

法律家を 爲한 派生金融商品의 理解

박 선 중

(부은선물 서울본부장, 고려대 법대 박사과정수료)

【초 록】

파생금융상품의 시장규모가 팽창함에 따라 이와 관련된 법적분쟁도 증가하고 있다. 따라서 법률가들이 파생금융상품을 정확히 이해하는 것은 그 필요성이 점차 더해가고 있다. 그러나 파생금융상품의 특성 중 하나는 기존 규정이나 제도의 흠 또는 틈새 등 취약부분을 토대로 생성되는 것이 적지 않다는 점이다. 그러므로 기존의 규정이나 제도 또는 확립된 판례 등의 해석에 익숙한 법률가들에게 매우 자주 변하는 파생금융상품의 정확한 개념과약이 쉽지 않을 수 있다.

본고에서는 파생금융상품의 개념을 가능한 한 법률가들에게 친숙한 용어로 설명을 시도하고 있다. 본고의 내용은 주로 장내파생상품 중 선물계약과 옵션계약으로 국한하였다. 이는 첫째, 한정된 지면을 통하여 파생금융상품의 정확한 개념을 전달하기에는 선택과 집중이 효율적이라 생각하기 때문이다. 둘째, 장내파생상품은 모든 매수인에 대하여 거래소가 매도인의 지위를 갖고, 모든 매도인에 대하여 거래소가 매수자의 지위를 갖는 “매수인 - 거래소 - 매도인”라는 독특한 당사자의 구조를 갖기 때문이다. 셋째, 옵션의 합성 및 옵션과 선물의 합성을 이해하면, 사실상 매우 복잡해 보이는 모든 파생상품의 손익구조를 쉽게 이해할 수 있기 때문이다.

본고에서는 법률가들에게 친숙한 매매계약에서 출발하여 선물계약과 매매계약의 異同을 살핌으로써, 법률가들이 선물계약을 이해하는 데 도움을 주고자 시도하고 있다. 한편 법률가들에게 친숙한 보험계약에서 출발하여 옵션계약과 보험계약의 異同을 살핌으로써, 법률가들이 옵션계약을 이해하는 데 도움을 주고자 시도하고 있다.

옵션계약의 매도인의 지위는 사실상 보험계약에 있어서 보험자의 지위와 유사한 것으로 생각된다. 세상을 놀라게 한 여러 파생금융상품 관련 거대손실 사건들은 사실상 옵션계약의 매도와 과도한 레버리지의 사용에서 비롯된 것이 적지 않다. 장내옵션의 경우 거래소가 증거금을 징구하고 일일정산을 하므로 상대적으로 법적분쟁의 발생 가능성은 낮은 것으로 생각된다. 그러나 장외옵션의 경우 예컨대 대형투자은행이 매도인이 되어 위험을 인수하는 것과 달리, 위험관리에 전문화되지 않은 기업 등에게 장외옵션의 매도를 허용하는 것은 규제를 가할 필요가 있다고 생각한다. 이러한 규제에는 보험업법이 정하고 있는 보험자의 자격요건 조항 중 상당부분이 援用될 수 있을 것이다.

주제어 : 파생금융상품 / 장내파생상품 / 장외파생상품 / 매매계약 / 선물계약 / 보험계약 / 옵션계약 / 보험업법 / 당사자 / 레버리지 / 위험

【차 례】

I. 들어가는 말

II. 파생상품의 이해

1. 파생상품의 의의 및 종류
2. 선물계약의 이해
3. 옵션계약의 이해

III. 맺는 말

I. 들어가는 말

2007년 말 현재 세계 GDP는 50조 달러 미만이나 세계 파생금융상품¹⁾시장은 516조달러로 실물경제의 10배가 넘는다.²⁾ 2008년 1월 프랑스 소시에테제네랄은행이 파생금융상품 투자로 72억 달러의 손실을 보았다는 기사가 세계시장에 큰 충격을 주었다. 시장 규모의 팽창에 비례하여 파생상품의 계약과 관련된 법적 분쟁도 증가하고 있다.

파생상품의 특성중 하나는 기존 규정이나 제도의 흠 또는 틈새 등 취약부분을 토대로 생성되는 것이 적지 않다는 점이다. 그러므로 규정이나 제도의 해석에 익숙한 법률가들은 파생상품의 정확한 개념 파악에 어려움을 겪을 수 있다.

파생상품에 관한 다수의 서적은 주로 금융인의 시각에서 금융인의 용어로서 설명할 뿐, 법률가를 위한 해설서는 찾기 어렵다. 이 글의 목적은 법률가들에게 파생상품의 개념을 쉽고도 정확하게 전달하고자 하는 것이다. 따라서 가능한 한 파생상품을 금융인의 용어가 아닌 법률가들이 익숙한 용어로 설명하고자 한다.

설명의 방법으로는 법률가들에게 친숙한 개념에서 출발하여 파생상품을 설명하고자 한다. 예컨대, 기존의 민법상 매매계약과 선물계약의 공통점은 무엇이고 다른 점은 무엇인지, 보험계약과 옵션계약의 異同은 무엇인지를 살피는 식의 演繹的方法을 취한다.

이 글의 범위는 선물과 옵션의 설명으로 국한하고자 한다. 이는 범위를 좁혀서 집중적(선택과 집중)으로 설명하는 것이 독자들이 파생상품 전체의 원리를 이해하기 한결 수월할 것이라는 생각과, 사실상 옵션의 합성을 이해하면 파생상품 전반의 구조를 이해할 수 있기 때문이다. ‘모든 파생상품은 옵션의 변형에 근거한다’³⁾는 주장이 있다. 이는 각종 파생상품을 손익구조 내지 급부와 반대급부의 측면에서 바라보면 상당부분 타당하다.⁴⁾ 이 글에서는 선물과 옵션 및 각각의 합성포지션의 손익구조를 살핌으로써 법률가들의 개별 파생상품 구조의 이해에 도움을 주고자 한다.

이 글은 결론으로 옵션계약의 매도인의 지위가 보험계약에서 보험자의 지위와 유사함을 설명하며, 특히 장의옵션계약의 경우 매도인의 자격에 규제의 필요성이 있음을 주장한다.

II. 파생상품의 이해

1. 파생상품의 의의 및 종류

(1) 파생상품의 의의

“자본시장과 금융투자업에 관한 법률” 제5조5)에서는 파생상품을 선물(선도)계약과 옵션계약으로 구분하여 정의하고 있다. 동조 제1항의 제1호는 선물계약에 관한 정의이고, 제2호는 옵션계약에 관한 정의이다. 요컨대, 모든 파생상품(derivatives)은 기초자산(underlying asset)에서 파생된 것이다. 파생상품은 기초자산의 가격변동에 근거하여, 기초자산에 비하여 폭넓은 손익구조를 창출하는 것이 기본이다.

기초자산과 파생상품(derivatives)의 관계는 母子의 관계와도 같다. 예컨대, 원유선물의 경

우를 살펴보면, 원유현물(crude oil)은 기초자산이고 원유선물(crude oil futures)은 파생상품이다.6) 어머니 없는 자식이 존재할 수 없는 것과 마찬가지로, 기초자산 없는 파생상품은 존재할 수 없다.

한 어머니 슬하에 복수의 자식이 있는 것과 마찬가지로, 한 기초자산에서 복수의 파생상품이 창출될 수 있다. 예컨대, 현물을 기초자산으로 하는 파생상품으로 선물 이외에도 현물옵션(options on cash), 현물스왑 등이 창출될 수 있으며, 어머니가 양육한 자식이 훗날 孫子를 생산하는 이치와 마찬가지로, 선물을 기초자산으로 선물옵션(options on futures)이라는 파생상품이 창출된다.

(2) 파생상품의 종류

파생상품의 종류7)는 다양하나 그 원리는 선물과 옵션 및 이들의 조합(합성)으로 파악할 수 있다.

파생상품의 종류는 예컨대, 원유를 비롯한 에너지 類, 알루미늄을 비롯한 금속류, 옥수수를 비롯한 농산물류 등 商品(commodity)을 기초자산으로 하는 상품선물(commodity futures) 뿐만 아니라, KOSPI200 등 指數類(indices)·원달러 환율과 같은 通貨類(currencies)·3년 만기 국고채권 등 金利類(debt instruments)를 기초자산으로 하는 금융선물(financial futures) 등이 있다.

선물외에도 파생상품에는 옵션(option)과 스왑(swap)이 있다. 옵션과 스왑도 선물과 마찬가지로 상품(commodity)에 관한 것과 지수·환율·통화 등 금융물(financial products)에 관한 것으로 구분할 수 있다.

거래소 내에서 거래되는 것으로는 선물, 장내옵션이 주종이다. 이를 「장내파생상품」이라 한다. 거래소 밖에서 거래되는 모든 파생상품은 「장외파생상품」이다. 이는 선도계약, 스왑계약, 장외옵션계약 등이 주종이다.

장외파생상품은 계약의 당사자 면에서 일반적인 현물계약과 대차가 없다. 그러나 장내파생상품은 모든 계약에 있어서 거래소(청산소)가 당사자가 된다는 점에서 특징이 있다. 이 글에서는 이와 같이 특별한 당사자의 구조를 가지는 장내파생상품 중에서도 가장 보편적이라 할 수 있는 선물계약과 옵션계약을 중심으로 살피고자 한다.

2. 선물계약의 이해

(1) 매매계약과 선물계약의 차이

매매는 당사자 일방이 재산권을 상대방에게 이전할 것을 약정하고 상대방이 그 대금을 지급할 것을 약정함으로써 그 효력이 생긴다(민법 제563조). 우리 민법상의 매매계약은 “현물”을 대상으로 제정된 것이다.8) 선물계약의 매매에 있어서는 당사자, 재산권(목적물)의 보유 여부에 따른 거래의 제한 및 대금의 지급방법이 현물과 다르다. 따라서 효력이 발생하는 모습 또한 현물매매계약과는 다르다.

1) 당사자

(현물)매매계약은 [그림 1]과 같이 통상 매매의 목적물인 재산권을 이전받고자하는 개인 또는 법인(매수인)과 이전하고자하는 개인 또는 법인(매도인) 양 당사자간의 계약이다. 그러나 선물매매계약에서는 청산소9)(거래소)가 모든 매수인에 대하여 매도인이 되고 모든 매도인에 대하여 매수인이 되는 당사자의 구조를 가지고 있다. 선물뿐만 아니라 옵션을 포함한 모든 장내파생상품의 당사자10)는 [그림 2]와 같은 구조를 가진다.

2) 재산권(목적물)의 보유 여부에 따른 거래의 제한

민법상 매매는 매도인은 목적물(재산권)의 이전을 약정하고 매수인이 그 대금을 지급할 것

을 약정함으로써 그 효력이 생기는 구조이다(민법 제563조). 동조는 목적물을 보유한 자 만을 매도인으로 규정하고 있고, 목적물이 없는 자의 空賣渡(short sales)는 규정하고 있지 않다.11)

선물계약에 있어서는 ‘목적물을 보유한 매도인’(hedger: 헤지거래자)도 있는 반면, ‘목적물을 보유하지 않은 매도인’(speculator:투기거래자)도 존재한다. 선물계약에서는 목적물의 보유와 관계없이 거래소가 정하는 증거금을 납입하면 누구나 매도인의 지위를 가질 수 있다. 선물계약은 공매도가 가능하다는 점에서 목적물을 보유하지 않은 매수인도 목적물의 가격하락의 위험을 대비하거나 또는 가격하락을 통하여 이익을 취할 수 있다. 즉 목적물의 보유여부와 관계없이 가격변동에 따른 손익변동의 기회와 위험을 매수인과 매도인 모두에게 동시에 확대시키는 효과가 있다.

3) 증거금(Margin): 대금의 지급방법

선물계약은 장래의 이행기(滿期: maturity) 도래 시에 목적물의 인도를 약정하는 계약이다. 예컨대 이행기를 3개월이라 하자. 선물매매계약 체결 시부터 3개월 후 이행기까지는 실제로 목적물의 인도가 없으므로 대금의 지급이 없다. 다만, 날마다 시장가격의 변화에 따른 채무불이행을 배제하기 위하여 거래소(清算所: clearing house)는 증거금을 징구한다. 아래의 <표 1>에서 보이는 바와 같이 증거금은 기본적으로 매수인 및 매도인 모두에게 징구한다. 매수인과 매도인 양자 모두에게 증거금을 징구하는 이유는 가격의 등락을 예측할 수 없기 때문이다.

매매계약에는 확정손익(realized profit and loss)만이 존재한다. 예컨대, 매도인의 입장에서 목적물을 매수한 가격대비 높은 가격에 매도하였다면 확정이익이 발생할 것이다. 반대의 경우 확정손실이 발생한다. 그러나 선물계약에서는 확정손익 이외에도 평가손익(open profit and loss)이라는 개념이 존재한다.

증거금은 기본적으로 평가손익을 보정(補正)하기 위한 제도이다. 증거금은 통상 일간변동가능한 통계적 최대 추정값을 기준으로 책정되며, 매 영업일마다 정산(일일정산: daily mark to market)한다. 여기에서 날마다 발생하는 精算(settlement)상의 손익을 평가손익(open profit and loss)이라 한다. 이행기가 도래하면 매수인은 거래소에 매수대금을 납입하고 매도인은 거래소에 목적물을 인도12)하며, 거래소는 매수인에게 목적물을 인도하고 매도인에게 대금을 지급한다.13) 이행기의 도래에 따른 대금의 확정 또는 이행기 이전 반대매매를 행하여 가격이 확정된 손익을 확정손익(realized profit and loss)라 한다.

(2) 가격변동에 따른 손익변동

선물과 현물의 이해를 돕기 위하여 손익구조 [그림 3]을 살펴본다.

[그림 3]은 선물이건 현물이건 관계없이 매수포지션(long position)의 가격변동에 따른 손익변동을 보여준다. 예컨대 원유 1배럴의 매수포지션을 \$100에 취한 후 가격이 \$10 상승하면 이익이 \$10 발생한다. 반대로 가격이 \$10 하락하면 \$10만큼의 손실이 발생한다. 현물계약의 경우에는 가격상승을 매수인의 입장에서 보면, 이미 대금(\$100)을 지급하고 원유 1배럴을 수령하였으므로 가격상승에 따른 추가적인 채권채무가 발생하지 않는다.

선물계약매수인의 입장은 다르다. 예컨대, 선물계약매수인이 \$10의 증거금14)을 청산소에 납입하고 3개월 만기 원유 1배럴을 \$100에 매수포지션을 취하였다하자. 원유선물가격이 \$10 상승하여도 청산소에 납입하여야하는 증거금은 여전히 \$10이므로, 증거금여유분(margin excess)이 \$10 발생한다. 선물계약의 매수인은 이 경우 청산소에 대하여 \$10의 현금지급청구권(right of withdrawal on margin excess)을 가지게 된다.

(3) 레버리지 효과(leverage effect)

<표 1>에서 매수인의 입장을 살펴보면, 제2일 가격이 5 하락한 것은 증거금 기준으로 자산(증거금 10)의 50%에 상당한 손실이 발생한 것이다. 이를 레버리지 효과(leverage effect)15)라 한다. 즉, 가격은 5% 하락하였으나 매수인은 10배의 레버리지를 사용하고 있기 때문에 원본대비 50%(5%×10=50%)의 손실이 발생한 것이다. 반대로 매도자의 경우는 원본대비 50%의 이익이 발생한다. 레버리지 효과는 이와 같이 레버리지의 비율에 따른 손익확대의 효과이다. 거래소에 상장된 선물계약의 레버리지는 통상 20~30배 수준(증거금이 원본의 3~5% 수준)이다. 큰 레버리지는 거대손실을 야기 할 수 있다.

예컨대 베어링은행 사건 등 우리가 기억하는 대부분의 파생상품 관련 거대손실은 레버리지 효과에서 기인한 바가 크다. 특히 장외파생상품에서는 통상 증거금의 수수료 없거니와 簿外去來16)이므로 거래집행조직 외부에서의 감시가 상대적으로 어렵다.

흔히 위험과 수익의 관계에 관하여 'High risk, high Return. Low risk, low return.'으로 설명한다. 레버리지 효과가 크면 클수록 High risk, high return이 된다.

(4) 계약의 해제

선물계약에서는 이행기 도래 전 하시라도 이익실현(profit taking) 또는 손절(cut loss)을 위한 반대매매가 가능하다. 이는 매매계약의 解除와 유사하다. 민법 제565조에 따르면, “매매의 당사자 일방이 계약당시에 금전 기타 물건을 계약금, 보증금등의 명목으로 상대방에게 교부한 때에는 당사자간에 다른 약정이 없는 한 당사자의 일방이 이행에 착수할 때까지 교부자는 이를 포기하고 수령자는 그 倍額을 상환하여 매매계약을 해제할 수 있다.”

예컨대 부동산매매계약의 경우를 살펴보면, 매매계약 체결 후 이행기 도래 이전에 가격의 현저한 하락이 발생하여 그 차액이 계약금을 초과하는 때에는 매수인(교부자)은 계약금을 포기하고 손절(cut loss)을 위한 매매계약의 해제가 가능하다. 반대로 가격의 현저한 상승이 발생하여 그 차액이 계약금을 초과하는 때에는 매도인(수령자)은 계약금의 倍額을 상환하여 손절을 위한 매매계약의 해제가 가능하다.

민법에는 이익실현을 위한 반대매매(계약의 해제)는 규정되어 있지 않다. 그러나 선물매매계약에서는 손절목적 이외에도 이익실현(profit taking)을 위한 반대매매가 가능하다. 반대매매의 법적성격은 거래소 별로 차이가 있다. 예컨대 LME(London Metal Exchange)의 경우, 이행기가 3개월 후인 선물을 매수하고, 매수 당일 반대매매(매도)하여 이익금이 \$10 발생하였다 하자. 장부 상 동일목적물에 대한 매수포지션과 매도포지션이 병기되며, 이는 3개월 후 이행기 도래 시 까지 지속된다. 물론 순포지션(net position)이 0(零)이므로 두 포지션 설정 후 이행기 까지 가격변동에 따른 손익은 불변이다. 다만 LME의 경우에는 이행기 도래 시 이익금 \$10에 대한 현금지급청구권이 발생한다. 이 경우 반대매매의 법적 성격은 상대방을 거래소로 하는 또 하나의 별개의 매매로 보아야 할 것이다. 이와 달리 KRX는 자동상계를 채택하고 있다. 즉, 이행기가 3개월 후인 선물을 매수하고, 매수 당일 반대매매(매도)하여 이익금이 \$10 발생한 경우, 당일 장 종료 후 당해 매수, 매도 계약은 자동적으로 상계처리 되며, 이행기의 도래와 상관없이, 익일 바로 이익금 \$10에 대한 현금지급청구권이 발생한다. 이 경우 반대매매의 법적성격은 거래소를 상대방으로 한 원래 계약의 해제로 보아야 할 것이다.

(5) 증거금의 이동경로

선물매매계약에 있어서 계약금에 해당하는 것이 증거금(margin)이다. 매수인은 증거금(契約金)을 거래소의 회원인 선물·증권회사에 납입(交付)한다. 거래소는 증거금 관리사무의 처리

를 회원사에 委任하고(민법 제680조), 회원사(受任人)은 선량한 관리자의 주의로써 증거금 관리(委任事務)를 처리한다(민법 제681조). 회원사는 각 고객의 증거금을 네팅17)(netting)하여 거래소에 납입한다. 회원사는 민법 제684조에 정한 수임인의 취득물(증거금) 등의 인도, 이전의무를 부담한다. 즉, 회원사는 고객이 납입한 증거금(취득물)을 거래소(위임인)에게 인도하여야 한다.

(6) 현물·선물·선도계약의 비교

현물계약, 선물계약 및 선도계약의 주요 특징을 비교하면 <표 2>와 같다.

3. 옵션계약의 이해

(1) 옵션계약의 의의

옵션계약¹⁸⁾은 상당부분 보험계약과 유사하다. 보험계약은 당사자 일방이 약정한 보험료를 지급하고 상대방이 재산 또는 생명이나 신체에 불확정한 사고가 생길 경우에 일정한 보험금액 기타의 급여를 지급할 것을 약정함으로써 효력이 생긴다(상법 제638조).

옵션계약은 당사자일방(매수인)이 약정한 프리미엄(보험료)을 지급하고 상대방(매도인)이 재산에 관하여 불확정한 사고(행사가격보다 불리한 방향으로 시장가격이 변동)가 생길 경우에 일정한 급여를 지급(행사가격에 목적물을 인도(콜옵션) 또는 인수(풋옵션))할 것을 약정하는 계약이다.

(2) 옵션의 종류

1) 콜옵션(call option)과 풋옵션(put option)

콜옵션은 매수인이 매수포지션의 취득을 청구할 수 있는 형성권이다. 콜옵션의 매수인은 형성권을 행사하면 시장가격보다 낮은 가격에 목적물을 취득할 수 있거나 또는 매수포지션을 취득하게 된다. 콜옵션의 매도인은 매수인이 동 옵션을 행사하면 시장가격보다 낮은 가격¹⁹⁾에 목적물을 처분하여야 하거나 또는 매도 포지션을 취득하게 된다.

풋옵션은 매수인이 매도포지션의 취득을 청구할 수 있는 형성권이다. 풋옵션의 매수인은 동 옵션을 행사하면 시장가격보다 높은 가격에 목적물을 처분할 수 있거나 또는 매도포지션을 취득하게 된다. 풋옵션의 매도인은 매수인이 동 옵션을 행사하면 시장가격보다 높은 가격에 목적물을 취득하여야 하거나 또는 매수 포지션을 취득하게 된다.

2) 미국식·유럽식·아시아식 옵션

미국식옵션(American Option)은 매수인이 옵션계약의 체결 후 만기(이행기)까지 하시라도 형성권을 행사할 수 있는 옵션이다.

유럽식 옵션(European Option)은 매수자만이 옵션계약의 만기(이행기)에만 형성권을 행사할 수 있는 옵션이다.

상기 두 옵션의 형성권을 행사할 수 있는 기준 가격은 행사가격(strike price)이다. 이와는 달리 아시아식옵션(Asian Option)은 매수인이 옵션계약의 만기(이행기) 도래시 전체 계약기간 중의 평균가격으로 형성권을 행사할 수 있는 옵션이다. 즉 옵션의 행사가격이 일정기간의 평균가격이다.

3) 현물옵션과 선물옵션

현물콜옵션(call option on cash)은 매수인이 형성권을 행사하면 행사가격 상당의 금원을 지급하고 현물(cash 또는 physical)인 목적물을 취득하게 된다. 현물풋옵션은 매수인이 형성권을 행사하면 행사가격 상당의 금원을 수령하고 현물을 인도할 수 있다. 물론, 두 경우 모두 형성권 행사 당시 현물의 시장가격은 무시되고, 오로지 행사가격 만이 대금산정의 기준이 된다.

선물콜옵션(call option on futures)은 매수인이 형성권을 행사하면 행사가격과 동일한 선물 매수포지션(long futures position)인 목적물을 취득하게 된다. 선물풋옵션은 매수인이 형성권을 행사하면 행사가격과 동일한 선물매도포지션(short futures position)인 목적물을 취득하게 된다. 물론, 두 경우 모두 형성권 행사당시 선물의 시장가격은 무시되고, 오로지 행사가격과 동일한 가격에 매수·매도 포지션이 취득된다.

(3) 행사가격(strike price, exercise price)

행사가격은 옵션계약의 매수인이 형성권을 행사하였을 때, 매수포지션(콜옵션) 또는 매도포지션(풋옵션)을 취득하게 되는 기준가격이다. 현물옵션을 행사하면 현물포지션을 취득하게 되고, 선물옵션을 행사하면 선물포지션을 취득하게 된다. 행사가격이 시장가격보다 유리한 위치에 있는 옵션을 내가격옵션(in the money option: ITM)이라 한다. 행사가격이 시장가격과 동일한 경우를 등가격옵션(at the money option: ATM)이라 한다. 행사가격이 시장가격보다 불리한 경우를 외가격옵션(out of the money option: OTM)이라 한다. 행사가격이 시장가격의 근처에 있는 것을 근가격옵션(near the money option: NTM)이라 한다.

(4) 옵션가격의 결정

옵션의 가격(option premium)은 내재가치(intrinsic value)와 외재가치(extrinsic value)의 합으로 구성된다. 외재가치는 시간가치(time value)로도 부른다.

옵션가격=내재가치+ 시간가치(외재가치)

1) 내재가치(intrinsic value)

ITM에서 행사가격이 시장가격보다 유리한 정도를 내재가치(intrinsic value)라 한다. 예컨대, 행사가격이 \$90인 원유선물 콜옵션의 경우, 시장가격이 \$100이면, 동 콜옵션의 내재가치는 \$10이다. 동 콜옵션을 행사(exercise)하면 시장가격이 \$100인 상황에서 \$90에 선물 매수포지션을 취득하게 되고, 이를 즉시 시장가격인 \$100에 반대매매(profit taking)하면 \$10만큼의 이익이 확정되는 것이다.

내재가치 관련 대표적인 사건은 「신흥증권의 87억원 손실 사례」 20)이다. 신흥증권은 2002. 12. 11. 시가 90만원 상당의 깊은 내가격옵션(deep ITM)을 착오로 2,000원에 매도 주문을 입력하여 순식간에 약 87억원의 손실이 발생하였다.

2) 시간가치(time value)

옵션의 가격을 프리미엄(premium)이라 한다. 옵션프리미엄은 내재가치와 시간가치의 합으로 구성된다. 시간가치는 이행기가 길수록 크다. OTM이라 하더라도 프리미엄이 양의 값을 갖는 이유는 시간의 경과에 따라 OTM이 ITM으로 변경될 수 있는 가능성이 있기 때문이다.

(5) 옵션의 손익구조

[그림 4]는 행사가격(strike price)이 100이고, 프리미엄은 10인 콜옵션계약에 있어서 시장가격의 변화에 따른 매수자의 손익구조를 보여준다. 동 콜옵션계약에서 매수인은 시장가격이 110 이상으로 상승하는 경우에는 이론상 무한대의 이익이 발생하고, 시장가격이 행사사격인 100 이하로 하락하여 0에 도달하여도, 손실은 10으로 한정된다. 옵션계약의 매수인 입장에서는 기대손실의 최대값은 지급한 프리미엄 10으로 제한된다.

[그림 4-1]은 납입보험료(프리미엄)가 100이고, 보험금지급청구권이 발생하는 기준이 10인 보험계약에 있어서 보험사건가액의 크기에 따른 보험계약자의 손익구조를 보여준다. 동 보험계약에서 보험계약자는 보험사건가액이 110 이상으로 상승하는 경우에는 이론상 무한대의 이익이 발생하고, 100 이하로 하락하여 0에 도달하여도, 손실은 지급한 보험료 100으로 한

정된다. 보험계약자의 입장에서는 기대손실의 최대값은 지급한 보험료 100으로 제한된다. 옵션계약에 있어서 매수자의 권리는 형성권이다. 즉, 옵션계약의 매수자는 가격의 변화가 본인에게 유리한 방향으로 전개되어 이익이 분명한 경우는 동 옵션을 행사(exercise)할 권리를 갖는다. 그러나 옵션행사의 실익이 없거나 손실이 기대될 경우에는 행사의 의무가 없다. 즉 매수자의 입장에서 보면 옵션계약은 본인에게 유리할 때만 행사할 수 있는 형성권을 갖는 것이다. 매도자의 입장에서 보면 옵션계약은 매수인이 유리한 상황에서 하시라도(미국 식옵션) 또는 특정기간(유럽식옵션)에 동 옵션을 행사할 수 있는 형성권을 부여하는 대가로 옵션 프리미엄(option premium)을 수령한다.

이 관계는 [그림 4]와 [그림 4-1]에서 보이는 바와 같이, 보험계약자(옵션의 매수인)가 보험자(옵션의 매도인)에게 보험료(옵션프리미엄)를 지급하고 사고발생시(보험계약자에게 유리할 때) 보험금을 지급(옵션의 행사를 통한 이익)받는 구조와 유사하다.

(6) 옵션과 보험의 차이

옵션과 보험의 차이²¹⁾를 정리해 보면 아래의 <표 3>와 같이 요약된다.

(7) 옵션의 합성

옵션에 관한 이해와 선물·옵션의 합성에 대한 이해는, 매우 다양한 손익구조를 가진 파생상품을 이해하는 기본이 된다. 선물계약이나 현물계약은 매매가격을 기준으로 가격의 등락에 따라 손익이 결정되는 단순한 구조이다. 옵션계약에서는, 예컨대, 손실의 최대값은 확정(limited loss)하고, 기대수익의 최대값은 이론적으로 무한대(unlimited profit)로 하는 계약이 가능하다. 선물·옵션을 합성하면 매우 다양한 손익구조를 가진 계약이 창조된다.

선물이나 현물의 손익 구조는 단순하다. 즉 매매가 체결된 가격을 기준으로 가격이 상승하면 매수인은 이익이 발생하고 매도인은 손실이 발생하는 것이다. 한편 옵션계약은 매수인은 제한된 의무(limited liability)와 제한 없는 권리(unlimited potential)을 갖는 반면 매도인은 제한된 권리(premium)를 갖는 반대급부로 제한 없는 의무(unlimited liability)를 부담하는 보험계약과 유사한 손익 구조를 갖게 된다. 다른 한편 옵션과 옵션을 합성하거나 옵션과 선물을 합성하면 가격변동에 따라서 다양한 손익구조를 창출할 수 있다. 예컨대, 가격의 변동이 전혀 없는 경우에도 손익을 창출할 수 있으며, 가격이 일정한 범위를 벗어나지 않는 경우에도 손익 창출이 가능하다.

1) 합성매수(synthetic long)

예컨대, 동일한 행사가격(strike price)의 풋옵션을 매도(short put)하고, 콜옵션을 매수(long call)하면, 행사가격을 손익분기점(break even point)로 하는 합성매수포지션(synthetic long position)²²⁾이 창출된다.

2) 합성매도(synthetic short)

합성매수와는 반대로, 동일한 행사가격의 콜옵션을 매도하고, 풋옵션을 매수하면, 행사가격을 손익분기점으로 하는 합성매도포지션이 생성된다.

3) 스트래들(straddle)

우리는 흔히 손익이 발생하기 위해서는 가격의 변동이 선행되어야 한다고 생각한다. 옵션을 합성하면 이러한 일반적인 상식은 여지없이 무너진다. 옵션의 합성에서는 가격이 제 자리에 있으면 최대의 이익이 발생하는 손익 구조의 창출이 가능하다. 만기가 일치하고 행사가격이 동일한 콜옵션과 풋옵션을 동시에 매도하면 시장가격이 행사가격과 일치하는 경우에 최대의 이익이 발생한다. 이러한 옵션의 합성을 매도 스트래들(short straddle)이라 한다.

반대로 매수 스트래들(long straddle)의 경우에는 동일한 행사가격의 콜옵션과 풋옵션을 동

시에 매수하는 것이다. 매수 스트래들의 경우에는 예컨대, 프리미엄의 합이 20이라 하면, 가격이 20 이상 상승하거나 하락하면 이익이 발생한다. 그러나 가격의 등락이 만기까지 20을 초과하지 못하면 손실이 발생하는 구조이다.

4) 스트랭글(strangle)

스트래들은 동일한 행사가격의 콜과 풋을 합성한 것에 비하여, 스트랭글은 상이한 행사가격의 콜과 풋을 합성한 것이다.

예컨대, 행사가격 90 풋옵션을 프리미엄 10에 매도하고, 행사가격 110의 콜옵션을 프리미엄 10에 매도(매도 스트랭글: short strangle)하면 손익분기점은 각각 70과 130이 되며, 90에서 110의 구간에서는 최대이익 20이 발생하며, 70미만의 구간과 130 초과 구간에서는 손실이 발생하는 손익구조를 갖는 포지션이 창출된다.

매도 스트랭글의 대표적인 케이스는 LG금속 사건이다. LG금속은 막대한 양의 LME 알루미늄 및 전기동옵션의 매도 스트랭글 포지션을 보유하던 중, 가격의 급등락에 기인하여 거대 손실을 입었고 결국 지분의 50%를 일본 Nikko에 매각하였다.

III. 맺는 말

파생상품은 위험관리(hedge)를 주된 목적으로 고안되었다. 위험을 회피하고자하는 자가(보험계약자, hedger) 위험을 대가로 수익을 추구하는 자(보험자, market maker, speculator 등)에게 위험을 전가(risk transfer)하는 것이 파생상품 거래의 기본구조이다.

보험자가 거대위험에 대하여 재보험에 가입하는 것과 같은 이치로, 파생상품의 거래에 있어서도 위험의 규모가 큰 경우에는 시장조성자(market maker)가 이를 분할하거나 또는 전체로 시장에서 다른 상대방에게 위험을 분산(risk sharing) 또는 전가시키는 것이 일반적이다. 파생상품을 「미녀와 야수」(the beauty and the beast)에 비유하기도 한다. 파생상품은 자산유동화의 중요한 도구로서 경제에 순기능 제공함과 동시에 함정으로서의 위험도 있는 양면성이 있다. 예컨대 Cat Bond(대재해채권)의 경우, 위험분담에 자본시장을 참여시킴으로써 보험사로서는 감당하지 못하던 부분까지 위험관리가 가능하게 된 점에서 긍정적인 면이 크다 할 수 있다. 그러나 작금의 서브프라임 모기지 발 신용위기는 CDO(Collateralized Debt Obligation), CDS(Credit Default Swap) 등 파생상품을 매개로 한 자산의 유동화 및 위험분담구조의 구축이 오히려 시장전체를 위협하는 부정적인 면²³⁾을 보여주고 있다.

다수의 파생상품이 보험계약자와 보험자의 관계와 유사한 손익구조를 갖고 있다. 특히 옵션의 매도자의 지위는 보험자의 지위와 유사하다. 보험업법에는 보험자의 자격요건에 대하여 상세히 기술하고 있다. 그러나 장외옵션 매도인의 경우 그 지위는 보험자와 유사함에도 불구하고 제도적인 안전장치는 매우 미흡하다.²⁴⁾ 파생상품의 규율에 있어서도 보험업법 제1조의 「목적」과 동법 제3장 「보험회사」 法文들의 제정취지를 살펴보면 배울 점이 있을 것으로 생각된다. 특히, 투기목적의 장외옵션 매도인(naked OTC option writer)의 자격은 보험업법에서 보험자의 요건을 정한 것을 참고하여 제한할 필요가 있다.

쥬 참고문헌

고학수, “옵션이론을 응용한 (일부) 법원칙의 재해석,” 『법학연구』, vol.17, No.1(연세대 법학연구소, 2007).

김성태, “보험에 갈음하는 위험전가제도,” 『민사판례연구』, 제29집(2007.3).

김홍기, “장외파생상품거래의 법적 규제에 관한 연구,” 연세대 박사논문(2006.12).

김흥기, “파생상품과 보험규제,” 『법학연구』 (연세대 법학연구소, 2007).
박선중, “내재가치 미달가격 옵션계약의 효력,” 고려대학교 법무대학원 석사논문(2004.6).

Alastair Hudson, *The Law on Financial Derivatives*(4th Edition), London Sweet & Maxwell(2006).

Barry E. Adler, “A Theory of Corporate Insolvency,” 72 N.Y.U. Law Rev.(1997).

Joseph A. Grundfest, Peter H. Huang, “The Unexpected Value of Litigation: A Real Options Perspective,” 58 Stanford Law Review 1267(2005-2006).

Lucian Arye Bebchuk, “A New Approach to Corporate Reorganization,” Harvard Law Review, Vol. 101, No.4(Feb., 1988).

Mark J. Roe, “Bankruptcy and Debt: A New Model for Corporate Reorganization,” Columbia Law Review, Vol. 83, No. 3(Apr., 1983), pp.527-602.

Mark Klock, “Financial Options, Real Options, and Legal Options: Opting to Exploit Ourselves And What We Can Do About It,” 55 Alabama Law Review 63(2003).

Philippe Aghion, Oliver Hart, and John Moore, “The Economics of Bankruptcy Reform,” Journal of Law, Economics, & Organization, Vol.8, No.3(Oct., 1992).

<http://heinonline.org>

<http://links.jstor.org>

<http://www.krx.co.kr/index.htm>

The Korean Journal of Securities Law, Vol. 9, No. 1, 2008

Understanding of Financial Derivatives for Korean Jurists

Park, Sun Jong

ABSTRACT

The financial derivatives market is rapidly expanding. The legal disputes arising from the financial derivatives trades are becoming more common along with the market expansion. Therefore, it has come to be quite necessary for a jurist to understand the financial derivatives products. One distinctive nature of financial derivatives, however, is that it is structured based on the underbelly of rules and regulations. It might be quite hard for jurists because they are typically familiar with the interpretation of the existing rules and regulations.

This paper aims to explain the basic features of financial derivatives by using the terms familiar to jurists as much as possible. The scope of this study is intentionally limited to explain exchange traded futures and options. Firstly, it is a

kind of focusing Strategy to help readers easily understand the concept of derivatives. Secondly, in term of parties, exchange traded derivatives have a special feature such as Buyer - Exchange - Seller. Thirdly, if we can understand the synthetic positions which are made of the mixture of options or options and futures, we can easily grasp financial derivatives concepts even if they look very complicated.

This paper explains starting from the Purchase and Sales Contract in Korean Civil Code that is intimate to Korean jurists to Futures Contract by contrasting the homogeneous features and heterogeneous features of both contracts. This paper also explains starting from Insurance Contract in Korean Commercial Code that is intimate to Korean jurists to Options Contracts by contrasting the homogeneous features and heterogeneous features of both contracts.

Some of the major unfortunate events in financial derivatives market arose from either abuse of leverage or virtually writing options. In case of the exchange traded options, the option seller's risks could be somewhat controlled by the exchange margin on a daily basis. In case of the OTC market, the option seller's risks could not be controlled by anyone except for the seller herself.

There are similarities between the option seller's position and insurer's position because both of them are exposed to the unlimited risks. The insurer is regulated by Insurance Business Act in Korea. I would like to suggest that the OTC option seller would be regulated by financial authorities. We could get some hints from Insurance Business Act on regulating the OTC option sellers.

Key words : financial derivatives, futures, options, insurance, contract, insurance business act

1) 파생상품은 파생금융상품을略한 것이다. 이는 상품선물의 경우에도 결국 금융상품이므로, 파생상품을 파생금융상품과 동의어로 사용하는 것이다. 이하에서는 파생금융상품을略하여 파생상품으로 표기한다.

2) 김인호, “파생상품 위험에 주목하는 이유,” 한국경제신문, 2008년 2월 27일, A38면 한경플라자 기고문.

3) “all financial derivatives products are based on variants of the option,” Alastair Hudson, The Law on Financial Derivatives(4th Edition), London Sweet & Maxwell, 2006, 제15면.

4) 타당치 않은 부분으로는 예컨대, 선물계약을 기초자산으로 선물옵션이 파생상품인 경우, 옵션을 합성하면 선물계약과 같은 손익구조(synthetic long 또는 synthetic short)를 창출할 수 있지만, 둘의 관계를 후술하는 바와 같이 어머니와 아들의 관계로 볼 때에 아들이 어머니를 낳을 수는 없다는 점이다.

5) 제5조 (파생상품) ① 이 법에서 “파생상품”이란 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 계약상의 권리를 말한다.

1. 기초자산이나 기초자산의 가격·이자율·지표·단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등에 의하여 산출된 금전등을 장래의 특정 시점에 인도할 것을 약정하는 계약

2. 당사자 어느 한쪽의 의사표시에 의하여 기초자산이나 기초자산의 가격·이자율·지표·단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등에 의하여 산출된 금전등을 수수하는 거래를 성립시킬 수 있는 권리를 부여하는 것을 약정하는 계약

6) 대표적인 원유선물은 NYMEX(New York Mercantile Exchange)의 WTI(West Texas Intermediate)이다.

7) 파생상품의 종류에 관하여 간략하고도 포괄적으로 기술한 자료로는 김흥기, “장의파생상품거래의 법적 규제에 관한 연구,” 연세대 박사논문, 2006. 12, 33-44면 참조.

8) 매매계약은 주로 물건을 객체로 하는 것이 현실이지만, 정확히 말하면 권리(소유권, 채권 등)를 매매하는 것이다. 그러나 이 글에서는 선물과의 비교를 위하여 매매계약의 객체를 “현물”로 표현하였다.

9) “선물거래는 불특정 다수가 참여하기 때문에 거래상대방의 신용을 파악하지 못한 상태에서 매매가 이루어진다. 선물거래의 참여자가 안심하고 매매하기 위해서는 모든 거래의 계약이행(결제)을 보증할 제3자가 필요하다. 이런 역할을 하는 기관이 청산소이다.”; <http://www.krx.co.kr/index.html>, 알기 쉬운 증권선물시장, 선물시장의 특징, 2008년 3월 23일 검색.

10) “선물거래에서는 매수자와 매도자가 직접거래하는 것이 아니라 매수자와 매도자 사이에 청산소가 개입하여 거래상대방이 되어 주는 것이다. 즉, 매도자에게는 거래 상대방인 매수자가 되어주고, 매수자에게는 매도자가 되어 줌으로서 거래 상대방의 신용상태(결제이행 능력 여부)에 대하여 염려할 필요 없이 안심하고 매매할 수 있다.”; <http://www.krx.co.kr/index.html>, 알기 쉬운 증권선물시장, 선물시장의 특징, 2008년 3월 23일 검색.; 한편, “신흥증권과 현대증권 사안”(상세는 박선종, 내재가치 미달가격 옵션계약의 효력, 고려대학교 법무대학원 석사논문(2004) 참조)에서 신흥증권은 부당이득의 당사자로 거래소가 아닌 현대증권을 상대로 소송을 제기하였다. 생각건대, 장내파생상품의 거래에 있어서 이행의 위험을 부담하는 측면에서는 분명 거래소가 모든 매수인과 매도인에 대하여 당사자가 된다. 그러나 거래소는 가격변동에 따른 이익을 추구하거나 또는 위험을 부담하는 측면에서는 당사자가 아닌 중개자의 역할을 하고 있다. 이 점이 양 당사자간의 매매계약과 다른 점이다. 구체적으로 표현하자면 거래소는 “이행위험을 담보하는 특별한 당사자”로 볼 수 있다. 다른 한편, 거래소는 당사자라기보다는 보증인(민법 제428조)과 유사한 성격도 있다. 그러나 거래소는 첫째, 증거금을 징구함으로써 사실상 보증인이 부담하는 보증채무의 위험을 부담하지 아니한다는 점 둘째, 보증채무에 있어서 보증인이 대위변제한 경우 주채무자에 대하여 구상권을 행사하는 구조(민법 제442조)와 다르다는 점에서 보증인과 다르다. 필자는 거래소를 당사자로 보되 그 내용 상 특별함이 있는 “특수당사자”로 보는 것이 옳을 것으로 생각한다.

11) 민법상 매매는 원칙적으로는 자기 물건을 매매하는 것이나, 타인의 권리의 매매에 관하여도 규정하고 있다(민법 제569조). 그러나 민법 제570조의 내용은 매도인이 타인위 권리를 이행기 이전에 취득하지 못하는 경우에는 매수인이 계약을 해제할 수 있도록 규정하고 있는바, 이는 결국 우리 민법상 매매계약에서는 선물계약에 존재하는 공매도가 사실상 불가능한 것으로 생각한다.

12) 실제에 있어서는 목적물의 현물인도(physical delivery)에 갈음하여 현금정산(cash

settlement)하는 예가 흔하다.

13) 선물매매계약에 있어서 민법상 매매의 효력(민법 제568조) 발생시기는 이행기로 볼 수 있다. 민법 제568조 제1항은 매매의 효력에 대하여 “매도인은 매수인에 대하여 매매의 목적물이 된 권리를 이전하여야 하며 매수인은 매도인에게 그 대금을 지급하여야 한다”고 규정하고 있다.

14) 청산소는 모든 선물계약의 상대방에 대하여 정산가격을 기준으로 일일정산을 시행한다. 증거금은 통상 당해 종목의 가격이 1일간 변동할 수 있는 통계적 최대값으로 결정된다. 여기서는 증거금을 \$10로 가정한다.

15) 김성태 교수는 “보험에 갈음하는 위험전가제도,” 민사판례연구 제29집, 2007.3, 제995면에서 leverage effect를 ‘손실확대효과’로 표현하고 있다. 통상 재무학에서는 leverage effect를 ‘지렛대 효과’로 표시한다. leverage effect의 내용면에서 살펴보면 단순히 직역하여 ‘지렛대 효과’라고 하기보다는 ‘손실확대효과’로 번역하는 것이 훨씬 정확하다. 동 논문의 문맥에서는 ‘손실확대효과’가 정확한 번역이었다. 그러나 leverage effect는 손실만을 확대시키는 것이 아니라 이익도 확대시키는 효과가 있으므로 ‘손익확대효과’로 번역하면 조금 더 일반화된 표현이 될 것으로 생각된다. 이 글에서는 ‘레버리지 효과’로 표기한다.

16) 파생상품의 특징으로서 부외거래를 설명한 논문은 김성태, 전제논문 제100면 참조.

17) 네팅에 관한 상세한 설명은 김홍기, “장외파생상품거래의 법적 규제에 관한 연구,” 연세대 박사논문, 2006. 12, 257면 이하 참조.

18) 옵션의 원리를 응용하여 일부 법원칙의 재해석을 시도하는 논문으로는, 고태수, 옵션이론을 응용한 (일부) 법원칙의 재해석, 법학연구 vol.17, No.1(연세대 법학연구소, 2007), 31-57면; 동 논문에서 소개된 유용한 관련 자료들은 다음과 같다; (1) Mark J. Roe, Bankruptcy and Debt: A New Model for Corporate Reorganization, Columbia Law Review, Vol. 83, No. 3. (Apr., 1983), pp. 527-602, available at <http://links.jstor.org/sici?sici=0010-1958%28198304%2983%3A3%3C527%3ABADANM%3E2.0.CO%3B2->; (2) Lucian Arye Bebchuk, A New Approach to Corporate Reorganization, Harvard Law Review, Vol. 101, No. 4.(Feb., 1988), pp. 775-804, available at <http://links.jstor.org/sici?sici=0017-811X%28198802%29101%3A4%3C775%3AANATCR%3E2.0.CO%3B2->; (3) Philippe Aghion; Oliver Hart; John Moore, The Economics of Bankruptcy Reform, Journal of Law, Economics, & Organization, Vol. 8, No. 3.(Oct., 1992), pp. 523-546, available at <http://links.jstor.org/sici?sici=8756-6222%28199210%298%3A3%3C523%3ATEOBR%3E2.0.CO%3B2->; (4) Barry E. Adler, A Theory of Corporate Insolvency, 72 N.Y.U. Law Rev.(1997), available at <http://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/nylr72&id=1&size=2&collection=journals&index=journals/nylr>; (5) Joseph A. Grundfest, Peter H. Huang, The Unexpected Value of Litigation: A Real Options Perspective, 58 Stanford Law Review 1267(2005-2006), available at <http://www.heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/stflr58&id=1&size=2&collection=journals&index=journals/stflr>; (6) Mark Klock, Financial Options, Real Options, and Legal Options: Opting to Exploit Ourselves And What We Can Do About It, 55 Alabama Law Review 63(2003) 86-94,

available at <http://www.heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/bamalr55&id=1&size=2&collection=journals&index=journals/bamalr>.

19) 옵션의 매수인은 후술하는 ITM인 경우에 형성권을 행사하는 것이 일반적이므로 동 콜 옵션의 경우 이해의 편의를 위하여 ‘낮은 가격’으로 표현하였다. 풋옵션의 매수인은 ITM인 경우에 형성권을 행사하면 시장가격 대비 ‘높은 가격’에 목적물이 처분이 가능하다. 실무에 있어서는 시장의 유동성(liquidity) 등의 사정에 기하여 ATM 혹은 OTM의 경우에 형성권을 행사하는 경우도 있다. 銀 시장에서 헌터형제의 사건(Hunter Brothers Case in Silver Market)이 대표적인 사례이다.

20) 동 사건에 관한 상세한 설명은 박선중, “내재가치 미달가격 옵션계약의 효력,” 고려대학교 법무대학원 석사논문(2004. 6) 참조.

21) 김홍기 교수는 “파생상품과 보험규제,” 법학연구, 연세대 법학연구소(2007)에서 파생상품과 보험의 異同을 상세히 비교하고 있다. 필자는 여러 파생상품 중에서 “실질적 내용(손익구조)에 있어서 옵션에 해당하는 파생상품”만이 보험계약과 비교의 대상으로 적합하다고 생각한다.

22) 합성매수나 합성매도 포지션을 설정하는 이유는 예컨대 선물옵션의 경우, 선물의 매수 가격 또는 매도가격과 콜옵션과 풋옵션의 합성포지션으로 설정된 매수가격 또는 매도가격이 차이를 보이는 경우가 있는바, 이 경우 차익거래(arbitrage)가 가능한 것을 들 수 있다.

23) 최근 월가 5대 투자은행의 하나인 베어스턴스가 서브프라임 모기지발 신용위기의 희생자가 되었고, 제2의 베어스턴스 공포가 시장에 확산되고 있다. 베어스턴스의 몰락도 근원은 무리한 레버리지의 사용으로 요약된다.; 매일경제신문 2008년 3월 18일 A4면 기사.

24) 예컨대 콜옵션 매도인의 경우, 두 가지로 나누어 생각해 볼 수 있다. 첫째, 단순 투자(speculative)목적의 콜옵션매도인이다. 이는 현물 매수포지션 없이 콜옵션매도포지션만 보유하고 있는 경우이다. 이를 “naked call writer”라 한다. naked writer는 기초자산의 가격 변동에 따라 무제한의 위험에 노출된다. 둘째, 헤지(Hedge)목적의 콜옵션매도인이다. 이를 “covered call writer”라 한다. 즉, 현물매수포지션을 보유한 상황에서 동 현물에 대한 콜 옵션을 매도하였다면, 이는 이행기에 현물가격이 폭등하더라도 결국 옵션 프리미엄에 상당하는 금원만큼 높은 가격에 현물을 처분한 효과가 있게 되고, 이행기에 기초자산의 가격이 계약체결 시 대비, 같거나, 낮은 때에는 수취한 옵션프리미엄 만큼 이익이 발생할 뿐이다. 즉, 무제한의 위험에 노출되는 것이 아니다. 그러므로 규제의 필요가 없는 것으로 본다. 이 글에서 주장하는 옵션매도인에 대한 규제의 필요성은 “무제한의 위험에 노출되는 naked writer에만 해당”하는 것임을 밝힌다. 한편, 장내옵션의 경우, 매도인은 거래소(청산소)에 증거금을 납입하므로, 위험관리가 상당부분 제도적으로 해결되고 있다. 요컨대, 필자는 “장외옵션의 naked writer에 국한”하여 규제의 필요성을 주장하고 있다.