

碩士學位論文

指導教授 閔聖基

株價指數先物導入의 問題點과 發展方向

A Study on the Introduction of the Stock Index Futures
Contract including Possible Problems and Future Directions

1995年 8月 日

漢城大學校 經營大學院

經 營 學 科

證 券 金 融 專 攻

沈 龍 燮

碩士學位論文

指導教授 閔聖基

株價指數先物導入의 問題點과 發展方向

A Study on the Introduction of the Stock Index Futures
Contract including Possible Problems and Future Directions

위 論文을 經營學 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

證 券 金 融 專 攻

沈 龍 燮

沈龍燮 의 經營學 碩士學位 論文을 認准함

1995年 8月 日

審査 委員長

印

審査 委員

印

審査 委員

印

目 次

第 1 章 序論	1
第 1 節 研究의 背景	1
第 2 節 研究의 目的	2
第 3 節 研究의 方法 및 範圍	4
第2章 株價指數先物去來의 社會 經濟的機能	7
第 1 節 株價指數先物의 概要	7
1. 株價指數先物去來의 特性	7
第 2 節 株價指數先物去來의 社會 經濟的 機能	8
1. 價格發見의 機能	8
2. 새로운 投資手段提供 機能	9
3. 效率的인 리스크 헤지수단의 提供	10
4. 現物市場의 流動性 擴大機能	10
第 3 章 株價指數先物市場의 發展要因	12
1. 不確實性の 増大	12
2. 接近의 容易性	12
3. 保有株式의 헷지의 필요성	13
4. 證市의 活況	14
5. 컴퓨터 시스템의 導入	14

第 4 章 株價指數先物去來의 去來類型 및 價格決定	16
第 1 節 株價指數先物市場의 去來類型	16
1. 헷지거래 (hedge trading)	16
2. 投機去來(speculation trading)	17
3. 裁定去來 (arbitrage trading)	18
4. 스프레드去來 (spread trading)	21
第 2 節 株價指數先物의 價格決定	23
1. 理論價格의 導出	23
2. 理論價格의 特性	25
3. 프로그램去來 (program trading)	27
4. 포트폴리오保險(portfolio insurance)	33
第 5 章 株價指數先物去來가 金融市場에 미치는 影響	37
1. 證券市場에 미치는 影響	37
2. 現物市場의 資本形成에 미치는 影響	38
3. 金融政策隨行에 미치는 影響	38
第 6 章 導入初期에 발생가능한 問題點	39
1. 差益去來發生 可能性	39
2. 國富流出 可能性	39
3. 株價變動幅의 增加	40
4. 현물시장의 침체	41

5. 베이스(basis) 값의 편중	43
第 7 章 主要國의 株價指數先物去來 發展要因	44
第 1 節 日本의 株價指數去來 發展要因	44
1. 急成長한 先物去來量	45
2. 낮은 去來費用	46
3. 先物去來의 即時性	48
4. 多樣한 投資戰略	49
第 2 節 싱가포르 國際金融去來所의 發展要因	49
1. CME와 상호결제제도 체결	49
2. 投資者의 保護	50
3. 稅金優待制度	50
4. 公開發性呼價	51
第 8 章 KOSPI 200의 性格 및 去來制度	52
第 1 節 KOSPI의 의의 및 선정조건	52
1. 指數算出의 基本方向	52
2. 算出方式	53
3. 種目 選定基準 및 對象期間	54
第 2 節 種目選定方法	54
1. 種目選定을 위한 對象種目(모집단)	54
2. 産業分類方式	55

3. 6개 산업군별 構成種目 選定原則	56
第 3 節 KOSPI 200 去來制度	58
1. 滿期月の 選定	58
2. 賣買時間의 選定	58
3. 契約單位	59
4. 呼價單位	60
5. 價格制限幅	60
6. 賣買契約의 締結	61
7. 賣買注文의 方法	63
8. 證據金의 性格 및 種類	64
第 4 節 KOSPI의 特徵	67
1. KOSPI(한국주가지수)選定の 타당성	67
2. KOSPI 200의 特徵	70
第 5 節 規制 및 監督機關	72
第 9 章 開設初期의 效果 및 機關投資家の 對應戰略	75
1. 投 信	75
2. 銀 行	76
3. 年基金	76
第 10 章 結 論	77
第 1 節 現物市場의 構造的 側面	77

1. 現物市場의 規模擴大	77
2. 株價變動	78
3. 機關投資家の 育成	78
4. 價格決定構造	79
5. 전산시스템의 支援	80
6. 投資意識의 改善	80
第 2 節 監督機關과 制度的側面	81
第 3 節 市場參加者の 先物去來理解增進 및 專門人 養成	82
參 考 文 獻	85
ABSTRACT	88

表目次

< 표 1 > 일경평균선물의 투자주체별 거래량구성	46
< 표 2 > 선물과 현물주식의 위탁수수료 비교	47
< 표 3 > 일경평균선물의 위탁증거금 추이	48
< 표 4 > 산업분류	55
< 표 5 > 산업군별 구성종목수 및 시가총액 비중	56
< 표 6 > 산업군별 구성종목현황 및 시가총액 비중	57
< 표 7 > KOSPI 매매시간	59
< 표 8 > 가격제한폭	61
< 표 9 > 주요국 주가지수 선물거래 내용	69
< 표 10 > 주요국의 시가총액 비중도	70
< 표 11 > 종목수별 상장종목 누적 시가총액 비중	70
< 표 12 > 산업군별 구성종목의 평균시가총액과 일평균 거래량	71
< 표 13 > 자본금규모별, 가격대별, 상장년도별 현황	71
< 표 14 > 경신가격폭, 경신시간의 추이	74

第 1 章 序 論

第 1 節 研究의 背景

世界金融市場의 變化的 特征이 國際化, 證券化, 自由化로 묘사되어 온지도 오래이다. 그러나 이러한 세가지 개념들을 다른 각도에서 보면 모두 金融危險의 증가를 수반하는 金融不確實性의 증가를 나타내는 배경임을 알 수 있다.

오랫동안 金融은 국내 또는 특정지역으로 제한되어 오다 이제는 無國境金融 (Borderless Financing)시대로, 그리고 과거 銀行中心의 相對去來에 의한 금융에서 企業의 대부분의 資産, 負債가 證券으로 만들어져 불특정 다수인의 投資者들에 의하여 公開市場에서 賣買되는 증권화시대로, 그리고 金融自由化의 핵심인 金利, 換率, 株價의 변동폭이 커지는 金融自由化의 시대로 변하고 있다. 이는 곧 금융거래상의 리스크가 확대되는 金融不確實性의 시대로 급속히 진입하고 있음을 반영한다고 할 수 있다.

金融去來過程에서의 危險과 收益은 동전의 양면과 같다. 과거 고도 성장기를 통하여 우리 金融市場은 收益측면을 강조해 온 것이 사실이다. 즉, 관행상 거래에 대한 規制도 많이 있었지만 정부를 중심으로 영업체계에 기인하였던 것이다. 따라서 앞으로 전개될 새로운 國內의 金融環境에서는 危險 내지 不確實性의 擴大에 대비하는 體系的 研究가 있어야 한다. 다시 말해, 收益과 危險에 대한 均衡感覺 내지 밸런스유지가 요망되는 것이다.

이와 같은 맥락에서 世界金融市場의 構造變化는 未來의 危險을 헤지할 수 있는 파생상품시장의 도입이 금융시장의 國家競爭力維持를 위한 인프라.스터럭처가 되고 있다고 할 수 있다. 先進國의 경우 일찍이 도입하여 성공적으로 運營하고 있지만 우리나라의 경우 다소 늦은 감은 있지만 과거 10년간 株價指數先物市場의 도입을 위하여 부단히 노력하여 온 바 오는 '96년 成功的으로 導入될 것으로 보인다.

그러나 이제 우리에게 남아있는 과제는 고도로 발달된 株價指數先物市場에서의 危險管理에 얼마나 적응하고 創意性을 발휘할 수 있는 실력을 갖추어 나가는데 있다고 하겠으며 이는 또한 오늘날과 같은 무국경금융시장에서의 國家競爭力을 결정짓는 핵심요소라 할 수 있다.

한편 우리 證券市場은 '92년 개방을 전후하여 종목별 株價의 形成, 證市의 機關化現狀이 급속히 진행되고 있는데 이러한 市場構造變化 및 機關化現像으로 인한 보유주식의 헤지수요가 날로 增加하고 있다. 따라서 '96년 국내주가지수선물시장개설은 국내외 金融.證市狀況을 예상할때 매우 시의적절한 것으로 볼 수 있다.

이러한 의미에서 본 논문은 급격한 金融變化에 衝擊을 최소화하고 우리의 실정에 맞는 자율시장을 이끌어 나가기 위하여 先物市場의 機能과 制度를 研究하고자 한다.

第 2 節 研究의 目的

世界の 金融市場은 글로벌(global)화 되어가고 있다. 이는 不確實의

고조를 뜻하는 동시에 金融革新(financial innovation)의 可能性을 의미한다. 이러한 金融環境의 급격한 變化로 인해 危機管理 문제가 새로운 關心의 대상이 되었고 중요성의 認識이 대두되었다.

1970년대 브레튼우즈(bretton woods)체제의 붕괴로 인해 換率變動 리스크에 대한 헷지문제가 새로이 대두되었고 그 해결방안으로 1972년 通貨先物去來가 처음으로 개시된 이래 1975년에 金利先物去來, 1982년에 株價指數先物去來가 개시되는 등 종전에는 체험하지 못했던 變化를 보여왔다.

최근에는 각종 선물상품에 다시 옵션의 형태를 취하는 파생상품을 포함해 금리차선물(diff futures),지수워런트(index warrant),포트폴리오보험(PI)등 신상품이 등장하고 있다. 이는 危險管理의 중요성이 그 어느 때보다 큰 비중을 차지하고 있고 投資者의 要求 또한 多樣化함을 의미한다. 당초 危險回避 수단으로 개발된 이러한 商品들은 市場擴大 및 商品多樣化에 힘입어 利益獲得을 위한 手段으로 적극 이용되고 있다.

이에 따라 우리나라의 證券市場도 體質強化 및 國際競爭力 확보를 위한 증권시장의 商品多樣化, 投資機會의 提供, 새로운 投資需要의 充足을 위한 새로운 주식관련상품의 개발요구가 점점 增大하고 있으며 다양한 개인 및 機關投資家の 運用資産增大에 따른 危險(RISK)管理의 중요성이 점점 커지고있어 PORTFOLIO 구성으로서 回避할 수 없는 體系的 危險에 대한 效率的인 방안이 요구되고있다.

따라서 株價의 급상승과 급하락,큰 폭의 거래의 등락 등에 따른 위험에 대한 根本的인 헷지방안에 대해 關心이 크게 고조되고 있으며 특히 증권시장의 開放에따라 株價指數先物去來에 대하여 큰 關心을 보이

고 있다.

주가지수선물거래는 주식시장의 變化에 資金調達 및 運用手段으로 株式市場 役割의 증대추세와 주식운용자금의 대형화에 맞춰 해외정치동향 및 금리변동 등 위험요인 증대를 解消하며 金融市場 國際化에 따른 상시매매체제의 필요성에 따라 그 役割이 증대되고 있다.

본 연구는 이러한 必要性和 役割을 바탕으로 주가지수선물거래를 우리나라 실정에 맞는 선결요건 및 거래제도를 검토하고 운용방안, 豫想되는 問題點을 研究하여 주가지수선물거래실행시 예상되는 施行錯誤를 줄이고 先物去來의 機能과 效果를 增大하는데 目的을 두고자 한다.

第 3 節 研究의 方法 및 範圍

本 論文은 기존의 株價指數先物去來에 관한 國內外 資料와 文獻調査를 통한 研究를 활용하였으며 國內資料로서는 재무관리서적, 연구기관의 연구보고서, 증권관련기관의 월간자료와 統計資料를 참조하였으며 外國의 문헌으로는 日本論文을 주로 참조하였다.

일본자료의 경우 “주가지수선물에 관한 논문집” “동종의 주가지수선물거래 및 옵션거래제도”를 중심으로 일본의 주가지수시장 실태를 파악하였다.

제2장에서는 株價指數先物去來의 概要 및 社會的 經濟的機能을 중심으로 株價指數先物去來의 特性 및 株價指數의 價格發見機能, 投資手段의 提供機能, 效率的인 헤지수단의 機能을 중심으로 살펴보았다.

제3장에서는 金融先物市場의 신상품으로 등장한 株價指數가 급성장한 要因을 분석하여 일반투자자의 株價指數投資方法, 機關投資家の 投資方案과 運用資金에 대한 헷지의 필요성에 대하여 알아보았다.

제4장에서는 주가지수선물거래유형과 각 거래에 따른 기능과 특성을 중심으로 선물거래의 理論價格의 가정 및 산출방식, 베이스 變動에 따른 先物價格의 變化形態를 살펴보았고 특히, 프로그램매매와 PORTFOLIO 보험의 도입경위 및 投資戰略과 對象을 논하였다.

제5장, 6장에서는 주가지수선물거래가 證券市場에 미치는 影響, 現物市場에 미치는 影響, 資本形成에 미치는 影響을 중심으로 주가지수선물거래가 우리나라에서 수행될 경우 예상되는 問題點에 대하여 살펴보았다.

제7장에서는 株價指數先物市場의 개설요인이 한국과 비슷한 일본의 지수시장 성장요인을 去來量, 去來利用 投資戰略, 등을 중심으로 成長背景과 싱가포르의 國際金融去來所의 發展要因도 살펴보았다.

제8장에서는 KOSPI의 의의 및 갖추어야할 條件 및 賣買去來方法 이에 따른 매매체결의 原則과 證據金의 性格과 種類, KOSPI가 성공적으로 수행되기 위한 規制 및 監督機關의 役割에 대하여 알아보았다. 또한 KOSPI 200 構成種目 및 特徵에 대한 분석과정으로 KOSPI의 지수산출의 基本方向 및 算出方式, 選定基準 및 對象期間, 산업군별구성종목 선정원칙의 결정과정을 파악하였다.

제9장에서는 지수시장개설 초기에 있어서 銀行, 投信, 年基金등의 기관투자자의 부족한 준비상황과 對應戰略을 살펴보았다.

제10장에서는 結論部分으로서 現物市場의 構造的 側面, 監督機關과 制度的 側面, 人力側面으로 구분하여 KOSPI기능의 極大化 및 效率增大를 위한 去來制度의 提案과 活性化를 위한 方案을 알아보았다.

第2章 株價指數先物去來의 社會 經濟的機能

第1節 株價指數先物の 概要

1. 株價指數先物去來의 特性

先物去來란 미리 특정시점에 특정한 數量,規格,品質등이 標準化 되어 있는 특정상품에 대하여 현재시점에 決定된 특정한 價格으로 引受할 수 있게 약정한 거래이다.

先物去來는 契約과 동시에 대상물의 引導와 決濟가 이루어지는 現物去來와 대응되는 개념이며 특정한 去來所없이 사적으로 이루어지는 선도거래와 구별된다. 가장 큰 구분으로는 조직화된 去來所의 유무에 있다. 즉 先物去來는 항상 조직화된 去來所에서 去來되며 거래는 지정된 시간동안 PIT라고 불리는 去來所의 去來場所에서 주문체결은 公開發聲呼價 방식에 의한다.¹⁾ 공개발성호가(Opening Outcry) 선물과 선도거래의 두번째 차이점은 契約의 이행을 보증하는 외부장치의 하나로써 先物契約은 인도될 상품의 양과질, 인도시기 및 방법, 가격변동의 폭 등을 조건을 규정으로 標準化 하고 있다.

다음으로 선물계약을 순조롭게 하기 위하여 先物去來所는 清算去來所와 연계 되어 있다. 清算所는 모든 賣渡者에게는 買收者가되며 買收者에게는 賣渡者가 되어줌으로서 市場의 모든 거래자들이 契約 이행의무를 준수할 것을 보증하는 役割을 수행한다. 清算所와 더불어 선물시장에

1) 공개발성호가(Opening Outcry)

는 또 다른 안전장치가 있는데 證據金과 日日精算이 대표적이다. 즉 證據金은 先物契約을 하기 전에 거래 희망자는 중개자에게 證據金을 예치해야 하며 이는 계약이행을 保證하는 預置金 役割을 한다. 日日精算이란 선물가격 變化에 따른 손실을 언제든지 보전할 수 있는 수준의 證據金이 항상 유지될 수 있도록 확인하는 制度的 장치를 말한다.

先物과 先導去來의 또 다른 구분으로는 反對去來를 들 수 있다. 反對去來란 결제시점에 도래하면 清算節次를 거치지않고 同一價格, 同一數量을 구입하는 것을 말한다. 이러한 反對賣買에 의하여 결제되지 않는 미결제 포지션은 결제일에 현물수도에 의하지 않고 현금결재를 終結시킨다는 점에서 다른 금융선물거래와 다른 특징을 갖고 있다.

거래소시장에서의 매매방법으로 모든 참가자들이 들을 수 있도록 매도,매수주문을 공개적으로 발성하고 이를 통해 가격이 교차되는 곳에서 거래가 이루어진다.

第 2 節 株價指數先物去來의 社會 經濟的 機能

1. 價格發見의 機能

價格發見이란 先物市場을 통해 現物市場의 未來價格에 대한 情報를 알아내는 것을 말한다. 株價指數先物去來에 있어서 헷저는 리스크에 의한 포트폴리오의 성과를 최대로 올리려고 행동한다. 그들은 현재 및 장래주식의 수요 공급에 관한 모든 情報를 수집하고 評價하여 거래에 참

가한다. 따라서 市場價格은 일정한 理論價格에 가깝게 되고 그 결과 및 장래의 수급현황에 대한 價格이 形成되고 現物市場에 대해서도 效率的인 가격형성을 확립시켜 주는 요인으로 작용할 것이다. 즉, 先物市場에서는 다수의 전문투자자가 참여하여 현물의 장래가격과 모든 情報를 收集, 分析, 豫測한 현물가격의 예상치인 선물가격이 형성된다. 이 가격은 불특정다수인의 競爭을 거쳐 形成되므로 共定成과 信賴性이 매우 높으며 效率的인 시장을 형성하게 된다.

2. 새로운 投資手段提供 機能

株式先物去來를 도입하면 보다 뛰어난 포트폴리오 管理가 可能하다. 만약 리스크를 일정수준으로 한다면 보다 높은 수익을 기대하는 것이 가능하게 된다. 機關投資家の 경우 생보, 신탁, 금융기관 등은 고율운용 요구가 增大되고 있어 證券會社와 마찬가지로 재고주식헷지, 시가발행의 인수리스크 헷지 등 이용욕구가 增大되고 있어 市場의 流動性을 높이는 役割도 기대된다. 또한 개인의 경우 거액계좌, 자산가를 중심으로 시장에의 投資 또는 양도과세를 回避한 投資 등 활발한 투기 投資를 목적으로 보유자산의 중대에 맞게 보유주식의 헷지를 목적으로 하는 이용도 提供하는 機能도 포함한다. 즉 적극적인 RISK TAKER들의 새로운 投資에 욕구에 부응함으로써 投機性 자금을 선물에 집중시켜 궁극적으로는 시장 參與者에게 危險回避의 機會를 提供함으로써 流動性을 제고시키는 기능도 한다. 즉, 현물시장만 존재하는 경우 投資危險을 회피하기 위해서는 株式이나 債券 등 현물을 매도하는 방법밖에 없었지만 先物市

場이 존재하는 경우에는 현물의 보유량만큼을 선물시장에서 반대의 포지션을 취함으로써 투자의 위험을 회피할 수 가 있다. 이는 특히 포트폴리오를 이용하여 투자하고 있는 기관투자자들에게 效率的인 투자 및 관리수단을 提供해 주는 役割도 한다.

즉 선물거래는 가격변동리스크를 적극적으로 취하는 투기자(SPECULATOR)에게 있어서는 선물과 현물간 또는 선물간의 가격차이를 이용해서 이득을 얻는 재정거래 (arbitrage)나 스프레드(spread)거래와 같은 새로운 투자기회를 제공해 준다.

3. 效率的인 리스크 헤지수단의 提供

주식선물거래는 소액의 證據金으로 헤지할수 있는 신용거래에 없는 잇점을 갖고 있다. 따라서 이의 도입은 대량의 주식 PORTFOLIO를 보유하고 있는 機關投資家와 거액의 투기성 자금을 보유하고 있는 개인에게 效率的인 리스크 헷지 手段을 提供하고 있다. 즉 社會的 經濟的 중요한 관점인 價格變動危險의 전가기능은 가격의 不確實性에서오는 가격변동위험을 先物市場을 통해 타인에게 이전 시킴으로써 사회전체적으로 경제활동을 촉진하게 된다.

4. 現物市場의 流動性 擴大機能

市場의 流動性이란 어느 시점의 시장가격으로 거래를 제때에 (timely)할 수 있는 상태를 말한다. 예를 들면 어느 일정시간에 가격을

변경시키지 않고 대량의 거래를 성립시킬 수 있는 시장이 있다고 하면 소량의 거래밖에 소화해 내지 못하는 시장에 비해 流動性이 높은 시장이라고 할 수 있다. 이러한 流動性이 높은 시장을 형성하는 데에는 마켓 메이커가 대량의 현물포지션을 취하고 투자자의 매매요구에 즉시 대응할 수 있어야 한다.

선물거래는 현물의 가격변동리스크를 헷지할 수 있으므로 投資危險이 감소되는 결과를 가져와 투자자들은 현물시장에서 보다 積極적으로 포지션을 취할 수 있게 되며 또한 신규투자자들이 誘入될 수 있는 여지를 마련하고 특히 기관투자자들의 積極적인 투자를 유도하게 되어 현물시장의 유동성을 擴大하는 效果를 가져온다.²⁾

또한 선물거래는 현물시장의 가격하락시에도 流動性を 유지시켜주는 手段이 된다. 즉, 선물시장이 존재하지 않는 경우 주가가 下落하면 모든 투자자들이 앞을 다투어 주식을 매도하고 현금화하려는 현상 때문에 주가의 下落을 가속화시키고 이에 따라 거래율이 急減하는 결과를 가져온다. 반면 선물시장이 존재하는 경우에는 주가가 하락하는 경우에는 선물시장에서 매매포지션을 취함으로써 株價下落에 따른 損失을 피할 수 있으며 이미 매도 포지션을 보유하고 있는 사람이더라도 시장상황을 감안하여 새로이 매수포지션을 취하여 보다 확실한 헷지수단으로 이용할 수가 있다.

2) 이영환, 주가지수선물거래, 1993, p. 50.

第 3 章 株價指數先物市場의 發展要因

金融先物市場의 신상품으로 1982년에 개발 도입된 주가지수선물거래는 짧은 기간동안 미국의 금융선물시장의 25%를 차지할 만큼 발전하였다. 특히 세계경제의 저성장과 국제화의 진전에 맞게 企業의 財務體質改善을 통한 자기자본 충실에의 요청이 높아짐에 따라 주식 시장의 重要性이 增加하고 있으며 金融資産의 增加와 함께 그 운용면의 效率化 지향도 일반적으로 강해지고 있다.

따라서 주가지수선물의 발전요인을 보면 크게 5가지로 나눌 수 있다.

1. 不確實性の 増大

1960년대까지는 金利가 安定되고 외환의 換率은 고정환율제로서 금융시장이 지속적인 안정을 추구하였지만 그후 경제의 不安定, 인플레이의 加速化됨에 따라 변동환율제를 시행하였다. 특히 기관투자자의 운용자산이 거대해짐에 따라 가격변동에 따른 위기 관리의 필요성이 그어느때보다 대두되었다.

2. 接近의 容易性

주가지수선물거래에 있어서 個人投資家の 경우 株價指數先物去來의 대상이 되는 株式이 外國通貨나 債券에 매우 익숙하다는 장점이 있다. 따라서 個人投資家は 金利先物이나 通貨先物보다 株價指數先物에 쉽게

접근할 수 있다. 또한 주가지수선물거래에서는 信用去來나 個別株式 옵션거래에서의 경험을 어느 정도 활용할 수도 있고, 특히 복잡한 절차가 필요한 종목선택이 필요 없으므로 투자판단을 쉽게 할 수 있다. 따라서 투자자는 이 지수를 예측하기 위해서는 국내의 경기동향, 금리, 환율, 통화 등 증시내부의 수요, 공급에 관련된 거시경제만 분석만 하면 된다.³⁾

3. 保有株式의 헷지의 필요성

機關投資家の 보유자금의 대형화되면서 통화 및 채권의 價格變動危險을 헷지하기 위한 手段은 통화선물거래나 금리선물거래가 존재하여 투자위험을 헷지할 수 있었지만 주식의 경우에는 헷지할 방법이 없었다.

또한 주식시장의 성장과 함께 그 비중은 급격히 증대되고 있으며 기관투자자의 성장에 따라 資金運用의 단위가 대형화되고 있어 자산증대에 따른 위기(RISK) 관리 안정성이 중요한 대두되어 PORTFOLIO로 회피할 수 없는 체계적 위험에 대한 헷지방안이 요구되었다. 따라서 투자자는 좀더 안전한 投資方案과 새로운 投資手段을 요구하게 되었고 이러한 문제점을 해결해 준 것이 주가지수선물거래이다.

또 國際化, 情報化시대를 맞이하여 주가는 국내요인뿐만 아니라 해외의 정치, 경제동향을 민감하게 반영하며 운용자금의 대형화에 맞춰 주식투자의 리스크요인이 증대하고 있어 주가변동에 따른 리스크를 헷지하고 싶어하는 기관투자자의 욕망에 부응하고자 등장하게 되었다. 따라서 株價指數先物去來는 機關投資家の 주식포트폴리오의 危險管理에 유

3) 이영환, “주가지수 선물거래”, 1993, pp.36~37.

효한 手段이 될 수 있다. 즉, 경제의 성장과 함께 기관투자자의 비중이 높아짐에 따라 자산운용에 대한 競爭이 심화되어 보유자산의 가격변동을 헷지하여 포트폴리오에 대한 위험을 회피하고 나아가서 적극적인 資產運用의 필요성이 증대되었는바, 주가지수선물은 이러한 시장전체의 價格變動危險에 대처할 수 있는 유효한 헷지수단을 提供하였다

4. 證市의 活況

1980년 이후의 株式市場은 경제성장과 함께 活況을 지속해오고 있다. 株式市場(現物市場)과 선물시장은 相互作用을 한다. 즉 現物市場이 活潑해지면 투자자들은 現物시장의 危險을 回避하고자 선물시장을 활발히 이용하고 現物시장과 선물시장간의 가격차이를 노리는 投機去來와 裁定去來 또한 활발해진다. 반대로, 선물시장이 확대되면 선물시장을 통하여 現物자산에 대한 위험을 회피할 수 있기 때문에 투자자들은 現物市場에서 現物投資를 활발히 한다.

5. 컴퓨터 시스템의 導入

주식투자의 대중화로 일반투자자의 積極적인 參與와 機關投資家の 大量注文에 따른 業務의 效率化를 위하여 도입된 전산업무는 끊임없이 變化하는 주식시장에 신속하고 정확하게 대처하는데 필수적이다. 즉, 전산업무의 비중이 높아감에 따라 시장에서 이루어진 거래에 대하여 注文狀況이나 賣買狀況등 각종 情報가 즉각적으로 투자자에게 전달되어 투

자가의 투자판단과 주가의 흐름에 정확한 情報를 제공할 수 있었다. 이에 따라 투자가들은 컴퓨터를 통한 投資分析, 意思決定, 리스크관리등을 종래보다 效率的으로 운용함으로서 가격변동 危險을 헷지할 수 있었으며 이것은 주가지수발전의 큰 계기가 되었다.

第4章 株價指數先物去來의 去來類型 및 價格決定

第1節 株價指數先物市場의 去來類型

주가지수선물거래의 거래유형은 그 利用目的에 따라 헷지거래, 투기거래, 재정거래, 스프레드거래등 이 있다.

1. 헷지거래 (hedge trading)

헷지거래는 先物去來에서 가장 중요하고 基本的인 機能을 하는 거래이다. 주가지수선물거래에서 헷지거래는 株價變動에서 오는 危險을 回避하기 위해 선물시장에서 현물(주식)시장과 반대되는 契約을 취하는 거래이다.

예를 들어 향후 주가가 下落할 것으로 예상되는 상황에서 이에 대처할 만한 적합한 투자수단을 결정짓기는 곤란한데 주식을 계속 保有하고 싶은 투자자가 있다고 할 때 주가지수선물을 매도해 두면 된다. 만일 주가가 자기가 예상한대로 下落할 경우에는 매도해 두었던 주가지수선물을 還買함으로써 그 가격차이만큼 利益을 얻을 수가 있다. 이때 얻은 이익으로 保有하고 있는 주식의 價格下落으로 인해 입은 損失을 보전할 수가 있다.

이와는 반대로 장래 주식을 매수하고자 하는 투자자가 있다고 할 때 향후 주가가 上昇할 것으로 예상될 때에는 주가지수선물을 매수해 두면

된다. 즉, 자기가 예상한대로 上昇한 경우 매수해 둔 주가지수선물을 轉賣함으로써 그 가격차이만큼 이익을 얻을 수가 있다. 이때 얻은 이익으로 주식매수가격의 上昇으로 인해 입은 손실을 보전할 수가 있다. 전자를 賣渡헤지去來(short hedge trading), 후자를 買受헤지去來(Long hedge trading)라 한다.

2. 投機去來(speculation trading)

선물거래는 적은證據金으로 큰포지션을 움직일 수 있기 때문에 레버리지효과(Leverage Effect)가 크다. 레버리지효과가 크다는 것은 곧 투기거래가 용이하다는 것을 의미한다. 投機去來는 헷지거래가 주식투자시 주가변동에 따른 危險을 回避하기 위해 이용하는데 반하여 현물시장과는 아무런 관계가 없이 오로지 선물시장에만 참가하여 거래함으로써 시세차익을 얻고자 하는 거래이다.

즉, 주식시장에 관한 각종정보를 수집, 분석한 결과 장래에 주가가 하락할 것으로 예상되는 경우 주가지수선물을 미리 매도한 후 자기가 예상한대로 下落하면 주가지수선물을 還買함으로써 시세차익을 얻고, 반대로 장래에 주가가 上昇할 것으로 예상되는 경우에는 주가지수선물을 미리 매수한 후 주가가 예상한 대로 상승하면 轉賣함으로써 그 시세차익을 얻고자 하는 거래이다.

投機去來와 株式投資의 차이점은 다음과 같다.

가. 投資種目の 選擇: 주식투자의 경우 개별주식을 選擇의 어려움과 가격의 豫測이 매우 어렵다. 이에 반하여 株價指數先物の 投機去來는 개

별주식에 투자하지 않고 주식시장전체에 投資하게 됨으로써 시장전체의 시세 움직임만 예측하면 된다.

나. 賣買代金の 支拂 : 매매대금의 지불에 있어서 주식투자의 경우에는 매매대금의 전액을 지불해야 하지만 주가지수선물의 투기거래의 경우에는 증거금만을 지불하면 족하다. 따라서 투자원금에 대한 損益比率, 즉 레버리지效果가 주식투자에 비해 높다.

3. 裁定去來 (arbitrage trading)

가. 의의

裁定去來는 株價와 株價指數先物價格의 차이를 이용하여 無危險收益을 얻고자 하는 거래이다. 즉, 株價와 株價指數先物價格의 차이가 非正常的일 때 주식과 주가지수선물을 동시에 동시에 거래하는 것이다.

이는 株價指數, 豫想配當收益率, 短基禁利 등을 고려할 때 정상적인 상태로 되돌아 갈 것으로 예상하여 高評價된 선물이나 주식을 매도하고 동시에 低評價된 선물이나 주식을 매수함으로써 무위험수익을 얻는 거래이다. 이처럼 裁定去來는 동일한 상품이 두개의 시장에서 각각 다른 가격으로 거래되고 있을 때 비싼 것을 매도함과 동시에 싼 것을 買收함으로써 利益을 얻고자하는 去來로 매수差益去來와 賣渡差益去來가 있다.

買收差益去來는 값싼 현물주식을 사고 비싼 선물을 파는 거래이다. 즉, 先物價格이 理論價格을 上廻하는 경우 理論價格을 초과하는 만큼 매매차익을 얻을 수 있으며 賣渡差益去來는 비싼 現物株式을 팔고 싼 선

물을 사는 것으로써 선물가격이 현물가격보다 하회할 경우 株價上昇시 매입 분의 차이만큼 利益을 얻을 수 있다.

매도 差益去來는 매수 차익거래와는 달리 비싼 현물주식을 팔고 싼 현물주식을 사는 것이므로 구입 자금은 필요하지 않다. 즉, 先物價格이 現物價格을 하회하여 거래될 경우 현물주식을 보유하고 있는 사람은 주식시장에 현물을 매각함과 동시에 선물을 매수하는 것을 말한다.

나. 발생요인

差益去來가 발생하는 세가지 주요 요인으로서 情報效率性, 人爲的市場造作, 非合理的 投資者와 지나친 投機的 去來를 들 수 있다.

1) 정보효율성

情報效率性이란 현물과 선물시장간의 情報效率性的 차이를 말하는 것으로 株價指數先物市場이 現物市場보다 情報에 대하여 迅速, 敏感하게 反應하여 價格變動側面에서 현물시장을 先導하는 현상을 말한다. 즉, 양시장간에 베이시스의 歪曲을 가져와 差益去來가 발생 하는 것을 말한다.⁴⁾

2) 인위적 시장조작

일반투자가들에 비하여 大規模의 資金을 운영하는 機關投資家の 시장의 影響力은 더크다. 이들은 주가지수의 구성종목중 市場流動性이 낮은 고가주 등을 집중적으로 매도.매수함으로써 現物指數를 造作하거나

4) 송태종 “주가지수선물 차익거래 규제정책 효과에 대한 실증연구” “서강대학교 석사학위논문”. 1994.

虛偽情報流布등을 통해 고의적인 현.선물의 베이스의 歪曲을 가져올 가능성이 있다.

3) 비합리적인 투자자와 투기적거래

非合理的인 投資者에 의한 투기적거래의 規模가 클수록 시장의 가격 변동성은 심화되어 간다. 이는 현.선물의 적정가치를 변동시켜 差益去來의 기회를 발생시킨다.

다. 규제방안

差益去來에 대한 規制方案은 差益去來의 肯定的役割이 圓滑히 이루어질 수 있도록 하고 그 否定的效果를 최소화하고자 하는 데 그 정책의 초점을 두고있다.

1) 정보효율성과 가격조작의 방지

통상적으로 先物市場은 現物市場에 비해 情報效率的임에 따라 差益去來者는 독립된 현물,선물거래자에 비하여 情報優位에 있다고 볼 수 있다. 株價指數先物市場의 情報效率性은 주가지수선물도입의 肯定的 要因이며 시장차원에서 規制가 不可能하다고 볼 수 있다.

또한 差益去來者들의 情報優位問題 역시 개별거래자들의 능력문제이므로 개별적인 規制는 불가능하다. 다만 시장관련 사항들에 대한 정보공시제도의 강화를 통해 시장의 透明性を 増大시킴으로써 부분적인 해결이 가능하다고 볼 수 있다. 이론적으로는 시장이 效率的일수록 市場情

報가 效率的으로 모든 市場參與者에게 전달됨으로써 問題의 해결이 가능하다고 볼 수 있다.

2) 가격조작 방지의 차원

先物市場과 現物市場에서 價格造作을 시도할 경우 일반 시장참여자들의 시장신뢰도를 약화 시킴으로써 시장의 不安定과 株價指數先物에 대한 否定的인 視覺을 增幅시킬 수 있다.

差益去來와 관련한 價格造作의 可能性은 大規模의 資金을 움직이는 기관투자자의 人爲的 差益去來機會 創出을 위해 現物시장에서의 價格造作을 시도할 수 가 있다. 특히 주가지수에 편입된 일부 종목중 價格變動 影響力이 큰 고가주이면서 거래량이 적을 경우 쉽게 現物시장에 대한 造作이 可能하게 된다.

실제로 日本의 경우는 이에 대한 논란이 제기된바 있으며 그 결과 일경225 주가지수의 編入種目の 變更과 시가총액식 지수인 일경 300 주가지수선물을 새로이 상장한 바 있다.

이 같은 문제의 해결은 先物去來對象 株價指數의 적절한 選定과 더불어 現物株式을 거래하는 증권거래소의 效率的인 規制體系가 직접 연관되는 문제로 볼 수 있다.

4. 스프레드去來 (spread trading)

스프레드거래는 去來對象 商品은 동일하지만 決裁月이 다른 종목 또는 決裁月은 같으나 去來對象 商品이 다른 선물계약을 去來함으로써 利益을 얻고자 하는 거래이다. 즉, 거래대상상품이나 결재월이 서로 다른

先物契約의 차이가 擴大되거나 縮小될 것으로 예상하여 상이한 선물계약을 동시에 거래하는 투자방법이다.

따라서 스프레드거래는 주가의 上昇, 下落보다는 서로 다른 선물가격을 差異에 대해 투자하는 거래이다. 이의 종류에는 시장내 스프레드, 종목간 스프레드, 시장간 스프레드 등이 있다.

가. 시장내 스프레드

시장내 스프레드는 同一한 種目を 대상으로 決裁月이 서로 다른 두개의 선물을 매매하는 것이다. 즉, 同一한 種目中 어느 決裁月은 매수하고 다른 결재월은 매도함으로써 이익을 얻고자 하는 거래이다. 이때에는 순포지션(net position)이 제로가 된다. 주가지수선물의 경우 近月物(결재월이 가까운 선물)의 선물가격보다 遠月物(결재월이 먼 선물)의 선물가격의 騰落幅이 더 크다. 따라서 향후 주식시세가 上昇할 것으로 예상되는 경우에 근월물을 매도하고 원월물을 매수하는 스프레드거래를 하고 반대로 下落할 것으로 豫想되는 경우에는 원월물을 매도하고 근월물을 매수하는 스프레드거래를 하는 것이 유리하다.

나. 종목간스프레드

종목간스프레드는 決裁月은 같으나 두개의 시장에서 種目이 서로 다른 선물을 賣買하는 것이다. 즉, 결재월이 같은 종목에서 어느 종목은 매수하고 다른 관련종목은 매도함으로써 利益을 얻고자 하는 거래로써 상대적으로 低價인 종목을 買收하고 高價인 종목을 賣渡하는 형태를 취

한다. 이때 순포지션은 시장내스프레드와 마찬가지로 제로이다.

이용방법은 주식시세가 上昇할 것으로 예상되는 경우에는 가격등락 폭이 큰 주가지수선물을 買收하고 등락폭이 작은 주가지수를 賣渡하는 스프레드거래를 하고 반대로 하락할 것으로 예상되는 경우에는 騰落幅이 작은 주가지수선물을 매수하고 등락폭이 큰 株價指數先物을 賣渡하는 형태를 취한다.

다. 시장간스프레드

시장간스프레드는 동일한 상품을 서로 다른 去來所에서 賣買하는 것이다. 즉, 어느 한 거래소에서 하나의 상품을 매수하고 다른 거래소에서 같은 상품을 매도함으로써 이익을 얻고자 하는 거래이다. 이 시장간 스프레드는 다른 나라의 去來所를 대상으로 하여 이루어지기도 한다. 이때에는 換率의 變動이 스프레드거래의 결과에 중요한 役割을 한다.⁵⁾

第 2 節 株價指數先物の 價格決定

1. 理論價格의 導出

先物去來는 특정한 상품을 매매당사자가 약정한 價格으로 미래의 일정한 날에 수도결제할 것을 현재의 시점에서 약속하는 거래이다. 즉, 先物價格은 장래에 거래될 가격이라고 할 수 있다. 여기서 선물이론가격이란 장래에 거래될 가격의 기준이 되는 것이다.

5) 이영환, 주가지수선물거래, 1993, pp.64-66.

이 이론가격을 산출함에 있어 먼저 다음과 같은 가정이 필요하다.

- 1) 선도가격은 선물가격과 같다.
- 2) 선도매도계약은 현시점에서 구입한 자산으로 결제할 수 있다.
- 3) 자산의 가격은 이미 알고 있다.
- 4) 언제라도 공매가 가능하고 그 대금을 이용할 수 있다.
- 5) 자산의 수익율, 자본조달비용은 이미 알고 있고 동시에 그것을 선도 기간말에 지불된다.
- 6) 거래비용은 없다.
- 7) 무위험자산이 존재하고 그 대출이자율과 차입이자율은 같다.

주가지수선물의 이론가격은 現物價格, 金融費用 및 配當收入 등 3가지 요소로 결정된다. 그 산식은 다음과 같다.

$$\begin{aligned}\text{주가지수선물의 이론가격} &= \text{현물가격} + \text{금융비용} - \text{예상배당수입} \\ &= \text{현물가격} + (\text{단기금리} - \text{예상배당수익율}) - (1)\end{aligned}$$

만일 식(1)이 성립하지 않을 때에는 無危險收益을 얻을 수 있기 때문에 裁定去來가 활발히 일어나고 그 결과 식(1)이 성립한다.

식(1)을 기호로 표시하면

$$\begin{aligned}F_0 &= S_0 + S_0(r - y) \\ &= S_0(1+r-y) \quad - (2)\end{aligned}$$

F_0 : 현재시점의 선물가격

S_0 : 현재시점의 현물가격

r : 단기금리

y : 배당수익율

선물기간중에 거래되는 배당을 D 라고 하면

$$D : yS_0 - (3)$$

로 놓을 수 있기 때문에 식(2)는

$$F_0 : S_0 + rS_0 - D - (4)$$

로 바꿀 수 있다.

위에서 단순히 하기 위해 決裁日까지의 일수를 계산해 두지 않았으나 決裁日까지의 일수를 감안하면, 즉 決裁日까지의 일수를 m 이라 하면 선물의 이론가격(F_0)은 다음과 같이 된다.

$$F_0 = (S_0 [1 + (r - y)m/365]) - (5)$$

식(5)에서 보는 바와 같이 株價指數先物의 理論價格이 現물가격보다 높으나 낮으나 하는 것은 단기금리와 예상배당수익을 중 어느 것이 더 크냐 하는데에 달려 있다. 일반적으로 配當收益率보다 金融費用이 높기 때문에, 즉 豫想配當收益率보다는 短期金利가 높기 때문에 先物價格이 現物價格보다 높게 된다.⁶⁾

2. 理論價格의 特性

1) 베이스스와 이론가격

앞 절에서 살펴본 선물이론가격을 다시쓰면,

$$\text{선물가격} = \text{이론가격} + (\text{차입비용} - \text{예상배당수익})$$

6) 이영환, 주가지수선물거래, 1993, pp. 525 ~ 527.

즉 현물가격에 보유비용 (Carry Cost)이 가산된 것이 선물가격이론이라 할 수 있다.

保有費用(Carry Cost)은 현물을 보유할 때 드는 비용과 현물을 보유함으로써 얻는 수익과의 差額을 말하고, 여기서 비용은 결제일까지의 현물을 보유함으로써 부담하게되는 金融費用과 手數料등의 코스트를 의미하며 수익은 금융상품의 현물을 보유함으로써 생기는 利子나 配當을 말한다. 보유비용의 산출방법을 자세히 표시하면 다음과 같이된다.

$$\begin{aligned}\text{보유비용} &= \text{차입비용} - \text{예상배당수입} \\ &= \text{현물가격} * (\text{차입이자율} - \text{예상배당수익율}) * \text{결제일까지의} \\ &\quad \text{날짜수} / 365\end{aligned}$$

위 식에서 알수있는 바와 같이 理論先物價格은 차입이자율과 예상배당이자율이 어떻게 변하느냐에 따라 달라진다고 할 수 있다. 그런데 현물가격과 선물가격의 차이를 베이스라고 하는 바 이것이 바로 保有費用(Carry Cost)과 같은 것이다.

$$\begin{aligned}\text{베이스스} &= \text{선물가격} - \text{현물가격} \\ &= (i-y) * \text{현물가격} \\ i &: \text{무위험이자율} \\ y &: \text{예상배당이자율}\end{aligned}$$

베이스스변동에 따라 선물가격이 변동하는데 베이스스는 결제일까지의 기간이 길면 현물보유를 위한 비용이 많이 필요하기 때문에 擴大되

도 결제일에 가까와 옴에 따라 서서히 0으로 縮小해 진다. 또한 短期金利가 上昇하면 베이스는 擴大되고, 株價가 上昇하면 그만큼 차입해야 할 자금량이 많이 필요하여 차입코스트가 增加한다.

이 이론가격의 산식이 의미하는 것은 선물가격은 결제일을 기한으로 현재시점에서 차입한 돈을 자본으로 해서 현물주식을 매입하기 위해 드는 비용과 같다는 것이다. 이는 통상 단기금리를 대표하는 콜금리나 CD금리 등의 이자율에 결제기일까지의 일수를 곱하는 것이 일반적이다. 그러나 배당지급시기에 따라서 그 반대가 될수 있다. 이때에는 물론 선물가격이 현물가격보다 낮게 된다.⁷⁾

3. 프로그램去來 (program trading)

가. 개 념

프로그램거래는 여러종목의 株式으로 構成된 포트폴리오를 컴퓨터를 이용하여 去來하는 기법이다. 프로그램매매는 포트폴리오의 매매와 관련된 모든 사항을 사전에 컴퓨터에 프로그래밍 해두고 市場變動시 컴퓨터가 매수 및 매도점점을 스스로 운영하여 매매가 이루어지도록 하는 거래방법이지만 컴퓨터에 전적으로 의존하지는 않는다. 만약 컴퓨터에 전적으로 의존하게 되며는 賣渡 買收 등 자동적으로 주문을 낼 수 있으나 이경우 계속적으로 주문을 내면 그만큼 去來費用이 증가하게 된다. 따라

7) 전갑석 “주가지수선물의 가격결정에 관한 실증연구”.서울대학교 석사학위논문, 1993.

서 매매에 의한 최종결정은 통상 其金管里者(fund manager)가 담당하는 것이 일반적이다.

프로그램매매는 대체적으로 대형증권회사 등 기관투자자들의 投資戰略에 이용되고 있다. 그러나 投資戰略을 구사하는 과정에서 수많은 기관 투자자의 주문이 같은 방향으로 집중되는 傾向을 보임으로써 現物市場의 株價를 급변하게 하는 주요한 原因이 된다.

나. 도입경위

프로그램거래의 도입경위는 1976년 뉴욕증권거래소(NYSE)가 DO-T(Designated Order Turnaround)시스템을 개발, 도입한 것이 계기가 되었다. 그후 DOT 시스템의 도입으로인해 신속 정확한 자동주문전달체제가 確立되었고, 그동안 개별종목의 매매에서 포트폴리오 매매가 가능하게 되어 프로그램매매가 可能하게 되었고 1980년이후 선물, 옵션 등 신 금융상품이 개발 프로그램거래의 多樣化의 계기가 되었다.

다. 방 법

프로그램거래에서는 買受프로그램거래와 賣渡프로그램거래가 있다.

매수프로그램거래는 선물가격이 선물의 이론가격보다 過大評價된 경우에 이용되는 방식이다. 즉, 선물가격이 현물가격보다 높은 경우 現物을 매수하고 先物을 매도하는 방식이다. 반대로 매도프로그램거래는 先物價格이 先物の 理論價格보다 過小評價된 경우에 이용하는 방식으로 先物價格이 現物價格보다 낮은 경우 現物을 賣渡하고 先物을 買收하는

방법이다.

라. 프로그램매매의 문제점

프로그램매매는 포트폴리오를 구성하는 여러종목을 하나의 바스켓으로 하여 증권시장에서 동시에 매수하거나, 매도하는 거래행위로서 각 종목의 실적이나 景氣展望등 投資環境과는 일체 관계없이 단지 價格乖離만을 이용하여 매매하는 방법으로 매매단위가 크고 매매참여자의 거래방향이 같기 때문에 현물시장에 미치는 影響이 상당히 크다.

裁定去來를 이용한 프로그램의 增加는 現物市場에서의 주가안정을 沮害하고 있으며 下落勢에 있는 현물시장의 주가는 더욱 下落하게 되고 上昇勢에 있는 현물시장의 주가는 더욱 上昇하게 하는 要因이 되고 있다. 기관투자자들의 신속한 매매처리는 물량폭주를 가져 왔으며 가격괴리를 이용한 裁定去來는 많은 投資者로 하여금 동시적 行動을 誘發해 주가의 변동을 더욱 深化시키는 要因이 되었다.

이것은 투자자로 하여금 개별주식 또는 주식시장 전반의 가격변동으로부터 오는 投資危險과 수익관계를 관리할 수 있게 함으로써 전체 證券市場의 安定化에 기여할 것으로 생각하였던 株價指數先物이 각종전산장비 및 소프트웨어의 발달과 함께 점차 다수의 기관투자자들에 의해 전산시설을 이용한 주요 프로그램의 주요 매매대상이 됨으로써 역기능을 나타내고 있다. 이러한 역기능은 즉, 先物市場과 現物市場이 相互補完해 줄 것이라는 기대는 10월 주가대폭락으로 증명 되었다.

마. 투자전략과 규제

프로그램매매를 주로 이용하는 機關投資者들의 投資戰略은 먼저 지수선물가격과 그 가격패턴이 비슷한 개별종목을 적절히 조합하여 바스켓을 구성하고 매수해둔 후 裁定去來의 機會가 發生하면 先物과 現物を 同時に 賣買하고 포지션을 정리 한다. 이때 裁定去來의 差益은 포지션을 정리하는 당일의 주가지수등락에 따라 각각 다르다.

그러나 프로그램매매는 다수의 기관투자자가 대량매도주문, 대량매수주문이 거의 같은 시간대에 시장을 집중하는 경우 急激한 株價變動, 예기치못한 株價暴落과 같은 사태를 야기함으로써 시장의 不安定性을 深化시키고 투자자의 시장이탈을 초래할 수 있다. 이러한 주가급락을 방지하기 위해서 뉴욕증권거래소는 안전장치(circuit breakers)를 마련하는 한편 증권거래위원회(SEC)도 트리플 위칭 아우어즈(triple witching hours)에 대해 시가안과 매매전후의 주문불균형상황을 공시하는 안을 채택 주가변동 심화 현상을 완화시켰다.

바. circuit breakers

이 제도는 1987년 10월 주가대폭락 이후 도입된 제도이다. 急激한 株價變動을 막기 위한 안전장치로 전일종가와 대비하여 일정포인트 이상 하락하는 경우에 적용된다. 이는 1987 년 당시 주가대폭락을 조사한 브래디(Brady)위원회가 공식적으로 권고하여 NYSE, CME등에서 시행되고 있는데 양거래소의 서킷 브레이커제도는 다음과 같다.

1) 뉴욕증권거래소(NYSE)

가) 지수재정거래의 주문제한

다우존스공업주평균이 전일종가대비 50 포인트 이상 上昇하거나 下落하는 경우에 적용된다. 이때 매도호가의 경우에는 직전가보다 높아야 하며, 반대로 매수호가의 경우에는 직전가보다 낮아야 한다. 이제도는 크게 변동된 이후 더 이상의 등락을 防止하는 효과가 있다.

나) Side Car

이는 CME에서 매매되는 S&P 500 선물지수가 큰폭의 등락을 보이는 경우에 적용된다. 동 지수가 일일제한가격폭에 도달하면 NYSE 의 프로그램매매는 5분간 별도로 주문을 접수, 체결하게되며 5분 후에는 주문의 체결상황을 스페셜리스트에게 보내진다. 매도,매수주문의 不均衡이 너무커져 시장에서 소화하기 어려울 정도로 큰 경우에는 가격불균형 처리절차에 따라 매매가 정지된다. 이제도는 1일 1회에 한하여 적용된다.

다) 시장전체의 매매중단

다우존스공업주평균이 전일종가보다 250포인트 이상 하락시 적용된다. 1시간 동안 매매거래를 정지한다.

라. 시장전체의 추가매매중단

매매거래재개후 재차 150 포인트(합계 400 포인트) 하락시 2 시간동안 추가로 매매거래를 중단한다. 250포인트 이상 下落이 장종료 1 시간

전에, 그리고 400 포인트 이상 하락이 장종료 2시간전에 발생하면 당일의 나머지 시간은 매매거래를 정지한다.

2) 시카고상업거래소(CME)

가) 시장개시제한(Opening Limit)

시장개장 후 10분 동안은 5 포인트 이상을 등락할 수 없다. 개장 10분 후 5 포인트를 上昇 또는 下落하는 경우에는 2 분간 매매거래중단, 다시 Opening limit가 적용된다.

나) 일일가격제한폭

일일가격제한폭은 30포인트 이내이어야 한다.

다) 12 포인트 하락시의 가격제한

30분동안 12 포인트를 초과하는경우 매매거래를 중단한다. 다시 반등하여 12 포인트 하락한 가격 이상으로 매매되는 경우 매매를 재개한다.

라) 20포인트 하락시의 가격제한

12 포인트 하락시 30분간의 가격제한시간 경과 후 매매가 재개되면 8 포인트를 추가로 下落한 가격으로 매매가 可能하다. 단, 이 경우 1 시간 동안은 그 미만으로는 매매될 수 없다.⁸⁾

8) 진용길, 1994, 선물시장론. pp 267~268

이영환, 1993, 주가지수선물거래. pp 434 ~437

김재기, 주가지수선물거래제도에 대한 연구, 단국대학교 석사학위논문, 1988. 8.

Leverage : 소액으로 큰 포지션을 통제함으로써 얻어지는 금융효과의 증가.

4. 포트폴리오保險(portfolio insurance)

가. 의의

포트폴리오 보험(Portfolio Insurance)이란 시장의變動과 관계없이 투자 기간말에 특정수준(floor) 이상의 포트폴리오 가치를 보장해 주는 투자기법으로 방어적 풋옵션전략(Protective Put Option Strategy)과 동일한 수익곡선을 달성하고자 하는 것이다. 이것은 투자자에게 어떤 경우라도 일정수준의 투자수익을 保障해주고 포트폴리오의 價値가 上昇할 경우 추가적인 이익까지 얻을 수 있게 해준다.

이의 가장 단순한 형태는 危險資産인 株式과 그주식을 팔 권리를 표시하는 유럽형 풋옵션을 동시에 매입하는 것이다. 危險資産인 株式은 價格의 變動이 不規則하여 豫測이 불가능하므로 투자자가 감당하기 어려운 손실을 유발할 수 있는데 유럽형 풋옵션은 이러한 危險을 減少시키고 損失의 可能性을 除去시켜준다.

이 포트폴리오 보험과 손해보험이나 생명보험과 같이 보험회사와 締結하는 일반적인 보험과의 차이점은 단지 저가가치를 보장해 줄뿐 危險資産의 價値가 上昇하였을 때 이 上昇으로 인한 追加的인 利益의 獲得機會를 향유하는 것이 不可能하다는 것이다. 하지만 포트폴리오 보험은 주식시장이 상승세 일때는 시장에 대한 포트폴리오의 민감도를 증가시켜 높은 市場收益率에 참여하고 下落세일 때는 포트폴리오의 베타를 減少시켜 투자손실을 최소화하는 것이다.

일반적으로 손익의 결과가 크다.

Triple Witching Hours : 지수선물, 지수옵션, 개별주식옵션의 결제일이 동시에 도래하는 날을 말한다.

포트폴리오 보험이 다른 투자기법보다 우세한 점은 시장에서 거래되고 있는 여러가지의 투자대상자산들 중에서 높은 수익을 실현시켜주는 자산을 豫測하는 투자자의 능력에 따라 투자성과가 좌우되지 않는다는 것이다. 즉, 포트폴리오 보험은 미래를 겨냥한 현시점의 투자가 미래의 상황발전에 대한 예상에 존재하지도 않고 또 그러한 豫測能力을 요구하지도 않는 새로운 危險管理技法인 것이다.

포트폴리오 보험의 활용은 옵션과 (Option) 선물 (Future) 그리고 危險資産 (Riskt asset) 無危險資産(risk-free asset)의 결합등 3가지 수단을 이용하는 것이 가능하다.

옵션을 이용하는 경우 위험자산과 이위험자산에 대응하는 풋옵션을 구입하여 보험의 기능을 수행토록 하는 것으로 방어적풋옵션을 사용한다. 선물과 위험자산을 이용한 경우를 동적 헷징(dynamic hedging)이라 하는데 이 방법은 위험자산의 가격변화에 대응하여 위험자산이 상승할 때에는 선물시장에서 危險資産의 매도포지션을 감소시켜 위험에 대한 露出을 増加시키고 下落할 경우는 선물시장에서의 매도포지션을 늘려 포트폴리오의 下落危險을 減少시킴으로서 헷징이 가능하게 된다.

나. 문제점

현대 포트폴리오 이론이 제시하는 危險-收益간의 risk-return trade off 의 존재로 투자자들은 期待收益率의 平均과 標準偏差를 投資選擇의 기준으로 이용하게 되었다.

즉, 危險을 期待收益率의 標準偏差로 나타내어 平均과 많은 차이가

나는 수익을 일수록 높은 포트폴리오를 표시하게 된다. 따라서 收益率의 變動을 최소화하기 위하여 收益率의 변동특성이 다른 投資對象을 포트폴리오에 編入시키면 수익율의 변동이 어느정도 相殺되어 危險이 작아진다.

이에 반해 포트폴리오 보험은 收益率이 어떤 일정수준이하로 떨어질 확율을 거의 0으로 하여 시세가 下落할때에는 損失을 일정한도내에서 維持하고 반면 시세가 상승할경우 그 이익을 그대로 누릴 수 있도록 수익분포를 變形시켜주는 投資戰略이다. 이 결과 무위험수익을 이하의 收益率을 실현할 확율은 增加되고 중간값은 減少하게 된다. 危險-收益率간의 相沖關係에 근거한 투자이론은 투자자산의 수익율이 평균과 분포에 의하여 특정 지워지는 대칭적인 분포를 따른다고 가정하고 있다. 비록 투자자들이 일반적으로 포트폴리오의 上昇危險보다 下落危險에 보다 많은 關心을 갖는다고 할지라도 分散은 대칭분포에서는 이론적으로 적절한 危險의 측정치가 된다.

왜냐하면 分散에 의한 危險順位나 기대수익을 이하에 대한 편차를 기준으로한 위험순위는 동일하기 때문이다. 그러나 중요한 점은 투자자에게 대칭적인 收益率分布가 반드시 선호될 이유가 없다는 것이다. 그러므로 危險-收益率간의 相沖關係로 정의되는 平均-分散基準에 의한 투자선택이론은 투자자로 하여금 평균과 분산이외의 다른 특성에 대해 關心을 두지 않게 함으로써 平均-分散基準에 의해 달성된 투자자의 선호는 가정될 수 밖에 없으며 최적투자결정이 되지 않을 수 가 있게 된다. 특히, 연금기금의 관리자 등 많은 투자자들은 특정수익이상의 收益率을 실현할 가능성에 큰 關心을 갖고 있으며 이러한 특정 수준이하의 收益率

을 얻을 可能性만 除去 된다면 일정범위 내에서는 어느 정도 낮은 수익률도 기꺼이 감수하려 한다.⁹⁾

9) 박승배, “포트폴리오 보험에 관한 실증적 연구”, 고려대학교 석사학위논문, 1991.

第5章 株價指數先物去來가 金融市場에 미치는 影響

1. 證券市場에 미치는 影響

투기자들이 株價指數先物去來를 價格造作의 대상으로 이용하여 非正常的인 利益을 얻고자 하는 경우 증권시장가격이 不安定해질 可能性이 있는 것으로 지적되고 있다. 그러나 실제 투기자들의 人爲的인 價格操作은 거의 不可能하다고 할 수 있다. 왜냐하면 株價指數先物の 價格은 원래 일반적인 주식의 개별종목과는 달리 다수종목의 주가를 基礎로 이루어지기 때문에 投資者들이 이러한 다수종목을 한꺼번에 買收한다는 것은 資金確保나 시간적인 면으로 보아 사실상 어렵기 때문이다. 오히려 株價變動이 클 경우 기관투자자들이 이에 적극 參與함으로써 證券市場의 安定化를 도모하게 될 것이고 또한 效率的인 市場管理 側面에서 가격제한폭을 강화 한다거나 증거금율을 조정하고 결제지수를 변경하는 등 조치가 이루어 지기 때문에 크게 문제될 것은 없다고 할 수 있다.

한편, 선물시장에서의 투기로 인해 현물시장의 價格變動을 증대시키지 않았는가 하는 견해도 있다. 그러나 이것은 주가 대폭락에 대한 각 기관의 조사보고서에 의하면 양 시장간에는 밀접한 關係를 갖고 있는 것은 사실이나 어느 한 시장으로 인해 주가 대폭락사태가 發生한 것으로 보기는 어렵다는 입장이 支配的이다. 이와 같은 문제는 주가지수선물거래를 도입, 시행하고 있는 해외 주요국간에 裁定去來로 인해 주가의 大暴落 사태가 초래되었다는 일부의 지적도 없지 않지만 이를 실제로 뒷받침할 만

한 根據를 발견하거나 제시되지 못하고 있다.

2. 現物市場의 資本形成에 미치는 影響

株價指數先物去來가 적은비용으로 거액의 거래를 할 수 있기 때문에 投資者가 선물시장에 몰두하게 되면 投資資金이 現物市場에서 先物市場으로 이동하게 될 것이고 이에따라 現物市場의 資本形成에 악 영향을 미칠수 있다는 견해이다.

그러나 株價指數先物去來의 경우 선물가격이 上昇하면 주식을 매수함과 동시에 선물을 매도하는 裁定去來가 일어나게 됨으로써 오히려 현물시장의 資本形成을 촉진시킬수 있다.

3. 金融政策隨行에 미치는 影響

株價指數先物去來가 導入, 施行됨으로써 金融.資本市場에 대한 정부의 정책수립 및 시행에 不安定을 加重시켜 關聯政策의 效率性을 沮害할 수 있다는 견해이다.

이는 金融機關의 주가지수선물거래 參與와 관련된 내용으로서 업무영역 내지 관할권과도 결부될 수 있는 사항이다. 또한 金融機關의 경영상의 安定性에 影響을 미칠 수도 있으나 거래시 去來目的을 분명히 하도록 하고 投機的인 目的으로 이용되는 경우에는 일정한 제한을 두어 허용하거나 헷지를 목적으로 하는 거래의 경우만을 인정하는 등 적절한 관리를 통해 解消시킬 수 가 있다.¹⁰⁾

第 6 章 導入初期에 발생가능한 問題點

1. 差益去來發生 可能性

株價指數先物の 導入에 따라, 기존의 現物市場과의 지수에 많은 차이가 발생할 경우 고 평가된 현물이나 선물을 매도하고 저평가된 것을 사들이는 差益去來 (Arbitrage Tading)가 發生할 것으로 豫想된다. 더구나 賣買差益을 노리는 전문투자자나 기관투자자들은 신속하고 정확한 情報를 이용 賣買差益으로 株價指數先物市場을 어지럽게 할 우려가 있으며 이는 일반투자자에게 악영향을 끼쳐 현물시장이 萎縮될 可能性이 있어 실물자본형성에 악영향을 미칠수 있다. 즉 先物價格의 變化에 影響을 받고 現物市場의 주가가 크게 變動되어 株價의 急落이 豫想된다

더구나 국내시황의 경우 선물시장에서는 다양한 투기목적의 거래가 豫想되기 때문에 선물거래를 위한 市場構造의 設計와 運用이 미미한 경우 주가조작이 발생할 수 있으며 국내시장의 경우 지수선물에 포함된 종목들이 대부분 대형주이어서 주가조작의 可能性은 배제할 수 없다.

2. 國富流出 可能性

先物市長 開設初期의 日本에서도 제기되었던 외국투자자들의 國富流出 可能性을 가장 경계해야 한다. 특히 資本市場開放을 앞두고 先進投資技法으로 수많은 經驗과 높은 情報力 正確한 豫測力을 가진 외국기관들이 現

10) 이영환, 주가지수선물거래, 1993, pp. 67 ~ 68.

物價格과 先物價格의 차이를 이용하는 差益去來에서 利益을 남길 可能性은 매우 높다.

3. 株價變動幅의 增加

先物去來의 導入이 現物市場의 價格變動을 增大시킨다고 하는 주장이나 비판도 많이 있다. 예를들면 “先物の 導入은 現物市場에서의 價格變動을 增幅시켜 주식투자의 리스크를 上昇시켰다”. “膳物の 導入에 의해서 短期去來가 增加하고 株價가 急騰落 하게 되었다”. 등으로 불리우는 투자자나 투자행동은 기본적으로 장세흐름에 따른(상승할때 많이 사고 하락할 때 많이 파는) 투자를 하는 적이 많다. 그러한 投資를 용이하게 하고 促進시키는 선물은 株價變動을 增大시킨다. 라는 등이다.

金融,資本시장에서 사용되는 각양각색의 尖端的이고 複雜한 투자기법은 단기적으로 포지션을 통제하여 시장동향에 동조하는 방향으로 調整을 실시하는 수가 많다. 따라서 단기적인(수일 또는 수주간)거래가 相對적으로 增加하여 株價變動을 增幅시킬 可能性도 이론적으로 부정할 수 없다. 이러한 점들이 先物導入이 現物市場의 價格變動을 增大 시켰다는 주장을 이끌어 냈을 것이다. 그러나 선물거래는 반드시 반대 포지션의 增大를 필요로 하고 있다. 또한 장래 시장동향에 대한 豫想이나 期待는 선물도입에 의해서 중대한 영향을 받았다고 생각되지 않는다. 선물도입에 의해서 장래에 관한 情報가 보다 빈번하게 전달되게 되고 投資決定에 관여하는 정도 증가할런지 모르지만 意思決定에 대해서 본질적인 影響을 주었다고는 생각할 수 없다. 즉, 많은 투자자에 의해 將來에 有望 혹은 悲觀的이라고

생각되어지는 시장이 선물의 도입에 따라서 반대의 예상이 지배하게 되는 일은 없다.

市場의 價格形成은 市場參加者의 平均的인 豫想이나 期待를 반영하는 것이기 때문에 평균적인 투자자가 시장전체의 동향과 같은 방향으로 거래하는 것은 결코 非合理的이 아니다. 전체적인 시장동향을 결정하는 것은 投資決定에 관한 情報이므로 그러한 情報을 공유하는 투자자가 같은 방향으로 去來를 하는 경향이 있는 것은 당연하다. 先物의 導入이 그와 같은 去來를 促進시켰다고 해도 선물거래 본래의 機能을 歪曲하였다고는 할 수 없다. 반대로 그러한 거래를 억제하는 쪽이 공평한 가격형성이나 情報의 원활한 전파를 저해하게 된다. 낮은 手數料로 流動性を 높인다고 하는 선물의 목적이 달성되고 있는한 가능성으로서는 염려될 수 있는 단기적인 가격변동의 상승을 그다지 중시할 필요는 없다.

그러나 이에 대한 최근의 實證研究 결과는 우리의 증시시장과 차이가 있으므로 국내에서는 좀더 지켜봐야 할 것이다. 따라서 언제든지 露出될 수 있는 副作用에 대한 사전예방조치의 철저한 대비와 건전시장 育成을 위한 제도적 장치의 연구에 게을리 해서는 안된다.

4. 현물시장의 침체

先物市場에 대해 가장 빈번하게 나오는 비판은 선물시장이 현물시장의 價格形成에 적지 않은 影響을 준다는 것일 것이다. 惡影響이란 구체적으로 “ 선물시장의 거래가 성행하기 때문에 현물시장이 非活潑해졌다” . “ 선물시장에서 단기적인 매매가 과도하게 행하여지기 때문에 현물가격이

괴리하게 되었다”. “差益去來에 의해 價格이 움직이는 것은 시장참가자가 종래부터 배양해왔던 주가판단의 지식을 부정하게 되어 투자자를 현물시장에서 떠나게 만들었다”. “先物指數가 결함을 내포하고 있기 때문에 현물시장에 불공정 거래의 誘引으로 되기 쉽다”라는 등의 것이다. 본래 現物市場과 先物은 통합된 시장이다. 그래서 價格決定에 관여하는 需要나 供給 모두가 양시장에 共通的인 요소에 의해서 형성된다. 따라서 각각의 시장가격이 반대방향으로 움직이는 일은 없고 去來量의 증감도 당연히 서로 동조하여야 할 것이다. 장래를 유망하다고 판단하는 주체가 증가하면 어느 시장에서도 需要가 增加해서 株價는 上昇하게 마련이다. 그와 같은 豫想이나 期待를 수정하는 情報가 빈번하게 나타나면 각자의 의견을 바꾸어 각각의 시장에서 去來量은 증가할 것이다.

日本の 현상을 관찰해보면 先物과 現物の 手數料나 투자주체에 대해 가하여지고 있는 諸般規制나 慣習의 차이가 경기의 침체라는 환경조건 가운데에서 增幅되어 影響을 미치고 있는 것으로 생각된다. 現物市場의 手數料를 비롯해서 現實적으로 非合理的인 規制나 제도가 존재하고 있는 사실도 부정할 수 없다. 그렇게 생각하면 선물시장보다 오히려 현물시장에 관한 問題點을 명확히 해야 할 것이다. 그런 연유에서 현재의 현물시장의 침체가 선물시장에서 기인하였다는 대부분의 주장은 잘못되었다고 생각된다.¹¹⁾

따라서 문제로 삼아야 할 일은 현물시장의 沈滯(과연 현물시장이 부당하게 침체되어 있는가의 여부에 관해서도 논의의 여지는 있지만)를 正確하게 分析하는 것이다.

11) 한국증권거래소, “기관투자자의 주가지수선물이용”, 1993.

5. 베이스 (basis)값의 편중

現物市場과의 關係에서 빈번하게 지적되는 문제로 베이스(basis)의 값이 편중된 채로 先物價格이 形成된다는 것이 있다. 통합되어 있는 2개의 시장에서 형성되는 가격에는 이론적으로 필연이라고 판단되는 關係가 存在하여 그것들로부터의 현저한 괴리는 差益去來에 의해서 解消된다. 그런데 일본의 선물시장과 현물시장간에는 시장 베이스와 이론 베이스와의 차가 항상 정의 값을 계속 취해, 그동안 差益去來가 活潑하게 이루어졌음에도 불구하고 편향된 베이스의 값이 수정되지 않았다는 사실이 觀察되었다.

본래 資本市場이 완전하다면 現物과 先物간에는 이러한 現狀이 일어나지 않을 터이다. 사실 주요국의 발달된 선물과 현물시장간에는 그 같은 예가 틀리지 않는다.

편향된 베이스가 존재하는 것은 차익거래가 자유롭게 행해지지 않든가 양자의 시장이 어떤 이유로 해서 분단되어 있기 때문이다. 예컨대 機關投資者는 手數料면에서 證券會社보다 불리하기 때문에 差益行動을 취하기 어렵다거나, 혹은 증권회사가 자기계정으로 차익거래를 대규모로 하면 그것이 비록 일반투자자의 이해부족에 기인한 것이라 하더라도 社會的인 批判이 쏟아진다는가 또는 差益解消에 동반하는 현물시장에의 영향이 필요이상으로 강조된다는 등의 이유가 있으면 베이스가 편향된 값을 취하는 일도 있을 수 있다.¹²⁾

12) 양용석, “주가지수선물의 투자전략에 관한 연구”, 서강대학교 석사학위논문, 1994.

第7章 主要國의 株價指數先物去來 發展要因

第1節 日本의 株價指數去來 發展要因

日本의 金融自由化의 필요성은 1960년대 부터 제기되었지만 실제로 시작된것은 '70년대 후반부터이다. 그 원인은

첫째, 國債의 大量發行과 이에따른 발행물량의 누적현상으로 經濟의 고도성장 단계에서 저성장단계로 이행되면서 資金의 循環構造가 變化하였기 때문이다.

둘째, 일본에서의 金融資産 累積現狀은 金融自由化를 촉진시켰다. 특히 새로운 형태로 출연한 機關投資家は 여유자금의 積極的運用의 필요성을 느꼈다.

셋째, 通信. 情報處理技術의 進歩는 資産運用, 資金調達등 金融活動에 필요한 노하우를 변화시켰으며 이러한 변화는 未來의 危險에 대하여 迅速한 判斷, 正確한 豫測이 可能하여 金融의 自由化를 進展시켰으며 이것은 金融의 國際化로 發展하여 金融手段의 國際化, 해외금융서비스업의 진출등 선진금융기법이 진출하여 주식시장의 變化를 가져왔고 이것은 指數先物市場의 開設을 가져왔다.

따라서 이러한 요소들은 指數시장도입이 결정된 우리나라와의 背景이 일치하여 日本을 選擇하였다.

1. 急成長한 先物去來量

日本の 株價指數 去來量은 1988년 9월 거래개시 이래 선물규제강화가 본격화된 1991년까지 급증하였다. 일경평균선물의 경우, 1988년 9월부터 '89년 8월까지의 1년간과 '91년 9월부터 '92년 8월까지의 1년간을 비교하면 거래량은 1일평균 2.1만 계약에서 6.3만계약으로 3.0배 증가하였고, 이 기간의 연평균성장율은 44.0%에 달했다. 한편 동기간중 현물시장의 거래량은 東證, 大證, 名證1부 합계로 '88년 9월부터 1년간의 1일평균 10.5억 주에서 '91년 9월부터 1년간의 1일평균 3.6억주로 1/3수준으로 감소했다.

그 결과 일경평균선물의 계약수를 금액으로 환산하여 동증1부의 거래금액과 비교하면 '89년 1~12월에는 동증1부 거래금액의 0.3~0.8배였으나, 정점인 '91년 1~12월에는 3.2~7.5배 수준에 달했다. 이시기에는 선물거래의 전체적인 확대중에서도 위탁매매의 증가가 돋보이고 있다. 그결과 '89년에는 17.6%에 지나지 않았던 일경평균선물의 총거래량에 대한 위탁매매의 점유비율이 '91년에는 43.5%로 상승했다.위탁매매의 내역을 보면 銀行, 投資信託, 社業法人, 海外投資者등 法人投資者의 구성비가 압도적이다.¹³⁾

13) 한국증권거래소, 기관투자자의 주가지수선물이용, pp. 8~12.

< 표 1 > 일경평균선물의 투자주체별 거래량구성

구 분	88. 9	89. 9	90. 5	91. 9	92. 9
증 권 회 사	81.70	81.02	65.61	57.22	57.88
위 탁 합 계	18.30	18.98	43.39	42.78	42.09
생 보 손 보	1.68	1.80	3.56	1.56	0.72
은 행	6.97	8.51	14.13	16.60	11.90
기 타 금 융	1.27	0.58	0.77	0.80	0.73
투 자 신 탁	0.76	2.59	2.18	8.26	11.42
사 단 법 인	5.65	2.63	5.37	4.94	2.99
기 타 법 인	0.12	0.46	1.04	0.37	0.66
비회원증권	0.16	0.15	0.60	0.50	0.92
개 인	0.38	0.15	0.72	0.38	0.71
해 외 투 자	1.31	2.11	6.03	9.39	12.04
1일매매합계	31240	28311.7	53278.8	103596.8	43274.3

이와 같이 현물주식시장에 비하여 주가지수선물시장에서 법인투자자의 거래비율이 압도적으로 높은것은 株價指數先物の 經濟的 존재의의로서 기관투자자가 주식시장의 가격변동 危險을 效率的인 헷지수단으로 이용하는 것을 의미한다.

2. 낮은 去來費用

일반적으로 투자자가 선물거래를 선호하는 이유로서 ① 去來費用의 低廉 ② 去來의 即時性 ③ 매도전략을 위시한 多樣한 投資戰略 구사등의 요인을 생각할 수 있다.

또한 '90년대 이후의 주가하락국면에서 주가변동의 특성이 선물이용을 촉진시키는 역할을 하였다. 株式先物の 去來費用 構成要素는 委託手數料, 現金, 證據金에 대한 얻을 수 있는 데 얻지못하는 金利, 税金, 매매집행스프레드, 매매집행의 시장충격(market impact)등이다. 한편 現物株式의 거

래비용쪽도 거의 동일한 구성요소로 이루어진다

<표 2> 선물과 현물주식의 위탁수수료 비교

선 물 계 약 수	10 계약	50 계약	100 계약
A. 약 정 금 액	178,000.0	890,000.0	1,780,000.0
B. 선물위탁수수료	126.8(7.1)	358.0(4.0)	458.0(2.6)
C. '92. 3.22. 이전	63.4(3.6)	179.0(2.0)	229.0(1.3)
D. 현물위탁수수료	1,995.8(112.1)	8,325.2(93.5)	14,889.9(83.7)
E. = B/D (%)	6.4	4.3	3.1
F. = C/D (%)	3.2	2.2	1.5

예를들어 일경선물선물을 10계약 및 100계약을 매매한 경우와 상당금액 225종목 현물주식을 매매할 때의 편도위탁수수료를 비교하면 다음과 같다.

일경평균선물의 위탁수수료는 1992년 3월 23일부터 선물위탁수수료가 인상되기 이전에는 현물주식의 1.5~3.2% 정도였다. 선물위탁수수료의 인상으로 현물과 선물의 수수료 격차는 축소되었으나, 주가지수선물의 수수료는 현재에도 약정금액의 2.6~7.1basis point로 현물수수료의 3.1~6.4% 수준이다.¹⁴⁾

이와 같이 株價指數先物の 委託手數料가 現物보다 대폭 낮게 된 주요 원인은 선물거래일반의 手數料特性 및 株價指數單位로 거래하는 점 등이다. 현물주식의 경우 한번에 예를들면 1,000주씩 매매한 때도 1종목을 1,000주만 매매한때와 동일한 수수료율이 적용된다. 즉, 225종목의 거래금액합계가 거액이 되어도 手數料의 수량할인은 되지 않는다. 또한 株價指

14) 현물위탁수수료는 선물약정금액상당액의 225종목의 현물주식을 거래할 때의 위탁수수료, 계산시 사용한 현물, 선물가격은 1992년 8월 28일 가격.

數先物去來를 하려면 委託證據金을 납입하지 않으면 안된다. 委託證據金의 수준은 아래와 같이 변경되어 왔다.

<표 3> 일경평균선물의 위탁증거금 추이

변 경 일	당 초	90. 8.24	91. 1. 31	91. 6.27	91.12.18
위탁증거금율	9 %	15 %	20 %	25 %	30 %
현금부분	3 %	5 %	7 %	8 %	13 %

1992년 8월 시점에서는 위탁증거금중 13%이상은 현금으로 납입할 필요가 있지만 나머지는 대용유가증권으로의 납입이 인정되고 있다. 게다가 증거금의 현금부분에 대해서는 금리가 붙지 않는다. 이 얻을 수 있는데 얻지 못하는 금리부분이 선물거래 비용의 하나가 된다.

3. 先物去來의 即時性

선물거래의 이점으로써 종종 거론되는 것에 去來의 即時性이 있다. 현물주식의 경우 流動性이 높은 종목군인 경우를 제외하면 다수종목의 매매집행을 한번에 실행하려고 하면 일정한 시간이 걸린다. 이에 비해 先物의 경우에는 즉시 去來를 실행할 수 있다.

일본의 경우 200종목정도의 현물주식의 소액성립가 매매집행을 하는데 호가집계표의 상황을 보아가면서 거래집행의 시기를 선택하지 않는다고 하면 평균5분 정도의 시간이 필요하다. 이에비해 일경평균선물의 매매집행에 필요한 시간은 통상의 경우에는 지극히 적다.

4. 多様な 投資戰略

投資者에 있어서 파생증권거래를 하는 이점의 하나는 多様な 投資戰略을 취할 수 있다는 것이다. 그중 가장 큰 이점은 매도전략을 취하기가 용이하다는 점일 것이다. 통상의 경우 制度的인 制約때문에 대부분의 機關投資者는 現물주식의 공매도포지션을 취하는 것이 불가능하다. 그때문에 機關投資家が 將來의 株價動向에 대해 약세전망을해도 취할 수 있는 투자전략은 기껏해야 포트폴리오중 일부 주식을 매각하여 株式編入比率를 약간 낮추는 정도였다. 그러나 실제로는 現物株式의 去來費用이 높기 때문에 이러한 자산배분(asset allocation)의 변경이 그렇게 용이한 것은 아니다. 그러나 주가지수선물거래의 확대로 시세흐름과 관련된 투자전략뿐만 아니라 투자전략이 다양화 욕구를 충족시켜주고 있다.¹⁵⁾

第2節 싱가포르 국제금융거래소의 발전요인

싱가포르 국제금융거래소는 미국 CMC를 모델로 내국민 위주의 국내상품보다도 국제적 투자자의 기호에 맞는 상품을 개발하는데 주력하여 왔기에 國際的인 競爭力을 갖춘 시장으로 성장 하였는데 成功要因을 살펴보면 다음과 같다.

1. CME와 상호결제제도 체결

싱가포르 국제금융거래소는 CME가 자신의 결제회원으로서 하여금 일방거

15) 한국증권거래소, “기관투자자의 주가지수선물이용”, 1993.

래소에서 취한 포지션을 타방 거래소에서 해소하는 동시에 그에 따른 결제를 연계적으로 처리할 수 있는 相互決裁制度 (MOS: Mutual Offset System)을 체결하여 국제적무대로 진출할 수 있는 터전을 확보 하였다.

2. 투자자의 보호

싱가폴국제 금융거래소는 회원에 예탁된 고객의 자금은 회원이 직접 所有한 資金과 分離하여 보관한다. 또한 회원은 고객에게 자금을 대여해 주지 않으며 포지션은 일일정산함으로써 추가 증거금이 필요할 경우 2~3일 내로 징수한다. 이와같은 시스템으로 인하여 고객이 파산함으로써 야기될수 있는 連鎖反應을 사전에 防止하고 공동안전기금 (Common Bond Sysytm)제도를 두어 金融危機가 발생하는경우 금융 안전망상의 기반을 두어 누가 어떤 역할을 할것인기를 명시하고 있다.

3. 세금우대제도

싱가폴의 금리에 대한 원천과세 자본이득세, 양도세(거주인 및 현지법인의 경우 제외)를 면제하고 있다. 회원사 및 선물에 투자하는 펀드 매니저가 비거주투자자로부터 받는 수수료에 대해서는 특혜적세율인 10%만을 부과하고 있다. 싱가포르의 정상적인 법인세 27%에 비하여 매우 낮은 수준이다.

4. 투기적 브로커를위한 공개발성호가

싱가폴국제 금융거래소는 效率的인 去來所가 되기 위하여 이용자들에게 많은 것을 제공하고 있다. 따라서 公開發聲呼價시스템이 전자거래시스템보다 효율적이라고 생각하므로 시장의 1/3을 차지하는 公開發聲呼價시스템에서의 브로커의 존재는 시장을 보다 迅速하고 流動性を 증폭시키는데 큰 役割을 한다.

第 8 章 KOSPI 200의 性格 및 去來制度

第 1 節 KOSPI의 의의 및 選定條件

KOSPI는 韓國證券去來所가 證券市場에 상장된 全종목에 대하여 市場 代表性,流動性등을 고려하여 200종목을 선정하여 새로 개발한 주가지수선 물거래 대상지수로써 우리 증시뿐만 아니라 金融産業에 새로운 지평을 연다는데 의미가 있다.

즉 국내 투자자들에게도 새로운 投資對象이 생겼다는 의미외에 株價變動에 따른 危險을 스스로 管理할 수 있는 手段이 提供되었다는데 의미가 있다.

또한 선물시장의 개설로 정부의 證市介入이 줄어들 수 밖에 없는 점도 소신투자의 중요성을 더욱 增大시키는 要因이다. 즉, 先物市長은 지수의 上昇으로 利益을 얻는 투자자와 지수의 下落으로 利益을 얻는 투자자가 똑같은 비율로 발생하므로 정부의 證市對策은 그만큼 萎縮될 수 밖에 없고 결국 투자자의 자기책임의 인식하에 소신있는 판단만이 존중될 수 밖에 없다.

1. 指數算出의 基本方向

첫째, 보다 적은 種目으로 株式市場의 실세를 정확하게 나타내기 위하여 200종목에 의한 시가총액식 지수로 하였다.

둘째, 市場代表性(시가총액의 일정비율 이상인 종목).

流動性 (거래량이 활발한 종목)

業種代表性(시가총액이 일정비율 이상인 산업군)등을 고려하여 종
목을 선정하였다.

셋째, 種目選定基準은 透明性和 安定性を 구비함으로써 公信력있고 선
물거래에 適合한 지수가 되도록 하였다.

2. 算出方式

가. 산 식

$$\text{KOSPI} = \frac{\text{선물지수 구성종목의 비교시점의 시가총액합계}}{\text{선물지수 구성종목의 기준시점의 시가총액합계}} * 100$$

기준시점의 시가총액 : '90. 1. 3일의 시가총액

비교시점의 시가총액 : 산출시점의 시가총액

나. 구성종목별 시가총액

주가 * 상장주식수

이때 주가는 기세를 包含하여 시장에서 실제로 매매거래가 形成된 보
통구주가격으로 신주와 우선주는 발행되어 상장될 때까지 가격이 존재하
지 않기때문에 비교시가총액을 산출할 수 없으므로 보통구주의 價格으로
算出하였으며 유.무상증자, 株式配當 등으로 주식시장에서 賣買價格이 형

성되지 않을 경우 당해종목의 시가총액은 변동전 주식수에 권리부최종가를 곱하여 산출하였다.

또한 상장주식수는 당일시점의 발행총주식수로서 債券성격의 우선주는 포함하지 않았으며 다만 株式性格의 우선주를 包含하였으며 특별법에 의하여 정부가 일정이율을 보유하고 있는 법인의 경우 그 법정보유분은 발행 총주식수에 포함하지 아니하였다.

법정보유의 예 : 한전(주)의 경우 49%만 반영

3. 種目 選定基準 및 對象期間

매년 6월 정기심의회 직년년도의 종목별 평균 시가총액 및 연간거래량을 종목선정기준을 원칙으로하였다. 단, 최초 산출가는 '92년.'93년 2년간의 종목별 평균 시가총액 및 연간 去來量을 기준으로하여 種目を 選定하였다.

또한 시가총액은 매월 마지막 매매거래일의 12회 평균이며 거래량은 연간 누적 거래량이다

第 2 節 種目選定方法

1. 종목선정을 위한 대상종목(모집단)

전년도 년초 매매개시일 현재 상장종목을 기준으로 하였으나 최초 산출하는 KOSPI 200은 '90년 1월3일부터 遡及指數를 산출하기 위하여 상장종목을 대상으로 하되 '94년 6월 管理種目は 제외하였다.

2. 산업분류방식

현재 한국증권거래소는 상장주식을 23개 로 분류하고 있으나 이에따라 종목을 선정하면 산업간 규모의 차이로 인하여 다수의 小規模 종목이 구성종목으로 선정되어 구성종목의 시가총액 비중이 50% 미만으로 크게 낮아지는바 별도의 산업분류방법이 필요하다.

따라서 시장전체는 물론 산업별 주가방향을 잘 반영하는 代表性있는 주가지수를 산출하기 위하여 산업군으로 나누어 종목을 선정하고자 하였다. 산업군은 다음과 같이 9개로 분류하되 산업군별 시가총액이 전체의 1% 미만인 산업은 제외함으로써 지수구성종목의 시가총액 비중이 높아 지도록 하였다.

< 표 4 > 산업분류

산 업 군	분 류 산 업
어 업	어 업
광 업	광 업
제 조 업	음식료품 제조업, 섬유·의복제조업 가죽·가방·신발제조업, 목재업 종이·제품제조업, 출판인쇄업 화학제품 제조업, 비금속광물제조업 화합물 화학제조업, 비금속광물업 1차 금속업, 기계·장비업, 기타
전 기. 가 스 업	전기·가스업
건 설 업	건 설 업
유통 서비스업	도매업, 소매업, 숙박 및 음식업 운수 및 창고업
통신업	통신업
금융 서비스업	금융업, 보험업
오락 및 서비스업	오락 및 문화서비스업

* 제조업 이외의 산업군은 비제조업으로 정함, 1% 미만 산업군임.

3. 6개 산업군별 構成種目 選定原則

가. 시가총액에 의한 선정원칙

선물지수의 구성종목이 200종목이면서 이들 構成種目の 시가총액이 전체 상장종목 시가총액의 70% 정도의 비중이 되도록 하기 위하여는 산업군중 그 대상종목수가 적은 순서에 따라 통신업,전기, 가스업, 건설업, 유통서비스업, 금융서비스업에서 구성종목을 우선 선정하고 대상종목수가 많은 제조업은 마지막으로 선정하였다.

그리고 각 산업군내에서의 구성종목의 선정은 시가총액이 큰 종목의 순서로하되 선정된 종목의 시가총액 누적액이 당해산업군 시가총액의 70%에 달하는 종목까지 선정하였다.

< 표 5 > 산업군별 구성종목수 및 시가총액 비중

<'95년 5월말 현재>

구 분	대 상 종 목 수	구 성 종 목 수	구 성 종 목 의 시가총액비중
통 신 업	1	1	55.0%
전 기.가 스 업	2	2	49.3%
건 설 업	35	15	76.5%
유통서비스	50	15	75.1%
금융서비스	83	25	64.4%
소 계	171	58	63.0%
제 조 업	388	142	78.4%
계	599	200	70.5%

제조업의 구성종목 = 200 - 비제조업 구성종목수

나. 거래량에 의한 선정방법

去來가 활발한 방법으로 주가지수가 선정되어야만 시장의 주가 흐름이 정확히 반영 되므로 流動性이 높은 종목을 構成種目으로 選定하기 위하여 시가총액 순서에 따라 선정된 종목이라 하더라도 산업군별 거래량 순위가 85% 미만인 종목은 구성종목에서 제외하였다.

< 표 6 > 산업군별 구성종목현황 및 시가총액 비중

구 분	상장종목		구성종목		(B)/(A)
	종목수	시가총액 비중(A)	종목수	시가총액 비중(B)	
전기·가스업	2	13.0%	2	9.1%	49.3%
건설업	46	6.1%	15	6.6%	76.5%
유통·서비스	66	6.8%	15	7.2%	75.1%
통신업	2	2.3%	1	1.8%	55.0%
금융서비스	89	22.9%	25	20.9%	64.4%
소 계	205	51.1%	58	45.6%	63.0%
제조업	489	48.9%	142	54.4%	78.4%
계	694	100 %	200	100 %	70.5%

第 3 節 KOSPI 200 去來制度

1. 滿期月の 選定

일반적으로 주가지수 선물거래의 滿期月(또는 결제월)은 3월,6월,9월,12월등이 있으며 각 만기월에 대한 주가지수선물거래는 각각 별개의 상품으로 간주한다. 그리고 만기월(또는 결제월)의 만기일 및 결제일은 각국의 去來所의 규정에 따라 상이하다. 우리나라의 경우 機關投資家들의 자금운용기관을 감안하여 만기월의 두번째 목요일을 만기일 및 최종거래로 하고 최종거래일의 종가를 기준으로 하여 만기일 다음 제2 영업일을 결제일로 할 예정이다. 예컨대 9월 두번째 목요일이 8일인 경우 9월물의 만기일 및 최종거래일은 9월 8일이며 이날 종가를 기준으로 9월 10일에 결제가 이루어진다.

2. 賣買時間의 選定

주가지수선물시장의 거래시간(Trading Hour)은 선물시장 및 현물시장간의 원활한 재정거래로 양 시장의 가격이 유기적으로 형성되도록 주식현물거래시간을 고려하여 결정하여야 한다. 즉 선물시장의 가장 큰 機能은 危險을 回避하는 헤지에 있는 만큼 현물지수가 확정된후 투자자가 현물포지션에 맞도록 선물포지션을 조정할 기회를 제공하기 위해서 선물거래의 종료시간은 10분정도 늦다.

그러나 만기일인 최종 거래일에는 현물과 선물의 구분이 없어지고 주

가지수선물거래도 당일의 최종 현물지수에 의한 차금결제가 이루어지므로 최종거래일의 최종 선물지수는 당일의 최종 현물지수와 일치하여야 하며, 이를 위하여 최종거래일의 선물시장의 종료시간은 현물시장의 종료시간과 동일하여야 한다. 그리고 주식현물시장의 거래가 중단될 경우 주가지수선물시장도 거래가 중단되어야 한다.

< 표 7 > KOSPI 매매시간

구 분	월 - 금	토
현 물	09 : 00 ~ 11 : 40	09 : 40 ~ 11 : 40
선 물	09 : 00 ~ 11 : 50	09 : 40 ~ 11 : 50
현 물	13 : 20 ~ 15 : 50	
선 물	13 : 20 ~ 15 : 30	

3. 契約單位

주가지수선물거래의 매매계약(Contract)단위 또는 매매수량단위는 주가지수에 주가지수선물거래소 시장에서 결정한 일정금액(예컨대 50만원 등)을 곱한 금액이 된다.

예를들면 어떤 투자자가 12월 만기 한국주가지수 200선물을 100.00 포인트에 1계약(Contract)의 매수주문을 냈다면 그는 12월물 한국주가지수 200선물을 5천만 (=100.00포인트×50만원×1계약)의 매수주문을 낸 것이다. 한편,이 투자자가 12월만기 한국주가지수 200선물을 100.00포인트에 2계약의 매수주문을 냈다면 그는 1억원(=100.00×50만원×2계약)의 매수

주문을 낸 것이다. 즉 이 경우 투자자의 주가지수선물거래의 매매단위는 1계약(5천만), 2계약(1억원), 3계약(1억5천만원)등이다.

4. 呼價單位

호가란 주가지수선물을 賣買할 때 투자자가 가격을 제시하는 것을 말하며 호가단위(Tick)는 제시하는 가격의 최소변동폭을 말한다. 한국주가지수 200선물거래의 호가단위는 0.01포인트(5천원)으로 할 예정이다. 현물주식시장의 경우는 주가가 1만원 미만일때는 10원, 1만원 이상일때는 100원이다.

5. 價格制限幅

주가지수선물거래의 공정한 價格形成은 주가지수선물거래소의 가장 중요한 임무 중의 하나이다. 그런데 現實적으로 주가지수선물거래소의 매도측과 매수측의 어느 한쪽의 책동으로 그 수급이 급격히 증감하여 선물시장이 교란됨으로써 불공정한 價格이 형성되어 시장안정기조를 파괴할 危險이 있다.

이러한 비정상적인 가격급변동을 방지하기 위하여 가격변동폭을 전일 종가를 기준으로 하여 지수의 1일 등락폭을 상하한으로 일정률 또는 일정 포인트까지 제한하고 그 변동폭을 超過하여 上昇 또는 下落하는 去來는 인정되지 않는다. 주가지수선물가격은 價格制限幅을 두지 않더라도 대상주가지수에 편입된 개별종목에 가격제한이 있으므로 동 가격제한에 의

한 간접적인 주가지수선물가격의 制限效果가 있으나 株價指數先物市場이
 이상 급등할 경우를 대비하여 가격제한폭을 설정하는 것이 일반적이므로
 우리나라의 경우 市場의 安全化 및 投資家保護, 株價指數의 흐름, 투자가
 의 自律性을 고려하여 差等있게 실시하여야 할 것이다.

< 표 8 > 가격제한폭

지 수 대 별	가 격 제 한 폭
100 포인트 미만	4 포인트
100 포인트 이상 ~ 150 미만	6 포인트
150 포인트 이상 ~ 200 미만	8 포인트
200 포인트 미만	10 포인트

6. 賣買契約의 締結

賣買契約은 競爭賣買를 통하여 締結되는데 競爭賣買는 去來所 市場에
 있어 多數의 매도자와 매수자가 競合을 통하여 形成되는 價格에 의하여
 단일가격과 복수가격으로 구분된다.

먼저 단일 약정가격에 의한 경쟁매매라 함은 다수의 賣渡者와 買收者
 의 競合에 의하여 양측의 數量을 일괄하여 동시에 단일가격을 形成시켜
 매매거래를 하는 방법으로 동시호가(오전.오후)시 처리 방법이나, 去來量
 폭주시 일부종목에 대하여 선물거래소가 지정 처리하는 경우도 있다. 한
 편 복수약정가격에 의한 경쟁매매라 함은 각각 개별적인 가격수준에 의
 하여 다수의 賣買契約이 성립되는 방법으로서 1회의 입회에서 1종목에
 대하여 2개 이상의 價格이 成立된다. 그리고 입회시간중 連續적으로 賣買
 를 繼續하고 최저가를 호가하는 매도측과 최고가를 호가하는 매수측이

상대가 되어 賣買契約이 締結되며 賣買가 성립될때마다 별개의 價格이 形成되고 입회시간중에는 언제든지 賣買契約을 체결할 수 있는 機會가 주어지는데 이것을 접속매매라고 한다. 이는 去來所에서 전장.장 입회시 (동시호가 제외) 처리하는 方法이다.

선물거래소가 개설한 株價指數先物市場은 株價指數가 매매되는 市場이므로 일반시장과 같이 수요와 供給의 價格의 價格原理가 적용된다. 이와 같이 需要와 供給이 競爭을 통하여 賣買가 締結되는 競爭賣買에 있어서 競爭原則은 일반적으로 유리한 조건을 제시한측이 불리한 條件을 제시하는 측보다 우선하여 賣買契約이 締結되어야 한다. 따라서 주가지수선물에 대한 需要와 供給이 集中되어 大量의 賣買를 체결시키기 위하여 다음과 같은 네가지 原則을 適用하여야 한다.

첫째, 저가의 매도호가는 고가의 매도호가에 우선하고 고가의 매수호가는 저가의 매수호가에 우선하는 가격우선의 원칙이 적용 되어야 한다.

둘째, 먼저 접수된 호가가 나중에 접수된 호가에 우선하는 시간우선의 원칙이 적용되어야 한다

셋째, 동일가격,동일시간의 호가간에는 수량우선의 원칙이 적용되어야 한다.

넷째, 동일시간, 동일가격의 호가간에는 위탁자의 호가가 선물거래중개 회사의 자기매매호가에 우선하는 위탁매매우선의 원칙에 따라 적용 되어야 한다.

7. 賣買注文의 方法

계좌개설후 주가지수선물거래를 賣買하기 위한 注文을 낼때에는 去來金額의 단지 약 15%에 해당하는 證據金(Margin) 만 入金시키면 된다.

顧客이 낸 주문은 株價指數先物去來所가 정한 매매거래준칙에 따라 競爭賣買에 의하여 賣買가 成立되며 전화주문도 可能하다.

賣買注文의 방법에는 Limit Order (지정가 주문)와 Market Order(형성가 주문)가 있다.

Limit Order는 매수주문의 경우 고객이 지정된 가격 以下로 매수해 줄 것을 요구하는 주문이며, 매도주문의 경우 지정된 매도가격 以上으로 매도해 줄 것을 요구하는 방법이다.

국내 증권시장에서 사용되는 주문방법은 Limit Order 이다. 예컨대 12월 만기물의 주가지수선물가격이 현재 100.00포인트에 거래되고 있을 경우, "100.00 Point Buy Limit (100.00포인트에 지정가 매수) 주문은 100.00포인트 이하로 매수해 달라는 주문이다. 그리고 " 81.00 point sell limit"(81.00포인트에 지정가 매도) 주문은 81.00포인트 이상으로 매도해 달라는 주문이다. 한편 Market Order 는 현재 가격에 개의치 않고 가능한 빨리 가장 유리한 가격으로 계약을 締結해 줄 것을 요구한 주문이다. 따라서 Market Order는 Limit Order 보다 우선적으로 체결시켜준다. 예컨대 "buy market "(시장형성가로 매수)주문은 현재 시세에 개의치 않고 가장 유리한 가격으로 즉시 買收해 줄것을 要求하는 주문이다. 그리고 "Sell Market"(시장형성가로 도매) 주문은 현재 시세에 개의치 않고 가장 유리한 가격으로 즉시 매도해 줄 것을 要求하는 주문이다.¹⁶⁾

8. 證據金의 性格 및 種類

가. 증거금의 의의

顧客이 선물거래에 참여하기 위해 적당한 선물거래중개회사를 選擇하여 필요한 계좌개설 절차를 밟고 나면 곧 선물거래중개 회사로부터 證據金(Margin)의 請求를 받게된다.

證據金이란 미청산계약(Open Intest Contract)의 이행보증을 위해 清算會社 또는 先物去來所에 항상 예금으로 유지해야 하는 금액이다. 이 證據金이 납입되어 維持됨으로써 清算會社가 清算會員을 대신해서 清算해 주는 債務者로서의 역할을 떠맡을 수 있게 되는 것이다. 이와 같이 去來所가 證據金制度를 도입 運用하는 目的은 고객을 대신해서 거래에 參與하는 선물거래중개회사들로 하여금 去來保障에 관한 제1차적 책임을 지게 함으로서 거래 불이행 사태를 사전에 막으려는 데 있다.

나. 증거금의 성격

선물거래중개회사가 고객에게 부과하는 최소한의 증거금율은 각 거래소의 이사회가 거래대상상품별로 정하며, 去來目的이 투자목적인지 아니면 헤지목적인지를 구분하여 정한다.

즉 投機的인 去來의 경우에는 헤지목적의 거래의 경우보다 더 높은 증거금율을 책정하고있다. 또한 이러한 증거금율은 고정되는 것이 아니고 거래대상 상품의 價格變動 狀況과 거래대금의 크기에 따라 伸縮的으로

16) 국일증권, “주가지수선물거래입문”, 1994, pp. 47~48.

變更하여 運營한다. 실제로 去來所에서 책정하고 있는 증거금율을 보면 상품선물의 경우에는 거래대금의 5% 내외이다.

그러므로 證據金의 性格은 계약금액에 대한 分割納付金(Down Payment)의 性格이 아니고 信賴保證金(Good Faith Deposit)이나 履行保證金(Performance Bond)의 性格을 가지고 있다. 去來所가 증거금율을 정하여 清算會社가 청산회원에게 요구하는 賣買證據金(Clearing Margin)의 수준과 청산회원이 고객에게 요구하는 委託證據金(Customer Margin)의 수준이 일반적으로 다른데 후자가 전자보다 더 높다. 우리나라의 경우 매매증거금은 10%, 위탁증거금은 15%로 할 예정이다.

다. 증거금의 종류

證據金이란 모든 선물거래 參與者들이 契約을 誠實히 이행하겠다는 약속의 표시로 선물거래 仲介會社와 決濟機關에 납부하는 금액으로 종류에는 委託證據金과 賣買證據金이 있다. 委託證據金이란 고객이 중개회사에 납부하는 證據金으로 開始證據金, 維持證據金, 追加證據金이 있다.

1) 개시증거금

開始證據金이란 顧客이 선물포지션을 취할때 要求되는 證據金으로 일반적으로 하루 최대한의 가격변동폭을 커버할 수 있는 정도의 금액이 요구된다. 최소한의 개시증거금 수준은 선물거래소가 정하지만 선물거래 중개회사는 일반적으로 이보다 높은 수준의 證據金을 요구한다.

2) 유지증거금

開始證據金을 예치하고 특정한 선물포지션을 취한 고객은 保有하고 있

는 선물포지션의 가격이 변동될 때마다. 證據金을 조정하게 되는데 이때 거래소에서 정한 최소한의 증거금을 계속해서 維持 해야 한다. 이와 같이 고객계좌의 보유포지션에 대한 價格變動에 따라 유지해야 하는 최저수준의 證據金을 維持證據金(Maintenance Margin)이라고 한다. 일반적으로 유지증거금의 요율은 개시증거금(Initial Margin)의 75% 수준으로 책정하고 있으나, 거래소 및 거래상품에 따라 50%에서 85%까지 책정하고 있다.

우리나라의 경우 開始證據金은 거래금액의 15%, 유지증거금은 10%로 할 예정이다. 그리고 計座金額에서 未實現損失을 뺀 지분이 維持證據金 수준 아래로 떨어지면 最初의 開始證據金 수준으로 다시 회복시켜야 하며 이를 追加證據金의 요청(Maintenance Margin Call, Additional Margin)이라 한다. 또한 개시증거금의 경우와는 달리 유지증거금에 대한 추가예치의 요구가 선물거래중개회사로부터 있을 때에는 고객은 반드시 현금으로 지체없이 開始證據金의 수준까지 예치시켜야 한다. 만일 정해진 시간 내에 고객이 維持證據金을 예치시키지 못하면 선물거래중개 회사가 독단으로 고객의 포지션중 일부 또는 전부를 강제로 清算할 수 있다.

3) 추가증거금

證據金이 維持證據金 이하로 떨어지면 당초의 開始 證據金 수준까지 充當하도록 요구되는데 이때 要求되는 證據金을 말한다.¹⁷⁾

4) 매매증거금

賣買證據金이란 仲介會社가 決済機關에 납부하는 證據金을 말한다.

17) 국일증권연구소, 1994, pp. 50 ~ 64.

第 4 節 KOSPI의 특징

1. KOSPI(한국주가지수)選定の 타당성

株價指數先物去來는 금융선물거래의 하나로서, 주식시장 전체의 주가수준을 나타내는 주가지수를 매매하는 先物去來形態로서 通貨先物, 金利先物, 金融先物과 함께 파생금융상품선물이라 불리운다.

'93년말 현재를 기준으로 국가별 거래량 순위를 살펴보면 역시 미국시장이 가장 커 전체 주가지수 선물거래량의 20.1%를 차지하고 있고 스페인이 14.6%, 일본이 14.3%, 브라질이 13.9%, 프랑스 7.9% 순으로 비교적 比重이 높고 그밖의 영국, 스위스, 네덜란드 등은 1~4% 수준 이다. 한편 전체 선물의 거래량과 비교해보면 92년 8.74%, 93년 8.07%를 주가지수선물이 占有하는 比率은 未備한 形편이다. 이는 아직까지 金融先物の 주종을 通貨先物과 金利先物이 이루고 있다는 의미이다. 그러나 이런 현상을 두고 얼핏 금융상품선물 중에서 주가지수선물의 役割이나 발전가능성에 회의를 품는 것은 速斷이며 가장 중요한 것은 선물거래에 채택되는 주가지수의 算出方式과 條件이다. 先物株價指數가 갖추어야할 條件은 다음과 같다.

첫째, 헤지 수요가 빈번하게 발생할 수 있도록 指數變動이 活潑하여야 한다. 즉, 價格不確實性이 充分해야한다. 왜냐하면 投資에따른 危險이 낮거나, 누구나 동일한 豫測을 할 수 있다면 선물거래의 필요성이 減少하기 때문이다.

둘째, 헤지요구를 감안하여 機關投資家들의 포트폴리오 構成內容과 類

似 하여야 한다.

셋째, 指數構成 種目이 특정산업에 偏重되지 않고 주식시장을 代表 하여야 한다.

넷째, 歪曲된 指數생성을 防止하기 위해 대상지수는 개별종목의 流動性을 충분히 고려 하여야 한다.

이러한 관점에서 현재시험운영중인 KOSPI200은 주식시장을 대표함과 동시에 指數조작방지를 통한 공정성확보를 위해서 매우 적절하다고 판단된다.

반면 이러한 요건이 전혀 고려되지 않은 미국의 NYSE composite (뉴욕증권 거래소)나 일본의 TOPIX (동경주가지수)같이 전체 종합지수를 선물로 상장해 성공한 경우도 있으나 이는 무엇보다 去來量과 價格變動性이 큰 요소로 作用했기 때문이다. 오는 96년에 상장될 국내의 KOSPI 200지수선물도 일반적인 요건을 충분히 고려해 선정했다는 점에서 流動性 및 헤지수요 誘發效果에 기여할 것이라는 데에 별 걱정이 안든다.

또한 指數의 連續성과 위하여 과도하게 종목이 變更되지 않도록 新規로 進入할 수 있는 종목은 당해산업군 구성종목수의 90%이내. 퇴출종목은 110% 밖으로 정하였고 퇴출기준에 해당하는 종목이라 하더라도 신규 진입기준에 해당하는 종목이 없을 경우 구성종목을 變更하지 않기로 하였다. 다만 선물시장개설초기에는 선물지수 200에 선정된 종목들이 테마종목으로 부상함과 동시에 機關投資家の 포트폴리오 調整 . 期待感 등으로 다소 주가에 影響을 미칠것으로 보이나 결국 株價는 企業의 內在價値를 反映하는 것이므로 본래의 기능으로 되돌아 갈 것으로 보인다. 또한 KOSPI 200의 구성종목으로 시가총액 기준은 充分 하였으나 去來量 基準

을 充足하지 못하여 構成種目에서 脫落한 種目과 株價가 높아 시가총액 基準는 充分하나 일일거래량이 5,000주 이하인 종목으로 발행주식수가 적 으며 거래가 活潑하지 못하여 除外된 種目は 先物指數와 유사하게 포트 폴리오를 구성하기 때문에 이들의 需要도 곧 增加하여 결국에는 價格差 異가 곧 消滅될 것으로 보인다.

< 표 9 > 주요국 주가지수 선물거래 내용

구 분	미 국 (CME:S&P 500)	일 본 (TSE:TOPIX)	한 국 (KSE:KOSPI 200)
계 약 단 위	1계약=지수*\$500	1계약=지수*10,000	1계약=지수* 500,000
호 가 단 위	0.05 PT	1 PT	0.01 PT
가격제한폭	지수대별 5.5 ~ 7.5 %	지수대별 3.5 ~ 4.5 %	100PT 미만 : 4PT 100~150 미만: 6PT 150~200 미만: 8PT 200 PT 이상:10PT
매 매 시 간	09:30~16:45 (현물매장 16:00)	오전 09:00~11:00 오후 13:00~15:00 (현물매장 15:00)	오전 9:40~11:40 오후13:20~15:30 (현물매장 15:20)
주 문 방 법	MARKET ORDER LIMIT ORDER	LIMIT ORDER MARKET ORDER	초기:LIMIT 추후:MARKET
증 거 금	개시 5% 유지3.5%	개시 9~30 유지 6~27%	개시:15% 유지:10%
만 기 월	3.6.9.12월	3.6.9.12월	3.6.9.12월
만 기 일	만기월 제3 금요일	만기월 제3 금요일	만기월 제2 목요일
최종거래일	만기 1일전	만기1일전	만기일
결 재 가 격	만기일 현물시가	만기일 현물시가	만기일 현물종가
청 산 방 법	반대매매및만기청산	반대매매및만기청 산	반대매매및만기청산
일 일 정 산	차액수수 가능	차액수수 불능	차액수수 불능
위탁수수료	자 율	0.4%	0.1 %

2. KOSPI 200의 特徵

KOSPI 200은 한국증권거래소가 증권시장에 상장된 전종목에 대해 市場代表性, 流動性을 고려하여 새로 개발한 지수로써 다음과 같은 특징이 있다.

첫째, KOSPI 200구성종목의 시가총액이 전체시가총액의 70%를 상회함으로써 지수조작 가능성을 배제하여 주식시장의 실세를 정확히 반영하였다.

< 표 10 > 주요국의 시가총액 비중도

구 분	미 국 S & P 500	영 국 FT - SE 100	일 본 일 경 300
시가총액	73 %	65 %	66 %

< 표 11 > 종목수별 상장종목 누적 시가총액 비중

구 분	100 종목	150 종목	200 종목
시가총액 비중	58.4 %	65.6 %	70.2 %

* 무작위로 추출한 10일간의 시가총액을 평균한 결과임

둘째, 市場代表性, 流動性, 業種代表性을 고려하여 선정한 지수로서 시가총액이 일정비율 이상인 산업군에서 시가총액이 일정비율 이상이고 거래가 확실한 종목이 선정되었다. 특이한 점은 국내주식을 대표하는 종목으로 “황제주”라고 일컬어지는 태광산업주식은 종목 선정에서 탈락했는데 이는 일평균 거래량이 하루평균 1,000주에

못미쳐 去來量 기준에 미달했기 때문이다.¹⁸⁾

< 표 12 > 산업군별 구성종목의 평균시가총액과 일평균 거래량

(단위 : 억원, 주)

구 분	평균시가총액		일평균거래량	
	최 고	최 저	최 고	최 저
제 조 업	23,131	423	622,448	5,350
전기,가스업	49,383	594	551,548	23,999
건 설 업	7,190	1,069	257,052	23,427
유통서비스업	11,029	806	624,945	11,323
통 신 업	6,509		14,157	
금융서비스업	14,491	2,781	579,669	43,237
평 균	3,235		95,454	

< 표 13 > 자본금규모별, 가격대별, 상장년도별 현황

자본금 규모별		가 격 대 별		상 장 년 도 별	
자 본 금	종목수	가격대	종목수	상장년도	종목수
100억 미만	6	7,000원 미만	2	70년도이전 71 ~ 75 76 ~ 80 81 ~ 85 86 ~ 87 88년 89년	23 52 41 14 21 20 29
200억 미만	43	10,000원 미만	14		
300억 미만	21	15,000원 미만	43		
400억 미만	22	20,000원 미만	38		
500억 미만	16	30,000원 미만	48		
700억 미만	24	40,000원 미만	25		
1,000억 미만	18	50,000원 미만	13		
2,000억 미만	24	70,000원 미만	9		
3,000억 미만	11	100,000원 미만	7		
5,000억 미만	7	150,000원 미만	-		
5,000억 이상	8	300,000원 미만	1		
계	200		200		200

* 자본금 200억원 ~ 1,000억원의 중형주를 중심으로 고루 분포
* 평균주가는 26,882원으로 대부분의 종목이 1만원 ~ 4만원대에 분포¹⁹⁾

18) 선물거래대상 KOSPI 200, 한국증권거래소, 1994. 6. p.9.

셋째, 透明性, 安全性등을 구비한 公信력있는 指數이다.

즉, KOSPI 200 구성종목은 非製造業에 속하는 産業군에서 우선적으로 선정하여 당해산업군을 平均市街總額이 큰 순서로 선정하되 이들 종목들의 累積市價總額이 당해산업군 시가총액의 70%에 해당하는 種目까지 構成種目으로 정하였다. 다만, 시가총액기준을 充足하는 種目이라 하더라도 당해 産業군내에서의 年間 거래량순위가 85%에 해당되지 않는 種目を 除外하고 시가총액의 차순위 種目 중에서 거래량기준을 충족시키는 種目を 대신 選定하였다. 또한 製造業 중에서 殘餘種目を 選定함에 있어서 시가총액이 큰 순서로 選定하되 시가총액기준에 의해서 選定된 種目이라 하더라도 제2산업군내에서의 去來量 順位가 상위 85%에 해당되지 않는 種目は 除外하고 시가총액의 차순위종목 중에서 去來量 基準을 充足시키는 種目を 대신 選定하였다.

第5節 規制 및 監督機關

先物市場이 成功을 거두기 위해서는 그에 대한 效果的인 規制가 이루어져야 한다. 이것은 시장이 불특정 다수의 參加者가 參加하고 있으며 시장참가자의 모두의 이해관계가 각기 다르기 때문이다. 따라서 각국은 이러한 다양한 그룹의 이해관계를 조정하고 先物市場을 공정하고 效率적으로 管理하기 위하여 規制機關을 두고 운영하고 있다.

先物去來는 적은 證據金만으로 커다란 금액을 거래할 수 있다. 이는 선물거래가 지닌 장점이기도 하지만 단점이기도 하다. 즉 去來過程에서 가

19) 선물거래대상 KOSPI 200, 한국증권거래소, 1994. 6, P.31.

격조작이나 불공정거래와 같은 불법적인 요소가 개재하는 경우 相對적으로 그 影響이 커지기 때문이다. 따라서 어느 나라든 선의의 투자자를 保護해야 하는 問題가 크게 대두되고 있다. 이를 根本적으로 해결하기 위해서 각국은 先物去來法이나 관련규정 및 규칙등을 제정하고 정부가 직접적으로 통제하거나 去來所나 선물거래협회등 有關기관의 自律規制를 통해 統制하고 있다.

先物去來에 대한 規制는 크게 두가지로 나눌 수 있다. 하나는 市場의 健全性を 維持하기 위한 것이고, 또 다른 하나는 投資者 保護를 위한 것이다.

市場의 健全性維持를 위한규제는 價格操作, 虛偽情報의 流布, 過當投機, 不法去來 등을 排除하기 위한 것이다. 이와같은 規制는 주로 去來所가 수행하고 있는데 이를 적정하게 수행하기 위한 去來所는 市場情報의 公表, 先物市場의 效率的인 運營을 위한 규정채택, 그리고 긴급사태시 去來所 市場의 秩序回復 및 維持를 위해 각종 關聯 內容을 規程하고 있다.

그러나 필요이상으로 시장에 介入해 價格安定을 구하는 政策은 도덕적 위험(moral hazard)을 초래해 경제전체의 效率性 向上을 阻害하기도 하고 資本市場에서의 타당한 價格形成을 歪曲시켜 그 資源分配 機能을 손상 시킬 수 도 있다.

또한 市場介入政策은 투자자에게 자본시장에 있어서 價格形成의 公正성에 대한 信賴를 잃어 버릴수가 있다.

日本의 경우 規制強化가 역효과로 된 예가 경신가격폭,경신시간의 문제이다. 일본의 株價指數先物市場에서는 株價變動이 심하게 되었는데 경신시간은 길고, 경신가격폭은 좁은 방향으로 규제강화가 행하여져 왔다. 더

구나 경신가격폭, 경신시간은 선물가격에 따라 설정되어 있어 선물가격이 18,000엔 전후였던 '92년 8월말 시점에서는 경신가격폭, 경신시간이 각각 30엔 6분으로 되어 있었다.²⁰⁾

< 표 14 > 경신가격폭, 경신시간의 추이

	최 초	90. 8.24	91. 6.27	91. 12. 18	92. 9.7
경신가격표	90엔	50엔	30엔	3시이후 20엔	
경신가격	3분	6분	5분		시세급락.3분

投資者 保護를 위한 規制는 사기 또는 협잡의 배제, 불법거래수단의 예방, 고객의 預託資金의 保護, 去來內容의 記錄維持등 투자자에게 직접적으로 영향을 미치는 사항을 규정하고 있다.

美國의 경우는 정부차원의 규제기관인 선물거래위원회(Commodity Futures Trading Commission : CFTC)와 자율국제기관인 선물거래소 및 선물협회가 있다. 그러나 미국의 경우에도 現物市場의 規制機關이 先物市場을 規制하는 것이 바람직하다는 의견이 1987년 株價大暴落이후 팽배해지고 있다.

우리나라에서도 株式市場 規制機關인 證券監督院이 規制함이 先物市場과 現物市場의 連繫性을 고려할때 바람직 하다고 생각된다.

規制方法은 導入初期에는 競爭促進과 市場流動性을 沮害하지않는 범위 내에서 정부차원의 탄력적 規制를 하여 不健全한 投機需要을 抑制하여 安全한 去來를 誘導함이 바람직하고, 漸次的으로 시장의 效率性을 고려하여 自率規制의 方法으로 轉換해 나가야 한다.

20) 1.선물가격이 2~3만엔인 경우.
2. '92년 2월 5일 이후, 후장은 3시종료.

第9章 開設初期의 效果 및 機關投資家の 對應戰略

선물시장에 대한 投身, 銀行, 등 主要機關投資家の 對應戰略은 현재 “制限的. 保守的參與構想”이라는 틀을 못벗어나고 있다. 특히 先物市場의 危險回避機能으로 인해 주식투자규모를 擴大시킬 것으로 기대되는 保險 연기금 등이 오히려 가장 保守的인 입장을 견지하고 있다. 또 영국 베어링 그룹 파산으로 인해 최근기관투자자들의 선물시장에 대한 불안심리는 어느때 보다 증폭돼 있어 선물시장 개설초기 機關投資家들은 뚜렷한 관망세를 보일것으로 豫想된다.

機關別 對應戰略 및 問題點은 다음과 같다.

1. 투 신

先物投資에 대한 당국의 허용기준이 최대변수이다. 그러나 先物市場에 대한 投資가 자유롭다 하더라도 市場開設初期에는 保守的 投資戰略을 벗어나기 힘들다. 현재 투자사가 안고 있는 막대한 累積赤字로 인해 危險資産에 대한 투기적 운용은 제한받을 수 밖에 없다. 다만 투신사가 自體資金으로 보유하고 있는 高유계정주식의 危險을 回避하기 위한 積極的인 先物投資는 可能하다. 또한 투신은 선물시장에서 差益去來를 하기 위해서는 선물지수에 포함된 종목으로 인덱스펀드를 구성할 수 밖에 없으며 간접투자자들이 소액자금으로 差益去來에 參與할 수 있도록 하는 간접투자 방식용 인덱스펀드도 구성할 계획이다.

2. 은 행

선물시장개설초기에는 관망세를 유지하는 전략이 지속될 것 같다. 기존 보유 주식의 대부분 KOSPI 200 지수 포함종목이기때문에 先物市場 開設에 따른 포트폴리오 재편도 구상할 필요성이 없을 것 같다. 또 先物市場의 開設로 인해 株式投資의 절대규모가 당분간 늘어나기는 힘들 것 같다. 銀行의 경우 先物市場開設初期에 투자하는 자금은 대부분 주식시장에서 이미 활용되던 자금일 가능성이 높아 결국 단기적으로는 投資資金의 分散效果를 가져올 수 있다.

3. 연기금

國民年金 私學年金 등 주요 연기금이 선물전단팀은 물론이고 전담직원마저 없어 선물시장 개설과 관련하여 機關投資家中 가장 허술한 것으로 判斷되어 선물시장이 定着될 단계까지 관망세를 보일 것으로 추측된다. 또한 國內 연기금의 株式投資比率이 외국연기금에 비하여 크게 낮으므로 外國의 사례와는 비교해서는 곤란하다. 이러한 점에서 선물투자가 普遍化되기 이전에는 危險回避를 위한 制限的인 先物市場 參與도 힘들것 같다.

第 10 章 結 論

本 論文은 株價變動危險에 효율적으로 대처할 수 있는 制度로써 주가 指數先物의 도입의 必要性和 선행여건, 도입초기에 豫想되는 問題點을 導出하여 導入에따른 施行錯誤를 줄이고 株價指數先物去來機能의 極大化 및 效用을 增大하고자 이에 대한 이해를 돕고 具體的 去來制度 설정에 필요한 參考資料를 提供하고자 하였다. 따라서 構造的 側面, 制度的側面, 人力側面을 중심으로 살펴보면 다음과 같다.

第 1 節 現物市場의 構造的 側面

1.現物市場의 規模擴大

株價指數先物市場을 導入 하는데 있어 가장 基本的인 前提는 株價指數 先物市場의 바탕이 되는 現物市場의 規模가 일정수준에 이르러야 한다.

우리나라의 주식시장규모는 최근 10년동안 괄목할 만한 성장세를 보여 적어도 規模면에서 株價指數先物市場을 설립하기에 絶對적으로 不足한 수준이라고 할 수 는 없다. 그러나 이것이 필요조건은 되었을지라도 충분 조건을 갖출 필요가 있으므로 주식시장의 擴大는 계속되어야 할 것이다.

그렇지만 주식시장의 規模擴大는 단기간에 무리하게 추진하여 어려움 을 겪을 필요는 없으며 주식시장의 질적개선에 중점을 두어야 한다. 특히 長期的이고 繼續적인 不動産 및 기타 資産의 높은 期待收益率을 낮추는

政策을 시행함으로써 시중자금이 자연스럽게 金融資本市場으로 유입되도록 하여야 할 것이며 이러한 바탕위에 企業公開擴大를 통한 株式供給의 圓滑化, 株式發行與件의 緩和등을 추진해 나가야할 것이다.

2. 株價變動

先物市場의 導入이 성공하려면 주가변동에 따라 投資危險이 커지고 이를 回避할 수 있는 정도로 先物市場에서의 시장가격의 變動이 커야 한다. 이러한 危險回避를 위한 수요이외에도 時勢差益을 위한 投機需要는 先物市場의 流動性を 擴大하는 結果를 가져온다.

즉, 이러한 헷징 및 投機需要가 크면 클수록 先物市場의 去來는 活潑하다.

3. 機關投資家の 育成

주가지수先物거래는 개별주식보다 포트폴리오를 구성하여 투자하고 있는 기관투자자에게 특히 유용한 投資需要이다. 그러나 우리나라의 경우 機關投資家の 役割이 未備하여 증권시장의 안정에 기대에 못미친다. 이것은 최근들어 급증하고 있는 신규투자자의 무분별한 투자로 인해 주가의 급등락현상이 나타나고 주가의 歪曲현상이 露出되는등 피해가 속출하고 있어 증권시장의 安定定着化를 확보하여야 한다는 측면에서 기관투자자의 育成이 절실하다.

우리나라의 주식시장 참가자수는 전체인구에 대한 비중으로 볼때는 선

진국수준으로 근접해가고 있으나 이중 주가지수선물도입을 위하여 가장 필요시되며 증시안정에 중요한 역할을 하는 機關投資家の 비중은 아직 선진국에 비하여 낮은 실정이어서 주가지수선물거래를 圓滑하게 運營하기에는 부족하다고 생각된다. 더구나 주가지수선물거래는 投機的 性格이 높기 때문에 去來運營의 構造 및 體系, 投資技法에 대한 충분한 이해와 함께 시장 움직임에 대하여 積極的으로 分析, 平價하여 參加할 수 있는 與件이 마련되어야 한다. 따라서 株價指數先物の 成功的인 導入을 위하여는 먼저 기관투자가에 대한 政府의 行政指導나 통화채강제배정등을 止揚함으로써 機關投資家の 自律性を 높여 나감과 동시에 機關投資家の 範圍擴大 및 株式投資 誘引策을 提供하여야 할 것이다

특히 국민연금기금등 연금을 다루고 있는 기관은 기관투자자로 지정되어도 주식투자로 인한 손실우려 및 손실시 책임문제 등으로 주식투자를 기피하고 있는 실정이므로 이들 기관에 대해서는 政策的 次元에서 기금자금의 일정비율을 의무적으로 주식에 투자하는 方案도 검토해야 할 것이다.

다만 선물거래의 活性化를 위하여 投機去來의 比重을 어느정도로 인정할 것인가를 결정할때에는 國內의 경우 초기에는 安定性, 일반투자자의 呼應度 및 저변확대가 중요하기 때문에 투기거래의 比重을 다소 낮게하는 方向으로 制度를 마련해야 할 것이다.

4. 價格決定構造

현물시장의 주가는 외부로부터 人爲的 조작이 없이 需要와 供給에 의

해 決定 되어야한다. 주식시장 자체에서 株價가 形成되기 위해서는 政府의 規制가 止揚되어야 하고 정책당국의 市場介入이 적으면 적을수록 선물가격의 예시기능을 제대로 발휘할 수 있으며 내부자거래등 不公正去來의 발생을 막을 수 있다.

5. 전산시스템의 支援

선물거래는 적은 證據金만으로 큰 금액을 去來할 수 있기 때문에 價格變動에 따른 損益의 폭이 상대적으로 크다 . 따라서 注文의 접수와 동시에 매매가 이루어질 필요성이 있으며, 고객의 포지션별 日日精算, 證據金計算 등 결재업무를 신속하고 정확하게 처리하여야 한다. 또한 시장에서 이루어진 거래에 대한 注文狀況이나 賣買狀況등 각종 市場情報가 즉각적으로 일반투자자에게 전달되어 투자자의 投資判斷과 주가의 흐름에 완벽한 정보를 提供하여야 한다. 따라서 이러한 市場情報의 適時公示가 이루어질 수 있도록 완벽한 전산시스템을 갖추어야 한다.

이를 위해서 고객들의 賣買注文處理나 計座管理등의 관리시스템의 개발이 중요하며 이를 통한 投資分析, 意思決定, 리스크관리등을 위한 투자운용시스템을 개발하여야 한다. 이와함께 先物去來을 위해서 필수적인 증권거래소의 매매체결시스템과 증권사의 선물시스템이 連結되어야 한다.

6. 投資意識의 改善

株價指數先物去來는 적은 證據金만으로도 큰 거래를 할 수 있는 투기성이 강하기 때문에 투자자들의 投資結果에 대한 自己責任意識이 確立되

어야 한다.

이를 위해서는 첫째, 投資家 자신들의 意識轉換 뿐만아니라 이를 위한 與件造成이 필요하다. 즉, 投資에 대한 情報를 容易하게 취득할 수 있고 歪曲된 情報가 유포되지 않도록 하기 위하여 情報公示制度의 確立이 필요하다. 이렇게 함으로써 투자자들이 確信을 갖고 投資를 하고 그 結果에 대한 責任을 질 수 있는 風토가 造成될 수 있다.

둘째, 投資에 있어서 危險과 收益간의 相沖關係에 대한 精確한 이해가 필요하다. 일반적으로 投資危險이 높을수록 그 期待收益率이 높고 투자위험이 낮을수록 그 期待收益率은 상대적으로 낮다. 즉, 投資危險이 많다는 것은 높은 收益率을 獲得할 可能性도 있지만 낮은 收益率도 얻을 可能性이 높다는 것을 뜻한다. 따라서 先物去來가 갖는 높은 레버리지 效果는 한편으로는 높은 수익을 얻을 수 있음을 의미하지만, 다른 한편으로는 先物去來에 따르는 危險이 높다는 것을 의미한다.

세째, 投資에 대한 認識轉換이 필요하다. 주가지수선물거래는 주식포트폴리오의 보유라는 經劑行爲에 수반되는 市場危險을 他人에게 전가하고 싶어하는 헷저의 欲求와 돌아올 이익을 목적으로 危險을 이전 받고자 하는 투기자의 欲求가 합쳐져서 成立된다. 또한 선물시장이 있건 없건간에 주가의 變動危險은 存在하며, 선물시장에 투기가 있으므로해서 이러한 위험의 배분형태가 달라지며, 특히 투기자들이 수용하게 된다.

第2節 監督機關과 制度的側面

株價指數先物去來가 公正하게 이루어질수 있도록 각종 賣買關聯規定法

을 정비하고 결제와 관련된 예상규정을 整備하여야 한다. 주가지수선물의 對象指數는 시장전체의 주가수준을 대변하고 市場狀況을 정확히 반영하여야 하고, 헷징을 통해 減少 시킬수있는 危險이 비중이 크며 지수의 同質性이 維持되어야 한다. 또한 指數의 조작 가능성이 낮아 신뢰도가 높고 지수에 관한 情報傳達이 容易하고 迅速하여야 한다. 한가지 주목할점은 日本의 證券社나 生命保險 등 機關投資家들은 선물거래를 앞두고 미국의 증권사에 연수를 보내는등 준비를 게을리 하지 않았다.

그럼에도 불구하고 日本의 證市는 힘없이 무너졌는데 專門家들은 株價指數先物에 대응하는 體系에 있어서는 시스템대응이나 부서의 지원이 微弱했다는 점을 지적하고 있다.

그러나 더욱 결정적인 原因은 선물시장초기에 일본의 기관투자가에 가해진 明文化되지 않는 規制이다. 즉, 日本先物市場 도입초기의 失敗는 現物市場과 先物市場이 效率的으로 連繫되지 못하는데 가장 큰 原因이 있었다.

行政指導 형식으로 이루어지는 일본정부의 規制는 법적인 근거가 없어 외국증권사조차 할 수 없는 것들이 많았다.

第3節 市場參加者の 先物去來理解增進 및 專門人 養成

株價指數先物去來라는 새로운 기법이 성공적으로 정착될 수 있도록 하기 위해서는 동 기법을 충분히 이해하고 활용할 수 있는 전문인의 양성이 절실히 요구된다. 특히 현재 우리나라는 先物去來에 대한 市場參加者들의 이해도가 현저히 낮은 실정이므로 시장개방에 앞서 거래기법에 대한 철저한 敎育이 선행되어야 할 것이며 교육해야 할 내용은 先物去來의

經濟的 이득은 물론 市場危險에 중점을 두어야 하며 선물거래에 따른 社會的 責任과 株式投資管理의 重要性도 강조되어야 한다. 또한 시장참여자 즉, 브로커, 딜러 등 시장하부구조에 있는 종사자들이 株價指數先物에 관한 기본사항을 숙지하는 것이 중요하다. 왜냐하면 시장 참여자들이 영업에 관한 問題로 先物市場에 참여할 것이냐 아니냐를 결정하는데 있어 선물거래 자체를 이해하지 못하여 무슨일이 어떻게 진행되는지 모른다면 매우 불리한 입장에 처하게 될 것이며, 이로 말미암아 市場은 繁榮과 沈滯의 중요한 기로에 서게 될 것이기 때문이다. 따라서, 株價指數先物去來의 專門家를 育成하기 위해서는 현재 先物去來協會 및 金融研修院 등의 일부 敎育을 擴大 實行하여야 한다.

선물거래의 메카니즘을 정확하게 이해하고 선물거래에 직접 참가하기 위해서는 단기간의 연수교육으로는 부족하며 體系的으로 갖추어진 교육 프로그램을 통해 전문선물투기자, 선물거래 종사원, 선물거래조사연구원 등을 양성 할 수 있을 것이다. 이 프로그램의 내용에는 선물거래에 관한 모든 내용이 포함되어야 할 뿐만 아니라 실제 거래상황을 습득할 수 있는 시뮬레이션(SIMULATION)프로그램이 開發 敎育되어야 할 것이다.

本 論文은 制度的 측면에서 指數의 選定, 賣買制度, 管理制度, 決濟制度, 規制制度등에 관하여 美國과 日本의 기존이론 및 제도를 문헌중심으로 조사 연구하였기 때문에 實證的 研究에 의한 具體的 代案을 제시하지 못하였고 도입시 예상되는 문제점의 도출에는 부족한 점이 나타났다.

株價指數先物去來의 導入에 따른 제반문제가 그기능을 충분히 발휘하기 위해서는 제도에 대한 實證的 研究가 계속되어야 함은 물론, 특히 다음과 같은 사항에 대하여 持續的인 關心과 體系的인 研究가 계승되어야

할 것이다.

첫째, 시장의 效率性を 제고하기 위한 先物去來 參加資格, 證據金水準, 去來費用 측면에 대한 研究가 지속되어야 하고, 특히 정부의 직접적 시장 규제에 따른 株價歪曲現象을 排除하여 需要, 供給에 의하여 自律적으로 株價가 決定되도록 努力하여야 한다.

둘째, 선물거래수요기반 擴充을 위한 株式投資人口의 擴大方案과 機關投資家에 대한 각종 投資制限 措置를 止揚하여야 한다.

셋째, 株價指數先物市場이 活性化되기 위해서는 需要에 부응하는 대상 지수의 선정이 매우 중요하다. 따라서 先物去來對像指數의 개발에 폭넓은 연구가 계속되어야 한다.

넷째, 외국의 사례를 토대로 先物市場과 現物市場간의 경향에 대한 實證的연구를 통해 株價指數先物の 도입에 따른 試行錯誤를 最小化 하여야 한다.

다섯째, 株價指數先物去來의 도입시 會計處理問題, 租稅問題, 法律問除 등에 대한 具體的인 研究가 필요하다

그러나 이 段階에서 가장 중요한 것은 선물거래인들이 시장에 積極的으로 參與할 수 있도록 會計制度和 租稅制度의 整備가 필요하다. 이러한 準備段階를 거쳐야만 株價指數先物市場의 設立目的이 제궤도에서 실행될 수 있을 것이다. 그러나 先物制度는 말 그대로 미래에 대한 投機成이 강한 制度인 만큼 內部的인 自發的 성숙육구와 제반여건이 충분히 形成될 수 있도록 주식시장의 自律性 및 健全性確保, 機關投資家の 비중 增大등이 先決되어야 한다.

參考文獻

< 國內文獻 >

1. 단 행 본

국일증권거래소, “주가지수선물거래입문”, 1994.

김태협·진용길, “선물시장론”, 박영사, 1994.

박정시, “현대재무관리”, 다산출판사, 1993.

이영환, “주가지수선물거래”, 증권서적출판부, 1993.

이호주, “증권시장의 이해”, 한국경제신문사, 1993.

정한규, “재무관리” 경문사, 1992.

장영광, “현대투자론” 박영사. 1992.

2. 논문 및 정기간행물

박승배, “포트폴리오에 보험에 관한 실증적 연구”고려대 석사학위논문,
1991.

송태종, “주가지수선물 차익거래 규제정책효과에 관한 실증연구” 서강
대학교 석사학위논문, 1994.

안철민, “주가지수모델의 이론가격과 실제가격과의 차이에 관한 실증연
구” 서울대학교 석사학위논문, 1993.

- 전갑석, “주가지수선물의 가격결정에 관한 실증연구” 서울대학교 석사 학위논문, 1993.
- 양용석, “주가지수선물의 투자전략에 관한 연구” 서강대학교석사 학위 논문, 1994.
- 기업리포트, “주가지수선물거래”, 1994.
- 선물거래협의회, “주가지수선물시장의 국내도입방안” 박헌영, 1989.
- _____, “선물경제”. 1993.
- 한국선물학회, “KOSPI 200의 유동성과 가격연속성에 관한 분석”, 1995.
- _____, “주가지수선물거래 도입의 경제적효과” 1993. 8.
- 한국증권거래소, “동종의 주가지수선물거래 및 옵션거래제도”, 1993.
- _____, “선물옵션거래제도”, 1993.
- _____, “주 식”, 1993.
- _____, “주가지수선물에 관한 논문집”(일본편), 1993.
- _____, “주가지수선물거래의 규제에 관한 재무부장관의 시행령”, 1993.
- _____, “주식선물거래-일본시장 개설에의 전망과 과제”, 1993.
- _____, “기관투자자의 주가지수선물이용 (일본), 1993.
- _____, “제2회 주가지수선물. 옵션국제세미나 주제발표 및 토론집”.

< 國外文獻 >

E.J. Green, "Financial Futures and Price Level Volatility", in Financial Futures and Options in the US Economy. 1987.

G.J.Santoni,"Has Programmed Trading Made Stock Price More Volatile
Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 1987.

ABSTRACT

A Study on the Introduction of the Stock Index Futures
Contract including Possible Problems and Future Directions

Shim, Yong-seop

Major in Securities Finance

Graduate School of Business

Hansung University

The world financial market is becoming globalized. This means the possibility of financial innovation as well as the elevation of uncertainty.

Owing to this drastic change in the financial environment, the problem of risk management has become an object of new attention and recognition of its importance has come to a fore.

The hedge issue as to the risk of exchange fluctuations has freshly come to a front due to the collapse of the Bretton woods regime in the 1970,

Since the initiation of the currency futures transaction for the first time in 1972, previously unexperienced change, have taken place, such as interest rate futures transaction in 1975 and stock-index futures transaction and so forth.

New products such as diff futures, index warrant, portfolio insurance(PI), and so on have recently been emerging, including derived products taking a second form of options on all kinds of futures products.

This means that the importance of crisks management has greater weight now than any other time, and that invester's requirements are diversified, Encouraged by market expansion on product diversification, these products originally developed as a crisks-avoiding' means are vigorously used as a means for earning profits.

Accordingly, in Korea's security market needs for new stock-related product development are gradually increasing for purpose of product diversification, provision of investment opportunity, and the meeting of new investment demand so that the stock market in Korea may strengthen its constitution and secure international competitiveness.

And the significance of risk management is gradually becoming larger with the increase in operating assets of diversified individuals and institutional investors. Thus, the efficient plan for the systematic management of unavoidable risk with the composition of portfolios is required.

Accordingly, increased attention to the drastical hedge plan is greatly paid for the risk deriving from drastic rise and drop in stock prices and transactional fluctuations of a wide breadth, and great attention is given to stock- index futures transaction in accordance

with the opening of the stock market.

Stock-index futures transaction resolves the increase in risk factors such as the trends of overseas politics and rate fluctuations in keeping with the increasing trend of the role of the stock market and the immensity of stock operating capital as a means of raising and operating funds in a drastically changing stock market.

And its role is increasing in accordance with the need for the everyday sale system with the internationalization of the financial market.

This study, therefore, is intended to alleviate trial and error anticipated in implementing stock-index futures transaction by examining the requirements of prior settlement and the transactional system suited to our actual situation as stock-index futures transaction and by researching its expected problem based on this necessity and its role, and to increase the function and effect of futures transaction.