

해외 선물시장 규제제도 및 운영실태에 관한 연구[†]

Jin Choi^{*} · 장익환^{**} · 김상봉^{***}

요 약

영국이나 독일의 경우, 현물 증권시장은 수백년의 오랜 역사를 가지고 있는 반면 선물시장은 일천한 역사를 가지고 있다. 이에 따라 선물시장은 독자적인 위치를 확보할 기회가 없었으며, 90년대의 전산화와 이에 따른 거래소 합병 열풍으로 현물과 선물을 함께 거래하는 통합거래소가 주종을 이루게 되었다. 선물업 규제도 증권업 규제에 흡수되어, 선물업계의 자율규제는 유럽에서 찾아볼 수 없게 되었다.

반면 미국에서는 증권시장과 선물시장 모두 전문적인 발전의 역사가 길며 증권업과 선물업의 분리가 뚜렷하고 업계에 관한 전문성을 가진 협회 위주의 자율규제가 활성화되어 있다. NFA식 자율규제 방식은 전 세계적으로 성공적이고 효율적인 선물규제방식으로 평가되고 있는데, 선물시장 참여자와의 대화와 직접적인 의견교환으로 정부의 획일적이고 경직된 법집행에서 탈피하고 있다.

우리나라의 경우 선물업계의 실정을 정확하게 파악하고 있는 민간 전문기관에 의한 자율규제가 필요하다. 특히 시장참여자들과의 직접적인 접촉을 통해 전문적인 선물산업의 발전에 기여하는 미국 NFA와 같은 선물협회 중심의 자율규제가 절실하게 필요하다.

† 본 논문은 한국선물협회의 용역보고서 '한국선물산업 발전방안에 관한 연구'의 일부 내용을 수정 보완하여 작성한 것임.

* Associate Professor, Economics Department, DePaul University

** 인하대 경영대학 교수

*** 인하대 대학원 경영학과 박사과정

I. 서 론

이용자보호와 편익의 증대를 주된 목적으로 하는 산업규제는 정부차원의 공적규제와 민간차원의 자율규제로 구분된다. 통상적으로 정부기관의 규제는 선의의 투자자들을 보호할 책임이 있는 국가에서 수행하며, 거래소나 협회에서는 효율적이고 건전한 시장발전을 위하여 회원들을 자체적으로 규제한다. 이 중에서 정부와 거래소 차원의 규제는 모든 국가들에서 각종 법규를 제정하여 운영하고 있으나, 민간 차원의 자율규제는 선물산업의 역사와 발전과정 그리고 시장구조에 따라 다르다. 영국이나 독일에서는 자율규제가 존재하지 않는 반면 미국과 일본에서는 자율규제가 중요한 역할을 담당하고 있다. 특히 미국에서는 증권과 선물의 분업이 뚜렷하고 그 역사가 두 부문 모두 오래되었으며, 시카고의 선물시장과 뉴욕의 현물시장으로 지역 간 특성이 있을 뿐만 아니라 각 시장의 거래규모나 거래기법이 상이하기 때문에, 시장에 대한 규제도 연방정부, 거래소, 그리고 선물협회를 중심으로 한 3단계 규제체제를 유지하고 있다.

우리 정부는 금년도에 KOSPI200 선물과 옵션을 한국선물거래소로 이관하고, 현재의 3개 거래소(증권거래소, 코스닥시장, 선물거래소)를 총괄하는 주식회사 형태의 통합거래소를 출범시킬 예정이다. 이에 따라 시장별 전문성을 바탕으로 한 지속적인 발전이 이루어 질 수 있도록 국내 선물업계의 건전한 발전을 위한 산업규제의 틀을 정립할 필요성이 매우 높다. 지나친 규제는 득보다는 실을 초래할 수 있기 때문에, 해당 업계의 사정을 정확하게 파악하고 있으며 또한 규제의 진정한 목적을 이해하고 있는 전문 규제기관이 필요하다. 업계가 당면하고 있는 현안들을 직시하지 못하고 업계의 문제점들을 더 많은 규제로 해결하려는 규제기관의 타성에서 벗어나 필요한 사항을 적시에 해결할 수 있는 민간 차원의 자율규제기관이 국익을 증대시키고 경제 및 시장의 효율성을 높일 수 있다.

본 연구에서는 국내 선물업의 전문적이고 장기적인 발전을 위한 시사점을 찾기 위하여, 유럽의 영국과 독일, 아시아의 일본과 홍콩 그리고 미국 등의 규제체도를 검토한다. 제 2장에서는 국내 선물업의 규제체계를 살펴보고, 제 3장에

서는 유럽과 아시아 국가 그리고 미국 등 5개국의 규제제도와 운영실태를 살펴본다. 제 4장에서는 국가간의 시장구조와 규제제도 및 운영상의 차이점을 요약하고 국내 선물업의 효율적인 규제를 위한 시사점을 찾는다.

II. 국내 선물산업의 규제·감독 체계

1. 선물거래법

국내 선물산업은 1995년 12월 29일 선물거래법이 제정·공포됨에 따라 발전의 틀을 갖추게 되었다. 선물거래법은 선물시장 육성을 위한 제도적 틀을 규정하며, 선물거래소 및 선물중개업 진입과 운영을 규율하는 금융 및 일반상품 등 모든 선물 및 옵션거래를 규제하는 선물거래의 통합법적인 성격을 가진다. 이는 상품중심이 아닌 기능중심의 단일 법체계 내에서 선물시장을 관리·감독되는 것이 효율성 관점에서 더 바람직하다는 학계와 업계의 선물전업주의 주장을 따른 것이다. 1996년 7월 1일부터 시행된 선물거래법 및 동법 시행령의 주요 내용으로는 먼저 선물거래대상으로 ① 농산물, 축산물, 수산물, 임산물, 광산물, 에너지에 속하는 물품 및 이 물품을 원료로 하여 제조하거나 가공한 물품 기타 이들과 유사한 것(일반상품), ② 일반상품외의 통화, 증권, 채권, 용역대가, 기타 이들과 유사한 것(금융상품), ③ 제1호 및 제2호에 속하는 것의 가격, 이자율 등을 이용하여 수치화한 것(지수)으로 규정(선물거래법 제2조)하고 있으며, 그리고 선물거래를 일반적인 선물 및 옵션거래와 이와 유사한 거래로 정의(선물거래법 제3조)하여 향후의 신종 선물거래까지도 포함시킴으로써 선물거래법이 선물거래에 관한 기본법임을 명시하고 있다.

선물거래법은 선물거래소의 설립과 선물업의 영위는 재정경제원장관의 허가를 얻어야 한다. 또한 선물거래소의 회원은 일정한 자격을 갖춘 선물거래업자만이 될 수 있으며, 자율규제기관으로서 선물업자 중심의 선물협회 설립근거도 명시하고 있다. 그리고 선물전업주의 원칙에 입각하여, 선물거래소에서 모든 선물상품을 거래하고 선물의 거래는 선물회사를 통하도록 규정하고 있다. 선물업

은 국내의 선물거래를 수탁·중개하는 선물거래업과 선물펀드의 판매와 운용을 담당하는 선물투자기금업으로 구분하고, 선물투자자문 업무는 선물업자가 부대업무로 취급할 수 있도록 하였다. 대통령령이 정하는 일정한 금융기관은 부수업무로서 선물업 중 하나를 겸영할 수 있으나 위탁자보호 차원에서 선물거래업과 선물기금업의 겸영을 금지된다. 다만 대통령령에서 선물거래업 겸영대상 기관을 정하지 않고 있기 때문에 선물거래업에 진출하려는 금융기관은 선물거래업을 전업하는 별도의 자회사를 설립하여야 한다.

2. 규제 감독 체계

(1) 공적 규제기관

금융감독위원회는 금융감독기능을 일원화하기 위해 1997년 12월 31일에 제정된 금융감독기구의 설치등에 관한 법률에 의해 1998년 4월에 설립된 합의제 행정기관이다. 금융감독위원회는 금융기관 및 시장을 대상으로 전반적인 금융규제 및 감독과 함께 증권·선물시장의 관리·감독 및 감시등과 관련된 주요사항 등을 심의 의결하고 금융감독원에 대한 지시·감독 및 업무집행 방법의 변경 업무를 수행한다. 선물거래소 업무규정과 수탁계약준칙 개정 승인권, 선물업허가권, 선물거래 관련기관(거래소, 협회 및 선물업자)에 대한 검사 및 조사권이 있으며, 선물업자의 자산운용, 경영의 건전성 유지 및 업무개선에 관한 감독, 선물업자 및 위탁자의 선물거래 규모의 제한 등 필요한 조치, 장외거래에 관한 명령, 외국인 선물거래에 관한 명령권 등을 가지고 있다.

증권선물위원회는 증권 및 선물거래의 특수성을 감안하여 금융감독위원회 산하에 별도로 설치된 기구이다. 증권선물위원회는 증권·선물시장의 불공정거래 조사, 기업회계의 기준 및 회계감리에 관한 업무, 금융감독위원회가 심의·의결하는 증권·선물시장의 관리·감독 및 감시 등과 관련된 주요 사항에 대한 사전심의, 증권·선물시장의 관리·감독 및 감시 등을 위하여 금융감독위원회로부터 위임받은 업무 등을 심의·의결한다.

금융감독원은 은행감독원, 증권감독원, 보험감독원, 신용관리기금 등 4개 감독기관이 통합되어 1999년 1월 2일에 설립된 기관이다. 금융감독위원회의 집행

기구로서 금융감독위원회 또는 증권선물위원회의 지시를 받아 금융기관에 대한 감독·검사·제재 그리고 증권·선물시장에 대한 조사·감독 및 감시업무를 수행한다. 금융감독위원회가 심의·의결기구인 반면 금융감독원은 실제 감독 및 검사업무를 수행하는 집행기관이다. 금융감독원은 금융기관의 재무상태, 경영관리능력, 법규준수상황 등 다양한 부문을 종합적이고 통일적인 방식으로 평가하기 위해 경영실태평가제도를 운영하고 있다. 금융감독위원회 또는 금융감독원장은 증권회사의 영업용순자산비율이 일정기준에 미달하거나 경영실태평가결과가 일정등급 이하인 경우 그 미달정도에 따라 경영개선권고, 경영개선요구, 경영개선명령 등 적기시정조치를 부과할 수 있다.

재정경제부는 1997년까지 증권산업 및 시장 전반에 관한 최고의 정책결정기관이자 감독기관이었다. 그러나 금융감독위원회가 설립되면서 금융감독과 관련된 거의 모든 업무가 재경부로부터 금융감독위원회로 이관되었다. 증권거래소와 증권업협회의 업무관련규정의 제·개정, 재경부장관이 금융감독위원회와 사전협의를 거쳐 승인하도록 하였으며, 1999년 5월 정부조직법 개정에 의해 금융기관의 설립 인허가 및 인가취소와 관련한 권한도 재경부에서 금융감독위원회로 이관되어, 재정경제부는 현재 금융관계법령의 제·개정권한을 보유하고 있다. 선물거래소 설립허가권 및 정관개정 승인권과 선물업 허가권을 가지고 있으며, 이외에 선물시장 및 산업에 대한 전반적인 선물정책의 입안과 법규의 제정 등과 함께 선물관련법령 제·개정권, 긴급사태시의 처분권, 기타 감독상 필요한 명령권 등을 가지고 있다.

(2) 자율규제기관

① 한국선물거래소

한국선물거래소는 선물거래법에 의거 1999년 2월 설립되었으며 회원제 조직으로 운영되고 있다. 거래소의 회원은 정회원, 준회원과 특별회원으로 구분하는데, 정회원은 거래소가 청산소의 기능을 수행함에 따라 거래소에 대하여 결제 책임을 지는 회원이며, 준회원과 특별회원은 결제책임이 없는 회원이다. 회원으로 가입하려면 금융감독위원회의 허가를 얻어야 한다. 주요 요건은 자본금이 30억원 이상인 법인일 것, 위탁자의 보호가 가능하고 그 영위하고자 하는 선물

업을 수행하기에 충분한 인력과 전산설비 등 물적시설을 갖추고 있을 것, 사업 계획이 타당하고 건전할 것, 그리고 대통령령이 정하는 주요출자자가 충분한 출자능력, 건전한 재무상태 및 사회적 신용을 갖추고 있을 것 등이다. 그리고 선물거래소의 정관에 규정된 회원 자격과 재무요건도 충족하여야 한다. 정관상의 회원 자격요건은 선물거래법 규정과 유사하며, 재무요건은 자본금이 100억 원 이상일 것, 거래소가 정하는 바에 따라 영업용순자본이 총위험액의 1.5배 이상일 것 등이다.

회원은 매분기말의 영업용순자본보고서를 익월말까지 거래소에 제출하며, 기준일 현재의 대차대조표, 손익계산서 및 기타 보고서작성에 필요한 세부 설명 자료를 함께 제출하여야 한다. 결산기말의 경우 결산기말 현재의 보고서를 제출한 후, 3개월 이내에 감사보고서상 재무제표에 의하여 작성된 보고서를 제출하여야 한다. 회원이 재무요건을 충족하지 못하는 경우 거래소는 이사회 의결 의로 당해 회원의 선물거래 전부 또는 일부를 일정기간(6개월)이내에서 정지한다. 거래정지기간의 경과후에도 재무요건을 충족하지 못하면 회원권 정지 또는 제명이 가능하다.

거래소는 투자자를 보호하고 공정한 시장을 유지하기 위하여, 불공정거래 또는 행위를 적발하고 회원의 재무상태 및 규정준수여부를 파악한다. 상장된 모든 품목의 가격변동, 거래내역 및 시장동향을 분석한다. 정밀 종합분석이 필요하다고 인정되는 경우 불공정거래 혐의와 관련된 거래를 추적조사대상으로 선정하여 분석한다. 불공정 거래 혐의나 회원의 규정준수 위반이 있는 경우 회원 감리를 실시한다. 먼저 서면감리를 실시하여 제출 자료에 근거하여 불공정거래나 규정준수 여부를 확인한다. 서면감리에 의한 방법이 적절하지 않은 경우 회원사를 직접 방문하여 징구할 자료를 요구하는 현장감리를 한다. 회원감리 분석결과에 따른 불공정 혐의거래의 유형 및 규정위반여부 정도에 따라 조치사항을 결정을 하다.

② 한국선물협회

한국선물협회는 선물업의 건전한 발전을 위하여 선물업자 상호 간의 업무질서 유지를 위한 자율규제업무를 수행하기 위하여, 재정경제부장관의 허가를 받아 설립된 법인이다. 위탁자 및 투자자 보호를 위한 자율규정의 제정 및 시행

을 통하여 건전한 선물시장 질서를 유지하고 선물에 관한 전문 지식을 보급하는 역할을 수행한다. 선물협회는 법적 규제기관인 금융감독위원회의 감독을 받는다. 선물협회의 자율규제는 선물협회 정관 제41조 및 제45조의 규정에 의거하여 구성되는 자율규제위원회를 통하여 수행한다. 2001년 12월에 제정된 자율규제위원회규정 제4조(소관사항)에서는 위원회의 관장업무를 위탁자보호 및 자율규제업무의 기획, 회원 및 회원사 임·직원의 선물관계법령 또는 자율규제위반사항 조사 및 제재, 이사회로부터 위임된 업무, 국내외 자율규제 제도의 조사·연구, 기타 상기 각호와 관련된 업무 등으로 규정하고 있다. 협회의 자율규제를 준수하지 않는 회원사에 대해 위원회는 선물거래법 제77조의 규정에 의거하여 회원의 임·직원에게 대한 징계권고, 벌과금의 부과 또는 회원권리의 정지 등과 같은 제재를 가할 수 있다. 회원사는 위원회의 결정을 특별한 사유가 없는 경우 따라야 한다.(자율규제위원회 규정 제8조제4항)

Ⅲ. 외국의 선물시장 규제제도 및 운영 현황

1. 독일의 규제·감독 체계

(1) 독일의 선물시장

세계 선물업계의 후발주자인 독일은 신생 선물시장의 생존을 위하여 거래 시스템의 전산화를 통한 거래효율성의 극대화를 추진하였다. 1998년 독일선물거래소(Deutsche Termin Boerse ; DTB)와 스위스옵션선물거래소(Swiss Options and Futures Exchange)가 통합하여 발족한 유렉스(Eurex)는 선물과 현물을 모두 전산으로 거래할 수 있게 하였다. 이러한 선물시장의 전산화는 결국 영국에서 거래되던 독일의 국채선물을 다시 독일로 환수하게 하는 대성공을 가져왔으며, 현물 증권시장의 전산화까지 가속시키고 각국의 거래 시스템을 전산 거래 시스템으로 전환하게 하는 계기가 되었다.

전산거래를 통한 효율성을 바탕으로 현재 유렉스는 유럽의 상품뿐만 아니라 전 세계의 상품까지 개발하여 거래소에 상장시키고 있다. 현재 네델란드, 핀란드,

프랑스, 이태리, 스위스, 미국 등지의 주식 및 주가지수 관련 선물과 옵션을 거래하고 있으며, 2004년 2월 1일을 목표로 미국 내에 선물거래소를 설립하여 미국 국채선물을 거래할 계획이다. 전산거래 매매시스템과 결제 및 청산시스템 등을 해외에 판매하고 그에 따른 각종 용역 사업도 추진하고 있다. 이러한 노력의 결과로 현재 유렉스는 거래량으로는 세계 제 2위이지만, 전 세계에 산재해 있는 17개 거래소의 거래시스템을 관장하고 전 세계 18개 국가에서 420여개의 회사들이 거래에 참여하고 있는 세계적인 거래소로 군림하고 있다.

유렉스 이외에도 라이프치히(Leipzig)에 위치한 유럽에너지거래소(European Energy Exchange ; EEX)라는 또 다른 선물거래소가 있다. EEX는 라이프치히 전기거래소(Leipzig Power Exchange; LPX)와 프랑크푸르트에 소재하던 유럽에너지거래소(European Energy Exchnage)가 합병하여 2002년에 새로이 발족한 거래소로, 유렉스의 전산매매시스템을 사용하여 전기 및 기타 에너지 상품에 대한 현물과 선물을 거래하고 있다. 유렉스가 지분의 24%를 보유하고 있는 EEX는 자체적으로 111개의 회원사를 보유하고 있고 8개의 주요 청산회원을 통하여 현물과 선물을 활발하게 거래하고 있다.

독일의 경우에는 현물과 선물이 가지고 있는 특성에 따라 시장을 구분하지 않고 상품의 기본 성격에 따라 동일한 성격의 모든 상품을 하나로 묶어 거래하고 있다. 선물과 현물의 특성 차이를 무시하고 거래체결 및 결제시스템의 효율성을 최우선시한 것으로 그 배경에는 DTB의 모회사인 프랑크푸르트증권거래소(Frankfurter Wertpapierboerse ; FWB)의 강한 주장과 개인의 개성보다는 전체의 효율성을 더 중요시하는 독일의 국민성이 반영된 것으로 분석된다. 이러한 방법은 거래효율성 측면에서는 유리하지만 국가 전체적인 이익을 위해 다양한 상품을 개발하고 장려해야 한다는 점을 반영하기 어렵다는 단점이 있다.

(2) 독일의 공적 규제

독일에서는 정부차원의 공적규제와 거래소차원의 자율규제로 이원화되어 있다. 그러나 협회나 단체차원의 자율규제는 존재하지 않고 있다. 공적규제기관인 연방금융감독국(Bundesanstalt fur Finanzdienstleistungsaufsicht ; BaFin)은 은행감독기관이던 Bundesaufsichtsamt fur das Kreditwesen과 보험감독기관이던 Bundesaufsichtsamt fur das Versicherungswesen, 그리고 증권감독기관이던

Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel을 통합하여 2002년 5월 1일 출범한 독일 내 유일의 통합 금융감독국이다. 통합설립의 배경은 유럽 각국들이 금융겸업화(Universal Banking)를 선호하는 시대적인 조류와 함께 하나의 공동체인 EU로 발전되어 가는 과정에서 독일의 목소리를 높이기 위해서 주 정부 단위보다는 연방정부 차원의 단일화된 모습이 유리하기 때문이다.

BaFin은 연방 재무부 소속으로 본(Bonn)과 프랑크푸르트(Frankfurt/Main)에 사무실을 두고 있으며, 약 1,000명의 직원들이 2,700여개의 은행과 700여개의 보험 회사, 그리고 800여개의 금융서비스회사들을 감시·감독하는 업무를 맡고 있다. 이러한 새로운 기구를 통하여 은행업무, 보험업무, 그리고 증권투자업무를 모두 통합 감독하는 형태이지만, 실제로는 3개 분야의 규제는 통합 이전과 대부분 동일한 상태이다. 다만 업무영역별로 중복되는 사항에 한해서만 교차업무과(Cross-Sectoral Departments)들을 통하여 조정한다. 거대 조직의 기본 목적은 종전과 다름이 없이, 독일 금융업을 원만하게 운영하고, 은행과 보험 및 투자업에 대한 안전성을 확보하며, 모든 고객과 투자자들의 권익을 보호하는 것이다.

증권과 금융상품에 관한 감독은 BaFin의 제3과인 증권 감독 및 자산관리부(Securities Supervision and Asset Management)에서 담당하고 있는데, 시장에 대한 직접적인 관리와 규제보다는 일차적인 감독 업무를 거래소에 대폭 위임하고 있다. 일단 거래소에서 적발한 위법 사항은 거래소 자체 내에서 해결하도록 한다. 연방법 위반의 경우에는 그 내용을 BaFin에 통보하고, BaFin은 거래소로부터 이양 받은 자료와 추가 자료를 검토하여 법적 제재절차를 밟게 되어 있다. 그러나 BaFin에서는 금융업에 대한 규제만을 담당하며 일반 상품상품에 대한 규제는 수행하지 않는다.

(3) 독일의 자율 규제

독일의 선물거래소인 유렉스(Eurex)는 유렉스-독일(Eurex Deutschland), 유렉스-주리히(Eurex Zurich), 2004년 개설 예정인 유렉스-미국(Eurex US), 그리고 전산과 청산업무를 담당하는 별도 자회사들로 구성되어 있다. 지역적으로는 독일과 스위스를 포함하고 있으며 미국으로 시장을 확대해 갈 경우 범 세계적인 거래소라고 할 수 있다. 거래소 차원의 규제는 거래소 내부 기구인 법준수과(Compliance Department)의 소관이다. 유렉스의 법준수 및 감리기능은 독일

내 회원사들의 규제에 압축될 수 있는 데, 거래는 전산시스템을 통하여 이루어지기 때문에 기록 유지나 분석에서 매우 효율적이다.

독일에는 독자적인 선물협회가 존재하지 않고, 스위스 추리히(Zurich)에 본사를 두고 있는 스위스선물옵션협회(Swiss Futures and Options Association)를 통하여 선물업계의 이익을 대변하고 있다. 그 이유는 독일과 스위스가 유렉스의 전신인 독일선물거래소(DTB)설립에 공동으로 참여하여 독일 선물시장의 정착에 큰 공헌을 하였기 때문이다. 현재도 스위스거래소(Swiss Exchange)와 독일거래소(Deutsche Boerse)는 유렉스를 50:50의 경영권을 유지하면서 공동 운영을 하고 있다. 다만 이익 발생분에 대해서는 2014년까지 독일 거래소가 85%, 스위스 거래소가 15%를 분배하는 조건을 유지하고 있다.

스위스선물옵션협회는 비영리 단체로 1980년에 발족하였다. 회원은 4가지 형태로 구분된다. A형 회원은 고객을 직접 상대하는 중개 및 알선 회사들, B형 회원은 자기의 이익을 위해서만 선물을 거래하는 회사들, C형 회원은 가격 정보나 시장 정보 등을 제공하는 서비스회사들, 그리고 준회원인 거래소, 청산소, 선물협회 등으로 구성된다. 회원들은 유럽이나 스위스 또는 독일 등으로 지역적인 한계에 구애받지 않고 선물업에 관심이 있는 거의 모든 기관에게 개방되어 있다. 스위스 선물옵션협회의 설립목적은 선물업 종사자들간에 정보 교환, 신상품 및 거래 기법에 대한 홍보, 선물에 대한 교육 세미나 제공, 선물법규 제정시 적극적 의견 개진, 국제적 선물업계의 결속 권장, 선물업계에 관한 제반 자료 제공 등이다. 이와 같은 목적에서 보듯이 스위스선물옵션협회는 자율 규제 권한이 전혀 없는 순수한 선물업계의 친목 단체 또는 정보 교환처의 역할을 하고 있다.

영리 목적의 주식회사 형태인 유렉스 선물거래소는 결제 라인이 단순하고 신속할 뿐만 아니라 수익성에 강한 모습을 보여주고 있다. 1990년대 중반부터 시작한 이와 같은 유렉스의 장점은 영국과 미국을 비롯한 세계 각국의 거래소들로 하여금 회원제에서 벗어나 비회원제이며 영리 목적의 주식회사 체제로 바꾸는 탈상호화 현상을 가속화시켰다. 그러나 영리기관인 유렉스의 규제는 이해상충(Conflict of Interest)의 문제점을 발생시킨다는 점이 지적된다. 주식회사 유렉스의 회원들은 회비를 내고 거래소를 이용하는 단순한 고객이라고 할 수 있다. 결국 고객들이 거래를 많이 함으로서 거래소는 이익이 많아지기 때문에 더

많은 이익을 얻기 위해서는 거래자들을 심하게 규제하여서는 안 된다는 모순이 발생할 수가 있다. 즉, 회원들에 대한 적극적인 규제로 인하여 거래량이 감소하는 상황이 발생하지 않게 하기 위하여 적절한 규제를 하지 않을 가능성이 있다는 것이다. 주식회사형태의 거래소는 결국 사회 전체적인 이익보다는 회사의 이익을 극대화하는 운영에서 벗어나기 어렵고 또한 가능한 한 단시일 내에 최대의 이익을 추구하는 근시안적인 성급함도 함께 내재되어 있다고 할 수 있다.

독일 선물시장의 경우, 금융선물은 급속하게 성장하고 있는 반면 상품선물은 거래량이 작아서 주된 관심대상에서 벗어나 있다. 상품선물과 관련하여 한 가지 특징적인 것은 전기와 에너지 선물을 거래하는 유럽에너지거래소(Europe Energy Exchange ; EEX)는 연방정부차원의 규제기관인 BaFin의 규제를 받지 않고, 드레즈너(Dresner)에 위치한 삭손 주정부의 경제노동부(Saxon Ministry for Economy and Labor)의 규제를 받고 있다는 점이다. 즉, 규제기관의 통합을 일률적으로 요구하지 않고 주 정부 단위에서도 거래소의 인·허가와 규제를 허락하고 있다. 이러한 제도가 시사하는 바는 거래소의 지나친 영리추구로 인하여 사회전체의 이익이 저해하는 경우도 발생할 수 있으며, 비록 수익성이 낮더라도 국가적 차원에서 필요한 상품들을 거래소에 상장시켜 발전시켜야 한다는 점이다. 특히 상품선물은 국가경제 전체적인 차원에서 반드시 필요하다는 것을 묵시적으로 보여주는 예라고 할 수 있다.

2. 영국의 규제·감독 체계

(1) 영국의 선물시장

독일과는 달리 현·선 분리를 중시하는 영국에서는 현물중심의 런던증권거래소(London Stock Exchange)와 선물중심의 유로넥스트.라이프(Euronext.Liffe)가 성공적으로 양립하며 공존하고 있다. 유로넥스트(Euronext)는 현물과 선물의 개별적 특성을 살리면서 현물과 선물을 함께 거래하는 종합거래소이다. 벨지움, 프랑스, 네델란드, 폴투갈, 그리고 영국 등 5개국의 선물 및 증권거래소를 합병한 유로넥스트는 선물과 현물을 모두 거래하는 프랑스의 유로넥스트.파리(Euronext.Paris)와 폴투갈의 유로넥스트.리스본(Euronext.Lisbon)이 있고, 현물(증권)만을 거래하는 벨지움의 유로넥스트.브러셀(Euronext.Brussels)과 네델란

드의 유로넥스트.암스텔담(Euronext.Amsterdam)이 있으며 그리고 선물만을 거래하는 영국의 유로넥스트.라이프가 있다.

이들 5개 거래소들은 런던국제금융선물거래소(London International Financial Futures Exchange ; LIFFE)의 전산거래 소프트웨어를 2002년 1월에 5억5천5백만 파운드(8억9천2백만 유로)에 구입하고, 거래소의 모든 운영을 LIFFE에 맡기는 조건으로 유로넥스트를 발족시켰다. 현재 524개의 거래 회원들이 매매체결시스템인 라이프.코넥트(Liffe.Connect)로 전환 중이다. 이와 같이 유로넥스트는 거래시스템을 공유하는 진정한 의미의 국제적 종합거래소라 할 수 있다. 그러나 유로넥스트 소속 거래소들은 비록 하나의 거래소이긴 하지만 국적이 다르기 때문에, 각기 해당국의 정부로부터 규제를 받고 있으며 또한 유럽 공동체의 움직임에 따라 EU의 규제를 포괄적으로 받게 된다.

영국과 독일의 선물시장이 다른 점은 금융상품만을 취급하는 거래소가 아니라 주식옵션과 농산물 상품 등과 같은 다양한 상품을 취급하는 종합 선물거래소라는 점이다. 1982년에 발족한 LIFFE는 이자율선물과 외환선물로 거래를 시작하였다. 그 이후 1992년에 영국옵션시장(London Traded Options Market)과 통합하면서 주식옵션을 추가하였고, 1996년에는 런던상품거래소(London Commodity Exchange)를 통합하면서 코코아, 커피, 설탕, 소맥, 보리, 감자 및 해운운임지수(Biffex)등의 비금융상품을 추가하게 되었다. 또한 비철금속만을 전문으로 거래하는 런던금속거래소(London Metal Exchange)는 주요 원자재 시장의 가격 안정화에 기여하는 역할을 인정받고 있다. 반면 독일에서는 금융선물 발전에만 지나치게 치중한 탓으로, 일반 상품선물거래는 활성화되지 못하고 있다는 점이 취약점으로 지적된다.

(2) 영국의 공적규제

영국에서는 현물을 거래하는 런던증권거래소와 선물을 거래하는 유로넥스트.라이프로 구분되어 있으나, 이들 시장에 대한 규제는 1980년대 이후 금융업 규제를 통폐합한 빅뱅(Big Bang)정책으로 인하여 금융감독원(Financial Services Authority)이 양 부문을 모두 담당하고 있다. 특히 모든 거래소들은 2000년 6월 14일에 발효된 금융서비스및시장법(Financial Services and Markets Act)에 따라 정부로부터 인가를 받아야 설립이 가능하다.

거래소의 인가 조건은 (i) 투자자를 보호할 수 있는 제도가 준비되어 있어야 하며 (ii) 모든 거래 및 매매가 질서 있고 공평하게 이루어져야 하며 (iii) 결제 및 청산 업무가 만족스러워야 하며 (iv) 거래소 파산에 대비한 제도적 준비가 있어야 하고 (v) 거래소 내규를 철저히 집행하고 준수할 수 있어야 하며 (vi) 기타 국내 및 해외의 규제 기관과 정보 및 자료 교환을 원활히 할 수 있어야 한다고 정의하고 있다. 또한 유로넥스트.라이프는 다른 유로넥스트 소속 거래소들과 마찬가지로 EU의 투자서비스업법령(Investment Services Directive)도 준수해야 할 의무가 있다.

(3) 영국의 자율규제

거래소를 중심으로 한 자율규제를 중시하여, 영국 정부는 규제권한의 상당부분을 거래소에 이양해 주고 있다. 영국의 거래소 차원의 자율규제 내용을 이해하기 위해서는 유로넥스트의 내규에 명시된 유로넥스트.라이프에 관한 규정을 참고할 필요가 있다. 이 규정의 주된 내용은 회원사들에게 자발적으로 선물거래 법규를 준수할 책임을 명시한 것으로, 미국의 선물거래소와 미국선물협회의 내규 및 업무 내용과 매우 유사하다.

거래소 회원사들이 지켜야 할 개괄적인 의무 내용을 보면 다음과 같다. (i) 거래소가 알아야 할 사항에 대해서 거래소나 규제 기관에 즉각 보고할 의무가 있으며 (ii) 부정확한 자료로 사기 또는 투자자를 현혹하는 행위를 할 수 없고 (iii) 유로넥스트의 전산망은 공정한 사용자에게만 허용해야 하며 (iv) 회원사 자체적인 내부 감사 및 제재 장치가 있어야 하며 (v) 고객의 주문을 회사 자체의 매매시스템을 이용하여 임의로 매매 체결할 수 없으며 (vi) 고객의 주문 내용에 대한 정확성을 기하기 위해 주문 내용을 점검(Order Screening)할 수 있으며 (vii) 고객의 주문을 접수한 시점부터 매매 체결 및 최후 통보까지의 주문에 관련된 모든 과정(Audit Trail)을 점검할 수 있어야 하며 (viii) 고객과의 통화 내용을 녹음하여 그 기록을 보존해야 하며 (ix) 모든 거래 관련 자료는 5년간 보관하여야 한다. 만약 거래소 회원들이 법규를 위반했을 경우 거래소는 회원권을 박탈하거나 취소하거나 정지 처분할 수 있다.

거래소는 회원들에게 각종 자료의 제출을 요구할 수 있으며, 감사반을 회원사에 파견하여 각종 자료를 감사하거나 회원사의 임직원을 별도 장소로 소환

하여 질문할 수 있다. 거래소는 이러한 조사 절차를 통하여 발견된 제반 위법 사항들을 회원사에게 통보하고, 회원사는 통보 받은 지 2주 이내에 서면으로 반박문 또는 의견서를 거래소로 송부하여야 한다. 이를 근거로 거래소와 회원사는 각각 8명 이내의 대표자 회의를 통하여 위법 내용의 진위를 따지게 되고, 그 회의의 내용은 회의록으로 보관하게 된다. 만약 위법이 판명이 되면 6개월 이내의 기간 동안 회원권 정지 처분이나 회원권 취소, 또는 500 유로에서 25만 유로에 해당하는 벌금을 부과할 수 있으며, 이러한 처벌 내용을 인쇄물을 통하여 공표할 수 있다. 만약 위법 사항이 거래소가 소속되어 있는 각 나라의 거래법을 위반했다고 인정될 경우에는 그 내용을 즉시 담당 국가 규제기관에 통보하여야 한다.

영국에서는 거래소 이외에 선물업계를 자율적으로 규제하는 협회나 기관이 별도로 존재하지 않는다. 다만 선물업계의 친목 및 이익을 대변하기 위해 조직된 선물옵션협회(The Futures and Options Association)가 있는 데, 선물과 옵션에 관련되어 있거나 관심이 있는 개인이나 기관들이 회원이 된다. 그러나 업계에 대한 자율 규제 권한은 없다. 이 협회의 주된 목적은 (i) 영국 또는 유럽의 선물 규제기관이나 해당 정부 부서와 긴밀한 유대 관계를 맺어 회원들의 이익을 대변해 주며 (ii) 일반인들에게 선물 및 옵션에 대한 교육 및 홍보 업무를 실시하여 이들로 하여금 선물과 옵션에 대한 지식을 폭 넓게 확보하도록 하며 (iii) 출간물을 통하여 업계의 제도나 업무형태를 표준화하는 것이다. 이와 같이 선물옵션협회는 순수한 민간단체로 선물업계 종사자들의 공동 이익을 위한 광범위한 상호 협조단체라고 할 수 있다.

3. 홍콩의 규제·감독 체계

(1) 홍콩의 선물시장

홍콩의 통합거래소인 홍콩 거래소 및 청산소(Hong Kong Exchanges and Clearing Limited ; HKEx)는 홍콩증권거래소(Stock Exchange of Hong Kong; SEHK)와 홍콩선물거래소(Hong Kong Futures Exchange)를 합병하여 2000년 3월 6일부터 유한책임회사로 발족하였으며, 2000년 6월 27일에 HKEx의 주식

이 상장되어 거래되기 시작하였다. 지주회사인 HKEx는 증권거래업무를 전담하는 증권거래소와 선물거래업무를 전담하는 선물거래소가 있으며, 증권과 선물의 청산업무를 전담하는 청산소로 구분되어 있다. 이들 각자의 고유 업무영역은 별도의 법으로 보장되어 있기 때문에 실제 업무의 수행측면에서는 별개의 거래소라고 보아도 무관하다. 이와 같이 홍콩의 거래소통합은 업무의 성격이나 내용면의 변화는 없으며 단순히 소유권 차원에서 지주회사의 형태로 통합한 것임을 쉽게 알 수 있다. HKEx는 거래 권리를 가진 회원과 주식을 통한 소유권을 가진 주주로 구분된다. 거래소의 수입은 거래 수수료, 주식상장 수수료, 청산 수수료, 위탁자산관리비, 정보제공비 등이며, 이들 수수료의 수준은 증권급기화사무감찰위원회(Securities and Futures Commission; SFC)에서 허가한다. 그 이유는 거래소가 독과점의 위치에 있어서 자칫 수수료가 시장 경쟁 원칙에 벗어나게 설정될 위험이 있기 때문이다.

홍콩의 경우 거래소 통합에 관한 평가는 부정적인 측면이 더 많이 부각되고 있는 것으로 보인다. 거래량이 많은 금융상품 위주의 거래소만 지나치게 강조함으로써 상품선물이나 옵션거래가 상대적으로 발전하지 못한다는 비판도 일고 있으며, 특히 영리 단체로 변신한 통합거래소가 지나치게 영리 목적으로 이윤을 창출할 경우 국가 전체의 이익에 부정적인 영향을 미칠 수도 있다는 점을 우려한다. 거래소가 회원사에 대한 규제와 감독을 수행함으로써 이해상충의 소지가 높기 때문에 거래소의 상장업무는 감독기관인 SFC로 이관되어야 한다는 의견이 대두되고 있다. 그러나 이 경우에는 거래소의 수입원이 상대적으로 줄어들어드는 상황이 전개된다.³⁾

3) HKEx의 수입은 통합 이전인 1999년과 2000년도에는 각각 18억1천5백만 홍콩달러와 23억 1천2백만 홍콩달러를 기록하여 약 27.4% 성장하였다. 통합 이후인 2001년에는 19억 9천9백만 홍콩달러로 전년 대비 13.6% 하락하였다. 2000년도부터 시작된 닷컴(Dot.Com) 산업의 침체는 전 세계적으로 증시 불황을 유발하였으며, HKEx의 수입도 상대적으로 크게 줄어들었다. 그러나 2003년도에는 세계적인 증시 회복과 함께 HKEx의 수입도 대폭 증가하고 있다. 이에 따라 HKEx의 주가는 2003년 4월 25일 7.90 홍콩달러에서 약 6개월 만인 2003년 10월 15일에는 16.50 홍콩달러로 상승하였다.

(2) 공적 규제 : 증권급기화사무감찰위원회(SFC)

정부차원의 거래소 규제는 미국식 미국선물협회의 성격을 가지고 있다. 1989년 증권·선물감독법(Securities and Futures Commission Ordinance)에 근거하여 발족한 SFC는 정부기구가 아니라 법으로 인정된 독립된 자율규제기관이며 거래소와 거래참여자들을 규제할 권리를 가지고 있다. 1993년 이후 SFC에서는 정부의 지원을 받지 않고 거래소로부터 징수한 수수료 수입으로 예산을 충당해 오고 있으며, 홍콩자치구(Hong Kong Special Administrative Region)의 승인을 받은 6명의 사내이사와 7명의 사외이사로 구성된 이사회를 통하여 증권 및 선물 거래를 감시·감독하고 있다.

SFC의 목적은 (i) 증권 및 선물업계의 공정성, 효율성, 경쟁성, 투명성, 그리고 질서를 유지하고 권장하며 (ii) 증권 및 선물업계의 기능과 역할에 대한 이해를 증진하며 (iii) 투자자들을 보호하며 (iv) 증권 및 선물거래에서 발생할 수 있는 불법 행위를 감소토록 하며 (v) 증권 및 선물업계로 인하여 발생할 수 있는 금융시장 전반에 걸친 제도적 위험 요인을 축소하며 (vi) 재정적 안정을 위해 홍콩자치구의 재정부장관(Financial Secretary)을 적극 지원하는 것이다. SFC는 위원장을 보조하는 6개 위원회와 상무(Executive Director)를 책임자로 하는 5개 실무부서를 운영하고 있다.⁴⁾

SFC에서 수행하는 선물업 관련 업무를 보다 구체적으로 살펴보면, (i) 중개업자들의 등록 및 인허가 업무 (ii) 중개업소들의 최소 자본금 유지 현황 파악, (iii) 각종 법규 준수 상황 감독, (iv) 고객에게 배포되는 각종 홍보 선전물에 대한 감독, (v) 신상품 개발에 대해 거래소에게 협조 제공, (vi) 거래 관련 위법 사항 적발 및 범법자 처벌, (vii) 홍콩 자치구의 법무부 장관(Secretary for Justice)이나 재무부 장관(Financial Secretary)에게 범법자 고발, (viii) 투자자들의 적극적인 시장참여 권장, (ix) 투자자 보상기금(Investor Compensation Funds)운영과 투자자보상회사의 감독 등의 업무를 수행한다.

4) 6개 위원회는 Management Committee, Audit Committee, Remuneration Committee, Budget Committee, Regulatory Committee, Advisory Committee이다. 그리고 5개 실무부서는 중개·투자상품부(Intermediaries and Investment Products Division), 법인재무부(Corporate Finance Division), 시장감독부(Market Supervision Division), 법집행부(Enforcement Division), 사무부(Corporate Affairs Division)이다.

(3) 거래소의 자율 규제

거래소 차원의 규제는 HKEx가 각 업무 영역별로 회원사들을 규제할 수 있다는 점에서 자율규제라고 할 수 있다. HKEx는 증권거래소와 선물거래소 그리고 청산소로 구분되어, 독립적으로 각자 법으로 정해진 업무를 수행한다. 증권거래소는 증권거래소통합법(Stock Exchange Unification Ordinance)에 의거하여 상장회사 및 거래소 회원사들의 모든 거래활동에 대한 규제기능을 가지고 있으며, 선물거래소는 상품거래법(Commodity Trading Ordinance)에 의거하여 선물거래자들의 거래활동에 대한 규제기능을 가지고 있다. 청산업무는 청산소법(Clearing Houses Ordinance)에 근거하여 청산소만의 고유 업무영역으로 인정하고 있다. 청산소 산하에는 기존의 3개 청산소를 그대로 인정하여, 홍콩증권청산소(Hong Kong Securities Clearing Corp)는 증권관련 청산업무를, 증권옵션청산소(Stock Exchange Option Clearing House)는 주식옵션관련 청산업무를, 홍콩청산소(Hong Kong Clearing Corp)는 선물관련 청산업무를 계속하여 수행하고 있다.

4. 일본의 규제 · 감독 체계

(1) 일본의 선물시장

일본은 아시아권의 다른 나라와는 달리 선물거래의 역사가 오래된 나라이다. 농산물 선물은 약 270여년 전인 1730년 도지마 쌀 시장에서부터 시작하였다고 주장할 정도로, 상품선물시장은 오랜 역사를 가지고 활발한 거래를 유지하고 있다. 이러한 역사를 배경으로 일본의 상품선물거래소들은 대형화나 극단적인 상업화보다는 주어진 영역 속에서 각자의 특성을 살리면서 고객이 필요로 하는 그 고유 업무를 영위한다는 전통주의를 고수해 오고 있다. 물론 상황 변화에 따라 선물거래소의 합병이 없었던 것은 아니다. 예를 들어 1993년 10월 1일에는 도쿄설탕거래소(Tokyo Sugar Exchange)가 도쿄곡물거래소(Tokyo Grain Exchange)와 합병하였고, 1995년 4월 1일에는 호카이도 곡물거래소(Hokkaido Grain Exchange)가 도쿄곡물거래소와 합병하였다. 그러나 합병에도 불구하고 고객이 필요로 하는 상품은 지속적으로 거래될 수 있도록 노력하고 있다.

〈표 1〉 일본의 상품선물거래소(취인소) 상장 상품 : 2003년

거래소	상장 선물 또는 옵션
도쿄곡물상품취인소 (Tokyo Grain Exchange)	대두, 아주기 팥, 옥수수, 원당, 커피, 대두박 등
중부상품취인소 (Central Japan Commodity Exchange)	휘발유, 케로신, 달걀, 아주기팥, 대두 등
후쿠오카상품취인소 (Fukuoka Futures Exchange)	닭, 옥수수, 대두박, 대두, 팥 등
간사이상품취인소 (Kansai Futures Exchange)	냉동새우, 커피지수, 옥수수지수, 수입대두, 팥, 원당, 생사 등
오사카상품취인소 (Osaka Mercantile Exchange)	고무, 면사, 울(Wool)사, 알루미늄, 니켈 등
도쿄공업품취인소 (Tokyo Commodity Exchange)	금, 은, 플라티늄, 팔라듐, 알루미늄, 휘발유, 케로신, 원유, 고무 등
요코하마상품취인소 (Yokohama Commodity Exchange)	생사, 누에고치, 감자 등

상품선물거래소들이 거래하고 있는 품목들을 보면, <표 1>에서와 같이 다양한 종류의 상품이 거래되고 있으며 거래소들이 서로 경쟁을 하고 있다는 것을 알 수 있다. 특기할 사항은 (i) 상장 상품이 일본 경제에 중요한 역할을 하는 원자재 상품들이며 (ii) 팥, 휘발유, 대두와 같이 여러 거래소에 중복 상장된 경우도 흔하며 (iii) 상장 품목은 거래소가 고객의 필요에 따라 자유롭게 선정하여 상장 거래할 수 있는 분위기가 조성되어 있으며 (iv) 거래소가 하나로 단일화되어 있지 않고 여러 장소로 다원화되어 있어 거래소간 선의의 경쟁이 유인되고 있으며 (v) 규모가 크지 않은 거래소도 나름대로의 고객층이 확보되어 있고 경제성이 있으면 자유롭게 존재할 수 있다는 점이다.

(2) 공적 규제

다양한 종류의 상품이 거래되고 여러 거래소가 운영되고 있는 것은 상품선물에 대한 정부의 규제부서가 다르다는 점이 작용하기 때문으로 보인다. 농수산물에 대한 규제는 농림수산성(Ministry of Agriculture, Forestry, and Fishery), 광산물과 기타 공업용 원자재에 대한 규제는 경제산업성(Ministry of Economy,

Trade and Industry)에서 주관하고 있다. 각 부서는 담당하는 상품의 선물거래 활성화를 위하여 적극적인 정책 지원을 하고 있다. 상품선물에 대한 이원화된 일본의 상품선물 규제체제는 해당 업계뿐만 아니라 정부 부서간에도 선의의 경쟁을 유발하여 국가 경제 전체의 이익을 증대시킬 수 있음을 보여주고 있다.

반면 금융선물은 거래역사가 상품선물의 거래역사에 비해 월등하게 짧기 때문에 전통보다는 실리에 중점을 둔 규제 체계를 유지하고 있다. 도쿄 국제금융 선물취인소(Tokyo International Financial Futures Exchange)와 오사카증권취인소(Osaka Securities Exchange), 도쿄증권취인소(Tokyo Stock Exchange)가 금융선물의 대표적 거래소이며, 이들 금융선물 거래에 관한 규제체제는 우리나라와 비슷하게 금융청(Financial Services Agency)이 규제·감독기능을, 그리고 재무성(Ministry of Finance)은 관련법령의 제정을 담당하고 있다.

일본의 정부기관들은 미국에 비해 상대적으로 거래소 업무에 깊이 관여하고 있다. 그 일례로 증거금 수준은 일반적으로 시장과 매일 접해 있는 거래소가 결정하는 것이 더욱 효율적임에도 불구하고, 선물이 상장되어 있는 상품별로 각 정부의 담당부처에서 결정하고 있다. 이러한 정부의 간섭 때문에 일본의 시장 및 경제가 효율적으로 운영되지 않는다는 지적은 그 동안 국제사회에서 누차 지적이 되어 왔으며, 이에 따라 일본 정부는 여러 차례의 금융 구조 조정을 시도하여 경제의 효율성을 제고하려는 노력을 하고 있다.

(3) 자율 규제

일반적으로 일본의 상품선물거래소들의 역할은 다른 나라의 선물거래소와 거의 동일하다고 할 수 있다. 일차적으로 (i) 거래의 효율성, 투명성, 그리고 공정성 제고, (ii) 상장 선물의 선정, (iii) 홍보 및 교육, (iv) 회원사 감시 감독 및 규제, (v) 회원사와 고객간의 분쟁 조정, (vi) 신속하고 효율적인 청산 결제 기능 보유, (vii) 전산 시스템의 효율적 관리 및 유지 등으로 요약할 수 있다. 상품거래소들의 공동 이익을 대변하는 기관은 상품선물 거래소들의 연합체인 전국상품취인소연합회(Japan Federation of Commodity Exchanges)이다. 현재 7개의 상품선물 거래소가 회원이며 10명으로 구성된 이사회에서 선물에 관한 조사 연구, 교육 홍보, 원활한 상품의 유통 및 공정거래를 위한 업무를 수행한다. 이

단체의 감독을 농림수산성과 경제산업성의 2개 정부부처가 공동으로 담당하고 있다.

미국선물협회를 모방하여, 1999년 4월 상품취인소법 개정과 함께 발족한 일본상품선물취인협회(Commodity Futures Association of Japan; CFAJ 또는 Nisshokyo)는 농림수산성과 경제산업성으로부터 상품선물업계에 대한 자율규제 기능을 위임받아 일본의 유일한 상품선물 자율규제기관으로 활동하고 있다. CFAJ는 2003년 5월 30일 현재 99개 회사를 회원으로 두고 있으며, 일반적인 업무는 (i) 선물업 종사자들에 대한 등록 및 자격 시험 실시, (ii) 회원들간이나 회원과 고객간에 발생하는 제반 분쟁의 해결, (iii) 상품취인소법령에 따른 회원사들의 법준수 내용을 감시 감독하는 업무 등으로 구분된다. 비록 회원사의 회계 및 법준수 감리 기능이 미약하다는 지적도 받고 있으나, 일본 정부행정의 경직성을 감안한다면 CFAJ를 자율규제기관으로 인정한 것은 선물업계 발전의 중요한 계기로 인식되고 있다.

일본상품선물진흥협회(Japan Commodity Futures Industry Association)는 상품선물업계의 이익을 대변하기 위하여 상품취인소법이 개정되던 1999년 4월에 민간단체로 발족하였으며, 미국선물업협회(Futures Industry Association)와 유사한 성격을 가지고 있다. 주된 활동은 규제부처(농림수산성, 경제산업성)와 상품선물거래소 등과의 유대관계 유지, 선물거래 관련 각종 과세의 형평성 문제 해결, 2004년 시행 예정인 위탁수수료 완전 자유화 대비 등이며, 선물업 종사자들의 전체적인 이익을 대변하여 제도적 변화나 법안의 상정을 정부기관과 자율규제기관에 건의한다. 협회의 회원은 2003년 7월 30일 현재 북해도 지역에 3개 회원사, 관동 지역에 54개 회원사, 동해 지역에 11개 회원사, 근기 지역에 22개 회원사, 그리고 서일본 지역에 8개 회원사를 두어 총 98개에 이르며, 선물기금업에 참여하고자 하는 증권회사들도 다수 회원사로 포함되어 있다.

선물기금(Commodity Fund)을 운영하는 회사들의 모임인 일본상품투자판매업협회(Japan Commodities Fund Association)는 상품기금법(Commodity Fund Law)이 제정된 1991년에 발족하였는데, 당시에는 주로 경주용 말과 영화나 기타 오락업계에 관련된 투자판매업을 대변하였다. 그러나 1996년부터 상품투자에 관한 법령이 완화되면서 선물을 포함한 상품투자 전반에 관한 투자판매협회

로 변신하였고, 1997년에는 사단법인으로 설립허가를 받아서 상품기금업계에 대한 자율규제기관으로 자리를 잡았다. 협회의 역할은 광고 홍보물 관련 규정 제정과 이에 따른 회원사 자율규제, 선물기금업 활성화를 위한 연구, 대내외 교육 및 홍보 활동, 유관기관과의 유대 관계 유지 및 정보 교환, 고객 불평의 접수와 해결 등이다. 회원사는 2002년 6월 14일 현재 78개 회사이며, 2001년 1월 이후 일본 정부의 구조 개편에 따라 총리실, 농림수산성, 그리고 경제산업성의 규제를 받도록 되어 있다.

이들 단체 이외에도 선물 기금업과 관련하여 선물거래상담사(Commodity Trading Advisor)들의 모임인 일본상품투자자고문업협회(일본CTA협회)는 1992년 4월에 시행된 상품투자법(Commodity Investment Law)에 근거하고 있는 상품기금업의 활성화를 위하여, 1994년 10월에 발족한 민간인들의 자생단체이다. 2001년 12월 1일 현재 8개 회사가 회원으로 가입되어 있고, 미국식 CTA를 지향하고 있으나 현재까지 영향력이 있는 큰 조직으로 발전하지는 못하고 있다.

상품선물에 비해 금융선물은 그 역사가 짧고 거래 및 투자기금관리 현황이 매우 단순하다. 일본정부는 관치금융 틀을 깨고 금융업에 대한 규제를 일신한다는 차원에서, 2000년 7월 금융청(Financial Services Agency)을 발족시켜 금융 선물업계를 규제하도록 하였다. 현재 동경국제금융선물취인소(TIFFE)와 오사카증권취인소(Osaka Securities Exchange), 동경증권취인소(Tokyo Stock Exchange)가 금융청의 규제를 받고 있다. 증권거래에 있어서 일본증권업협회가 회원 등록 및 감독 업무 등의 자율규제 기능을 제한적으로 수행하고 있지만, 미국증권업협회(NASD)의 자율규제 수준에는 현저하게 미치지 못하고 있는 현실이다.

이와 같이 일본 선물업계에 대한 궁극적인 감시·감독기능은 정부부처인 농림수산성, 경제산업성, 재무성, 또는 금융청 등에서 관장하고 있으며, 일반 협회에 이양해 준 자율 규제권한은 광고나 홍보차원에 그치는 소극적인 수준에 그치고 있다. 그러나 다양한 상품선물거래소간의 선의 경쟁이 지속적으로 이루어지고 있으며, 최근에는 전통에 얽매인 상품선물업계를 선진화시키기 위하여 자율규제 권한을 소극적이거나 점진적으로 이양해 가고 있다. 미국에 비해 자율규제수준은 크게 뒤떨어지고 있지만, 자율규제의 필요성과 효율성을 인정하고 관치금융과 정부중심의 규제체계에서 조금씩 벗어나고 있다.

5. 미국의 규제·감독 체계

(1) 선물업 규제의 역사

미국의 선물업계는 오랜 역사를 가지고 지속적으로 발전하여 왔으며, 일반 상품과 금융상품이 다양하게 거래되고 있고 경제규모에 걸맞게 선물거래 참여자의 층도 두텁게 형성되어 있다. 이에 따라 규제기관의 역할도 매우 중요한 위치를 차지하고 있으며, 규제업무의 내용도 잘 개발되어 선물업계의 안정적인 발전에 공헌을 하고 있다. 미국 선물업의 규제 역사는 1848년에 설립된 시카고 선물거래소(Chicago Board of Trade ; CBOT)에서부터 시작된다. 계약의 불이행이나 파기는 거래 당사자들뿐만 아니라 거래소에도 막대한 악영향을 초래하기 때문에, 거래소 스스로의 신용도를 유지하기 위하여 선물거래소를 중심으로 자율규제가 자생하게 되었다. 당시의 규제는 거래소 회원사들을 중심으로 이루어졌고 거래소 외에서 발생하는 거래에 대해서는 특별한 규제가 없었다.

거래량이나 참가자들의 수가 제한적이고 거래소의 규모가 상대적으로 작았던 시기에는 거래소의 자율규제만으로도 공정거래질서를 유지하는 데 큰 문제가 없었다. 그러나 거래규모가 커지기 시작하던 1880년대를 기점으로, 불공정 거래와 범죄성 악이용 사례가 빈번하게 발생함에 따라 정부 차원의 규제의 필요성이 대두되었다. 그러나 당시에는 거래소의 자율규제가 충실하다는 의견이 우세하여 정부 차원의 규제는 큰 지지를 얻지 못했다. 1920년대 초 미국 내 소맥 가격의 폭락으로 선물시장의 투기성이 표면화되면서 정부 규제가 다시 논의되었다. 그 결과 1922년에 선물거래법(Futures Trading Act)이 미국 의회를 통과하였으며, 선물거래소는 연방정부의 허가를 받는 조치가 취해졌다.

그 이후 선물거래의 유동성과 투기성에 기인한 문제들을 제도화하기 위해서 1936년에 상품거래소법(Commodity Exchange Act)이 제정되었고, 미국내 선물법은 농무성(Department of Agriculture)에서 관리하도록 하였다. 그 이후 비철금속을 중심으로 한 원자재 가격이 급등하였던 1960년대에는 해외에서 금과 은 같은 귀금속류에 대한 선물계약이 활발하게 거래되었고 그 여파가 미국에까지 미치게 되었다. 그 결과 미국에서는 1968년 상품거래법이 개정되어 비철금속과 금융상품에 대한 선물거래도 농무성의 규제를 받게 되었다. 그 이후 비철금속

이나 금융상품에 대한 농무성 규제는 비현실적이란 지적에 따라, 1974년 상품 선물감독원법(Commodity Futures Trading Commission Act)이 제정되면서 대통령 직속 기구인 상품선물감독원(CFTC)이 설립되었다. 1982년에는 미국선물협회(National Futures Association ; NFA)가 업무를 개시하면서 민간차원의 자율규제가 본격적으로 자리를 잡기 시작하였다.

(2) 공적 규제 : 상품선물위원회(CFTC)

① CFTC의 규제 기능 및 원칙

CFTC의 공적규제는 크게 시장기능유지, 투자자 보호, 그리고 건전성 유지 등의 세 가지 기능으로 구분된다. 첫째, 시장의 경제적 기능을 유지하고 보호하기 위해서 가격조작을 방지하고, 지나친 투기를 억제하며, 시장에 대한 정보 자료를 적시에 배포하며, 선물계약 상장시 적절한 인준 절차를 거쳐야 한다. 둘째, 투자자를 보호하기 위해서 불법거래나 악 이용 사례를 적발하여 처벌하며, 고객의 위탁자산을 보호할 장치를 마련하고, 중개업자들로 하여금 적절한 거래 기록을 유지하도록 제도화하고, 고객의 불만을 해소하고 배상을 받을 수 있는 장치를 마련하며, 자율 규제 기관인 거래소와 협회에 대한 감독업무를 수행한다. 셋째, 시장의 건전성을 유지하기 위해서 거래소와 협회 그리고 중개회사들의 자율규제 내용과 영업에 따른 각종 상행위의 적법성을 검토하고 그에 상응하는 감리기능을 갖추어야 한다.

CFTC가 선호하는 규제원칙은 연방정부 차원의 직접규제보다는 각 거래소나 협회(NFA)를 통한 업계 자체의 자율규제이다. 불필요한 연방정부의 비대화를 방지하고 업계 스스로 비용을 조달하여 필요한 만큼의 규제를 수행하도록 하고 있다. 이는 국민의 세금을 부적절하게 사용하는 것을 원하지 않는다는 미국 의회의 의지를 담고 있는데, 의회는 3년 내지 5년마다 의회 청문회(Congressional Hearing)를 통하여 CFTC의 존립 여부를 재확인하는 썬셋조항(Sunset Clause)을 두고 있다.

② 조직

CFTC 위원회의 구성은 (i) 감독위원(Commissioner)은 모두 5명이며 이 중 집권당의 당원이 3명 이상이 될 수 없도록 공화당원과 민주당원간의 균형을 맞추도록 하고 있으며, (ii) 이들의 임기는 5년이며 매년 감독위원 1명의 임기가

만료되게 함으로써 한꺼번에 많은 위원의 신규 임명을 방지하며, (iii) 이들 감독위원들은 상원의 조언과 동의(Advice and Consent)에 의해 대통령이 임명 및 재임명하도록 되어 있다. 운영조직은 본부를 워싱턴 D.C.에 두고 5개 지점, 3개 부서(division)와 4개 실(office)로 구성되어 있다. 3개 부서는 법집행부, 시장감시부, 그리고 청산·중개업 감독부이며, 4개 실은 수석경제연구위원실, 법무관실, 운영총괄실, 위원장실이다.

③ 단위 조직별 기능 및 업무내용

법집행부(Division of Enforcement)의 임무는 선물업 종사자로 등록되어 있는 모든 개인이나 기업의 선물거래법 위반행위를 적발하고 상응하는 법적 제재 조치를 취하는 것이다. 거래소에서 선물과 옵션을 거래하는 거래자들뿐만 아니라 이를 판매하는 각종 영업 개체에게도 적용될 수 있다. 업무수행을 위해서 법집행부에서는 자체 조사를 기준하거나 협회나 주정부 및 연방정부 또는 국제 기구와 같은 규제기관, 그리고 개인이나 기업체가 제공하는 정보에 기준하여 위법 및 범법 행위에 대한 규제업무를 수행한다.

시장감시부 (Division of Market Oversight)의 주요 업무는 선물시장의 기본 목적인 가격예시기능과 헤징기능이 수행될 수 있도록 모든 불법거래를 감시하고 근절하는 것이다. 3개 과(section)로 구성되어 있는데, 시장감시과(Market Surveillance Section)는 가격조작행위나 불법거래에 대한 감시기능을 수행하며, 시장법준수과(Market Compliance Section)는 투자자 보호를 위한 거래소의 자율규제 업무를 점검하며, 시장·상품조사과(Market and Product Review Section)는 신규 상장상품의 내용 또는 현재 거래 중인 상품의 내용 변경에 대한 경제적 타당성 및 가격조작 가능성 분석,⁵⁾ 거래소의 탈상호화 업무와 거래

5) 근래에 많이 상장되고 있는 주가지수나 상품지수 등과 같은 지수상품 특히 외국의 주가지수나 상품지수 관련 상품에 대해서는 고난도의 검증이 필요하다. 2002년에 검토된 대표적인 신규 상장상품은 CBOT의 X-Funds Futures로, 선물투자펀드의 수익률을 기준으로 한 선물계약으로, 펀드에 편입된 선물의 가격변동에 따라 수익률이 결정된다. 그리고 외국계 선물거래소의 미국 진출로 인하여, 유렉스의 Dow Jones STOXX 600 Banking Sector Index 선물, 남아프리카의 FTSE/JSE Top 40 Companies Index 선물, 호주의 S&P/ASX 200 선물 등과 같은 신규 상품들이 상장 대상 또는 미국 내 거래 대상 품목으로 검토되었다.

소간의 업무협조, 선물거래소의 신규 설립허가 업무를 담당하고 있다.⁶⁾

청산·중개 감독부 (Division of Clearing and Intermediary Oversight)에서는 거래소, NFA, 그리고 청산소에서 실시하는 자율규제업무의 효율적 집행여부를 감독한다. 주요 업무는 첫째 자율규제기관이 거래자들의 등록업무, 적합성 검증업무, 재정적 건실성, 판촉방법의 적법성, 고객예탁금의 투명한 관리, 거래체결 및 청산에 따른 정확성 등을 확인 감독하고, 둘째 해외 선물거래에서 발생할 수 있는 문제점의 파악과 대처능력을 배양하고, 해외 규제기관과의 연대형성과 국내 회원사들의 파산에 따른 긴급 대처능력 등에 관한 검증 등이다.⁷⁾

수석경제연구위원실(Office of the Chief Economist)은 시장감리와 시장조사 등에 대한 경제적 분석을 수행한다. 법무관실(Office of the General Counsel)은 선물거래법에 저촉되는 사항과 관련하여 법정에서 원고로 CFTC를 대표하는 부서로서, 일반적 수행업무는 법집행부에서 적발한 불법 및 위법 사실을 법정에 고발하는 것이다. 운영총괄실(Office of the Executive Director)은 인사행정과 예산집행 등의 일반적인 운영 및 관리업무를 총괄하고 있으며, 고객의 불만

6) 거래소 설립 증가추세는 거래 매매 및 체결과 청산제도가 완전 전산화되는 과정에서 거래 비용의 절감 및 효율화에 의해 급속히 진행되고 있다. 2000년 이후 미국 내에 7개의 선물거래소가 신규로 설립인가를 받았다. 이들은 BrokerTec Futures Exchange(6/18/01), Island Futures Exchange(2/19/02), Merchants' Exchange(12/21/00), NQLX LLC Futures(8/22/01), OneChicago(6/11/02), OnExchange Board of Trade(12/22/00), FutureCom(12/21/00)이다. 외국계로는 2002년에 캐나다 Montreal Bourse의 미국 전산망 구축인가와 스페인의 MEFF와 런던의 International Petroleum Exchange가 미국시장 참가 인가를 받았으며, 유렉스는 Board of Trade Clearing Corporation의 지분을 일부 매입하여 미국 내에 새로운 선물거래소를 설립할 예정이다. 또한 CFTC의 감독 대상이 아닌 규제제외상품시장(Exempt Commodity Market)의 운영자들인 Intercontinental Exchange, Inc.와 Tradespark, LP, Weather Board of Trade, LLC, WeatherXchange, Ltd. 등이 설립되었다.

7) 해외 청산소들이 미국내 청산업무를 수행하기 위해 CFTC의 허가를 신청하는 경우가 자주 발생하고 있다. 2001년 10월 London Clearing House가 등록하였으며, 주식 옵션거래의 청산만을 담당하던 Options Clearing Corporation가 2001년 12월에 파생상품청산소로 등록하였으며, 2002년 7월에는 Board Of Trade Clearing Corporation가 자회사인 Guaranty Clearing Corporation을 설립하여 파생상품 청산소로 등록하였다. 이러한 현상은 개별 주식선물거래의 청산과 함께 Swap과와 같은 장외상품의 청산업무를 개발하고 선점한다는 의도와 무형의 금융서비스를 수출한다는 국제 경쟁의 일면을 보여 주는 것이다.

과 고충을 처리하는 소송과(Office of Proceedings)를 운영한다.⁸⁾ 위원장실(Office of the Chairman)은 국제업무와 대외 정보 교환, 자료와 기록 보존, 자체감사 등을 담당한다.

(3) 자율규제 : 선물거래소

거래소는 회원사들이 상품선물거래법과 거래소 규칙을 준수하는 지를 점검하고 감리하며, 재정적인 파산에 대비하여 각종 안전장치 및 제도를 운영한다. 특히 거래의 재정적 보장과 이를 통한 거래소 신용도의 유지가 대외 이미지뿐만 아니라 영업성과에 가장 큰 영향을 미치는 요인이기 때문에, 거래소의 인력과 노력의 대부분이 재정적 건실성을 유지하는 데 투입되고 있다. CME에서는 재정안전시스템(Financial Safeguard System)을 거래소의 총체적 차원에서 운영하고 있다. 감사담당, 청산담당, 재무담당, 법률담당, 시장규제담당, 위험관리담당, 그리고 임원에서 선발된 최고 책임자들로 위험관리팀(Risk Management Team)을 구성하여 수시로 거래 참여자들의 재정상태를 점검하고 있다.

거래소에서 수행하는 업무는 적절한 증거금 수준의 결정, 증거금의 적기 징수 및 일일정산, 고객 구좌관리, 청산회사의 자본금 수준과 재정 상황 감리 그리고 제반 거래규칙 준수 등이다. 거래소는 일차적으로 거래자의 재정적 건실성 여부를 청산소에서 관찰하도록 하고 있다.⁹⁾ 청산소는 모든 거래의 보증인이 되기 때문에 거래소의 주된 감독 분야는 청산회원들의 재정적 상황이다. 청산소가 일상적으로 감리하는 사항은 손실누증 방지, 미래 발생 가능한 채무부담

8) 소송과는 저렴하고 신속하게 고충을 처리하는 현실적인 방안으로, 2002년도에 1만1천 건 이상의 문의전화를 받을 정도로 일반 투자자들의 인기를 얻고 있는 고객 보호 수단이다.

9) 일반적으로 청산소를 운영하는 방법은 CBOT처럼 거래소와는 별개의 독립회사로 운영하거나 CME처럼 거래소내의 일개 부서로 운영하는 두 가지 방법이 있다. 청산소를 독립회사로 운영하는 경우에는 거래소로부터의 증거금 수거에 따른 부정적인 압력이나 횡포로부터 자유로울 수 있으며 독립된 개별회사로서 스스로 유지해야 하는 재정적 건실성이 돋보일 수가 있다. 반면 긴급 상황이 발생하는 경우에 거래소와 긴밀한 정보 교환을 통한 공동보조를 취하는 것이 쉽지 않다는 단점이 지적되기도 한다. 그러나 청산소의 재정적 건실성은 소속이나 형태가 아니라 거래소 규칙의 준수여부와 점검 여부에 따라 결정되기 때문에 실제 운영에서는 큰 차이가 없다고 할 수 있다.

자산의 보유여부, 회사 재정과 운영과정상의 문제점 사전 파악 및 예방, 재정문제 발생에 대비한 적절한 조치의 마련 등이다.

선물거래 손실금이 징수되지 않아 일일정산이 제대로 수행되지 못한다면, 연쇄적인 계약 불이행 사태를 초래할 수 있으며 극단적으로는 청산제도 자체가 중단되는 불상사가 발생할 수도 있다. 이런 사태를 미연에 방지하기 위해 거래소에서는 (i) 일일 정산을 하루에도 한번 이상 실시할 수 있어야 하며, (ii) 청산회원의 거래 포지션이나 미청산 계약의 수가 전체 거래량에 대해 높은 비중을 차지하고 또 그에 상응하는 수준의 자산이 없다고 판단될 경우에는 특별 증거금을 징수할 수 있어야 하며, (iii) 순증거금제도(Net Margin System)보다 총증거금제도(Gross Margin System)를 우선적으로 실시하며, (iv) 국내외의 타 거래소와 증거금 정보와 일일정산의 손익정보를 교환하여 청산회원사들의 재정적 상황을 항상 파악할 수 있도록 상호협조체제를 구축하여야 한다.

미국의 상품선물거래법은 청산회사의 자체적인 재정적 문제로부터 고객들을 보호하기 위하여 고객 위탁금을 청산회원의 자금과 혼합하여 관리하는 것을 불법으로 정의하고 있다. 청산회사들은 고객의 위탁금을 청산소에 송금하면서 그 내용을 일일 보고하게 되어 있고, 그에 따라 청산소는 청산회원의 요구와 지시에 따라 고객의 위탁금을 청산회사의 자금과 별도로 분리하여 청산소 관할하에 보관할 책임이 있다. 이런 과정은 거래소와 청산소의 신용도에 관한 매우 중요한 업무이기 때문에 거래소 소속의 감리과(Audit Department)에서 중점적으로 점검하는 사항이다.

청산회사의 파산으로 인한 고객의 피해를 방지하고 선물업계의 신용도를 유지하기 위하여, 청산회사의 최소 자본금을 법적으로 정하고 있다. CFTC는 청산회원의 조정순자산이 고객위탁금의 4%를 초과하여야 한다고 명시하고 있으며, 6% 이하는 요주의 수준으로 정하여 관찰대상에 포함시키게 된다. 조정순자산은 유동자산에서 조정부채와 조정자본금(Capital Charge)을 공제한 금액을 말한다. 조정부채는 청산회사의 총부채에서 후순위 부채를 공제한 금액이며, 조정자본금은 법적기관에서 인정해 주지 않는 부분(Haircut)을 공제한 나머지 자본금을 말한다.¹⁰⁾ CME에서는 이외에도 청산회원들에게 CME의 거래회원권을 여러 개 구입하도록 규정하고 있으며, 청산회사의 소유주들에게도 그 소유 비

율에 따라 청산회사의 부채를 담감할 책임을 부여하는데, 지분비율이 50%가 이상이면 청산회사의 부채를 100% 담감할 개인적인 책임이 있다.

청산회사들뿐만 아니라 비청산회원 FCM에 대한 감독은 거래소의 감리국(Division of Audits, Investigation, and Surveillance)에서 수행한다. 주로 FCM이 제출한 각종 보고서 내용을 점검하고, 재정과 영업운영을 최소한 매년 1회 사전통보 없이 감사하며, 각종 재무자료나 영업자료를 법이 허락하는 범위 내에서 타 거래소나 청산소와 교환하며, 장중 가격변동에 따라 FCM들의 손실위험 부담액에 대한 자료수집과 분석으로 재정적 파산 상황이 벌어지지 않도록 미리 예방할 준비를 한다. 또한 다른 부서와 협조하여 FCM의 최대 손실가능금액을 산출하는 스트레스검증(Stress Test)을 개발하고 실시한다.

미국 선물업계는 일차적으로 준법정신에 투철하여 위법이나 탈법을 하지 않게 하려는 노력을 하고 있다. 문제의 발단을 조기에 포착하고 또한 해결책을 강구하기 위해서는 거래소와 중개회사들간의 긴밀한 대화 창구가 개설되어 있어야 하는 데, 이러한 맥락에서 거래소의 감리 직원들과 간부들은 각 중개회사들을 수시로 방문하거나 전화 연락을 통하여 시시각각 변동하는 시황에 따라 각 중개회사가 당면하고 있는 손실 위험 부담액을 파악하고자 한다.

(4) 자율규제 : 미국선물협회(NFA)

미국선물협회는 비영리 회원제법인으로 1976년에 발족하여, 1981년 9월 22일 CFTC로부터 자율규제기관으로 승인을 받은 후 1982년 10월 1일부터 자율규제기관으로 업무를 시작하였다. NFA의 설립 목적은 선물거래소 이외의 장소에서 행해지는 선물업 관련 각종 상행위를 체계적이고 효율적으로 규제하는 것과 중복되는 각종 정부규제나 자율규제를 일원화하여 규제비용을 줄이는데 있다. NFA의 조직은 이사회와 사장을 중심으로 4개의 업무 분야로 구성되어 있다. 이사회는 집행위원회를 두어 정책 결정을 신속히 할 수 있도록 하였고, 사장과 수석부사장을 각 1명씩 두어 전체적인 업무를 관장하며 6명의 부사장급 임원들

10) 일반적으로 불인정 자본금(Haircut)에는 청산회사가 자체의 이익을 위해 선물과 옵션시장에 투자하고 있는 자본금, 선도거래나 기타 고정 가격 계약을 통해 미래에 지불해야 할 대금, 그리고 판매 가능한 증권의 가치 등에 의해 조정된다.

을 두고 있다. 이사회는 모든 정책 결정과 운영 방침 및 전략에 대해 중추적인 역할을 한다. 이사회는 전체 25명의 이사로 구성되는데, 업종별 및 회사 규모별로 이사 수를 제한하여 특정 업계의 의견만을 대변하지 않고 선물업 전체 의견을 대변하도록 구성되어 있다.¹¹⁾ 운영에 관한 모든 결정은 이사회에 임무이지만 신속한 결정이 필요한 경우를 대비하여 10명으로 구성된 집행위원회를 통하여 대부분의 일일 업무 지침이 결정된다.

회원 가입대상은 선물거래소, 상품거래법과 상품선물거래법에 의해 의무적으로 CFTC나 NFA에 등록하여야 하는 기업, 선물업에 종사하는 개인으로 구분된다. 선물거래소는 NFA의 감독을 받지 않는 법적권리를 가지고 있지만, NFA의 운영방침이 선물거래소의 회원사들에게 직접적인 영향을 주고 상호협조가 필요하기 때문에 회원으로 가입한다. 법에 의해 등록이 강제되는 FCM, IB, CTA, CPO 등은 정회원으로, 이들 기업에 소속된 AP(Associated Person)들은 준회원으로 구분한다. 전문중개사(Floor Broker)나 전문투기거래자(Floor Trader)들도 회원으로 등록하여야 하지만, 거래소에서 근무하는 경우에는 NFA에 의무적으로 등록하지 않아도 된다. 회원은 어떠한 상황에서도 비회원과는 선물거래에 관한 업무를 할 수 없다.

NFA의 중요 업무분야는 NFA의 회원사들이 모든 재정 업무를 상품선물거래법에 준하여 수행하고 있는가에 대한 감사 및 감리업무, 고객 보호에 필요한 각종 규정을 설정하고 그 규정을 회원들로 하여금 준수토록 하는 업무, 선물거래에서 발생하는 제반 분쟁에 대한 중재 업무, 회원 자격 심사 및 등록 업무 등으로 구분할 수 있다.

회원의 감사(audits)는 (i) 각 회사들이 모든 회계 자료와 기록 등을 NFA 규정에 의거하여 관리, 유지, 보관하고 있는가를 확인하며 (ii) 영업활동이 경영 윤리나 상도덕에 어긋나는 것은 없는가를 점검하며 (iii) 지나친 호객 행위나 부정확한 정보로 고객을 오도하는 행위를 감시하며 (iv) 적절한 재무 상태를 유지하고 있는가를 감독하는 것이다. FCM같이 고객의 자금을 유치하고 보관

11) 이사는 선물거래소에서 6명, FCM업계에서 8명, IB업계에서 2명, CPO와 CTA업계에서 4명을 선출하고 나머지 5명의 공익이사(Public Director)는 보통 은행 같은 금융기관이나 선물을 직접 이용하는 제조 및 생산업자나 사회 저명인사들 중에서 선출된다.

하고 있는 회원들은 매년 감사를 하는 것이 일반적이다. FCM이나 IB에 대한 재정 감사는 일차적으로 자본금 수준이 법적 수준을 초과하느냐는 점에서부터 시작된다. FCM의 자본금 수준이 최저필수자본금의 150% 이하로 하락할 경우는 조기 위험경보신호(Early Warning)로 처리되어 수시 추가 보고의무가 발생된다. 그리고 고객이 전자우편(E-mail)으로 회원사의 불법행위를 쉽게 통보할 수 있도록 하고 있으며, 선물거래소의 감시 기능을 보조하는 각종 업무를 독립적으로 수행하기도 한다.¹²⁾ 또한 선물회사들의 재정 건전성 감독업무의 효율적 수행을 위하여, 거래소와 공조하여 윈드 잼머(Wind Jammer)라는 전산 소프트웨어를 개발하여 회원들이 재정상황을 쉽고 간편하게 보고할 수 있도록 하고 있다. 보고된 정보는 CFTC와 거래소에게 즉시 전달되어 여러 감독기관에서 회원의 재정상태를 파악하도록 한다.

회원은 상품선물거래법과 NFA 법규를 자율적으로 준수할 의무가 있다. 특히 회원의 판촉행위에 대해서 (i) 판촉방법 및 판촉물 내용을 검토, 감독하고 (ii) 선물거래 위험도에 대해 정확하게 설명(Risk Disclosure)을 하는 것을 감독하고¹³⁾ (iii) 각종 판촉행위를 관리자급에서 어떻게 관리하는가 하는 3가지 차원에서 감독의 중점을 두고 있다. 판촉물은 (i) 모든 내용이 사실이어야 하며 (ii) 이익 가능성은 손해 가능성과 동일하게 언급되어야 하며 (iii) 실거래 실적이 3개월 이상인 경우에는 거래시작 이전에 이론적 예상수익률을 광고에 사용할 수 없으며 (iv) 과거 실거래 실적에 준하여 판촉을 할 경우에는 반드시 과거실적으로 미래를 예측하지 못한다는 단서를 삽입하여야 하며 (v) 회사의 의견과 사실을 분명히 구분하는 문구를 사용해야 한다.

12) 예를 들면, NFA에 접수되는 각종 거래 자료에 근거하여 (i) 고객의 주문을 매매하기 이전에 다른 거래자가 선행하여 유리한 가격에 먼저 거래하는 상황(Front Running), (ii) 거래자 및 중개자들끼리 서로 짜고 거래하는 상황 (Direct Crossing, Prearranged Trading 또는 Wash Trading 등), (iii) 시장을 교란할 수준의 거래량을 매매하는 상황(Large Traders) 등의 발생 여부를 감시한다.

13) 선물투자위험설명서(Risk Disclosure Document)는 손실의 가능성을 강조하여 선의의 피해자를 줄이기 위하여, 선물업계 특유의 투자 경고문이다. 이는 선물거래를 통하여 이익을 볼 수 있다는 점보다는 손해를 볼 수 있다는 점을 더욱 강조함으로써, 준비되지 않은 투자자나 호기심 투자자 또는 재정적 여건이 충분하지 못한 투자자들을 배제하려는 노력의 일환이다.

NFA는 분쟁의 조정(Mediation)과 중재(Arbitration)기능을 수행하고 있다. 조정역할은 어느 한편을 옹호 또는 변호하거나 배상금액을 결정하는 것이 아니라 당사자들이 협상과 의견교환을 통하여 서로에게 유익한 해결책을 찾도록 하는 기능이다. 전화회의(conference call) 방식의 조정과정을 통하여 당사자들이 서로 합의한 내용에 대해서는 법적 효력이 발생한다. 저렴한 비용으로 신속하게 문제를 해결하기 때문에 호평을 받고 있다.¹⁴⁾ 고객이 회원을 상대로 고소할 경우에는 회원은 NFA의 중재 요청에 의무적으로 응해야 한다. 중재와 조정의 차이점은 중재는 NFA에서 선임한 중재자나 판사 앞에 당사자들이 출두하여 변호사 입회 하에 증언을 할 수 있다는 것이다.

NFA에서는 선물업의 특수성과 전문성을 인식하고 그에 걸 맞는 전문인원들의 확보를 위하여 각종 자격시험을 요구하고 있으며, NFA내규(Compliance Rule 2-9)에 의거하여 회원사는 사원을 대상으로 윤리교육(Ethics Training)과정을 운영하여야 한다. NFA의 장점은 회원들이 반드시 알아야 하는 법규 준수 사항들을 교육하며, 회원사를 직접 방문하여 실제 상황에서 각종 보고서 작성 방법 등을 지도해 준다. 전산처리 시스템을 대폭 보강하여 각종 재무보고서를 인터넷이나 전산망을 통하여 접수할 수 있으며 효과적 이용방법 등을 설명해 준다. 또한 영업현황을 점검할 수 있는 점검목록(Checklist)을 제공하고 있는데, 회원들은 이에 준하여 1년에 1회 이상 반드시 자체점검을 실시하여야 한다. 이와 같이 선물에 관한 일반적인 내용보다는 회원들의 법규 준수에 관한 교육과 홍보에 주력하여 효과적인 자율규제를 실시하고 있다는 평가를 받고 있다.¹⁵⁾

14) 조정 당사자들은 각각 225 달러의 조정 수수료를 지불하며, NFA의 조정자가 4시간 이상 조정을 할 경우엔 매 시간 마다 100달러의 추가 비용을 지불한다. 당사자들의 요구에 따라 조정자가 출장을 가는 경우에는 당사자들이 그 비용을 지불해야 한다.

15) NFA의 창립 초기에 비해 현재까지 선물 및 옵션 거래량은 약 4배 증가하였으나, 고객들의 불만 및 불법행위 고발건수는 약 75%정도 감소하였다. 효율적인 규제업무 수행으로 해외 선물거래소의 감리기능을 수행하는 용역사업으로까지 연결되었다. 2003년 1월 9일에는 아일랜드선물거래소(Island Futures Exchange)가 가동되면 거래소의 자율규제업무를 NFA가 수행한다는 기본합의서에 서명하였으며, 3월 13일에는 St.Louis의 머찬츠거래소(Merchants' Exchange)와 6월 19일에는 브로커텍선물거래소 (BrokerTec Futures Exchange)의 자율규제업무 수행합의서에 서명하였다.

IV. 결 어

선물규제는 크게 정부의 공적규제, 거래소의 자율규제, 그리고 협회에 의한 업계의 자율규제로 구분된다. 정부와 거래소의 규제는 국가간의 차이가 없지만, 민간협회 차원의 자율규제는 선물산업의 발전 역사와 과정 그리고 시장구조와 국제경쟁력 수준 등에 따라 국가별로 큰 차이를 보인다. 업계차원의 자율규제가 존재하지 않는 영국이나 독일의 경우, 현물 증권시장은 수백년의 오랜 역사를 가지고 있는 반면 선물시장은 영국이 1982년에 독일은 1993년에 처음으로 개설이 되어 일천한 역사를 가지고 있다. 이에 따라 현물시장에 비해 선물시장은 독자적인 위치를 확보할 기회가 없었으며 더욱이 90년대부터 불어 닥친 전산화 바람과 이에 따른 거래소 합병 열풍으로 인하여, 현물과 선물을 함께 거래하는 통합거래소가 주종을 이루게 되었다. 이러한 과정에서 역사가 깊고 자본력이 있는 현물(증권)시장이 역사가 짧은 선물시장을 흡수하는 결과를 초래하였다. 선물산업의 규제체계도 기존의 증권업 규제제도에 흡수되어 그 특성과 중요성을 인정받지 못하게 되었고, 정부와 증권거래소 차원의 규제가 주류를 이루게 되면서 선물업계의 자율규제는 유럽에서 찾아보기 어렵게 되었다.

반면 미국에서는 증권시장과 선물시장 모두 오랜 기간에 걸쳐 전문적인 발전의 역사를 가지고 있어서 증권업과 선물업의 분리가 뚜렷하다. 특히 각 시장의 거래규모나 거래기법이 상이하기 때문에, 업계의 구조와 영업방법 및 내용에 있어서 전문성을 가진 협회 위주의 자율규제가 활성화되어 있다. 공적규제기관인 CFTC에서는 여러 자율규제기관을 허가하고 이들 간의 경쟁을 유도하여 선물업 규제의 효율성을 높이고 있다. FCM은 자기 특성이나 편의에 의해 자율 규제기관을 선택한다. 현재 3개의 선물거래소(CME, CBOT, NYMEX)와 NFA가 선물의 자율규제기관으로 CFTC에 등록되어 있다. 2003년 8월 말 현재 CFTC에 등록된 171개의 FCM 중에서 CFTC에만 등록되어 있는 회사는 전체의 57%에 해당하는 97개 회사이며, 나머지 74개 회사는 증권감독원(SEC)과 상품선물감독원(CFTC) 양 기관에 모두 등록되어 있다. 거래소를 자율규제기관으로 선정한 회사는 82개 회사이며, 이 중 44개사가 CBOT를, 28개사가 CME를, 그리고 10개사가 NYMEX를 자율 규제 기관으로 선택하였다. 그리고 나머지 89개

사는 NFA를 자율규제기관으로 선정하고 있다.

NFA식 자율규제 방식은 전 세계적으로 성공적이고 효율적인 선물규제방식으로 평가되고 있는데, 정부기관인 CFTC의 업무를 대량으로 이양 받아서 규제 최대의 수혜자들인 선물업 종사자들로 하여금 협회의 운영비용을 모두 부담하게 함으로써 규제에 따른 국민의 세금부담을 절감해 주고 있다. NFA는 선물 시장 참여자와의 대화와 직접적인 의견교환을 통하여 선물업계의 문제점을 신속히 파악하고 적절하게 대응하는 방법을 도출한다는 장점을 가지고 있다. 정부의 확고적이고 경직된 법집행 방법을 탈피하고, 기업인들의 고충을 충분히 반영하여 선물업계와 그 이용자들의 이익을 극대화하는데 운영의 초점을 두고 있다. 협회의 특성상 회원들의 회비와 수수료에 의존하여 현실에 안주할 수도 있지만, 새로운 사업 영역을 자체적으로 꾸준히 개발하고 있다. 전산거래소들의 자율규제업무를 대행하는 용역사업을 준비하고 있으며, 전산시스템을 더욱 효율적으로 사용하여 회원등록업무와 고객 분쟁을 신속하게 해결하도록 준비하고 있다. 이러한 일련의 노력은 규제업무도 용역대상으로 변하고 있으며 또한 규제 전 분야에 걸친 폭 넓은 전산화로 업무 효율을 향상시킬 수 있음을 보여 주고 있다.

우리나라에서는 선물거래법에 의거하여 선물협회가 선물시장의 자율규제 기능을 담당하고 있다. 규제체계는 미국과 동일한 형태를 유지하고 있으나, 실질적인 규제업무 수행정도는 선물업계의 의견을 대변하는 수준에 그치고 있다. 선물업계의 공정거래 질서 및 공정경쟁의 여건을 마련하기 위해서는 업계의 실정을 정확하게 파악하고 있는 민간 전문기관을 통한 자율규제 기능을 강화할 필요성이 매우 높다. 특히 시장참여자들과의 직접적인 접촉을 통해 선물시장의 장기적이고 전문적인 발전을 위한 실질적이고 현실적인 규제 업무를 수행하는 미국의 NFA와 같은 선물협회를 중심으로 한 업계의 자율규제가 절실하게 필요하다.

참고문헌

- Ascarelli, Silvia. "New Consolidation Wave Likely Will Hit European Exchanges," *The Wall Street Journal*, 25, (June 2001), C11.
- Ascarelli, Silvia. "Euronext Exchange Has Winning Bid for Liffe," *The Wall Street Journal*, 30, (October 2001), C12.
- Ascarelli, Silvia. "Having Won Bidding for Liffe, Euronext Chief Faces His Skeptics," *The Wall Street Journal*, 31, (October 2001), A19.
- Barker, Robert. "The Merc is Far From a Hot Commodity," *BusinessWeek*, 9, (December 2002), 136.
- Benham, Barbara. "Regulatory 'Turf Battle' Has Long History," *Investor's Daily*, 16, (July 1990), 1.
- CNN, "Hong Kong Exchange Looking Abroad," 26, (August 2002).
(<http://edition.cnn.com/2002/business/asia/08/26/hk.exchange>)
- Collins, Daniel P. "Eurex US makes it official," *Futures*, (November 2003), Vol.32, No.14, 14-16.
- Collins, Daniel P. "CFTC Delivers," *Futures*, (November 2003), Vol.32, No 14, 70-72.
- Collins, Daniel P. and Zwick, Steve. "Solving the Common Clearing Puzzle," *Futures*, (November 2003), Vol.32, No.14, 80-84.
- Eurex, An Introduction to Eurex US, September 2003.
- McGee, Suzanne. "Germany Plans First Commodities Market," *The Wall Street Journal*, 23, (October 1995), C1.
- McKay, Peter. "Futures Exchanges Facing a Showdown With Europe's Eurex," *The Wall Street Journal*, 17, (June 2003), C1.
- Skertic, Mark. "CBOT, Merc strike bond," *The Chicago Tribune*, 14, (September 2003), Section 5, 1.
- Skertic, Mark. "Clearing Corp. faces Eurex showdown," *The Chicago Tribune*, 26, (September 2003), Section 3, 3.
- Tan, Kopin. "Derivatives Exchange Eurex Launches Push for U.S. Entry," *The Wall Street Journal*, 29, (April 2003), C11.
- The Government of Hong Kong Special Administrative Region, A Policy

Paper on Securities and Futures Market Reform, March 1999.

Lee, John, and Kwong, Lucia. "Revenue and Cost Trends of Global Stock Exchanges and HKEx," Research Paper #2, Supervision of Markets Division, Hong Kong Securities and Futures Commission, November 2002.

Marham, Jerry W. "A Comparative Analysis of Consolidated and Functional Regulation : Super Regulator and A Comparative Analysis of Securities and Derivatives Regulation in the United States, the United Kingdom, and Japan," The Brooklyn Journal of International Law, Vol.28, 319-410.

National Futures Association (NFA), Disclosure Documents : A Guide for CPOs and CTAs. (March 2003).

NFA, NFA Regulatory Requirements for FCMs, IBs, CPOs, and CTAs, (June 2003).

NFA. "Proposed Rule Changes by National Futures Association Concerning Risk Disclosure for Security Futures Contracts." File No.SR-NFA-2002-05.

NFA, Security Futures Products : a Regulatory Guide, (January 2003).

Weiss, Gary. "Competing Watchdogs are Good for the Street," BusinessWeek, 1, (September 2003), 86.

<Web Sites>

A. 독일

BaFin: www.bafin.de

Deutsche Boerse Group : www.deutsche-boerse.com

European Energy Exchange : www.eex.de

Eurex : www.eurex.com

Swiss Futures and Options Association : www.sfoa.org

B. 영국

Financial Services Authority : www.fsa.gov.uk

Futures and Options Association : www.foa.co.uk

C. 홍콩

Hong Kong Exchange : www.hkex.com.hk

Hong Kong Securities and Futures Commission :

www.hksfc.org.hk, www.hkeirc.org

D. 일본

Central Japan Commodity Exchange : www.c-com.or.jp

Commodity Futures Association of Japan : www.nisshokyo.or.jp

Fukuoka Futures Exchange : www.ffe.or.jp

Japan Commodities Fund Association : www.jcfa.or.jp

Japan Commodity Futures Industry Association : www.jcfia.gr.jp

Japan Commodity Trading Advisor Association : www.jade.dti.ne.jp

Japan Export Trade Organization : www.jetro.org

Japan Financial Services Agency : www.fsa.go.jp

Japan Futures Commodity Exchanges : www.jfce.or.jp

Japan Ministry of Finance : www.mof.go.jp

Japan Stock Dealers Association : www.jsda.or.jp

Kansai Commodities Exchange : www.kanex.or.jp

Osaka Mercantile Exchange : www.osamex.com

Osaka Securities Exchange : www.ose.or.jp

Tokyo Commodity Exchange : www.tocom.or.jp

Tokyo International Financial Futures Exchange : www.tiffe.or.jp

Tokyo Stock Exchange : www.tse.or.jp

Tokyo Grain Exchange : www.tge.or.jp

Yokohama Commodity Exchange : www.y-com.or.jp

E. 미국

Chicago Board of Trade : www.cbot.com

Chicago Board Options Exchange : www.cboe.com

Chicago Mercantile Exchange : www.cme.com

Commodity Futures Trading Commission : www.cftc.gov

Futures Industry Association : www.futuresindustry.org

Managed Funds Association : www.mfainfo.org

National Futures Association : www.nfa.futures.org

National Introducing Brokers Association : www.theniba.com