

先物去來制度的 導入과 各國의 法制動向

崔 星 根

1. 先物去來制度的 導入必要性

보유하고 있는 資産의 價格變動에 대한 危險을 회피하기 위한 수단으로 등장한 先物去來는 현재 現物市場의 매출액을 상회한 정도로 크게 확대되고 있다. 선진각 국에서는 先物去來를 保有資産의 價格變動危險回避, 源料의 安定的 確保 및 商品의 適正分配를 비롯한 부동산·증권에 이은 새로운 투자수단으로 널리 이용하고 있다.

先物去來(futures trading)란 特定商品의 特定數量에 대하여 현재 去來所에서 결정된 價格으로 장래 特定日에 매수 또는 매도할 것을 약정하는 契約을 말한다. 자본주의경제체제下에서 商品의 價格은 市場의 價格調節機能에 의해 당해 市場에서의 수요와 공급에 따라 결정되고, 이와 같이 정해진 價格은 分配의 기준으로서 역할을 한다. 그러나 현실적으로 市場의 價格調節機能은 장래 商品의 價格에까지는 그 영향을 미치지 못하므로 장래 商品의 價格변동에 대한 위험은 여전히 남게 되며, 이는 곧 중·장기적인 生産계획을 세우는데 장애요인으로 작용하게 된다. 이러한 價格變動의 危險을 극복하기 위하여 등장하게 된 것이 장래의 매매가격을 현재의 시점에서 확정하는 先物去來制度인 것이다. 즉 先物去來는 장래의 매매가격을 미리 확정 시킴으로써 價格이 상승하든지 또는 하락하든지 간에 영향을 받지 않고 일정한 수입 또는 지출을 확보할 수 있도록 한다.

先物去來의 嚆矢를 1600년대 일본 오오사카에서 행해졌던 미곡증서의 거래로 소급하여 추정하는 문헌도 있으나, 일정한 先物去來所에서 확립된 先物去來方式에 의하여 先物去來가 시작된 것은 1848년 미국 시카고상품거래소에서의 先物去來로 보

는 견해가 지배적이다.¹⁾ 이후의 선물거래는 주로 농·축산물, 광물류 등 實質商品을 대상으로 발전하여 오다가, 1972년 시카고상품거래소에서 通貨先物을 취급하기 시작하면서 통화·금리·주식 등의 金融商品에 대한 先物去來가 實質商品에 대한 先物去來보다 그 규모가 더 크게 되었다.

우리나라에는 현재 先物市場이 개설되어 있지 아니하며 단지 1974년부터 한정적으로 해외의 先物市場을 통하여 先物去來를 하고 있는 실정이다. 수출위주의 경제정책이 불가피하며 농산물·공산품뿐만 아니라 주식·금리·외환 등의 큰 폭의 가격등락으로 만성적 경제불안을 겪고 있는 우리나라의 경우, 특히 원자재의 수급조절과 상품가격의 안정성 확보를 위하여 先物去來制度의 도입이 요망되는 바, 이와 관련하여 關聯法制의 整備가 선행되어야 할 것이다.

2. 各國의 法制動向

先物市場은 現物市場에 비하여 상대적으로 投機者의 역할이 크기 때문에 先物去來秩序가 자유경쟁체제下에서 원활히 유지되고 불공정한 거래행위가 제거되도록 하기 위하여는 시장참여자들에 대한 보다 강도높은 規制가 불가피하다. 이와 함께 보유하고 있는 資産의 價格變動의 危險回避 즉 헤징(hedging)을 목적으로 하는 순수한 投資者에 대한 保護措置 및 救濟節次가 구비되어야 함은 물론, 先物去來 본래의 취지를 살릴 수 있도록 先物市場의 育成方案도 關聯法規의 내용으로 담겨져야 할 것이다.²⁾

先物市場에 대한 規制는 政府機關에 의한 公的 規制와 先物去來所 또는 協會 등에 의한 自律的 規制로 구분된다. 미국의 경우 독립된 聯邦規制機關으로서 商品先物去來委員會(Commodity Futures Trading Commission ; CFTC)를 설치하여 投資者를 保護하고 去來를 公正하게 집행한다는 관점에서 去來所와 市場參加者 및 清算機關을 규제하고 있다. 반면에 영국과 일본의 경우는 政府의 規制가 비교적 약하고 오히려 각 去來所의 自律的 規制가 강한 편이다.

商品先物이 商品去來所에서 거래되는 것은 예외가 있을 수 없으나, 金融先物은 나라에 따라 ①미국과 같이 金融商品도 ‘상품(commodity)’의 하나로 보아 기존의 商品去來所에서 거래하는 나라, ②영국과 같이 기존의 商品去來所와는 별도로 설립한 金融先物去來所에서 거래하는 나라, ③일본과 같이 기존의 商品去來所에서 거래

1) 한국증권거래소, 「先物 및 옵션 去來制度」, (한국증권거래소, 1988), 21~22면; 先物去來協會, 「先物去來(Futures & Options)」, (先物去來協會, 1990), 16~22면.

2) Howard Schneider, "Regulation of Futures Trading", *Handbook of Financial Markets*, (Illinois ; DOW JONES-IRWIN, 1980), pp.701~703 참조.

하지 아니할 뿐만 아니라 金融先物의 대상이 되는 現物의 종류에 따라 거래소를 달리하여 채권 및 주가지수에 대한 先物去來는 기존의 證券去來所에서 거래하고 금리 및 통화에 대한 先物은 金融先物去來所를 새로이 설립하여 거래하는 나라 등 차이가 있다.

1) 美 國

미국에서 先物去來所가 처음 설립된 것은 1848년이었으며, 현재 옵션상품을 상장 거래하고 있는 일부 證券去來所를 제외하고 순수하게 先物 및 先物옵션商品만을 거래하고 있는 商品去來所는 10여개가 있다. 이들 去來所를 비롯한 市場參加者들은 1936년의 商品去來法과 1974년의 商品先物去來委員會法 및 1978년의 先物去來法에 의한 規制를 받고 있으며, 구체적으로는 독립적인 聯邦規制機關인 商品先物去來委員會가 이를 시행하고 있다.³⁾

1936년 商品去來法(1936 Commodity Exchange ACT)은 1929년 공황의 여파로 投機抑制 뿐만 아니라 投資者保護의 필요성이 대두됨에 따라 1922年 穀物先物法의 改正法으로 제정되었다. 이러한 改正法은 우선 규제범위를 면화와 곡물뿐만 아니라 거의 모든 농산물로 그 범위를 확대하였다. 또한 投資者保護라는 개정취지에 따라 先物去來業者들도 규제기관인 농수산부에 등록하도록 하였으며, 先物去來業者가 고객의 자금을 별도의 계정에서 관리하도록 하고 價格操作 또는 詐欺行爲에 대하여는 刑事處罰을 과하도록 규정하였다. 한편 投機行爲를 억제하기 위하여 헤지(hedge)목적이 아닌 전적으로 투기목적인 先物去來에 대하여는 去來限度를 두었으며, 市場의 活性化를 위하여 先物去來所는 現物去來가 이루어지는 장소에만 설립할 수 있도록 한 규정을 완화함으로써 現物去來와 先物去來가 별개의 장소에서 행해질 수 있는 여지를 마련하였다. 1936年 商品去來法은 1968년에 큰 폭의 改正이 있었던 바, 그 주요골자는 규제품목을 확대하고 去來所에 대한 規制를 강화하는 한편 投資者保護를 더욱 두텁게 하는 것이었다.

이후 1974년에 商品去來法의 改正法으로서 商品去來委員會法(1974 Commodity Futures Trading Commission ACT)이 제정되었다. 이 法에서는 우선 '商品(commodity)'의 개념정의방식을 한정열거주의에서 포괄열거주의로 변경하고 현재 先物去來의 대상품목으로 취급되고 있는 것 또는 장래 先物去來의 대상이 될 것도 전부

3) Futures Industry Association, Futures Trading Course Book, (Washington D.C.; Futures Industry Association, 1988), pp. 150~151; 한국증권학회, 「신상품도입 타당성조사」, (한국증권학회, 1990.12), 254~256면 참조.

‘商品’이라는 개념에 포함시켰다. 또한 先物去來委員會法은 지금까지의 先物去來規制機關이었던 농산부산하의 商品去來廳(Commodity Exchange Authority)을 폐지하고 先物去來의 일원적인 監督을 위하여 대통령직속인 ‘商品先物去來委員會(Commodity Futures Trading Commission ; CFTC)’를 창설하여, 증권의 先物去來에 관하여 포괄적인 규제권한을 가진 證券去來委員會(Security Exchange Commission ; SEC)와 마찬가지로의 準司法的 權限을 가진 獨立的인 정부기관으로서의 지위를 부여하였다⁴⁾.

1978년의 先物去來法(1978 Futures Trading Act)은 州政府에 대하여 보다 많은 權限을 부여하고 있다. 先物去來法에 의하면 州政府은 先物去來에 적용되는 法律上의 要件을 포함한 商品去來法の 規定(provision) 또는 CFTC의 規則(rule), 規定(regulation) 기타 命令(order)의 違反에 대하여 聯邦法院에 訴訟을 제기할 權限을 가진다. 다만 CFTC가 지정한 去來所와 CFTC로부터 認可를 받은 場內仲介人(floor brokers)은 州政府의 管轄權으로부터 배제된다. 더욱이 1982년과 1986년 先物去來法の 改正으로 州政府은 商品去來法の 不正防止(anti-fraud)規定 또는 CFTC에 의하여 제정된 不正防止規則의 違反에 대하여 州法院에 제소할 수 있는 등 그 權限이 대폭 확대되었다.

(2) 英 國

영국에는 1877년에 런던金屬去來所(LMG)가 설립된 이래 國際金融去來所(LIFFE)등 총 10개의 先物去來를 하는 去來所가 있다. 금융 및 증권분야에서는 일찍부터 自律的 規制에 맡겨 왔던 전통에 따라 1986年 金融서비스法(1986 Financial Services Act)이 제정되기 이전까지는 成文法에 의한 정부의 규제가 없었으며, 현재에도 自律的 規制가 전체 규제의 상당부분을 차지하고 있다.⁵⁾ 다만 1986년 Big Bang이라 불리는 金融改革의 일환으로 先物去來는 成文法에 의한 규제를 받게 되었다. 金融서비스法에 따라 무역산업부(Department of Trade and Industry) 산하 정부기관인 證券投資委員會(Securities Investment Board ; SIB)가 모든 종류의 투자업무를 감독하게 되었다.

金融서비스法은 투자업무를 하는 경우에 대한 免許 기타 行政規制 등을 정한 法으로서 去來所의 운영 및 조직에 관한 규정은 없고 다만 去來所를 認可할 수 있는

4) Ibid., p. 150.

5) 高橋 弘, 「イギリスの先物・オプション市場」, (東洋經濟新報社, 1990), 11~13面.

법적 근거만을 두고 있을 뿐이다. 이에 따라 기존의 證券去來所와 先物去來所가 認可받은 投資去來所(Recognized Investment Exchange ; RIE)로 되었으며, 기존의 清算會社들이 認可받은 清算會社(Recognized Clearing Houses ; RCH)로 되었다. RIE나 RCH로 인가를 받으면 金融서비스法에서 요구하는 번잡한 보고업무에서 면제되게 되어 있어, 실제로 영국의 去來所들은 거의 自律的 規制를 하고 있는 실정이며 去來所에서 商品을 결정하는 것도 去來所의 자율에 맡겨져 있다.⁶⁾

(3) 日 本

일본에는 현재 20여개의 去來所가 있으며 여타의 나라들과는 달리 대부분이 1품목 단일거래소의 형태를 취하면서 先物去來가 이루어지고 있다. 先物去來關聯法規에 있어 일본이 다른 나라와 구별되는 두드러진 특징은 商品先物과 金融先物, 그리고 金融先物은 다시 有價證券先物과 협의의 金融先物로 나누어지고 각기 성격이 다른 별개의 去來所에서 거래되며 각기 별개의 法律에 의하여 규제되고 있다는 점이다.

먼저 商品先物去來는 商品去來所에서 행하여지고 있으며, 1894년(明治26년)에 제정되어 수차례 걸쳐 개정된 去來所法에 의하여 규제되고 있다. 規制機關은 去來所法이 제정된 이래로 商工省에서 규제하여 오다가 1941년부터 관할권이 大藏省으로 이관되었다.⁷⁾

金融先物去來에 있어 債券과 株式 및 株價指數先物 등 유가증권과 관련된 先物은 證券去來所에서 거래된다. 일본은 1943년 證券去來所法の 제정으로 去來所法에서 證券去來에 대한 규제를 분리시키고, 1947년에 證券去來法이 제정되고 1948년에 全面改正(통상 1948년 성립으로 취급)된 이래로 1985년에 債權先物去來가 도입되기 이전에는 證券去來法을 기초로 有價證券의 實物去來만 행해졌었다. 즉 1985년 證券去來法의 一部改正으로 비로소 國債를 대상품목으로 하는 金融先物去來가 출범하게 된 것이다. 金融先物去來에 있어 有價證券先物去來 이외의 金利 및 通貨에 대한 협의의 金融先物去來는 金融先物去來所에서 거래되며, 1988년에 제정된 金融先物去來法에 의해 규제되고 있다.

3. 우리나라의 關聯法制整備方向

현재 국내에서는 先物去來가 허용되고 있지 아니하지만,⁸⁾ 國內居住者 또는 法人의 海

6) 上掲書, 115~119面.

7) 堀口 豆, “わが國における先物取引法の形成と問題點”, 「判例タイムズ」, 第701號, (判例タイムズ社, 1989.9.10), 6~7面.

外商品去來所를 통한 先物去來는 1973년 제 1 차 석유과동을 계기로 허용되고 있다. 이는 석유과동에 이은 세계적인 자원과동으로 인하여 원자재의 해외의존도가 높은 우리나라의 기업들이 큰 타격을 입었으며, 이에 따라 原資材의 安定的 確保와 價格安定이란 측면에서 海外商品去來所를 통한 先物去來를 허용한 것이다.

최근들어 농산물 및 원자재의 가격, 주가, 금리, 환율 등의 가격변동폭이 커지면서 제조업자, 기업가, 기관투자자 및 개인투자자 등이 가격변동으로 인한 많은 손해를 보았기 때문에 先物去來 등을 통한 가격헤지수단에 대한 국내수요가 크게 증대하여 왔다.

우리나라의 경우 先物去來에 관한 經濟分野에서의 연구는 政府經濟部處(경제기획원, 재무부, 상공부, 농수산부, 동력자원부 등), 韓國開發研究院(KDI), 證券去來所, 韓國銀行 기타 經濟研究所 등에서 '80년대초부터 진행하여 현재 先物去來制度의 導入 必要性 및 妥當性에 대한 검토를 마친 상태이다. 한편 關聯法制에 관한 研究에 있어서는 證券去來所(주로 有價證券先物去來) 및 경제기획원산하 調達廳(주로 商品先物去來)에서 2,3년내의 去來所 開設을 목표로 하여 外國의 立法例를 모델로 關聯法案을 작성하는 등의 움직임을 보이고 있으나,⁹⁾ 法的 觀點에서의 구체적인 접근 즉 規制對象, 規制範圍, 規制機關, 投機抑制, 救濟節次 등 投資者保護措置, 商事關係法 또는 經濟關係法과의 연관성 기타 法的問題에 관한 심도있는 연구는 거의 행해지고 있지 아니한 실정이다.

先物市場에는 投機的 要素가 개입되는 것은 자명하나 지나친 投機를 배제할 수 있는 制度的 裝置가 수반될 경우, 미래가격의 예시기능, 가격변동위험의 헷지기능, 투기자금의 흡수기능, 현물거래의 유동성제고기능, 새로운 투자수단의 제고기능 등 先物去來의 긍정적 기능을 극대화할 수도 있을 것이다. 현재의 추세로 보면 우리나라와 경쟁하고 있는 資本主義國家들은 물론 사회주의국가인 중국을 비롯하여 동구 제국들까지도 先物去來制度의 도입을 서두르고 있는 실정임에 비추어 볼 때, 우리나라에서의 도입시기는 다소 늦은 감이 있다.

先物去來制度를 도입함에 있어 먼저 생각하여야 할 점은 先物去來에 관한 기본법적 성격을 갖는 一般法規의 제정이 선행되어야 한다는 점이다. 이와 같은 先物去來法을 바탕으로 去來種類別로 중복을 피하면서 商品先物去來法과 金融先物去來法을 제정함이 관련법규의 통일적 운용이란 측면에서 적절할 것이다. 規制機關의 형태는

8) 證券去來法은 제73조에서 證券去來所가 先物市場을 개설할 수 있도록 규정하고 있고, 제94조에서는 별도로 업무규정을 정할 수 있도록 되어 있어 先物去來가 法的으로 가능하나 현재 실시되고 있지는 아니하다.

9) 1991년 5월 6일자 每日經濟新聞, 1991년 5월 3일자 韓國經濟新聞 참조.

전술한 바와 같이 政府에 의한 公的 規制와 自律的 規制로 대별되는데, 金融業에 있어 自律的 規制의 전통이 일천한 우리나라의 경우 先物去來의 規制를 去來所나 協會 등에 의한 自律的 規制에 맡길 수는 없는 일이며 公的 規制가 주축이 되어야 할 것이다. 또한 公的 規制에 있어서도 現先一致라고 기존의 원칙에 구애됨이 없이 특정한 단일의 行政機關에 의한 통일적 규제를 하는 것이 規制의 效率性이란 측면에서 바람직할 것이다.