이의 情報 非對稱을 修正하여 주고, 일시적인 주문 不均衡으로 나타날 수 있는 價格歪曲을 거래 상대방에 서서 조정하여 주는 경제적 역할을 한다. 이러한 지수차익거래의 긍정적 역할을 설명한 Fremault⁵²⁾는 理論的 模型을 세워 지수차익거래가 위험 재분배와 정보전달 기능을 수행하는 과정에서 주가를 안정화시킬 수 있으며 결국 경제 전체를 Pareto 最適狀態로 근접시켜 사회적 후생을 증진시킬 수 있다는 것을 설명하였다.

② PI(Portfolio Insurance) 投資戰略

포트폴리오 보험이란 포트폴리오를 구성하는 자산들의 구성비율을 상황에 따라 변화시켜 증권시장이 하락할 때도 포트폴리오의 가치가 일정한 수준 이하로 하락함을 방지하고 또 한편으로는 가격 상승시 가

51) 즉 지수 선물가격과 현물가격이 차익거래 기회가 없는 수준에서 형성되는 시점을 말한다.

52) Fremault, A., "Stock Index Futures and Index Arbitrage in a Rational Expectations Model", Journal of Business, Vol.64, 1991, pp.523-547.

격 상승의 상당 부분을 獲得하려는 資産運用戰略을 말한다.⁵³⁾

주가지수선물을 이용한 포트폴리오 보험은 그 운용 메커니즘상 주가의 변동성을 증대시킬 가능성이 있다. 그러나 이러한 가능성을 선물시장의 존재할 때와 존재하지 않을 때를 비교하여 본다면 정반대로 해석할 수도 있다. 포트폴리오 보험은 주가지수 선물에 의해서만 이루어질 수 있는 것은 아니다. 현물주식과 무위험자산을 이용하여도 콜옵션과 비슷한 수익 흐름을 가져다주는 합성증권(synthetics), 즉 포트폴리오 보험을 생성할 수 있다. 이러한 合成證券으로 포트폴리오 보험전략을 수행하게 되면 주가의 변동이 증대하게 된다. 또한 유동성이 높은 주가지수 선물시장을 이용하는 것보다 직접적이고 심각하게 주가에 영향을 미치게 된다. 한편 주가지수선물시장이 도입되면 시장 유동성이 증가되고 정보가 더욱 신속하게 가격에 반영된다. 따라서 선물시장을 이용한 포트폴리오 보험의 경우가 선물시장이 없어서 현물과 무위험 자산으로 포트폴리오 보험을 합성하는 경우보다 오히려 주가의 변동성을 감소시킬 수 있다는 Grossman⁵⁴⁾의 논리는 說得力이 있다 하겠다.

한편 프로그램 매매의 주가변동성 증대 가능성에 대한 실증적인 논의는 1987년 이전에 일어났던 '魔의 金曜日' 현상과 1987년 10월 주가 대폭락 사건 이후 본격화되었다. 우선 1987년 10월 주가 대폭락 사태 이후 그 원인을 규명하는 Brady Report에서 "포트폴리오 보험을 이용하는 기관투자자들의 기계적이고 가격변화를 무시한 매도에 의해 주가 급락이 유발되었고, 가속화되었다"는 주장이 제기되면서 주가지수선물 거래에 대한 비난이 쇄도하였다. 이 報告書에서는 다음과 같은 과정이 반복될 경우에 주가지수선물을 이용한 프로그램 매매에 의하여 주가폭락이 가속화될 수 있음을 밝히고 있다.

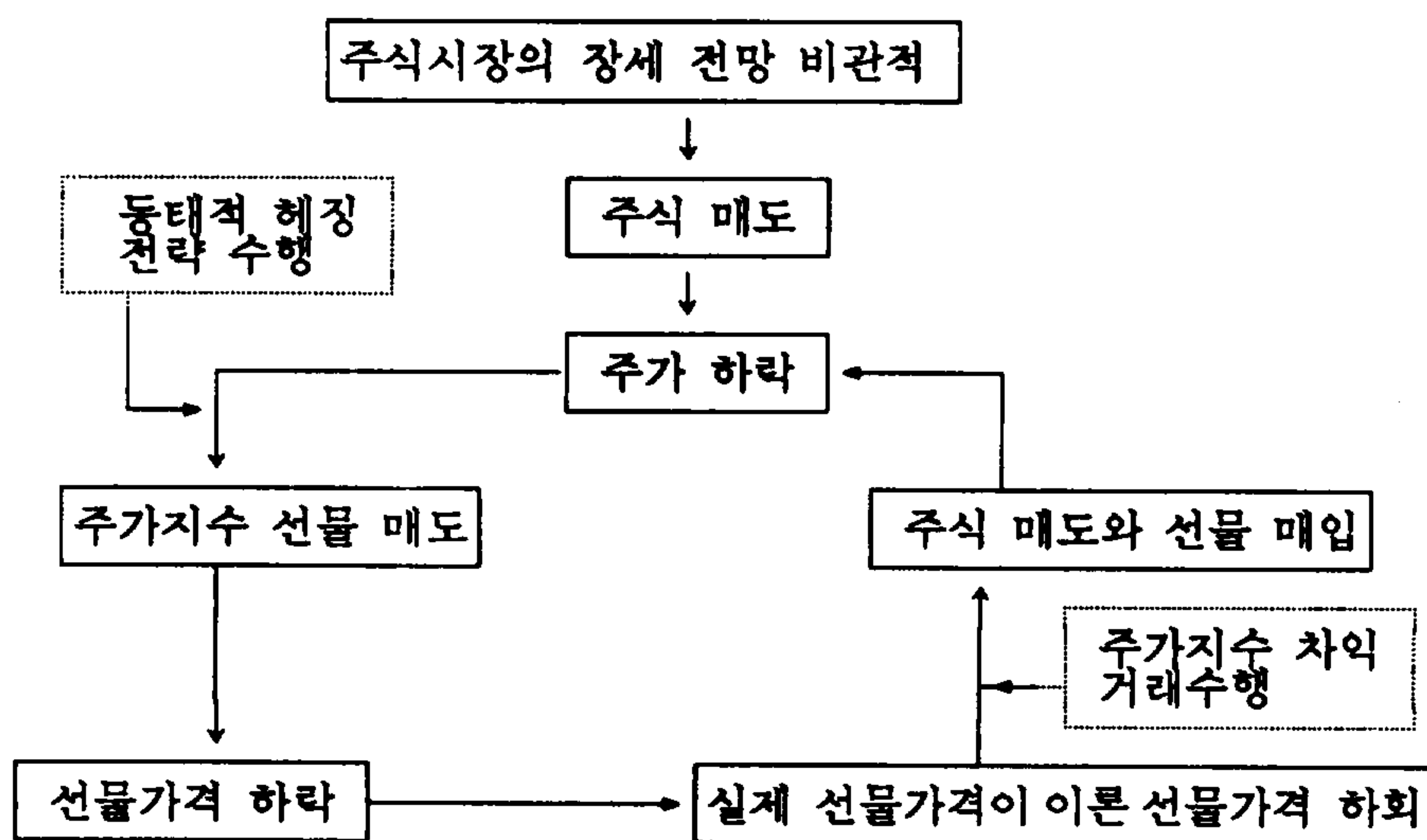
53) 포트폴리오 보험은 결국 콜옵션과 유사한 수익을 실현하고자 하는 투자전략으로서, 풋옵션을 이용하는 방어적 풋(protective put), 주가지수 선물을 이용하는 동태적 헤징 전략, 현물과 무위험 자산을 이용하는 동태적 자산배분 전략 등 다양한 방법이 활용된다.

54) Grossman, S., "An Analysis of the Implications for Stock and Futures Price Volatility of Program Trading and Dynamic Hedging Strategies", *Journal of Business*, Vol. 61, No. 3, 1988, pp. 275-298.

먼저 주식시장에서 투자가들의 장세 展望이 悲觀的이어서, 현물주식의 매도 물량이 증가하고, 주가가 하락하기 시작한다. 이러한 현물시장의 주가 하락에 반응하여 투자가들이 주가지수선물을 매도하는 동태적 헤징전략을 수행한다. 선물 매도에 의해 선물가격이 하락하게 되고, 현물가격과의 공정한 관계에서 형성되는 이론 선물가격과의 가격괴리가 확대된다. 이때 차익거래자는 주가지수선물을 매입하는 동시에 상대적으로 고평가된 주식현물을 매도하는 지수차익거래를 수행한다. 지수차익거래에 의한 현물의 매도는 다시 주가를 壓迫하여 주가하락을 촉진한다. 주가하락 위험을 回避하기 위해 투자가는 또다시 주가지수 선물을 매도하고, 위의 과정이 반복되어 주가는 연속적으로 급락하게 된다.

이렇게 현물 주식시장과 주가지수 선물시장이 연계되어 포트폴리오 보험과 지수 차익거래 등 프로그램 매매가 반복되는 과정 속에서 주가 대폭락이 일어나는 현상을 瀑布效果(cascade effect 또는 spiral fall effect)라고 부른다. 【그림 2-4】 참조

【그림 2-4】 瀑 布 效 果



1987년 10월의 대폭락이 이러한 폭포효과에 기인한 것인지 또는 다

른 원인에서 유발되는지에 관한 연구로 Brady 보고서를 위시하여 GAO(General Accounting Office), SEC(Securities and Exchange Commission), CFTC(Commodity Futures Trading Commission), NYSE(New York Stock Exchange), CME(Chicago Mercantile Exchange)⁵⁵⁾ 등 연구보고서가 공표(<표 2-8>참조)되었지만 아직도 그 원인이 무엇이었는지에 관해서는 완전한 意見一致를 보고 있지 못한 상태이다.

한편 학술 논문들에 의하면 주가지수선물을 이용한 프로그램 매매가 株價 大暴落의 주요 원인이 아니라는 것이다. 그 이유로 첫째, 폭포효과는 합리적 期待假說과 論理的으로 맞지 않는다는 것이다.⁵⁶⁾

프로그램 매매로 관리되는 포트폴리오에 대한 정보는 완전히 알려져 있다. 주가가 하락할 때 투자가는 이 포트폴리오가 어떻게 조정될 것인가를 정확히 예측할 수 있고, 주가는 이러한 재조정들을 고려한 새로운 균형상태에서 결정될 것이다. 따라서 주가가 무의미하게 연속적으로 하락하는 폭포효과는 효율적 시장흐름을 너무 무시한 해석이다. 둘째, 주가 대폭락이 있었던 1987년 10월 19일과 20일에 프로그램 매매와 연결되어 일어난 주식과 선물의 매도는 전체 거래의 10% 정도에 불과하다.⁵⁷⁾

따라서 주가 대폭락이 프로그램 매매 때문에만 일어났다고는 할 수 없다. 셋째, 만약 주가 대폭락이 지수차익거래와 주식지수 포트폴리오 보험 때문이었다면, 주가 대폭락 이후 즉각적으로 이전의 상태로 회복되어야 하는데 그러지 못하였다.⁵⁸⁾

55) Kamphius, R., R. Kormendi, and J. Watson, (eds.), 『Black Monday and the Futures of Financial Markets』, Mid American Institute for Public Policy Research, Inc., 1989. pp.127-388.

李元欽, “주식/선물시장의 연계와 감독기관 일원화의 중요성”, 한국선물시장 연구회, 1988, p.32.

56) Poncet, P., “Marché à Terme et d'Options et Volatilité des Cours”, Analyse Financière, Mai 1993, pp.75-82.

57) Harrington, D., F. Fabozzi, and H. Fogler, 『The New Stock Market』, Prob-us Publishing Co., 1990.

58) Hill, J. and F. Jones, “Equity Trading, Program Trading, Portfolio Insurance, Computer Trading and All That”, Financial Analysts Journal, July-August 1988, pp.29-38.

<表 2-8> Black Monday에 대한 보고서 요약

보고서 내용	Brady 보고서	GAO 보고서	SEC 보고서
	Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms ('88. 1. 8)	Preliminary Observations on the October '87 Crash('88. 1. 26)	Recommendations Regarding the October '87 Market Break('88. 2. 3)
작성자	대통령 특별위원회(Brady위원장)	GAO(회계감사원)	SEC(증권 거래 위원회)
특징	현물 및 선물·옵션시장은 하나의 시장이라는 인식하에,중립적인 입장에서 각 시장에 대한 종합적 조치를 제언	현물 및 선물·옵션시장을 상호연계된 시장으로 인식하여, 기존 규제기관간의 협력강화와 긴급 사태에의 대응책 필요성 제언	현물 및 선물·옵션시장이 연계된 시장이라는 인식하에, SEC에 의한 일원적 관리와 현물시장의 기능 확충을 제언
특약요인	· 무역적자의 확대 금리상승 및 TOB에 대한 과세 강화 논의가 발단 · 가속원인으로서 PI매도, 투신의 매도, 시장간 협조 체제 미흡 등 지적	· 무역적자의 확대, 금리상승, 재정적자와 함께 TOB에 대한 과세 강화 논의를 지적 · 가속요인으로 긴급대책의 부재와 DOT시스템의 처리 능력 부족을 중시	· 경제적 요인의 변화가 발단 · 지수선물거래의 존재, PI등 선물을 이용한 투자 전략이 가속 요인
제언	1.FRB에 의한 통일적인 시장 규제 2.시장간 긴급 거래정지장치(Circuit Breaker)의 도입 3.통일 정보시스템 구축 4.전시장의 결제시스템 통합 5.시장간 증거금의 완화	1.연방규제기관 및 자율규제기관에 의한 긴급 대책을 책정 2.DOT시스템의 처리 능력 향상	1.모든 주식관련상품의 SEC에 의한 일원적 관리 2.DOT시스템의 기능 확대 3.스페셜리스트의 자본확충 4.현물주식 바스켓거래의 도입 5.프로그램 매매에 관한 정보공개 6.대량매매방법의 선물에의 적용 7.지수선물 증거금의 잠정적 인상

<表 2-8-1> Black Monday에 대한 보고서 요약

보 고 서	NYSE보고서	CFTC보고서	CBOT보고서	CME 보고서
	An Overview of Program Trading and Its Impact on Current Market Practices('87. 12. 21)	Final Report on Stock Index Futures and Cash Market Activity During October '87 ('88. 2. 1)	The Chicago Board of Trade's Response to the Presidential Task Force on Market Mechanism('87. 12. 1)	Policy Response to the October Crash (의회 제출 의견서) ('88. 2. 3)
내용				
작성자	NYSE (뉴욕 증권 거래소)	CFTC (상품선물거래위원회)	CBOT (시카고상품 거래소)	CME (시카고상업 거래소)
특 징	현물시장의 입장에서 지수선물거래가 초래하는문제점을 지적	폭락의 선물 시장 주요인설을 부정하 고, 기존 규제기관 의 협조를 기본으 로 한 소폭의 개선 을 제언	Brady보고서에 앞서 CBOT의 지수선물거 래가 원활히 가능 하 였음을 강조	현물과 선물·옵 션시장이 하나의 시장이라는 점에서 찬성하면서도, 통 일규제기관 설치에 는 반대
폭 락 요 인	· 현물·선물 시장 간 거래 비용의 차 이에 기초하여 기 관투자자의 단기매 도지향을 지적 · 가속원인으로서 PI 및 차익거래 에 의한 Melt Down 현상	· 경제적 요인의 변화만을 지적하고 가속요인은 특별히 지적 하지 않음 · 선물시장주요인 설부정(폭락기간중 차익거래의비중과 PI의 현물시장으로 이동)	· 경제적 요인의 변화	· 폭락원인은 다루 지않음
제 언	1.감독기관의 통합 2.시장전체에서 가 동하는 인덱스· 펀드의 상장 3.현물주식의 바스 켓거래 도입과 이 를지수선물 결제 에 이용	1.규제조치에 관한 시장간 연계 체제 의 확립 2.전시장 감시그 룹 설치 3.긴급시 증거금의 상향 조정 4.은행에의 회원재 무정보 제공 충실	1.현물및 지수선물 에가격제한폭제도 도입 2.스페셜리스트제도 의 재 검토 3.시장규제에관한 연계체제 의정비 4.선물업자의자본요 건 재 검토	1.중립적인 시장간 조정위원회 설치 2.선물업자의 자본 요건 강화 3.지수선물에 가격 제한폭제도 도입

넷째, 폭포효과가 성립하려면 현물주가가 지수선물가격을 선도하여야 하는데 오히려 선물가격이 현물가격을 선도하였다.⁵⁹⁾

또한 선물가격의 현물가격 선도는 暗黒의 月曜日 이외의 기간에도 일반적으로 나타나는 현상이다. 다섯째, 주가 대폭락은 미국에서만 일어난 것이 아니라 프로그램 매매를 거의 활용하지 않았던 나라에서도 일어났다. 더욱이 프로그램 매매가 가장 활발히 이루어지는 미국에서의 주가 대폭락은 상대적으로 작은 편이었다.⁶⁰⁾ 이상의 설명을 종합하여 보면 주가지수선물을 이용한 프로그램 매매는 현물주가의 변동성에 영향을 미칠 수 있으나 주가 대폭락을 유발하거나 가속화시킨다고 할 수는 없다는 것이다.

프로그램 매매가 주가 변동성을 증대시켜 현물시장에 악영향을 미친다는 비난이 일어난 또 하나의 계기는 “魔의 金曜日”현상이 발견되면서이다. 魔의 金曜日(Triple Witching Hour Day)이란 주가지수선물, 주가지수 옵션, 주가지수 선물옵션의 결제 만기가 동시에 到來하는 날을 지칭한다. 1984년부터 1987년 6월까지 미국에서 이들 狀況附 請求權들의 만기일이 동일하게 3,6,9,12월의 세 번째 금요일이었다. Stoll과 Whaley (1986, 1987)⁶¹⁾는 이 만기일(특히 마지막 거래 1시간 동안)의 주가변동이 다른 날보다 월등히 높다는 사실을 발견하였다. 그 이유는 주가지수 선물, 주가지수 옵션, 주가지수 선물옵션의 결제일이 동일하게 매분기 마지막 달의 세 번째 금요일이어서 이때 이들을 이용한 차익거래 등 프로그램 매매의 해제를 위한 반대 매매가 집중되기 때문이었다. 그러나 1987년 6월 이후 이들 중 일부 상품의 거래 종료일과 결제가격 기준일자를

59) Santoni, G., "The October Crash: Some Evidence on the Cascade Theory", Review, Federal Reserve Bank of St. Louis, May 1988, pp.18-33.

Harris, L., "The October 1987 S&P 500 Stock-Futures Basis", Journal of Finance, Vol.44, No.1, March 1989, pp.77-99.

60) Roll, R., "The International Crash of October 1987", Financial Analysts Journal, Sept-Oct. 1988, pp.19-35.

61) Stoll, H. and R. Whaley, "Program Trading and Expiration-Day Effect", Financial Analysts Journal, March-April 1987, pp.16-28.

달리함으로써 프로그램 매매에 의한 만기일의 현물가격 급등락을 감소시킬 수 있었다.⁶²⁾ 결론적으로 魔의 金曜日현상은 거래구조를 조정·개선함으로써 충분히 제거될 수 있는 시장 미시구조적 문제이지, 주가지수 선물 거래와 이를 이용한 프로그램 매매 자체의 문제는 아니라 판단된다.

따라서 주가지수선물시장이 도입되면 현물주식시장과 연계되어 일체화되는 과정에서 주가의 변동성이 영향을 받을 수 있지만, 이러한 변동은 양 시장이 연계되는 과정에서 나타나는 자연적인 현상들이며 효율적 시장으로 가는 대가라 할 수 있다.

③ 資産配分戰略(asset allocation strategy)

자산배분전략은 portfolio insurance가 1987년 10월 대폭락에서 큰 효과가 없었던 것으로 판명됨에 따라 제기된 투자전략이다. 자산배분 전략은 다양한 위험과 수익률을 가진 자산으로 구성된 portfolio에서 시장여건의 변동에 의해 위험자산의 가치가 변동함에 따라 과대평가된 자산을 매각하고 과소평가된 자산을 매입하는 전략이라 할 수 있다.

자산배분전략은 전략적자산배분과 전술적자산배분이 있다.⁶³⁾

전략적자산배분은 투자자의 선호에 따라 투자자의 효용을 극대화하는 각종자산들의 구성비율을 정하여 portfolio를 미리 정하고 자산들의 가치가 변함에 따라 자산들의 종합비율을 재조정하는 전략이다.

전략적자산배분(Strategic Asset Allocation:SAA)의 portfolio 조정이 일반적으로 월별로 이루어지는 등 어느 정도 장기적으로 이루어지는 반면 전술적자산배분(Tactical Asset Allocation:TAA)은 그 조정기간이 일별 또는 주별로 신속히 이루어져 시장변동에 대한 기회를 신속하게 포착한다.

전술적 자산배분전략은 시장위험을 부담함에 있어서 가장 높은 보상을 얻을 수 있는 자산믹스(asset mix)를 발견하려고 하는 전략이다.

62) Feinstein, S. and W. Goetzmann, "The Effect of the Triple Witching Hour" on Stock Market Volatility", Economic Review, Federal Reserve Bank of Atlanta, Oct. 1988, pp. 2-18.

63) 이도헌, "프로그램 트레이딩", 『선물경제』, 선물거래 협의회, 1991.12, pp. 38-44.

전술적 자산배분전략은 위험이 큰 자산군(asset class)은 위험이 보다 작은 자산군보다도 높은 기대수익을 얻을 수 있다는 점을 기본 전제로 하고 있다. 그러므로 전술적 자산배분전략은 위험을 부담함에 있어서 높은 보상을 얻을 수 있는 자산군은 編入시키고, 낮은 보상을 얻을 수 있는 자산군은 감소시키는 것이 필요하다. 이 전략은 위험회피형 투자자를 전제로 하기 때문에 보다 많은 危險을 취하기 위해서는 그 유인으로 시장위험 프리미엄을 취한다라는 가정을 한다. 따라서 전술적 자산배분전략은 투자자가 위험과 수익간의 합리적인 相反關係(trade-off)를 행하는 것을 保證하게 된다.

portfolio insurance가 자산 가격 하락시 자산을 매각하여 가격 상승시 자산을 매입하는 전략으로 자산가격 急落, 急騰의 원인이 되는 반면 자산배분전략은 가격 하락시 매입하여 가격 상승시 매도하는 전략으로 자산시장에 대해 portfolio insurance와는 정반대의 영향력을 갖는다.

이상의 프로그램 매매 기법을 요약하면 <表 2-9>과 같다.

<表 2-9> 프로그램 매매의 기법

구 분	매 매 전 략		
	주가지수 재정거래	포트폴리오 인슈어런스	자산배분전략
대 상	주 식 선 물	주 식	주 식
특 성	· 선물가격이 이론가격보다 상승시[현물매입, 선물매도] · 선물가격이 이론가격보다 하락시 [현물매도, 선물매수]	· 주식가격상승 -주식매입 · 주식가격하락 -주식매도	· 총보유주식의 포지션 비율을 시황에 따라 재구성 · 주식가격상승-주식매도 · 주식가격하락-주식매입
시장에 미치는 영향	· 선물의 이론가격과 실제 선물가격 스프레드제거 · 시장에 직접적 영향 없음	· 주가상승 또는 하락시 주가변동 속도를 가속화함. · 시장불안정 야기	· 포트폴리오 재구성시 시장안정적
실행수단	· 주식거래:DOT시스템을 통해 자동체결 · 주로[위탁매매]집행	· DOT시스템을 통해 자동체결 · 주로[위탁매매] 집행	· DOT시스템을 통해 자동체결 · 주로 증권회사의 [자기매매]로 집행
시황판단	· 지속적	· 지속적 또는 거래 종료시	· 일일, 주, 월 등 다양
매매포착부터 체결까지의 시간	· 즉 시	· 다양 (즉시 혹은 익일)	· 익일 혹은 그 이후

資料: 李度憲, “프로그램 트레이딩”, 「선물경제」, 선물거래협회, 1991.12, p.43.

第3章 株價指數先物市場의 前提條件 및 日本과의 差異點

정부는 新經濟 5개년 계획에서 주가지수선물거래 제도의 도입과 운영을 증권거래소에서 擔當하기로 발표하였다. 주가지수선물 거래제도는 외환선물과 이자율선물과 같은 금융선물의 하나로 선물거래로서는 우리 실정에서 도입이 손쉬운 제도이면서 거래량도 충분할 것으로 예상된다.

본 장에서는 이러한 선물거래 제도가 우리나라에 도입되어야 하는 필요성과 여건을 살펴보고, 나아가서 일본의 주가지수선물 도입과 국내 도입시의 차이점을 살펴보고자 한다.

第1節 導入의 必要性和 先決課題

1. 導入의 必要性

가. 證市規模 擴大와 質的 成熟에 따른 헤지需要의 增大

주가지수선물거래는 주식시장 전체의 가격변동 위험을 손실 보전할 수 있는 手段을 제공하는 것으로 危險分擔을 보다 효율적으로 배분할 수 있게 된다. 證市規模가 확대됨에 따라 수준 높은 투자자의 수가 증대하고, 이들이 주가변동 위험을 스스로 관리할 수 있게 하여 헤지를 통한 가격 안정화와 거래 活性化가 이루어져 증시규모 확대는 물론 효율성이 보다 높아질 것으로 예상된다.

나. 效率的인 證券價格 形成의 誘導

선물시장과 현물시장간에 차익거래가 활발해지면서 선물시장과의 情報交換으로 현물시장의 去來量도 증가하여 주식가격이 효율적으로 형성될 것이다. 시장참가자의 이용 가능한 모든 정보에 의해서 주식가격이 형성되므로 市場參加者의 보호가 용이하고, 주가안정에 기여하게 된다.

다. 資本市場 國際化의 推進

1997년까지 자본시장의 開放幅은 계속 확대될 것으로 예상되는 바 외국자본의 빈번한 유출입으로 주가 불안정성이 높아질 전망이다. 이에 대한 對處方案으로서 필요하다. 해외투자자에게는 국내주식에 대한 투자를 유도하고, 우리 증시에 대한 誘引을 促進하게 된다. 이는 가격변동 위험을 중화할 수 있기 때문이다.

라. 새로운 投資手段의 提供

소액의 자금, 저렴한 비용으로 단지 市場動向을 판단하여 투자하는 주가지수선물거래는 실물거래보다 쉽고, 결제가 빨라서 국내 투자자에게는 인기가 있을 것이다. 그러나 경험이 없는 우리 투자자가 외국인 투자자로부터 損失을 입을 가능성도 높다. 또한, 선물거래제도의 도입으로 財務工學(financial engineering)기법을 이용한 각종 신상품 도입이 가능해진다.

마. 國內 證券會社의 對外 競爭力 強化

해외에서 선물시장에 참여할 수밖에 없는 우리나라 증권회사와 기관에게 국내에서 외국 증권회사와의 競爭에 참여할 수 있는 기회를 부여

하게 한다. 국내 증권회사의 人力補強에 따른 국제 경쟁력 강화가 요구되는 바 주가지수선물거래를 통한 선진투자기법과 경험을 축적하여야 할 것이다.⁶⁴⁾

2. 導入時 先決課題

주가지수선물 도입의 필요성이 충분히 있다고 하더라도 도입후의 성공적인 거래를 위해서는 다음과 같은 몇 가지 점들이 먼저 선결되어야 할 것이다.

첫째는 투자자들의 投資意識이 개선되어야 할 것이다. 주가지수선물거래를 도입하기 위해서는 투자자들의 투자결과에 대한 자기책임의식이 철저하게 확립되어야 하며 투자에 있어서 위험과 수익간의 상반관계(trade-off)에 대한 정확한 이해가 필요하다.

둘째는 선물거래에 대한 정확한 이해가 있어야 한다. 우리나라에서는 1956년부터 1971년까지 個別株式을 대상으로 선물거래방법과 유사하다고 생각하고 있는 清算去來를 施行한 經驗이 있지만, 지수선물거래는 과거의 청산거래와는 기본적으로 상이하기 때문에 그 거래구조나 機能 및 特性 등에 대해 충분히 이해시켜 사회문제가 야기되는 일이 없도록 해야 할 것이다.

셋째는 專門投資家가 育成되어야 한다. 주가지수선물거래는 주식거래에 비해 투자위험이 높고 고도의 투자기법이 요구되어 시장의 움직임 분석, 평가할 수 있는 전문가시장으로서의 육성이 바람직하므로 기관투자자의 수를 늘리는 동시에 그들의 능력배양도 지속적으로 추진되어야 한다.

넷째는 거래소 및 주요 시장참가기관 從事者들의 職務能力이 배양되어야 한다. 주가지수선물은 거래구조와 거래과정이 비교적 복잡하므로

64) 윤계섭, "주가지수 선물거래제도 도입의 필요성", 『주가지수 선물시장 개선을 위한 설명회』, 한국증권거래소, 1993. 7. 13, pp. 6-7.

거래소직원의 시장설립 및 운영에 필요한 노하우 習得과 예상 시장참가기관과 관계기관 종사자들에 대한 職務研修가 사전에 충분히 이루어져야 한다.

다섯째로 우리나라에 주가지수선물을 도입하는데 있어 가장 우려하고 있는 점의 하나는 이의 개설 후 혹시 선물가격이 현물시장의 주식가격이나 流動性에 나쁜 영향을 미치지 않을까 하는 것이다. 즉 1987년 주가대폭락시 미국에서 제기된 소위 프로그램 트레이딩(program trading)이나 포트폴리오 인슈어런스(portfolio insurance)에 의한 현물시장에 대한 影響論爭이 우리나라에서도 발생하지 않을까 하는 것이다. 따라서 이에 대한 충분한 연구가 사전에 행해져야 할 것이다.

이밖에도 이를 수행할 수 있는 관련법규의 정비와 주식시장 정보전달체제의 효율화 및 관련 전산시스템의 재정비, 합리적인 제도입안이 선행되어야 한다.⁶⁵⁾

第2節 導入 前提條件 및 現況

株價指數先物市場의 성공적인 도입을 위해서는 우선 다음과 같은 제반 조건들이 충족되어야 한다.

1. 現物市場의 構造的 側面

가. 現物市場의 規模

株價指數先物市場의 도입에 가장 기본적인 전제가 되는 것은 現物市場의 規模가 커서 거래가 많이 이루어져야 한다는 것이다. 現物市場의 거래량이 많을수록 가격변동으로 인한 위험은 커지고 이에 따라 先物

65) 국찬표, “국내 선물거래 도입을 위한 정책적 방향,” 『선물연구』, 한국선물학회, 1993. 8, pp. 38-39.

市場에서의 거래 또한 활발해질 수 있기 때문이다.

우리나라 上場企業들의 주식발행을 통한 자금조달 규모는 1980년 1,710억원에서 1994년 5조 9,582억원으로 34배이상 증가하였고, 특히 1989년에는 14조 1,755억원에 상당하는 자금이 株式市場에서 조달되었다. 또한 상장회사의 수도 1980년의 352개에서 1994년말 현재 699개로 증가하였으며, 이들 기업들의 시가총액도 1980년 2조 5,000억원 규모에서 1994년말 현재 151조 2,000억원 수준으로 60배에 이르는 規模成長을 하였다.

<表 3-1> 우리나라 주식시장의 발달

(단위: 兆원, 社, %)

	자금조달 1)	상 장 기업수	상장주식 시가총액	GNP대비2) 시가총액	거래대금	시가총액 회전율
1980	0.17	352	2.53	6.88	1.13	44.40
1981	0.31	343	2.96	6.50	2.53	85.70
1982	0.28	334	3.00	5.75	1.97	66.10
1983	0.46	328	3.49	5.65	1.75	53.87
1984	0.48	336	5.15	7.35	3.12	74.28
1985	0.30	342	6.57	8.41	3.62	66.06
1986	0.84	355	11.99	13.24	9.60	106.82
1987	1.89	389	26.17	24.69	20.49	105.23
1988	7.77	502	64.54	51.13	58.12	139.83
1989	14.17	626	95.48	67.33	81.20	106.87
1990	2.92	669	79.02	46.08	53.45	64.72
1991	2.49	686	73.12	35.48	62.56	79.42
1992	1.79	688	84.71	36.84	90.62	121.76
1993	2.97	693	112.66		169.91	182.02
1994	5.96	699	151.22		229.77	171.64

주 : 1) 비상장 법인의 주식공모, 모집설립의 경우는 제외

2) 경상GNP

자료: 한국증권거래소, 「주식」, 1995. 3.

유통시장에서의 연간 거래대금을 살펴보면 1980년대 중반 이후 급격

히 신장하였다. 1980년에 1조 1,300억원 수준에서, 증시 好況으로 주가가 상승하기 시작하였던 1986년에는 9조 6,000억원 수준의 주식거래가 이루어졌다. 1990년대에 들어서는 證市沈滯로 주식거래량이 감소하였으나, 1994년에는 다시 급격히 증가하여 연간거래대금이 229조 7,700억원 수준에 이르고 있다.

증시 發行市場과 流通市場의 規模를 <表 3-2>를 이용하여 국제적으로 비교하여 볼 때, 미국·일본·영국 등과는 절대적 규모에서는 상당한 隔差를 보이고 있으나, 향후 자본자유화 및 직접금융시장의 육성 등으로 株式市場의 규모가 지속적으로 증대할 것으로 예상된다. 따라서 향후 株價指數先物去來를 도입하는데 있어 株式市場의 규모는 부족함이 없을 것으로 판단된다.(홍콩, 싱가포르, 호주 등은 한국 시가총액 규모의 ½일 때 도입하였음)

<表 3-2> 各國의 株式市場 比較(1993년 기준)

(단위: 백만US\$)

	한국증권 거래소	동경증권 거래소	뉴욕증권 거래소	런던증권 거래소	대만증권 거래소
주식 발행실적	3,680	7,372	101,688	26,205	4,697 ¹⁾
상장회사수 ¹⁾	693	1,667	1,788	1,927	285
시 가 총 액 ¹⁾	139,584	2,906,299	4,220,974	1,198,554	193,252
시가총액대 ²⁾ GNP 비율(%)	42.5	62.6	66.2	1.27	47.6
연간거래대금 ³⁾	211,968	792,977	2,283,390	857,331	352,624
시가총액 ⁴⁾ 회 전 율(%)	151.9	27.3	54.1	71.5	182.5

註 : 1) 국내회사만 포함

2) 동경증권거래소와 대만증권거래소의 시가총액 대 GNP 비율은 1992년 기준

3) Investment Fund 포함

4) 국내 상장회사의 연평균 시가총액 회전율임

5) 1992년 기준

資料 : 한국증권거래소, “證券市場의 국제비교”, 「주식」, 1994.6, pp.67-71.

나. 價格變動性

시장 참여자가 가격변동에 따른 시장의 불확실성을 헤징을 통하여 回避하고자 하는 必要性을 느끼기 위해서는 해당상품의 가격변동폭이 커야 한다. 즉, 위험회피를 위한 헤징 및 市勢差益을 위한 투자수요가 클수록 先物去來는 활발해 진다.

현재 우리나라에서 발표되고 있는 대표적인 株價指數는 한국종합주가지수(KOSPI)로서 韓國證券去來所에서 상장주식 전체의 시가총액을 기준으로 작성 발표하고 있다. 이 指數의 變動程度를 각국 株價指數 변동율의 표준편차와 비교하여 보면<表 3-3참조>, 대만을 제외한 주요국의 지수변동율 표준편차보다 한국종합주가지수의 변동율 표준편차가 높은 것으로 나타났다. 이것은 우리나라 證券市場의 가격변동성이 상대적으로 크다는 것을 의미하며 주가변동에 따른 위험이 그만큼 높다는 것을 나타낸다. 특히 우리나라 證券市場에 엄격한 가격변동폭 제한이 있음에도 불구하고 株價指數의 變動性이 높은 것으로 나타나 그에 따른 투자위험이 큰 것으로 평가된다. 변동성을 나타내는 표준편차뿐 아니라 株價指數 變動率의 평균도 높게 나타났다. 이는 주식투자의 위험-수익 相反關係(risk-return trade-off)를 뚜렷이 표현해 주는 결과이다. 즉 투자위험이 높으면 수익율이 높기를 기대할 것이고, 투자위험이 낮으면 낮은 기대수익율을 수용하여야 하는 것이 합리적인 證券市場의 움직임이라는 것이다.

우리나라 株式市場은 株價指數先物市場이 도입되어 성공적으로 거래되고 있는 국가의 株式市場 이상으로 주가의 변동성이 높다. 따라서 가격변동에 따른 '헤징'의 必要性은 충분하다고 보며 株價指數先物の 도입 타당성은 충분히 있다고 사료된다.

<表 3-3> 주요국의 株價指數 變動性 比較

	평 균	표 준 편 차	분 산 계 수
KOSPI	0.0122	0.0693	5.69
DJIA (미국)	0.0089 (0.0107)	0.0456 (0.0397)	5.10 (3.69)
S&P 500 (미국)	0.0086 (0.0103)	0.0456 (0.0401)	5.20 (3.89)
TOPIX (일본)	0.006 (0.0069)	0.0581 (0.0577)	9.29 (8.83)
NIKKEI 225 (일본)	0.0067 (0.0074)	0.0577 (0.0573)	8.56 (7.73)
FT 30 (영국)	0.0106 (0.0128)	0.0599 (0.0535)	5.65 (4.18)
CAC general (프랑스)	0.0101 (0.0119)	0.0645 (0.0606)	6.40 (5.09)
加權指數 (대만)	0.0121 (0.0156)	0.1336 (0.1265)	11.08 (8.10)

註 : 위 통계량은 1980년 1월부터 1992년 12월까지의 월별 株價指數 변화율을 이용하여 구한 것임. ()안의 통계량은 '암흑의 월요일' 기간인 1987년 10월의 변화율을 제외한 수치임.

자료: 崔興植・洪範敦, "금융선물거래의 도입 타당성과 경제적 효과 분석", 한국조세연구원, 1993.12, p. 56.

다. 機關投資家의 比重

株價指數先物市場이 원활히 일어나기 위해서는 충분한 주식투자 인구가 형성되어 있어야 하고 포트폴리오의 위험관리와 투기활용을 위하

여 先物去來에 참여하고자 하는 기관투자자들의 比重이 커져야 한다.

우리나라 證券市場에 참여하는 투자가의 수는 1994년 말 현재 포철 주·한전주만을 보유한 투자가수를 제외할 때 157만명에 이르고 있어 1980년도의 74만명에 비하면 상당히 증가하였다. 그러나, 이러한 주식 투자 인구규모는 총인구 대비 3.5% 수준에 불과하여 주요 선진국의 주식투자 인구가 총인구 대비 약 20% 수준인 것과 비교해 보면 현저히 낮은 것이다. 또한 투자가들 중에 기관투자자의 비중은 1994년말 현재 33.4%에 이르러 미국·일본·영국 등은 물론 대만과 비교하여도 낮은 수준이다.

<表 3-4> 주요국의 개인주주수

(단위: 만명, %)

구 분	총인구(A)	개인주주수(B)	B/A	조사시점
미 국	25,759	5,144	20.0	1990.6
일 본	12,454	2,733	21.9	1994.3
영 국	5,785	1,000	17.3	1993
독 일	8,119	1,472	18.1	1992
프랑스	5,737	450	7.8	1992
대 만	2,094	753	36.0	1993
한 국	4,445	157	3.5	1994

주) 한국은 국민주 제외

자료 : 「Shareownership 1990」, NYSE

「증권」, 1994. 8, 東京證券取引所

「Fact Book 1993」, Taiwan Stock Exchange

한국 증권거래소, 「주식」, 1995. 3, p. 42.

<表 3-5> 각국의 소유자별 주식분포(주식수)

(단위: %)

구 분	한 국 ¹⁾	미 국 ²⁾		일 본	
	1994	1982	1989	1991.3	1994.3
개인투자자	40.2(36.9)	32.7	33.8	23.2	23.7
기관투자자	33.4(31.3)	67.3	66.2	46.2	45.1
기 타 ³⁾	26.4(31.8)	-	-	30.6	31.2

註 : 1) ()안의 수치는 국민주를 포함하였을 경우의 비중임.

2) NYSE 거래량 구성비임.

3) 정부, 지방공공단체, 일반법인 그리고 외국인 등.

資料: 한국증권거래소, 「주식」, 1995.3.

라. 價格決定構造의 市場自律化

우리나라의 證券市場은 선진국에 비하여 주가의 안정화와 通貨政策의 수행상 아직 市場關與가 많은 편이다. 증권정책당국이 證券市場에 직접 介入하여 직접적으로 賣買狀況을 규제하거나 간접적으로 중시주변의 전반적인 자금상황 또는 주식의 需給物量을 조정함으로써 주식의 거래량과 가격을 조정하는 경우가 빈번히 나타나고 있다. 現物市場의 주가는 이와 같은 외부적 압력없이 시장의 수요공급에 따라 경쟁을 통해 결정되어야 한다. 정부의 주가 안정화와 통화정책의 수행 등에 의한 개입이 없어야 선물가격의 豫示機能을 제대로 발휘할 수 있고 불공정거래도 줄일 수 있다.

마. 運營 電算시스템의 具備

전산시스템의 지원 여부는 先物市場의 成敗에 직접적인 영향을 미친다. 시장 내에서 이루어진 거래에 대한 가격 및 수량 등 각종 시장 정보가 즉각적으로 일반 투자자에게 傳達되어야 한다.

따라서 거래에 대한 價格·數量등의 시장정보가 적시에 투자자들에게 전해져 先物市場의 證據金 計算, 日日精算 등의 절차가 신속·정확하게 가능하도록 뒷받침할 수 있는 전산시스템의 完備가 필수적이다. 전산거래 방식은 去來締結 및 清算業務를 컴퓨터가 전담하므로 공개호가 방식에 비해 높은 信賴性を 期待할 수 있으며, 신속한 정보전달에 따른 정보의 효율성 증대와 公開呼價方式에서 요구되는 물리적인 거래장소 및 수많은 인력, 그에 따른 부대설비 등의 거래간접비용을 절감할 수 있다는 장점을 갖는다. 또한 모든 거래가 거래소 중앙 컴퓨터로 입력되어 자동 처리되므로 去來透明性を 보장할 수 있고 컴퓨터가 완전한 시장정보를 가지게 되므로 거래소가 거래자들의 거래내용을 감독하고 추적하기에 용이하다는 이점을 아울러 가지고 있다.⁶⁶⁾ 구체적인 하부시스템으로는 賣買 시스템, 情報公示 시스템, 決濟시스템, 監督 및 監理 시스템 등이 효율적이고 신뢰성 있게 구축되고 운영될 수 있어야 한다.

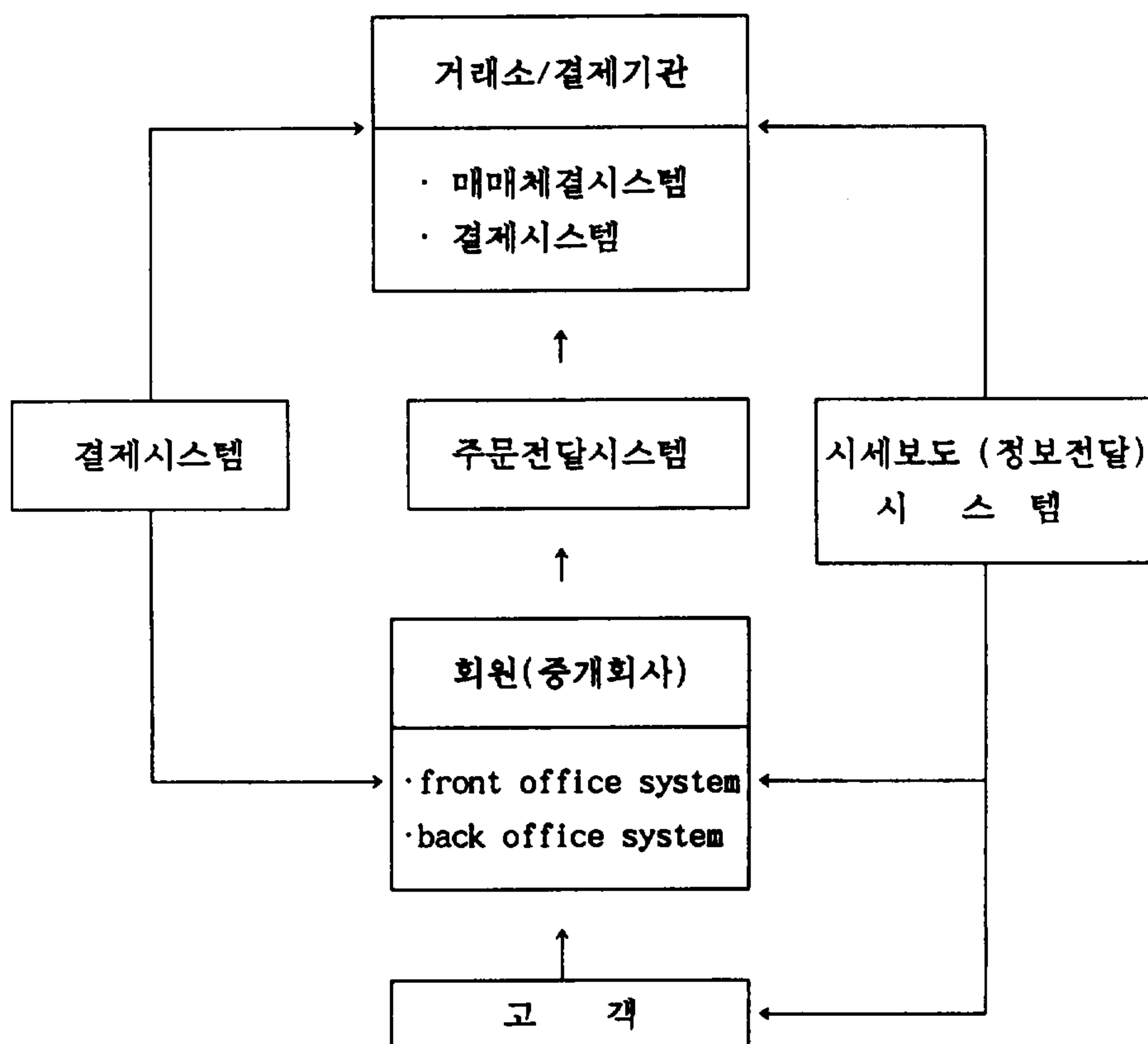
해외의 주요 선물거래소의 부문별 전산화 현황을 살펴보면, 주문전달시스템의 경우 시카고상업거래소(CME) 및 파리金融先物去來所(MATIF)를 제외한 대부분의 거래소가 注文傳達시스템을 이미 개발하여 시행하고 있으며, 특히 市勢報道 및 決濟業務 등은 모든 거래소가 이미 전산화하여 시행하고 있다. 다만, 매매체결 업무만은 동경증권거래소(TSE), 오사카증권거래소(OSE), 스위스옵션金融先物去來所(SOF-FEX), 독일·선물옵션거래소(DTB)등이 전산화되어 있으며 CME, CBOT, MATIF, 시

66) 한국금융선물협회, “세계 주요선물시장의 전산거래 시스템 현황”, 『선물의 세계』, 1995. 2, pp. 22-28.

드니先物去來所(SFE), 런던國際金融先物去來所(LIFFE)등 여타 거래소들은 正規去來時間에는 傳統的인 공개발성호가방식에 의한 수작업에 의한 賣買 締結을 하고 있다.

先物市場에서의 부문별시스템의 연관도 및 해외 主要先物去來所의 부문별 전산화 현황은 각각 【그림 3-1】 및 <表 3-6>와 같다.⁶⁷⁾

【그림 3-1】 부문별 시스템 연관도



67) 이영환, 『前掲書』, pp. 462-465.

<表 3-6> 해외주요선물거래소의 부문별 전산화 현황

구 분	주 문 전 달	매 매 체 결	시 세 보 도	결 제
CME	TOPS(Trade Order Processing System) 개발 중	정규거래시간에는 공 개발성호가방식 정규거래시간 이후에 는 GLOBEX시스템 이용예정:현재 개발중 으로 '92. ¼ 가동예 정	PRS(Price Reporting System)운영중:'88.1월부터 가동	CME의 결제부서에 서 별도의 결제시스 템 운영
CBOT	EOS(Electronic Order Delivery System)운영중: '89.6 부터 가동	정규거래시간:공개발 성호가방식 정규거래 시간이후에는AUROR A시스템 이용예정:개 발중	MPRIS(Market Price Reporting and Information System)운영중	CBOT의 결제업무 자회사인 BOTCC 에서 별도의 결제시 스템 운영
TSE	선물·옵션매매시스 템 운영중:'88.4.30부 터 가동	(좌 동)	시세보도시스템 운영중	결제업무는 동종내의 청산부에서 수행하며 자료의 기계처리는 자회사인 동종컴퓨터 센터(TCS)에서 처리
OSE	선물매매시스템 운영 중:'88.10부터 가동	(좌 동)	시세정보전달시스 템 운영중	대중내의 청산부에 서 청산시스템 운영
SOFFEX	SOFFEX시스템:통합 시스템으로 업무의 전과정을 자동처리	(좌 동)	(좌 동)	(좌 동)
MATIF	전산시스템 개발예정	정규거래시간:공개발 성호가방식 정규거래 시간이후에는GLOBE X이용예정: '89.11. GLOBEX에 가입	MATIF Diffusion에서 시 스템 운영	현재는 ICCH가 개 발한 시스템 사용중 자체시스템 신규개 발 중
SFE	전산시스템 운영중	정규거래시간:공개발 성호가방식 정규거래 시간 이후 SYCOM 이용:'89.11부터 가동	전산시스템운영중	ICCH-Sydney에서 개발한 시스템 운영 중 자체시스템 신규 개발중
LIFFE	전산시스템 운영중	정규거래시간:공개발 성호가방식 정규거래시간 이후에 는 ART(Automated Pit Trading)시스템 운영:'89.11부터 가동	전산시스템운영중	TRS(Trade Regist ration System), CPS (Clearing Proc- essing System), INTERCOM, 3개 시 스템에 의하여 결제 업무 처리:ICCH에서 개발

2. 政府의 制度整備 側面

가. 關聯法規의 整備

'92년말 증권거래법(관련조항 제73조, 제94조)에의 看倣條項 추가로 株價指數를 유가증권으로 볼 수 있게 되었으나, 추가적으로 先物去來에 따른 회계·세제상의 문제⁶⁸⁾ 즉, 株價指數 先物을 포함한 신금융상품의 회계원칙의 정비는 물론 先物去來 利得에 대한 資本利得 課稅與否, 先物去來稅의 도입여부 등을 모의시험을 거쳐 시장에 정착되기까지 정비하여야 한다. 원활하고 공정한 거래가 이루어질 수 있도록 각종 매매 관련규정의 구체화와 증거금 등 결제와 관련한 규정 등이 이루어져야 한다.

나. KOSPI 200 算出

株價指數先物市場의 성공적 개설을 위해서는 시장을 대표하는 優良種目으로 신 지수를 구성하여 先物去來를 活性化하고, 대형주 위주로 구성하여 지수 조작을 불가능하게 하며, 헤지거래와 차익거래가 활성화 되도록 새로운 지수의 산출이 필요하다.

현행 KOSPI는 관리종목이나 流動性이 낮은 종목 등 전 종목을 대상으로 하므로 유동성이 떨어져 기관투자자들의 포트폴리오 구성과 동떨어져 헤지거래와 차익거래가 활발하지 않으므로 IOSCO(International Organization of Securities Commissions)의 7가지 선정기준인 ① 객관적 계산방식, ②충분한 구성종목의 수 ③유동성 ④다양한 업종의 구성종목 ⑤공정한 종목 교체 ⑥지수의 시장 대표성 ⑦정비된 청산 및

68) 차재능, “선물회계처리의 개선방향”, 『선물연구』, 한국선물학회, 1993. 8, pp. 196-207.

결제절차에 따라 구성되어져야 한다.

한편 한국증권거래소는 94년 6월 15일 주식시장의 실세를 정확하게 반영하고 市場代表性과 流動性, 業種代表性 등을 고려하여 선물거래대상지수인 「韓國株價指數(KOSPI)200」을 선정하여 발표하였다. 선물지수는 90년 1월 3일을 기준지수인 100으로 하여 편입종목 200개의 주가등락에 따라 앞으로 매일 산출되어 발표된다. 2백개 종목은 9개 산업군으로 분류하되 산업군별 시가총액이 전체의 1%미만인 업종은 제외함으로써 指數構成種目的 市價總額比重이 높아지도록 했다. 이에 따라 어업, 광업, 오락 및 서비스업 등 3개 산업은 제외되고 제조업등 6개 산업군에서 종목이 선정됐다. 산업별로 선정된 종목수를 보면 제조업 1백40개, 전기가스업 2개,⁶⁹⁾ 건설업 14개, 유통서비스업 12개, 통신업 2개, 금융서비스업 30개 등으로 구성됐다. 산업군별 선정종목이 상장종목 전체에서 차지하는 시가총액 비중은 70.5%에 달해 시장 대표성이 높은 것으로 나타났다.

또한 거래소는 종목 선정에서 시가총액 순서에 따라 선정된 종목이라 하더라도 산업군별 거래량 순위가 상위 85% 미만인 편입종목은 제외했다.⁷⁰⁾ 거래소는 95년 4월부터 모의매매를 실시한 뒤 96년 1월 시장을 개설할 예정이다.

KOSPI 200에 대한 내용을 간략히 살펴보면 <表 3-7>과 같다.

69) 특별법에 의하여 정부가 일정비율을 보유하고 있는 법인의 경우 그 법정보유분은 발행총주식수에 포함되지 아니함으로, 한전 49%만을 지수산출에 반영했다.

70) 증권거래소, “한국주가지수(KOSPI)200 해설”, 『주식』, 1994.6, pp.3-24.

<表 3-7> 주가지수선물 거래제도의 주요내용

항 목	주 요 내 용
(1) 매매제도 ① 거래대상 ② 결제일종목 ③ 최장거래기간 ④ 최종거래일 ⑤ 거래단위 ⑥ 가격제한폭 ⑦ 호가단위	◦ KOSPI 200 (시가총액식, 기준시점: 90,1,3) ◦ 3월, 6월, 9월,12월(4종목) ◦ 1년 ◦ 각 결제일의 두번째 목요일 ◦ KOSPI 200 X 50만원(거래단위승수) ◦ 기준가격대비 ±5% ◦ 100pt미만 : 0.05pt, 100pt이상 : 0.1pt
(2) 결제제도 ① 일일정산 ② 결제시한 ③ 최종결제가격 ④ 매매증거금	◦ 보유미청산약정을 당일의 최종선물가격으로 평가 ◦ 일일정산발생일로부터 3일째 16:00시(토요일 : 13:00) ◦ 최종거래일의 KOSPI200 최종현물지수 ◦ 매매증거금 기준액의 10%(전액 대용증권 납입가능)
(3) 수탁제도 ① 위탁증거금율 (개시증거금율) ② 유지증거금율 ③ 유가증권에 의한 대용한도 ④ 최소증거금 ⑤ 평가이익 인출 ⑥ 위탁수수료	◦ 위탁금액(주문가격X수량X50만원)의 15% - 10%는 대용증권으로 납입가능 ◦ 미청산 약정금액의 10%(동금액 미달시 추가 증거금 징수) ◦ 위탁금액에 현금징수율(5%)을 곱한 금액을 위탁증거금에서 차감한 한도내에서 유가증권으로 납부할수 있음. ◦ 신규 거래 위탁자: 3,000만원이상 예탁 ◦ 일일정산에 의한 평가이익을 인출하지 못함 ◦ 징수율 한도(0.09%)내에서 회원이 자율결정
(4)기타 ① 종목선정 기준 및 대상기간 ② 선 물 지 수 운영위원회	-매년 6월 정기심의일 직전년도의 1년간 종목별 평균시가총액 및 거래량을 종목선정 기준원칙으로 함 ◦ 시가총액:매월 마지막 매매거래일의 12개월 평균치사용 ◦ 거래량:연간 누적거래량 사용 -정기심의:매년 6월중 개최 -특별심의:상장폐지, 관리종목 지정, 합병등의 사유발생시 개최

▲주가지수선물 시험시장 단계별 운영방안

구 분	1 단 계 (95.4.30-6.30)	2 단 계 (95.7.3-9.29)	3 단 계 (95.10.2-12.14)
매매거래일	격 일 (월·수·금)	매 일 (토요일 제외)	매 일
매매거래시간	09:30-11:30 (단일장)	전장: 13:00-14:00 후장: 14:10-15:15	전장: 09:30-11:30 후장: 13:00-15:15 (토요일: 09:30-11:45)
참가대상	회원 및 기관투자자	일반 법인까지 확대	개인투자자까지 확대
투자한도 (총포지선기준)	1,000 계약	회원 및 기관투자자 :1,000계약 일반법인:200계약	회원 및 기관투자자:관계법규 적용(미정시는 1,000계약) 일반법인: 200계약 개인투자자: 20계약

<表 3-8> KOSPI 구성종목 현황

산 업 구 분		종 목 명				
통 신 업 (2)		한국이동통신 대이콤				
전 기 및 가 스 업 (2)		한국전력 삼천리				
건 설 업 (14)		삼성중합건설 삼극동건설 건영	삼환기업건설 한진건설 동신주택	동아건설 개발 대영	대림산업 건설 현우건설	한신공영 금호건설
유비스업 (12)	도소매업(10)	현대차씨비스 선경금강개발	대우 코오롱상사 호텔신라	삼성물산 신세계	럭키금성상사 화성산업	
	운수 및 창고업 (2)	대한통운 대한항공				
금비스업 (30)	금 융 업 (15)	장기신용은행 서울신용은행 경기신용은행	은은은행 신한은행 한미은행 대구은행	상업은행 은은은행 신한은행 부산은행	조흥은행 은은은행 신한은행 부산은행	제일은행 은은은행 하나은행 광주은행
	중 권 업 (14)	대신증권 선경증권 서울증권	대우증권 제일증권 신영증권	럭키증권 고려증권 동양증권	현대증권 쌍용증권 삼성증권	중권 동신증권 한신증권
	보 험 업 (1)	현대해상화재				
제 조 업 (140)	음식료품제조업 (12)	동원산업 미원 조선맥주	농심 대한제당 동방유량	제일제당 우성사료	해태제과 진로	동양제과 동양맥주
	섬 유 및 의 복 제 조 업 (15)	쌍방울 고려합섬 삼양사	충남방직 한일방직 동국방직	대농통 코오롱방직	제일모직 정인실업 나산실업	동양나이론 제일합섬 신원
	가죽·가방·마구 류및 신발제조업(1)	국제상사				
	목재 및 나무제품 제 조 업 (1)	성창기업				
조 업	종이 및 종이제품 제 조 업 (7)	한국제지 동해펄프	한솔제지 쌍용제지	신풍제지	은양펄프	동신제지
	화합물및 화학제품 제 조 업 (33)	한양화학 제철화학 국도화학 일양약품 동신제약 새한미디 금호	동양화학 한농화학 호남석유화학 동화약품 태평양 유공 동아타이어	금호석유화학 키오화학 고려화학 중외화학 한양화학 쌍용화학 서릉	이수화학 원유화학 미유화학 중근화학 한진에너지	동부화학 성화화학 동아제약 녹십자 한진타이어
	비금속 광물제품 제 조 업 (10)	한국유리 현대시멘트	동서산업 동양시멘트	한일시멘트 신양회	아세아시멘트 벽산	쌍용양회 금강
(140)	제1차 금속산업(15)	강원산업 기아부산 파인강프	동국강속 동부강속 럭키	포항제철 삼미강 고려강	한보제철 보철강 인철강	한국강관 현대강관 일진강관
	조립금속·기계 장비제조업 (43)	대한중공업 대일중공업 삼성중공업 한국중공업 금성중공업 기아중공업 대우중공업	대우중공업 쌍용중공업 인제중공업 오리중공업 금성중공업 현대중공업 진도	대우중공업 중공업 정밀기계 전기기계 자동차 기계	경내대우중공업 대우중공업 대우중공업 대우중공업 대우중공업 대우중공업 대우중공업	한국컴퓨터 LG전자 아산전자 대일전자 일진전자 세진전자 아진전자
	기타제조업 (3)	현대중합목재 영창악기 삼익악기				

주 : ()는 구성종목수

3. 主要國 株價指數先物の 現況

株價指數先物の 효시는 1982년 미국 캔자스시티 상품거래소(KCBT)의 Value Line 지수선물이다. 이어서 시카고 상업거래소(CME)의 S & P 500 지수선물, 뉴욕先物去來所(NYSE)의 NYSE 종합주가지수선물 등이 상장 되었고 이들 지수에 대한 지수옵션과 지수선물옵션이 도입 되었다. 현재 미국 先物市場去來量の 약 5% 정도를 株價指數先물이 차지하고 있다. 미국의 도입 이후 여러 나라에서 株價指數先物を 성공리에 도입하였는데 영국과 일본이 좋은 예이다.

이처럼 株價指數先물이 세계 각국에 도입되어 활발하게 거래되는 데에는 株式市場에서의 기관비중의 증가와 인덱스펀드 운용규모의 증가가 가장 큰 이유이다. 미국의 경우 1980년대에 年金펀드 및 뮤추얼펀드의 성장을 배경으로 株式市場의 機關比重이 크게 증가하였다.

이들 펀드는 전체주식의 45% 정도를 보유하고 있다. 미국 株式市場에서 기관투자자들의 거래비중은 50-80%에 이른다. 엄청난 규모의 주식펀드를 운용하는 이들 기관투자자들이 효율적인 위험관리 수단으로 株價指數先物を 적극적으로 이용하고 있다.

株價指數先物去來의 증가이유는 기관투자자들의 위험관리 수단으로 이용되는 것 이외에 株價指數先物은 또한 인덱스펀드 운용에도 유용한 투자수단이기 때문이다. 1952년 마코비츠(Harry Markowitz)가 '포트폴리오의 選擇'이라는 논문을 통해 最適 포트폴리오 구성에 의한 危險의 最小化 개념을 발표한 이래 시장포트폴리오의 구성을 통한 개별기업 固有危險의 除去에 관한 연구들이 활발하게 진행되어, '70년대 초 미국에서 펀드의 지수화(Indexation)를 진전시키는 계기가 되었다. 미국에서는 현재 2,000억불 이상이 인덱스펀드에 의한 소극적 펀드 관리 방식으로 운용되고 있으며 다음과 같은 두 가지 이유로 인덱스 펀드는

증가추세에 있다.

첫째, 종목선택에 의한 적극적 펀드관리의 수익률이 소극적 펀드관리를 지속적으로 압도하지 못하고 장기적으로는 오히려 소극적 펀드관리가 수익률이 더 좋다고 하는 통계 결과가 제시되고 있고, 둘째로는 적극적 관리전략에 드는 높은 비용으로 인해 소극적 관리전략이 더 우수하기 때문이다. 이러한 요인들로 株價指數先物은 펀드관리수단으로 널리 이용되게 되었고, 그 결과 株價指數先物市場은 크게 성장하게 된 것이다.

이하에서는 주가지수선물거래를 행하고 있는 주요국들의 주식시장의 규모와 주가지수선물시장의 규모를 상대 비교해 봄으로서 향후 국내에 주가지수선물거래 제도가 순조롭게 도입되었을 경우 선물시장의 성장가능성을 살펴보고자 한다. 먼저 주가지수선물 상품별거래현황으로 가장 많이 거래되는 주가지수선물은 시카고상업거래소(CME)에 상장된 S & P 500지수로서 '93년말 현재 연간 2조 9,744억 달러 규모(13,204,413계약)의 거래가 이루어졌다. 오사카증권거래소(OSE)에 상장되어 있는 Nikkei 225지수선물은 연간 1조 5,477억 달러 규모(8,461,458계약)이 거래를 보이고 있다.

주가지수선물이 전체 선물거래에서 차지하는 비중은 국가별로 큰 차이를 보이고 있다. 미국의 경우 財務省 證券을 비롯한 金利先物이 전체의 51%를 차지하는 반면, 주가지수선물은 4%에 불과하다. 일본의 주가지수선물 비중은 약 10%이며 홍콩의 경우는 주가지수선물거래가 유일한 선물거래이다. 그러나 다른 대부분의 나라에서는 전체 선물거래에서 주가지수선물이 훨씬 큰 점유율을 보이고 있다. 홍콩, 남아프리카 공화국, 네덜란드에서는 90% 이상을 차지하고 있고, 오스트리아, 스위스, 노르웨이, 싱가포르, 덴마크, 브라질, 독일에서는 25% 혹은 그 이상을 점유하고 있다.

<表 3-9> 93년도 주가지수선물 거래량 순위

순위	지 수 명	거래량(건)	상장년도	국 명	거 래 소
1	SP-500 index	13,204,413	1982	U. S.	CME
2	IBEX 35	10,843,599	1992	Spain	MEFFRV
3	Bovespa Stk Ind Fut	10,374,860	1988	Brazil	BM & F
4	Nikkei Stock Fut	8,461,458	1988	Japan	OSE
5	CAC 40 Stock Index	5,908,739	1988	France	MAYIF
6	Nikkei Stock Avg	5,162,199	1986	Singapore	SIMEX
7	DAX	3,976,882	1990	Germany	DTB
8	FT-SE 100	3,119,024	1984	U. K.	LIFFE
9	Hang Seng Index	2,415,739	1986	Hong Kong	HKFE
10	TOPIX Stock Index	2,156,960	1988	Japan	TSE
11	All Share Index	1,670,540	1990	S. Africa	SAFEX
12	All Ord Shr P Ind	980,866	1983	Australia	SFE
13	Gold Index	919,759	1990	S. Africa	SAFEX
14	Swiss Market Index	914,021	1990	Switzerland	SOFFEX
15	NYSE Composite Index	848,522	1982	U. S.	NYFE
16	EOE(Index)	811,882	1987	Netherlands	FTA(EOE)
17	OMX(Index)	627,706	1986	Sweden	OMStockholm
18	Industrial Index	422,202	1990	S. Africa	SAFEX
19	NIKKEI 225	356,523	1990	U. S.	CME
20	KFX Stock Index	339,024	1989	Denmark	FUTOP
21	SP-400 Index	218,531	1992	U. S.	CME
22	Major Market Index	204,624	1984	U. S.	CBOT/CME
23	ATX	174,095	1992	Austria	OTOB
24	MSCI Hong Kong Index	80,245	1993	Singapore	SIMEX
25	TSE 35 Index	69,058	1990	Canada	TFE
26	Dutch Top 5 Ind(FT5)	58,483	1990	Netherlands	FTA(EOE)
27	Eurotop 100 Index	56,497	1992	U. S.	COMEX
28	Value Line Index	45,806	1982	U. S.	KCBT
29	Mini Value Line	40,662	1983	U. S.	KCBT
30	Russell 2000	19,479	1993	U. S.	CME
31	OBX	16,650	1992	Norway	Oslo Stock Ex
32	Bel 20 Index	12,281	1993	Belgium	BELFOX
33	Forty Index Fut	3,633	1991	New Zealand	NZFOE
34	Wilshire Small Cap	1,626	1993	U. S.	CBOT
35	FT-SE 100	94	1992	U. S.	CME
36	NYSE Utility Index	10	1993	U. S.	NTFE
	총 계 약 건 수	74,516,692			

주: MMI선물계약은 CBOT에서 거래되었으나 93년 9월 7일자로 CME에 상장되었음. 사유는 同지수의 소유권자인 AMEX가 CBOT의 지수사용 허가 기간 연장을 거부하고 CME에게 허가권을 부여했기 때문임. 93년중CBOT거래량은 155,338건이었고, CME거래량은 49,256 건이였음.

자료: Michael Gorham, "Stock Index Futures: A 12-Year Review", 『국제선물 세미나』, 한국재무관리학회, 1994. 한국금융선물협회, "주가지수선물 12년간의 경험", 『선물의 세계』, 1994.6, p.13, 재인용.

한편, 현물시장과 비교해 볼 때 주가지수선물의 거래규모는 매우 큰 편이다. 미국의 시카고상업거래소의 S&P 500 선물은 '93년 거래대금 기준으로 뉴욕증권거래소(NYSE)의 현물거래보다 1.2배 큰 규모이다. 일본의 경우 '89년에는 오사카증권거래소의 Nikkei 225 선물거래 대금이 동경증권거래소 현물거래 대금의 4.8배에 달했으며 '93년에는 1.9배로서 주가지수선물거래의 비중이 큰 편이다. 이밖에 영국의 경우도 미국이나 일본의 경우보다는 成長速度가 둔하지만 거래개시 초년도의 5% 수준에서 1993년에는 현물시장 규모의 40% 수준에 이르고 있으며 프랑스의 경우는 거래개시 4년만에 현물시장의 규모를 훨씬 능가하여 1993년에는 現物市場의 2배를 超過하는 성장속도를 보이고 있다.

이와 같이 시장형성 기간이 채 10년도 되지 않은 주가지수선물시장의 규모확대는 현물시장인 증권거래소의 역사를 감안할 때 가히 폭발적이라고 할 수 있다.

<表 3-10> 주요국의 주가지수 선물거래

국 가	대상지수	산출방식	채 용 종 목	거래개시일	취급거래소
미 국	S&P500	시가총액식	NYSE AMEX 상장 500종목	'82. 4	CME
	NYSE 종합	시가총액식	NYSE 상장 전종목	'82. 5	NYFE
	Value-Line	기하평균식	NYSE AMEX 상장1700종목	'82. 2	KCBT
	MMI	다우존스식	NYSE 상장 20종목	'83. 4	CBOT
일 본	Nikkei 225	다우존스식	TSE 1부 225종목	'88. 9	OSE
	Nikkei 300	시가총액식	TSE 1부 300종목	'94. 2	OSE
	TOPIX	시가총액식	TSE 1부 전종목	'88. 9	TSE
영 국	FT-SE100	시가총액식	런던거래소 상장 100종목	'84. 5	LIFFE
독 일	DAX	시가총액식	연합거래소 상장 30종목	'90. 11	DTB
프랑스	CAC40	시가총액식	파리거래소 상장 40종목	'88. 11	MATIF
싱가폴	Nikkei 225	다우존스식	TSE 1부 225종목	'86. 3	SIMEX
홍 콩	Hang Seng	시가총액식	홍콩거래소 상장 33종목	'86. 5	HKFE

주: Nikkei 225선물지수는 OSE, SIMEX, CME 에 복수 상장되어 있음.

자료: FIA International Report Dec. 1993

<表 3-11> 주가지수별 거래순위('93년 거래대금 기준)

순위	거 래 대 상 지 수	거 래 대 금	거 래 량	국 가	거래소
1	S&P 500	2,974,492	13,204,413	미 국	CME
2	Nikkei 225	1,547,712	8,461,458	일 본	OSE
3	Nikkei 225	472,117	5,162,199	싱가폴	SIMEX
4	CAC 40	411,975	5,908,739	프랑스	MATIF
5	DAX	395,422	3,976,882	독 일	DTB
6	FT-SE 100	337,385	3,119,024	영 국	LIFFE
7	TOPIX	332,435	2,156,960	일 본	TSE
8	All Ord. Shr. P. Index	112,713	980,866	호 주	SFE
9	Hang Seng	110,755	2,415,639	홍 콩	HKFE
10	NYSE Composite	105,683	848,522	미 국	NYFE

주 : 거래대금의 단위는 백만 달러, 거래량의 단위는 계약수

자료 : FIA International Report Dec. 1993

<表 3-12> 주요국의 주가지수선물거래의 비중('93년 거래량 기준)

(단위:계약)

국 가	선물거래(A)	금융선물거래(B)	주가지수선물(C)	(C)/(A)	(C)/(B)
미 국	339,075,563	219,996,787	14,996,787	4.4%	6.8%
일 본	103,694,672	49,335,916	10,618,418	10.2%	21.5%
영 국	129,741,121	80,963,543	3,119,971	2.4%	3.8%
프랑스	55,893,295	55,578,836	5,908,739	10.5%	10.6%
독 일	16,135,029	16,135,029	3,976,882	24.6%	24.6%
홍 콩	2,416,711	2,415,739	2,415,739	99.9%	100.0%
싱가폴	14,768,322	NA	5,243,544	35.5%	NA
브라질	39,223,603	NA	10,324,860	26.3%	NA

자료 : FIA International Report Dec. 1993

<表 3-13> 주식시장과 거래금액 대비 주가지수선물시장
('93년 거래대금 기준)
(단위:백만달러)

순 위	국 가	주가지수 선물거래(A)	주식현물거래 (B)	시가총액(C)	(A)/(B)	(A)/(C)
1	U. S.	3,189,711	3,797,149.1	6,490,245.4	84.0%	49.1%
2	Japan	1880,147	932,575.1	5,333,503.4	201.6%	35.3%
3	Singapore	477,327	70,344.7	132,667.9	678.6%	359.8%
4	France	411,975	167,160.7	455,990.2	246.5%	90.3%
5	Germany	395,422	595,133.0	441,696.2	66.4%	89.5%
6	UK	337,385	848,684.6	1,150,283.4	39.8%	29.3%
7	Australia	112,713	67,791.8	204,462.8	166.3%	55.1%
8	Hong Kong	110,755	132,264.3	385,042.7	83.7%	28.8%
9	Switzerland	71,673	209,816.4	270,879.2	34.2%	26.5%
10	Brazil	53,529	42,307.7	197,392.2	126.5%	26.5%
11	Netherlands	31,131	66,682.4	181,754.2	46.7%	17.1%
12	Spain	23,726	49,361.9	365,472.4	48.1%	6.5%
13	South Africa	22,422	13,399.3	217,097.5	167.3%	10.3%
14	Sweden	6,835	40,455.9	100,510.1	16.9%	6.8%
15	Canada	5,403	142,554.0	600,814.0	3.8%	0.9%
16	Denmark	4,724	22,399.6	39,933.4	21.1%	11.8%
17	Austria	1,597	7,249.5	26,238.1	22.0%	6.1%
18	Norway	90	17,401.7	27,371.1	0.5%	0.3%
19	New Zealand	67	6,857.6	25,620.9	1.0%	0.3%
20	Belgium	44	13,960.8	77,975.7	0.3%	0.1%
	총 계	7,136,676				

4. 아시아 · 태평양 各國의 導入事例

우리나라와 經濟的으로 밀접한 관계에 있는 아시아 · 태평양 연안 국가에서는 株價指數先物去來의 도입이 擴散되어 가고 있다. 싱가포르 아시아에서 최초로 金融去來所를 設立하고 世界的인 先物去來所로 성장하고 있다. 이하에서는 日本을 제외한 太平洋 沿岸 國家들의 도입사례를 싱가포르를 중심으로 살펴보기로 한다.

가. 싱가포르

싱가폴 國際金融去來所(SIMEX:Singapore International Monetary Exchange)는 미국 CME를 모델로 하여 1984년 9월 7일 설립되었는데 다른 나라와 같이 국내 시장의 거대한 수요를 背景으로 發展된 것이 아니라 國際的 投資者의 기호에 맞는 다양한 金融商品을 開發하여 성장 발전한 것이 특징이다.

SIMEX의 성장은 1986년 9월 일경 225 주가평균선물을 상장 했던 이듬해인 1987년에 일본이 國內 投資家の 海外先物去來 投資를 허용하면서이다. 그 후 SIMEX가 관심의 대상이 된 것은 '91년말 오사카 證券去來所가 先物去來 規制를 강화하자 '92년 日經平均 선물의 거래가 SIMEX로 流出되었다. 그 결과 SIMEX의 日經平均 매매량은 전년에 비해 4배 이상인 335만건으로 급증하였다.

SIMEX가 國際舞臺에서 成功한 요인은 다음과 같다.⁷¹⁾

첫째, 유익한 상품과 다양한 顧客을 확보하고 있는데 國際 需要者는 주로 銀行, 年金基金, 資金運用 擔當者, 投資會社, 先物基金 運營者, 先物去來 諮問業者이다.

둘째, 싱가폴은 훌륭한 金融通信시스템을 構築하여 外國의 다른 去來所들 보다 낮은 去來費用으로 去來할 수 있어 競爭力이 높다.

셋째, 去來時間 延長 및 休日去來制度를 도입하여 市場需要(특히 국제투자가)에 부응하고 있다.

넷째, 新商品의 開發인데 金利, 株價指數, 에너지상품 등 지속적인 개발을 하고 있다.

다섯째, SIMEX는 아시아, 유럽, 북미의 시간대를 연결하는 去來需要를 充足시킬 수 있다.

여섯째, 顧客의 利益을 지키기 위해 엄격한 去來基準을 갖추고 最高水準의 去來, 金融規律을 유지하려고 활발하게 움직이고 있다.

이러한 SIMEX의 成長에 기인하여 거래되고 있는 상품은 金融선물 의 발상지인 미국을 비롯하여 世界의 主要 金融市場에서 認定받고 있다.

71) Korean Futures and Option Review 1994.11, pp.5-6.

<表 3-14 SIMEX 주요일지>

연 도	내 용
84년 9월	SIMEX 공식거래 개시(유러달러금리선물, 독일마르크통화선물), CME와 상호결제 시스템 도입.
84년 11월	일본엔통화선물 상장
86년 2월	선박용석유선물 상장(아시아 최초의 에너지관련 상품)
86년 9월	日經平均先物 상장
89년 10월	유러엔 금리선물 상장
90년 6월	유러엔선물옵션 상장
92년 3월	日經平均옵션 상장
92년 6월	휴일거래제도 도입
93년 10월	일본국채선물 상장
94년 3월	일경300선물·옵션의 상장계약 CME와의 상호결제시스템 5년간 연장
94년 6월	GLOBEX(전자단말을 사용한 자동거래시스템)의 도입인가
94년 9월	설립 10주년(상장상품:선물·옵션 17개)
95년 2월	Nikkei 300 주가지수선물과 선물옵션 상장

나. 호주

호주의 시드니先物去來所(SFE:Sydney Futures Exchange)는 1979년에 金融先物商品으로서 BA(bank accepted bill)가 거래되기 시작하였으며 1980년 미국달러선물거래를 시작하면서 세계 최초로 現金決済方式을 도입했다. 그 뒤 1983년 2월 16일에는 호주증권거래소 (Australian Stock Exchange)에 상장된 300종목의 시가를 加重 平均한 All Ordinaries指數를 대상으로 미국에 이어 두 번째로 株價指數先物去來를 시작하였다.

주요 특징으로 1986년부터 24시간 去來를 통해 各國 去來所들과 연계를 꾀하였는데 런던국제금융 선물거래소(LIFFE) 및 뉴욕상품거래(COMEX)와 相互去來契約을 맺어 거래연계를 시도한 바 있다.

'80년대 중반 일본 금융선물의 導入으로 도쿄 증권거래소의 일본 財務省 債券과 오사카 證券去來所の 株價指數先物, 東京 國際金融先物에서 거래되는 先物商品에 의해 빠르게 市場을 잠식당하여 아시아·태평양 지역의 先頭자리를 빼앗겼다. 이후 시드니선물거래소는 시장에 접근하기 쉽고 安全하게 거래를 가능케 하는 技術的 變化를 일으켰는데 閉場後 거래가 가능토록 한 영상딜링시스템(Screen dealing system)이나 정확하고 빠른 價格을 世界 여러 곳에 報道하기 위한 音聲認識裝置(voice recognition technology)등을 과감히 도입하였다.⁷²⁾

호주선물시장의 主要 問題는 광범위한 先物規制로서 危險公示事項(Risk Disclosure Statement) 및 顧客同意書(Client Agreement Forms)와 거래기록보전(Record Keeping), 펀드선물사업에 대한 엄중한 감시로 投資者 保護規則에 엄격한 일관성을 維持하도록 하고 있다.

위와 같은 派生商品 規制에 관해서 입법상의 광범위한 검토가 이루어지고 있다.

다. 其他 國家

홍콩 先物去來所(HKFE:Hong Kong Futures Exchange)는 1986년 세계적인 趨勢에 맞춰 株價指數인 항생지수의 先物을 上場시켜 거래하고 있으며 1989년 들어 홍콩은행간 金利인 HIBOR의 3개월 金利先物도 上場시켜 金融先物쪽으로 開發을 치중하고 있다.

1997년 領土 返還 問題로 싱가포르와 競爭關係에서 불리한 입장에 놓여 있다.

말레이시아는 팜오일선물을 거래하는 商品去來所가 있는데 뒤이어 證券會社 및 대형기업들이 주축이 되어 設立한 쿠알라룸푸르 金融先物去來所에서 말레이시아 株價指數先物을 필두로 하여 株價指數옵션도 거래할 예정이다.

중국은 최근 國際的 感覺을 지니고 世界先物市場에 커다란 위치를 차지하는 新興 先物國家로서 주로 商品(commodities)을 取扱하는 약 40개의 거래소가 있다. 필리핀 마닐라 國際先物去來所는 주로 농산물을 취급하고 있으며 대만이나 태국은 가까운 장래에 株價指數先物市場을 설립하려는 움직임을 보이고 있다.

第3節 日本의 導入과 國內 導入時 日本과의 差異點

우리 증시가 양적인 면에서는 1993년말 기준으로 시가총액 16위, 거래대금 6위의 규모로 성장해 왔지만 아직 질적인 면에서는 그 수준에

72) 선물거래협의회 편집실 Future and Options Economy 1993.10, pp.8-10.

미치지 못하고 있는 현실임을 감안할 때 투자자의 질적 投資需要를 充足시켜 줄 수 있는 주가지수선물의 도입에 따른 영향을 우리 증시와 유사한 구조를 가지고 있고 일본증시에서의 先驗的인 經驗을 살펴봄으로써 우리나라에 導入할 때의 시사점을 살펴보고자 한다.

1. 日本의 導入背景

1982년 미국에서 주가지수선물거래가 처음 등장한 이후 일본에서도 주가지수선물의 必要性이 論議되기 시작하였으나 다음과 같은 이유로 도입이 보류되었다.

세계적으로 주가지수선물의 運用經驗이 일천하여 이의 경제적 성과 등에 관한 심도 있는 연구가 미흡하였고 당시 일본의 법제 하에서는 주가지수가 商品去來法에 의한 先物商品이 아닌 데다 證券去來法상의 有價證券에도 해당되지 않아 法制를 整備하지 않고서는 주가지수선물 거래를 도입하기 어려운 것으로 판단되었다. 또한 經濟主體들의 주가지수선물에 대한 이해가 부족하였으며 또한 동상품의 潛在的 需要도 債券先物에 비해 미미할 것으로 예상되어 도입이 보류되었다.

그러나 일본정부는 주식시장의 開放이 확대되는 상황에서 주가지수선물을 도입하지 않고서는 국내 주식시장이 國際的 市場으로서의 지위를 확보하기 힘들 뿐 아니라 일본 주식투자자들의 리스크 헤지수요가 다른 나라 시장으로 이탈할 것을 우려하였다.

이와 같은 背景 하에 1987년 6월 오사카증권거래소는 주가지수선물의 변형인 株式先物 50을 상장 하였으며 이어 1988년 9월에는 東京證券去來所에 東證株價指數(TOPIX)先物이, 오사카증권거래소에 日經225 平均株價指數先物이 거래되어 오다가 1994년 2월 일경300 주가지수선물이 오사카증권거래소에 추가로 上場되었다.⁷³⁾

이밖에 주가지수옵션거래가 1989년에 오사카증권거래소(일경225 평

73) 한국은행조사부, “일본의 금융선물거래 제도 운용경험과 향후과제”, 『선물의 세계』, 한국금융선물협회, 1995.1, pp. 30-31.

균주가지수옵션), 동경증권거래소(TOPIX 옵션) 및 나고야증권거래소(옵션25)에 각각 導入되었으며 1994년 2월에는 일경 300주가지수옵션이 오사카증권거래소에 上場 되었다.

2. 導入當時의 日本經濟 및 證市環境

일본이 株價指數先物을 도입한 시기는 일본경제가 高度經濟成長을 구가하며 절정기를 향해 나아가고 있던 시기였다. 이 시기의 世界經濟는 油價安定, 低金利, 달러가치의 弱勢現狀이 보편화되어 있었으며, 일본에서는<표3-15>에서 볼 수 있는 바와 같이 이러한 현상이 두드러져 貿易收支黑字, 엔고, 低金利, 저인플레이 등의 經濟與件 속에서 企業實績이 엄청난 好調를 보이고 있었다.

<表 3-15> 주요 일본경제지표

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994)
통화량(10엔)	98,214	102,973	111,844	114,474	119,628	131,044	136,174	145,615	133,057
환율(¥/\$)	159.10	125.50	125.85	143.45	134.40	125.20	124.40	111.85	98.45
금리 (Prime Rate)	3.75	3.38	3.38	5.75	8.25	6.63	4.50	3.30	3.00
도매물가지수 (1990=100)	-	97.2	96.7	98.5	100.0	101.0	100.1	98.7	96.5
수출(백만불)	210,737	231,223	265,856	273,932	287,581	314,786	339,885	362,244	-
수입(백만불)	127,659	151,033	187,378	209,715	235,368	236,999	232,246	241,624	-
GNP (백만달러)	2,010,309	2,436,031	2,919,996	2,890,452	2,977,911	3,385,611	3,702,588	-	-

주 : 1) '94년 10월 기준
자료 : 한국증권거래소, 「주식」, 각월호

한편, 株式市場은 이와 같은 經濟實績好調와 金利下落趨勢에 힘입어 큰 폭으로 上昇하는 활황장세(bull market)속에 1989년말 사상최고치를 기록하였다. 1990년대에 들어서에는 대형금융사고, 과도한 지가상승의 後遺症에 따른 버블경제(bubble economy)의 거품해소과정이 진행되어 주

식시장은 沈滯期를 맞이하게 되었다. 이러한 현상은 <표3-16>에서 볼 수 있는 바와 같이 동증1부의 주가지수 및 시가총액은 1992년말에 최고치 대비 절반수준으로 하락했으며, 日平均去來量 및 回轉率은 1/5수준으로急減하는 현상을 보였다.

<表 3-16> 주요 일본증시지표(동증1부)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
주가지수	1,324.26	1,963.29	2,134.24	2,569.27	2,177.96	1,843.18	1,359.55	1,525.09	1,600.32
시가총액 (십억엔)	277,056	325,478	462,896	590,909	365,155	365,939	281,006	313,563	342,141
일평균거래량 (천주)	693,913	946,753	1,020,541	876,917	483,878	372,856	264,932	343,983	338,471
회전율(%)	76.30	98.05	100.17	74.20	38.41	28.71	20.24	25.99	24.70
상장회사수	1,075	1,101	1,130	1,161	1,191	1,223	1,229	1,234	1,235

자료 : 한국증권거래소, 「주식」, 각월호

3. 日本의 株價指數先物 現況

주가지수선물거래는 1988년 9월 市場開設 후 순조롭게 발전할 수 있으며, <表 3-17>에서 볼 수 있는 바와 같이 S&P 500 지수선물이 '89년 去來量 기준 10,560천 契約으로 일본 일경 225선물 541천 계약보다 약 2배를 능가하였으나, '91년도에는 역전되어 오히려 일경 225 선물거래량이 21,643천 계약으로 S&P지수선물거래량 12,340천 계약의 2배로 급성장하게 되었다. 이와는 對照的으로 주식시장은 1989년말 이후 계속 침체를 보여 1989년중 333조엔에 달하던 동경증권거래소에서의 거래대금이 1990년중에는 187조엔, 그리고 1991년중에는 111조엔으로 대폭 감소하였다. 이에 따라 일경 225 去來代金の 동경증권거래소에서의 株式去來代金에 대한 비율은 1989년의 0.57에서, 1990년에는 2.11, 그리고 1991년에는 4.84로 급격히 上昇하였다. 한편 주가지수에 있어서도 1989년말 2,569.27이었던 동증 1부 주가지수가 1990년말 2,177.96, 1991년말에는 1,843.18로 꾸준히 下落하여 동기간에 30%정도의 폭락을 보

이게 되었다. 구조면에서는 TOPIX선물과 일경 225선물이 유사한 구조를 지니고 있으며, 미국의 S&P 500 선물과도 주가지수선물거래의 기본구조인 證據金, 決済日, 決済方法, 價格制限幅 制度 등에서 유사한 매매조건을 갖추고 있다.⁷⁴⁾

<表 3-17> 미·일 주가지수선물의 구조 및 거래량

구 분		TOPIX 선물거래	일경 225 선물거래	S&P 500선물거래
거래소		TSE	OSE	CME
개시년월일		1988년 9월 3일	1988년 9월 3일	1982년 4월
대상종목		TOPIX 주가평균	일경 225 주가평균	S&P 500 주가지수
지수산출방법		시가총액식(포인트방식)	다우식(금액방식)	시가총액식(포인트방식)
채용종목		동종 제1부 상장된 종목	동종에 상장된 225종목	NYSE에 상장된 500종목
지수산출기관		동경증권거래소	일본경제신문	스탠다드앤드푸어사
거래단위		10,000엔 × 지수	1,000엔 × 지수	\$500 × 주가지수
호가단위		1포인트	10엔	0.05포인트
최소가격변동폭		(10,000엔)	(10,000엔)	(\$25)
증거금		개시증거금: 25%	개시증거금: 25%	개시증거금 \$22,000
(투기거래기준)		유지증거금: 22%	유지증거금: 22%	유지증거금 \$9,000
매매체결방법		전산매매시스템	전산매매시스템	공개발성 호가
거래시간		09:00 - 11:00 12:30 - 15:10	09:00 - 11:00 12:30 - 15:00	09:30 - 16:15
결제월		3,6,9,12월	3,6,9,12월	3,6,9,12월
최종거래기간		1년3개월(5결제월거래제)	1년 3개월(5결제월거래제)	1년 6개월(6결제월거래제)
최종거래일		결제월의 두 번째금요일 전일	결제월의 두 번째금요일	결제월의 세 번째 금요일 의 직전 영업일
거래개시일		최종거래일의 다음 영업일	최종거래일의 다음영업일	최종거래일의 다음영업일
결제방법		현금결제	현금결제	현금결제
가격제한폭		2,000포인트미만 : 60pt 2,000포인트이상 ~ 3,000포인트미만 : 90pt 3,000포인트이상 ~ 4,000포인트미만 : 100pt 4,000포인트이상 : 150pt	2만엔미만 : 600엔 2만엔이상~3만엔미만: 900엔 3만엔이상~4만엔미만: 1,200엔 4만엔이상 : 1,500엔	275포인트미만 : 15pt 275포인트이상 ~ 325포인트미만 : 20pt 325포인트이상 : 25pt
일 일 정 산		회원과 거래소만 실시	회원과 거래소만 실시	회원별, 고객별로 실시
년도별 거래량 (천계약)	89	3,728	5,443	10,560
	90	3,091	13,589	12,139
	91	1,677	21,643	12,340
	92	1,358	11,927	12,414
	93	2,156	8,461	13,204
	94	4,184	6,209	18,708

주 : 일경 225 선물거래의 매매단위는 S&P500선물의 매매단위보다 20-50%정도 크다.

자료 : 한국증권거래소 일본의 선물관계법규 및 선물 100문 100답 '91. 12 선물거래
협의회, 「선물경제」, 92. 2-3월호, 93.7-9월호, 95.4월호 등에 의거 작성

74) 梁封鎖, “91년 세계선물 및 옵션거래실적 분석”, 「선물경제」, 1992. 3, pp. 14-21.

<表 3-18> 주요 주가지수 선물거래 현황

(단위 : 천계약, %)

국 가	거 래 소	대상지수	'93년	'94년	증 감 륜
미 국	CME	S&P 500	13,204	18,708	41.7
일 본	오 사 카	닛케이 225	8,461	6,209	△26.6
		닛케이 300	-	3,667	-
	동 경	TOPIX	2,159	4,184	21.5
영 국	LIFFE	FT 100	3,120	4,227	35.5
프 랑 스	MATIF	CAC 40	5,909	7,464	26.3
독 일	DTB	DAX	3,977	5,142	29.3
싱가포르	SIMEX	닛케이 225	5,162	5,801	12.4

자료 : 한국증권거래소

4. 株價指數先物 惡役論과 先物去來 規制

1989년말 일본의 주가는 사상 최고치를 기록하였으나(Nikkei지수 38,000 pt에 진입) 1990년에 들어서자마자 暴落勢가 시작되어 1992년경에는 주가가 최고치의 반정도 수준까지 하락하였다. 주가폭락 과정에서도 주가지수 선물거래는 활황을 보였고 미국의 증권회사가 差益去來 등으로 거액의 이익을 거둔 반면 일본의 증권회사는 利益의 減少나 赤字를 경험하였다. 따라서 1990년 이후의 市勢 急落 과정에서 현물의 거래량이 급감한 데 비해 주가지수선물거래는 급증현상을 보임에 따라 주식시장의 침체 원인이 선물거래 때문이라는 지적이 제기되었다. 그러나 대다수의 사람들은 주식시장의 침체 원인이 선물거래에 있는 것이 아니라 89년까지 과대평가되고 있던 주가가 上場企業의 收益性 低下, 일본은행의 通貨緊縮에 따른 金利上昇 등의 經濟的 要因에 의해 정상수준의 均衡價格으로 하락한 것으로 보고 있다. 또한 선물가격이 지속적으로 고평가된 원인에 대해서도 선물거래가 현물거래에 비해 저렴한 거래비용, 높은 유동성과 거래의 限時性, 낮은 證據金으로 인한 높은 레버리지 효과 및 다양한 投資戰略의 용이성 등의 長點을 가지고 있기 때문인 것으로 분석하고 있다.

<表 3-19> 일본의 연도별 주가지수 선물시장 동향

연 도	선물/현물	주식시장	주가지수 선물시장 동향
'88	0.34배	상승기	○ 주가지수선물 거래제도 도입원년 ○ 증권사 자기매매비중 82% ○ 위탁매매비중 17% ○ 금융기관 및 일반법인 적극 참여
'89	0.86배	절정기	○ 은행및 외국인참여 확대 ○ 외국인투자자의 차익거래 확대 ○ 증시상승전망으로 선물영업 소홀
'90	2.50배	하강기	○ 외국인, 은행, 투신 참여 2배확대 - 위탁매매비중 확대(17%-45%) ○ 일본증권사 및 법인의 선물이해 증대로 적극참여 ○ 증권사 자기매매감소(82%→54%)
'91	5.12배	침체기	○ 투신 및 외국인의 시장참여 확대 → 은행 및 기업의 비중 감소 ○ 일본증권사의 차익거래 참여 확대로 외국증권사와 경쟁 돌입
'92	3.97배	침체기	○ 외국증권사의 차익거래 감소 ○ 시장참여자 확대→차익기회 축소
'93	2.24배	회복기	○ 거래중심이 현물로 이동
'94	2.06배	침체기	○ 새로운 지수 NIKKEI 300 도입

<表 3-20> 일본 및 미국의 선물 및 주식시장 매매대금

(단위 : 조엔, 10억달러,배)

연도	일 본			미 국		
	선물시장	주식시장	선물\주식	S&P 500	NYSE	선물\주식
'88	96	286	0.34	1,573	1,356	1.16
'89	286	333	0.86	1,864	1,542	1.21
'90	467	187	2.50	2,003	1,325	1.51
'91	568	111	5.12	2,573	1,520	1.69
'92	238	60	3.97	2,570	1,745	1.47
'93	195	87	2.24	2,979	2,283	1.30
'94	179	87	2.06	-	2,454	
평 균			2.23			1.39

그러나 이와 같이 주식시장 沈滯의 원인이 선물거래 때문이 아니고 경제상황 및 비효율적인 주식거래제도에 기인한다는 지적에도 불구하고 證券當局은 선물시장을 犧牲시켜서라도 현물시장을 回復시킨다는 의도 하에 1990년 8월 24일부터 1992년 3월 23일까지 5차에 걸친 선물거래 規制強化措置를 실시하였다. 규제강화의 주요내용들은 證據金の 引上, 更新價格幅의 縮小, 更新時間의 延長, 仲介手数料의 引上 등으로 <表 3-18>와 같다. 이러한 證券當局의 일련의 선물시장 규제강화조치, 특히 '91년 12월 28일의 제 4차 규제조치 이후 선물시장에서의 거래량은 급격히 減少하여 '92년중 일경225선물 거래량은 전년대비 45%나 감소하였다. 그러나 규제당국자가 최종적으로 의도하였던 주가안정 및 현물시장에서의 去來量 擴大 등에 대해서는 효과가 없었으며 역으로 株價變動의 激化 및 株式市場의 沈滯 深化라는 결과를 초래하였다. 특히 이러한 규제강화로 인해 일본에서의 주가지수선물에 대한 투자자금이 싱가포르의 SIMEX로 대폭 이동한 사실을 볼 때 현재의 國際化 및 開放화된 시장에서의 과도한 규제는 그 實效性이 없다고 보인다.⁷⁵⁾

<表 3-21> 최근의 일경225선물의 규제변화 추이

	當 初	90.8.24.	91.1.31.	91.6.27.	91.12.28.	92.3.23.
委託證據金	9%(3%)	15%(5%)	20%(7%)	25%(7%)	30%(13%)	
去來證據金	6%	10%	15%	20%(5%)	25%(10%)	
更新價格幅	90엔	50엔		30엔	3시 이후 20엔 최종시세 30엔	
更新時間	3분	6분		5분		
仲介手数料						종전의 2배

주 : ()內 수치는 현금부분임.

자료 : 國村道雄과 吉田清, “일경225선물·옵션의 가격분석 : 序說”, 「주가지수선물 옵션시장에 관한 실증연구(5)」, 大阪證券去來所, 1993.5. 고려증권주식회사, “일본 주가지수선물시장과 기관투자자의 대응”, 「주가지수선물을 이용한 자산 운용전략 국제세미나」, 1994.10.13, p.17.

75) 曹正鍊, “주요국의 선물시장 규제정책”, 대외경제정책연구원, 1993. 10, pp. 100-104.

5. 國內 導入時 日本과의 差異點

가. 先驗的 經驗의 有無

일본에서는 주가지수선물의 導入 이전인 1985년 10월19일에 國債先物을 도입하였고, 1986년 9월 3일에 싱가포르 국제금융거래소(SIMEX)에 Nikkei 225 지수선물을 上場한 후, 1987년 6월 9일 오사가증권거래소(OSE)에 주식선물인 '주선 50' 선물거래를 도입하는 단계를 거쳐 선행적 경험을 가지고 있었다. 그러나 우리나라의 경우 이러한 사전단계 없이 직접 주가지수선물의 도입을 推進하고 있다.

나. 機關比重의 差異

주가지수선물거래는 10%정도의 證據金으로 거래할 수 있어 레버리지효과가 큰 新商品으로 초기에는 거의 기관의 거래가 주종을 이루게 된다. 일본에서는 최소증거금을 높게 책정하여 개인의 거래비중이 초기에는 1%에도 미치지 못하였다. 그러나 우리나라의 경우에는 기관의 비중이 낮아 개인의 참여문제와 관련하여 最小證據金, 個人投資者保護 등 고려하여야 할 점이 많다.

<表 3-22> 일본의 투자주체별 선물거래 매매대금 구성비

(단위: %)

구분	증권회사 (자기매매)	외국인 투자가	금융기관 일반법인등	개인 투자자
'89	82.6	2.8	14.3	0.3
'90	53.9	6.4	39.1	0.6
'91	56.4	7.1	36.1	0.4
'92	54.7	12.8	31.9	0.6
'93	68.1	13.6	17.9	0.4
'94	70.0	15.7	13.9	0.4
'89~'94	64.3	9.8	25.5	0.5

주) 대상시장 : NIKKEI 평균주가.

다. 經濟規模 및 證市規模의 差異

일본은 지수선물의 도입당시 世界 第2의 經濟規模를 가지고 있었으며, 東京證市の 規模는 뉴욕증시의 규모와 어깨를 겨룰 정도로 거대한 시장이어서 도입후 2년이 지나서는 거래규모에 있어 세계 제1의 지수선물시장이 될 수 있었다.

<表 3-23> 한·일 경제규모 비교

구분		'86	'87	'88	'89	'90	'91	'92	'93	'94
GNP (백만달러)	한국	105,416	133,421	179,820	220,354	251,793	292,039	305,702	328,704	-
	일본	2,010,309	2,436,031	2,919,996	2,890,452	2,977,911	3,385,611	3,702,588	-	-
1인당 GNP(달러)	한국	2,568	3,218	4,295	5,210	5,883	6,757	7,007	7,513	8,483
	일본	16,553	19,962	23,927	23,494	24,125	27,328	29,795	-	-
경상수지 (1억달러)	한국	46.17	98.54	141.61	50.55	△21.79	△87.28	△45.29	3.85	47.78
	일본	858	869	797	571	357	729	1,176	1,316	1,293
주가지수 ¹⁾	한국	228	418	693	919	747	657	587	728	966
	일본	16,409	23,248	27,039	34,059	29,437	24,296	18,109	19,100	-
시가총액 ²⁾ (억원, 10억엔)	한국	119,942	261,722	645,437	954,768	790,197	731,178	847,120	1,126,653	1,512,272
	일본	285,471	336,707	475,850	611,152	379,231	377,924	289,483	324,357	358,342
환율(원\\$, ¥\\$)	한국	861.4	792.3	684.1	679.6	716.4	760.8	788.4	807.2	788.7
	일본	162.9	121.1	125.9	143.5	135.3	124.9	124.8	111.8	99.8

주 : 1) 일본 NIKKEI 225

2) 일본 동경증권거래소 (1,2부 합계)

자료 : 한국은행.

라. 對象指數의 差異

일본에서는 지역별 出所가 산재되어 있고 동경증권거래소에서는 동중1부종합지수(TOPIX)를, 오사카증권거래소에서는 일경225평균주가지수선물과 일경300주가지수선물을 그 대상지수로 하고 있다. 일경300주가지수선물은 기존 일경225평균주가지수선물의 문제점을 개선하기 위해 도입되었지만 일경300주가지수선물이 정착될 때까지 일경225평균주가지수선물도 계속 거래하기로 하였다.⁷⁶⁾ 국내에서는 증권거래소의

76) 한국은행조사부, 前掲書, pp. 30-31.

안을 중심으로 KOSPI 200으로 確定되었다. 하지만 시험운영과정에서 선물거래 대상지수인 KOSPI 200이 시가총액이 큰 몇몇 種目 때문에 지수교란이 있을 수 있다는 問題點으로 나타나 이에 대한 제도적 보안이 시급한 것으로 지적했다. 그러나 시가총액식인 KOSPI 200은 오히려 價格單純平均式인 일본의 日經 225 지수에 비하면 그 정도가 미미하다고 보아야 할 것이다. 다만 소수종목이 전체의 40~50% 비중을 보이게 되면 인덱스펀드구성등 運用戰略上 KOSPI 200 構成種目中 나머지 종목에 대한 무관심이 커질 수 밖에 없으므로 시가총액이 큰 종목의 가중치를 줄이거나 指數構成 種目數를 調整하는 방법을 검토할 필요가 있을 것으로 보인다.

마. 管轄去來所 및 規制機關의 問題(關聯法規 및 去來所가 商品別로 分離)

일본에서는 債券, 株價指數 등 有價證券 관련 先物에 대해서는 증권거래소법이, 通貨 및 短期金利先物の 경우는 금융선물거래법이 각각 적용되어 유가증권관련 선물은 동경, 오사카 및 나고야의 증권거래소에서, 통화 및 단기금리선물은 금융선물 전용거래소인 동경금융선물거래소(TIFFE)에서 각각 取扱하고 있다. 미국에서는 상품선물거래소에서 금융상품 모두를 취급하게 된 歴史的 背景을 가지고 있으며, 유럽에서는 兼業主義(Universal Banking)로 모든 금융상품은 단일 금융선물거래소에서 취급하고 있다. 또한 일본에서는 금융선물에 관한 규제 및 감독업무를 대장성 은행국, 국제금융국 및 증권국이 상품별로 분리하여, 통화 및 단기금리선물은 은행국과 국제금융국에서, 채권 및 주가지수선물은 증권국에서 각각 規制·監督하고 있다. 반면에 미국, 영국 등의 경우는 별도로 설치된 委員會가 모든 金融先物과 商品先物を 포괄적으로 규제·감독하고 있다. 우리나라에서는 한국증권거래소에서 취급하기로 되어 있다.

第4章 株價指數先物去來가 證券市場에 미치는 問題點 및 政策次元의 對應方案

第1節 證券市場에 미치는 影響 및 問題點

1. 現物市場의 株價 變動性 擴大

'80년대 말의 Edwards, Santon, Merrick 등의 學者들은 指數先物去來 도입이 株價 變動性을 증가시키지 못한다고 주장하였으나, 그 뒤의 Harris, Blume, Damodaran, 이상빈과 옥기울 등은 그 반대의 입장을 實證적으로 뒷받침하고 있으며 후자가 현재의 주론으로 받아들여지고 있다. 비근한 예로 株價指數先物去來의 대표적인 지수인 미국의 S&P 500, 일본의 일경 225의 과거 예에서와 같이 指數先物去來의 도입으로 現物市場의 주가 변동성이 확대되었음은 사실이다.

미국의 경우 '82년 2월 주가지수선물거래가 시작된 이후 기관화 현상의 진전과 현물시장과 선물시장간의 프로그램 賣買과 差益去來로 현물시장의 市勢急騰落을 초래하였다.⁷⁷⁾ 일본의 경우도 '87년 6월 주가지수선물시장의 개설 이후 '90년 이후 외자계 證券會社들의 활발한 차익거래로 최근까지 현물주가가 급등락하는 弊端을 가져와 이를 시정하기 위해 일본정부당국이 중심이 되어 다우방식의 일경 225를 대체할 시가총액식의 신 지수인 일경 300을 開發, '94년 2월부터 거래를 개시하였다.

우리나라도 기관화 현상의 진전과 '96년 先物去來의 도입으로 이같은 現物市場의 주가 변동성이 확대될 것으로 豫想된다.

77) 蔡男基·朴泰一, “프로그램 매매의 구조와 매매전략”, 『주식』, 1993.10, pp. 18-26.

2. 現物市場의 資本形成 萎縮 可能性

株價指數先物去來가 實物資本 형성에 나쁜 영향을 미칠지 모른다는 우려가 있다. 이러한 영향은 두 가지 측면으로 나뉘어 논의되고 있다. 첫 번째 측면은 자금이 株式市場에서 株價指數先物市場으로 이동되지 않는다는 우려이며, 두 번째 측면은 투자가의 관심이 株式市場에서 株價指數先物市場으로 지나치게 옮겨갈 수 있다는 우려이다.

즉 差益去來의 발생으로 株式市場으로 자금이 流入되어 現물가격을 상승시키게 되며, 株價指數先物 계약시 계약 당사자간에 현금 유출입이 발생하지 않으므로 자금의 이탈 현상이 일어나지 않는다는 것이다.

그러나 우리나라와 같은 市場 定着初期에는 적은 去來費用으로 巨額의 선물거래를 하는 탓에 투자자들이 先物시장에 모여들면 자칫 투자자금이 現物市場에서 先物市場으로 이동하여 現物市場의 자본형성에 악영향을 미칠 수도 있다.

3. 國富의 海外流出

株價指數先物市場이 개설되고 외국 투자자들에게 開放되면 오랫동안의 投資經驗과 노하우를 가진 외국 투자자들에게 이익획득 가능성을 줄 것은 확실하다. 株價指數先物市場을 개설한지 5년이 지난 뒤에도 일본주재 외국 증권사들이 평균 5-6배 정도의 경상이익 증가율을 누린 것에 비해 일본 증권사들은 赤字狀態를 보인 것이 이를 반증한다.⁷⁸⁾ 이처럼 외국 증권회사가 큰 이익을 얻을 수 있었던 것은 외국 증권사와 일본 증권사간의 投資技法 우열에 기인하기도 하지만 무엇보다도 이들에 대한 規制差異, 現物市場과 先物市場의 규제차이, 규제당국의 先物去來에 대한 충분한 理解不足 등에 기인한다고 할 수 있다.

일본의 예에서와 같이 외국증권사의 指數차익거래에 의한 막대한

78) 申東明, “주가지수선물의 도입방안”, 『上場協』, 제 27호, 春季號, 1993, pp. 161-176.

利益實現을 막기 위해 일본정부는 株價指數先物市場을 규제하여 국부 유출을 막으려 했으나 이는 現物市場의 위축과 海外移轉은 물론 現物市場의 沈滯도 야기시켰음은 주지의 사실이다.

4. 金融政策 隨行에 미치는 影響

株價指數先物去來가 도입·시행됨에 따라 금융·자본시장에 대한 정부의 政策樹立 및 施行에 不安定性을 加重시켜 관련정책의 效率性を 저하시킬 수 있다는 우려가 있다.

향후 金融開放과 더불어 金融自律化가 推進되는 과정에서 금융당국이 최근까지도 나타났던 직접적인 金融統制力을 행사하여 즉각적인 반응을 얻기는 더욱 힘들 것이다. 따라서 금융당국의 역할이 自由市場에서 공정한 거래가 維持되도록 감시하는 간접적 역할로 변모할 수밖에 없는 것이다.

5. 派生金融商品의 投機的去來

파생금융상품은 金融工學의 발달과 商品多變化에 따라 지난 70년대 초반부터 미국을 시발로 세계 각국으로 확대된 금융상품이다. 우리나라에도 내년에는 파생금융상품의 하나인 株價指數先物市場이 개설될 예정이며, 파생금융상품 거래가 최근 급속히 증가하는 趨勢를 보이고 있다.

'94년도 우리나라 파생금융상품의 去來規模는 4,470억달러로 '93년에 비해 51% 증가하였다. 이중 선물환 거래규모가 3,931억달러이며 금융선물거래가 539억달러를 차지하고 있다. 국내시장에서 파생상품 거래가 급증하게 된 가장 큰 이유는 日日換率變動幅 擴大, 외국환포지션 한도확대와 美金利 上昇 및 미달러화 약세에 따른 금리 및 환리스크 헤지 등의 필요성 때문인 것으로 나타났다.⁷⁹⁾

파생금융상품은 위험회피 및 유동성제고의 手段이 되는 등 많은 순

79) 김형식, "영국 베어링은행 파산 원인 및 시사점", 『본드브리프』, 제일경제연구소, 1995. 3. 5, pp. 42-43.

기능적인 역할이 있지만 반면에 적은 投資費用으로 많은 收益을 가져다 줄 수도 있다는 점 때문에 投機의 對象이 되고 있으며 商品의 構造(특히 합성된 장외파생금융상품의 경우)가 매우 복잡하고 다양하기 때문에(약 1,200여종)상품의 속성을 제대로 이해하지 못하면 막대한 損失을 입을 수 있다.

金利 및 換率과 같은 價格變數의 變動에 따라 契約金額이 수시로 변하므로 信用露出의 評價가 어렵고 결제가격 및 시점이 불확실할 뿐만 아니라 新種 金融商品去來에 대한 법규정도 미비된 경우가 많아 법적 리스크도 增加되는 趨勢이다.⁸⁰⁾

派生金融商品去來의 擴大는 금융시장의 연계성을 높이고 범세계적인 통합화를 가속함으로써 국제적인 資金移動의 擴大 및 金利연동성의 증대를 통하여 國內通貨政策의 獨立的이고 효율적인 수행을 제약한다.⁸¹⁾

<表 4-1> 우리나라 파생외환상품 거래규모 추이

(단위:억달러)

구 분	'88	'89	'90	'91	'92	'93	'94
1. 통화관련상품	13.6	96.5	71.0	58.5	24.2	16.6	53
통화선물	2.0	0.1	1.5	3.4	1.5	0.1	1
통화선물옵션	0.0	0.0	0.3	0.4	0.1	0.0	0.0
통화스왑	10.1	84.9	62.5	54.2	22.2	15.4	41
통화옵션	1.5	11.5	6.7	0.5	0.4	1.1	11
2. 금리관련상품	64.5	137.2	104.4	159.2	134.7	144.5	479
금리선물	50.2	121.4	72.8	86.4	96.8	117.9	386
금리선물옵션	0.2	3.7	7.4	6.4	2.2	3.3	8
금리옵션	0.4	0.4	0.0	0.1	2.3	1.4	2
금리스왑	5.7	6.5	13.9	58.0	30.2	19.4	37
선도금리계약	8.0	5.2	10.3	8.3	3.2	2.5	46
3. 주가지수관련상품	-	-	-	-	-	1.0	7
주가지수선물	-	-	-	-	-	1.0	7
4. 섀플 환	1,604	2,276	1,510	1,283	1,649	2,788	3,931
합 계	1,682.1	2,509.7	1,685.4	1,500.7	1,807.9	2,950.1	4,470

자료 : 한국은행

80) 신지호, “파생금융상품의 최근 동향과 규제강화 논의”, 『본드브리프』, 1994. 9. 5, p. 41.

81) 라비바트라著 · 윤유숙 譯, 『세계대공황』, 1995, p. 88.

한편 지난번 큰 波紋을 일으킨 영국의 베어링그룹 사태(△9억파운드)는 주가지수 선물시장 開設을 1년도 채 안 남긴 시점에 발생해 국내 증권사에도 派生商品의 危險性을 알려주는 좋은 본보기가 된 사건이었다⁸²⁾. 파생상품의 失敗事例로는 오렌지 카운티사건, Product & Gamble社(△1억달러) 독일의 Metallgesellschaft社(△13억달러), 일본의 카시마석유社(△15억달러) 그리고 국내는 광주은행(△346억)원,수협(△196억원) 등을 들 수 있으며 이중 오렌지 카운티의 사례를 살펴보면 다음과 같다. 지난 17년간 미국 최고의 펀드매니저로 손꼽혔던 오렌지 카운티의 로버트 사이트론은 자신이 運用하던 77억달러 規模의 펀드에서 지난해 15억달러의 損害를 입었다고 발표, 12월4일 파산 신청을 했다. 그가 사용한 金融技法의 특징은 향후 금리가 下落한 때 利得을 보지만 상승시에는 큰 손실을 입게 돼 있었다. 지난해 초부터 시작된 미 재무부의 잇단 금리인상(93년6%→ 94년7.75%)에 철퇴를 맞은 것이다. 분명히 떨어질 것으로 예측했던 금리가 政府의 介入으로 上昇하자 그의 豫測이 어긋났다. 우리나라에서도 주가지수선물시장이 생기면 KOSPI가 떨어져 이익을 보는 투자자가 존재하기 때문에 투자자들이 일치단결해 주가를 부양하려는 모습도 이제 쉽사리 찾아보기 힘들 것 같다.

위에서 살펴본 실패사례는 氷山の 一角에 지나지 않으며, 지난 88년 일본 주가지수선물시장 개설초기에 외국인들이 휩쓸고 간 바람이 우리나라에서 결코 예외일 수는 없다.

6. 先物市場의 運營時 問題點 및 對應方案⁸³⁾

가. 先物去來에 對한 不充分한 需要

82) 한국금융선물협회 “베어링사 이야기” 『선물의 세계』, 1995. 4, pp. 10-13.

매일경제신문, 1995. 2. 28, 4면, 한국증권거래소, 『주식』, 1995. 3, pp. 75-76.

83) 曹正錄외 5인, “국내선물거래소 설립·운영에 관한 연구”, 대외경제정책연구원, 1992. 10, pp. 337-345.

선물시장이 실패로 돌아가는 가장 큰 이유는 선물계약이 매입자 또는 매도자 어느 한쪽에 상대적으로 불리하게 되어 불리한 쪽은 선물시장을 이용하는데 너무 많은 비용을 지불하게 되기 때문이다.

첫째, 契約自體의 去來條件이 매입자 또는 매도자 어느 한쪽에 특별히 불리 또는 유리하게 되어 있어 수도결제일이 다가옴에 따라 한쪽이 다른 쪽을 궁지에 빠뜨릴 수 있게 되기 때문이다.

둘째, 시장에서 어느 정도 獨占的인 位置를 확보하고 있는 시장참여자들이 선물거래에 대한 저항을 보이기 때문임을 들 수 있다.

셋째, 시장에서 投機去來가 充分하지 못하기 때문임을 들 수 있다. 즉, 충분한 투기거래가 시장에 존재하지 않아 헤징거래에 있어서의 매도초과 壓迫을 解消시켜주지 못하면 선물가격은 대부분의 경우 침체상황을 벗어나기 힘들 것이다.

그러므로 선물시장의 성공적인 운영을 위하여는 충분한 헤징 및 투기수요가 있어야 한다고 볼 수 있는데 헤져와 투기자를 유인하는 데 있어서 매우 중요한 점이 先物契約 自體의 去來條件이라고 할 수 있다.

선물시장에서 투기수요가 충분하지 못하면 헤징의 비용이 상승하게 되고 이러한 費用上昇은 헤징거래를 위축시켜 선물시장의 성공을 가로막게 되므로 충분한 투기수요의 확보는 성공적인 선물거래를 위하여 매우 필요하다고 할 수 있다. 따라서 많은 수의 투기자를 선물시장으로 끌어들이기 위하여는 선물계약의 契約單位를 작게 만들어 적은 자본을 가진 투기자들도 선물거래를 하는 것이 용이하도록 하게 할 필요가 있다고 判斷된다.

나. 政府 및 一般國民의 否定的 視覺

우리나라 정부 및 일반국민들이 선물거래는 투기성이 강하고 투기거래를 사회적으로 바람직하지 못하다는 視覺을 가지고 있는 상황에서 만약 선물거래 도입 후 선물시장에서 가격변동이 있게 되면 선물거

래를 그러한 波動의 主犯으로 몰아버릴 가능성이 상당히 크다고 여겨진다. 따라서 利益追求의 과정이 公正하고 正當하게 될 수 있도록 하기 위하여는 규제기관이 그 기능을 제대로 수행할 수 있도록 제도적으로 충분한 補完裝置가 있어야 할 것이다. 그러나 투기거래 그 자체를 죄악시하는 것은 우리나라 선물시장의 발전을 크게 저해하는 요인으로 작용하게 된다. 왜냐하면 투기거래자들은 헤저들만으로는 해결되지 않는 市場不均衡 狀態를 解消시켜 주고 시장의 유동성을 제고시키는 매우 중요한 역할을 수행하기 때문이다. 그러므로 국내 선물시장의 발전을 위하여 가장 중요한 것이 정부 및 일반국민의 투기거래에 대한 認識의 轉換이라고 할 수 있다.

7. 日本 株價指數先物 導入 初期의 實行錯誤

일본 선물시장 도입초기의 실패는 현물시장과 선물시장이 효율적으로 連繫되지 못한 데 가장 큰 원인이 있었다. 현물과 선물시장이 효율적으로 운영되기 위해서는 양쪽시장 規模의 均衡 외에 투자자들이 양쪽시장에서 자연스런 상태에서 매매하도록 해야 하는데 일본은 그렇지 못했다.

일본 현물시장은 그 역사가 꽤 깊은 편이며 따라서 오랜 세월동안 蓄積되어 온 규제가 중첩되어 있었지만, 선물시장은 규제가 거의 없었다. 그 결과 거래가 자유로운 선물시장으로 資金이 빠져나가고 선물시장과 현물시장을 연결시키는 차익거래를 효율적으로 할 수 없는 등의 폐해가 생겨난 것이다.

일본 증권당국은 선물시장 가열을 막기 위해 先物市場 手數料를 규제강화책의 일환으로 92년 3월에 일률적으로 2배 인상하는 우를 범했다.

<表 4-2> 매매 위탁수수료율(95년 2월말 현재)

매매금액 백만엔			주식		주가지수 선물	
이상		미만	%	+ 엔	%	+ 엔
	~	1	1.150		0.08	
1	~	5	0.900	2,500	0.08	
5	~	10	0.700	12,500	0.08	
10	~	30	0.575	25,000	0.08	
30	~	50	0.375	85,000	0.08	
50	~	100	0.225	160,000	0.08	
100	~	300	0.200	185,000	0.06	20,000
300	~	500	0.125	410,000	0.04	80,000
500	~	1,000	0.100	535,000	0.02	180,000
1,000	~		자유화		0.01	280,000

주 : 예를 들어 100만엔 이상 500만엔 미만의 주식 매매를 실행했을 경우에는 매입금액의 0.9%에 2,500엔을 더한 금액이 위탁 수수료가 된다. 매매금액 10억엔 이상인 주식매매의 경우에는 수수료는 자유화되었으나 1,535,000엔을 밀돌아서는 안된다.

자료 : 俊野雅司, "일본의 주가지수선물거래 도입의 경험", 「大和證券 서울지점 개설 2주년 기념 강연회 자료」, 다이와 종합연구소, 1995.3.28, p.8.

현물에 비해 주가지수선물의 수수료가 지나치게 낮다는 게 명분이었지만 오히려 現物の 手数料를 낮춰야 했다. 거래를 활발하게 하기 위해서는 수수료는 낮을수록 좋았다.

한가지 주목할 점은 초기에 일본의 기관투자자들이 외국계 특히 미국 증권회사들에게 완전히 당했다는 사실이다. 주가지수선물에 對應하는 체제에 있어서는 시스템대응이나 후선 부서의 지원이 미약했다.

그러나 더욱 決定的인 原因은 선물시장 초기에 일본의 기관투자자에게 가해진 明文化되지 않은 規制다. 行政指導 形式으로 이뤄지는 일본정부의 규제는 법적인 근거가 없어 외국증권사에 전달조차 할 수 없는 것들이 많았다.

외국증권사는 규제를 염두에 두지 않은 자유스러운 상태에서 선물거래에 나섰기 때문에 게임의 결과는 이미 정해져 있었다.

第2節 政策次元의 對策 및 活性化 方案

1. 市場造作 可能性 防止

先物市場에서의 價格操作은 비록 간헐적이기는 하지만 先物市場의 가격예시기능 및 헤지기능의 경제적 효율성을 저하시키는 결과를 초래한다. 先物去來條件과 시장미시구조가 잘못 설계되고 운영될 경우에 跛行的去來行爲가 나타날 여지가 있다. 즉, 현물과 선물가격의 相關關係를 저하시켜 先物去來의 헤징효과도 감소되며 왜곡가격에 의한 所得의 不公正한 재분배가 나타나는 것이다.

현재 세계적으로 이러한 조작행위를 사전에 방지하고 발생 후에도 대처할 수 있는 措置로 많이 이용되는 제도적 장치로는 投機限度の 設定, 證據金 調整, 現金決濟方式의 採擇, 일정한도 이상의 포지션 保有者에 대한 報告義務化, 非常措置權 發動 등을 이용하고 있다. 이러한 제재조치와 함께 市場 監理制度와 불공정 거래에 대한 規制制度의 整備 및 規制機關의 專門化가 병행되어야 할 것이다.

2. 過剩投機 抑制

낮은 증거금율과 비용으로 큰 레버리지 효과를 가져오는 先物市場은 본질적으로 활발한 投機去來를 자극하기 마련이다. 투기가 장기적으로 價格불안정을 야기시킨다는 것이 理論的·實證的으로 타당하다는 支配論은 현재 없으나 일시적으로 價格을 교란시킬 수 있다는 것을 부인할 수는 없다. 또한 선진국처럼 일반투자자가 선물투자신탁이나 투자자문사, 증권사와의 一任賣買契約을 통해 간접적으로 선물시장에 참여할 수 있는 기회가 없기 때문에 선물의 투기성이 크게 強調될 수도 있으며 증권사간 競爭이 심화될 경우 딜러당 포지션 한도관리가 느슨해져 선물시

장이 투기장화될 가능성도 충분히 있다. 일례로 223년의 전통을 지닌 영국의 베어링 그룹이 '95년 2월 27일 한 달러의 선물거래 실패로 인하여 한 순간에 파산한 사실은 '96년 주가지수선물시장을 앞둔 현시점에 많은 敎訓을 주고 있다.⁸⁴⁾

따라서 이에 대한 對處方案으로 첫째, 미국처럼 투기목적과 헤지목적의 口座를 구분, 헤지목적의 거래에 대해서는 거래한도에 제한을 두지 않는 것은 물론 手數料도 투기목적보다 낮춰주는 방안도 講究되어야 한다.⁸⁵⁾

둘째, 철저한 내부적 統制裝置를 통해 파생상품거래 현황을 정확히 파악해야 하며 특히 이익을 추구하는 금융권의 경우에는 달러별 포지션 限度를 정확히 하여야 하며 달러가 순간적으로 거대한 투기에 빠지지 않을 수 있게 自動限度 管理시스템 및 危險管理 시스템 같은 컴퓨터 시스템이 具備되어야 한다.

셋째, 政府次元에서 파생상품시장에 安全裝置는 마련하여야 하며 선진국 금융당국이나 國際金融機構들이 협조하여 시장통제 기능 및 감독을 도모해야 하며 유사시 국제금융시장 불안으로부터 자국의 금융시장을 保護할 수 있는 制度的 裝置도 마련되어야 한다.

3. 清算機關의 安定性 維持

심한 價格變動으로 인한 先物去來者들의 거래 불이행은 청산기관, 나아가서는 金融産業 전반에 확산될 수 있어 파행적 외부경제효과를 일으킬 수 있다. 따라서 清算機關이 공공적 특성을 갖고 적절한 수준의 안정성을 유지하는데 드는 비용을 부담하지 않고 편승하려는 요인을 除去하기 위해서도 이에 대한 규제는 필요하다.

구체적 제도장치로는 清算會員에 대한 資格設定, 去來限度, 證據金, 日日精算, 포지션한도 등이 考慮되어야 할 것이다.

84) 김형식, 「前掲書」 p. 39., 조선일보, 1995. 3. 5. 참조

85) 한국경제신문, 95. 3. 13.

4. 專門人力 養成

先物市場의 성공적인 운영을 위해서는 향후 외국에서와 같이 장내중개인(Floor Broker), CTA(Commodity Trading Adviser), AP(Associated Person), 선물전담회계사 등 많은 전문인력을 필요로 하게 될 것이다. 우리의 실정에서는 일반투자자들의 投資意識 轉換, 專門投資者의 育成, 行政部署 및 去來所 職員에 대한 敎育, 향후 先物仲介會社の 育成 등이 요구되고 株價指數先物去來의 公信力 提高와 선물거래업자의 업무수행능력의 향상을 위하여 선물중개사 자격제도의 도입이 필요할 것이다. 운영기관은 물론 실제 거래에 참가하는 기관투자자들 모두에 있어 전문인력의 사전교육을 통한 양성은 公·私機關을 막론하고 先行되어야 할 것이다.

선물거래에 대한 이해도가 높지 못한 개인 또는 기관은 선물거래를 주저할 것이므로 이들을 선물시장에 끌어들이기 위하여는 선물관련 전문인력의 養成을 위해 심도 있는 교육기회를 제공할 수 있도록 많은 노력이 필요하다고 판단된다.

5. 一般 投資者의 保護

專門知識과 市場情報가 결여된 일반투자자들은 先物去來 중개인의 詐欺, 不公正去來, 二重去來, 虛偽情報 유포 등으로 先物市場에서 큰 손해를 볼 가능성이 크다. 따라서 엄격한 先物去來 仲介人の 登録制, 危險公示約款의 告知義務化, 顧客資金의 分離保管, 去來方式 및 注文執行方式의 規制 등이 이루어져야 한다. 또한 전문가 시장인 先物市場의 이익을 일반투자자들이 향유할 수 있도록 投信·證券·保險 등 제반 금

용기관들과의 제휴를 통해 금융펀드의 상품성을 높여 일반투자자들도 간접적으로 株價指數先物市場에 참여할 수 있는 機會를 擴大시키는 것도 안정적 시장발전과 투자자 보호에 중요하다고 본다.

6. 先物去來에 對한 敎育 및 弘報活動 強化

선물거래에 대한 교육 및 홍보활동의 강화를 위해 신상품에 관한 체계적 교육프로그램, 研修資料의 開發이 필요하며 이러한 교육 및 연수기능의 강화를 위해 많은 努力과 豫算이 投入되어야 할 것이다. 또한 거래소 및 회원사 임직원에 대한 실무 및 이론교육기회의 확대가 필요하고 이를 위해 證券研修院 또는 去來所 산하기관내에 新商品專門敎育機關 혹은 교육프로그램의 상설이 요구된다고 보아진다. 나아가 신상품에 대한 理解增進을 위해 지속적이고 광범위한 홍보활동의 展開도 준비되어야 할 것이다.

7. 情報獨占의 防止

선물거래란 상대적으로 뛰어난 情報를 갖고 있는 자가 이 정보를 이용하여 投機를 행하려는 욕구 등에 의해서 去來가 발생되며, 이들의 참가는 시장정보의 質과 量을 增大시킨다는 肯定的 효과가 있는 반면 시장정보에 어두운 소액 투자자들에게는 정보의 不均衡에 의한 손실폍 확대라는 否定的 효과가 있다.

따라서 단순한 자본력과 정보의 독점에 의한 대주주 및 대형기관투자자들의 情報偏重의 심화를 해소하고 소액투자자를 보호하여 건전한 주식시장 및 선물시장의 발전을 도모하기 위하여서는 첫째, 內部者去來를 철저히 根絶시켜야 한다. 미공개정보를 이용한 불공정거래의 하나

인 내부자거래를 철저히 근절시키기 위해서는 處罰규정을 강화하여 발생이익 또는 회피할 손실의 2배이상 罰金을 부과하고 처벌을 강화한다.

둘째, 기업 공시자료의 信賴性을 높여야 한다. 기업 공시자료의 신뢰성을 높이기 위해서는 財務諸表 監査를 강화하고 일반투자자들이 기업정보를 신속하고 쉽게 접할 수 있는 전반체계를 갖추도록 한다.

셋째, 소액투자자에게 책임 있는 諮問을 해줄 수 있는 미국의 공인 증권분석사(CFA)제도나 등록대리인(RR)제도 같은 투자자문 전문기관과 專門人力의 確保가 시급하다.

8. 適切な 去來制度의 定立

과당투기를 유발하지 않으면서 활발하고 안정한 거래를 가능케 하기 위하여는 賣買金額單位 및 證據金의 水準을 우리나라 실정에 맞게 적절히 설정하는 것이 필요하다. 매매금액단위 및 증거금의 수준을 너무 낮게 설정할 경우에는 양질의 기관투자가보다 투기성이 높은 개인투자자의 참여가 많아짐으로써 선물시장이 投機市場化할 우려가 있으며 반면 이를 너무 높게 設定하면 去來活性化에 지장을 초래할 가능성이 있다. 또한 매매금액단위 및 증거금의 수준에 선물가격의 급격한 등락으로 투자자의 倒産 등이 誘發되지 않도록 여타국의 예와 같이 일일가격 변동폭의 제한 등도 반드시 考慮되어야 할 것이다. 참고로 주요국의 주가지수선물거래의 내용을 요약하면 <表 4-3>와 같다.

<表 4-3> 주요국 주가지수 선물거래 내용

구 분		미 국 (CME : S&P500)	일 본 (TSE : TOPIX)	한 국 (KSE:KOSP1200)
계약단위(Contract)		1계약=지수×\$500	1계약=지수×¥10,000	1계약=지수×₩500,000
호가단위(Tick)		0.05pt	1pt	100pt미만→0.05pt 100pt이상→0.1pt
가격제한폭(Price Limit)		지수대별 5.5~7.7%	지수대별 3.5~4.5%	기준가격대비 ± 5%
매매시간(Trading Hour)		9:30-16:15 (현물폐장16:00)	오전 9:00-11:00 오후 13:00-15:10 (현물폐장15:00)	오전 9:40-11:40 오후 13:20-15:30 (현물폐장15:20)
주문방법(Order)		Market Order Limit Order 등 다양	Market Order Limit Order	초기:Limit Order 추후:Market Order 허용
증거금(Margin)	위탁	개시5%, 유지3.5%	개시9-30%,유지6-27%	개시15%, 유지10%
	매매	3.5%	6-25%	10%
만기월(Delivery Month)		3,6,9,12월	3,6,9,12월	3,6,9,12월
만기일(Expiry Date)		만기월 제3금요일	만기월 제2금요일	만기월 제2목요일
최종거래일(Last Trading Day)		만기 1일전	만기 1일전	만기일
결제가격(Settling Price)		만기일 현물시가	만기일 현물시가	만기일 현물종가
청산방법(Clearing Method)		반대매매 및 만기청산	반대매매 및 만기청산	반대매매 및 만기청산
일일정산(Marking to Market)		차액수수 가능	차액수수 불능	차액수수 불능
위탁수수료(Commission)		자율	0.4%	0.1%수준

9. 規制制度의 整備

미국, 일본 등 주요 주가지수선물 시장에서는 Circuit Breaker제도, 포지션제한제도, 그리고 증거금 및 거래비용 조정정책 등 주가지수 선물에 대한 일단의 規制強化措置가 導入되고 있는 실정이다. 이들 시장 규제제도의 목적은 시장의 안전성 보장과 가격조작의 방지 등에 있기에 주가변동성의 위험에 대비하여 이러한 規制政策도 고려하여야 할 것이다.⁸⁶⁾

Circuit Breaker 제도는 1987년 10월 주가대폭락 이후 주식 및 주가지수선물시장의 가격변동성을 감소시키고 시장의 급격한 변동상황에서

86) 李度憲, “주가지수선물시장의 규제정책에 대한 소고”, 『선물의 세계』, 1994.1, pp. 10-11.

주식 및 선물시장의 信用體系를 유지하고 시장의 유동성을 확보하여 선의의 투자자를 保護하는데 목적이 있으며 가격하락폭제한 (down side price limit), 去來中止(trading halt), 특정거래 형태의 거래제한 조치 등으로 구성되어 있다. 우리 주식시장의 상-하한가 제도나 선물시장의 일반적인 가격제한 제도는 전일 終價 基準으로 上昇價格과 下落價格幅을 사전에 지정해 시장의 안정성을 유지하는데 목적이 있다. 하지만 Circuit Breaker 제도의 가격하락 제한은 가격하락폭을 미리 정해 두어 이 가격 제한폭 이하로 가격이 하락할 경우에만 거래가 성립되지 않는 특징이 있는데 이는 주가지수선물 및 주식 양시장 가격이 급격히 同伴下落하는 현상을 방지하는데 목적이 있기 때문이다. 去來中止措置의 목적은 시장의 불안정성으로 매입주문량과 매도주문량 사이에 큰 차이가 있어 시장의 유동성이 크게 위협받는 상황에 대처하여 시장의 안정성을 確保하는 데 있다. 거래중지 조치가 취해지면 어떠한 가격대에서도 선물거래가 이루어지지 않는다. 즉 주가지수선물의 가격하락폭이 가격하락제한폭 이내에 있더라도 거래중지 조치가 취해지면 거래가 성립될 수 없다. 미국 CME의 S&P 500 주가지수선물의 경우 동지수가 전일보다 30point이하로 하락하면 1시간동안 거래가 중단되며, S&P 500 지수가 전일보다 50point이상 하락하면 당일거래는 완전 중지된다.

Circuit Breaker 제도의 마지막 유형으로 특정거래 형태의 제한제도는 주식시장의 불안정성을 증대시키는 것으로 인식되고 있는 프로그램 트레이딩 등 株式市場의 불안정성을 유발하는 특정거래형태를 제한하는 제도로써 뉴욕증권거래소의 경우 다우존스산업지수가 전일보다 25point 하락하면 동거래소의 DOT거래체결시스템에서 프로그램거래는 거래체결에 있어 우선권을 상실하게 되며, 동지수가 전일보다 96point 하락하면 매입 매도주문이 일정수준에서 均衡을 유지할 때까지 프로그램거래를 전면 중지시키고 있다.

포지션제한제도는 선물시장에서 거래자가 취할 수 있는 포지션의 수를 일정수준에서 제한하는 제도이며, 이 제도의 목적은 선물시장에서

특정거래자가 지나치게 많은 거래비중을 차지하여 全體市場에 대한 지나치게 큰 影響力을 行事하는 것을 防止하는 데 있다.

증거금 및 거래비 등 조정정책은 증거금, 거래소 중개수수료 등 선물거래비용을 인상하여 투기거래를 제한함으로써 지나친 투기거래로부터 현물 및 선물시장의 불안전성과 일반투자자의 投資危險 增大를 防止하는 데 있다.

第3節 證券市場의 管理方向

1. 規制의 方向

주가지수선물거래에 대한 규제는 주가지수선물거래가 제공하는 바람직한 社會的 機能을 수행할 수 있어야 한다. 그러기 위해서는 가격결정의 기능이 제대로 수행될 수 있도록 도와주어야 하며 미래의 불확실성에 대한 危險의 移轉이 효율적으로 이루어질 수 있는 範圍 안에서 실시되어야 한다. 선물시장의 역할 중에서 중요한 貢獻중의 하나는 거래비용의 감소를 통하여 위험이전의 비용을 감소시킨다는 것이므로 거래비용의 감소에 대한 적절한 對策이 要求된다. 여기에는 선물시장 거래비용의 감소뿐만 아니라 현물주식시장의 거래비용에 대하여도 양시장의 均衡發展을 위하여 검토해 보아야 한다.

2. 電算시스템의 完備

선물시장의 관리에 있어서 우선적으로 중요한 것은 기술적인 준비를 철저히 하는 것이다.

현대의 金融去來는 컴퓨터의 도움이 없이는 수행될 수 없을 정도로 빠르고 정확한 情報의 移動을 필요로 한다. 전산시스템의 준비는 증권거래소뿐만 아니라 差益去來를 통하여 適正價格 형성에 기여할 기관투자자들에게도 필요하다. 그리하여 현물증권시장과 선물주가지수거래가

전체적인 증권시장의 틀 안에서 포트폴리오 관리의 역할을 제대로 수행할 수 있어야 될 것이다.

예를 들어서 ‘검은 월요일’의 경우에 증권시장에서 가격형성이 적시에 이루어지지 못하였기 때문에 시장참여자들은 가격에 대한 정확한 정보를 갖지 못하였으므로 불안감을 增幅시켰고 동시에 加速적으로 시장기능의 麻痺現狀을 초래하였다고 볼 수 있다. 그러므로 풍부한 유동성이 시장 성공의 요소중의 하나라면 풍부한 유동성을 무리없이 관리할 수 있는 기술적 뒷받침은 필수적인 것이다.

3. 株式市場의 健全化 및 自律性 確保

우리나라 주식시장은 아직까지 기관투자가에 대한 行政指導 및 巨額의 通貨安定證券 配定 등 정부의 직·간접적인 중시규제조치가 상존하고 있으며 주식투자자들의 상당수가 企業의 內部價値에 대한 철저한 分析 및 展望을 토대로 투자하기보다는 주가자체의 흐름이나 정부의 중시부양책 등 각종 조치나 루머에 의존하여 短期差益을 목적으로 투자하는 傾向이 많은 등 주식시장의 健全性 및 自律性이 미흡한 실정이다.

따라서 건전하고 자율적인 주식시장 육성을 위하여는 우선 정부차원의 주식시장 규제조치나 인위적 중시부양책 등은 가급적 지양되어야 할 것이며 이러한 가운데 투자자들의 투자 자세가 정부의 중시부양책이나 주가자체의 흐름 및 각종 루머 등에 의존하기보다 기업자체의 안전성이나 성장성 등 내부경제가치에 대한 분석 및 전망에 依存하는 投資姿勢가 確立되어야 할 것이다.

4. 向後 金融先物去來所의 設立 必要性

주가지수선물의 국내도입으로 현물시장의 가격변동성 증가현상과 Black Monday와 같이 株式市場의 暴落으로 인한 시장마비현상의 위험을 回避하기 위해 양시장간의 유기적인 연계성이 중요하며, 이는 1차상품과

동일한 거래소와 일원화된 법규체제 그리고 감독기관이 필요하다고 본다. 따라서 증권시장이 국민경제에서 차지하는 비중을 고려할 때 초기에는 일본의 경우와 마찬가지로 주가지수선물은 증권거래소에서 取扱됨으로써 設備費用을 줄일 수 있고,⁸⁷⁾ 1차상품의 취급경험을 살려 양시장간의 연계성을 도모할 수 있을 것으로 본다.⁸⁸⁾

그러나 선물시장의 중요한 경제적 의의는 현실적으로 존재하는 투기자금(부동자금)이 地下經濟로 流入되는 것을 防止하고 去來所라는 公的機構로 흡수하여 정해진 규칙 하에서 投資行爲를 하도록 유도해서 不動資金을 生産資金化시키며 아울러 實物經濟活動을 하는 생산자, 소비자, 중간상인들에게도 가격변동이란 위험을 투기하는 자들에게 전가시킴으로서 실물경제의 주체들이 당면하게 될 경영의 손실 가능성을 회피하는 裝置와 道具를 제공하는 데 있다. 또한 기능적인 면에서 선물거래소는 危險轉嫁(Risk Transfer)시장이며, 증권거래소는 자본형성(Capital Formation) 시장으로 양자가 구별되기 때문에 두개 시장의 運營原則이 다르다는 것이다. 즉, 시장은 현물에 따라 따로따로 시장이 개설되지만 선물은 대상물이 주가지수, 이자율, 외환이건 간에 파생적인 상품으로서 따로따로 거래할 이유가 없다는 것이다. 이는 전 세계적으로 주가지수선물을 거래하는 23개국중 모두 證券去來所와 先物去來所를 分離 운영하는데 유일하게 일본, 노르웨이, 칠레 3개국만 증권거래소에서 주가지수선물을 거래한다는 사실에서도 알 수 있다.<表 4-4참조>⁸⁹⁾

따라서 金融産業이나 先物産業의 향후 발전이나 國際競爭力을 감안할 때 장기적인 관점에서 선물을 전담하고 추진하는 종합적인 金融先物去來所의 設立이 자원의 효율적 측면에서 필요하다고 보며, 또한 주가지수선물거래도 향후 한국종합금융선물거래소에서 함께 거래하는 것이 바람직하다고 생각된다.

87) 權相璋, "국내금융선물시장의 효율적인 발전방향", 「선물의 세계」, 한국금융선물협회, 1994. 7, pp. 5-6.

88) 변종국, "주가지수선물시장 개방에 대한 견해", 「선물의 세계」, 한국금융협회, 1994. 5, pp. 10-11.

89) 최진욱, "일본의 미국주가지수 선물시장 참여 경험담", 「선물의 세계」, 한국금융선물협회, 1994. 5, pp. 32-33.

<表 4-4> 세계 주가지수선물 상장 현황

▶ 선물거래소 상장 현황

국명	거래소명	지수명
미국	Chicago Board of Trade Chicago Mercantile Exchange Kansas City Board of Trade New York Futures Exchange Commodity Exchange	Wilshire Small Cap S&P500, MMI, Nikkei225, FT-SE100 Russell 2000, S&P Mid Cap 400 Value Line, Mini Value Line NYSE Composite, NYSE Utility Eurotop 100
호주	Sydney Futures Exchange	All-Ordinaires
오스트리아	Austrian Futures & Options Exchange	ATX
벨기에	Belgian Futures & Options Exchange	BEL 20 Index
브라질	Bolsa de Mercadorias & Futures	Ibovespa Stock Index
캐나다	Toronto Futures Exchange	Toronto 35 Stock Index
덴마크	FUTOP	KFX
프랑스	Marche a Terme Int'l de France	CAC 40
핀란드	Finnish Options Market	FOX
독일	Deutsche Terminboerse	German Stock Index(DAX)
홍콩	Hong Kong Futures Exchange	Hang Seng. HS Properties HS Finance, HS Utilities
아일랜드	Irish Futures & Options Exchange	ISEQ
네덜란드	Financiele Termijnmarkt Amsterdam	Dutch Top5, EOE Dutch, Eurotop 100
뉴질랜드	New Zealand Futures & Options Ex.	NZSE-40 Capital
싱가포르	Singapore Int'l Monetary Exchange	Nikkei 225
남아공화국	South African Futures Exchange	All Share, JSE Industrial
스페인	Meff Renta Variable	IBEX-35
스웨덴	OM Stockholm	Swedish OMX
스위스	Swiss Options and Financial Futures Exchange	Swiss Market
영국	London Int'l Financial Futures and Options Exchange OM London	FT-SE 100 OMX Index

▶ 증권거래소 상장 현황

국명	거래소명	지수명
일본	Tokyo Stock Exchange Osaka Stock Exchange	TOPIX Nikkei 300, Nikkei225
칠레	Santiago Stock Exchange	IPSI Index
노르웨이	Oslo Stock Exchange	OBX

자료 : Futures지에서 발간한 "1995 Source Book" 에서 발췌한 것임. pp.70-94.

第5章 結 論

本論文은 다양한 金融先物去來중에서 株價變動危險에 效率的으로 對處할 수 있는 제도로써 그 도입의 필요성과 가능성이 여러 先行研究에서 검토된 株價指數先物去來에 대한 일반적인 내용의 고찰과 이러한 去來가 株式市場에 미치는 影響 및 問題點을 살펴보고 이에 대한 對處方案을 제시함으로써, 앞으로 導入되는 주가지수선물시장의 具體的 方案마련에 필요한 參考資料가 되고자 한다.

주가지수선물거래는 1982년 미국에서 처음으로 시행되어 짧은 시간에도 불구하고 비약적인 成長을 거듭하여 오고 있다. 既存金融市場의 版圖를 바꾸어 놓을 만큼 주가지수선물거래가 飛躍的으로 成長하는 이유는 주가지수선물거래가 體系的 危險을 低下시키며, 市場의 流動性을 向上시키는 동시에 未來價格情報를 제공하는 것 이외에도 새로운 投資手段을 제공하고 있기 때문이다.

株價指數先物市場이 개설되면 헤저나 투기자들의 매매를 통하여 주식투자의 危險과 기대수익을 저렴한 費用으로 조절할 수 있으므로 주가變動危險의 效率的 再配分, 株價情報의 傳達, 새로운 投資機會의 提供 및 포트폴리오 管理의 效率化, 去來費用의 節減 및 流動性 向上 등 肯定的인 효과가 기대된다. 하지만 본 제도에 올라 이같은 긍정적인 효과가 나타나기 이전의 市場初期에는 앞에서 언급되었던 몇 가지 否定的 波及效果도 무시할 수 없다.

주가지수선물거래가 효율적으로 일어나 그 경제적 효과를 발휘하려면 우선 證券市場의 機能提高로 주가지수선물거래 도입에 따른 與件造成이 필요하다. 이를 위해서는 현재보다 주식시장이 자율적으로 시장 메카니즘에 따라 운영되어야 하고, 거래비용 등 거래마찰 요인들이 축소되어 운영 효율성이 增大되어야만 한다. 이와 같은 주가지수선물시장은 機關投資家의 시장이라 할 수 있으므로 기관투자자들의 기능을 제

고시켜야 할 것이다.

또한 주가지수선물거래가 성장 발전하기 위해서는 첫째, 주식시장에 대한 自律化가 大幅的으로 이루어져야 한다. 선물시장과 현물시장 사이에 심한 규제 차이가 나타나면 規制가 많은 시장에서 적은 시장으로 거래가 移轉되고 규제 차이를 이용한 差益去來가 일어나 資金흐름의 왜곡 현상이 나타날 수 있다. 그러므로 주가지수선물시장의 도입 여건 조성을 위해서는 주식시장의 자율화가 현재보다 좀더 진전되어야 한다. 또한 證市 安定化나 浮揚을 위한 證券政策當局의 인위적인 證市 介入은 근절되어야 한다.

둘째, 株式市場의 운영 효율성 제고를 위하여 信用去來制度의 整備, 去來費用의 自律化 및 電算 賣買制度의 整備가 필요하다. 특히 去來手續料의 실질적인 자율화가 이루어져야 한다. 국내 투자자와 외국인 투자가 사이에 거래비용 차이, 現物市場과 先物市場간의 거래비용 차이로 거래비용 차익거래가 발생할 수 있다. 이러한 거래비용 차이는 「제로섬」시장인 선물시장에서 한쪽으로 去來利得을 偏重시킬 수 있다. 따라서 先物市場에서는 거래비용이 지나치게 현물시장과 차이가 나지 않도록 운영되어야 하며 양 시장간 거래비용의 조화가 이루어질 수 있도록 하여야 한다.

셋째, 증권시장의 情報 效率化 増大를 위하여 企業公示制度의 強化와 賣買情報公開의 擴大가 필요하다.

넷째, 投資家들이 직접뿐만 아니라 간접적으로 주식을 투자할 수 있는 기회를 확대하고 기관투자자의 범위나 크기를 확대하여 이들의 역할이 증대될 수 있도록 유도하는 것이 필요하다. 이제는 전문 투자분석기관들의 投資分析 능력을 제고시키고 이들의 投資諮問이나 이들이 운용하는 投資 Fund에 참여하여 주식투자를 하는 여건을 조성할 필요가 있다.

아울러 주가지수 선물거래시장이 開設되어 성공적으로 운영되기 위해서는 위에서 열거한 주식시장의 여건조성과 함께 효율적인 선물시장

구조를 構築하여야 한다. 선물시장의 구조는 유동성, 가격변동성, 정보 전달 편리성 등을 고려한 선물시장 미시거래구조, 공신력 있는 결제·지급제도, 불공정거래 방지와 투자자 보호를 위한 監督規制體系 등을 구축하고, 회계·세무제도 등 下部構造를 정비하여야 한다.

첫째, 주가지수선물시장의 賣買制度는 株價의 變動性이 증대되지 않고, 價格操作 가능성이 없으며, 현물에서 선물로 거래이전이 지나치게 일어나지 않고, 유동성이 保障되도록 設計되어야 한다.

둘째, 선물시장이 安全性을 維持하기 위하여는 公信력 있는 決済·支給制度의 構築이 필요하다.

셋째, 先物去來 監督制度의 構築에 있어서는 株式市場과 派生金融市場인 주가지수선물시장간의 수직적 연계와 함께 주가지수선물거래 참여자들이 여러 金融機關을 포함한다는 점에서 다른 금융시장과의 수평적 연계를 고려한 감독체계의 구축이 필요하다.

넷째, 주가지수선물거래를 도입하기 위해서는 會計制度, 稅務制度 등 下部構造를 정비하여야 한다. 또한 선물거래 이득에 대한 資本利得課稅 與否, 先物去來稅의 導入與否 등 선물거래와 연계된 세제상의 정비도 시급하다. 이러한 하부구조 구축에도 國際的 整合性을 고려하여야 할 것이다.

다섯째, 선물거래도입시 주가지수선물거래의 公信력 提高와 선물거래업자의 업무 遂行能力의 향상을 위하여 先物仲介人 資格制度의 도입이 필요하다.

따라서 위에서 살펴본 바와 같이 이같이 중요한 株價指數先物을 도입하는 데는 株價指數先物 去來制度, 清算制度, 監督制度 등에 대한 제도정비는 물론 법적 정비, 전산화, 회계·세무 등 하부구조 정비, 예상시장 참가자들에 대한 敎育 및 實務訓練 등 얼마 남지 않은 96년 株價指數 先物市場의 개설까지 치밀한 진척계획이 樹立되어야 할 것이다.

향후 金融先物市場의 서두를 장식하게 될 한국의 株價指數 先物市場의 개설은 금융의 자율화, 개방화, 국제화 추세에 발맞추어 외국에서와

같이 급속한 금융파생상품의 비중을 빠른 속도로 擴大시켜나갈 것이므로 이에 대한 事前對應 및 適用은 필수불가결의 중요절차가 될 것임을 부인할 수 없다.

本 論文은 制度的 側面에서 賣買制度, 管理制度, 決濟制度, 規制制度 등에 대하여 미국과 일본의 既存理論 및 制度를 文獻중심으로 조사 연구하였기 때문에 實證的 研究에 의한 具體的 대안을 제시하지 못했고 도입시 예상되는 거래 제도상의 問題點을 導出하지 못했다는 한계성이 있다. 따라서 學界 및 業界의 專門的이고 體系的인 研究가 進行되어 정부가 1996년에 계획하고 있는 주가지수선물거래제도가 成功的으로 시행될 수 있도록 지속적인 關心과 研究가 繼續되어야 할 것이다.

參 考 文 獻

[국내 문헌]

(1) 단행본

- 高麗綜合經濟研究所, 「先物市場概論」, 1991.
- 金泰赫·愼鏞吉, 「先物 市場論」, 박영사, 1994.
- 南尙九, 「投資論」, 泰進出版社, 1993.
- 라비바트라 著·윤유숙 譯, 「세계대공항」, 1995.
- 백용호, 「證券 金融論」, 박영사, 1992.
- 오시학·염후권 「알기쉬운 주가지수 선물거래」, 국일증권연구소, 1994.
- 선경경제연구소, 「金融先物 投資가이드」, 1994.
- 李泳煥, 「體系 株價指數先物去來」, 증권서적출판부, 1991.
- 장영광, 「現代 投資論」, 박영사, 1992.
- 車明準·金喆敎, 「先物去來」, 형설출판사, 1994.

(2) 논문 및 정기간행물

- 權相璋, “국내금융선물시장의 효율적인 발전방향”, 「선물의 세계」, 한국금융선물협회, 1994.7.
- 金慶來, “한국증권시장에서 株價指數先物の 헤징효과에 관한 實證研究”, 서울대학교 석사학위 논문, 1993.2.
- 金鍾旭, “株價指數先物去來가 株式市場에 미치는 效果와 國內 導入方案에 관한 研究”, 홍익대학교 석사학위논문, 1992.6.
- 김형식, “영국 베어링은행 파산 원인 및 시사점”, 「본드브리프」, 제일경제연구소, 1995.3.5.
- 鞠燦杓, “國內先物去來導入을 위한 政策的 方向”, 「先物研究」, 한국선물학회, 1993.8.

- 민상기, “先物去來導入과 規制法 및 規制機關”, 「先物研究」, 한국 선물학회, 1993.8.
- 민성기, “株價指數先物去來와 證券市場”, 한성대학교, 1994.10.
- 朴景璘, “先物市場의 價格例示機能을 위한 單位根 檢定”, 고려대학교 석사학위 논문, 1993.
- 朴相勉, “株價指數先物の 理解와 活用”, 「先物經濟」, 선물거래협회의, 1994.1-2.
- 卞鐘國, “株價指數 先物市場 開放에 대한 見解”, 「先物の 世界」, 한국금융선물학회, 1994.7.
- _____, “株價指數先物の 性格과 去來의 理解”, 「證券」, 한국증권업협회, 1993.12.
- 徐錫均, “株價指數先物 去來制度에 관한 일반적 考察”, 동국대학교 석사학위논문, 1991.6.
- 先物去來協議會, “先物去來”, 1991.
- 申東明, “株價指數先物の 導入方案”, 「상장협」, 춘계호, 1993.
- 신지호, “派生金融商品의 최근 動向과 規制強化 論議”, 「본드브리프」, 제일경제연구소, 1994.9.5.
- 愼鏞吉, “先物價格 決定模型”, 「先物經濟」, 선물거래협회의, 1994.6.
- 심병구 외, “新商品 導入 妥當性 調査”, 한국증권학회, 1990.
- 梁封鎖, “91년 세계선물 및 옵션거래실적 분석”, 「先物經濟」, 1992.3.
- 梁聖國, “株價指數先物市場의 효율적관리 방안”, 「先物の 世界」, 한국금융선물협회, 1994.12.
- 유재진, “株價指數先物去來 導入이 株式市場에 미치는 影響, 問題點 및 그 對策”, 「본드 브리프」, 제일경제연구소 1994.3.
- 윤계섭, “주가지수선물거래제도 도입의 필요성”, 「株價指數 先物市場 개설을 위한 설명회」, 한국증권거래소, 1993.7.13.
- 윤병수, “韓國證券市場에서 株價指數先物の 헤징효과에 대한 연구”, 서울대학교 석사학위 논문, 1993.2.

- 玉基律, “株價指數先物の 도입이 株式市場의 분산성과 시장효율성에 미치는 效果에 관한 實證的 研究”, 한국과학기술원, 1992.
- 李度憲, “株價指數先物市場의 規制政策에 대한 소고”, 「先物の 世界」, 한국금융선물협회, 1994.1.
- 李明峻, “株價指數先物 도입이 株式市場에 미치는 影響에 대한 實證 研究”, 연세대학교 석사학위 논문, 1993.8
- 李仁燮, “韓國의 株價水準에 대한 比較 評價”, 한국증권경제연구원, 1994.2.22.
- 李商彬·玉基律, “주가지수선물의 거래는 주식시장의 분산성과 시장 효율성을 증가시키는가?”, 「증권 학회지」, 1992.
- 李永琪·南尙九, “國際競爭力 確保를 위한 韓國 證券市場의 課題”, 한국개발연구원, 1994.3.
- 李元欽, “주식/선물시장의 연계와 감독기관 일원화의 중요성”, 한국 선물시장 연구회, 1988.
- 李弼商, “株價指數先物去來 導入의 經濟的 效果”, 「先物研究」, 한국선물학회, 1993.8.
- 張普勳, “株價指數先物の 헤징효과에 관한 研究”, 서울대학교 석사 학위논문, 1994.2.
- 장유호, “金融先物去來에 의한 投資危險管理 方案에 관한 研究”, 연세대학교 석사학위 논문, 1992.6.
- 장충식·이원흠, “우리나라 株價指數先物去來 導入의 妥當性에 관한 研究”, 「증권학회지」, 한국증권학회, 1990.
- 전갑석, “株價指數先物の 價格決定에 관한 實證研究”, 서울대학교 석사학위논문, 1993.2.
- 鄭相基, “株價指數先物の 價格決定에 관한 實證 研究”, 한양대학교 석사학위논문, 1993.6.
- 曹正錄외 5인, “國內先物去來所 設立·運營에 관한 研究”, 대외경제 정책연구원, 1992.10.

- 曹正鉉, “主要國의 先物市場 規制政策”, 대외경제정책연구원, 1993.10.
- _____, “國際金融 環境變化와 企業의 國際金融市場 活用戰略”, 대외경제정책연구원, 1994.1.
- _____, “주요國의 先物市場 規制制度 比較”, 「先物の 世界」, 한국금융선물협회, 1994.3.
- 증권감독원, “美·日의 株價指數先物去來 規制制度”, 「증권조사월보」, 1993.6.
- 차재능, “先物會計處理의 改善方向”, 「先物研究」, 한국선물학회, 1993.8
- 蔡男基·朴泰一, “프로그램매매의 구조와 매매전략”, 「주식」, 1993.10.
- 崔星根, “先物去來의 公正性 確保에 관한 研究”, 「先物の 世界」, 한국금융선물협회, 1995.3.
- 최진욱, “日本의 美國株價指數 先物市場 參與 經驗談”, 「先物の 世界」, 한국금융선물학회, 1994.5.
- 崔興植·洪範敎, “金融先物去來의 導入 妥當성과 經濟的 效果 分析”, 한국조세연구원, 1993.12.
- 韓國證券去來所, 「先物·옵션 去來制度」, 1993.5.
- _____, “株價指數先物去來에 관한 論文集”, 1993.8.
- _____, “제3회 株價指數先物·옵션 國際세미나 資料集”, 1994.
- _____, “主要國의 株價指數옵션去來制度”, 1994.
- _____, “韓國株價指數(KOSPI)200 解說”, 「株式」, 1994.10.
- _____, “株價指數先物去來의 導入方案”, 「株式」, 1988.10.
- _____, “株價指數先物 模擬市場 運營計劃”, 「證券先物·옵션市場」, 1995.2.
- 한국증권거래소 조사부, 「機關投資者の 株價指數先物利用, 先物の

- 상방괴리와 기관투자자, 日本 株價指數先物市場의 현상과
改善方向」, 증권거래소, 1993.12.
- 한국금융선물협회 시스템개발부, “世界 主要先物市場의 電算去來 시
스템 현황”, 「先物の 世界」, 한국금융선물협회, 1995.2.
- 한국은행 조사부, “日本の 金融先物去來制度 運用經驗과 向後課題”,
「先物の 世界」, 한국금융선물협회, 1995.1.
- 한국 산업증권, “株價指數 先物”, 1994.9.27.
- 俊野雅司, “日本の 株價指數 先物去來 導入의 經驗”, 「大和 證券 서
올지점 개설 2주년 기념 강연회 자료」, 아이와 종합연구소,
1995. 3.28.
- Gorham, Michael “주가지수선물 12년간의 경험”, 「先物の 世界」,
한국금융선물협회, 1994.6.

[국외 문헌]

- 日本銀行月報, “株式先物市場 機能 問題点”, 1993.1.
- Aggarwal, R., “Stock Index Futures and Cash Market Volatility”,
Review of Futures Markets, 1988.
- Board, J., C. Goodhart and C. Sutcliffe, “Inter-Market Volatility
Linkages : The London Stock Exchange”, Securities and
Investments Board, 1992.6.
- Brosen B. W., “Futures Trading, Transaction Costs, and stock
Market Volatility”, The Journal of Futures Market, 1991.
- Cass, D. and K. Shell, “Do Sunspots Matter?”, Journal of
Political Economy, 1983.4.
- Chan, K. C. and G. A. Karolyi, “The Volatility of the Japanese
Stock Market : Evidence from 1977 to 1990”, In
Japanese Financial Market Research, 1991.
- Chari, V. V. and R. Jagannathan, “The Simple Analytics of Com-

- modity Futures Markets : Do They Stabilize Prices? Do They Raise Welfare?", Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, 1990.
- Cornell, B., "Taxes and the Pricing of Stock Index Futures : Empirical Results", The Journal of Futures Market, Vol.5, No.1, 1985.
- Cornell, B. and K. R. French, "The Pricing of Stock Index Futures", The Journal of Futures Market, Vol.3, No.1, 1983.
- Ederington, Louis H., "The Hedging Performance of the New Futures Markets", The Journal of Finance, Vol.34, 1979.3.
- Feinstein, S. and W. Goetzmann, "The Effect of the Triple Witching Hour" on Stock Market Volatility", Economic Review, Federal Reserve Bank of Atlanta, Oct. 1988.
- Figlewski, S., "Explaining the Early Discount on Stock Index Futures : The case for disequilibrium", Financial Analysts Journal, Jul-Aug, 1984.
- Figlewski, S., "Hedging with Stock Index Futures : Theory and Application in a New Market", The Journal of Futures Markets, Vol 5, No.2, 1985.
- Fremault, A., "Stock Index Futures and Index Arbitrage in a Rational Expectations Model", Journal of Business, Vol.64, 1991.
- Freris, A. F., "The Effects of the Introduction of Stock Index Futures on Stock Prices: The Experience of Hong Kong 1984-1987", In Futures Markets: Modelling, Managing and Monitoring Futures Trading, 1983.
- Green, E. J., "Financial Futures and Price Level Volatility", In

- Financial Futures and Options in the VS Economy, 1986.
- Grossman, S., "An Analysis of the Implications for Stock and Futures Price Volatility of Program Trading and Dynamic Hedging Strategies", *Journal of Business*, Vol.61, No.3, 1988.
- Harrington, D., F. Fabozzi and H. Fogler, 「The New Stock Market」, Probus Publishing Co., 1990.
- Harris, L., "The October 1987 S&P 500 Stock-Futures Basis", *Journal of Finance*, Vol.44, No.1, March 1989.
- Hill, J. and F. Jones, "Equity Trading, Program Trading, Portfolio Insurance, Computer Trading and All That", *Financial Analysts Journal*, July-August 1988.
- Hodgson, A. and D. Nicholls, "The Impact of Index Futures Markets on Australian Share Market Volatility", *Journal of Business Finance and Accounting*, 1991.
- Kahl, K., R. Rutz, and J. Singuefield, "The Economics of Performance Margins in Futures Markets", *The Journal of Futures*, Vol.5,. 1985.
- Kamphius, R., R. Kormendi, and J. Watson(eds.), 「Black Monday and the Futures of Financial Markets」, Mid American Institute for Public Policy Research, Inc., 1989.
- Kandice, H.K., D. R. Roger and C. S. Jeanne, "The Economics of Performance Margins in Futures Markets". *The Journal of Futures Market*, Vol.5, 1985.
- Lockwood, L. J. and S. C. Linn, "An Examination of Stock Market Return Volatility During Overnight and Intraday Periods, 1964-1989", *Journal of Finance*, 1990.
- Modest, D. M., "On the Pricing of Stock Index Futures", *The*

- Journal of Portfolio Management, Summer, 1984.
- Modest, D.M. and M. Sunderesan, "The Relationship between Spot and Futures Price in Stock Index Futures Markets : Some Preliminary Evidence", The Journal of Futures Market. Vol.3, No.1, 1983.
- Peters, Ed, "The growing efficient of Index Futures Market", The Journal of Portfolio Management, 1985.
- Poncet,P., "Marché à Terme et d'Options et Volatilité des Cours", Analyse Financière, Mai 1993.
- Roll, R., "The International Crash of October 1987", Financial Analysts Journal, Sept-Oct. 1988.
- Santoni, G., "The October Crash : Some Evidence on the Cascade Theory", Review, Federal Reserve Bank of St. Louis, May 1988.
- Santoni, G. J., "Has Programmed Trading Made Stock Prices More Volatile?", Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 1987.
- Stoll, H. and R. Whaley, "Program Trading and Expiration-Day Effect", Financial Analysts Journal, March-April 1987.
- Subrahmanyam, A., "A Theory of Trading in Stock Index Futures", Review of Financial Studies, 1991.
- Weiner, N.S., "The Hedging Rationale for a Stock Index Futures Contract", The Journal of Futures Market, Vol, 1, No.1, 1981.

ABSTRACT

A Study on the Stock Index Futures Trading

Ju, Woo Jung

Major in Business Administration

Graduate School of Business Administration

Hansung University

In Korea, the stock index futures is scheduled to be introduced in 1996 and the introduction of other financial futures instruments like the bond futures are expected to be followed within 2000.

With reference to the above introduction, this is a study on the issues and ideas of improvement of the stock index futures market, which may influence the whole financial market.

In the second chapter, I investigated the concept of stock index futures trading, regulation system, price fixing and function of risk hedge through a literature review. In the third chapter, I reviewed the necessity of introducing stock index futures and problems that should be settled. This includes a comparative study of early conditions in Japan to minimize possible problems in excuting stock index futures in Korea. In the fourth chapter, the directions to improve the imperfect system are explored according to the economic conditions in Korea.

In the final chapter, summary and conclusions are included. Possible problems are ① enlargement of stock fluctuation in spot market ② possibility of shrinking ③ outflow of national resources abroad ④ influence of carrying out financial policy ⑤ stock jobbing transaction. Based on these problems the study found the conclusions as follows ① preventing possibility of fabricated market value ② restriction of surplus-stock jobbing ③ containing stability of clearing corporation ④ training experts ⑤ enacting regulation system.