

FX마진거래제도 개선방안

2010. 7.

연 구 위 원

박 철 호



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

序 言

외환시장은 그동안 달러은행들의 시장으로 인식되어 왔으나, 2000년대에 들어서면서부터 헤지펀드, 연기금, 보험회사 등을 비롯한 비달러 금융기관들의 레버리지 및 분산투자가 활발해지면서 시장참여자들의 스펙트럼이 다변화되는 추세를 보여 왔다. 특히 전자거래플랫폼과 인터넷의 발달은 소매투자자들의 외환투자를 확산시키는 촉매제로 작용하였다.

FX마진거래는 소매투자자들이 외환달러를 거래상대방으로 하여 외환에 직접 투자하는 거래로서 일찍이 일본 등에서는 저금리 통화를 매도하고 고금리 통화를 매입하여 금리차익을 획득하는 이른 바 캐리트레이드의 수단으로 널리 활용되어 왔다. 뿐만 아니라 글로벌 금융위기를 전후로 외환변동성의 확대, 주식·채권 등의 전통적인 투자수단들의 성과 부진, 그리고 전반적인 금리하락 등이 이어지면서 새로운 대안투자수단으로서도 각광받고 있다. 개인투자자들이 기관투자자들을 모방하여 투자상품의 구성을 비주식관련 상품으로 확대해 나가는 것은 포트폴리오 분산차원에서 자연스러운 변화과정이라 할 수 있다. 또한 FX마진거래와 같은 차액결제방식의 거래는 거래자체의 단순함과 편리함 때문에 향후 다양한 금융투자상품들에 대해 더욱 폭넓게 활용될 것으로 전망된다.

그러나 FX마진거래는 전문적인 식견이 부족한 개인투자자들이 많은 레버리지를 사용할 수 있는 상품으로 투자에 따른 위험성 또한 타 상품에 비해 훨씬 높은 것이 사실이다. 아울러 그 역사가 아직 일천한 까닭에 국내외를 막론하고 거래가 활성화되는 과정에서 여러 가지 문제점들이 나타나고 있다. 국내의 경우만 하더라도 유사수신행위, 해외

외환딜러들의 무인가 온라인영업, 그리고 투자자들의 해외 외환딜러들과의 직접거래 등이 심심찮게 발생하고 있는 실정이다.

소매외환거래제도는 미국과 일본 등 선행 도입국가에서도 여전히 크고 작은 시행착오를 거치면서 발전하고 있는 제도이다. 본 보고서는 이러한 발전과정을 체계적으로 조사·분석하여 국내 FX마진거래의 문제점들과 그 원인을 진단하고, 나아가 상품특성에 관한 논의를 통해 현행 FX마진거래제도의 바람직한 개선방안을 제시하고 있다. 아무쪼록 본 보고서가 FX마진거래에 대한 시장참여자들의 이해를 돕고 관련제도의 안정적인 정착과 발전에 도움이 되기를 기대해 본다.

본 보고서의 작성을 위해 노고를 아끼지 않은 본 연구원의 박철호 연구위원에게 감사의 뜻을 표한다. 또한 지정 논평을 맡아 유익한 논평을 해주신 김재민 연구위원과 원고정리를 위해 수고해주신 양미희 연구조원에게도 감사드린다. 끝으로 본 보고서의 내용은 연구자 개인의 의견이며 본 연구원의 공식 의견이 아님을 밝혀 둔다.

2010년 7월

자본시장연구원

원장 김 형 태

목 차

Executive Summary	viii
Abstract	xiv
I. 서론	3
II. FX마진거래의 개념과 거래구조	7
1. FX마진거래의 개념	7
2. 거래구조 및 특징	10
III. 국내외 FX마진거래 현황	23
1. 미국	23
2. 일본	32
3. 한국	40
IV. FX마진거래의 상품특성에 관한 논의	61
1. CFTC vs. Zelener 소송사건	61
2. CFTC vs. Erskine 소송사건	66
3. 시사점	72
V. FX마진거래제도 개선방안	77
1. 상품분류	77
2. 상품명세	83

참고문헌	91
------------	----

표 목 차

<표 II-1> 통화조합별 일평균거래량	9
<표 II-2> 상위 20개 국제 달러은행들의 외환시장 점유율	12
<표 II-3> 전세계 외환거래량 규모	13
<표 II-4> 해외 소매외환달러들의 FX마진거래량 규모	14
<표 II-5> FX마진거래와 선물거래의 비교(국내)	16
<표 II-6> KOSPI 200 지수와 주요 통화 수익률간의 상관관계	17
<표 III-1> 미국 FDM들의 조정순자본 현황	28
<표 III-2> 일본의 FX마진시장 비중	34
<표 III-3> 도쿄금융거래소(TFX)의 FX마진거래량 추이	39
<표 III-4> 거래형태별 국내 일평균 외환거래 규모	44
<표 III-5> 시장참여자별 FX마진거래량 추이	45
<표 III-6> 손실 계좌 현황	46
<표 III-7> 반대매매 계좌 현황	46
<표 III-8> 시장참여자별 손익 규모 현황	47

그 립 목 차

<그림 II-1> FX마진 거래구조	10
<그림 III-1> 일본의 장외 FX마진거래량 추이(분기별)	33
<그림 III-2> 일본의 FX마진투자자들 및 IMM 도매 투자자들의 순포지션 변화와 달러/엔 환율과의 관계	36
<그림 III-3> 국내 FX마진거래량 추이(분기별)	43

약 어 표

BIS	Bank for International Settlements
BOJ	Bank of Japan
CEA	Commodity Exchange Act
CFD	Contract for Difference
CFMA	Commodity Futures Modernization Act of 2000
CFTC	Commodity Futures Trading Commission
CME	Chicago Mercantile Exchange
CRA	CFTC Reauthorization Act of 2008
FCM	Futures Commission Merchant
FDM	Forex(Foreign Exchange) Dealer Member
FFAJ	Financial Futures Association of Japan
FINRA	Financial Industry Regulatory Authority
FOREX	Foreign Exchange
FSA	Financial Services Agency
IMM	International Money Market
NDF	Non-Deliverable Forwards
NFA	National Futures Association
OSE	Osaka Securities Exchange
PWG	President's Working Group
RFED	Retail Foreign Exchange Dealer
SEC	Securities and Exchange Commission
SESC	Securities and Exchange Surveillance Commission
STP	Straight-through-Processing
TFX	Tokyo Financial Exchange

《 Executive Summary 》

국내 FX마진거래제도는 미국 및 일본의 제도를 기초로 도입되었으나, 이후 외국제도의 중요한 변화에도 불구하고 추가적인 준비가 이루어지지 않아 여러 가지 문제점들이 발생하고 있다. 본 보고서의 목적은 국내 FX마진거래제도의 문제점들과 그 배경을 살펴보고 합리적인 개선방안을 제시하는데 있다. 이를 위해 국내외 제도와 현황을 조사·분석하고 FX마진거래의 상품특성과 관련하여 미국의 규제당국과 금융회사들 간에 발생했던 소송사건들을 논의한 후, 이에 기초해 제도개선 방안을 제시한다.

1. FX마진거래의 개념과 거래구조

FX마진거래는 장외(off-exchange)에서 증거금(margin) 또는 레버리지(leverage)를 이용해 외환딜러와 소매고객 간에 이루어지는 외환거래를 말하며, 통상 거래당사자들 간에 포지션을 취한 시점과 청산시점의 가격차액을 교환하는 차액결제방식으로 정산된다.

FX마진거래 시장은 유동성이 풍부한 시장으로 하루 24시간 동안 인터넷을 통해 거래되며, 포지션의 만기가 없어 투자자가 원하는 시점에 자유로운 청산 및 롤오버(rollover)가 가능하다. 최근 들어 FX마진거래는 전통적인 투자수단들(주식, 채권)에 대한 대안투자수단으로 각광받고 있으며, 일종의 금리차익거래라 할 수 있는 캐리트레이드의 수단으로 활용되기도 한다.

FX마진거래에서 해외 소매외환딜러들은 국제 딜러은행들(dealer banks)로부터 유동성을 공급받아 최유리가격(best bid/ask prices)에 일정 거래비용을 더한 호가를 국내 금융투자회사(증

권회사 및 선물회사)를 통해 투자자들에게 제공한다.

2. 국내외 FX마진거래 현황

가. 미국

미국에서는 「상품거래소법」하의 감독기관인 상품선물거래위원회(CFTC)가 선물회사(또는 소매외환중개회사)와 소매고객들 간에 일어나는 모든 외환거래(선물, 장내외 옵션, FX마진거래 등)를 감독·규제하고 있다. 은행, 투자은행, 증권회사 등의 금융기관들도 관련법과 규제기관의 감독 하에서 FX마진거래 매매 및 중개업무를 영위할 수 있으나, 은행을 제외한 대부분의 소매외환딜러들은 CFTC에 등록하고 미국선물협회(NFA)의 회원인 선물회사들(FCMs)이다. 미국시장의 일평균거래량은 약 1,000억달러에 이르는 것으로 추정되고 있다.

2008년 6월 미국 의회는 기존의 「상품거래소법」을 개정하여 소매외환거래에 대한 CFTC의 규제 및 감독 권한을 확대·강화하였다. CFTC는 외환딜러들이 충분한 자본건전성을 유지하도록 자본금 요건을 강화하였고, 증거금으로 명목거래가치의 1% 이상을 수취하도록 요구하고 있다. 최근 CFTC는 「상품거래소법」이 부여한 권한에 따라 FX마진거래에 대한 새로운 법령을 제정하였으며, 특히 현재의 레버리지 비율(100:1)을 대폭 축소해 10:1로 제안하였다.

국내 투자자들에게 호가를 제공하고 있는 외환딜러들이 대부분 미국소재 회사들임을 감안할 때 이러한 제안이 그대로 시행될 경우 국내 FX마진거래 시장의 추가적인 위축이 불가피할 전망이다.

나. 일본

일본의 FX마진거래는 「금융상품거래법」에 의해 장외파생상품으로 분류되고 있으며, 금융감독청(FSA)에 의해 감독·규제된다. 일본의 장내외 FX마진거래 일평균거래량은 약 900억달러에 이르고 있다. 특히 뉴질랜드 달러나 호주 달러에 대한 엔캐리트레이드 등에 힘입어 지속적인 거래량 증가를 시현하고 있다.

금융투자회사들이 FX마진 매매 및 중개업무를 영위하기 위해서는 제1종 금융상품거래업자로 등록해야 한다. FSA는 현행 1%의 증거금률을 2010년 8월부터 2%로, 2011년 8월부터 4%로 상향시킬 예정이다. 최근 들어, 일본에서는 장내 FX마진거래가 도입되어 활성화되고 있다. 도쿄금융거래소(TFX)는 2008년 10월 기존의 14개 엔화표시상품들 외에 11개 이중통화상품들을 추가로 상장하였으며, 오사카증권거래소(OSE)도 2009년 7월 9개 FX마진상품을 상장하였다.

일본은행(BOJ)의 실증분석 자료에 따르면, FX마진거래 투자자들은 단기적으로 강세통화를 매도하고 약세통화를 매수하여 시장의 추세에 역행하는 포지션을 취함으로써 시장변동성을 감소시키는 역할을 하는 것으로 나타났다.

다. 한국

FX마진거래는 자본시장법하에서 장내파생상품으로 분류되고 있다. 거래대상은 원화를 제외한 이중통화조합이며, 거래단위는 기준통화 100,000단위이다. 금융투자회사는 투자자로부터 거래단위당 \$5,000 이상을 위탁증거금으로 받아야 하고 유지증거금 수준은 위탁증거금의 60% 이상에 상당하는 금액이다.

시장규모는 2009년 기준 일평균 약 20억달러 수준으로 2007년 하반기 이후부터 급격한 증가세를 보여 왔다. 그러나 2009년 9월부터 증거금이 인상됨에 따라 증권회사들의 시장참여에도 불구하고 거래량은 다시 큰 폭으로 감소하였다. 국내 투자자들의 대부분은 FX마진거래에서 손실을 보고 있는 것으로 나타났다.

국내 거래제도의 문제점은 FX마진거래가 선물거래처럼 “장내 파생상품거래”로 분류됨에 따라 금융투자회사들이 중개업무만을 영위할 수밖에 없고 원화표시거래가 허용되지 않는 등 상품명세가 유연하지 못하다는데 있다. 금융투자회사들의 업무영역이 축소됨으로써 해외 외환딜러들과의 형평성 문제가 제기되고 있으며, 거래단계의 증가와 상품명세의 경직성은 투자자들의 거래비용 증가와 적법하지 않은 해외 직접거래 확대 등의 문제를 초래하고 있다. FX마진거래와 관련된 유사수신행위나 각종 사기사건에 대해 예방차원의 지속적인 모니터링도 요구된다.

3. FX마진거래의 상품특성에 관한 논의

미국의 FX마진거래에 대한 규제 및 감독 권한은 장내 선물·옵션시장을 규제하고 있는 CFTC가 가지고 있다. 그러나 FX마진거래에 대한 CFTC의 감독관할권은 상품정의와 관련하여 제기된 두 소송사건들(CFTC vs. Zelener 및 CFTC vs. Erskine 소송)에 의해 심각한 도전을 받게 되었다.

두 소송에서 CFTC에 의해 피소된 피고인들은 자신들이 행한 FX마진거래가 “선물거래”가 아니라고 주장한 반면, CFTC는 해당 거래가 실물인수도 없이 이루어졌으며 포지션의 롤오버(rollover),

증거금 거래, 반대매매에 의한 포지션 청산 등이 가능했기 때문에 「상품거래소법」의 규제를 받지 않는 현물계약(spot contracts) 또는 선도계약(forward contracts)으로 간주될 수 없다고 주장하였다.

양 재판부는 현물거래를 롤오버하거나 반대매매에 의해 청산한다고 해서 선물거래가 되지는 않는다고 보았으며, 대체가능한(fungible) 동일한 계약을 매매하는 선물거래와는 달리 FX마진거래는 거래가격, 거래단위(또는 거래량), 결제일이 각기 다르다고 판단하였다. 또한 해당 거래가 계약시점에 결정된 가치에 근거하지 않고 매도시점에 결정된 시장가치에 의해 청산된다는 점을 들어 CFTC의 주장을 수용하지 않았다. 즉, 선물계약과 선도계약을 구분하는데 있어서 계약의 표준화와 대체가능성, 그리고 기초현물상품 형태의 거래가 아닌 계약 형태의 거래인지 여부를 결정적인 기준으로 삼았다.

결과적으로, CFTC vs. Zelener 재판부는 FX마진거래를 “그 형식상 48시간 내에 인수도를 목적으로 하는 현물거래”로, 그리고 CFTC vs. Erskine 재판부는 선도계약으로 간주하였으며, 따라서 CFTC는 FX마진거래에 대해 「상품거래소법」하의 감독관할권을 갖지 못한다고 판시하였다. 그러자 규제공백을 우려한 미국의회는 2008년 「상품거래소법」을 개정하여 상품의 정의와 관계없이 선물회사들의 모든 소매외환거래를 CFTC가 규제할 수 있도록 조치하였다. 미국에서 발생한 소송사건들 및 법개정 사례는 FX마진거래를 장내파생상품으로 분류하고 있는 국내제도 또한 상품의 본질적인 특성이 적절히 반영되도록 수정되어야 함을 시사한다.

4. FX마진거래제도 개선방안

먼저 상품의 특성과 일치하지 않는 자본시장법상의 FX마진거래에 대한 분류를 재고하여 FX마진거래를 장외파생상품거래로 분류하는 안을 검토할 필요가 있다. 다만, 현행 제도는 일반투자자들로 하여금 위험회피 목적으로만 장외파생상품 거래를 할 수 있도록 제한하고 있으므로 소매고객을 대상으로 하고 결제위험이 거의 없는 장외외환거래에 대해서는 일반투자자들이 투기목적으로도 거래를 할 수 있도록 예외 규정을 마련할 필요가 있다.

이 경우 장외파생상품 투자매매업 면허를 가진 금융투자회사들은 자연스럽게 FX마진거래 매매업무를 취급할 수 있으며, 국제 달러은행들로부터 유동성을 직접 공급받아 투자자들에게 보다 유리한 호가를 제공해 줄 수 있다. 그렇게 함으로써 투자자들의 거래비용 감소와 함께 투자성과의 개선, 적법하지 않은 해외 직접거래의 방지 효과를 기대해 볼 수 있다.

다음으로 원화통화조합 거래의 허용을 검토하고 소액단위의 거래가 가능하도록 거래단위를 제약하지 않아야 한다. 비록 해외 사례이긴 하나 자국통화표시거래는 통념과는 달리 환율변동성을 완화시키는 역할을 하고 있고, 헤지거래나 캐리트레이드를 가능하게 하며, 현물환시장의 활성화를 통해 경제규모에 비해 협소한 국내 외환시장을 확대하는 데에도 기여할 수 있을 것으로 전망된다. FX마진거래에 대한 상시적인 모니터링 체계가 갖추어져 있고 비상상황 시 시장전체의 포지션을 관리할 수 있는 유효한 정책수단(예컨대, 레버리지 비율의 조정)이 있으므로, 원화표시거래의 허용에 대해 과도한 우려를 할 필요는 없다고 본다.

— « **Abstract** » —

**Improvement of the Regulatory Scheme for Off-Exchange
Retail Foreign Exchange Transactions**

Since inception in 2005, off-exchange retail foreign exchange transactions (also called FX or forex margin trading) in Korea have increased dramatically. In particular, trading volume in 2008 jumped by 540% compared to the previous year. The popularity of the FX margin trading is due to high volatility in the FX market, poor performance of traditional assets such as stocks and bonds, and low interest rates, all of which are associated with the recent global financial crisis.

However, the vast majority of retail investors' accounts incurred huge losses and experienced margin shortages in a very short period of time. This led regulatory authorities to strengthen regulations on FX margin trading in order to protect retail investors. They raised margin requirements from 2% to 5%, and encouraged domestic FCMs to provide investors with bid/ask prices from multiple forex dealers.

Unlike regulatory schemes in the U.S. and Japan, there are two major flaws in the domestic scheme for off-exchange retail FX transactions. One is that financial investment companies (FICs) such as securities firms and FCMs cannot engage in the FX dealing business because leveraged retail FX transactions are

classified into “exchange-traded” derivatives in the Financial Investment Services and Capital Markets Act (hereafter “the Act”). Since FICs are only allowed to conduct brokerage businesses through the U.S. or Japanese forex dealers, retail investors pay unreasonably high transaction costs in terms of bid-ask spreads. If FICs receive bid-ask prices directly from the inter-bank market as overseas forex dealers do, they may be able to lower transaction costs for investors.

The other major flaw is that investors are not allowed to trade the Korean won (KRW)–denominated currency pairs but cross-currency pairs. This policy aims to prevent domestic and foreign investors from speculating against the KRW and curb KRW exchange rate volatility. According to the Bank of Japan, however, FX margin traders tend to take positions against short-term market directions, and therefore may help reduce exchange rate volatility. Moreover, with KRW–denominated currency pairs, investors can easily perform carry trades and hedge against adverse moves in foreign exchange rates.

For FICs to play as forex dealers, it is necessary to define off-exchange retail foreign exchange transactions as an OTC derivative product in the Act. At the same time, the Act, which currently permits retail investors to trade OTC derivatives only for the purpose of hedging, needs to be modified so that retail forex trading can be conducted for both speculative and hedging purposes. In addition, the regulations for financial investment businesses should be modified so investors can trade

KRW—denominated currency pairs. This will not only enhance investors' convenience, control, and profitability of FX margin trading, but it may also help decrease exchange rate volatility.

1. 서론

I. 서론

- 레버리지(leverage)를 이용한 소매외환거래인 FX마진거래는 2005년 국내에 도입되었으며, 2007년 하반기 이래 거래량의 급격한 증가를 보여 왔음
 - 해외에서는 FX마진거래업무를 주로 선물회사들이 취급함에 따라, 국내 관련법에서도 FX마진거래를 “유사해외선물거래”로 규정하여 선물회사들로 하여금 중개업무를 취급할 수 있도록 함
 - 거래량 급증의 배경으로는 낮은 증거금 수준, 편리한 인터넷거래, 전통적인 자산군에 대한 대안투자수단으로서의 유용성 등을 들 수 있음
 - 거래량의 급증과 함께 유사수신행위 등 FX마진거래를 이용한 불법거래가 증가하게 되자 금융당국은 2009년 9월부터 규제를 강화하였으며, 그 여파로 근래 들어 거래량은 다소 부진한 모습을 보이고 있음

- 국내 FX마진거래제도는 미국 및 일본의 제도를 기초로 도입되었으나, 이후 외국제도의 중요한 변화에도 불구하고 추가적인 정비가 이루어지지 않아 많은 문제점들이 발생함
 - 특히, 외국 관련법들에서는 FX마진거래를 장외파생상품 또는 별도의 외환투자상품으로 구분하고 있는데 반해, 국내에서는 과거 「선물거래법」에 이어 현행 자본시장법에서도 FX마진거래를 장내파생상품으로 분류

4 FX마진거래제도 개선방안

- 이에 따라 해외 선물회사들은 일정규모의 자본금 요건을 충족할 경우 외환 딜링업무(투자매매업)를 영위할 수 있는 반면, 국내 금융투자회사들은 자본시장법 시행 이후에도 자본금 규모에 관계없이 여전히 위탁중개업무만을 영위
- FX마진거래와 관련된 금융투자회사의 업무영역이 제한됨에 따라, 국내투자자들은 결과적으로 높은 거래비용을 지불해 왔으며, 이를 회피하기 위해 외국 딜러들과의 직접거래 등 적법하지 않은 거래 양상도 나타남
- 또한, 이종통화만을 거래대상으로 하는 FX마진거래는 가격예측과 거래수행의 복잡성으로 인해 투자자들의 손익에 부정적인 영향을 미치고 있으며, 헤지거래나 캐리트레이드(carry trades)와 같은 경제적으로 유의미한 거래들을 원천적으로 제약함

□ 본 연구에서는 국내외 FX마진거래 제도와 현황을 살펴보고, FX마진거래의 특성과 관련하여 미국의 규제당국과 금융회사들 간에 있었던 소송사건들을 논의한 후, 이를 바탕으로 국내 제도의 개선방안을 제시하고자 함

- 결론적으로 FX마진거래는 대체가능한(fungible) 계약(contract)의 매매라기보다는 외환이라는 상품의 매매이므로 자본시장법에서 이를 장내파생상품으로 분류하는 것은 적절하지 않으며, 별도의 외환투자상품 또는 장외파생상품으로 분류할 필요가 있음
- 아울러 최근의 국내 외환유동성 위기는 외환수급구조의 불균형에 기인하고 있는 만큼 시장의 쏠림현상을 완화하기 위해서는 개인들의 원화거래를 포함, 다양한 경제주체들이 외환시장에 참여할 수 있는 여건을 조성해 나가야 함

II. FX마진거래의 개념과 거래구조

1. FX마진거래의 개념
2. 거래구조 및 특징

II. FX마진거래의 개념과 거래구조

1. FX마진거래의 개념

□ FX마진거래는 장외(off-exchange)에서 증거금(margin) 또는 레버리지(leverage)를 이용해 외환딜러와 소매고객 간에 이루어지는 외환 거래를 말함

— 증거금: 고객이 외환딜러에게 예치하는 거래이행 보증금

- 미국선물협회(National Futures Association: NFA)는 외환딜러들로 하여금 주요 선진국 통화조합에 대해서는 명목거래가치의 최소 1%, 그리고 기타 통화조합에 대해서는 최소 4%의 증거금을 예치 받도록 규제하고 있음
- (예): 100,000 단위의 미국달러/유로 조합을 매수하기 위해 필요한 최소증거금은 \$1,000인 반면, 미국달러/멕시코페소에 대한 최소증거금은 \$4,000임
- 외환딜러란 소매고객들을 대상으로 외환상품을 매매하는 거래상대방 회사를 말함

— 장외거래: 주식시장이나 선물시장처럼 정형화된 거래소를 통하지 않고 거래당사자들 간의 직접적인 협상 또는 거래 일방이 제공하는 전자거래플랫폼에 의해 거래가 체결되는 방식

— 소매고객: 미국의 「상품거래소법」(Commodity Exchange Act: CEA)은 소매고객을 일정 규모(1,000만달러) 이하의 자산을 가진 개인이나 중소기업으로 정의하고 있음

- 국내에서는 일반투자자를 지칭하는 것으로 해석할 수 있음

8 FX마진거래제도 개선방안

- 결제방식: 일반적으로 두 가지 방식, 즉 거래당사자들 간에 포지션을 취한 시점과 청산시점의 가격차액을 교환하는 차액결제 형태의 정산방식과 외환의 실물인수도(physical delivery) 방식을 통해 결제가 이루어지나 선물거래처럼 대부분의 거래는 차액결제방식으로 정산됨

□ FX마진거래의 대상은 두 통화 조합이며, 주요 선진국 및 신흥국들의 통화를 포괄함

- 통화조합을 거래하는 것이므로 통화조합을 구성하고 있는 두 통화 가운데 한 통화의 매수와 다른 통화의 매도가 동시에 일어남
- 달러/유로, 달러/엔, 달러/파운드 등 선진국 통화조합들의 유동성이 풍부(<표 II-1> 참조)

□ 거래단위

- 해외의 경우, 통상적인 소매거래단위인 100,000 단위(예를 들어, \$100,000/€)외에도 미니규격인 10,000 단위, 마이크로규격인 1,000 단위의 상품이 제공되고 있으며, 외환달러에 따라서는 최대 1,000만 단위 내에서 자유롭게 거래단위를 선택할 수 있도록 편의를 제공하고 있음

<표 II-1> 통화조합별 일평균거래량

(단위: 10억달러, %)

통화조합	2001		2004		2007	
	거래량	비중	거래량	비중	거래량	비중
미국 달러/유로	354	30	503	28	840	27
미국 달러/엔	231	20	298	17	397	13
미국 달러/영국 파운드	125	11	248	14	361	12
미국 달러/호주 달러	47	4	98	5	175	6
미국 달러/스위스 프랑	57	5	78	4	143	5
미국 달러/캐나다 달러	50	4	71	4	115	4
미국 달러/스웨덴 크로네	na	na	na	na	56	2
미국 달러/기타 통화	195	17	295	16	572	19
유로/엔	30	3	51	3	70	2
유로/파운드	24	2	43	2	64	2
유로/스위스 프랑	12	1	26	1	54	2
유로/기타 통화	21	2	39	2	112	4
기타 통화조합	26	2	42	2	122	4
전체 통화조합	1,173	100	1,794	100	3,081	100

주 : 거래량은 현물, 선도, 스왑거래를 모두 포함한 것임

자료: Bank for International Settlements(BIS), 2007. 4

- 국내 투자자들이 낸 주문은 국내 금융투자회사를 통해 해외 외환딜러에게 전달되어 체결되고, 통상적으로 해외 외환딜러는 고객에게 매수/매도한 포지션과 반대되는 헤지포지션을 딜러은행들과 체결
- 체결된 주문은 다시 국내 금융투자회사를 통해 고객에게 통보
- 환율의 변동으로 고객계좌에 손실이 발생하여 고객의 계좌잔액이유지증거금 수준(일반적으로 개시증거금의 50%) 이하로 내려갈 경우, 외환딜러는 추가증거금을 허용하지 않고 즉시 반대매매를 통해 고객의 포지션을 청산하며, 나머지 증거금을 고객에게 반환
- 시장이 급변할 때에는 호가 스프레드(bid-ask spreads)가 확대되어 매우 불리한 가격에서 거래가 체결될 수 있으며, 극단적인 경우 고객이 계좌에 예치한 원금을 초과(음의 계좌잔액)하여 손실이 발생할 수도 있음

□ 시장참여자

- 국제 딜러은행: 주로 은행간시장(inter-bank market)에서 활동하는 대형 상업은행 및 투자은행들을 말하며 Deutsche Bank, UBS, Barclays, Capital, RBS, Citi 등이 있음 (<표 II-2> 참조)
- 해외 소매외환딜러: 소매고객들의 직접적인 거래상대방(counter-party)으로서 FX마진거래를 영업으로 하는 금융기관(은행, 증권회사, 선물회사 등)
 - 미국의 경우 소매외환영업을 하고 있는 일부 국제 딜러은행들(Deutsche Bank, Citi 등)과 상품선물거래위원회(Commodity Futures Trading Commission: CFTC)에 등록된 미국선물협회(NFA) 회원 중 일정규모 이상의 자본금 요건을 충족시킨 선

물회사(Futures Commission Merchants: FCMs)나 소매외환딜러들(Retail Foreign Exchange Dealers: RFEDs)이 이에 해당됨

- 규제집행기관인 미국선물협회(NFA) 규정에서는 외환딜러회원(Forex Dealer Member: FDM)으로 정의되고 있음

<표 II-2> 상위 20개 국제 딜러은행들의 외환시장 점유율

2009년 순위	2008년 순위	금융기관	시장 점유율(%)
1	1	Deutsche Bank	20.96
2	2	UBS	14.58
3	3	Barclays Capital	10.45
4	5	RBS	8.19
5	4	Citi	7.32
6	6	J.P. Morgan	5.43
7	7	HSBC	4.09
8	9	Goldman Sachs	3.35
9	14	Credit Suisse	3.05
10	13	BNP Paribas	2.26
11	10	Morgan Stanley	1.95
12	11	Bank of America	1.94
13	18	Société Générale	1.73
14	12	Dresdner Kleinwort	1.27
15	21	State Street	0.94
16	24	Standard Chartered	0.85
17	19	RBC Capital Markets	0.78
18	17	Calyon	0.63
19	16	ABN Amro	0.62
20	15	Merrill Lynch	0.54

자료: Euromoney, 2009. 5

- 국내 금융투자회사: 해외선물영업 면허를 취득한 증권회사 및 선물회사
- 국내 소매고객

나. 주요 특징

□ 풍부한 유동성

- BIS(2007)의 통계에 따르면, 글로벌 장외 외환시장의 일평균거래량은 약 3.2조달러로, 그 중 FX마진거래와 관련된 현물환거래가 차지하는 비중은 약 1조달러에 달함
- 이 중 현물환가격을 기초로 한 소매거래라 할 수 있는 FX마진거래 규모는 일평균 2,000억달러 내외로 추정

<표 II-3> 전 세계 외환거래량 규모

(단위: 10억달러)

	1998	2001	2004	2007
현물환(Spot)	568	387	631	1,005
선물환(Outright Forwards)	128	131	209	362
FX 스왑	734	656	954	1,714
보고 오차	60	26	106	129
합계	1,490	1,200	1,900	3,210

자료: BIS, 2007. 4

<표 II-4> 해외 소매외환딜러들의 FX마진거래량 규모

(단위: 10억달러)

외환딜러	월별 거래량	일별 거래량
FXCM	560	28.0
Oanda	400	20.0
Gaitame (Japan)	350	17.5
Saxo Bank	225	11.3
Gain	200	10.0
GFT	175	8.8
ACM	150	7.6
PFG Best	85	4.3
IBFX	80	4.0
Alpari	60	3.0
IG Group	60	3.0
FXOpen	55	2.8
CMC	50	2.5
MIG	49	2.5
Ikon GM	40	2.0
Easy Forex	21	1.1
AvaFX	5	0.3
합계	2,565	128.3

주 : 해외 외환딜러들이 공식 또는 비공식적으로 보고한 거래량을 취합한 것이며, 기관 간 거래량도 일부 포함되어 있음. 미국지역 외 중개회사 및 딜러들의 거래량은 일부만 포함되어 있으며, 은행들의 소매외환거래량은 제외됨

자료: Greenberg(2009)

□ 거래의 편리성 및 유연성

— 매 영업일마다 24시간 동안 인터넷을 이용해 거래할 수 있음

- 최근에는 공휴일에도 호가를 제공하는 해외 외환딜러들이 있어 7일 24시간 거래가 가능

- 선물계약과 달리, 포지션의 만기가 없으며 자유로운 청산 및 롤 오버(rollover) 가능
 - 만기가 없으므로, 선물거래처럼 많은 레버리지(leverage)를 이용할 수 있으면서도 투자자가 원하는 시점까지 포지션을 유지할 수 있음
 - 투자자의 미결제 포지션은 대부분 현물을 인수도하는 것 없이 반대매매를 통해 청산되며, 당일 청산되지 않은 포지션은 고객의 동의하에 (자동적으로) 다음 영업일로 롤오버됨
 - 반대매매에 대한 결제일(settlement day)은 현물거래의 경우처럼 반대매매 후 2 영업일 이내
 - FX마진거래에서 롤오버는 현물환 포지션의 결제(또는 청산)를 연장하는 것이므로 롤오버 시점에서부터 금융(이자)비용 또는 수익이 발생하게 되며, 매도한 통화를 빌려서 매입한 통화를 예금하는 것과 같은 효과를 갖게 됨¹⁾
 - 따라서 투자자는 롤오버 시점부터 여·수신 금리차이와 같은 스왑포인트(swap points = 매입통화금리 - 매도통화금리)를 지불하거나 지불받을 수 있음
- 장외상품의 특성을 반영하여 외환딜러에 따라서는 투자자들이 선호하는 포지션 규모(예를 들어 \$1,859,482)를 정확히 설정할 수 있으며, 실물인수도의 요구도 가능(해외의 경우에 한함)
 - 투자자는 거래상대방인 외환딜러의 허용 여부에 따라 최대 1,000만 단위 내에서 포지션의 규모를 자유롭게 설정할 수 있으며, 투자자가 원할 경우 실물 외환의 인수도도 가능

1) 대조적으로, 보유비용이론과 이자율평가이론에 따라 어떤 시점에서의 선물 가격에는 만기까지의 잔여기간 동안에 대해 두 통화 간의 금리차이가 선반영되어 있음

<표 II-5> FX마진거래와 선물거래의 비교(국내)

구 분	FX마진거래	선물거래
거래대상	다수의 이중통화조합	달러/원, 유로/원, 엔/원
거래단위	100,000 단위	10,000 단위
거래시간	제한 없음	제한적
증거금률(개시/유지)	\$5,000(약 5%)/ \$3,000(약 3%)	기본예탁금 1,500만원 4.5%/3%(달러선물)
결제월(만기)	없음	있음
실물인수도	불가능	가능
가격제한폭	없음	기준가격±4.5%
이자 수익/비용	있음	없음

- 주: 1) 외국(미국, 일본 등) 제도에서는 거래대상과 거래단위를 특정하고 있지 않으나, 국내 FX마진거래제도는 거래대상과 거래단위를 각각 이중통화조합과 10만 단위로 제한하고 있음
- 2) 외국에서는 고객이 원할 시 실물인수도가 가능하며, 국내의 경우 FX마진거래에 대해 실물인수도와 관련된 명시적인 제약은 없으나 「금융투자회사의 영업 및 업무에 관한 규정」에서 “유사해외통화선물거래에 관한 위험고지”는 실물인수도가 일어나지 않음을 전제하고 있음

□ 대안투자 및 (금리)차익거래 수단으로서의 유용성

- 일반적으로 외환 수익률은 전통적인 투자수단들인 주식이나 채권 수익률과 낮은 상관관계를 보이며, 따라서 외환투자는 주식 등에 대한 대안투자수단으로 이용될 수 있음(<표 II-6> 참조)
- FX마진거래는 또한 금리차이(interest rate differentials)나 환율의 추세(trends)로부터 수익을 얻기 위해 저금리 통화를 빌려 고금리 통화를 매수하는 캐리트레이드(carry trades)의 수단으로도 널리 사용되고 있음(Galati and Heath, 2007)

<표 II -6> KOSPI 200 지수와 주요 통화 수익률간의 상관관계

	엔/달러	유로/달러	파운드/달러	달러/원	KOSPI 200
KOSPI 200					1.00
달러/원				1.00	0.00
파운드/달러			1.00	-0.03	-0.05
유로/달러		1.00	0.81	-0.02	-0.07
엔/달러	1.00	-0.51	-0.45	0.08	0.14

주 : 사용된 자료는 2001년 1월부터 2009년 6월까지의 환율과 지수의 종가임
 자료: 한국은행, 한국거래소

— 최근에는 헤지펀드를 비롯한 금융기관 투자자들이 알고리즘 트레이딩(algorithmic trading)을 이용하여 선물시장과 FX시장에 광범위하게 참여하고 있음

- 알고리즘 트레이딩(algorithmic trading)이란 컴퓨터 알고리즘(프로그램)을 활용하여 주문 시간, 가격, 수량 등을 결정하는 거래기법을 말하며, 시장충격비용(market impact costs)과 거래전략의 노출로부터 발생할 수 있는 리스크를 감소시키기 위해 대량거래를 여러 번의 소량거래로 나누어, 투자자의 인위적인 간섭을 배제한 채, 전자적으로 주문을 실행하는 방법을 일컬음
- 이와 같은 고빈도거래(high frequency trading)는 기계적인 매매기법을 사용하므로 전자거래플랫폼을 이용하는 모든 거래에 적용될 수 있으며, 시장조성, 시장 간 스프레드거래, 차익거래, 추세추종 투기거래 등을 포함한 각종 투자전략으로 활용됨

다. 거래 예시

□ 예시 1(포지션을 당일 청산하는 경우)

- 2010년 4월 27일(화요일): 투자자 A는 향후 미국달러화(USD) 대비 유로화(EUR) 가치가 하락할 것으로 예상하고 개시증거금으로 자기계좌에 5,000달러를 예치한 후 100,000 EUR/USD를 매도
 - 매도환율은 EUR/USD = 1.3745였고, 100,000유로에 상응하는 달러 매도금액은 137,450달러
- 이 포지션을 위해 필요한 개시증거금 및 유지증거금 수준은 각각 5,000달러와 3,000달러임
 - 국내의 경우 증거금은 거래금액에 대한 비율의 형태가 아닌 고정된 달러금액으로 부과되고 있으며, 따라서 달러화 대비 기준통화의 가치에 따라 증거금률은 변동
 - 예를 들어 위 거래의 증거금률은 3.64%(= 5,000/137,450)임
- 같은 거래일에 투자자 A는 EUR/USD 환율이 크게 하락하자 이익 실현을 위해 기존 포지션을 청산. 즉, 100,000 EUR/USD를 매수
 - 매수환율은 EUR/USD = 1.3690였으며, 100,000유로에 상응하는 달러 매수금액은 136,900달러
- 거래수익 = \$137,450 - \$136,900 = \$550
- 만약 투자자 A가 예상한 바와 달리 EUR/USD 환율이 상승했다면, 손실이 발생하게 됨
 - 특히 EUR/USD 환율이 계속 상승하여 손실액이 2,000달러를 초과한 경우(즉, 투자자 A의 계좌잔액이 유지증거금 수준인 3,000달러 미만으로 감소한 경우) 마진콜(margin call)이 발생하게 되며, 현재의 미결제 포지션은 고객의 동의를 구하는 것 없이 자동적으로 반대매매를 통해 청산됨

□ 예시 2(포지션을 당일 청산하지 않은 경우)

— <예시 1>에서 만약 투자자 A가 EUR/USD 매도포지션을 당일 결제시간 내에 청산하지 않고 롤오버(rollover)하여 다음날인 수요일에 청산하였다면, A의 계좌에서는 진입포지션의 결제일 직후부터 이자수익이나 이자비용이 발생하기 시작함

- 화요일에 취한 포지션의 결제일은 목요일이므로, 목요일 결제 시간 후부터 청산한 포지션의 결제일인 금요일까지의 하루치 이자가 계산됨

— 예를 들어, 투자자들이 유로화(매도통화)에 대해 지불해야 하는 금리가 연 4%이고 달러화(매수통화)에 대해 수취하는 금리가 연 2%라고 한다면

- 수요일에도 1.3690 EUR/USD 환율로 포지션을 청산할 수 있었다고 가정할 경우, 거래수익은 다음과 같이 계산됨:

$$\begin{aligned}
 \text{거래수익} &= (\$137,450 - \$136,900) \\
 &\quad - [100,000 \text{ EUR} \times 0.04 \div (1/360)] \\
 &\quad + [137,450 \text{ USD} \times 0.02 \div (1/360)] \\
 &= \$550 - 11.11 \text{ EUR} + \$7.64 \\
 &= \$550 - \$15.22 + \$7.64 \\
 &= \$542.42
 \end{aligned}$$

(이자 계산일은 1년 360일 기준이며, 유로화는 포지션 결제일의 종가환율 1.3700 EUR/USD를 적용하여 달러화로 환산됨)

— 만일 투자자 A가 수요일에 매도포지션을 취하고 이를 목요일에 청산했다면, 진입한 포지션의 결제일은 금요일이고 청산한 포지션의 결제일은 월요일(토, 일요일 제외)이 되므로 토, 일, 월요일의 3일치 이자가 계산됨

20 FX마진거래제도 개선방안

- 포지션 진입일이 수요일을 제외한 나머지 요일들인 경우, 진입일 바로 다음날 포지션을 청산했다면 하루치의 이자만 계산됨

III. 국내외 FX마진거래 현황

1. 미국
2. 일본
3. 한국

Ⅲ. 국내외 FX마진거래 현황

1. 미국

가. 관계법령 및 규제기관

- 미국에서는 「상품거래소법」(CEA) 하의 감독기관인 상품선물거래위원회(CFTC)가 선물회사(또는 소매외환중개회사)와 소매고객들 간에 일어나는 모든 외환거래(선물, 장내외 옵션, FX마진거래 등)를 관할
 - 미국선물협회(NFA)는 CFTC로부터 일부 권한을 위임받아 FX마진거래와 관련된 규정을 제정하고, 소매외환중개회사들의 재무건전성 및 거래의 투명성 감독, 등록, 공시, 투자자 보호 업무 등을 관할
 - 은행, 투자은행, 증권회사, 보험회사, 금융지주회사 등의 금융기관들도 관련법과 규제기관의 감독 하에서 FX마진거래 매매 및 중개업무를 영위할 수 있으나, 은행을 제외한 대부분의 소매외환딜러들은 CFTC에 등록하고 NFA의 회원인 선물회사들(FCMs)임

나. 시장현황 및 거래제도

- 시장규모
 - FX마진거래는 장외거래이므로 공식적인 거래규모의 집계는 이루어지지 않고 있음

- 다만, 달러 및 중개회사들에 의해 보고되는 자료에 따르면 미국 시장의 일평균거래량은 약 1,000억달러에 이르는 것으로 추정되고 있음(<표 II-4> 참조)

□ 2008년 6월 미국 의회는 CFTC Reauthorization Act of 2008(CRA: 또는 Farm Bill)을 제정하여 기존의 「상품거래소법」을 개정

- CRA의 주요 제정 목적은 CFTC를 2013년까지 재인가해주기 위한 것이었으나, 부가적으로 그동안 논란이 되어온 소매외환거래에 대한 CFTC의 규제 및 감독 권한을 확대·강화함

□ FX마진거래에 대한 규제와 관련하여 가장 핵심적인 「상품거래소법」의 개정 내용은 CFTC가 Zelener 및 Erskine과의 소송에서 패소함으로써 발생한 규제공백을 보완하는 것이었음

- 두 소송에서 CFTC는 FX마진거래를 선물계약(futures contracts)이라고 주장하였으나, 재판부는 “현물(spot)의 rollover 거래” 또는 “선도계약(forward contracts)”에 가까운 것으로 판정하여 장내파생상품의 규제에 국한된 CFTC의 규제 및 감독 관할권을 인정하지 않음 (구체적인 내용은 다음 장의 논의를 참조)
- 개정된 「상품거래소법」에서는 CFTC가 사기방지권한(anti-fraud authority)을 행사할 수 있는 장외 소매외환거래에 대한 포괄적 정의를 마련
- “장외 소매외환거래(off-exchange forex transactions)”는 소매고객들(a person that is not an eligible contract participant)을 대상으로 증거금 또는 레버리지를 이용하거나, 거래제공자 또는 거래상대방에 의해 자금이 조달되는 외환 협약(agreement), 계약(contract) 또는 거래(transaction)로서 정의됨²⁾

— 그러나 다음의 상품에 대해서는 CFTC가 같은 권한을 행사할 수 없도록 함

- 유가증권선물상품(security futures product) 외의 유가증권
- 이틀 이내에 실제 인도도(actual delivery)를 결과하는 매매계약
- 영위하는 사업과 관련하여 인도도 능력이 있는 매매당사자들 간에 인도도 의무를 강제하는 매매계약

□ CRA에서는 FCM들 중 장내파생상품 거래를 주된(substantially or primarily) 영업으로 하는 FCM만이 소매외환거래에서 거래상대방이 될 수 있도록 함으로써 명목상 선물회사들(shell FCMs)의 난립을 방지

— 명목상의 FCM들은 관련법이나 규정이 요구하는 FCM에 대한 최소 요건만을 충족시키면서 CFTC에 등록하지 않은 관계인들(introducing brokers 등)의 모회사(parent company)로 운영되는 경우가 많았음

- 무등록 관계인들의 경우 대부분 감독당국의 감독을 받지 않음에 따라 종종 외환사기사건의 진원지가 되곤 했음

□ 소매외환딜러(RFEDs) 카테고리의 신설

— 개정된 「상품거래소법」 하에서는 CFTC에 등록하고 NFA회원인 선물회사들(FCMs)과 소매외환딜러들(RFEDs)만이 소매고객들에게 외환과 관련된 투자를 권유하거나 주문을 받을 수 있으며

2) Eligible contract participant에는 은행, 투자은행, 보험회사, 증권 및 선물회사, 연금, 연방 및 지방 정부, 1,000만달러를 초과하는 총자산을 갖고 있는 개인 또는 법인, 또는 500만달러 이상의 총자산을 갖고 있고 자산이나 부채와 관련된 위험을 관리하기 위해 협약, 계약, 거래 등을 수행한 개인 또는 법인 등이 포함됨

- 소매고객들의 계좌에 대해 또는 소매고객들을 대신해 재량적인 거래 권한을 행사하거나 그러한 권한을 행사하기 위한 서면승인을 받을 수 있고
 - 소매고객들의 집합투자기구에 대한 펀드, 유가증권, 소유권을 운용하거나 투자권유를 할 수 있도록 함
- CFTC는 소매외환거래가 본질적으로 “장외”에서 이루어지고 있는 점을 감안하여 딜러로서 역할을 하는 선물회사들과 그 관계인, 그리고 소매외환딜러들이 충분한 자본건전성을 유지할 수 있도록 자본금 요건을 강화
- 최소 조정순자본(adjusted net capital) 요건은 2008년 초 100만 달러였던 것이 2009년 5월 16일 이후에는 2,000만달러로 상향됨
 - 그 결과로서 FDM(CFTC에 등록하고 NFA 회원인 FCMs 또는 RFEDs로서 소매고객들을 대상으로 외환매매업무를 할 수 있는 회사)의 수는 34개에서 2010년 4월말 현재 15개로 감소(<표 III -1> 참조)
- 2009년 NFA는 강화된 자본금 요건이 소형 FDM이나 STP(straight-through-processing)를 통해 각각의 외환거래에 대해 자동적으로 헤지포지션을 취하고 있는 FDM들에게는 충분하지만, 그렇지 않은 대형 딜러들에 대해서는 불충분하다고 보고 더욱 강화된 자본금 요건을 CFTC에 건의하여 승인받음
- CFTC에 의해 승인된 규정에 따르면, 2009년 11월 30일 이후부터는 기존의 2,000만달러에 더하여 고객들에 대한 부채 중 1,000만달러를 초과하는 부분의 5%에 해당하는 금액을 추가적인 자본으로 확보해야 함

- 조정순자본 = 2,000만달러 + 0.05(고객들에 대한 부채 - 1,000만달러)
- 단, 고객의 모든 거래에 대해 STP를 사용하는 FDM들은 이 요건의 적용을 받지 않음
- NFA 회원인 FCM은 외환거래 고객의 자산(equity)을 자본으로 사용할 수 없으며, 상응하는 부채나 자산으로도 기록할 수 없음 (NFA 규정 Section 1)

□ 그 외에도 CRA는 소매외환거래와 관련된 「상품거래소법」의 목적을 달성하기 위해 필요한 법률과 규정의 제정, 공포, 집행에 관한 권한을 CFTC에게 부여

- NFA와 상원 농업위원회 등은 소매외환거래 외에 귀금속 및 비철금속, 에너지, 곡물 등의 마진거래에 대해서도 CFTC에게 권한을 부여해 줄 것을 요청했으나, PWG(President's Working Group; Fed, SEC, CFTC 등으로 구성된 협의기구) 및 상원 은행위원회 등의 반대로 무산됨

□ 최소 증거금 요건(NFA 규정 Section 12)

- FDM들은 소매고객과 FDM 간 각각의 외환거래에 대해 다음의 최소 증거금을 고객들로부터 수취하여 유지해야 함
 - 유로, 영국 파운드, 캐나다 달러, 일본 엔, 호주 달러, 뉴질랜드 달러, 스웨덴 크로나, 노르웨이 크로네, 덴마크 크로네에 대해서는 명목거래가치의 1%
 - 기타 통화거래에 대해서는 명목거래가치의 4%

- 거래하는 두 통화가 서로 다른 카테고리에 포함되어 있는 경우, 더 높은 증거금률을 적용해야 함. 예를 들어 USD/MXN (미국 달러/멕시코 페소) 거래 시 4%의 증거금률을 적용
- 소매 옵션 매도 포지션: 상기 증거금률 + 수취한 프리미엄
- 소매 옵션 매수 포지션: 프리미엄

<표 III-1> 미국 FDM들의 조정순자본 현황

	FDM	조정순자본	순자본요건
1	OANDA CORPORATION	\$170,299,469	\$29,180,107
2	GAIN CAPITAL GROUP LLC	75,419,999	26,300,140
3	GLOBAL FUTURES & FOREX LTD	83,354,274	25,831,571
4	FOREX CAPITAL MARKETS LLC	69,253,442	24,752,877
5	FXDIRECTDEALER LLC	34,519,603	21,882,307
6	INTERBANK FX LLC	30,491,110	21,558,357
7	CAPITAL MARKET SERVICES LLC	25,988,456	21,107,941
8	IKON GLOBAL MARKETS INC	21,678,953	20,468,178
9	FX SOLUTIONS LLC	37,726,291	20,416,022
10	PEREGRINE FINANCIAL GROUP INC	32,332,718	20,000,000
11	MB TRADING FUTURES INC	24,324,618	20,000,000
12	ALPARI (US) LLC	20,938,516	20,000,000
13	FOREX CLUB FINANCIAL COMPANY INC	20,764,874	20,000,000
14	EASY FOREX US LTD	20,222,350	20,000,000
15	ADVANCED MARKETS LLC	20,129,134	20,000,000

자료: CFTC, 2010. 4. 30

□ 증거금 요건의 강화

- 2009년 11월 30일 이전까지는 조정순자본 요건(최소 2,000만달러 이상)의 150% 이상을 계속해서 유지하는 FDM들에 대해 증거금 수취 의무가 면제되었으나, 이후부터는 동 규정이 삭제되어 모든 FDM들은 적어도 명목거래가치의 1% 이상을 증거금으로 수취해야 함
 - 결과적으로 어떤 FDM들도 100:1을 초과하는 레버리지를 제공할 수 없음
- 이 규정의 삭제 전인 2009년 2월에 있었던 NFA의 조사결과에 따르면 21개 FDM들 가운데 8개 FDM들이 최소증거금 수취 면제규정을 적용받았으며, 그 중 1개 회사는 700:1, 4개 회사는 400:1, 2개 회사는 200:1, 그리고 나머지 1개 회사는 50:1의 레버리지를 제공하였음
- NFA 집행위원회는 시장이 비상상황 하에 있다고 판단할 때 현재의 증거금률을 인상할 수 있음

□ CFTC의 새로운 법령 제안

- 레버리지를 이용한 장외 소매외환거래에 대해 CRA가 부여한 권한에 따라 CFTC는 최근 기존의 법령과 규정을 바탕으로 관련거래에 대한 공시, 기록유지, 재무보고, 최소자본요건, 그리고 기타 운영기준 등을 포괄하는 법령을 제안함³⁾
- 제안된 법령에서 가장 주목할 만한 부분은 현재의 레버리지 비율을 대폭 축소해 10:1로 제안한 것임

3) "Regulation of off-exchange retail foreign exchange transactions and intermediaries; Proposed rule," Federal Register, January 20, 2010.

- 구체적인 증거금률은 다음과 같음
 - 소매외환거래: 명목가치의 10%
 - 소매 옵션 매도 포지션: 명목가치의 10% + 수취한 프리미엄
 - 소매 옵션 매수 포지션: 프리미엄 전액
- CFTC가 제안한 레버리지 축소 방안은 현재 업계와 투자자들의 강력한 반대에 직면하고 있으며, 현실적으로 레버리지를 선물상품에 대한 레버리지(약 30:1~40:1)보다 크게 축소하기는 어려울 전망이다)
- 증권회사들(broker-dealers)에 대한 자율규제기관인 FINRA (Financial Industry Regulatory Authority) 또한 2009년 6월 증권회사들의 소매외환거래에 대해 최대 1.5:1(67%)의 레버리지 비율을 SEC (Securities and Exchange Commission)에 제안했었으며, 같은 해 7월 그 비율을 4:1(25%)로 수정하여 제안함
- 다른 한편으로 미국 은행들은 소매외환거래의 레버리지 비율에 대해 별 다른 규제를 받지 않고 있어 미국 내에서도 규제기관에 따라 금융기관들이 수취하는 증거금률이 서로 달라지는 문제점을 노출(Lynch, 2010)
 - 현재 Citibank와 Deutsche Bank는 소매외환거래에 대해 각각 50:1, 100:1의 레버리지 비율을 제공하고 있음

4) 2010년 5월 14일 현재 EUR/USD 환율이 1유로당 \$1.25라고 가정할 때, 계약단위가 125,000유로이고 개시증거금이 \$4,050인 CME 유로/달러 선물계약에 대한 증거금률은 $2.6\% (= 4,050 / (125,000 \times 1.25))$ 이며 상응하는 레버리지 비율은 약 40:1 수준임

다. 시사점

- 그동안 미국 내에서 발생한 몇몇 소송사건들에서 재판부는 일관되게 FX마진거래를 선물거래가 아닌 것으로 판정하여 선물회사들의 소매외환거래에 대한 CFTC의 규제 및 감독 관할권에 문제를 제기
 - 미국 의회는 「상품거래소법」의 개정을 통해 선물회사들의 소매외환거래에 대한 포괄적인 규제 및 감독 권한을 CFTC에 부여함으로써 이를 해소
 - 그러나 소매외환거래 고객의 거래상대방이 되는 금융기관(선물회사, 증권회사, 또는 은행)에 따라 적용되는 법과 규제기관이 달라지는 문제가 여전히 남아있어 향후 정부 및 의회 차원에서 이를 조율하는 문제가 이슈로 대두될 전망
 - 미국에서 진행된 일련의 소송사건들의 결과와 「상품거래소법」의 개정으로 인해 소매외환거래를 장내파생상품으로 분류하고 있는 국내제도에 대해서도 근본적인 문제제기가 뒤따를 수 있음
- CFTC의 레버리지 축소방안이 시행될 경우 국내 FX마진거래 시장에도 상당한 파급효과를 가져올 전망
 - 자국 외환딜러들의 국제경쟁력을 고려할 때 CFTC가 레버리지비율을 급격히 축소하기는 어려울 것으로 예상됨
 - 그러나 제안된 방안이 그대로 시행될 경우, 국내 투자자들의 거래상대방이 대부분 미국 소재 외환딜러들임을 감안할 때 2009년 9월 금융당국의 레버리지 비율 축소로 한차례 위축됐던 국내 FX마진거래 시장은 추가적인 위축이 불가피할 전망

2. 일본

가. 관계법령 및 규제기관

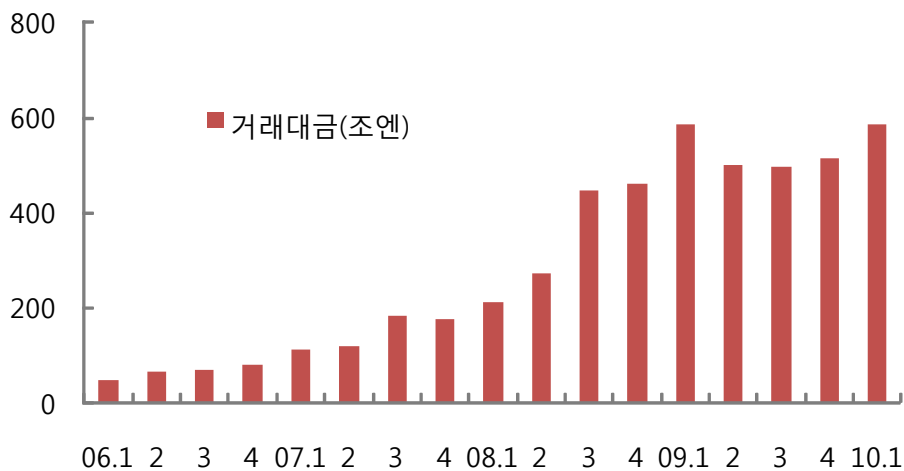
- FX마진거래는 「금융상품거래법」에 의해 “장외파생상품”으로 분류되고 있으며, 금융감독청(Financial Services Agency: FSA)에 의해 감독·관리됨
 - FX마진거래는 2005년 7월에 개정된 「금융선물거래법」에 의해 처음으로 규제되기 시작했으며, 2007년 9월부터는 「금융선물거래법」과 「증권거래법」을 통합한 「금융상품거래법」의 규제하에 있음
 - 증권거래감독위원회(Securities & Exchange Surveillance Commission: SESC)와 지역금융국들(Local Finance Bureaus)은 FSA로부터 권한을 위임받아 감독업무 관장

나. 시장현황 및 거래제도

- 시장규모
 - 일본금융선물협회(Financial Futures Association of Japan: FFAJ) 자료에 따르면 장내외 FX마진거래 일평균거래량은 약 900억달러(2009년 기준)를 초과
 - BIS와 일본금융선물협회 자료에 따르면 일본 내 FX마진거래량은 현물환거래량의 약 10%를 차지하고 있으며, 100여 개의 소매외환중개회사들이 영업에 종사

- 최근 활성화되고 있는 장내 FX마진거래 규모는 장외거래의 5% 이하 수준

<그림 III-1> 일본의 장외 FX마진거래량 추이(분기별)



주 : 각 분기월의 거래량을 합산한 분기별 자료임
 자료: 일본금융투자협회(FFAJ)

- 뉴질랜드 달러나 호주 달러에 대한 엔캐리트레이드와 금융위기로 인한 엔화의 높은 변동성 등에 힘입어 지속적으로 거래량 증가
 - FX 엔캐리트레이드란 엔화에 비해 금리가 상대적으로 높은 외국통화를 매수하고 엔화를 매도함으로써, 외국통화로부터의 수입이자와 엔화에 대한 지급이자와의 차이(swap points)를 획득하려는 거래전략⁵⁾

5) FX 외에도 엔캐리트레이드의 방법으로는 외화표시투자신탁, 채권을 포함한 증권 직접투자, 외화예금 등이 있음. 2008년 3월 말 현재 일본 투자자들의 FX마진거래 잔액은 3.1조엔이며, 그밖에 외화표시투자신탁은 32.1조엔, 외화증권 직접투자는 12.2조엔, 그리고 외화예금은 4.8조엔으로 나타남(Terada

- 전세계 외환현물시장에서 호주 달러와 뉴질랜드 달러에 대해 일본 투자자들의 FX마진거래가 차지하는 비중은 각각 3.8%와 4.6%로서, 비교적 유동성이 높지 않은 통화들인 점을 감안할 때 결코 작은 비중은 아님

<표 III-2> 일본의 FX마진시장 비중

(단위: 조엔)

	전세계 외환현물 거래량(a)	일본의 장외 FX마진거래량(b)	(b)/(a)
미국 달러	93.89	1.80	1.9%
유로	49.90	0.40	0.8%
영국 파운드	17.81	0.61	3.5%
스위스 프랑	10.46	0.01	0.1%
호주 달러	6.27	0.24	3.8%
캐나다 달러	4.57	0.03	0.8%
뉴질랜드 달러	2.05	0.09	4.6%
남아공 랜드	0.67	0.02	3.0%

주 : 1) 외환현물 거래량은 2007년 4월 BIS 통계이며, 일본의 장외 FX마진거래량은 2008년 1분기 일본금융선물협회 통계임

2) BIS 통계는 달러화로 표시되므로 달러당 118.81엔을 적용하여 엔화로 전환
자료: BIS, 일본금융선물협회(Terada et al.(2008)로부터 재인용)

□ FX마진거래의 외환변동성에 대한 영향

- 일본은행(Bank of Japan: BOJ)의 실증분석 자료에 따르면, FX마진거래 투자자들은 단기적으로 시장의 추세에 역행하는 포지션을 취해 시장이 급변하지 않는 한 시장변동성을 감소시키는 역할을 하는 것으로 나타남⁶⁾(Terada et al., 2008)

et al., 2008)

- <그림 III-2>에 나타난 것처럼, 일본의 FX마진거래 투자자들은 보유한 외국통화(미국 달러)가 엔화에 대해 상대적으로 강세를 보일 때, 향후 외국통화 가치의 하락을 예상하고 외국통화 포지션을 줄이는(달러매도) 경향을 보였음(그림의 2/4분면)
- 반대로, 외국통화가 상대적으로 약세를 보일 때에는 향후에 외국통화가치가 더 떨어질 가능성이 감소했다고 보고 외국통화 매수 포지션을 확대하는 전략을 구사(그림의 4/4분면)

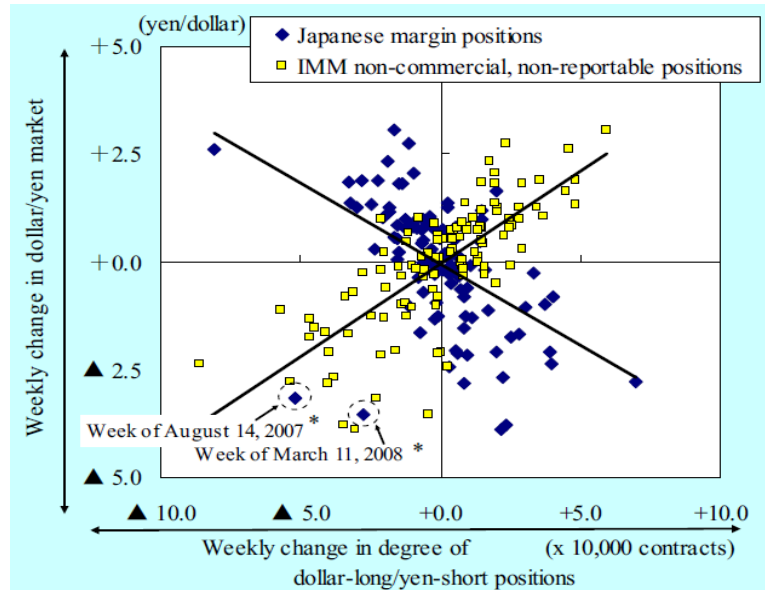
□ 일본의 금융투자회사들이 장외파생상품으로 분류되고 있는 FX마진 매매 및 중개업무를 영위하기 위해서는 제1종 금융상품거래업자로 등록해야 함(「금융상품거래법」 제28조 제1항 제2호, 제2조 제8항 제4호)

□ 증거금률의 상향

- 2009년 4월 일본 증권거래감독위원회(SEC)는 금융감독청(FSA)에 증거금률 상향을 건의
- 2009년 9월 FSA는 현행 1%의 증거금률을 궁극적으로 4%로 상향하되 시장의 충격 완화를 위해 일정기간 시행을 유예하는 방안을 발표
 - 2010년 8월부터 2%, 2011년 8월부터 4%로 상향

6) 반면, 도매(wholesale) 투자자들은 시장의 추세와 일치하는 포지션을 취하는 경향이 관찰되었음

<그림 III-2> 일본의 FX마진투자자들 및 IMM 도매
투자자들의 순포지션 변화와 달러/엔 환율과의 관계



주 : 1) 사용된 자료는 2006년 7월 11일부터 2008년 8월 12일까지의 주간 단위 자료임

2) IMM(International Money Market)은 통화선물시장으로 CME(Chicago Mercantile Exchange)의 한 부문임

자료: TFX, CFTC, Bloomberg (Terada et al.(2008)로부터 재인용)

□ 장내 FX마진거래의 확대

— 일본에서는 전통적으로 장외시장을 통한 외환거래가 발달해 왔으며, 이에 도쿄금융거래소(Tokyo Financial Exchange: TFX)는 2005년 7월과 10월에 걸쳐 7개 통화조합(엔화표시 미국 달러, 영국 파운드, 호주 달러, 스위스 프랑, 캐나다 달러, 뉴질랜드 달러)에 대한 FX마진거래를 시작하였고, 그동안 거래가 부진했던 달러/엔 통화선물을 같은 해 12월 상장폐지함

- 도쿄금융거래소는 2008년 10월 기존의 엔화표시 상품들 외에 이중통화상품을 포함한 16개 FX마진상품을 추가로 상장
 - 2009년 일평균거래량은 전년대비 64% 증가한 약 27만 계약을 기록(<표 III-3> 참조)
- 오사카증권거래소(Osaka Securities Exchange: OSE)도 2009년 7월 9개 FX마진상품(엔화표시 미국 달러, 영국 파운드, 호주 달러, 스위스 프랑, 캐나다 달러, 뉴질랜드 달러; 유로/미국 달러, 파운드/미국 달러)을 상장

다. 시사점

- 일본은 경기불황이 장기화되자 1990년대 중반 이후 저금리(1% 미만의 콜금리)를 유지해왔으며, FX마진거래는 이러한 저금리 기조를 반영하여 엔캐리트레이드(엔화 매도, 고금리 통화 매수)의 형태로 발달
 - 외환을 이용한 엔캐리트레이드는 환율변동성에 대한 위험은 있으나 일정한 금리차를 지속적으로 획득할 수 있어 단순한 외환거래보다는 수익률 측면에서 유리
- FX마진거래에 관한 일본은행의 조사결과는 FX마진거래자들이 적어도 단기적으로는 시장변동성을 완화시키는 역할을 하고 있음을 나타낸 것으로서 시장변동성의 확대를 우려해 원화표시거래를 허용하고 있지 않은 국내 FX마진거래제도에 대해 시사하는 바가 큼

- 일본 금융청(FSA)이 증거금률을 단계적으로 인상하여 레버리지를 축소하는 방안은 즉각 한국시장에 영향을 미쳤으며, 금융위원회와 금융감독원은 2009년 9월부터 FX마진거래의 증거금을 인상하였음

- 장내 FX마진거래의 활성화는 거래의 투명성 확보와 투자자 보호, 현물환시장의 활성화라는 측면에서 바람직한 방향임
 - 다만, 일본의 경우 여전히 장외 FX마진거래가 거래의 대부분을 차지하고 있어 장내시장의 성장에는 일정한 한계가 존재할 수 있음
 - 달러/원 현물환시장 외에 이렇다 할 현물환시장이 거의 형성되고 있지 않은 국내에서는 현물환시장과 선물시장의 활성화를 위해 장내 FX마진거래의 도입을 검토할 필요가 있음

<표 III-3> 도쿄금융거래소(TFX)의 FX마진거래량 추이

(단위: 계약)

	2006	2007	2008	2009
미국 달러/엔	4,926,033 (19,019)	7,629,879 (29,346)	13,177,698 (50,489)	20,198,781 (77,688)
유로/엔	1,147,363 (4,430)	4,070,296 (15,655)	5,883,330 (22,541)	9,961,673 (38,314)
영국 파운드/엔	1,975,208 (7,626)	6,041,471 (23,236)	7,634,056 (29,249)	16,266,521 (62,564)
호주 달러/엔	974,108 (3,761)	6,835,958 (26,292)	9,246,469 (35,427)	17,793,787 (68,438)
스위스 프랑/엔	454,085 (1,753)	669,032 (2,573)	768,754 (2,945)	183,224 (705)
캐나다 달러/엔	642,578 (2,481)	2,005,416 (7,713)	1,334,653 (5,114)	467,812 (1,799)
뉴질랜드 달러/엔	1,135,366 (4,384)	6,330,039 (24,346)	4,966,753 (19,030)	2,097,853 (8,069)
유로/미국 달러	— —	— —	141,449 (2,947)	1,116,564 (4,294)
영국 파운드/미국 달러	— —	— —	19,796 (412)	426,937 (1,642)
기타 통화조합	— —	— —	128,310 —	2,066,784 (7,949)
합 계	11,254,741 (43,455)	33,582,091 (129,162)	43,301,268 (165,905)	70,579,936 (271,461)

주 : 1) () 안의 숫자는 일평균거래량을 나타냄

2) 일부 통화조합(남아프리카공화국 랜드, 노르웨이 크로네, 홍콩달러, 스웨덴 크로네는 100,000 단위)을 제외한 대부분의 통화조합에 대해 거래단위는 10,000 단위임

자료: 도쿄금융거래소(TFX)

3. 한국

가. 관계법령 및 규제기관

□ FX마진거래는 자본시장법하에서 장내파생상품으로 분류되고 있으며, 금융위원회, 금융감독원, 금융투자협회(자율규제) 등에 의해 감독 및 규제되고 있음

— 자본시장법 시행 이전, FX마진거래는 선물거래법하에서 “유사해외선물거래”로 분류되어 2005년 1월에 도입되었음

— 자본시장법하에서 FX마진거래는 “해외 파생상품거래”로서 장내파생상품으로 분류되고 있으며, 동법 시행령하에서 다음과 같이 정의되고 있음

- 제5조3: 미국선물협회의 규정에 따라 장외에서 이루어지는 외국환거래
- 제5조4: 일본의 상품거래소법에 따라 장외에서 이루어지는 외국환거래

나. 거래제도

□ 국내 FX마진거래에 관한 구체적인 시행제도는 금융투자협회의 「금융투자회사의 영업 및 업무에 관한 규정」에 마련되어 있으며, 동규정에서 FX마진거래는 “유사해외통화선물거래”로 정의되고 있음

□ 거래 방법(제3-29조)

- 유사해외통화선물거래 대상은 원화를 제외한 이중통화로 제한하고 있음
- 유사해외통화선물거래의 거래단위는 기준통화의 100,000 단위
- 금융투자회사는 유사해외통화선물거래 시 투자자로부터 거래단위당 5,000 달러 이상을 위탁증거금으로 예탁받아야 함
 - 그러므로 적용되는 증거금률은 기준통화에 따라 다를 수 있음
 - 예를 들어 1유로 = 1.5달러를 가정할 때, 100,000유로를 매수하는데 따른 증거금률은 3.33%(=5,000/\$150,000)임
- 금융투자회사는 투자자의 예탁자산평가액이 회사가 정한 유지증거금 수준에 미달하는 경우, 투자자의 미결제약정을 소멸시키는 거래를 할 수 있음
 - 이 경우 유지증거금 수준은 위탁증거금의 100분의 60에 상당하는 금액 이상이어야 함
- 금융투자회사는 투자자가 유사해외통화선물거래를 하고자 하는 경우, 금융투자회사의 명의로 투자자의 계산으로 유사해외통화선물거래를 하도록 하여야 함

□ 호가 제공(제3-30조)

- 금융투자회사는 2개 이상의 해외파생상품시장회원으로부터 호가를 제공받아 투자자에게 제시해야 함(2010년 4월부터 적용)
 - “해외파생상품시장회원”이란 해외 외환딜러를 지칭하는 것으로, 현재까지 대부분의 국내 금융투자회사들은 미국과 일본의 소매외환딜러들로부터 호가를 제공받고 있음

- 금융투자회사는 호가 제공 시 투자자에게 유리한 호가를 제공할 수 있도록 선량한 관리자로서의 주의의무를 다해야 함

□ 재무현황 공시(제3-33조)

- 금융투자회사는 해외파생상품시장 거래총괄계좌가 개설되어 있는 해외파생상품시장회원의 분기별 재무현황을 매분기 종료 후 45일 이내에 금융투자회사의 인터넷 홈페이지, 온라인 거래를 위한 컴퓨터 화면, 그밖에 이와 유사한 전자통신매체 등에 공시해야 함

□ 투자자의 적합성 및 설명의무

- 금융투자회사는 투자경험·지식·재산상태 및 투자목적 등에 비추어 유사해외통화선물거래에 적합하다고 보기 어려운 일반투자자를 상대로 매매거래기법 등을 설명 또는 교육하여서는 아니 되며, 일정절차(동 규정 제2-5조 제1항 및 제2항)에 따른 설명의무가 부과됨(제3-31조, 32조)

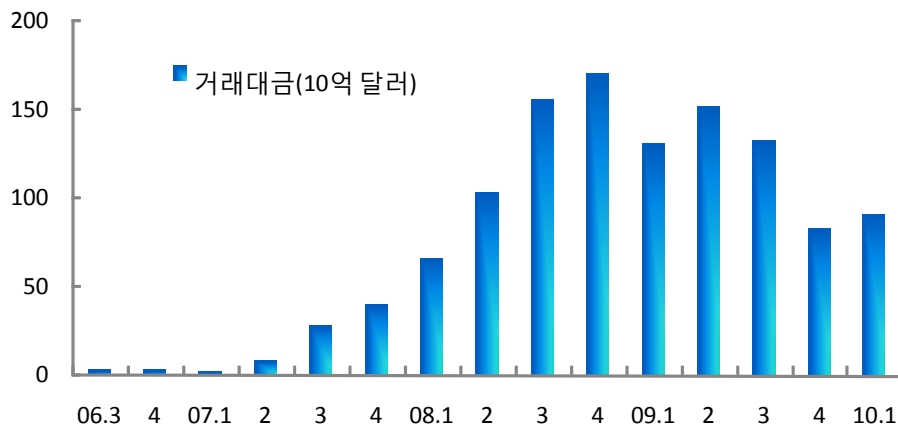
다. 시장규모 및 시장참여자

□ 국내 FX마진거래 시장규모는 2009년 기준 일평균 약 20억달러 수준임

- 국내 FX마진거래량은 2007년 하반기 이후부터 급격한 증가세를 보여 왔으며, 특히 2008년에는 거래량이 전년 대비 약 540% 증가

- 이처럼 거래량이 크게 증가한 것은 글로벌 경제위기로 인한 높은 외환변동성, 저금리기조, 전통적인 투자수단들(주식, 채권, 부동산 등)의 성과 부진, 그리고 일본 FX마진거래시장의 활성화 등으로 국내 투자자들의 외환거래에 대한 관심이 증대했기 때문임

<그림 Ⅲ-3> 국내 FX마진거래량 추이(분기별)



주 : 각 분기월의 거래량을 합산한 분기별 자료임
 자료: 금융투자협회

- 국내 FX마진거래량은 은행간시장을 포함한 현물환 거래량(일평균 약 140억달러, 2009년 기준)의 약 14% 수준이나 대고객시장 현물환 거래량(일평균 약 29억달러)에 대비해서는 약 70% 수준(<표 Ⅲ-4> 참조)
- 2009년 9월부터 금융당국이 증거금률을 약 5%로 상향시킴에 따라 거래량은 큰 폭으로 감소하였으며, 그 여파로 인해 다수 증권사들의 시장참여에도 불구하고 거래량은 이전 수준을 회복하지 못하고 있음

- 2009년 9월 거래량은 전월 대비 약 42% 감소(471억달러 → 271억달러)하였으며, 4/4분기 거래량은 3/4분기 대비 약 38% 감소(1,325억달러 → 822억달러)함

<표 III-4> 거래형태별 국내 일평균 외환거래 규모

(단위: 억달러, %)

구 분	2006	2007	2008	2009
대고객시장	39.8	64.9	66.7	51.1
(증감률)	(34.5)	(63.1)	(2.8)	(-23.5)
<비중>	<15.6>	<17.1>	<14.5>	<13.7>
현물환	25.5	43.0	40.2	28.6
(증감률)	(27.5)	(68.6)	(-6.5)	(-28.9)
선물환	9.4	14.1	15.0	9.0
(증감률)	(30.6)	(50.0)	(6.4)	(-40.0)
외환스왑	4.9	7.8	11.5	13.5
(증감률)	(104.2)	(59.2)	(47.4)	(16.9)
은행간시장	216.1	313.6	392.2	321.1
(증감률)	(28.6)	(45.1)	(25.0)	(-18.1)
<비중>	<84.4>	<82.9>	<85.5>	<86.3>
현물환	102.0	142.2	156.7	110.6
(증감률)	(32.8)	(39.4)	(10.2)	(-29.4)
선물환	41.5	57.5	80.1	47.8
(증감률)	(43.6)	(38.6)	(39.3)	(-40.4)
외환스왑	72.6	113.9	155.4	162.7
(증감률)	(16.5)	(56.9)	(36.4)	(4.7)
합 계	255.9	378.4	458.9	372.2

주 : () 안은 전기대비 증감률(%), < >내는 비중(%)
 자료: 한국은행

□ FX마진거래가 소매고객들을 대상으로 한 것인 만큼 시장참여자는 개인투자자들이 대부분을 차지

— 해외의 경우 개인투자자들뿐만 아니라 소규모 일반법인, 헤지펀드 매니저 및 기타 중소금융기관들의 시장참여가 활발하므로, 국내에서도 FX마진거래의 보급과 함께 헤지펀드 등이 도입될 경우 이들의 시장참여 확대로 거래량이 증가할 전망

— <표 III-5>의 시장참여자들 중 “금융기관”은 소형금융기관(자산 1,000만달러 이하)이었을 것으로 추정됨

- 중대형금융기관이었을 경우 거래에 참여할 수 있는 제한조건을 사전에 인지하지 못했을 가능성이 있음
- 중대형금융기관들은 은행간시장으로부터 더욱 유리한 호가를 제공받을 수 있으므로 정상적인 시장 상황하에서는 FX마진거래를 이용할 유인이 없음

<표 III-5> 시장참여자별 FX마진거래량 추이

(단위: 10억원)

	2005	2006	2007	2008	2009 (1월~5월)
개인 (A)	1,282.2	7,516.2	55,927.4	418,759.5	357,724.1
(A/B)	(100%)	(97%)	(85%)	(92%)	(99%)
일반법인	0	211.5	9,454.1	35,043.3	3,735.8
금융기관	0	0	0	216	5
합계 (B)	1,282.2	7,727.7	65,381.5	453,824.4	361,460.4

자료: 금융감독원, 2009. 7

□ 시장참여자들의 성과

- 금융감독원이 분석한 자료에 따르면 시장참여자들이 개설한 계좌의 90%는 손실을 기록하고 있는 것으로 나타남

<표 III-6> 손실 계좌 현황

전체 계좌 수	손실 계좌 수	비중	상위 10개 계좌의 이익 / 하위 10개 계좌의 손실
5,958	5,386	90%	\$1,555,000 / \$5,732,000 (27.1%)

자료: 금융감독원, 2009. 7

- 또한, 전체 계좌의 약 70% 정도가 15일 이내에 자동적으로 반대매매되고 있었으며, 3일 이내에 반대매매에 의해 청산된 경우도 약 42%에 달함
- 투자자들의 계좌가 이처럼 단기적으로 유지되는 현상은 높은 레버리지의 사용과 밀접한 관련이 있을 것으로 판단됨

<표 III-7> 반대매매 계좌 현황

기간	≤ 3일	≤ 5일	≤ 10일	≤ 15일
계좌 비중	41.5%	6.3%	12.6%	8.1%

기간	≤ 1개월	≤ 3개월	≤ 6개월	≤ 1년
계좌 비중	13.9%	13.0%	3.1%	1.3%

자료: 금융감독원, 2009. 7

- 시장참여자별 성과를 살펴보면 대부분의 개인투자자들은 손실을 기록하고 있었음

- 2008년 동안 개인투자자들의 총 손실액 규모는 489억원이었으며, 2009년 5월까지의 손실액은 약 449억원에 이릅니다

<표 III-8> 시장참여자별 손익 규모 현황

(단위: 억원)

	2006	2007	2008					2009 (1월~5월)
				1/4	2/4	3/4	4/4	
개 인	-16	-118	-489	-73	-69	-174	-173	-449
일반법인	-1	-36	22	14	29	-28	7	-6
합 계	-17	-154	-467	-59	-40	-202	-166	-455

자료: 금융감독원, 2009. 7

□ 개인 고객들의 손실규모가 큰 이유는 (1) 이중통화거래의 복잡성, (2) 거래제도의 미비로 인한 높은 거래비용, (3) 상품에 대한 이해 부족 등이 복합적으로 작용한 결과라 할 수 있음

— 현행 거래제도에서는 원화통화조합을 제외한 이중통화조합에 대해서만 거래가 허용되고 있어 투자자들은 거래하고자 하는 이중통화조합(예를 들어, 달러/유로)의 환율을 예측해야 할뿐만 아니라, 환전을 위해 달러/원 환율도 함께 고려해야 하는 거래의 복잡성이 내재되어 있음

- 원화표시거래를 할 수 없음에 따라, 거래를 롤오버하면서 일정한 이자를 획득할 수 있는 원화 캐리트레이드나 헤지거래 또한 불가능

— 금융투자회사가 해외 외환딜러들로부터 호가를 제공받아 투자자들에게 제시해야 함에 따라 국내 투자자들은 중첩된 거래비용을 지불하고 있음

- 투자자들이 국내외 금융기관을 불문하고 외환딜러와 직접 거래를 할 수 있는 경우 거래비용이 현재보다 훨씬 낮아질 수 있으며, 이에 따라 투자자들의 수익성도 상당부분 개선될 여지가 있음
- 국내 FX마진시장은 아직 초기시장으로서 소형 선물회사들을 중심으로 거래가 형성되어 왔기 때문에 체계적인 투자자 교육과 홍보, 투자자들을 위한 수익률 제고 노력이 미흡했었음
- 자본시장법 시행을 계기로 자본력이 갖춰진 증권회사들이 다수 시장에 진입함에 따라 경쟁이 촉진되고 있으며, 향후 투자자 교육과 고객센터 등도 한층 개선될 전망

라. 문제점

1) 상품분류

- ☐ 현행 자본시장법에서는 FX마진거래를 “장내파생상품거래”로 분류하고 있으나, 이는 상품의 본질적인 특성을 간과한 것일 뿐만 아니라 결과적으로 금융투자회사들의 업무영역 축소와 투자자들의 거래비용 증가를 초래하고 있음⁷⁾
- ☐ 자본시장법하에서 금융투자회사들의 장내파생상품에 대한 투자매매는 (영업이 아닌) 시장조성과 고유재산 운용의 목적에 국한되며, 이에 따라 금융투자회사들은 FX마진거래 중개업무만을 취급할 수 있음⁸⁾

7) FX마진거래의 상품 특성에 관한 논의는 다음 장의 논의를 참조

8) 자본시장법에서 투자매매업은 “누구의 명의로 하든지 자기의 계산으로 금융투자상품의 매도·매수, 그 청약의 권유, 청약, 청약의 승낙 또는 증권의 발행·인

— 그 결과 금융투자회사들은 국내외 딜러은행들로부터 직접 유동성을 공급받아 고객의 직접적인 거래상대방이 되는 매매업무를 영위하는 것이 불가능하며, 오히려 자본금 등에서 훨씬 열위에 있는 해외 소매외환딜러들의 중개기관 역할을 하고 있음

- 예를 들어, 2009년 12월말 현재 대우증권의 영업용순자본은 2조원을 초과하는데 반해 미국의 외환딜러회사 중 자본금 규모가 가장 큰 Oanda Corporation의 조정순자본은 약 2,000억원 정도에 불과함
- 국내 금융투자회사들에 대한 역차별 논란 대두

□ FX마진거래가 “장내파생상품거래”로 분류됨에 따라, 국내 투자자들은 국내 금융투자회사와 해외 외환딜러를 차례로 경유해야 하는 거래단계를 갖게 되며, 불필요한 거래단계가 늘어남으로써 투자자들의 거래비용이 증가할 뿐만 아니라 매매체결의 신속성 및 안정성이 저하

— 거래비용의 증가와 매매체결에 대한 불만·불안감 등은 국내 투자자들로 하여금 해외 외환딜러와의 직접거래를 선호하는 현상을 야기

- 자본시장법상 국내 금융투자회사를 경유하지 않는 거래는 합법적인 거래가 아닐뿐더러, 해외 딜러와의 분쟁 발생 시 투자자들이 적절한 구제나 보호를 받을 수 없음

— 금융당국은 FX마진거래의 고비용 구조를 개선하기 위해 2010년 4월부터 국내 금융투자회사들이 복수의 해외 외환딜러들로부터 호가를 받도록 제도를 개선

수에 대한 청약의 권유, 청약, 청약의 승낙을 영업으로 하는 것”을 말함

- 이러한 조치로 투자자들의 거래비용이 다소 감소할 여지는 있으나 거래단계를 축소하지 않는 한 근본적인 해결책이 될 수 없음

— 만약 국내 금융투자회사가 은행간시장으로부터 직접 유동성을 공급받아 투자매매업무를 영위할 수 있다면, 투자자들에게 현재 보다 훨씬 유리한 호가를 제공해 줄 수 있으며 해외 외환딜러들에게 지급되는 외화(투자자들의 추가적인 거래비용)의 불필요한 유출을 막을 수 있음

□ 자본시장법 등 국내법의 규제를 받지 않는 해외 외환딜러들이 국내 투자자들의 거래상대방(counterparty)이 됨에 따라, 두 거래당사자들 간에 크고 작은 분쟁이 발생했을 때 국내 금융당국이 해외 외환딜러들을 제재하거나 이들로부터 국내 투자자들을 보호할 마땅한 수단이 존재하지 않음

— 대부분의 분쟁은 국내 금융투자회사의 중재 노력에 의존하고 있는 실정

— 국내 금융당국이나 금융투자회사들이 해외 외환딜러들의 재정상태, 법규위반 등에 대한 정보를 파악하는 데는 상당한 시차가 존재하므로, 그 기간 동안 해외 딜러의 파산 등 중대사건이 발생할 경우 국내 금융투자회사들과 투자자들이 피해를 입을 수 있음

- 실제로 2009년 금융위원회는 무자격 해외 외환딜러를 통해 FX마진거래를 중개한 국내 선물회사에 대해 징계조치를 취한 바 있음
- 해외 외환딜러들에 대한 국내 금융당국과 금융투자회사들의 모니터링은 정보 접근과 신속성 면에서 일정한 한계가 존재

2) 상품명세

□ FX마진거래가 제도화되어 있는 대부분의 국가들에서는 거래대상이 되는 통화조합이나 거래단위에 제한을 두고 있지 않으나, 국내의 경우 거래대상에서 원화표시 통화조합(예를 들어, 달러/원, 유로/원, 엔/원 등)을 제외하고 있으며, 거래단위도 100,000 단위로 고정
— 금융투자협회 「금융투자회사의 영업 및 업무에 관한 규정」 제 3-29조⁹⁾

- ① 유사해외통화선물거래 대상은 원화를 제외한 이종통화로 한다.
- ② 유사해외통화선물거래의 거래단위는 기준통화의 100,000 단위로 한다.

□ 정책당국이 FX마진거래 대상으로부터 원화표시거래를 제외하고 있는 이유는 원화에 대한 투기거래를 방지하여 환율의 교란요인을 가능한 한 억제하기 위한 것으로 판단됨

— 그러나 국내 외환시장은 오히려 다양한 시장참여자들의 시장진입이 허용되지 않음에 따라 얇은 시장(thin market)이 형성되어 외부충격에 더욱 취약한 구조를 지니고 있음

— 글로벌 금융위기와 함께 경험했던 국내 외환시장의 위기로부터 알 수 있듯이 외환유동성 부족의 문제는 근본적으로 외환(달러) 수급구조의 불균형에 기인한 것임

9) 거래대상 상품을 제한하는 것은 시장참여자들에게 매우 중요한 사항으로 이를 법률이 아닌 자율규제기구의 업무규정에 포함하고 있는 것은 문제의 소지가 있음

- 조선사나 해외투자펀드의 막대한 달러 선물환매도 헤지수요는 은행들의 과도한 단기성 달러차입을 유발하고 이와 함께 국제금융시장의 불안정으로 달러화에 대한 수요가 증가하는 경우, 국내 금융시장은 달러유동성 부족 상태에 직면하게 됨
- 경제규모(GDP, 무역규모)를 감안한 국내 외환거래규모도 다른 나라들에 비해 매우 낮은 수준임
- 우리나라의 무역규모 대비 일평균 외환거래량은(2007년 기준) 4.3%에 불과한 반면, 미국, 일본, 홍콩 등은 각각 16.5%, 16.2%, 20.9%였으며, 전세계 평균은 14.3%였음(김정환, 2009)
- 결국 외환시장의 수급불균형 현상을 완화하기 위해서는 다양한 시장전망과 투자기간을 가진 경제주체들이 시장에 진입할 수 있도록 유도하여 외환시장의 규모를 확대할 필요가 있음

- 금융투자업무규정은 외환시장의 표준거래단위가 100,000 단위인 것을 반영하여 거래단위를 100,000 단위로 설정해 놓았으나, 이는 다른 한편으로 소액투자자들의 시장접근을 차단하기 위한 목적도 있는 것으로 보임
- 투자자 보호의 문제는 기본적으로 상품의 위험도를 고려한 적절한 투자상품의 분류, 설명의무, 적합성 원칙 등과 같은 투자자 보호와 관련된 장치들을 통해 풀어야 하며, 장외상품의 고유한 장점이라 할 수 있는 거래단위의 유연성을 제약하는 것은 바람직하지 않음
 - 소액거래를 포함하여 거래하고자 하는 수량을 투자자가 임의로 선택할 수 없다는 점 또한 투자자들이 해외 외환달러와의 직접 거래를 선호하는 원인이 되고 있음

- 현행 규정은 금융투자업자로 하여금 투자자로부터 거래단위당 \$5,000 달러 이상을 위탁증거금으로 수취하도록 하고 있으나, 증거금을 명목거래가와 관계없이 일정 금액으로 수취하는 경우 증거금의 불안정성을 야기할 수 있음
 - 유로화나 영국 파운드화처럼 미국 달러화표시 환율이 1을 초과하는 경우 증거금률은 금융당국이 본래 의도했던 5% 수준에 크게 미달함
 - 예를 들어, 파운드/달러 환율이 1.8000이라면 100,000파운드에 대한 증거금률은 2.78%(= \$5,000/\$180,000)에 불과
 - 환율변동에 따라 증거금률도 함께 변동하여 환율이 급변하는(특히, 달러화에 대해 기준통화가 강세를 나타내는) 시기에는 거래증거금이 빠르게 소진될 수 있음

3) 투자자 보호

- FX마진거래는 장외에서 개인고객들을 대상으로 높은 레버리지를 통해 거래가 이루어진다는 점과 거래제도 자체가 갖는 취약성 때문에 투자자 보호와 관련된 여러 가지 문제점들이 대두
- FX마진거래는 일반투자자를 대상으로 한 장외거래의 특성상 광범위한 “유사수신행위”에 쉽게 노출되는 경향이 있음

- 「유사수신행위의규제에관한법률」에서 “유사수신행위”라 함은 다른 법령에 의한 인가·허가를 받지 아니하거나 등록·신고 등을 하지 아니하고 불특정다수인으로부터 자금을 조달하는 것을 업으로 하는 다음의 행위를 말하며, 유사수신행위를 하는 경우 법에 따라 처벌을 받음
 - 장래에 출자금의 전액 또는 이를 초과하는 금액을 지급할 것을 약정하고 출자금을 수입하는 행위
 - 장래에 원금의 전액 또는 이를 초과하는 금액을 지급할 것을 약정하고 예금·적금·부금·예탁금 등의 명목으로 금전을 수입하는 행위
 - 장래에 발행가액 또는 매출가액 이상으로 재매입할 것을 약정하고 사채를 발행하거나 매출하는 행위
 - 장래의 경제적 손실을 금전 또는 유가증권으로 보전해 줄 것을 약정하고 회비 등의 명목으로 금전을 수입하는 행위
- 유사수신행위에 수반되는 전형적인 사기행위에는 다음의 유형들이 있음
 - 단기간에 고수익을 보장하거나 원금손실위험이 없는 것처럼 고객을 속이는 행위
 - 대부분의 고객들이 거래이익을 내고 있는 것처럼 주장하거나 거짓된 성공사례를 만들어 퍼뜨리는 행위
 - 고객들로부터 모집한 투자자금의 대부분을 사적인 용도로 유용하고 일부만을 투자하는 행위
 - 실제로는 손실을 보고 있으면서도 마치 큰 수익을 내고 있는 것처럼 고객의 계좌내역서를 조작하는 행위
 - 회사가 건전하고 안정적인 것처럼 가장하여 투자자금을 모집한 후 사라지거나 고객의 전화를 받지 않는 행위

— 유사수신행위와 함께 미국에서는 FX마진거래와 관련된 다단계 사기(Ponzi scheme) 사건도 자주 보고되고 있음

- 다단계 사기란 실제로는 투자수익이 없었음에도 마치 투자수익이 있었던 것처럼 고객들을 속여 고객들의 투자원금 또는 신규 고객들의 투자자금을 고객들에게 투자이익금으로 지급하는 행위를 말함
- 다단계 사기는 자금을 모집하는 자의 투자수익이 고객들에게 지급하는 투자이익금을 초과할 수 없으므로 결국 발각되는 구조를 갖고 있으나 대부분의 투자자들은 피해를 보상받지 못함

— 사설 교육시설, 투자방 등을 이용한 불법영업

- 인허가 없이 투자자금을 모집하거나 거래를 대행

□ FX마진거래와 관련된 유사수신행위 및 사기행위들을 사전적으로 발견해 처벌하는 것은 매우 어려운 일이므로 예방차원의 노력이 긴요

— 미국의 CFTC가 시행하고 있는 것처럼 유사수신행위와 사기행위 등은 사건 발생 또는 처리 시마다 금융당국이 보도자료를 만들어 언론에 노출시켜야 하며, 이를 통해 투자자들이 경각심을 갖도록 해야 함

— 거래제도, 위험성, 유사수신행위와 그에 수반되는 사기행위 사례 등을 알기 쉽게 설명한 책자를 발간하여 금융회사 및 유관기관에 상시 비치할 필요가 있음

□ 국내 거래제도의 취약성은 앞서 지적한 상품분류 및 상품명세와 관련된 것으로서 국내제도는 거래의 유연성이 부족하고 상대적으로 고비용 거래구조이기 때문에 많은 투자자들이 해외제도를 선호¹⁰⁾

- 해외 외환딜러(또는 선물회사)와의 직접거래는 자본시장법과 외국환거래법을 차례로 위반하는 것임에도 불구하고 거래단계에서 국내 중개회사를 배제함으로써 거래비용을 절약할 수 있을 뿐만 아니라 거래체결의 신속성 및 안전성 면에서 투자자들에게 유리할 수 있음¹⁰⁾
 - 또한 많은 레버리지를 일으킬 수 있고 거래수량을 소액단위부터 임의로 선택할 수 있어 국내제도보다 여러 가지 면에서 편리
 - 그러나 해외 외환딜러와의 직접거래는 투자자 보호 측면에서 매우 위험한 거래임
 - 거래 자체가 합법적인 것이 아니므로 분쟁 발생 시 투자자는 국내외 규제기관으로부터 아무런 법적·행정적 보호조치를 받을 수 없음
 - 특히, 투자자들이 해외 규제기관에 등록하지 않은 해외 딜러 및 중개회사를 통해 거래하는 경우, 유사수신행위나 사기사건에 연루될 가능성이 매우 높음
- 투자자들이 해외 딜러들과 직접 거래하는 현상을 궁극적으로 억제하기 위해서는 규제 측면에서 국내 거래제도를 해외제도와 유사한 수준으로 개선해야 함

10) 금융위원회와 금융감독원의 자료(보도자료 2009. 7. 16)에 따르면, 2008~2009.5월까지 최소 600명 이상의 국내투자자들이 해외 외환딜러(또는 선물회사)와 직접 거래를 한 것으로 나타남

11) 장내파생상품거래로 분류되는 FX마진거래는 금융위원회의 영업인가를 받은 파생상품 투자중개업자를 통해서만 위탁거래가 가능하며, 외국환거래법과 시행령에서는 국내투자자들이 해외 외환중개회사와 직접 파생금융거래를 했을 때 한국은행총재에게 신고하도록 규정하고 있음

- 그렇지 않을 경우, 거래의 안정성이나 비용 등에 민감한 투자자들의 해외직접거래 선호현상은 지속적으로 확대될 수 있음
- 투자자들 또한 해외직접거래 시 환전에 따른 손실위험, 거래상대방위험 등을 인지하고 있으므로, 국내제도가 해외제도와 별 차이가 없을 만큼 개선이 이루어질 경우 그와 같은 위험을 감수하고 해외직접거래를 할 유인은 적음

□ 이종통화만을 거래대상으로 하는 현행 FX마진거래는 높은 레버리지를 사용하는 투기목적의 거래가 대부분이므로 자본시장법이 정한 바에 따라 투자자에 대한 적합성 원칙과 설명의무 등이 엄격히 적용될 필요가 있음

- 금융투자회사가 투자자의 투자목적, 재산상황 및 투자경험을 파악하고 그에 따른 적정성을 판단하는데 있어서 장내파생상품에 적용되는 기준 중 가장 엄격한 기준을 적용할 필요가 있음
- FX마진거래를 위한 계좌설정에 앞서 금융투자회사가 투자자에게 FX마진거래의 거래구조 및 위험에 대해 이해하기 쉬운 용어로 충분한 설명을 하도록 해야 하며, 투자자가 이를 이해하지 못할 시 on/off line을 불문하고 거래에 참여할 수 없도록 해야 함

IV. FX마진거래의 상품특성에 관한 논의

1. CFTC vs. Zelener 소송사건
2. CFTC vs. Erskine 소송사건
3. 시사점

IV. FX마진거래의 상품특성에 관한 논의

- 미국에서는 2000년에 「상품거래소법」을 수정한 「상품선물현대화법」(Commodity Futures Modernization Act of 2000: CFMA)을 통해 장내 선물·옵션시장을 규제하고 있는 CFTC로 하여금 선물회사들이 영위하는 FX마진거래업에 대해 감독관할권을 갖도록 함
- 그러나 FX마진거래에 대한 CFTC의 관할권은 CFMA 제정 후 일어난 일련의 소송사건들, 특히 CFTC vs. Zelener 및 CFTC vs. Erskine 소송에 의해 심각한 도전을 받게 됨
- 본 장에서는 두 소송사건들을 중심으로 FX마진거래의 상품특성에 대해 논의한 다음 그 시사점을 도출하고자 함
 - 각 소송사건의 전개 과정은 FX마진거래가 선물거래로 정의될 수 있는지에 대한 판단 근거를 제공

1. CFTC vs. Zelener 소송사건

- 사건 개요
 - 2003년 6월, CFTC는 2001년 4월부터 캘리포니아에서 200여명이 넘는 소매외환투자자를 대상으로 사기수법을 이용해 약 400만달러의 투자자금을 모집한 네바다 소재 British Capital Group과

이 회사의 회장 Michael Zelener, 그리고 시카고 소재 외환딜러 회사인 AlaronFX(AFX)사를 고소

- AlaronFX사는 Zelener가 소유한 딜러회사로서 고객들의 거래 상대방이 되어 British Capital사를 통해 매수·매도되는 모든 외환을 공급함

— 고소내용에 따르면, British Capital사와 Zelener는 자신들의 외환거래 프로그램이 안정적이고 보수적이며, 저위험—고수익(연 120%)을 제공하는 투자프로그램으로 매 거래일마다 24시간 동안 전문가가 고객의 계좌를 돌본다고 소개

- 그러나 British Capital사는 고객의 계좌를 24시간 관찰하지도 않았으며, 고객이 투자한 자금을 모두 잃을 때까지 고객의 잔고확인 요청을 묵살하거나 고객과의 접촉을 회피함

— 영업담당자들 또한 고객이 수익을 내는 경우에만 딜러도 이익을 수취하는 것처럼 인센티브 구조를 속여 영업

- 딜러들은 사실상 고객들의 손익발생 여부와 관계없이 수수료(commissions)와 추가로 인상되는 가격(markup)을 통해 이익을 실현하였고, AlaronFX사는 신규고객계좌와 관련된 보상과 수수료 명목으로 British Capital사에 140만달러 이상을 지불

— 결과적으로 British Capital사의 대부분의 고객들은 투자를 시작한지 수개월 내에 투자자금을 모두 잃었으며, 2002년에만도 140만달러 이상의 손실을 기록

— 그럼에도 불구하고 1심 재판부는 관련외환거래가 “선물거래”라기보다는 “현물시장에서의 거래”인 것으로 판정하였으며, 이에 CFTC는 항소

□ 거래 내용

- 고객은 최소 \$5,000 이상을 주문할 수 있으며, 48시간 내에 결제를 요청해야 함
 - 그러나 실제로 48시간 내에 주문한 액수 전부를 지불하거나 인수한 (즉, 실물인수도한) 고객들은 없었음
- AlaronFX사는 반대매매를 통해 고객의 포지션을 결제할 수도 있었으나, 그 대신 한 번에 이틀씩 고객들의 포지션을 계속해서 롤오버(rollover)함
 - 고객들은 원하는 시점에 매매한 외환포지션을 은행송금을 통해 실물인수도 하거나 반대매매를 통해 청산할 수 있음

□ 소송에서 CFTC는 위와 같은 거래가 다음의 세 가지 관점에서 “선물거래”에 해당된다는 의견을 제출

- 첫째, 고객들은 원할 경우 포지션을 무한정 유지할 수 있기 때문에 고객의 거래손익은 매매한 외환의 미래 가격움직임에 의존함
- 둘째, 고객들은 아마추어들로서 자신들의 사업 영위를 위해 외환을 필요로 한 것이 아님
- 셋째, 고객들은 외환을 실물인수도하지 않았으며, 따라서 고객들의 외환거래는 「상품거래소법」의 규제를 받지 않는 선도계약(forward contracts)으로 간주될 수 없음

□ 그러나 항소심 재판부는 해당 거래가 “계약(contract)”의 매매이기보다는 “상품(commodity)”의 매매이므로 선물거래가 아니라고 판단함

- 재판부는 고객들에게 외환의 즉각적인 실물인수도 권리가 있는 것으로 보았음
 - 예를 들어, 매입포지션의 경우 실물인수한 외환을 은행에 예탁함으로써 AlaronFX사를 통해 거래했던 것과 동일한 투자를 할 수 있는 것으로 판단
- 또한 고객이 실물인수도 의무를 몰오버 할 수 있는지의 여부가 “선물거래”를 결정짓는 요소는 아니라고 판단
 - 대부분의 실물상품선물계약들(commodity futures contracts)은 실물인수도를 필요로 하는 반면, 대부분의 금융선물계약들은 현금결제되므로 실물인수도를 필요로 하지 않음
 - 해당 거래가 선물계약인지 여부를 알기 위해 거래상대방들이 실물인수도를 의도했었는가를 조사하거나 인수도된 계약의 비중을 사후적으로 조사하는 접근방법은 주관적인 계약이론에 의존하여 객관적인 계약조건들을 무시하는 것이므로 올바른 방법이 아님¹²⁾
 - 어떤 계약이 선물계약인지 또는 선도계약인지는 거래에 들어가기 전에 미리 알 수 있어야 함
- 재판부는 선물계약을 “상품”의 매매와 관련된 것이 아닌 “계약”의 매매와 관련된 것으로 정의함
 - 조직화된 거래소를 통해 투자자들은 “상품”이 아닌 “계약”을 매매
 - 계약조건들은 표준화되어 있고, 각 거래상대방의 의무는 중개기관인 청산소로 이전됨으로써 거래상대방의 신용위험이 제거됨(엄밀히 말하면 신용위험이 청산소로 이전되는 것임)

12) 이러한 구분방법은 이전의 몇몇 유사한 소송사건들에서 중요하게 적용된 바 있음(CFTC v. Zelener, 373 F.3d 861 (7th Cir., 2004) 참조)

- 표준화된 계약조건들과 더불어 신용위험이 제거됨에 따라 계약은 대체가능한 것이 되며, 대체가능한 계약의 반대매매를 통해 기존 포지션을 청산할 수 있음
- 특정 월에 만기가 되는 모든 계약들은 동일하며, 따라서 각각의 계약은 동일 시간과 동일 장소에서 동일 상품의 인수도를 요구함

— 대조적으로, 선도계약(forwards contracts)이나 현물계약(spot contracts)은 “계약”이 아닌 “상품”의 매매를 필요로 함

- 거래상대방들 간의 약속은 대체가능하지 않기 때문에 반대매매를 통해 포지션을 청산할 수 없으며, 실물의 인수도 또한 중앙집중적으로 이루어지기보다는 개별적으로 실행됨

□ 재판부는 AlaronFX사의 고객들이 대체가능한 동일한 계약을 매매한 것이 아니며 각각의 거래는 거래단위(정상적인 선물계약의 경우, 고정된 거래단위를 가지고 있음), 만기시점(선물계약의 경우, 사전에 정해진 최종거래일과 인수도일이 존재함), 가격 등이 모두 다르다고 판단

— 따라서 해당 거래를 “계약”의 매매라기보다는 “상품”의 매매로 보고, 거래소에서 거래될 수 없는 비대체성(non-fungible) 계약들은 증권이 될 수 없음을 판시한 판례를 추가적으로 인용

□ 재판부는 AlaronFX사의 외환거래계약서는 고객들에게 반대매매를 통해 기존 포지션을 청산할 수 있는 권리를 제공하고 있지 않으며, 그런 권리는 고객이 아닌 AlaronFX사가 가지고 있다고 판정

- AlaronFX사의 대고객 외환거래는 선물거래를 특징짓는 “대체가
능한 계약들의 거래체계”라기보다는 귀금속과 같은 상품의 도매
업과 유사하다고 봄

- 결론적으로 재판부는 관련거래가 그 형식상 48시간 내에 인수도를 목
적으로 하는 현물거래(spot sales)였으며, 롤오버나 장기간에 걸쳐 발
생할 수 있는 손익의 확대는 선물계약의 특징과는 무관하다고 판시함

2. CFTC vs. Erskine 소송사건

- 사건 개요

- 2004년 1월 Ross Erskine과 그의 회사 Goros LLC는 투자권유 시
외환거래 고객들에게 필요한 정보 전달을 생략하고 거짓사실을
전달하여 「상품거래소법」을 위반한 혐의로 CFTC에 의해 피소
 - 고객들에 따르면, Erskine과 Goros사는 (1) 고객들이 한 달
내에 100%~400%의 수익을 올릴 수 있다거나, (2) 2~3주 안에
25만달러~50만달러의 수익을 낼 수 있으며, (3) 수익을 내는
것이 100% 보장된다는 말로 고객들을 현혹함
 - 실제로 Goros사와 거래한 고객들의 대부분은 손실을 봄
- 그러나 Goros사는 피소내용을 부인함은 물론, 관련거래가 “선물
계약”이 아님을 주장하여 CFTC의 관할권에 도전
- 1심 재판부는 거래의 본질적인 부분과 CFTC의 관할권에 대해
Goros사의 손을 들어 주었으며, 이에 CFTC는 항소

□ 거래 내용

- 2001년부터 2002년 기간 동안 Goros사 영업직원들은 적어도 약 20명의 고객들로부터 약 47만달러에 이르는 초기투자금액을 예약 받았으며, 이들로부터 거래를 일임 받아 선물회사(FCM)인 Gain Capital사와 FX Solutions사를 통해 외환을 거래
- 두 FCM들은 외환딜러들로서 고객의 거래상대방이 되며, 대형은행들로부터 외환 유동성을 공급받아 이를 적절히 가공한 후 고객들에게 호가를 제시
 - FCM들은 일정 묶음(예를 들어, 1,000 단위 또는 100,000 단위)의 통화거래단위를 제공하는데, 이런 묶음 단위의 거래는 관련 규정이나 규제당국에 의해 의무적으로 요구되는 사항이 아니며, 단지 거래의 편의나 장부기입의 편의를 위한 것일 뿐임
 - 더군다나 FCM들의 고객들은 미리 정해진 묶음의 통화를 매입할 필요가 없으며, 통화 묶음을 자유롭게 선택하여(예를 들어, \$7, \$139, \$25,640 등) 매매할 수 있음
- 특히 중요한 사실은 이와 같은 거래가 “후에 (다시) 거래될 수 있는 것으로서 대체가능한 일정 단위묶음의 통화를 나타내는 서류”의 형태가 아니라 “실물외환”을 이용해 이루어진다는 것임
- 두 FCM들의 거래약관은 외환의 실물인수도를 보장하고 있으며, 실물인수도는 시장 관행에 따라 거래 후 48시간 내에 이루어짐
 - 그러나 Goros사와 두 FCM들 모두 외환의 실물인수도를 원하지 않았으며, 실제로는 잔고를 매일 롤오버(rollover)하여 48시간으로 주어진 인수도 기한을 계속 연장함

□ CFTC와 Goros사의 쟁점

- CFTC는 1심 재판과정에서 투자자들 중 어느 누구도 실제로 외환을 필요로 하지 않았으며, 대신에 거래는 미래 불특정 시점으로 몰아버졌었다는 점을 강조
 - CFTC는 또한 투자자들의 외환거래 목적이 단순히 가격변화에 대한 투기였다는 점을 역설
- 그러나 Goros사는 고객들이 계좌개설약관에 따라 원하는 경우 언제든지 실물외환을 요구하고 수령할 수 있었으며, 따라서 해당 거래는 사실상 선도계약(forward contracts)이었다고 주장
- 이에 CFTC는 투자자들이 (1) 외환을 수령하려는 어떤 주관적인 의도를 가지고 있지 않았고, (2) 증거금만을 이용해 거래를 수행했으며, (3) 반대포지션을 취하는 것에 의해 포지션을 청산했기 때문에 해당 거래는 선물계약이라고 주장

□ 1심 재판부의 견해

- 재판부는 CFTC vs. Zelener 소송사건의 판례와 Goros사의 계좌개설약관을 참조하여 고객들이 FCM과 거래한 계약은 표면상 현물거래를 위한 것임이 명백하다고 봄
 - 재판부는 Zelener 판례에서와 같이 투자자의 의도(intent)보다는 계약의 형식(form)이 중요한 것이라고 밝히고
 - 거래약관이 해당 거래가 현물거래라는 점과 거래상대방들이 상품을 인수도할 수도 있다는 점을 평이한 용어로 명확하게 나타내고 있는 이상, CFTC가 “고객들이 인수도 없이 선물거래에 참여할 의도가 있었다”고 주장하는 것은 정직하지 않다고 지적함

- 재판부는 현물거래를 롤오버하거나 반대매매에 의해 청산한다고 해서 해당 거래가 선물거래가 되지는 않는다고 보았으며, 오히려 그렇게 함으로써 매입시점에 결제일자가 정해지는 선물계약과는 달리 각 고객의 거래는 거래가격, 거래량, 결제일이 서로 달라진다고 봄
- 관련증거 상 매입된 계약은 매입시점에 시장에서 결정된 가격에 매입되었고, 미래 고정가격이 아닌 매도 또는 반대매매 시점의 시장가격으로 매도되었음
 - 재판부는 CFTC vs. Zelener 판례에서처럼 해당 거래들이 계약시점에서 결정된 가치에 근거해서가 아닌 매도 시점에 결정된 시장가치에 의해 청산되었으며, 이와 같은 극명한 차이점이 현물거래와 선물거래를 구분하는데 있어서 매우 중요하다고 봄¹³⁾
- 결과적으로 Goros사는 1심 재판에서 승소하여 거래활동이 허용되었으며, CFTC는 즉각 항소함

□ 항소심에서 재판부는 “선물계약은 미래 시점의 거래를 위한 계약인 반면, 선도계약은 미래 인수도와 함께 현재 시점의 거래를 위한 계약”이라고 정의하고 이를 구체화 함¹⁴⁾

13) 재판부의 이러한 견해는 관점에 따라 다소 이견이 있을 수 있음. 현물가격과 선물가격 모두 매매시점에 시장에서 결정된 가격에 따라 거래가 이루어짐. 다만, 개념적으로 선물가격은 미래 특정 시점에 대한 가격이며, 현물가격은 현재 시점의 가격을 나타낸다는 점이 다르다고 할 수 있음

14) “... a futures contract is a contract for a future transaction, while a forward contract is a contract for a present transaction with future delivery.”

- 재판부는 먼저 「상품거래소법」(CEA)이나 이를 개정한 「상품 선물현대화법」(CFMA)이 “선물계약”을 명확히 정의하고 있지 못하다고 지적함
- 「상품거래소법」에서 선물계약은 “미래 인수를 위한 상품의 매매 계약(a contract for the purchase or sale of a commodity for future delivery)”으로 정의됨
 - 단, “future delivery”는 “지연된 선적이나 인수를 위한 현 물상품의 매매(any sale of any cash commodity for deferred shipment or delivery)”를 포함하지 않음
- 따라서 재판부는 선물거래소들의 용어정리나 사전 등으로부터 선물계약을 특징짓는 6가지 공통적인 요소를 추출하여 정리함
 - 이에 따르면 선물계약은 (1) 표준화되어 있어 거래소에서 거래될 수 있으며, (2) (미리) 명시된 상품의 (3) 명시된 단위의 수량을 (4) 명시된 단위당 가격으로 (5) 명시된 미래시점 또는 그 이전에 (6) 매입 또는 매도하기 위한 대체가능한 계약임¹⁵⁾
 - 재판부는 선물계약이 “거래소에서 거래되는 협약(agreement) 또는 계약(contract)”임을 강조
- 또한 대안적인 개념으로서 “선도계약(forward contract)”을 다음과 같이 정의
 - 선도계약은 (1) 표준화되어 있지 않을 뿐만 아니라 거래소에서 거래되지도 않고, (2) (미리 명시되지 않은) 어떤 상품의 (3) 어떤 합의된 수량을 (4) 어떤 합의된 가격으로 (5) 어떤 합의된 미래시점에 (6) 매입 또는 매도하기 위한 개별적인 협약임¹⁶⁾

15) A “futures contract” is: (1) standardized so that it can be traded on an exchange, and is (2) a fungible agreement to buy or sell; (3) a stated unit quantity of; (4) a stated commodity; (5) at a stated unit price; (6) at or before a stated future time.

□ 재관부는 선물·선도계약의 구분은 계약의 표준화와 대체가능성, 그리고 기초현물상품 형태의 거래가 아닌 계약 형태의 거래인지 여부에 달려있다고 봄

— 자료들에 나타난 정의들 가운데 그 어떤 것도 실제 인수도의 기대(anticipation of actual delivery)에 대해 언급하고 있지 않다고 지적함

□ 최종적으로 항소심 재관부는 1심 재관부와 마찬가지로 해당 거래가 선도계약의 요소는 모두 가지고 있는 반면 선물계약의 요소는 전혀 갖고 있지 않기 때문에 선물계약으로 정의될 수 없으며, 따라서 CFTC는 「상품거래소법」 하의 관할권을 갖지 못한다고 판시

□ 구체적으로, 앞서 정리한 6가지 공통요소 각각에 대해 해당 거래를 비교하여 그와 같은 결론을 도출

(1) 해당 계약은 거래소에서 거래되지 않음

• 투자자들은 특정하지 않은 브로커에게 전화해 “나는 어떤 심볼로 거래소에 상장되어 있는 선물계약을 매입(또는 매도)하길 원합니다.”라고 말할 수 없었음

(2) 해당 계약은 대체가능하지 않았으며, 특정 상품에 대한 특정 주문임

(3) 해당 거래는 개별 상품의 거래단위를 나타내는 정해진 단위(100 또는 1,000 또는 100,000)의 수량으로 묶여지지 않음

16) A “forward contract” is: (1) neither standardized nor traded on an exchange, and is (2) an individual agreement to buy or sell; (3) some agreed-upon quantity of; (4) some commodity; (5) at some agreed-upon price; (6) at some agreed-upon time in the future.

- (4) 해당 “매매계약”은 특정 상품을 미리 명시하지 않음
- (5) 해당 계약은 시장가격(=현물가격)과 독립적으로 결정되는 가격을 가지고 있지 않음
 - 선물가격처럼 현물가격과 독립적으로 결정되는 가격이 있을 경우 현·선물의 가격차이를 이용해 수익을 창출하는 기회가 만들어질 수 있음
- (6) 가격이 미리 명시된 날짜(즉, 계약의 만기)와 관련되어 있지 않음

3. 시사점

- 일반적으로 해외에서는 소매고객들을 대상으로 하는 외환거래에 대해 선물회사들(FCMs)이 매매(dealing) 및 중개업무를 취급하여 왔음
 - 최근에는 일부 대형은행들(Deutsche Bank, Citi, UBS 등)도 소매외환시장에 적극 진출하는 경향을 보이고 있음
- 국내에서도 해외제도를 모방하여 제도 도입 시 자본금 규모가 크지 않은 선물회사들이 FX마진거래 중개업무를 영위할 수 있도록 FX마진거래를 장내파생상품(유사해외선물)으로 분류
 - 국내 FX마진거래제도는 “레버리지를 이용한 소매외환거래”를 선물상품과 동일하게 취급·규제하였던 개정(2008년 6월) 전 미국의 「상품거래소법」 하의 제도와 매우 유사
 - 일본, 호주, 홍콩, 싱가포르 등은 FX마진거래를 장외파생상품 또는 별도의 외환투자상품으로 분류

- 그러나, 앞서 살펴본 것처럼 미국에서 발생한 두 소송사건에서 각 재판부는 FX마진거래가 “계약(contract)”의 매매라기보다는 “상품(commodity)”의 매매이며, 선물계약의 핵심적인 요소들을 결여하고 있는 것으로 판시함
 - 양 재판부는 FX마진거래를 선물계약보다는 오히려 현물거래 또는 선도계약과 유사한 것으로 간주하여 「상품거래소법」 하에서 장내 선물 및 옵션계약을 규제하고 있는 CFTC의 관할권을 인정하지 않음
 - 이에 따라, FX마진거래에 대한 규제공백이 발생하였으며, 미국 의회는 2008년 「상품거래소법」을 수정하여 선물계약 여부에 관계없이 소매외환거래에 대한 포괄적인 감독관할권을 CFTC에 부여함

- 미국에서 발생한 소송사건들 및 법개정 사례는 FX마진거래를 장내 파생상품으로 분류하고 있는 국내제도 또한 상품의 본질적인 특성이 적절히 반영되도록 수정될 필요가 있음을 시사하는 것임

V. FX마진거래제도 개선방안

1. 상품분류
2. 상품명세

V. FX마진거래제도 개선방안

- 본장에서는 FX마진거래제도에 관한 개선방안을 상품분류와 상품명세에 관한 사항으로 나누어 제시하고자 하며, 투자자 보호를 위한 방안에 대해서도 논의하고자 함
 - 먼저 상품의 특성과 일치하지 않는 현행 자본시장법상의 FX마진거래에 대한 분류를 시정할 필요가 있으며, 이를 통해 금융투자회사들의 FX마진거래 매매업무를 허용하고 투자자들의 거래비용을 낮춰줄 필요가 있음
 - 상품명세에 관한 사항으로서 현행 제도는 원화표시거래를 금지하고 있으며 거래단위도 특정 수량으로 고정하고 있으나, 외환시장의 저변 확대를 통한 환율안정과 투자자 편의의 제고를 위해 개선될 필요가 있음

1. 상품분류

- 자본시장법을 수정하여 FX마진거래를 장외파생상품거래 또는 별도의 외환투자상품거래로 분류할 필요가 있음
 - 상품의 비대체성, 비거래소 상품, 거래상대방위험, 그리고 별도의 가격체계가 존재하지 않는 점 등을 감안할 때 FX마진거래를 장내파생상품(선물계약)으로 구분하는 것은 적절하지 않음

- FX마진거래는 현물외환의 차액거래이므로 별도의 소매외환투자상품으로 분류하는 것이 가장 적절하나, 이는 금융투자상품을 증권과 장내 및 장외파생상품으로 구분하고 있는 현행 자본시장법상의 상품분류체계와 맞지 않는 단점이 있음

- 파생상품의 정의를 “금전의 추가지급의무” 또는 “원본의 초과손실” 여부로 판단하고 있는 자본시장법 체계를 따를 경우, FX마진거래는 장외파생상품으로 분류하는 것이 타당함¹⁷⁾
 - FX마진거래는 레버리지를 이용한 거래이므로 환율이 급등락 하는 경우 금전의 추가지급의무가 발생할 수 있음

- 그러나 FX마진거래를 장외파생상품으로 분류할 경우, 일반투자자들에게 대해서는 위험회피 목적으로만 장외파생상품을 거래할 수 있도록 제한한 현행 제도(자본시장법 제166조의2)로 인해 사실상 거래 자체가 일어나지 않을 수 있음

17) 자본시장법에서 증권과 파생상품을 구분하기 위해 도입된 “대금의 전액 수취”와 “금전의 추가지급의무” 존재 여부는 미국의 CFMA를 따른 것으로, CFMA에서는 선물과 옵션계약을 관할하고 있는 「상품거래소법」의 규제대상에서 복합상품(hybrid instruments: 증권 또는 은행상품의 속성을 주로(predominantly) 가진 상품)을 배제하기 위해 이들 기준 외에 증거금 유지의무와 선물 또는 옵션상품인지의 여부를 검정기준으로 제시하고 있음. 그러나 이와 같은 부차적인 기준을 통해 상품을 정의하는 것은 상품의 본질과 다양한 특성을 우선적으로 고려하지 않고 상품의 정의를 지나치게 일반화한 것으로서 논란의 여지가 있음. 예를 들어, 자본시장법의 구분기준을 따를 경우 주식에 대한 신용매수는 파생상품으로 옵션의 매수는 증권으로 분류될 수 있는데, 통념처럼 전자를 증권으로 그리고 후자를 파생상품으로 정의하기 위해서는 주식과 옵션에 대한 또 다른 구분기준이 요구됨

- FX마진거래가 소매고객(일반투자자)을 주요 거래대상으로 한 상품이고 결제위험이 거의 없다는 점을 반영하여, CFD(Contract for Difference)류의 차액결제 소매거래에 대해서는 일반투자자들이 헤지목적 뿐만 아니라 투기목적으로도 거래를 할 수 있도록 예외적인 규정을 마련할 필요
 - 이 경우 장외파생상품 투자매매업 면허를 가진 금융투자회사들은 자연스럽게 FX마진거래 매매업무를 취급할 수 있으며, 국제딜러은행들로부터 유동성을 직접 공급받아 투자자들에게 현재보다 더욱 유리한 호가를 제공해 줄 수 있음
 - 국내 금융투자회사들이 해외 외환딜러들에 비해 역차별을 받고 있는 점을 시정할 수 있으며, 투자자들의 거래비용 감소는 투자성과를 개선할 뿐만 아니라 이를 통해 적법하지 않은 해외 직접거래를 방지하는 효과도 얻을 수 있음
- FX마진거래는 장외파생상품거래 중 선도거래와 유사한 특성을 갖지만 만기를 특정하지 않는다는 점이 다르므로, 장래의 불특정 시점에 인도될 수 있는 CFD류의 상품특성을 반영할 수 있도록 자본시장법 제5조 제1항 제1호의 선물 및 선도거래 정의를 수정할 필요가 있음
- “기초자산이나 기초자산의 가격·이자율·지표·단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등에 의하여 산출된 금전등을 장래의 특정(特定) 시점에 인도할 것을 약정하는 계약” (현행)
 - “기초자산이나 기초자산의 가격·이자율·지표·단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등에 의하여 산출된 금전등을 장래의 일정(一定) 시점에 인도할 것을 약정하는 계약” (수정)

— “특정(特定)”은 특별히 지정된 시점을 나타내기 위해 쓰이나, “일정(一定)”은 정해져 있되 명시적으로 밝히지 않은 시점을 나타내기 위해 사용될 수 있음¹⁸⁾

— 참고: FX마진거래를 장외파생상품 가운데 하나로 분류하고 있는 일본의 「금융상품거래법」 제2조 제22항 제1호

- “매매당사자가 장래의 일정 시점에 금융상품 및 그 대가의 수수를 약정하는 매매로서 매매의 목적이 되는 금융상품의 매매나 환매, 또는 시행령에서 정하는 기타 행위 시 그 차액의 수취에 의해 결제가 이루어질 수 있는 거래”

□ 자본시장법은 FX마진거래를 “장외파생상품거래” 중에서도 “해외 파생상품거래”로 분류하고 있으나, 법이 허용할 경우 국내 은행이나 외국환중개회사가 유동성을 공급하고 금융투자회사가 이를 받아 고객들에 제공할 수도 있으므로 FX마진거래를 굳이 “해외 파생상품거래”로 분류할 필요는 없음

— 해외 관련법들에서도 FX마진거래를 “해외 파생상품거래”로 구분하고 있는 사례는 없으며, 이는 국내법이 FX마진거래를 정의함에 있어 해외 규정과 법에 의존하고 있기 때문에 발생하는 현상임

□ 자본시장법 시행령 제5조 제3항과 4항은 “해외 파생상품거래”에 “미국선물협회의 규정에 따라 장외에서 이루어지는 외국환거래”와 “일본의 상품거래소법에 따라 장외에서 이루어지는 외국환거래”를 포함시키고 있음

18) 자본시장법 제3조1항의 금융투자상품의 개념에서도 “특정시점”을 좀 더 포괄적인 의미의 “일정시점”으로 대체할 필요가 있음

- 그러나 “미국선물협회의 규정”은 「상품거래소법」의 내용을 집행하기 위한 자율규제기관의 하위규정(국내 「금융투자회사의 영업 및 업무에 관한 규정」에 상응)에 불과하므로, 굳이 인용할 경우 소매외환거래에 관한 포괄적 규제내용을 담고 있는 “미국의 「상품거래소법」”을 채택하는 것이 적절함
 - “미국선물협회의 규정”과 국내 「금융투자회사의 영업 및 업무에 관한 규정」의 FX마진거래 관련부분은 구체적인 내용에 있어서도 상당한 차이가 있음
- 일본의 경우, FX마진거래는 2007년 9월부터 시행된 「금융상품거래법」 제2조 제22항 제1목에 의해 “장외파생상품”으로 분류되고 있으나, 국내에서는 과거 「선물거래법」과 자본시장법의 제·개정 시 이를 적절히 반영하지 못함
 - 일본에서 FX마진거래가 규제되기 시작한 것은 2005년 7월 「금융선물거래법」이 시행된 이후의 일로 이전에는 FX마진거래를 규제하는 법이 존재하지 않았음
 - 2005년 1월 개정된 국내 「선물거래법」에서 FX마진거래를 “일본의 상품거래소법에 따라 장외에서 이루어지는 외국환거래”로 정의한 것은 당시 일본에서는 상품선물을 중개하는 선물회사들에 의해 FX마진거래 영업을 이루어졌기 때문에 이를 오해한데서 비롯된 것으로 추정됨
 - FX마진거래와 아무런 관련이 없는 「상품거래소법」을 법령에 그대로 존치시켜 금융투자회사들에게 적용(호가제공 외환딜러의 자격 검토 등)하는 것은 부적절하며, 「금융상품거래법」으로 수정할 필요가 있음

□ FX마진거래가 미국과 일본에서 행해지고 있는 거래로 제한됨에 따라 국내 금융투자회사의 해외 파트너(외환딜러)를 미국과 일본의 금융회사들만으로 제한하게 되는 차별적인 내용이 존재

— 기타 국가들(유럽, 호주, 홍콩, 싱가포르 등)에 소재한 외환딜러들과의 거래를 허용해야 하는 경우 현행 자본시장법 시행령에 잠재적인 거래상대방이 존재하는 국가와 관련법을 모두 열거해야 하는 번거로움이 있음

- 외국 법령의 변경사항을 적기에 반영하기 위해서는 꾸준한 모니터링도 필요

— 개정된 해외 법률의 내용을 국내 법률에 반영하는 데 따른 시차가 존재할 수 있으며, 시차에 따른 규제공백이나 국내 금융투자회사들의 영업에 지장을 초래할 수 있음

— 외국(특히, 미국)에서는 선물계약과 같은 장내파생상품 거래에서와는 달리, 외환딜러의 파산 시 FX마진거래를 위한 고객예탁금에 대해 별도의 보호장치를 두고 있지 않음

— 따라서 거래상대방 위험을 회피하는 차원에서라도 가능한 한 외환딜러들의 지역적 분산을 유도하는 것이 바람직함

— 이와 같은 문제점들을 궁극적으로 극복하기 위해서는 자본시장법에서 외국의 법이나 규정에 의존하지 않는 (FX마진거래에 대한) 독자적인 정의를 마련할 필요가 있음

2. 상품명세

- 달러 수급구조의 균형을 위한 근본적인 해결책이 없는 상황에서 시장쏠림현상으로부터 환율안정을 이끌어내기 위해서는 위험을 감수하면서 기존의 시장추세에 역행해 투자할 수 있는 다양한 (견해를 가진) 투자자들이 시장에 존재할 수 있도록 외환제도를 개선해야 함
 - 실수요 목적의 외환거래 수급량이 불균형 상태에 놓여 있는 경우 정상적인 투기거래는 시장에 유동성을 공급하는 균형장치의 역할을 하므로 이를 억지하려는 정책은 오히려 환율안정을 저해할 수 있음
 - 물론 시장조작 의도를 동반하는 과도한 투기거래는 당연히 억제되어야 함
 - 일부 경제연구소들 또한 국내 외환시장의 불안정성이 “취약한 외환시장 인프라와 외국인 주식투자 및 단기외채 비중이 높은 데 따른 과도한 쏠림현상에 기인”한다고 지적하고
 - 문제의 개선을 위해 증권, 보험 등 제2금융권의 은행간 외환거래 참여를 활성화하고 개인투자자들의 원화거래를 수반한 외환거래 참여 확대를 유도해야 한다고 주장(정영식 외, 2009; 신창목 외, 2010)
- 다양한 자본구조 및 수익구조, 그리고 선호도 등을 가진 투자자들이 자유롭게 시장에 참여하여 서로 다른 포지션을 취할 수 있을 때, 시장은 깊이(depth)가 심화되어 유동성이 풍부해질 수 있음
 - 유동성이 풍부한 외환시장은 낮은 거래비용과 완화된 가격변동폭을 특징으로 함

- III장에서 고찰한 일본은행의 실증결과는 막연한 추측과는 달리 FX마진거래자들이 추세반대매매를 통해 환율변동성을 축소시키는 역할을 할 수 있음을 시사함
- 이를 원화표시거래가 가능한 경우를 가정하여 국내 외환시장에 적용할 경우, FX마진거래 투자자들은 미국 달러화가 원화에 대해 상대적인 강세를 나타낼 때 달러화를 매도하게 되고 달러화가 상대적인 약세를 나타낼 때 달러화를 매수하여 환율변동성의 감소에 기여할 수 있음
- 더구나, 역외에서 거래되는 차액결제선물환(Non-Deliverable Forwards: NDF)과는 달리 금융당국은 일반투자자들의 FX마진거래 포지션을 금융투자회사를 통해 상시적으로 모니터링할 수 있고 비상시기에는 레버리지 비율의 조정 등을 통해 시장전체의 포지션을 관리할 수 있으므로, 원화표시거래에 대한 과도한 우려는 기우에 불과할 수 있음

□ 원화통화조합의 거래는 환변동위험 헤지와 캐리트레이드(carry trades)를 위해 유용한 수단이 될 수 있음에도 불구하고 원화표시거래와 실물인수도가 허용되지 않음에 따라 투자자들은 구조적으로 이종통화조합에 대한 투기목적의 거래만 가능

- FX마진거래는 만기가 없어 투자자가 원하는 정확한 시점까지 포지션을 유지할 수 있으므로 원화표시거래의 경우 얼마든지 환변동 위험관리를 위해 편리하게 사용될 수 있으며, 실제로 자국 통화표시거래가 허용되고 있는 해외 외환딜러들의 경우 다양한 헤지 프로그램을 투자자들에게 제공하고 있음
- 외국의 경우처럼 자국통화표시거래와 실물인수도가 자유롭게 이루어진다면, FX마진거래는 중소기업들의 환변동 위험관리수단으로서도 유용하게 사용될 수 있음

- 원화표시 FX마진거래는 일본의 투자자들처럼 통화 간의 금리차익을 얻기 위해 고금리 통화를 매입하고 저금리 통화를 매수하는 차익거래 성격의 캐리트레이드를 위해 활용될 수도 있음¹⁹⁾

□ 원화표시거래의 허용은 달러/원 거래 외에 엔/원, 유로/원 현·선물거래의 활성화에도 기여할 수 있음

- 유럽, 일본, 중국 등과의 교역규모가 상당함에도 불구하고 현재 국내 외환시장의 거래는 달러/원 거래에 대부분 집중되어 있으며, 엔/원과 유로/원의 현·선물거래는 매우 부진
- 유동성이 부족함에 따라 실수요자들의 불편함(가령 엔/원의 거래 시 달러/엔과 달러/원을 별도로 거래해야 함)이 존재하며, 특정 통화에 비해 원화가 고평가 또는 저평가 되는 현상이 지속적으로 발생할 수 있음
- 엔/원, 유로/원, 위안/원 등에 대한 FX마진거래는 국내외 은행, 해외 외환딜러, 국내 금융투자회사(매매업무 허용 전제) 등에 의해 적극적인 호가 공급이 이루어질 경우, 현·선물시장의 활성화와 함께 실수요자들에게 유동성을 공급해주는 역할을 할 수 있을 것으로 기대됨

□ 통화선물거래를 FX마진거래로 대체한 과거 일본의 경험을 들어 원화표시 FX마진거래가 달러/원 선물거래의 유동성을 잠식할 수도 있다는 우려가 있으나, 일본의 경우 전통적으로 장외 외환거래가 발달해 있었기 때문에 장내 선물거래가 상장 초기부터 매우 부진하였음

19) 엄밀히 말하면 FX 캐리트레이드는 환율변동위험을 수반한다는 점에서 차익거래라 할 수 없으나, 금리차익이 보장된다는 점에서 단순한 투기거래보다는 안정적인 거래라 할 수 있음

- 국내의 경우 달러/원 선물거래가 기관투자자들을 중심으로 이미 확고히 자리잡은 상태이고 거래량이 지속적으로 확대되고 있는 추세여서 그와 같은 현상이 빚어질 가능성은 낮음
 - 2009년 한국거래소의 미국달러선물 거래량 중 기관 및 외국인의 비중은 87%이며, 개인의 비중은 13%임
- FX마진거래와 선물거래는 거래주체(개인 vs. 기관투자자), 거래대상(현물 vs. 선물), 거래단위, 거래시간, 거래비용 등이 다르므로 대체제보다는 상호 보완재로서의 역할을 할 가능성이 높음
- 미국에서도 통화선물거래는 FX마진거래와 관계없이 지속적으로 확대되는 추세에 있음

□ 해외 외환딜러들의 경우 표준거래단위 외에도 mini lot(10,000 단위), micro lot(1,000 단위) 등을 고객들에게 제공하고 있으며, 1,000만달러 한도 내에서 고객이 자유롭게 임의의 거래단위를 선택할 수 있도록 허용하는 딜러들도 있음

- 국내 통화선물계약들이나 일본의 거래소들에 상장된 FX마진상품의 거래단위는 대부분 10,000 단위임
- 소액단위의 거래는 투자자들로 하여금 큰 금액의 거래를 하기에 앞서 FX마진거래에 익숙해질 수 있는 기회를 제공하며, 외환딜러들의 거래시스템을 비교·평가해 볼 수 있는 유익한 경험을 제공
- 또한 FX마진거래를 헤지목적으로 이용할 시 헤지시점 뿐만 아니라 헤지를 위해 필요한 포지션 수량까지도 정확히 매칭(matching)시킬 수 있는 장점을 제공하므로, 거래단위에 별도의 제약을 둘 필요 없이 시장관행을 따르는 것이 바람직함

- CFTC vs. Erskine의 소송사건에서도 논의된 것처럼 FX마진거래에서 통화를 일정 단위의 묶음으로 거래하는 것은 단지 거래의 편의나 장부기입의 편의를 위한 것임
- 큰 거래단위에 부담을 느끼고 해외 외환딜러와 직접 거래를 하는 투자자들도 존재하므로 유연한 거래단위의 책정은 적법하지 않은 거래를 억제하는 효과도 있음

□ 금융투자업무 규정에서는 FX마진거래 시 투자자로부터 거래단위당 5,000달러 이상을 위탁증거금으로 수취하도록 하고 있으나, 환율의 변화를 반영할 수 있도록 거래금액에 대한 일정비율로서 증거금을 수취하는 것이 바람직함

- 미국 달러화표시 환율이 1을 초과하는 기준통화(유로화, 영국 파운드화)에 대해 증거금률은 항상 5% 미만이 되고, 환율이 급변동하는 경우 불안정적인 증거금률이 유지될 수 있음
- 증거금률이 기준통화를 달러화로 환산한 금액의 5%가 되도록 증거금 요건을 개선하는 것이 일관성 있고 안정적인 방법임
 - 예를 들어, 파운드/달러 환율이 1.8000일 때 현행 규정에 따른 증거금은 환율에 관계없이 5,000달러(증거금률 2.78%=\$5,000/ \$180,000)이나, 제안된 방법을 따를 경우 \$9,000(=\$180,000×5%)가 됨

참 고 문 헌

참 고 문 헌

<국내문헌>

금융위원회, 금융감독원, FX마진 거래 실태분석 및 제도개선 추진, 보도자료, 2009 (7. 16).

금융투자협회, 2009, 『금융투자회사의 영업 및 업무에 관한 규정』.

김정한, 2009, 『국내 은행권의 외국환업무 확대와 시사점』 금융연구원, 금융포커스.

신창목 외, 2010, 『2010년 한국경제의 당면과제』 삼성경제연구소 CEO Information 740호.

정순섭, 2005, 『유가증권 개념에 관한 일고 - 「파생결합증권」의 개념을 중심으로』 한국거래소 KRX Review.

정순섭, 2008, 금융규제법상 포괄개념 도입의 가능성과 타당성 - 자본시장통합법상 금융투자상품의 개념을 중심으로, 『서울대학교 법학』 제49권 제1호, 서울대학교 법학연구소, 281-314.

정영식 외, 2009, 『재도래하는 원화 강세와 한국경제』 삼성경제연구소 Issue Paper.

<해외문헌>

BIS, 2007(December), *Foreign exchange and derivatives market activity in 2007, Triennial Central Bank Survey*.

CFTC, 2010(January 20), *Regulation of off-exchange retail foreign exchange transactions and intermediaries; Proposed rule*, Federal Register.

CFTC v. Erskine, 512 F.3d 309, 2008 (6th Cir.).

CFTC v. Zelener, 373 F.3d 861, 2004 (7th Cir.).

Dunn, M., Congress sets a new framework for the U.S. retail FX market, Futures Industry, FIA, 2008 (November/December).

Financial Futures Association of Japan, 2007, *A guide to foreign exchange margin transactions*.

Galati, G., Heath, A., 2007, What drives the growth in FX activity? Interpreting the 2007 triennial survey, *BIS Quarterly Review*.

Galati, G., Melvin, M., 2004, Why has FX trading surged? Explaining the 2004 triennial survey, *BIS Quarterly Review*.

Greenberg, M., Monthly retail forex volume report for June, Forex Magnates, 2009 (July 10).

Ikeda, Y., Takada, M., 2008, Japanese retail investment in overseas securities and FX margin trades, Financial and Economic Research Center, Nomura Securities.

National Futures Association, 2004, *Trading in the Retail Off-Exchange Foreign Currency Market: What Investors Need to Know*.

National Futures Association, 2008, *Forex Transactions: A Regulatory Guide*.

Oliver, L., Retail FX in the U.S.: A market in transformation, Futures Industry, FIA, 2008 (November/December).

Profit & Loss, Special report: retail FX in 2008, 2008 (November).

Lynch, S., US retail forex oversight lacks consistency, *Wall Street Journal*, 2010 (January 29).

Terada, T., Higashio, N., Iwasaki, J., 2008, Recent trends in Japanese foreign-exchange margin trading, *Bank of Japan Review*, 2008-E-3.

<웹사이트>

금융감독원	http://www.fss.or.kr
금융위원회	http://www.fsc.go.kr
금융투자협회	http://www.kofia.or.kr
한국거래소	http://www.krx.co.kr
한국은행	http://www.bok.or.kr
CFTC	http://www.cftc.gov
Euromoney	http://www.euromoney.com
FFAJ	http://www.ffaj.or.jp
FIA	http://www.futuresindustry.org
FINRA	http://www.finra.org
FSA	http://www.fsa.go.jp
NFA	http://www.nfa.futures.org
TFX	http://www.tfx.co.jp