

파생상품시장 투자자 진입규제 효과 평가와 개선 방안

이우백 (한국방송통신대학교)

한국파생상품학회-한국세무학회
공동 정책심포지엄

2018. 4. 20.



목 차

- ❖ 장내 파생상품 규제 내용과 이슈
- ❖ 규제 시행 과정에서 요인 변화
- ❖ 규제 시행 효과의 평가
- ❖ 규제 개선의 방향

목 차

- ◆◆ **장내 파생상품 규제 내용과 이슈**
- ◆◆ 규제 시행 과정에서 요인 변화
- ◆◆ 규제 시행 효과의 평가
- ◆◆ 규제 개선의 방향

장내파생상품 진입 규제 강화 (2011.7~2017.2)

발표	규제내용	장내 파생상품 관련 규제 사항	시행												
2011.	옵션매수전용계좌폐지	○ 옵션매수전용 계좌폐지	2011.7												
2011.12	장내옵션 및 ELW, FX 마진시장 건전화 방안	○ KOSPI200옵션 1계약 거래승수 상향 조정 (10만원 → 50만원) ○ 개인투자자 현금예탁비율 상향 조정 (1/3 → 1/2) ○ 개인투자자 모의 파생거래시스템 제공 및 교육 실시 예정	2012.3												
2014.6	자본시장 역동성 제고를 위한 파생상품 시장 발전방안	○ 적격개인투자자 제도 도입 <table border="1" data-bbox="749 936 1619 1339"> <thead> <tr> <th></th> <th>1단계</th> <th>2단계</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>사전지식 및 투자경험</td> <td>① 사전교육(30시간) ② 모의거래(50시간 이상)</td> <td>1단계 선물상품을 1년이상 거래</td> </tr> <tr> <td>위험감수능력</td> <td>기본예탁금 3,000만원 이상</td> <td>기본예탁금 5,000만원 이상</td> </tr> <tr> <td>투자가능 상품</td> <td>단순한 구조의 선물상품</td> <td>복잡한 구조의 선물 상품 및 옵션상품</td> </tr> </tbody> </table>		1단계	2단계	사전지식 및 투자경험	① 사전교육(30시간) ② 모의거래(50시간 이상)	1단계 선물상품을 1년이상 거래	위험감수능력	기본예탁금 3,000만원 이상	기본예탁금 5,000만원 이상	투자가능 상품	단순한 구조의 선물상품	복잡한 구조의 선물 상품 및 옵션상품	2014.12
	1단계	2단계													
사전지식 및 투자경험	① 사전교육(30시간) ② 모의거래(50시간 이상)	1단계 선물상품을 1년이상 거래													
위험감수능력	기본예탁금 3,000만원 이상	기본예탁금 5,000만원 이상													
투자가능 상품	단순한 구조의 선물상품	복잡한 구조의 선물 상품 및 옵션상품													

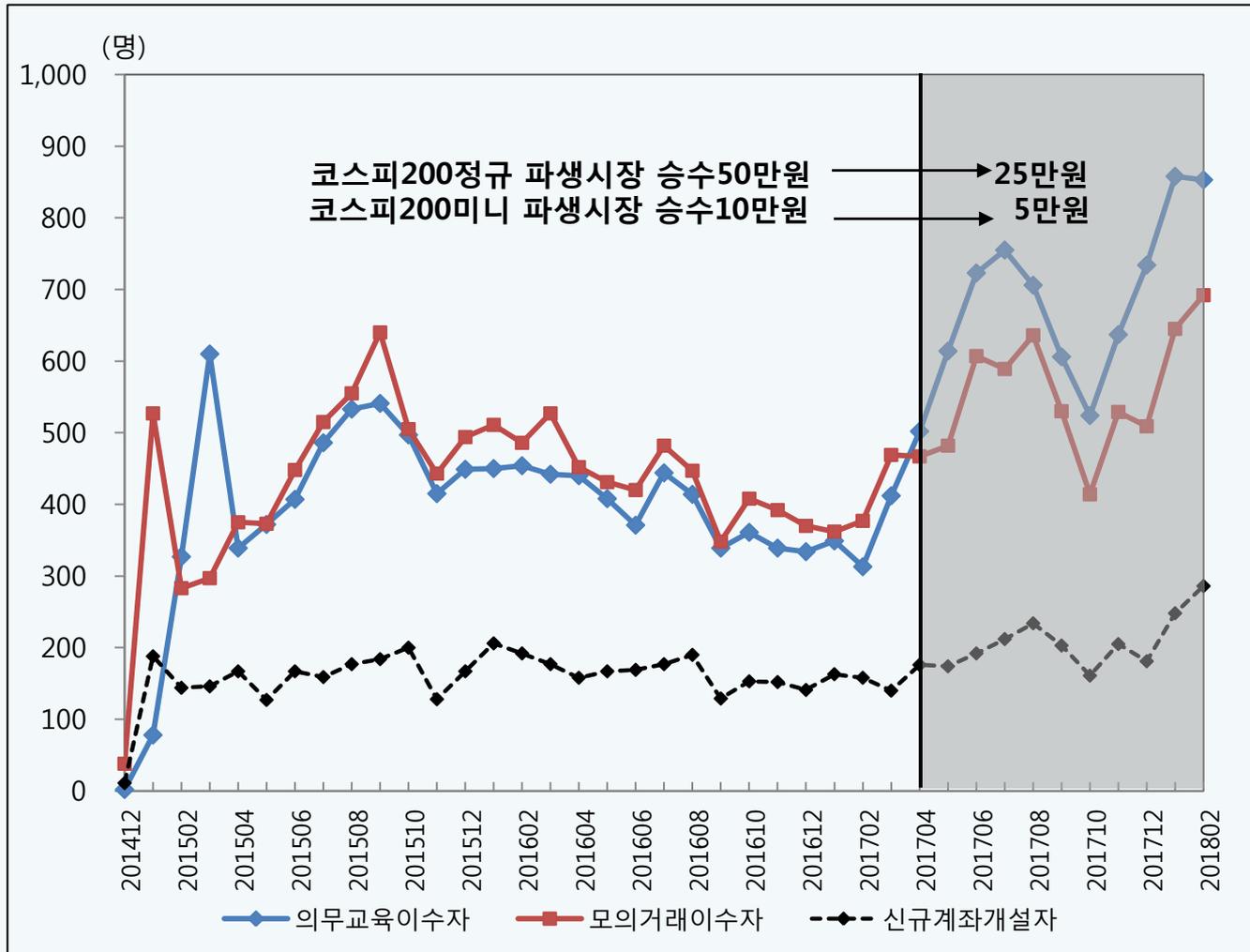
장내파생상품 진입 규제 완화 및 정비(2017.3~)

발표일	규제내용	장내 파생상품 관련 규제 사항	시행																					
2016.11	파생상품시장 경쟁력 제고 및 파생결합증권시장 건전화 방안	<p>○ 코스피200파생상품의 거래승수 인하</p> <table border="1" data-bbox="691 472 1605 791"> <thead> <tr> <th>상품</th> <th>현행</th> <th>개선</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>코스피200선물·옵션</td> <td>50만</td> <td>25만</td> </tr> <tr> <td>미니코스피200선물·옵션</td> <td>10만</td> <td>5만</td> </tr> <tr> <td>코스피200변동성지수선물</td> <td>50만</td> <td>25만</td> </tr> </tbody> </table> <p>○ 적격개인투자자 진입규제 정비</p> <table border="1" data-bbox="691 862 1605 1253"> <thead> <tr> <th>구분</th> <th>투자가능 상품</th> <th>진입요건</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>1단계</td> <td>선물 (변동성선물 제외) 옵션매수</td> <td>의무교육 20시간 모의거래 50시간</td> </tr> <tr> <td>2단계</td> <td>모든 선물·옵션</td> <td>의무교육 10시간 1단계 거래경험 (계좌 개설일로부터 1년 경과)</td> </tr> </tbody> </table>	상품	현행	개선	코스피200선물·옵션	50만	25만	미니코스피200선물·옵션	10만	5만	코스피200변동성지수선물	50만	25만	구분	투자가능 상품	진입요건	1단계	선물 (변동성선물 제외) 옵션매수	의무교육 20시간 모의거래 50시간	2단계	모든 선물·옵션	의무교육 10시간 1단계 거래경험 (계좌 개설일로부터 1년 경과)	2017.3
		상품	현행	개선																				
		코스피200선물·옵션	50만	25만																				
		미니코스피200선물·옵션	10만	5만																				
		코스피200변동성지수선물	50만	25만																				
구분	투자가능 상품	진입요건																						
1단계	선물 (변동성선물 제외) 옵션매수	의무교육 20시간 모의거래 50시간																						
2단계	모든 선물·옵션	의무교육 10시간 1단계 거래경험 (계좌 개설일로부터 1년 경과)																						

장내파생상품 진입 규제 완화 및 정비(2017.3~)

발표일	규제내용	장내 파생상품 관련 규제 사항	시행
2017.5	외국인 통합계좌 및 헤지전용계좌 도입	<ul style="list-style-type: none"> ○ 외국인 통합계좌 도입 <ul style="list-style-type: none"> - 다수의 비거주 외국인 투자자의 장내파생상품 거래를 일괄하여 주문·결제하는 외국인 통합계좌 도입 ○ 헤지전용계좌 도입 <ul style="list-style-type: none"> - 개인투자자가 보유한 현물자산 범위 내에서 헤지 목적으로 장내파생상품 거래를 할 수 있는 헤지전용계좌 도입 - 기본예탁금 예탁 없이 예탁자산(주식 또는 ETF)을 증권계좌에 사전예탁한 후, 장내파생상품 헤지 거래 실시 	2017.6

적격개인투자자 제도 이행 결과 (2014.12~)



자료 : 한국거래소(KRX), 금융투자협회

적격개인투자자 제도 이행 결과 (2014.12~)

기 간	2014.12 ~2018.2		2014.12~ 2017.3 (A)	2017.4~ 2018.2 (B)	A 대비 B 증가율(%)
구 분	누적	월평균	승수 50만원 월평균	승수 25만원 월평균	
의무교육이수자	18,483	473	390	683	75.0
모의거래이수자	18,075	463	428	555	29.7
신규 개설파생계좌수	6,709	172	158	207	30.3

- ◆◆ 2014년 12월 적격개인투자자 제도 시행부터 2018년 2월까지 신규 개설된 선물옵션 계좌수는 총6,709개로, 월평균 172개 계좌가 신규 개설
- ◆◆ 신규 유입되는 투자자의 규모가 파생상품시장의 성장을 위해 적절한 수준인지에 대한 검토가 필요
- ◆◆ 정규 파생시장 승수 25만원 인하 기간(규제 완화)의 월평균 신규 개설 계좌는 207개로, 승수 50만원 적용 기간의 158개 대비 30.3% 증가

규제 시행과 거래 활동 : 코스피200 정규 옵션

거래량



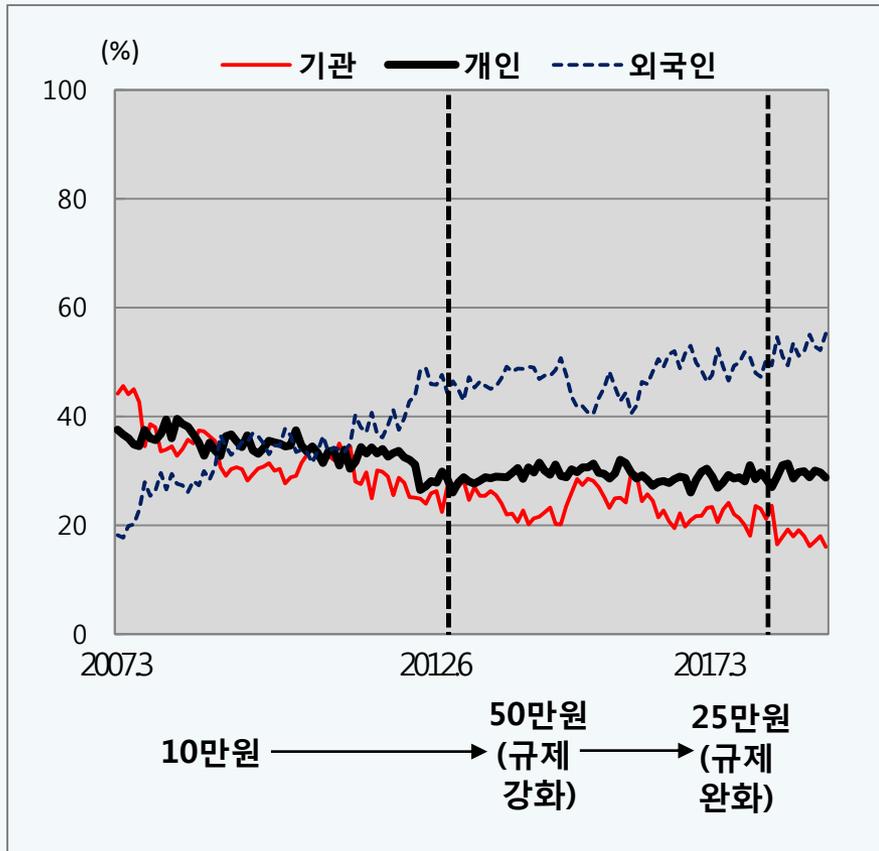
거래대금



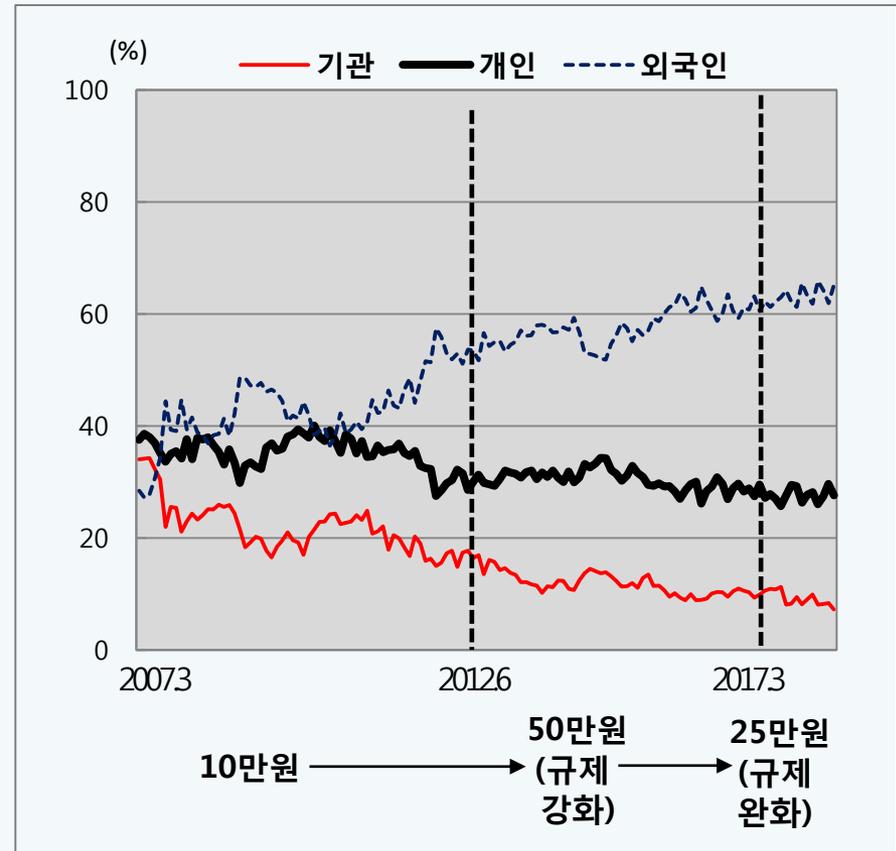
진입 규제 강화 후 침체 상태였던 거래 활동은 규제 완화 후 상승하는 추세

규제 시행과 거래 활동 : 코스피200 정규 옵션

투자자 거래량 비중



투자자 거래대금 비중



기초자산의 변동성 둔화, 자기매매 비중 축소 등의 이유로 국내 기관투자자 비중이 크게 감소하는 추세 지속

규제 시행과 거래 활동 : 코스피200 정규 선물

거래량

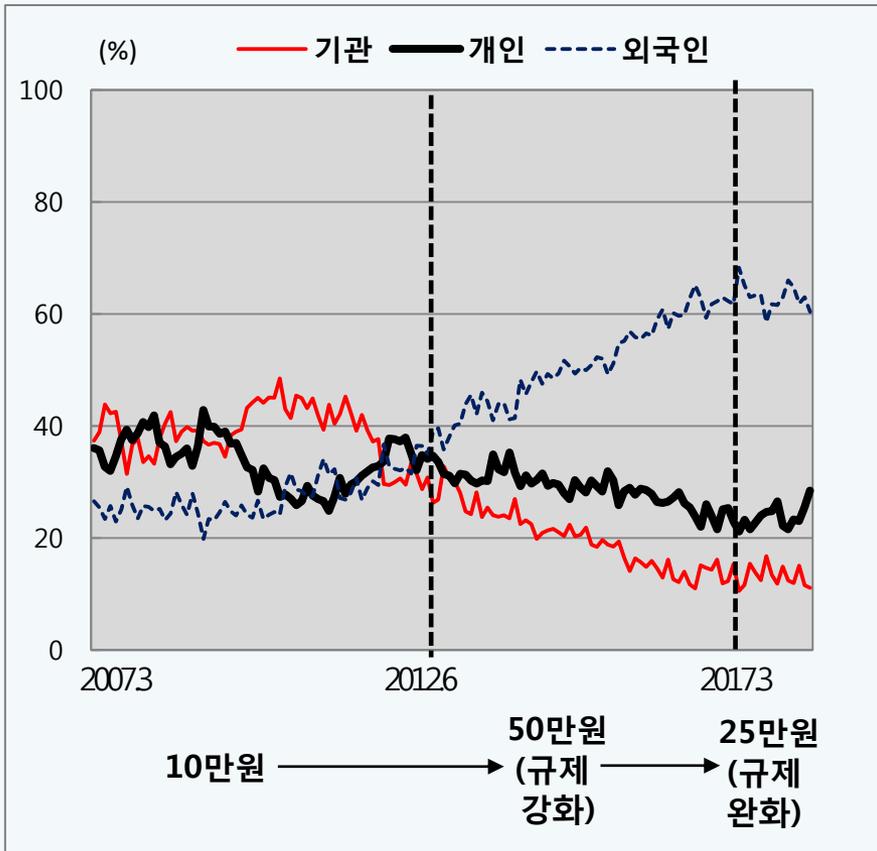


거래대금

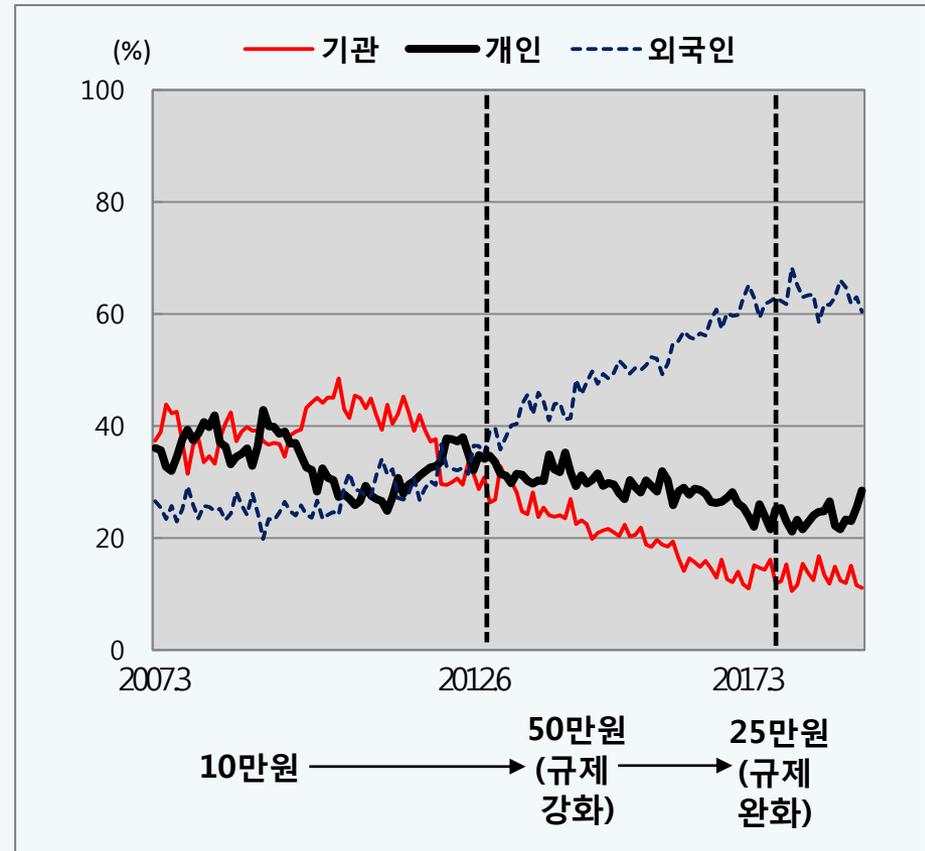


규제 시행과 거래 활동 : 코스피200 정규 선물

투자자 거래량 비중



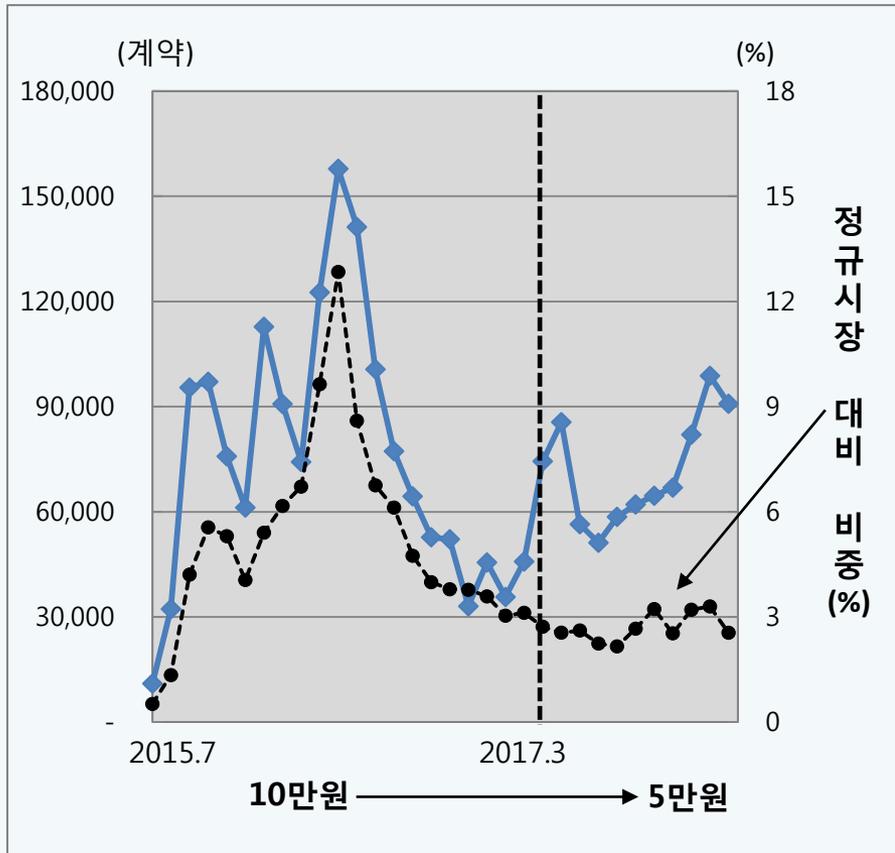
투자자 거래대금 비중



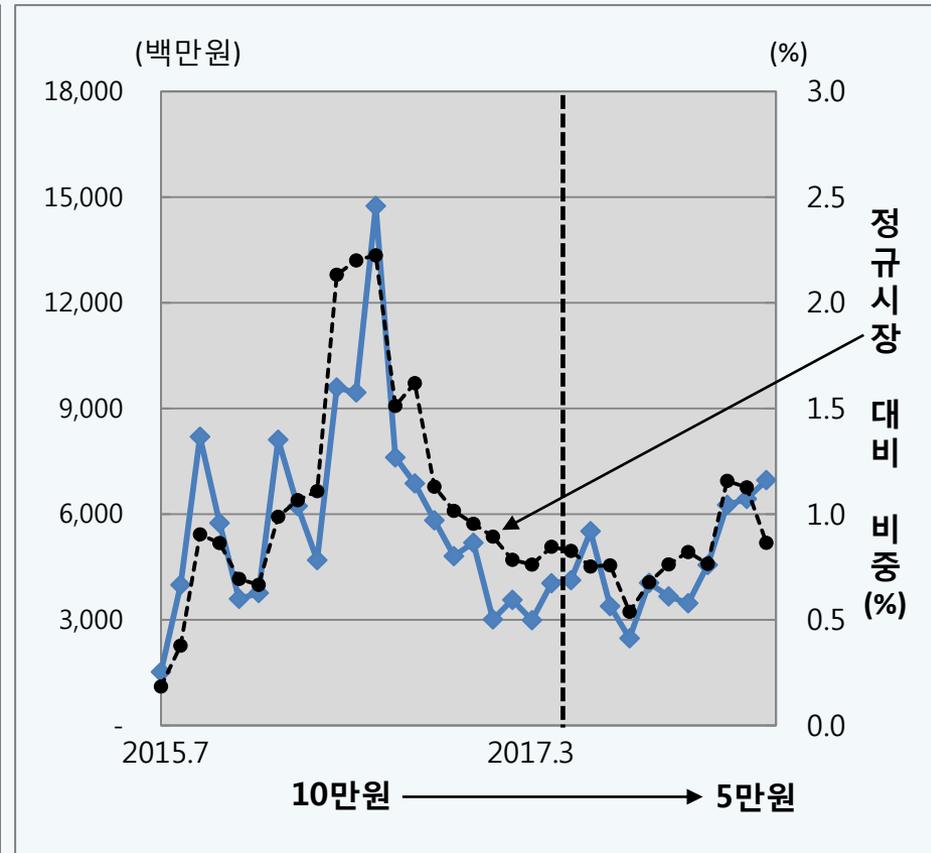
승수 인상 후 외국인 투자비중이 급증하여 기관의 비중과 격차가 확대

규제 시행과 거래 활동 : 코스피200 미니 옵션

거래량

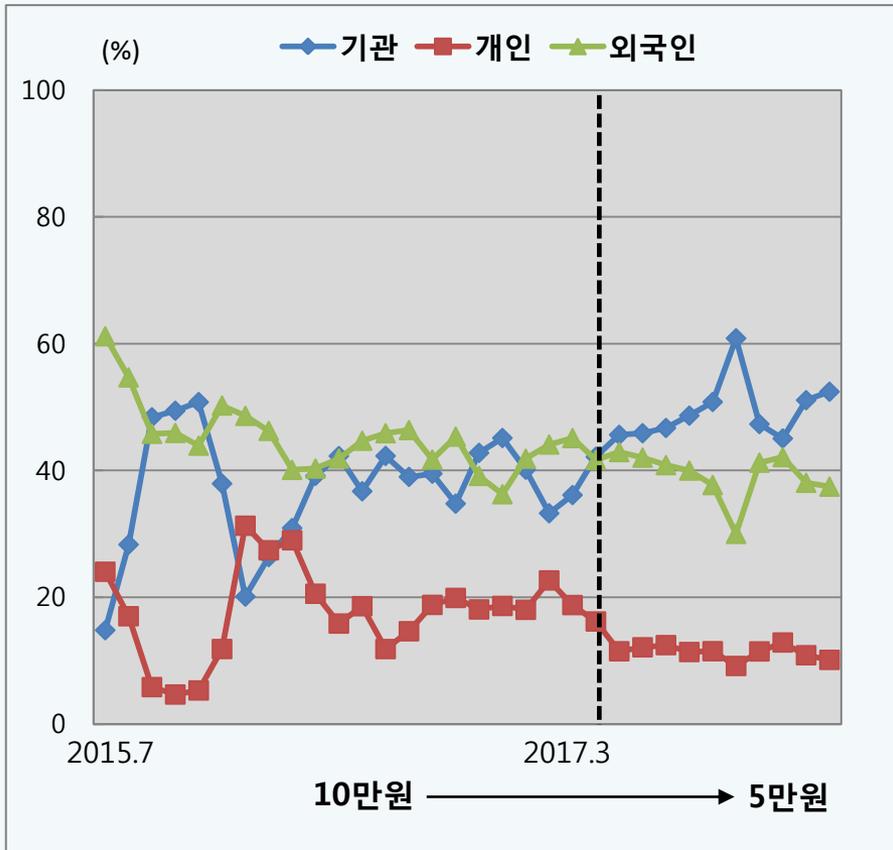


거래대금

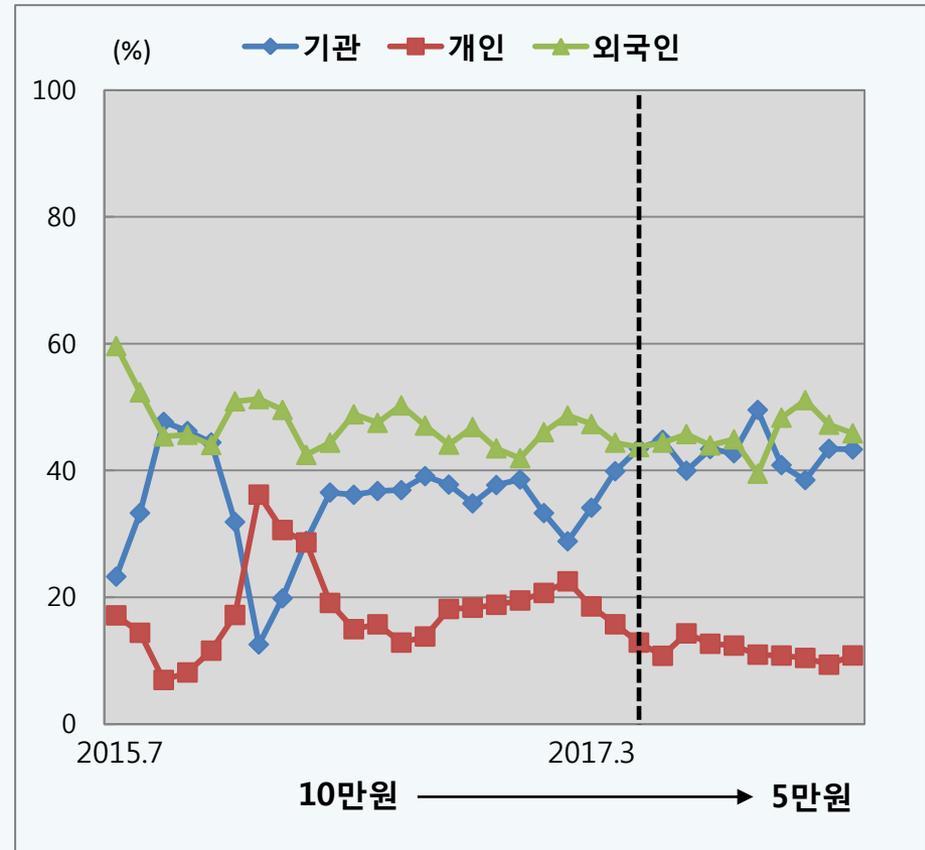


규제 시행과 거래 활동 : 코스피200 미니 옵션

투자자 거래량 비중

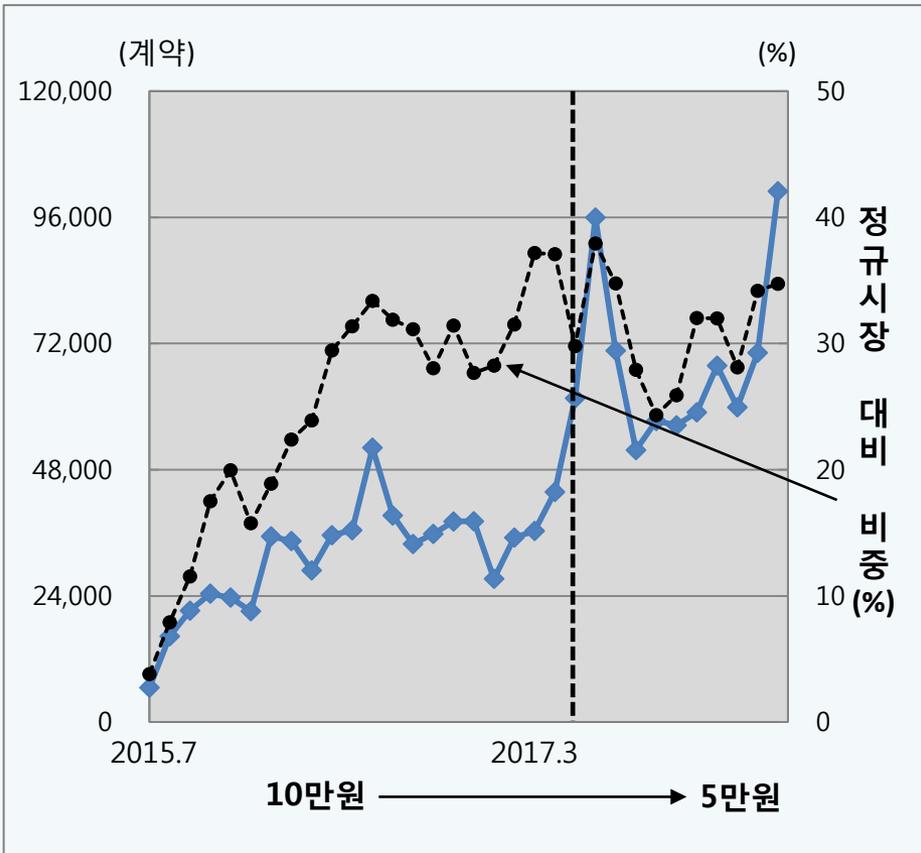


투자자 거래대금 비중

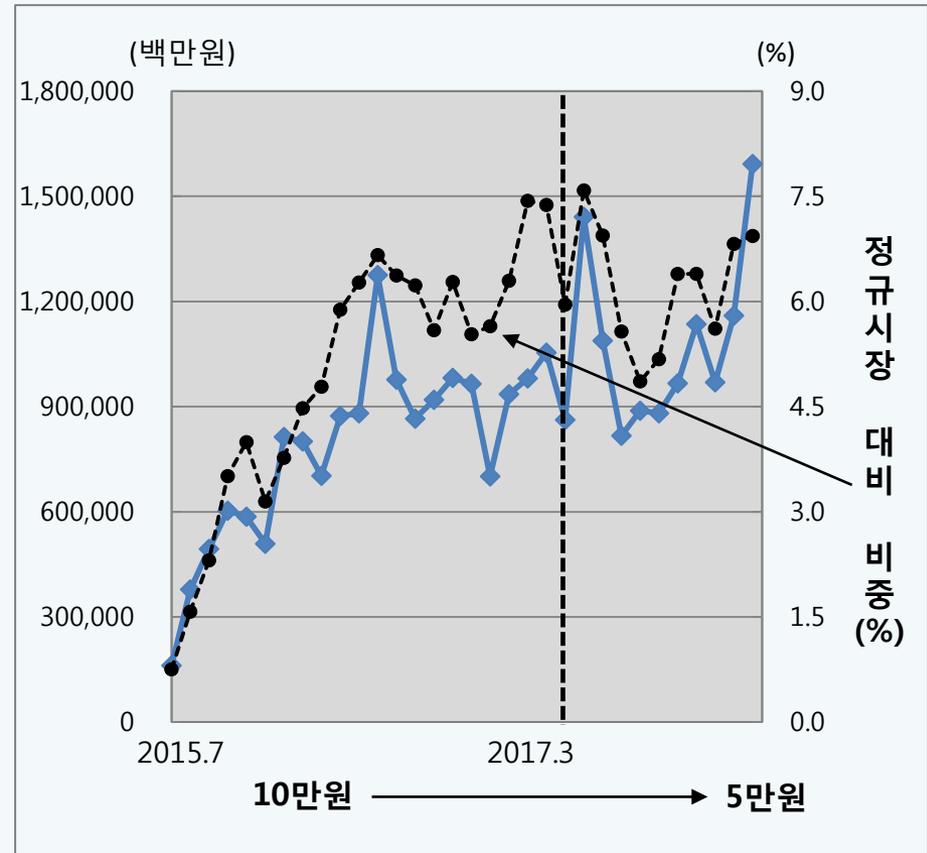


규제 시행과 거래 활동 : 코스피200 미니 선물

거래량

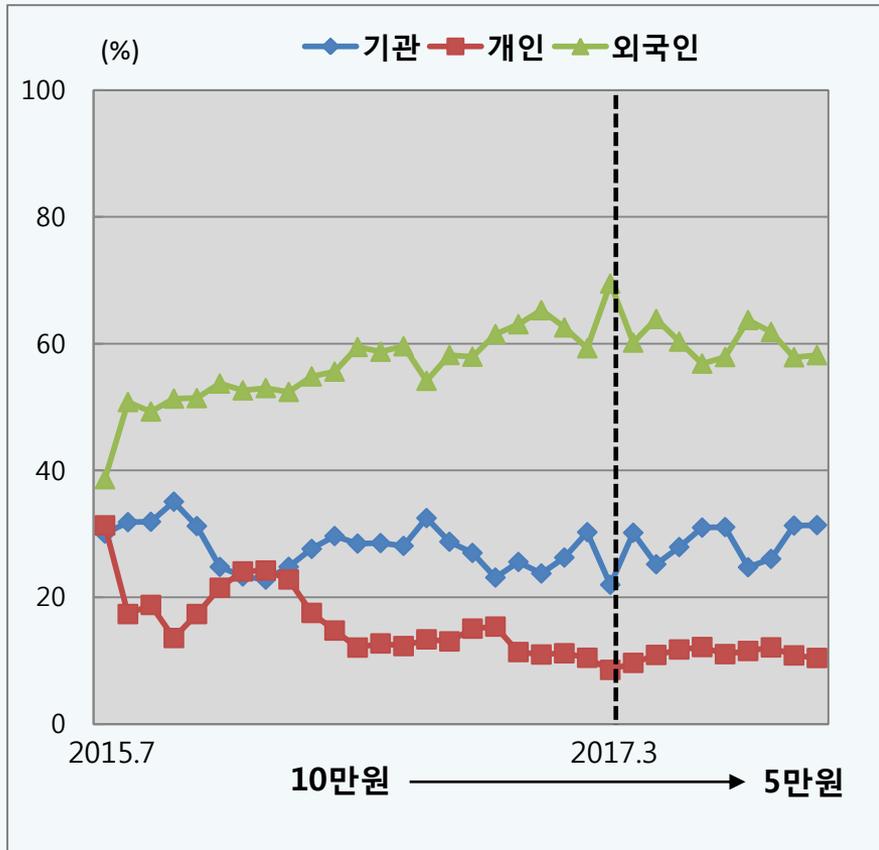


거래대금

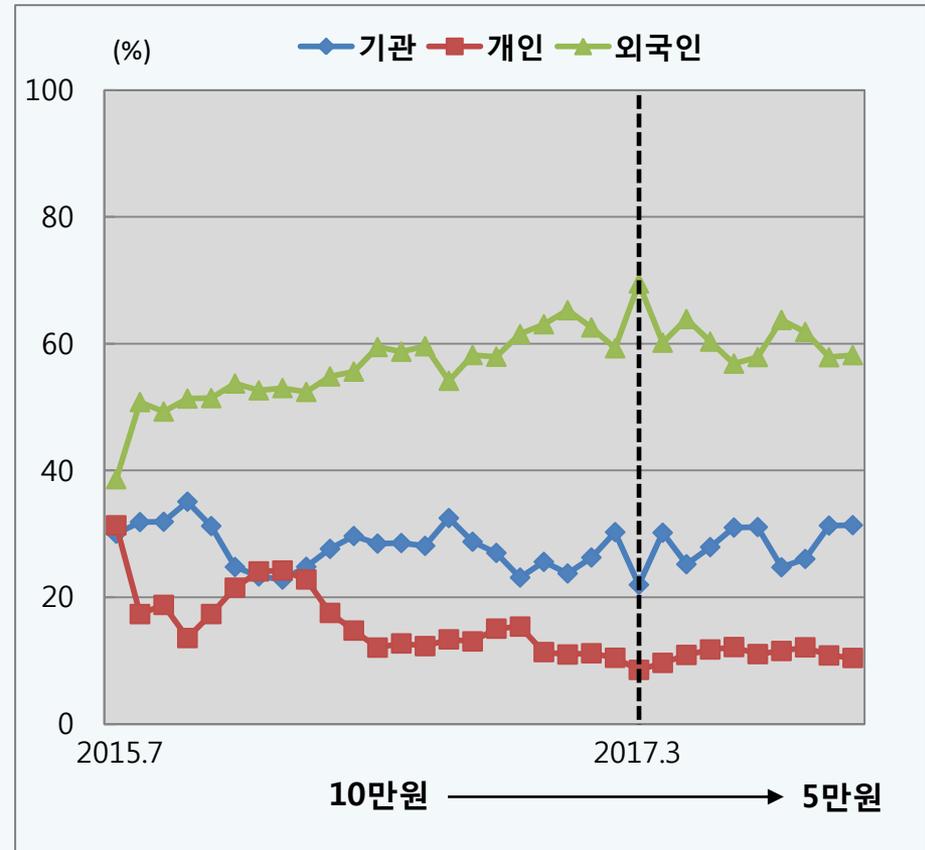


규제 시행과 거래 활동 : 코스피200 미니 선물

투자자 거래량 비중



투자자 거래대금 비중

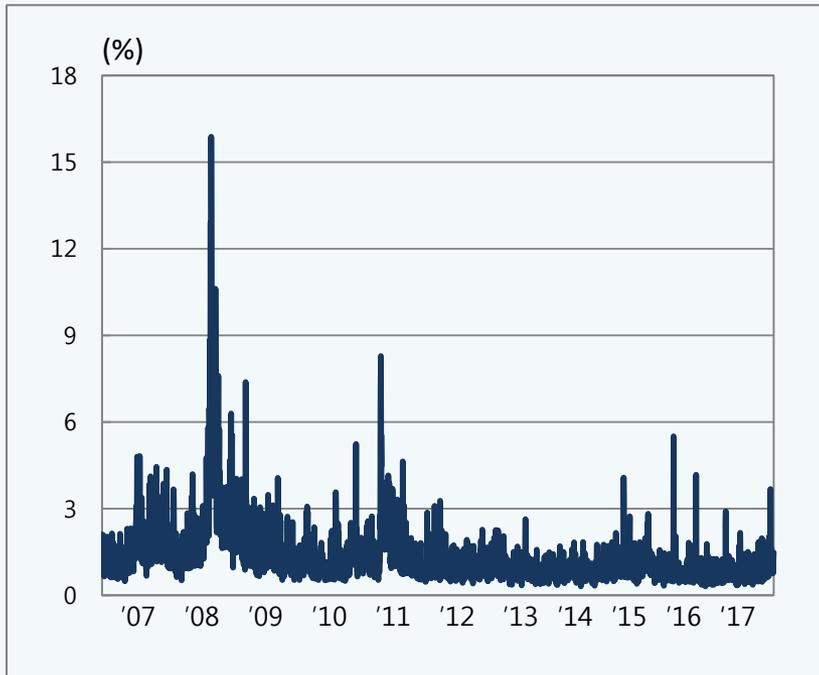


목 차

- ◆◆ 장내 파생상품 규제 내용과 이슈
- ◆◆ 규제 시행 과정에서 요인 변화
- ◆◆ 규제 시행 효과의 평가
- ◆◆ 규제 개선의 방향

저변동성 (low volatility) 지속

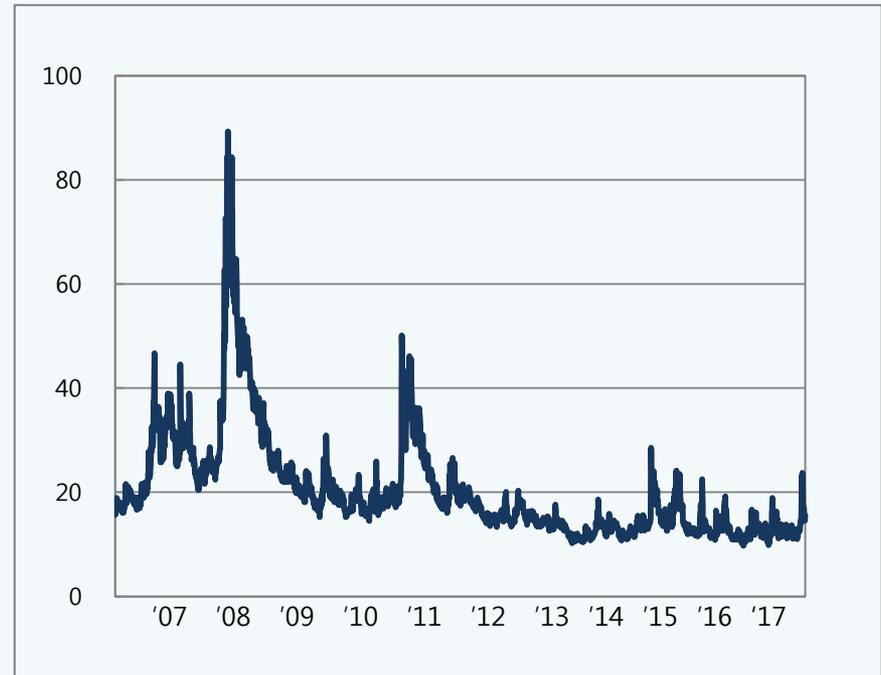
코스피200 일중 변동률



일중 변동률 : $\frac{(\text{코스피200고가} - \text{저가})}{(\text{고가} + \text{저가})/2}$

자료 : 한국거래소(KRX)

코스피200변동성지수



- 장내파생상품시장 규제 시행 이후 저변동성 장세 지속 → 파생상품 수요에 영향

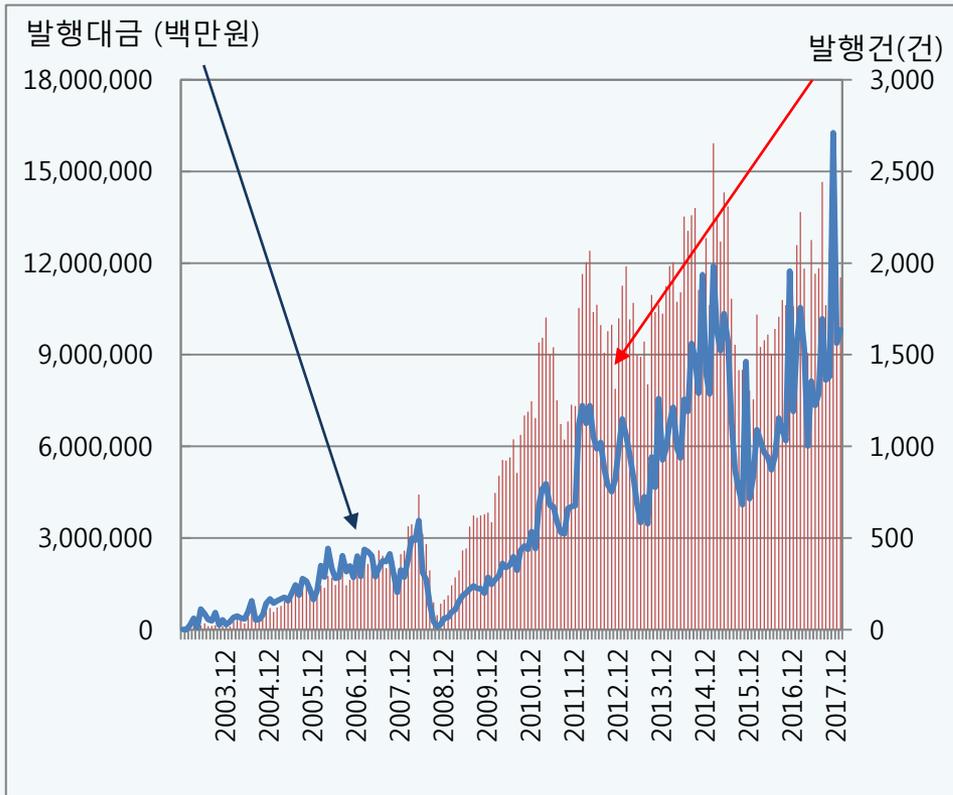
신상품상장 및 품목 다양화

- ◆ 2014. 9. 개별주식선물 25개 → 60개로 확대
 옵션 장기물 상장
- ◆ 2014.11. 변동성지수 선물, 섹터지수선물 상장, 상장지수증권
 (ETN) 상장
- ◆ 2015.1. 배출권 거래시장 개설
- ◆ 2015.7. 미니(Mini) KOSPI200 선물·옵션 상장
- ◆ 2015.8. 코스닥 개별주식 선물 상장
- ◆ 2015.10. 위안화 선물, 배당지수선물 상장

 기관투자자 중심 시장 육성

파생결합증권(구조화상품) 시장의 성장

◆ ELS(ELB, DLS, DLB 포함)의 월평균 추이

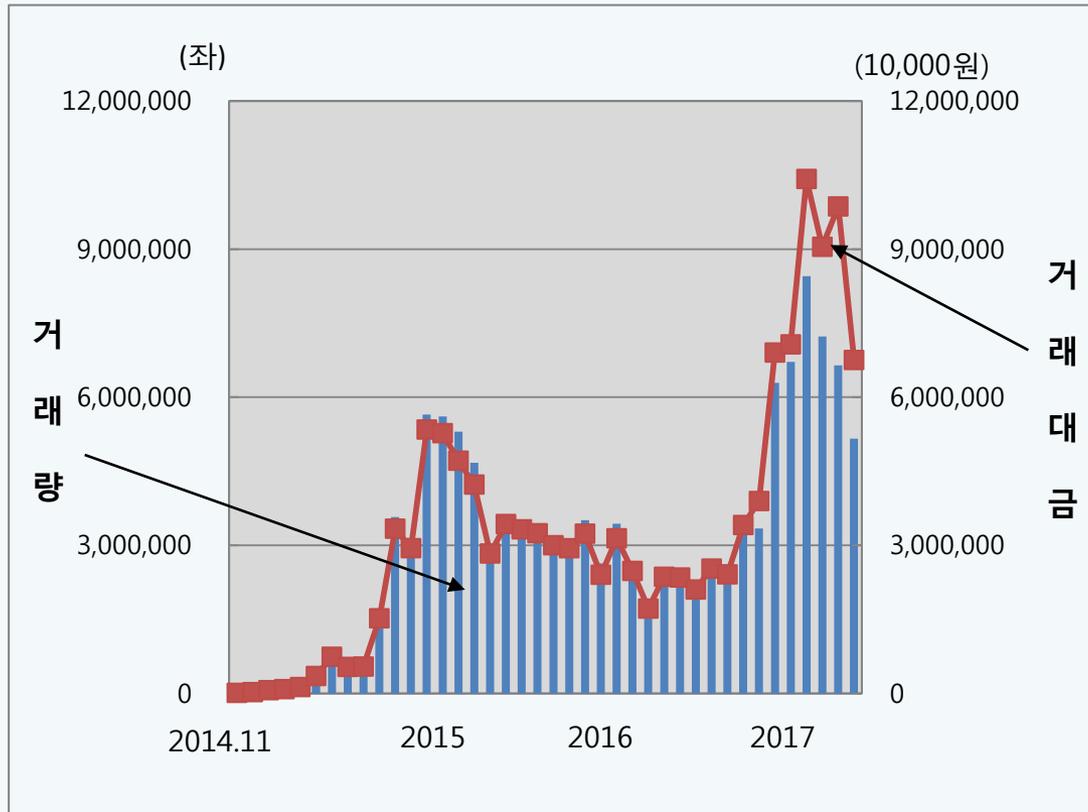


- 2015년 하반기에 HSCFI 연계 ELS에 대한 발행 규제가 시행되어 발행 규모가 크게 위축되었으나, 이후에 지속적으로 상승하는 추세임
- 2017년 상반기 발행액 50조 → 하반기 58조로 증가
- ELS의 경우, 기준금리 인하 등 저금리 기조가 지속되면서 원금비보장형 비중이 높음

자료 : 금융투자협회

파생결합증권(구조화상품) 시장의 성장

상장지수증권(ETN)의 월평균 추이



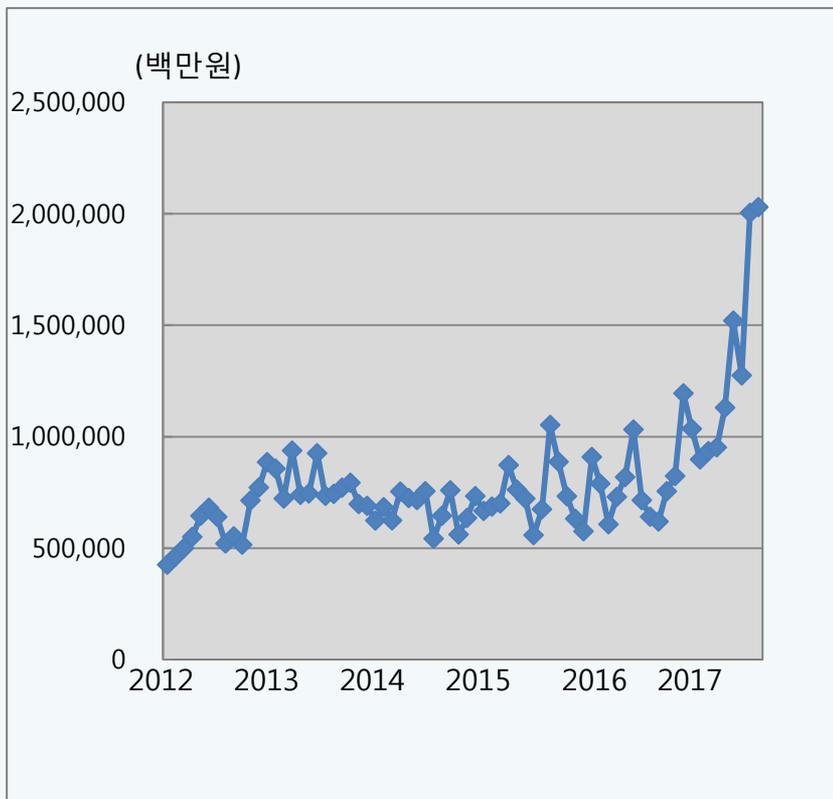
- 2015년까지 상승했던 ETN은 2017년 상반기까지 하락하다 2017년 하반기에 가파르게 성장

자료 : 금융투자협회

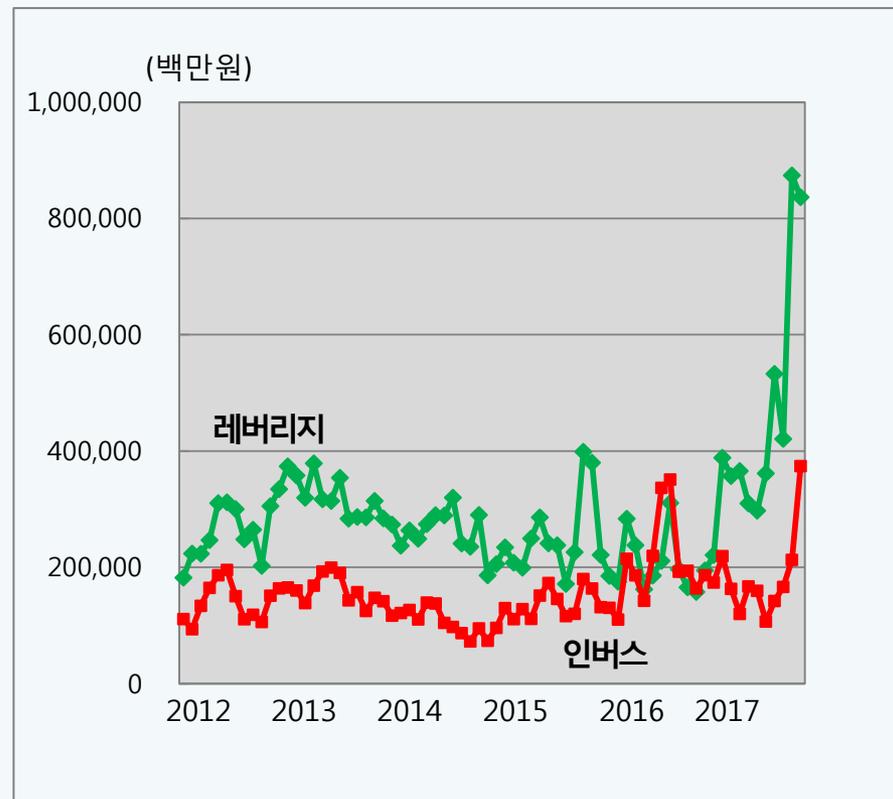
상장지수펀드(ETF)

상장지수펀드(ETF)의 월평균 추이

전체 ETF



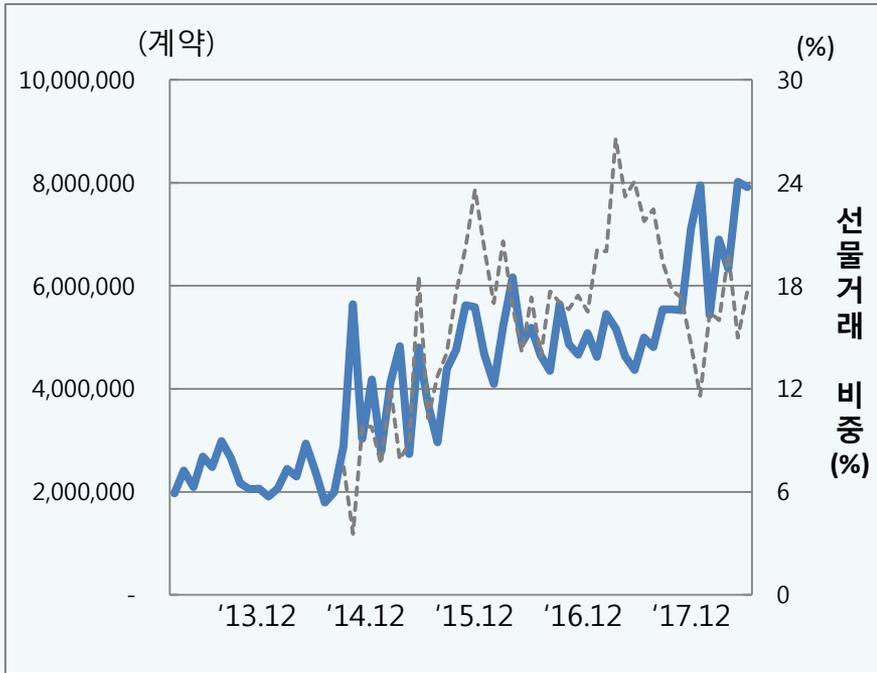
레버리지 ETF와 인버스 ETF



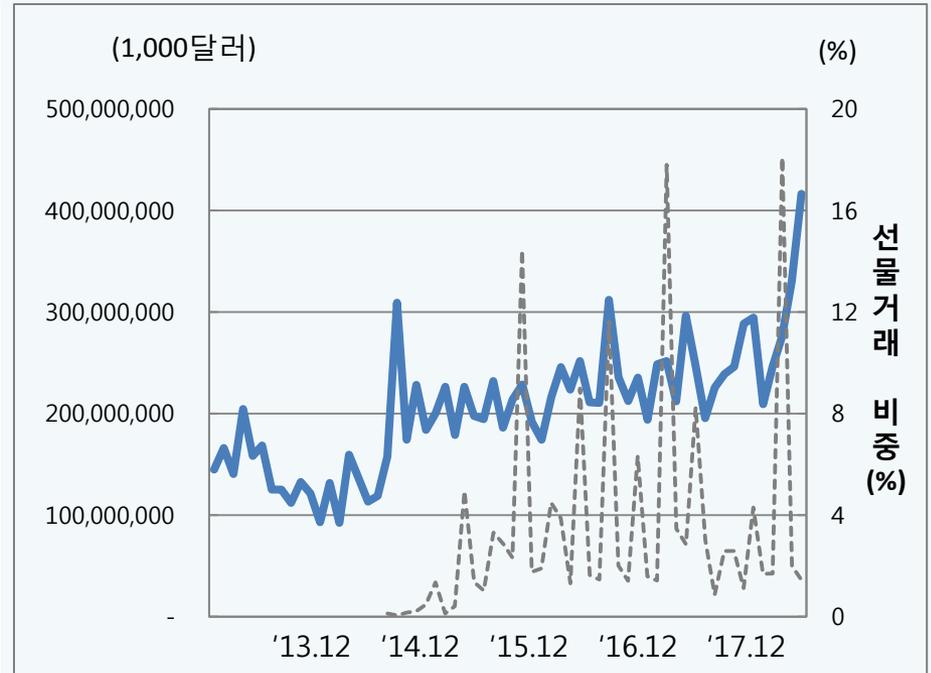
자료 : 금융투자협회

해외파생상품 거래 증가

거래량



거래대금



자료 : 한국거래소(KRX)

- 2018.2월 거래량은 2013.1월 대비 3.31배

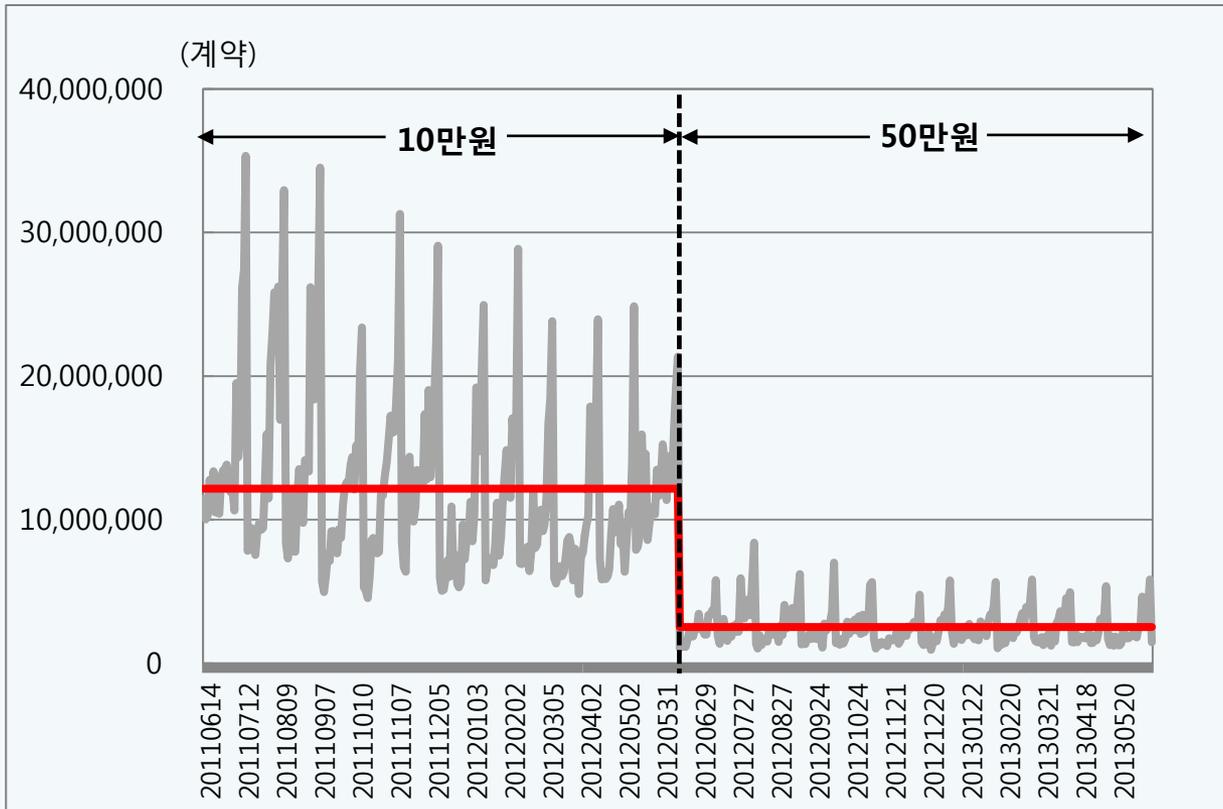
- 2018.2월 거래대금은 2013.1월 대비 2.83배

목 차

- ◆◆ 장내 파생상품 규제 내용과 이슈
- ◆◆ 규제 시행 과정에서 요인 변화
- ◆◆ **규제 시행 효과의 평가**
- ◆◆ 규제 개선의 방향

규제 강화 효과 : 코스피200 정규 옵션

◆ 승수 인상 전·후 1년간 일평균 거래량 변동

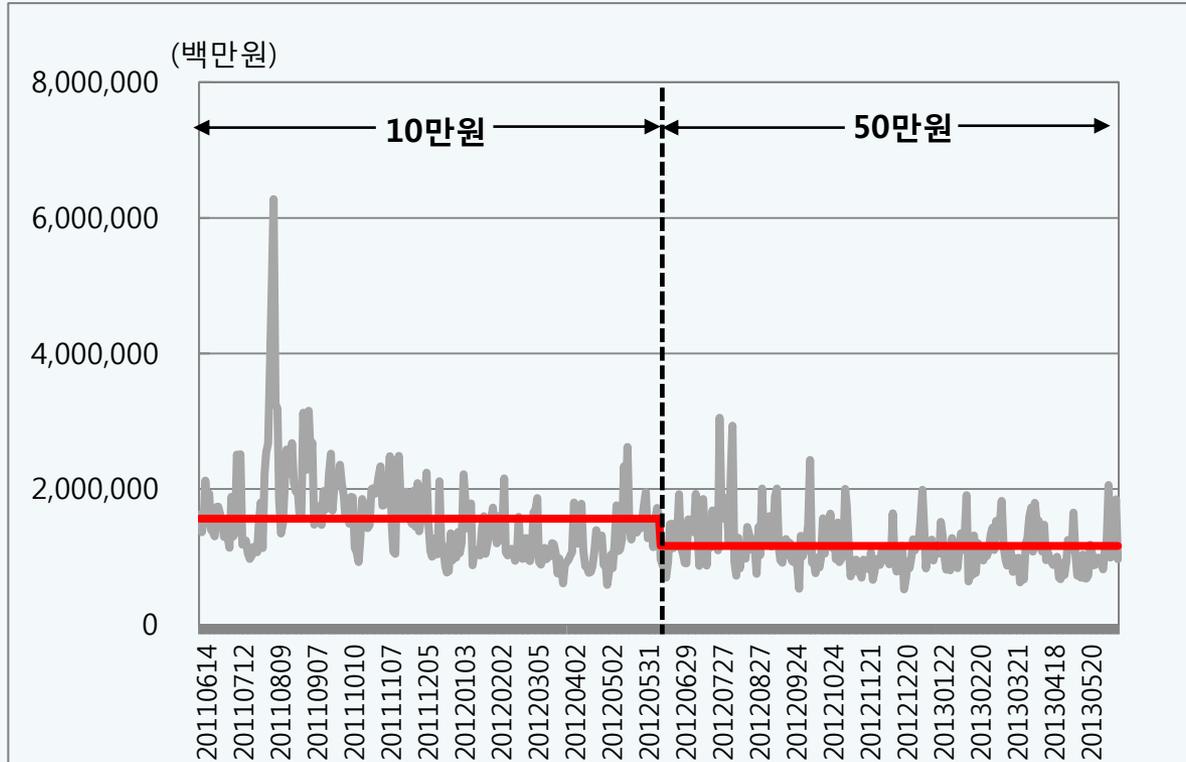


자료 : 한국거래소(KRX)

	인상 전(B)	인상 후(A)	차이(A-B)	증감율(%)	t-stat (p-val)
거래량(계약)	12,170,600	2,519,400	-9,651,200	-79.30	-24.65 (0.000)

규제 강화 효과 : 코스피200 정규 옵션

◆ 승수 인상 전·후 1년간 일평균 거래대금 변동



자료 : 한국거래소(KRX)

	인상 전(B)	인상 후(A)	차이(A-B)	증가율(%)	t-stat (p-val)
거래대금(백만원)	1,565,800	1,163,100	-402,700	-25.72	-8.42 (0.000)

규제 강화 효과 : 코스피200 정규 옵션

◆ 승수 인상 전·후 1년간 투자자 일평균 거래량비중 변동 (단위 : %)

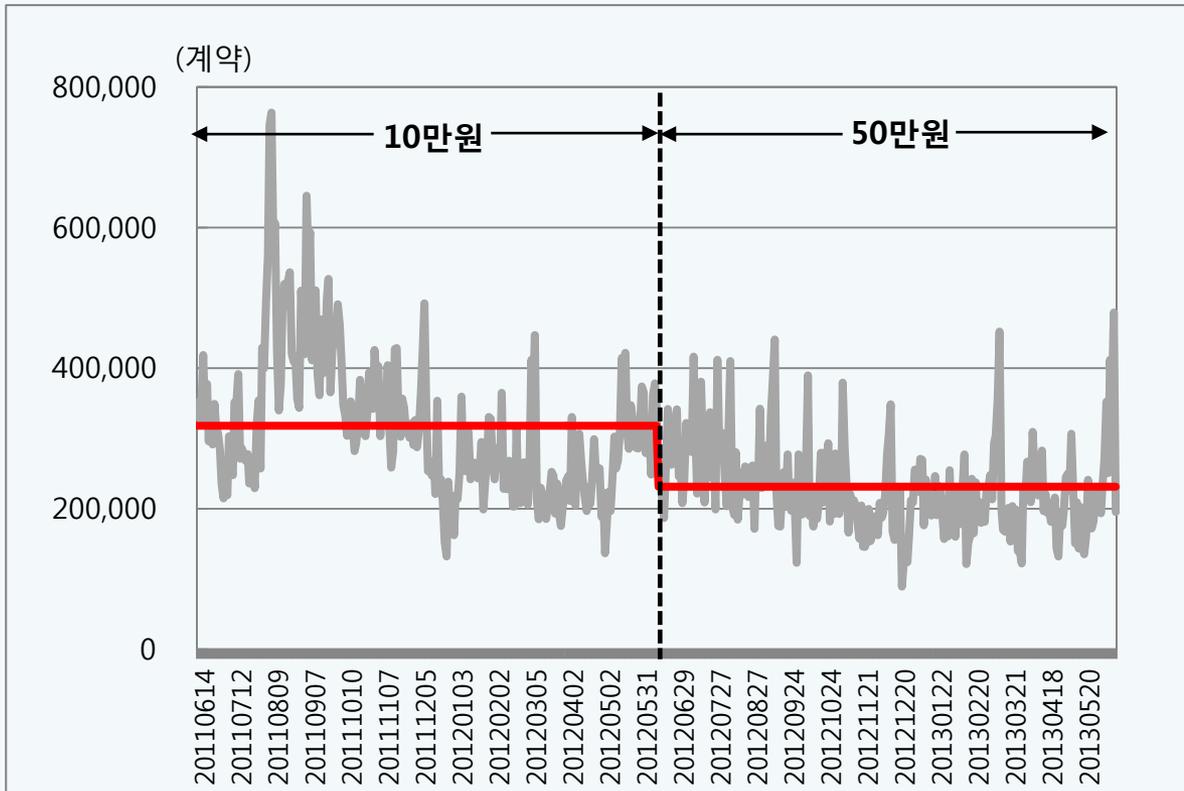
투자주체	인상 전 (B)	인상 후 (A)	차이 (A-B)	t-stat (p-val)
개인	29.57	28.81	-0.76	-3.26 (0.000)
기관	25.89	24.71	-1.18	-2.14 (0.033)
외국인	44.54	46.48	1.95	3.19 (0.001)

◆ 승수 인상 전·후 1년간 투자자 일평균 거래대금비중 변동 (단위 : %)

투자주체	인상 전 (B)	인상 후 (A)	차이 (A-B)	t-stat (p-val)
개인	31.22	30.87	-0.35	-1.44 (0.149)
기관	16.99	14.06	-2.93	-9.36 (0.000)
외국인	51.79	55.07	3.28	7.40 (0.000)

규제 강화 효과 : 코스피200 정규 선물

◆ 승수 인상 전·후 1년간 일평균 거래량 변동

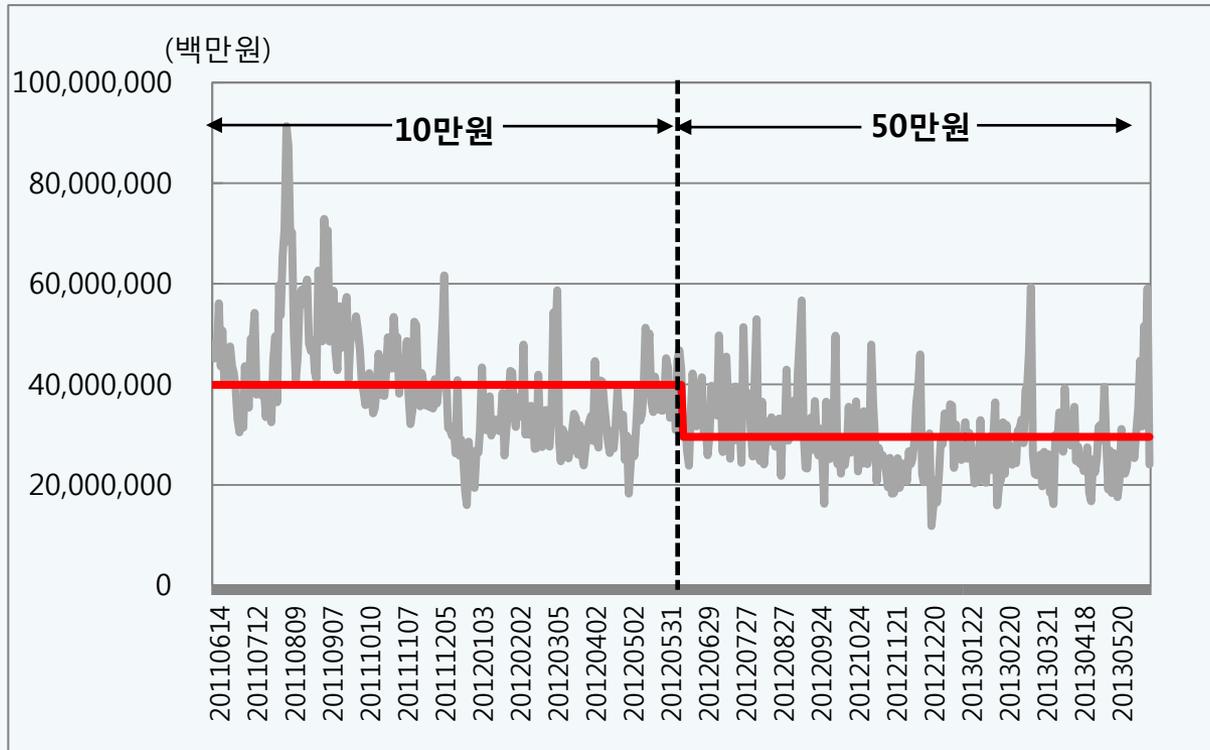


자료 : 한국거래소(KRX)

	인상 전(B)	인상 후(A)	차이(A-B)	증가율(%)	t-stat (p-val)
거래량(계약)	318,290	231,520	-86,765	-27.26	-11.26 (0.000)

규제 강화 효과 : 코스피200 정규 선물

◆ 승수 인상 전·후 1년간 일평균 거래대금 변동



자료 : 한국거래소(KRX)

	인상 전(B)	인상 후(A)	차이(A-B)	증가율(%)	t-stat (p-val)
거래대금(백만원)	39,856,300	29,535,500	-10,320,800	-25.90	-11.65 (0.000)

규제 강화 효과 : 코스피200 정규 선물

◆ 승수 인상 전·후 1년간 투자자 일평균 거래량 비중 변동

(단위 : %)

투자주체	인상 전 (B)	인상 후 (A)	차이 (A-B)	t-stat (p-val)
개인	35.14	31.19	-3.94	-11.96 (0.000)
기관	30.85	26.96	-3.89	-9.72 (0.000)
외국인	34.02	41.85	7.83	17.03 (0.000)

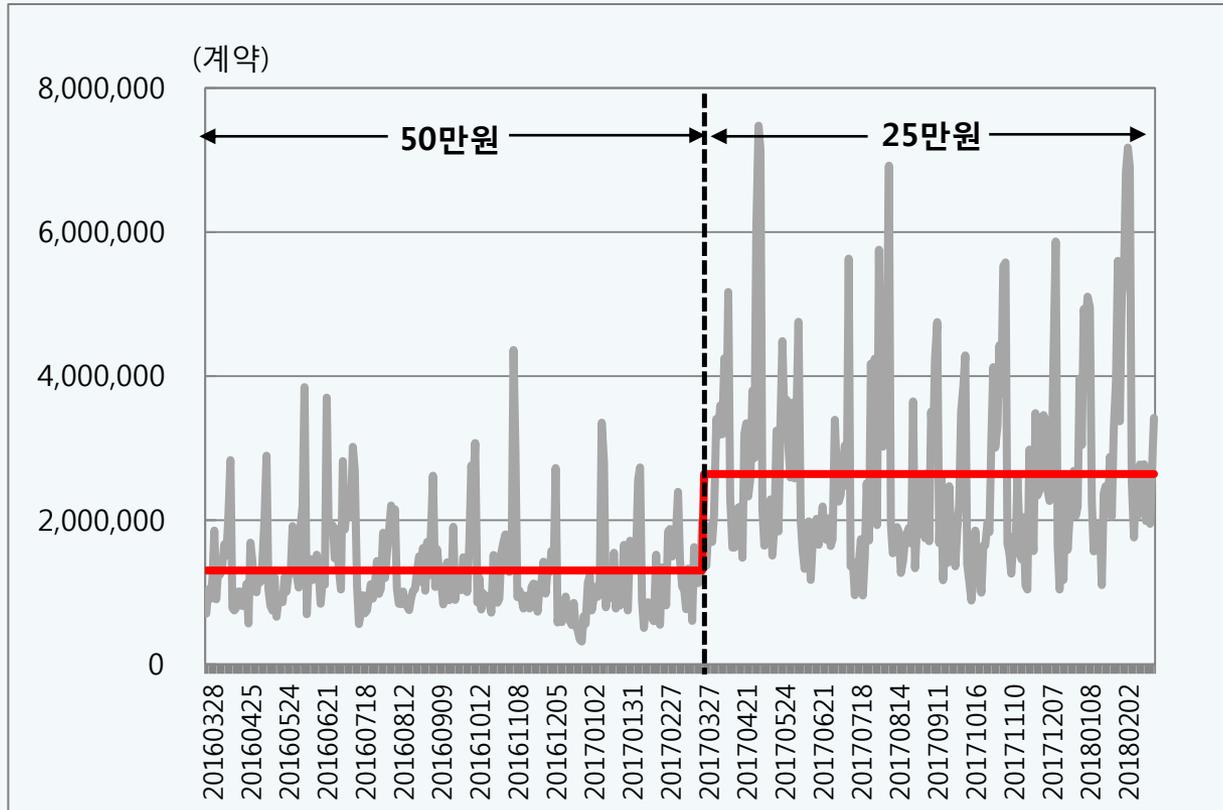
◆ 승수 인상 전·후 1년간 투자자 일평균 거래대금비중 변동

(단위 : %)

투자주체	인상 전 (B)	인상 후 (A)	차이 (A-B)	t-stat (p-val)
개인	35.14	31.19	-3.94	-11.97 (0.000)
기관	30.85	26.96	-3.89	-9.73 (0.000)
외국인	34.02	41.85	7.83	17.03 (0.000)

규제 완화 효과 : 코스피200 정규 옵션

◆ 승수 인하 전·후 1년간 일평균 거래량 변동

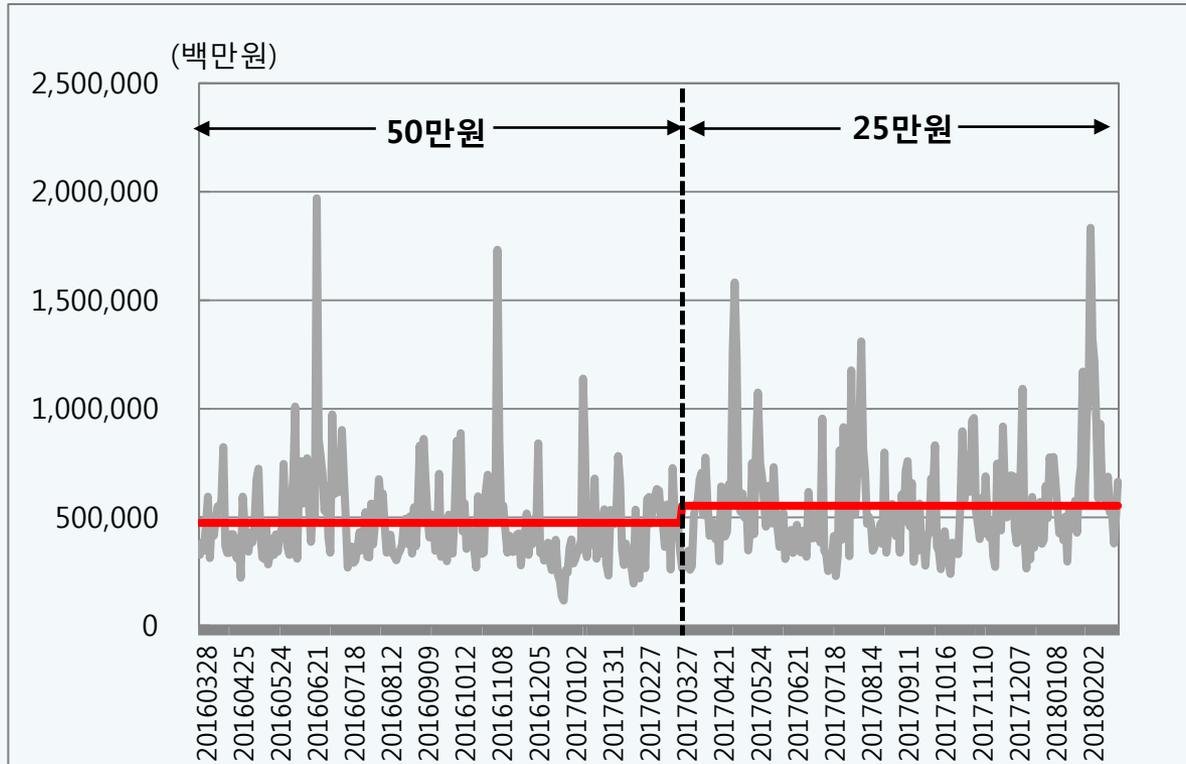


자료 : 한국거래소(KRX)

	인하 전(B)	인하 후(A)	차이(A-B)	증가율(%)	t-stat (p-val)
거래량(계약)	1,300,100	2,642,500	1,342,400	103.25	14.02 (0.000)

규제 완화 효과 : 코스피200 정규 옵션

◆ 승수 인하 전·후 1년간 일평균 거래대금 변동



자료 : 한국거래소(KRX)

	인하 전(B)	인하 후(A)	차이(A-B)	증가율(%)	t-stat (p-val)
거래대금(백만원)	474,020	553,210	79,190	16.71	3.81 (0.000)

규제 완화 효과 : 코스피200 정규 옵션

◆ 승수 인하 전·후 1년간 투자자 일평균 거래량 비중 변동 (단위 : %)

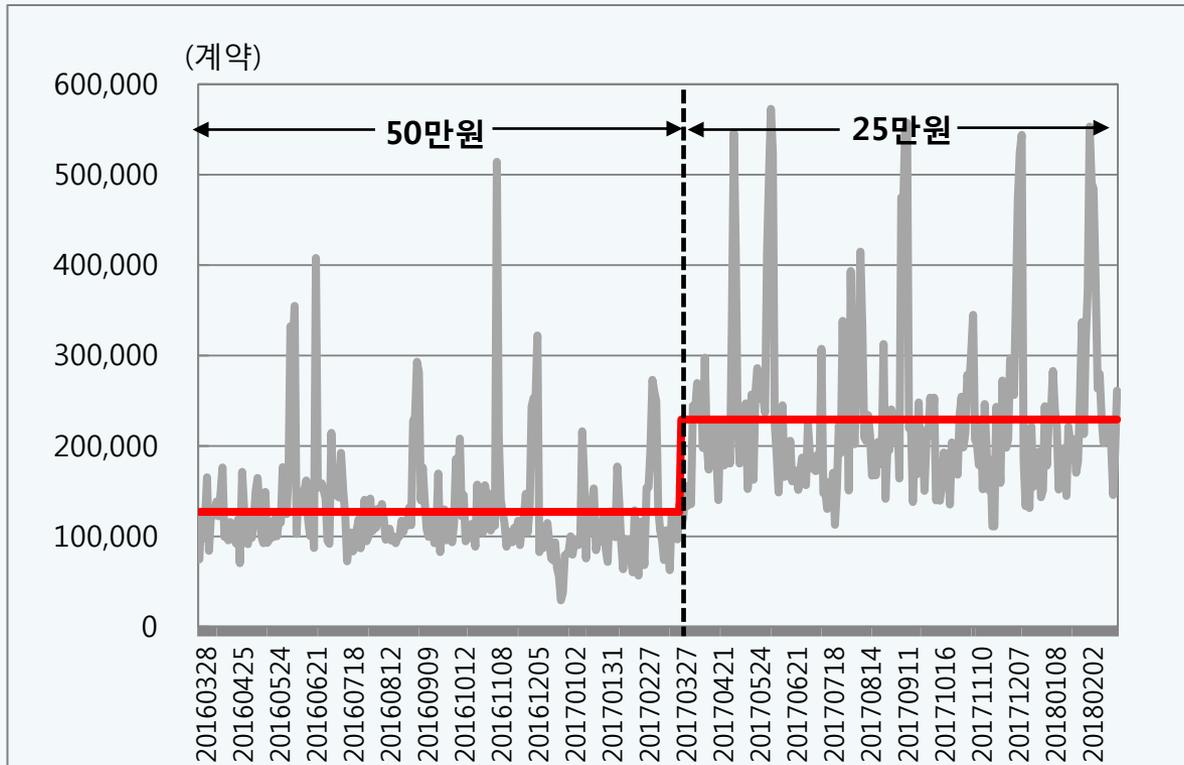
투자주체	인하 전 (B)	인하 후 (A)	차이 (A-B)	t-stat (p-val)
개인	28.89	29.45	0.56	2.46 (0.014)
기관	21.87	18.31	-3.56	- 7.05 (0.000)
외국인	49.25	52.24	2.99	4.69 (0.000)

◆ 승수 인하 전·후 1년간 투자자 일평균 거래대금 비중 변동 (단위 : %)

투자주체	인하 전 (B)	인하 후 (A)	차이 (A-B)	t-stat (p-val)
개인	28.57	27.72	- 0.85	- 3.25 (0.001)
기관	10.32	8.77	- 1.55	- 6.40 (0.000)
외국인	61.12	63.51	2.39	5.82 (0.000)

규제 완화 효과 : 코스피200 정규 선물

◆ 승수 인하 전·후 1년간 일평균 거래량 변동

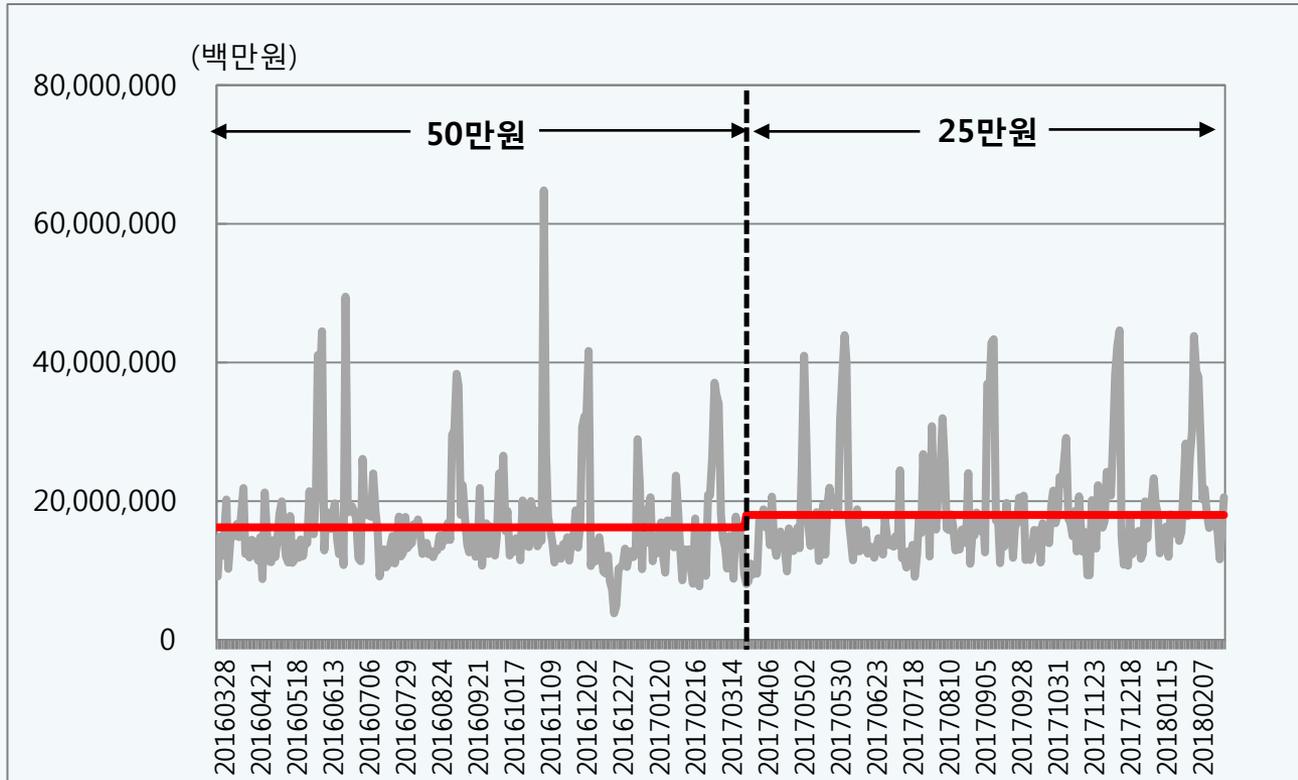


자료 : 한국거래소(KRX)

	인하 전(B)	인하 후(A)	차이(A-B)	증가율(%)	t-stat (p-val)
거래량(계약)	126,990	229,170	102,200	80.47	14.34 (0.000)

규제 완화 효과 : 코스피200 정규 선물

◆ 승수 인하 전·후 1년간 일평균 거래대금 변동



자료 : 한국거래소(KRX)

	인하 전(B)	인하 후(A)	차이(A-B)	증가율(%)	t-stat (p-val)
거래대금(백만원)	16,210,200	17,996,100	1,785,900	11.02	2.63 (0.008)

규제 완화 효과 : 코스피200 정규 선물

◆ 승수 인하 전·후 1년간 투자자 일평균 거래량 비중 변동

(단위 : %)

투자주체	인하 전 (B)	인하 후 (A)	차이 (A-B)	t-stat (p-val)
개인	23.54	24.34	0.80	2.10 (0.036)
기관	13.30	13.26	-0.04	-0.14 (0.890)
외국인	63.15	62.39	-0.76	-2.24 (0.025)

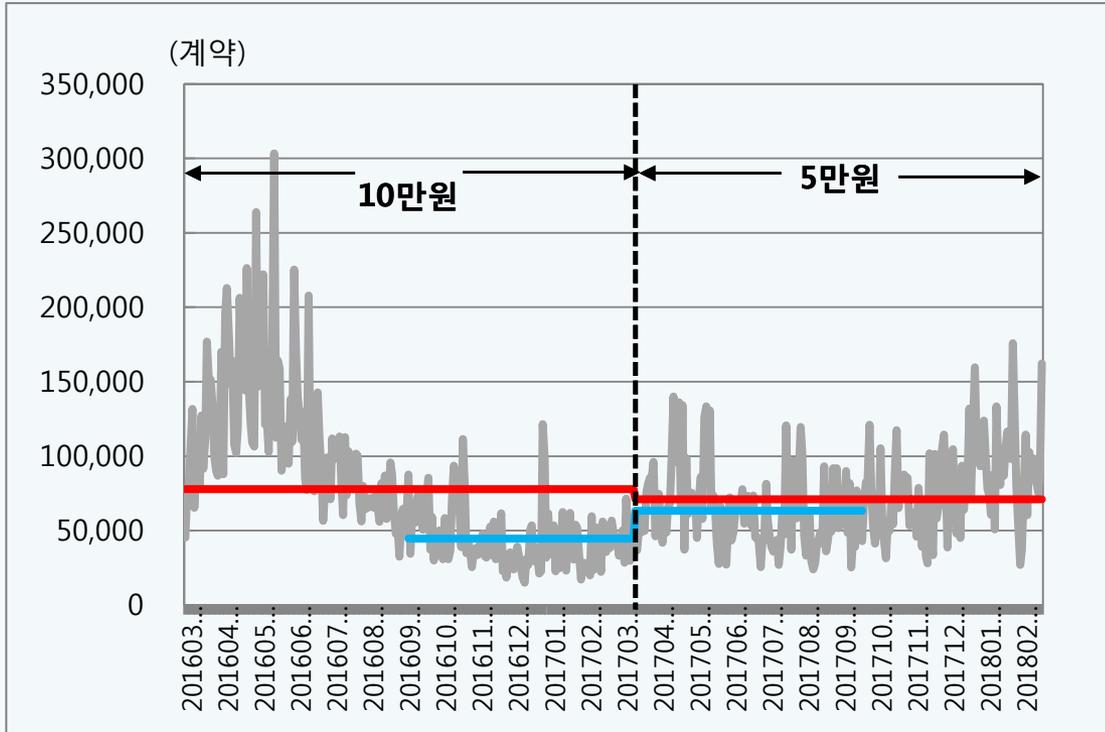
◆ 승수 인하 전·후 1년간 투자자 일평균 거래대금비중 변동

(단위 : %)

투자주체	인하 전 (B)	인하 후 (A)	차이 (A-B)	t-stat (p-val)
개인	23.55	24.35	0.80	2.11 (0.035)
기관	13.31	13.26	-0.04	-0.14 (0.889)
외국인	63.15	62.39	-0.76	-2.24 (0.026)

규제 완화 효과 : 코스피 200 미니 옵션

◆ 승수 인하 전·후 1년간 (6개월간) 거래량 변동



자료 : 한국거래소(KRX)

	인하 전(B)	인하 후(A)	차이(A-B)	증가율(%)	t-stat (p-val)
1년간 거래량(계약)	77,778	71,120	-6,658	-30.77	-5.66 (0.000)
6개월간 거래량(계약)	44,680	63,382	18,702	41.86	6.42 (0.000)

규제 완화 효과 : 코스피 200 미니 옵션

◆ 승수 인하 전·후 1년간 투자자 일평균 거래량 비중 변동

(단위 : %)

투자주체	인하 전 (B)	인하 후 (A)	차이 (A-B)	t-stat (p-val)
개인	18.10	11.95	-6.15	-11.51 (0.000)
기관	39.28	48.34	9.06	9.72 (0.000)
외국인	42.62	39.70	-2.92	-4.48 (0.000)

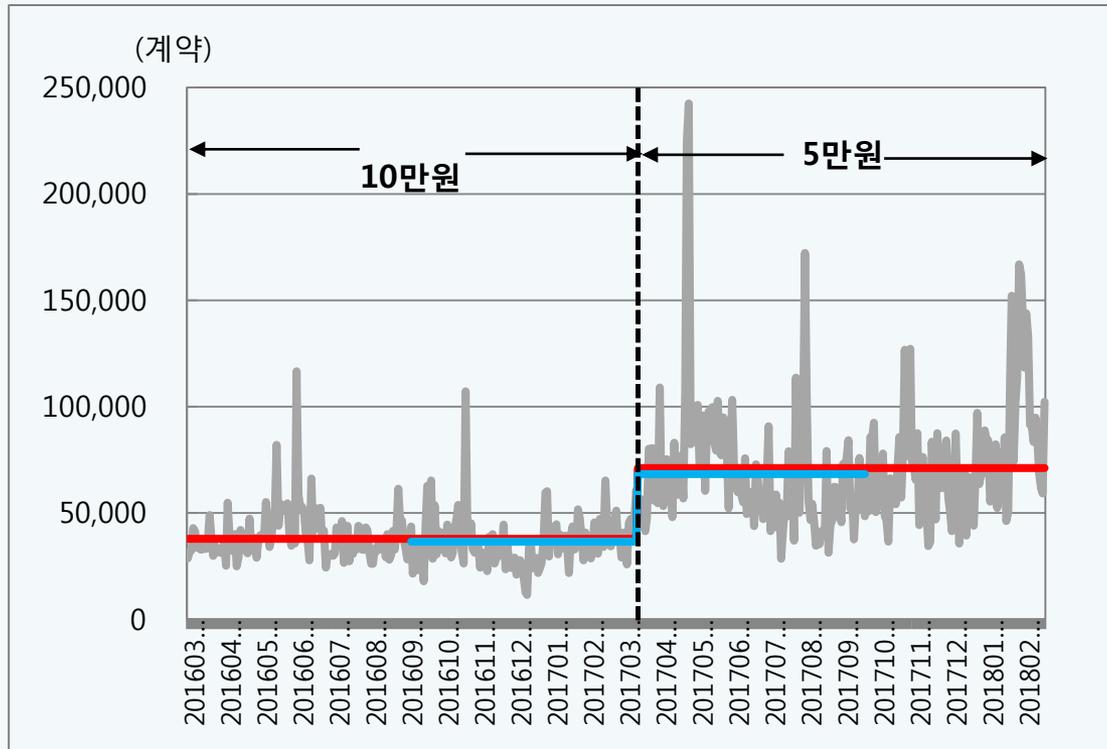
◆ 승수 인하 전·후 1년간 투자자 일평균 거래대금 비중 변동

(단위 : %)

투자주체	인하 전 (B)	인하 후 (A)	차이 (A-B)	t-stat (p-val)
개인	17.77	12.07	-5.70	-11.99 (0.000)
기관	35.94	42.46	6.52	9.26 (0.000)
외국인	46.29	45.47	-0.82	-1.39 (0.166)

규제 완화 효과 : 코스피 200 미니 선물

◆ 승수 인하 전·후 1년간 (6개월간) 일평균 거래량 변동

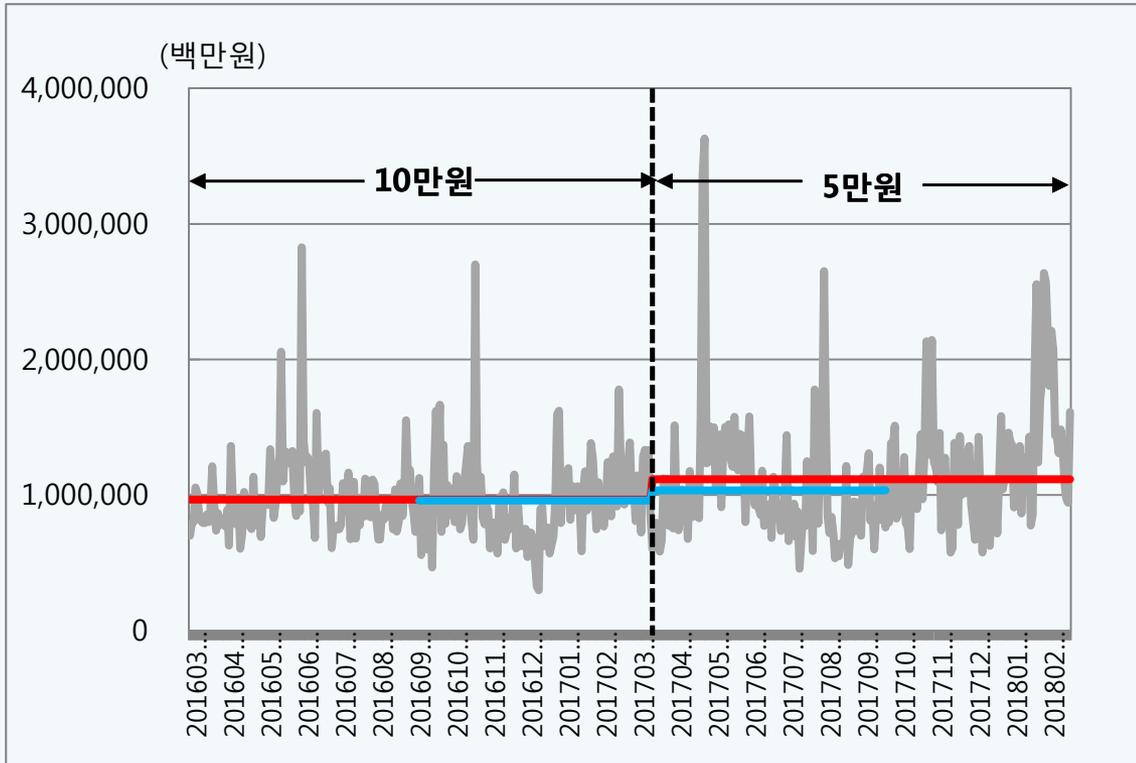


자료 : 한국거래소(KRX)

	인하 전 (B)	인하 후 (A)	차이 (A-B)	증가율 (%)	t-stat (p-val)
1년간 거래량(계약)	37,868	71,205	33,304	87.86	16.52 (0.000)
6개월간 거래량 (계약)	36,527	68,338	31,810	87.09	10.99 (0.000)

규제 완화 효과 : 코스피 200 미니 선물

◆ 승수 인하 전·후 1년간 (6개월간) 일평균 거래대금 변동



자료 : 한국거래소(KRX)

	인하 전 (B)	인하 후 (A)	차이 (A-B)	증가율 (%)	t-stat (p-val)
1년간 거래대금(백만원)	966,630	1,116,800	150,170	15.54	4.27 (0.000)
6개월간 거래대금(백만원)	960,510	1,035,800	75,280	7.84	1.53 (0.128)

규제 완화 효과 : 코스피 200 미니 선물

◆ 승수 인하 전·후 1년간 투자자 일평균 거래량 비중 변동

(단위 : %)

투자주체	인하 전 (B)	인하 후 (A)	차이 (A-B)	t-stat (p-val)
개인	13.44	10.86	-2.58	-11.04 (0.000)
기관	27.40	28.27	0.86	1.19 (0.000)
외국인	59.15	60.87	1.72	2.39 (0.017)

◆ 승수 인하 전·후 1년간 투자자 일평균 거래대금 비중 변동

(단위 : %)

투자주체	인하 전 (B)	인하 후 (A)	차이 (A-B)	t-stat (p-val)
개인	13.44	10.86	-2.57	-11.03 (0.000)
기관	27.40	28.26	0.86	1.19 (0.234)
외국인	59.15	60.86	1.71	2.39 (0.017)

규제 강화에 대한 선행 연구 결과

◆ 규제 강화에 시장에 영향을 미친 영향을 분석한 학술연구들을 전반적으로 부정적 효과가 긍정적 효과를 지배하는 것으로 판단

- 김학겸(2015)

- ☞ 승수 인상 후 평균 거래체결 프리미엄은 하락, 스프레드 확대, 호가잔량은 급감하여 Market Quality Index가 하락
- ☞ 정보비대칭비용과 주문처리비용이 거래승수 인상 이후 증가
- ☞ 기관투자자들의 정보탐색활동 위축, 외국인은 정보거래자로서 시장영향력이 확대
- ☞ 개인투자자들의 극외가격 옵션 거래비중이 감소하여 투기적 거래성향은 다소 완화

규제 강화에 대한 선행 연구 결과

- 남길남 외 2인(2015)

- ☞ 거래승수 인상 이후 투기적 거래는 감소하였으나, 시장품질은 악화되고 거래비용이 증가하는 등 시장의 효율성 저하현상 보고

- 최병욱(2015)

- ☞ 거래승수 인상 이후 풋-콜-선물 패리티의 위배율을 조사한 결과 등가격부근에서는 변동이 없으며, 외가격 콜옵션에서는 효율성이 증가했지만 나머지 행사가격대에서는 위배율이 증가
- ☞ 패리티 위배에 따른 차익거래기회가 해소되기까지 시간이 더 소요되어, 옵션시장의 효율성 감소

규제 강화에 대한 선행 연구 결과

- 김도완, 김배호 (2017)

- ☞ 거래승수 인상 후 옵션가격에 반영된 유동성 프리미엄 효과가 증가하여 옵션가격은 하락하고, 콜옵션보다 풋옵션보다 더욱 감소
- ☞ 옵션 매도 행위를 할 유인이 감소하여, 위험관리 측면에서 헷지 목적으로 풋옵션을 매수하고자 하는 시장 참여자들의 관점에서 거래승수 인상 이전보다 효과적인 헷지 전략을 구현하기 어려워짐

- 김학겸, 안희준 (2017)

- ☞ 승수 인상이 코스피200 옵션이 거래되는 KRX 시장과 Eurex 시장 간 정보이전 기능에 미친 영향 검증
- ☞ 승수 인상 전에는 Eurex 시장의 수익률 정보가 익일 KRX 시장의 시가 가격발견에 대부분 즉각 반영되었으나, 승수 인상 후에는 Eurex 시장의 정보가 지연되어 반영
- ☞ 거래승수 인상 이후 시장의 가격발견 효율성이 저하되었음을 암시

규제 강화에 대한 선행 연구 결과

- 이우백 (2014)

- ☞ 거래승수 인상을 전후하여 풋-콜 비율과 현물 수익률 간 인과관계 를 검정한 결과, 투자자 행태에 구조적인 변화가 없음
- ☞ 시장의 질에 부정적 영향을 미친 증거가 발견되지 않아, 시장의 건전화에 기여한 것으로 평가

- 이우백, 박종원 (2014)

- ☞ 승수 인상 후 내재지수와 현물지수간 괴리도가 승수 인상 전에 비해 감소하여 가격형성 효율성이 개선되었으며 인상 이후 옵션시장 으로부터 현물시장으로의 정보이전과 가격발견 주도력이 강화

규제 강화에 대한 선행 연구 결과

- 전상경 (2014)

- ☞ 2009년 6월부터 2014년 5월까지 59개월간 옵션·선물거래를 분석한 결과, 진입 규제 강화 후 개인의 손실이 확대되는 것으로 분석
- ☞ 개인투자자 보호조치로 인해 개인의 외가격 옵션의 투자비중은 감소하지 않았으며, 개인의 손실도 외가격 투자에 전적으로 기인한다고는 볼 수 없음

규제 강화에 대한 선행 연구 결과

- ◆ 요약하면, 진입 규제 강화 시기에 투기적 거래 행태가 감소한 측면은 긍정적이지만 가격발견 및 정보 효율성, 거래비용의 증가 등의 시장의 질(market quality) 저하와 외국인의 거래지배력이 증가한 현상은 부정적으로 평가할 수 있을 것임
 - ◆ 선행연구들의 표본기간은 승수 인상(1차 규제 강화)에 국한되어 있으며, 적격개인투자자 제도 도입(2차 규제 강화)후의 기간을 포함하는 질적 수준의 평가에 대한 연구는 없음
 - ◆ 승수 인하를 포함한 규제 완화로 인해 유동성은 증가했지만, 질적 수준에 미치는 영향에 대한 학술연구는 아직 보고되지 않은 상태임
 - ◆ 또한 옵션과 연계된 선물도 옵션 승수 인상 후 거래활동이 침체되었지만, 선물시장에 미친 영향에 대한 분석이 없음
- ☞ 차후 정책은 규제 완화에 대한 연구가 축적된 후, 규제 강화의 결과와 종합하여 수립을 검토

목 차

- ◆◆ 장내 파생상품 규제 내용과 이슈
- ◆◆ 규제 시행 과정에서 요인 변화
- ◆◆ 규제 시행 효과의 평가
- ◆◆ **규제 개선의 방향**

진입 규제 개선 방향

- ◆ 경제활동으로부터 발생하는 미래의 현금흐름을 투자자가 원하는 형태로 변환하고, 경제시스템의 위험을 효율적으로 공유하는 금융의 인프라 역할을 수행하도록 개선
- ◆ 시장의 질적 수준을 향상시키도록 유동성의 규모를 확보하되, 투자자 보호와 거래 편의를 극대화할 수 있는 방향으로 기존 규제의 실효성이 나타나도록 규제를 개선

투자자보호의 인식 전환 및 실질 강화

시장별 기본 예탁금 조정 및 종목별 승수 세부 조정

개별 주식 파생상품시장의 활성화

투자자보호의 인식 전환 및 실질 강화

- ◆ 전상경(2014)의 결과에 따르면, 개인 투자자는 진입 규제 시행 이후에도 손실이 지속적으로 발생하며 진입 규제 자체는 투자자의 손익에 별다른 영향을 미치지 못하는 것으로 보고
 - Zero-sum game이라는 파생상품의 본질상 투자자의 손익 귀속이 “자기 책임 원칙”인 투자 의사결정에서는 당연히 투자자가 부담해야 할 사항임.
 - 규제 강화 정책으로 인한 신규 투자자 진입 차단과 기존 투자자 이탈은 시장 전체에서 손익 귀속자의 규모를 축소하는 것이지, 개인 투자자의 손익 규모에 영향을 미치는 것은 아님.
 - 김학겸(2015)에서는 진입 규제 강화 이후 외국인의 정보거래의 지배력이 증가했으며, 외국인의 거래 비중이 증가한 결과는 국내 개인 투자자의 투자성과에 대해 낙관적 기대를 갖게 하기 어려움.

투자자보호의 인식 전환 및 실질 강화

- ◆◆ 진입 규제 이후에도 다수의 신상품이 개발되었음에도 불구하고 강화된 규제로 인해, 시장 참여가 제약됨에 따라 상품 활용의 효용이 낮으며, 시장성장이 어려운 상태임
 - 국내 장내 파생상품의 규제 강화로 인해 상대적으로 진입 장벽이 낮은 해외 파생상품시장에 참여하는 투자자의 손익 결과를 정책적으로 판단하기가 어려움.
 - 현행 규제의 기초는 국내 개인 투자자의 국내 장내 파생상품에 대한 투자위험에 과도히 초점을 둔 반면, 해외 파생상품 투자에 대해서는 특별한 보호 조치가 없으므로 정책의 균형을 유지하지 못함.
 - 개인 투자자의 해외 파생상품시장으로의 이탈을 방지하기 위해서는 선진국과의 규제 격차를 해소할 수 있는 방향으로 규제 목적을 설정하는 방안을 강구해야 함.

투자자보호의 인식 전환 및 실질 강화

- ◆ 이효섭(2015)의 제안과 같이, 최초 선물·옵션 계좌개설 단계에서 적합성 요건을 강화하고 증권회사의 파생상품업무 책임자의 재량적 권한 강화를 통해 투자자보호의 실질을 강화할 필요가 있음
- 계좌개설단계부터 “적합성의 원칙”을 엄격하게 적용하여, 계좌개설책임자가 투자자의 소득 및 위험 성향을 철저히 파악하여 최초 계좌 개설을 승인하고, 손실 정도 등에 따라 주기적으로 계좌존속 여부를 관리

투자자보호의 인식 전환 및 실질 강화

- ◆ **현행 “적격개인투자자”의 단계별 인정 요건은 파생상품이 가진 다양한 활용을 제한하는 경직적 규정이므로 이를 완화할 필요**
 - 파생상품의 위험 수준에 따라 단계적으로 설계된 선물 거래(1단계) 허용 → 1년 후 옵션 거래(2단계) 허용은 파생상품 시장의 질적 성장을 제한하며 신규 투자자가 선물시장에서 옵션시장까지 진출하여 참여하는데 제약
 - 파생상품은 옵션과 선물의 결합을 통해 목적에 적합한 여러 가지 전략을 추구할 수 있음에도 불구하고 현행 적격개인투자자 제도에서는 1단계에서 선물거래 및 옵션 매수만을 허용하므로 다양한 목적의 투자가 제약되는 결과를 초래
 - 또한, 신규 투자자가 2단계 거래를 하기 위해서는 단순히 “1년 경과와 미결제약정 10거래일 이상 보유”만을 제시하여 적격투자역량을 실질적으로 평가할 수 없음
 - 1년 거래 기간보다 짧은 기간내(6개월)에 최소 일정 거래빈도 또는 손익 충족시 계좌개설 책임자의 재량하에 2단계 거래 승인

투자자보호의 인식 전환 및 실질 강화

- ◆ **현행 적격개인투자자 요건 중 “파생상품사전교육” 이수 인정 범위를 대학교 개설 파생상품 교과목 학점 이수자에게도 확대**
 - 파생상품의무교육이 신규투자자의 진입 규제 요건이라 하더라도, 파생상품의 거래구조 이해와 투자자보호 차원에서 금융교육의 필요성이 요구되는 만큼 교육 자체의 취지는 긍정적임
 - 현행 사전교육 면제 대상은 금융투자업 관련 자격증취득자이지만, 사전교육의 시간과 교육내용을 고려할 때 대학에서 개설된 파생상품 관련 과목은 이보다 높은 수준의 내용을 포함
 - 이미 금융감독원은 대학교에 “실용금융” 과목 개설 및 강의 지원을 통해 금융교육을 확산하는 정책을 시행하고 있음
 - 금융투자협회에서 주관하는 파생상품사전교육을 대학교에 위탁하는 결과를 부여하며, 이는 대학교에서 파생상품의 인식 전환 및 교육 활성화의 긍정적 효과를 유발

투자자보호의 인식 전환 및 실질 강화

- ◆ 파생상품 교과목 이수자에 대한 “파생상품사전교육” 이수 인정 제도는 공인회계사 시험에서 회계, 경영, 경제학 과목을 이수하면 응시자격을 부여하는 제도를 참조할 수 있음
 - 학점 이수 해당 과목은 파생상품 관련 과목으로 금융투자협회에서 심의를 하여 인정하며, 학점이수를 소명하는 서류인 학점취득증명서 또는 성적증명서를 제출하여 인정
- ◆ 현행 한국거래소가 주관하는 모의거래 운영도 회원 증권사에 위탁하여, 인증받은 증권사에서 직접 운영하여 투자자 교육을 자율화

기본예탁금 조정 정책의 검토

- ◆ 미국 시장을 중심으로 한 해외 사례의 경우, 파생상품시장의 거래활동을 규제한 주요 정책 수단은 “증거금(margin)”의 조정
 - 기본예탁금 제도가 없는 해외 시장에서는 증거금율 조정을 주로 거래 과열이 야기하는 시장 변동성과 유동성을 억제하기 위해 활용
 - 시장의 활성화 상태에서는 거래규모 증가가 시장변동성(volatility)을 확대시키므로 거래활동을 억제하기 위해 증거금율을 인상하며, 상대적으로 시장 침체시 증거금율 인하
 - 해외에서 증거금 수준의 변화가 시장의 움직임에 미치는 효과에 대해서는 많은 연구가 있었지만 일관된 결론을 얻지는 못함

기본예탁금 조정 정책의 검토

KOSPI200 파생상품 기본예탁금



옵션 승수 인상 전에 시장 건전성 및 변동성을 관리하기 위한 수단은 기본예탁금 규모 조정임

		기본 예탁금
1996년	5월	3,000만원
1997년	7월	1,000만원
1997년	11월	3,000만원
2000년	3월	1,000만원
2001년	2월	500만원
2003년	3월	1,500만원
2006년	12월	500~3,000만원
2011년	5월	1,500만원
2012년	7월	1,500만원
2014년	11월	5,000만원

- 파생상품 개설 이후 총 10회의 예탁금 수준이 변동되었으며, 현행 예탁금이 가장 높은 수준임
- 남길남외 2인(2015)은 기본예탁금 변경에 따른 파생상품시장 거래량 변동의 조절 효과를 제시

기본예탁금 조정과 거래량 변화

(단위 : %)

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

남길남, 이효섭, 천창민, "한국파생상품시장의 현황 진단과 발전방향", 연구보고서 (2015), 자본시장연구원.

기본예탁금 조정 정책의 검토

- ◆ 규제 완화 차원에서 기본예탁금 제도의 전면 폐지 주장도 있으며, (이효섭, 2015) 기본예탁금 제도는 금액만 납부하면 파생상품 거래가 가능하므로 중개회사가 투자자를 보호하기 위한 노력보다 투자자가 기본예탁금에 의존한다는 비판도 제기됨(남길남, 2014)
- ◆ 기본예탁금 조정이 유동성에 미치는 효과가 있으므로 이를 시장 상황에 따라 탄력적으로 조정하고 시장별로 차등적 적용하는 방안을 모색
 - 미니 파생상품시장을 개인 소액 투자자의 참여 활성화를 위한 시장으로 육성한다면, 미니파생상품에 최초 진입하는 투자자에 대해서는 정규파생상품 기본예탁금보다 인하하여 차등적으로 적용할 수 있음

기본예탁금 조정 정책의 검토

- **현행 적격개인투자자 제도에서 최초 거래시 기본예탁금이 3,000만원 이상인 1단계에서, 미니선물에 대해서는 1,500만원 이상, 기본예탁금이 5,000만원 이상인 2단계에서 미니옵션에 대해서는 2,500만원 이상으로 정규 상품과 차등화하여 책정**

선물 (변동성선물 제외) 옵션매수		모든 선물·옵션	
미니	기타	미니	기타
1단계 : 1,000만원 ~1,500만원	1단계 : 2,000만원 ~ 3,000만원	1단계 : 1,500만원 ~ 2,500만원	1단계 : 3,000만원 ~ 5,000만원
2단계 : 1,500만원 ~ 2,500만원	2단계 : 3,000만원 ~ 5,000만원	2단계 : 2,500만원 ~ 5,000만원	2단계 : 5,000만원 ~ 10,000만원
3단계 : 2,500만원 이상	3단계 : 5,000만원 이상	3단계 : 5,000만원 이상	3단계 : 10,000만원 이상

종목별 승수 조정 검토

- ◆ 파생상품 거래의 편의를 위해 계약 단위(contract size)를 변경하는 방법은 국내 파생상품의 경우와 같이 시장별 종목에 대해 승수를 조정하거나, 별도의 미니시장을 개설하는 방법 등이 있음
 - 2012년 승수 인상의 규제 강화의 주요한 배경은 외가격(out-of-the money) 옵션에 대한 과도한 투자였으므로, 외가격 옵션에 대해서 승수 인상을 적용해도 가능했음
 - 즉, 상대적으로 가격이 낮지만 개인투자자가 집중되어 투자 위험이 높은 외가격 옵션의 승수를 내가격 옵션(in-the-money)의 승수보다 높게 책정하여 위험에 따라 승수를 차등화
 - 이는 단일 승수 조정으로 인한 옵션 전체의 거래보다 그 변동폭이 낮고, 정책 당국이 우려하는 외가격 옵션의 거래가 내가격보다 더 많이 감소하는 긍정적 효과 발생

개별 주식 파생상품시장 시장 참여 유인 제공

- ◆ 개별 주식 파생상품은 개인투자자의 헤지 및 차익거래에 활용도를 제고하기 위한 방향으로 발전시키기 위해 보다 유동성을 제고할 필요가 있음
- ◆ 2015년에는 주식 선물·옵션의 시장조성자가 해당 상품의 시장조성과정에서 발생하는 가격변동 위험을 회피하기 위한 헤지목적으로 기초자산인 주식을 매도하는 경우, 해당 매도분에 부과하던 증권거래세(0.3%)의 면제를 시행
 - 시장조성자의 적극적인 유동성공급과 투자자의 거래여건 개선으로 파생상품시장 활성화 기대
 - 2017년 규제 완화 조치의 일환으로 헤지전용계좌 개설을 허용하여 헤지 및 차익거래 기반의 개별 주식 선물과 옵션시장이 활성화할 것으로 판단

개별 주식 파생상품시장 시장 참여 유인 제공

◆ 개별 주식 선물과 옵션은 종목별로 가격대와 유동성이 차별적이므로, 계약단위를 조정하는 방향으로 거래제도의 편의를 높여 시장을 활성화하는 방안을 모색

- 기초자산인 주식은 2014년 5월까지 5만원 이상 주식의 고주가에 대해 단주가 거래되었지만, 거래 활성화를 위해 모든 주식에 대해 단주가 허용된 사례가 있음
- 현행 개별 주식 선물과 옵션은 거래 승수가 10이지만, 일정 수준 이상 가격의 종목 또는 유동성이 일정 기준 미만인 종목에 대해서는 승수를 인하하는 방안을 고려
- 이는 규제 완화에서 헤지전용개설을 허용한 목적과 부합하여 개별 주식 선물과 옵션시장을 활성화할 것으로 판단

참고문헌

김도완, 김배호, "옵션 거래승수 인상에 따른 유동성 프리미엄의 변화", 한국증권학회지 제46권 제5호 (2017) pp.1001-1032.

김학겸, " 거래단위가 유동성 및 정보효율성에 미치는 영향 : 코스피 200옵션 거래승수 상향조치에 따른 유동성 및 시장 간 정보이전 변화에 대한 분석", 성균관대학교 박사학위 논문, 2015.

김학겸, 안희준, "투자자별 거래변화와 시장 간의 정보 이전 효율성: 코스피200 옵션거래승수 인상이 KRX 시장과 Eurex 시장간의 정보이전에 미치는 영향에 대한 분석", 재무연구 제30권 제3호, (2017) pp.277-315.

김학겸, 박진우, "국내 선물시장에서 증거금이 결제불이행 위험과 유동성에 미치는 영향", 선물연구 제24 권 제2호 (2016) pp.269~299.

금융위원회·금융감독원·한국거래소·금융투자협회, 『자본시장 역동성 제고를 위한 파생상품시장 발전방안』, 2014.

참고문헌

- 금융위원회 보도자료, 『장내옵션시장, ELW 시장 및 FX 마진시장 건전화방안』, 2011.
- 남길남, “파생상품시장의 규제 이슈에 대한 고찰”, 자본시장 2014년 제 6권 제2호 (2014), 자본시장연구원.
- 남길남, 이효섭, 천창민, “한국파생상품시장의 현황 진단과 발전방향”, 연구보고서 (2015), 자본시장연구원.
- 이우백, “KOSPI200 옵션 거래승수 인상 조치에 따른 투자 행태 변화 분석”, 한국증권학회지 제43권 1호 (2014) pp.237-277.
- 이우백, 엄철준, 박종원, “거래승수 인상이 KOSPI200 옵션시장의 가격 발견기능에 미치는 효과”, 금융안정연구 제15권 (2014), pp.129-159.

참고문헌

이효섭, “한국파생상품시장 재도약을 위한 규제 개혁 방안”, 자본시장 Weekly, 2015-32호 (2015), 자본시장연구원

이효섭, “파생금융상품의 불완전판매와 불공정거래 개선 방향”, 한국회계학회-한국파생상품학회 공동 세미나, 2017.

이효섭, “파생시장 현황과 규제 변화”, KOSDA FORUM 발표자료, 자본시장연구원, 2015.

전상경, “장내파생상품시장에서의 투자자 보호정책, 그 취지와 실효성 (KOSPI200옵션을 중심으로)”, 제12회 서울국제파생상품컨퍼런스 발표 논문

참고문헌

최병욱, "옵션승수의 인상이 KOSPI200 선물과 옵션시장 사이의 차익 거래 효율성에 미치는 영향", 선물연구, 제23권 제3호(2015), pp. 323-351.

최영수, "한국 파생상품시장의 도전과 위협", 2017.

한국파생상품학회-자본시장연구원, 『국내 파생상품시장의 진단 및 기능제고를 위한 연구 용역』, 2012.

한국거래소 보도자료, 『코스피200 옵션 거래승수 인상 후 시장 건전성 제고』, 2013.

한국거래소 보도자료, 『코스피200 옵션 거래승수 인상 시행』, 2012.

한국거래소 보도자료, 『옵션매수전용계좌 도입 등 선물시장 제도개선』, 2006.

참고문헌

- Bjursell, J., Frino, A., Tse, Y. and Wang, George H.K, 2010, "Volatility and trading activity following changes in the size of futures contract", *Journal of Empirical Finance* 17, pp. 967-980.**
- Huang, R.D., Stoll, H.R., 1998, "Is it time to split the S&P 500 futures contract?" *Financial Analyst Journal* 53, pp. 23-35.**
- Karagozoglu, A.K., Martell, T., 1999, "Changing the size of a futures contract: liquidity and microstructure effects", *Financial Review* 34, pp. 75-94.**
- Karagozoglu, A.K., Martell, T., Wang, G.H.K., 2003, "The split of the S&P 500 futures contract: effects on liquidity and market dynamics", *Review of Quantitative Finance and Accounting* 21, pp. 323-348.**

참고문헌

Kurov, A. and D. J. Lasser, 2004, "Price Dynamics in the Regular and E-mini Futures Markets", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 39", pp.365-384.

McMillan, D. G. and R. Q. Garcia, 2006, "Efficiency of the IBEX Spot-Futures Basis: The Impact of the Mini-Futures", *Journal of Futures Markets* 28, pp.398-415.