



정책심포지움

# 옵션의 경제적 효과와 거래제도 구축방안

한국선물학회  
한국조세연구원

# 정책심포지움 진행순서

## ■ 개회사

## ■ 논문발표 및 토론

사 회 : 국찬표교수(서강대)

### ○ 제 1 주제 : 주가지수 옵션

#### ◆ 주가지수 옵션시장의 경제적 기능과 도입타당성

- 발 표 : 홍범교박사(한국조세연구원)
- 토 론 : 최도성교수(서울대)

#### ◆ 옵션거래제도 구축과 운영방안

- 발 표 : 최홍식박사(한국조세연구원)
- 토 론 : 남영태이사(한국증권거래소)

### ○ 제 2주제 - 인센티브 주식옵션

#### ◆ 인센티브 주식옵션제도의 도입효과와 필요성

- 발 표 : 박상용·김창수교수(연세대)
- 토 론 : 김경원박사(삼성증권)

# 株價指數 옵션의 經濟的 機能과 導入 妥當性

洪 範 敎

(韓國租稅研究院 研究委員)

---

本 論文의 內容은 發表者 個人의 見解이며 韓國租稅研究院의 公式的인 見解와  
는 無關함.

## I. 序論

1980년대 이래로 국내외적으로 경제의 운용을 시장경제에 맡김으로써 효율성을 제고시킬 수 있다는 논리에 따라 시장 자율화, 개방화가 급속도로 진행되고 있다. 우리나라에서도 이미 제3단계 금리자유화가 실시되어 요구불 예금을 제외한 모든 금리가 자유화 되었으며, 외환제도개혁 계획에 따라 금융기관, 기업 및 개인의 외환·자본거래에 있어 많은 규제가 완화되었다. 경제 각 분야에서도 규제완화를 통한 효율성 제고 작업이 한참 진행되고 있다. 또한 정부가 현재 추진하고 있는 OECD 가입을 위해서는 자본의 자유로운 유출입 뿐 아니라 금융서비스의 개방의 폭과 시기가 앞당겨질 것으로 예상되는 바, 금융기관 및 기업들은 국제적인 경쟁에 대비해야 하는 중요한 시기를 맞고 있다.

이러한 국제적인 금융환경의 변화에 따라 새로운 위험관리 수단으로서 주가지수 선물시장이 금년 5월 3일 개설됨에 따라 우리나라도 본격적인 파생상품거래의 시대를 맞이하였다. 선물, 옵션 등의 파생금융상품의 사용은 선진국에서는 이미 보편화되어 있는데 반하여 우리나라는 이제 첫걸음을 시작하는 단계이다. 특히 옵션은 선물과 함께 대표적인 파생상품으로서 서로 보완적으로 사용될 수 있으며, 다른 금융상품들과 결합하여 사용함으로써 오히려 선물보다 다양한 위험관리수단 및 투자기회를 제공할 수 있다.

따라서 주가지수 선물에 이어 옵션 상품의 도입 타당성에 대한 논의가 이미 제기되고 있다. 옵션은 그 대상이 되는 기초상품에 따라 금융옵션 및 상품옵션으로 크게 나눌 수 있고, 거래형태에 따라 거래소에서 거래되는 장내옵션, OTC로 거래되는 장외 옵션 등으로 나눌 수 있다. 금융옵션은 또 금리, 통화, 주식 및 지수 옵션 등으로 분류될 수 있는데, 여기서는 장내 금융옵션 중에서도 주가지수옵션을 중심으로 개별주식옵션, 지수선물옵션 등 주식관련 옵션에 초점을 맞추어 그 도입 타당성에 대하여 분석해보고, 옵션의 경제적 기능과 영향에 대해서도 살펴보기로 하겠다.

## II. 옵션의 導入妥當性 分析

### 1. 分析基準

옵션의 도입 타당성 여부를 분석하는데 있어서는 선물 도입 타당성의 분석 기준과 동일한 기준을 적용하여 검토할 수 있을 것이다. 선물 도입 타당성 분석에 비하여 옵션 도입 타당성에 대한 별도의 연구는 상대적으로 적은 편인데, 이는 도입 타당성 연구의 초점이 파생상품의 속성상 그 대상이 되는 기초상품시장에 맞추어지기 때문이 아닌가 생각된다.

그 기준으로서 들 수 있는 것이 가격변동성, 가격조작 가능성, 예상수요, 현물시장 가격 결정 메커니즘, 표준화 등이다. 이러한 다섯가지 기준 가운데, 주식관련 옵션의 경우, 다른 금융상품과 마찬가지로 표준화는 기본적으로 큰 문제가 되지 않을 것이다. 표준화 자체가 가능한가 하는 것이 문제가 아니라, 어떻게 표준화를 시키는가 즉 계약설계를 어떻게 하느냐에 따라 그 수요 및 유동성 등에 큰 영향을 미칠 수 있는 것이다. 따라서 표준화 가능성의 조건은 충족되기 때문에 여기서는 나머지 네개의 기준을 중심으로 살펴보겠다.

#### 가. 價格變動性

옵션의 이용가치는 현물가격의 변동에 따른 위험을 헤지하는데 있는 바, 기초상품의 가격 변동성이 크지 않다면 옵션에 대한 수요도 크지 않을 것이다. 따라서 옵션 대상 주식 및 주가지수의 변동성 측정은 도입 타당성 검토의 기초 조건이며 가장 중요한 조건이라고 말할 수도 있을 것이다. 그러나 주식 및 주가지수의 변동성이 충족시켜야 할 어떤 절대적인 기준이 있는 것은 아니기 때문에 기존의 외국 거래소에서 성공적으로 거래되고 있는 옵션의 경우와의 비교 등을 통하여 간접적인 기준을 제시할 수 있을 것이다.

기초상품의 변동성은 옵션가격을 결정하는 가장 중요한 요소이기도 한데, 변동성은

역사적 변동성(historical volatility)과 내재적 변동성(implied volatility) 등으로 나눌 수 있다. 역사적 변동성(HV)은 기초상품 가격이 과거 일정기간에 움직인 변화를 측정하는 것이며 내재적 변동성(IV)은 옵션 프리미엄의 관측이 가능한 점을 이용하여 옵션가격모델을 통해 역으로 추출한 변동성이다. 따라서 내재적 변동성은 시장가격을 통하여 나타난 미래의 변동성에 대한 함의적인 예측치라 할 수 있다.

여기서는 역사적 변동성을 이용하여 옵션도입 대상 상품들이 과연 충분한 변동성을 가지고 있는가를 살펴보기로 하겠다. 보편적으로 이용되는 표준편차를 이용한 역사적 변동성 측정의 문제점으로는 年率化(annualize)하는 과정에서 사용된 표본기간의 크기에 따라 추정치가 영향을 받는다는 점이다. 그럼에도 불구하고 아직 옵션시장이 개설되지 않은 상태에서 이용할 수 있는 가장 보편적인 방법이라 하겠다. 구체적으로 변동성  $\sigma$ 는 다음과 같이 구해지며 日別 수익률( $R_t$ )의 표준편차이다.

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^T (R_t - \mu)^2}{T-1}} \quad (1)$$

이때

$$R_t = \ln \left( \frac{P_t}{P_{t-1}} \right) \quad (2)$$

$$\mu = \frac{\sum_{t=1}^T R_t}{T} \quad (3)$$

여기서  $P_t$ 는 日終價이며  $\ln$ 은 자연로그를 나타낸다.

검토 대상 주식 및 지수는 KOSPI 200 구성종목 중 비중이 큰 상위 13개 개별 주식과 선물거래의 대상이 되는 KOSPI 200으로 하였다. KOSPI 200과 한국종합주가지수(KOSPI)의 상관계수는 기간에 상관없이 거의 1에 근접하기 때문에 KOSPI 200만을 대상으로 하였다. 상위 13개 개별주식은 KOSPI 200 구성종목 중, 시가총액 기준 10대 주식과 이에 포함되지 않은 업종별<sup>1)</sup> 대표주식을 포함하였는데, 한전, 삼성전자, 포철,

1) 제조업, 전기·가스업, 건설업, 유통서비스업(도·소매업, 운수·창고업), 통신업, 금융서비스업(은

이동통신, 대우중공업, 엘지전자, 신한은행, 현대자동차, 현대건설, 유공, 삼성물산, 대한항공, 대우증권이 이에 해당한다.

<表 1>에서 13대 주식의 연율 변동성의 평균, 표준편차, 최대치, 최소치를 보여주고 있다. 구체적으로 연율 변동성의 평균은 일별 수익률을 이용하여 구한 각 월별 표준편차의 평균을 연율화시킨 것이다. 이들 주식의 변동성은 표본기간동안 삼성전자가 28.10%로 가장 변동성이 작고, 대우중공업이 37.44%로 가장 변동성이 큰 것으로 나타났다. 이들 상위 개별 주식의 변동성은 또한 같은 기간 KOSPI 200의 변동성보다 큰 것을 알 수 있다.

<表 1> 주요 개별종목 변동성의 특성(1990.1~1995.12)

(單位 : %, 연율)

	평균	표준편차	Max	Min
유공	30.50	9.99	58.02	15.65
포철	29.09	8.36	45.37	12.10
대우중공업	37.44	11.20	71.20	15.38
L G 전 자	34.60	11.04	66.84	17.19
삼성전자	28.10	8.73	49.37	11.16
현대자동차	30.96	10.60	55.00	13.70
한전	31.04	10.52	61.34	12.55
현대건설	34.95	12.76	61.95	14.86
삼성물산	32.41	8.92	55.26	12.54
대한항공	31.60	9.97	56.48	15.42
이동통신	28.54	8.02	44.20	13.13
신한은행	33.02	10.29	63.50	15.04
대우증권	36.35	10.85	64.97	17.47
KOSPI 200	21.66	8.03	46.13	10.65

이러한 우리나라 개별주식의 변동성의 크기를 상대적으로 비교해보기 위해서는 다른 나라의 개별주식 변동성을 살펴보아야 할 것이다. 이러한 목적을 위하여 자료를 비교적 쉽게 구한 호주의 경우가 <表 2>에 수록되어 있다. <表 2>는 호주증권거래소(Australian Stock Exchange)에 옵션이 상장되어 있는 개별 주식 55개의 변동성과

행업, 증권업)으로 분류.

6개 지수의 변동성을 수록하고 있다. 이들 변동성은 우리 나라 주식의 변동성을 보이는 <表 1>과 마찬가지로 일별 수익률을 이용하여 구한 표준편차이다.

<表 2> 호주의 옵션거래주식 변동성(1994년 9월~1995년 8월)

(單位 : %, 연율)

주식	변동성	주식	변동성
ANI	34.3	Mayne Nick	24.8
ANZ Bank	20.0	Nat Foods	38.6
Acacia Resources	31.6	Natnl Aus Bank	18.5
Advance Bank	19.2	Newcrest Min	39.4
Amcors	18.6	News Corp.	29.1
Ampolex	30.5	Normandy	40.8
Australis	69.6	North Ltd	28.8
BHP	18.1	Pac Dunlop	29.4
Boral	22.3	Pasminco	48.1
Brambles	19.9	Pioneer Int	21.0
Brierley	31.7	Placer Pacif	39.6
BTR Nylex	38.1	Posgold	51.2
Bums Philp	27.0	Publ & Broad	29.1
CRA	18.6	QANTAS	20.2
CSR	19.5	QCT Res	35.3
Carter Holt	29.9	QNI Ltd	43.3
Coles Myer	17.6	Santos	21.2
Cwealth Bank	17.6	Seven Network	29.5
Fairfax	24.4	Southcorp	26.3
Fletcher	26.9	St George Bank	22.0
Foster's	26.5	TNT	30.5
GIO Aust	25.3	Tabcorp	26.2
Gold Min Kal	44.4	Telecom NZ	25.9
Good Fielder	27.2	WMC	26.5
James Hardie	33.5	Westpac	20.0
Lend Lease	14.9	Woodside Pet	25.6
Lion Nathan	31.6	Woolworths	19.1
MIM	33.5		
20 Leaders	13.5	All Ords.	11.5
50 Leaders	12.8	All Res	15.8
All Indust	10.6	Gold Index	22.5

資料: Australian Stock Exchange, *Monthly Index Analysis*, Aug. 31, 1995, p. 17.

개별주식의 변동성은 렌드 리스(Lend Lease)가 14.9%로 최저치를 보이고 오스트랄 리스(Australis)가 69.6%로 최대치를 보인다. 그러나 몇몇 극단치를 제외하면, 대체로 단순 산술평균인 28.77% 전후의 수치를 보이고 있어 우리 나라의 주식 변동성과 비슷 하거나 다소 낮은 경향이 있음을 알 수 있다. 한편 지수의 경우는 金指數(Gold Index) 를 제외하고는 모두 KOSPI 200 보다 낮은 수치를 보이고 있다.

<表 3>에서는 우리 나라 KOSPI 200의 지수 변동성을 홍콩(Hang Seng Index), 일 본(Nikkei 225), 미국(S&P 500)의 지수와 각각 비교하고 있다. 미국, 일본, 홍콩 모두 1987년 주식시장 폭락의 영향이 지수변동성에 나타나 있다. 일본의 경우는 1990년부 터 주식시장 침체기를 맞아 변동성이 증가하였는데, 이것이 1980년대 말에 도입된 파 생상품거래때문이라고 판단한 일본의 정책당국은 파생상품거래에 대한 규제를 강화하 기도 하였다. 홍콩의 경우는 日經225 지수 및 S&P 500 지수에 비하여 변동성이 큰 데, 이는 항셱지수가 단지 33개의 주식을 포함하는데 비하여, 日經225 및 S&P 500은 각각 225개와 500개의 훨씬 많은 수의 주식을 포함하고 있는 것도 그 이유의 하나라 고 하겠다. 우리 나라의 KOSPI 200도 200개 주식의 변동성인 것을 감안할 때, 홍콩을

<表 3> 주요 지수의 일변동성 비교

(單位 : %)

	KOSPI 200 <sup>1)</sup>	Hang Seng Index	Nikkei 225	S&P 500
1985	0.52(8.86)	1.32(22.71)	0.53(9.12)	0.61(10.49)
1986	1.11(18.97)	1.06(18.24)	0.86(14.80)	0.89(15.31)
1987	1.33(22.78)	3.14(54.02)	1.65(28.39)	2.07(35.61)
1988	1.17(19.94)	1.04(17.89)	0.69(11.87)	1.02(17.55)
1989	0.92(15.70)	2.23(38.37)	0.53(9.12)	0.80(13.76)
1990	1.53(26.32)	1.19(20.47)	1.97(33.90)	0.96(16.52)
1991	1.32(22.71)	1.08(18.58)	1.29(22.19)	0.86(14.80)
1992	1.57(27.01)	1.40(24.09)	1.80(30.97)	0.80(13.76)
1993	1.16(19.96)	1.42(24.50)	1.62(27.84)	0.54(9.34)
1994	0.95(16.34)	1.88(32.37)	1.12(19.34)	0.63(10.90)
1995	1.03(17.72)	1.27(21.94)	1.42(25.50)	0.49(8.45)

註: 1) 1990년 이전의 숫자는 KOSPI의 변동성.

1. 괄호 안의 숫자는 연율.

포함한 이들 지수와 비교한 우리 나라의 지수변동성은 기간에 따라 다소 차이가 있으나, 상대적으로 큰 것으로 볼 수 있다.

우리 나라 증권시장의 지수변동성을 좀 더 면밀히 평가하기 위해 주가지수옵션을 도입한 미국, 일본, 홍콩 등 외국주식시장의 옵션도입전의 변동성을 추정하여 KOSPI 200의 변동성과 비교해 보았다. S&P 500에 대한 옵션거래는 1983년에 시작되었으며, 日經 225는 1989년, 항생지수는 1993년에 각각 시작되었다. 이들 지수들과 KOSPI 200의 비교를 위하여 각각의 지수에 대하여 옵션거래 도입전 6년간의 일별자료를 이용하여 변동성을 추정하였다.

<表 4>는 이들 지수의 일별수익률의 기술통계량을 보여주고 있다. KOSPI 200의 평균이 다른 나라의 지수에 비하여 유난히 작은 것은, 일별수익률이 全期間에 걸쳐 상하 대칭적인 구조적 특성을 가졌기 때문으로 파악된다. 변동성을 나타내는 표준편차를 보면 KOSPI 200의 표준편차가 항생지수보다는 작으나 日經 225 및 S&P 500 보다는 큰 것으로 나타난다.

<表 4> 외국주가지수들의 기술통계량 (일별수익률)

	평 균	표 준 편 차	최 대 치	최 소 치
KOSPI 200	0.000 <sup>1)</sup>	0.013	0.049	-0.046
Hang Seng	0.008	0.016	0.089	-0.245
Nikkei 225	0.008	0.009	0.089	-0.161
S&P 500	0.002	0.009	0.047	-0.041

註: 1)  $5.39 \times 10^{-10}$

1. 분석기간은 KOSPI 200은 1990~1995, Hang Seng Index는 1987~1992, Nikkei 225 는 1983~1988, S&P 500은 1977~1982이다.

<表 5>에서 <表 8>은 이들 지수의 역사적 변동성이 추정기간을 달리함에 따라 어떻게 달라지는가를 비교하여 보여준다. 우선 미국 S&P 500주가지수의 변동성 추정치의 특성을 살펴보면, 변동성의 평균은 KOSPI 200에 비하여 낮고 변동성의 변화를 나타내는 평균대비 표준편차는 KOSPI 200과 유사한 것으로 나타났다. 일본 日經 225의 변동성을 보면, 변동성의 평균은 KOSPI 200보다 낮아서 주가가 우리 나라에 비하여 상대적으로 안정적이라고 할 수 있으나 변동성의 변화는 상대적으로 KOSPI 200보다

2배 이상 큰 것으로 나타났다. 한편 홍콩 항셱 지수는 변동성의 평균도 우리 나라에 비하여 높고 변동성의 변화도 우리 나라에 비해 2배 이상 높아 비교국가중에서 주식 시장의 변동성이 가장 큰 것으로 나타났다.

그런데 역사적 변동성 추정치의 공통적인 특징은 추정기간이 길어질수록 변동성의 평균값이 커지는 것으로 나타나는 것이다. 이러한 현상은 변동성의 변화가 클수록 더 심해지는 경향이 있다. 즉 변동성의 변화가 상대적으로 작은 한국과 미국의 경우에는 커지는 크기가 미미하지만, 변동성의 변화가 큰 일본이나 홍콩의 경우에는 커지는 정도가 확연히 나타나고 있다. 이는 변동성의 변화가 클 때, 상대적으로 추정기간이 짧을수록 변동성이 작게 추정되는 회수가 많은 것을 반영한다.

이와 같이 동일 기간 대비 그리고 도입전 기간 대비로 우리 나라 주가 변동성과 주가지수를 도입한 국가의 주가 변동성을 비교한 결과 우리 나라의 개별 주식 및 주가지수의 변동성이 다른 나라의 옵션 상장 주식 및 주가지수에 비하여 결코 작지 않음을 알 수 있다.

<表 5> 역사적 변동성 추정치의 기술통계량 (KOSPI 200)

(단위: %)

	평균 (A)	표준편차 (B)	B/A	최대치	최소치
$\sigma(1)$	1.25	0.46	0.37	2.66	0.61
$\sigma(3)$	1.30	0.35	0.27	2.01	0.82
$\sigma(6)$	1.32	0.29	0.22	1.92	0.87
$\sigma(12)$	1.33	0.24	0.18	1.73	0.99

註 :  $\sigma(s)$ 는 일별수익률을 이용하되 측정간격을 월별로 한 월별 변동성을 나타낸다. 추정대상기간인 6년 동안 총 72개의 월별변동성의 추정이 가능한데 moving window/overlapping 방법에 의해 추정되므로  $\sigma(1)$ 은 72개의 추정치를 얻지만,  $\sigma(3)$ 은 70개의 추정치를 얻는 등 추정기간의 길어짐에 따라 추정치의 수가 작아진다.

<表 6> 역사적 변동성 추정치의 기술통계량 (S&P 500)

	평균 (A)	표준편차(B)	(B/A)	최대치	최소치
$\sigma(1)$	0.82	0.28	0.34	1.67	0.41
$\sigma(3)$	0.83	0.24	0.29	1.48	0.50
$\sigma(6)$	0.83	0.19	0.23	1.34	0.53
$\sigma(12)$	0.84	0.14	0.17	1.15	0.57

註 : <表 5>의註 참조

<表 7> 역사적 변동성 추정치의 기술통계량 (Nikkei 225)

	평균(A)	표준편차(B)	(B/A)	최대치	최소치
$\sigma(1)$	0.76	0.54	0.70	4.23	0.30
$\sigma(3)$	0.81	0.50	0.55	2.83	0.38
$\sigma(6)$	0.84	0.46	0.45	2.16	0.42
$\sigma(12)$	0.90	0.42	0.32	1.76	0.47

註 : <表 5>의註 참조

<表 8> 역사적 변동성 추정치의 기술통계량 (Hang Seng Index)

	평균(A)	표준편차(B)	(B/A)	최대치	최소치
$\sigma(1)$	1.32	0.92	0.71	6.07	0.54
$\sigma(3)$	1.39	0.76	0.62	4.16	0.73
$\sigma(6)$	1.45	0.65	0.55	3.10	0.76
$\sigma(12)$	1.52	0.48	0.47	2.34	0.91

註 : <表 5>의註 참조

#### 나. 價格操作可能性

두번째 기준으로 가격조작 가능성을 들 수 있다. 기초현물의 가격조작이 쉽게 일어날 수 있다면, 공정한 옵션가격이 성립될 수 없으며, 공정성의 상실은 옵션시장의 정착을 가져올 수 없음을 말할 필요도 없을 것이다. 일반적으로 현물시장의 규모가 클수록, 유동성이 클수록, 주식분산도가 클수록 조작 가능성은 낮을 것이다. 이들 변수

를 대표하는 대응변수로서 각각 시가총액, 거래회전율, 대주주 지분비율을 <表 9> 및 <表 10>에서 살펴보았다.

<表 9> 주요 증시 국제비교 (1994년말 기준)

(單位: 社, US\$ 십억, %)

거래소	상장회사수 <sup>1)</sup>	시가총액	거래대금	시가총액 회전율 <sup>2)</sup>	GDP 대비 시가총액
韓 國	699	191.8	286.8	169.4	50.5
NYSE	2,128	4,147.9	2,454.2	57.0	62.5
동 경	1,782	3,592.2	859.9	23.9	77.2
런 던	2,209	1,158.0	1,029.3	87.8	114.2
독 일	1,467	499.3	570.4	134.9	24.5
파 리	922	452.0	202.1	42.3	34.3
대 만	313	247.3	736.7	362.4	101.8
홍 콩	529	269.5	126.1	39.7	203.9
싱가포르	251	136.3	84.8	58.3	197.7

註: 1. 국내기업과 외국기업의 수를 더한 값.

2. 월간회전율의 합계.

資料: 통계청, 『한국주요경제지표』, 1996. 3.

한국증권거래소, 『주식』, 1995. 6.

IMF, *International Financial Statistics*, June, 1996.

<表 9>에서 우리 나라의 주식시장을 미국, 일본, 유럽 국가들 및 동남아 국가들과 비교하고 있다. 우리 나라의 증시가 시가총액에 있어 절대적인 규모면에서는 비교국가 중 싱가포르를 제외하고는 가장 작은 것으로 나타나 있으나, 시가총액의 GDP대비 비율은 약 51%에 이른다. 이는 동남아 국가들의 GDP대비 비율에 비해서는 뒤떨어지고 있으나, 독일, 프랑스 등을 앞서고 있으며, 미국, 영국, 일본의 시가총액 절대규모를 생각할 때 작지 않은 규모라고 볼 수 있다<sup>2)</sup>. 특히 회전율은 대만 다음으로 169.4%를

2) 참고로 1인당 국민소득 10,000 불에 이를 당시의 몇 개 국가의 GNP대비 시가총액 비율을 살펴보면, 미국이 35.5%(1978년), 독일이 11.2%(1978년), 프랑스가 9.5%(1979년), 영국이 82.4%(1986년), 일본이 50.9%(1984년)로 우리 나라는 영국 다음이며, 일본의 1984년 수준과

기록하고 있다. 따라서 앞으로도 현물시장의 성장여지는 크다고 할 수 있으나, 우리나라의 전체 경제규모를 고려할 때, 결코 작은 편도 아니라고 생각한다.

<表 10>은 상위 13대 주식의 대주주 지분비율 및 회전율을 나타내고 있는데, 기업간에 큰 차이를 보이고 있다. 韓電을 제외하고 대주주 지분비율은 대우중공업이 36.57%로 가장 높고, 신한은행의 경우는 0.92%로 미미한 것으로 나타나 있다. 시가총액 회전율로 보면, 삼성물산, 엘지전자, 삼성전자의 순으로 회전율이 높은 것을 알 수 있다. 일반적으로 기업의 소유와 관련하여 이들 대주주들이 가지고 있는 주식 및 기관투자자들이 가지고 있는 주식의 많은 부분이 유통되지 않는 것으로 알려져 있다. 그럼에도 불구하고 개인투자자들이 가지고 있는 주식을 비롯한 나머지 주식들의 회전율이 상당히 높은 것으로 알려져 있다. 이러한 사실은 <表 11>을 통하여 간접적으로 확인할 수 있다.

<表 10> 상위 13대기업 대주주지분비율 및 회전율(1995년말 기준)

(單位 : 株, %)

회 사 명	대 주 주	보유 주식수	대주주 지분비율	시가총액 회전율*
한국전력공사	정부	401,892,028	77.57	12.99
삼성전자	이건희	5,343,456	4.65	105.83
포항종합제철	정부	18,357,828	19.55	39.44
한국이동통신	유공	1,119,000	19.52	71.92
대우중공업	대우	134,395,657	36.57	29.50
엘지전자	엘지화학	6,173,627	5.77	120.37
신한은행	신한일전기	1,138,575	0.92	40.58
현대자동차	현대중공업	6,048,826	10.25	77.25
현대건설	아산재단	3,442,628	6.66	68.74
유공	선경	9,064,218	14.36	60.42
대한항공	조중훈	12,490,663	24.22	73.67
대우증권	대우중공업	8,983,720	6.84	87.28
삼성물산	삼성생명	3,997,901	6.75	129.08

註: \*는 1995년 연누계.

資料: 증권거래소.

비슷함을 알 수 있다.

<表 11>에는 우리 나라 투자자별 주식거래대금이 나와 있는데, 매도 및 매수 양 측면에서 개인투자자가 차지하는 비중이 65-67%로서 압도적인 비중을 차지하고 있고, 기관투자자가 할 수 있는 투자신탁회사, 증권회사, 은행, 보험회사 등이 그 순위를 이어가고 있다.

<表 11> 투자자별 주식거래대금(1995년)

(單位: 원, %)

	매도	구성비	매수	구성비
총거래대금	142,904,404	100.00	142,908,399	100.00
증권회사	11,014,543	7.71	9,482,560	6.64
보험회사	3,126,328	2.19	4,092,325	2.86
투자신탁회사	13,785,960	9.65	13,835,907	9.68
은행	8,341,415	5.84	8,760,034	6.13
투금,종금,신용금고	1,081,797	0.76	1,079,785	0.76
기금·공제회	889,811	0.62	934,689	0.65
기타	3,035,145	2.12	3,973,489	2.78
개인	95,345,269	66.72	93,147,490	65.18
외국인	6,284,136	4.40	7,602,120	5.32

資料: 증권거래소, 「주식」, 1995. 6.

가격조작가능성의 측면에서는 지수보다 개별주식의 경우가 특히 문제시되고 있다. 미국의 경우 Options Clearing Corporation(OCC)은 거래소 상장주식 또는 NASDAQ/NMS 주식으로 발행주식수가 많아서 널리 분산 소유되고 거래가 활발한 경우에 주식옵션을 상장시키는데 그 구체적인 기준으로 다음과 같은 것들을 들고 있다. 첫째, 공개되어 거래되는 주식수가 7백만주 이상일 것, 둘째, 최소한 2,000명 이상의 주주가 존재할 것, 셋째, 직전 12개월 동안의 총거래량이 최소한 240만주 이상일 것, 넷째, 상장하기 직전의 3개월 중 대부분의 날에 주가가 주당 \$7.5이상일 것, 다섯째, 발행회사가 증권거래법에서 정한 요건을 준수할 것 등이다.

캐나다의 경우에는 유통주식수 360만주, 주주수 1,000명, 주당 가격 C\$5.00, 시가총액 C\$1억으로 미국보다는 다소 완화된 기준을 선택하고 있으나<sup>3)</sup>, 홍콩의 경우는 미국

의 기준을 그대로 따르고 있다<sup>4)</sup>. 이러한 기준에 준거하여 우리 나라 상위 13대 주식이 개별 주식옵션을 상장시키기 위한 조건을 만족시키는가를 살펴본 것이 <表 12>에 나타나 있다. 전체 주식시장의 규모가 다름에도 불구하고 상위 주식의 경우, 물량(충분한 양의 주식수), 주식의 분산도(주주수), 유동성(거래량)의 측면에서 미국 OCC의 기준을 만족시키고 있음을 알 수 있다<sup>5)</sup>. 따라서 이러한 기준에서 본다면 개별주식의 경우에도 옵션도입의 부분적인 조건을 만족시킨다고 볼 수 있다.

<表 12> 상위 13대 주식의 상장조건 비교 (1995년 12월 31일 기준)

(單位 : 株,名,株)

	주식수	주주수	월평균 거래량
유공	63,103,200	32,451	2,961,867
포철	93,901,810	272,198	3,528,500
대우중공업	367,550,900	79,088	9,046,055
LG전자	106,992,618	83,385	12,767,660
삼성전자	86,173,384	78,579	6,982,000
현대자동차*	61,334,647	17,134	4,704,362
한전	623,671,344	836,381	8,095,000
현대건설	50,719,527	29,977	3,868,031
삼성물산	63,741,180	30,633	2,950,165
대한항공	51,570,793	17,174	3,420,833
이동통신	5,732,093	7,492	452,782
신한은행	123,200,000	51,428	3,923,226
대우증권**	59,877,268	38,906	4,911,500

註: 현대자동차(\*)는 1995년 6월 30일, 대우증권(\*\*)은 1995년 3월 31일 기준.

자료: 증권거래소

그러나 주식시장에서의 내부자거래, 시세조작 등의 불공정 거래는 역시 문제점으로 지적할 수 있겠다. 확인하기 어려운 경우가 많지만, 우리 나라 증권시장에서 소위 말하는 “作戰說”이 끊임없이 제기되어 온 것도 사실이다. 기관의 펀드매니저들이 담합하

3) 캐나다의 GDP(5,347억 US달러), 주식시장의 시가총액(5,733억 US달러-Toronto Stock Exchange), 거래대금(1,587억 US달러) 등이 미국보다 상당히 작은 것을 고려할 때, 반드시 완화된 기준이라고 할 수는 없다.

4) 다만 차이점은 주당가격이 홍콩달러로 \$7.50 이상인 점이다.

5) 미국 OCC 기준에는 주식의 집중도(대주주 지분비율)가 포함되지 않았다.

여 특정 주식의 가격을 단기간 내에 인위적으로 끌어올린 뒤, 시세차익을 얻고 매각해 버리는 주식시장에서의 작전 즉 시세조작 및 내부자 거래는 개별주식에 기초한 파생상품도입에 걸림돌이 되고 있다.

姜鍾萬(1993)은 1987~1991년에 걸쳐 우리 나라 개별주식의 수익률 자료를 이용하여 내부자 거래에 따른 거래이익을 추정 한 결과, 내부자 매수의 건수가 내부자 매도에 비해 약 3배에 이르며, 내부자 매수의 경우 시장조정초과수익률이 내부자거래일로부터 관련 기업정보의 공시일까지 약 2주간 동안 약 3.6%에 달하는 것을 밝혔다. 결국 개별 주식옵션의 경우, 가격조작의 가능성이 옵션도입의 가장 큰 걸림돌로 작용하고 있다.

#### 다. 豫想需要

옵션에 대한 예상수요도 도입 타당성 판단의 또 다른 중요한 기준이 되고 있다. 미래의 수요에 대한 정확한 예측을 하기는 어려우나, 자율화, 개방화와 함께 가격변동위험에 대한 헤지 수요는 기관투자자를 중심으로 더욱 증가할 것이 예상된다.

우리 나라는 아직 외국에 비해 개인투자자의 비중이 크다. 앞서 <表 11>에서 주식거래대금 중 개인 투자자가 차지하는 비중이 65~67%에 이르고 있음을 보았으며, <表 13>에서 주식소유분포를 보면 개인투자자의 보유만 약 40%로 나타난다. 우리 나라 법인세법에서 정의하고 있는 기관투자자의 범위에 속하는 투자신탁, 은행, 단자회사, 종합금융회사, 보험회사, 증권회사, 상호신용금고 등의 주식보유는 28.3%에 머물고 있어 <表 14>에 나타난 다른 국가와 비교해 볼 때 상당한 차이가 나는 것을 알 수 있다.

그러나 향후 금융환경의 변화와 함께 선진국형의 기관투자자 중심의 증시로 변모할 것이 예상되고, 이러한 환경에서 위험회피수단으로서의 파생상품에 대한 수요가 점증할 것은 거의 확실하다고 말할 수 있다. 특히 주가지수 선물시장의 개설은 파생상품에 대한 우리 나라 기관투자자들의 숙련도를 제고시킬 것이며, 옵션을 이용한 다양한 투자전략들은 포트폴리오 관리에 있어 선물과 함께 유용한 위험회피수단을 제공할

것이다.

<表 13> 소유자별 주식분포(1995년)

(單位: 명, 株, %)

	주주수	주식수
정부 및 정부관리업체	28 (0.0)	114,511,803 (1.7)
은행	35 (0.0)	792,693,282 (11.6)
증권회사	32 (0.0)	209,393,810 (3.1)
투자신탁회사	8 (0.0)	449,245,589 (6.6)
보험회사	42 (0.0)	415,852,354 (6.1)
투금, 종금 및 신용금고	266 (0.0)	60,873,602 (0.9)
기타법인	2,203 (0.2)	1,399,831,715 (20.5)
개인	1,393,623 (99.5)	2,688,233,898 (39.1)
외국인	4,267 (0.3)	706,710,938 (10.4)
합 계	1,400,593 (100.0)	6,187,336,991 (100.0)

資料: 한국증권거래소, 『주식』, 1996. 4.

<表 14> 주요국의 기관투자자 보유 주식 비율

(單位: %)

국 가	비 율	국 가	비 율
뉴질랜드	93.0	일 본	70.0
노르웨이	89.0	호 주	70.0
독 일	83.2	오스트리아	70.0
영 국	80.0	프 랑 스	63.0
핀 란 드	80.0	캐 나 다	61.0
스 웨 덴	75.0	덴 마 크	60.0
미 국	72.2	스 페 인	60.0

資料: 증권거래소, 내부자료

<表 15>는 이미 주가지수선물 및 옵션이 도입된 일본의 日經225 지수에 대한 투자자별 거래대금을 나타낸 것이다. 선물의 경우에는 증권회사, 외국투자자, 은행, 투자신탁의 순으로 거래 비중이 높은 것에 비해 옵션의 경우는 증권회사, 사업법인 및 외국

투자가, 개인, 은행의 순으로 되어 있음을 볼 수 있다. 증권회사들이 거래소의 회원으로서 당연히 가장 큰 비중을 차지하고 있고, 그 다음으로 큰 비중을 차지하고 있는 것이 외국투자가 집단이다. 파생상품시장을 새롭게 도입하는 나라의 입장에서는 정보수집 및 분석 능력, 파생상품 투자기법 등 여러 가지 측면에서 선진국의 기관투자자들을 처음부터 따라가기는 힘들 것이다. 이런 의미에서 외국투자자들은 상대적으로 우월한 위치에 있기 때문에, 상대적으로 높은 예상수익률을 가진 신흥파생상품시장이 특별히 불안정하지 않은 한 이에 적극 참여하고 싶은 유인이 있는 것이다. 따라서 시장개방의 정도가 외국투자자에 의한 수요를 결정하고 이것이 전체적인 수요에 영향을 미치는 요인이 될 수 있다. 中平幸典(1990)에 의하면 일본에 주가지수옵션이 도입된 다음해인 1990년에 실시된 설문조사에서 이용자 전체를 본다면 국채선물, 주가지수선물, 주가지수옵션의 순서로 거래가 이루어지는데 반하여, 사업법인 및 개인 기준으로 보면 주가지수옵션의 이용률이 가장 높은 것으로 나타났다고 한다. <表 15>에서 본다면 이러한 추세가 계속 되고 있음을 알 수 있다.

<表 15> 투자자별 거래대금 비중(1995년 12월기준)

(單位 : %)

	日經 225 先物	日經 225  옵션		주식거래대금 (동중1부)
		풋옵션	콜옵션	
證券會社	70.9	58.2	64.1	33.2
生保·損保	0.9	0.5	0.1	2.1
銀行	7.7	5.4	5.2	15.2
기타 金融機關	0.2	0.4	0.2	0.6
投資信託	4.5	0.9	1.4	4.3
事業法人	1.1	14.2	9.2	4.3
기타 法人等	0.1	0.6	0.9	0.9
個人	0.8	6.6	7.4	17.6
外國投資家	13.9	13.2	11.3	21.8

註: 1. 거래대금 기준

2. 동중1부의 거래비중은 각 투자자의 매도와 매수 합계가 전체 매도와 매수 합계에서 차지하는 비중을 나타낸다.

資料: 오사카 증권거래소

동경증권거래소, 『동중통계월보』, 1996. 6.

<表 16>은 세계적으로 이미 주식관련 옵션이 거래되고 있는 여러 국가의 현물·옵션 거래대금의 비율을 보여주고 있다. 다섯번째 列의 비율이 주식관련 옵션 거래대금과 현물거래대금과의 비율을 보여주고 있는데, 오스트리아, 싱가포르, 미국, 프랑스, 스웨덴, 네덜란드는 1을 넘어 주식관련 옵션시장의 거래대금이 현물거래대금보다 큰 상황이고, 일본은 0.98로서 兩市場의 규모가 비슷하다 하겠다. 반면 캐나다, 뉴질랜드, 덴마크 등은 이 비율이 0.1에도 못 미침으로써 옵션시장의 거래가 상당히 부진함

<表 16> 현물·옵션 거래대금 비율(1994년)

(단위 : US\$ 백만)

국가	주식옵션거래 대금(A)	주가지수옵션 거래대금(B)	주식거래대금 (C)	(A+B)/C	DLR*
오스트레일리아	16,559	31,480	94,908	0.51	1.35
오스트리아	3,617	12,142	8,709	1.81	1.78
벨기에	421	2,437	16,110	0.18	0.57
브라질	34,066	89	98,747	0.35	0.80
캐나다	1,325	3,975	161,461	0.03	0.08
덴마크	492	1,294	30,260	0.06	0.27
핀란드	387	4,901	14,502	0.36	0.39
프랑스	15,896	260,094	195,665	1.41	4.16
독 일	169,974	307,267	622,359	0.77	1.57
홍 콩	-	37,410	126,100	0.30	2.35
일 본	-	841,530	859,900	0.98	2.81
네델란드	34,528	64,412	85,704	1.15	1.30
뉴질랜드	187	50	7,169	0.03	0.03
노르웨이	584	2346	17,611	0.17	0.13
싱가포르	-	146,029	84,800	1.72	-
스페인	386	19,266	65,831	0.30	1.34
스웨덴	12,024	85,554	79,519	1.23	1.39
스위스	31,525	66,320	245,422	0.40	0.96
영 국	26,482	230,281	464,862	0.55	0.73
미 국	381,813	5,663,091	3,962,050	1.53	2.52
합 계	730,265	7,850,954	6,170,887	1.39	1.34

註: \*는 Derivative Liquidity Ratio를 나타낸다.

資料: IOMA Report(1995)로 작성.

을 보여주고 있다. 캐나다의 경우 주식옵션은 1975년에 도입되었고, 영국의 경우에도 주식옵션이 1978년, 주가지수옵션이 1984년에 각각 도입된 반면, 오스트리아, 싱가포르 등은 주식관련옵션이 모두 1990년대 들어 도입된 사실을 고려하면 이러한 차이점은 도입시기와는 크게 상관이 없는 것으로 생각된다.

한편, <表 16>의 여섯번째 列의 파생상품 유동성 비율(derivative liquidity ratio, DLR)은 파생상품시장의 성공여부에 대한 지표로서 Barclay and Noll(1992)에 의하여 제시된 비율이다. DLR은 지수파생상품(지수선물 및 지수옵션)의 거래대금을 현물주식 거래대금으로 나눈 비율로서 정의되며, 지수파생상품이 어느 정도의 유동성을 공급하는가를 서로 다른 규모의 증시를 통하여 비교할 수 있게 하여준다. 다섯번째 列의  $(A+B)/C$ 와 비교하여 홍콩, 일본 등이 큰 차이를 보이는 것은 이들 시장에 주식옵션 거래가 이루어지지 않는 반면, 상대적으로 주가지수선물거래가 활발히 이루어지고 있음을 나타낸다. DLR이 개별주식옵션 대신 주가지수 선물거래를 포함하는 만큼, 이 비율이  $(A+B)/C$ 보다 대체로 크게 나타나며, 현물·옵션 거래대금 비율이 1을 넘는 경우는 DLR도 1보다 크게 나타난다<sup>6)</sup>. 프랑스, 일본, 미국, 홍콩 등의 DLR은 2를 초과하고 있다.

옵션에 대한 수요는 또한 앞서 표준화와 관련하여 언급한 바와 같이 제도적인 디자인(design)에 의해 크게 좌우되기도 한다. 예를 들어 日經225 지수 옵션과 TOPIX 옵션을 비교해 보면(<表 17>), 도입 이듬해부터 거래량에 큰 차이가 나기 시작하는데, 이는 日經225지수가 단순평균지수로서 보다 한정된 주식을 포함하고 있는 관계로 기관투자자들이 차익거래 등에 이용하기 적절하였기 때문인 것으로 알려져 있다. 또 어떠한 거래 시스템을 채택하는가가 수요 확보에 많은 영향을 미칠 수 있다. 일반적으로 전산거래방식(screen-based system)은 익명성, 투명성이 보장되는 한편, 發聲呼價方式(open outcry system)은 유동성, 신속 처리가능성 측면에서 유리한 것으로 알려져 있다. 영국의 FTSE-250 지수옵션이 전산거래방식으로 OMLX에, 발성호가방식으로 LIFFE에 동시에 상장되어 있으나 대부분의 거래가 LIFFE에서 일어나고 있다. 주

6) Barclay and Noll(1992)은  $DLR > 1$ 을 “성공적” 파생상품시장의 기준으로 삼고 있는데, DLR이 일단 1을 초과하게 되면 다시 1 이하로 떨어짐이 없이 계속 “성공적”으로 기능하게 됨을 여러 나라의 예에서 보이고 있다.

로 기존의 거래소들은 트레이더(trader)들의 이해관계에 따라 발생호가방식을 유지하고 있으며, 신흥시장과 SOFFEX 등의 거래소들은 전산거래방식을 채택하고 있다. 이는 파생상품으로서의 옵션에 대한 기본적인 수요외에 실제 거래 단계에서 제도적인 디자인이 도입의 성공여부에 영향을 줄 수 있음을 시사해 주고 있다.

#### 라. 現物市場 價格決定 메커니즘

현물시장에서의 가격이 수요·공급에 의하여 시장 자율적으로 결정되는가는 옵션시장 정착에 중요한 요소 중의 하나이다. 지금까지의 우리 나라 증시는 주가의 안정화와 통화관리를 위한 정책당국의 규제가 많았다. 투신에 대한 특용, 증안기금의 설치, 기관투자자에 대한 매수우위 유지 권고, 물량조절을 위한 상장규제 등을 그 예로 들 수 있다.

그러나 향후 자율화, 개방화가 진행됨에 따라 정책 당국의 규제는 그 효과가 작아짐에 따라 줄어들 것으로 예상된다. 주가지수 선물시장의 개설과 함께 이루어진 증안기금의 해제도 이러한 정책당국의 의지를 반영하고 있다. 시장의 안정장치로서의 감독은 필요하겠으나 시장가격의 자율결정을 왜곡시키는 규제가 있어서는 안 될 것이다.

옵션시장이 도입된 후에라도 만일 정책 당국의 규제 강화 등으로 인하여 시장운영이 효율적으로 이루어지지 않는다면 거래의 해외 유출로 시장이 위축될 수 있음을 일본의 경험을 통해서 살펴볼 수 있다. 1990년초부터 일본 주식현물시장에서의 몇차례 주가 폭락사태가 발생하자, 대장성은 지수선물 및 옵션의 차익거래를 그 주요 원인으로 파악하고, 1992년에 수차례에 걸쳐 증거금을 인상, 호가갱신규정 강화, 입회시간의 단축, 위탁수수료 인상, 공시확대 등의 규제책을 발표하였다. 그 결과, 거래량의 대폭 감소, 시장기능의 저하, 거래의 해외시장 유출 등의 결과를 초래하였다.

<表 17>은 1989년에 도입된 일본의 日經225 지수옵션과 TOPIX 옵션의 거래량 추이를 보여주고 있는데, 이러한 규제차익거래(regulation arbitrage)의 경향을 확인할 수 있다.

<表 17> 日本의 옵션 거래량推移

(單位 : 천계약)

	1989 <sup>1)</sup>	1990	1991	1992	1993	1994	1995
日經225 합계	6,610	9,187	11,835	9,257	6,090	4,274	5,175
풋옵션	3,009	4,067	5,947	4,619	2,795	2,145	2,753
콜옵션	3,600	5,120	5,888	4,637	3,294	2,128	2,421
(1日平均거래량 <sup>a)</sup> )	(46)	(37)	(48)	(37)	(24)	(17)	(21)
TOPIX 옵션 <sup>2)</sup>	4,805	462	120	49	38	20	17
옵션25 <sup>2)</sup>	1,404	693	930	387	160	81	37
東證1部 거래량 <sup>3)</sup>	2,183	1,190	917	654	846	811	889
(1日平均 거래량 <sup>b)</sup> ) <sup>4)</sup>	(876)	(483)	(372)	(264)	(343)	(328)	(357)
a)/b) (%)	5.3	7.7	12.9	14.0	7.0	5.2	5.9

註: 1) 各 옵션에 대해서는 上場開始이후의 계수

2) 풋·콜 합계

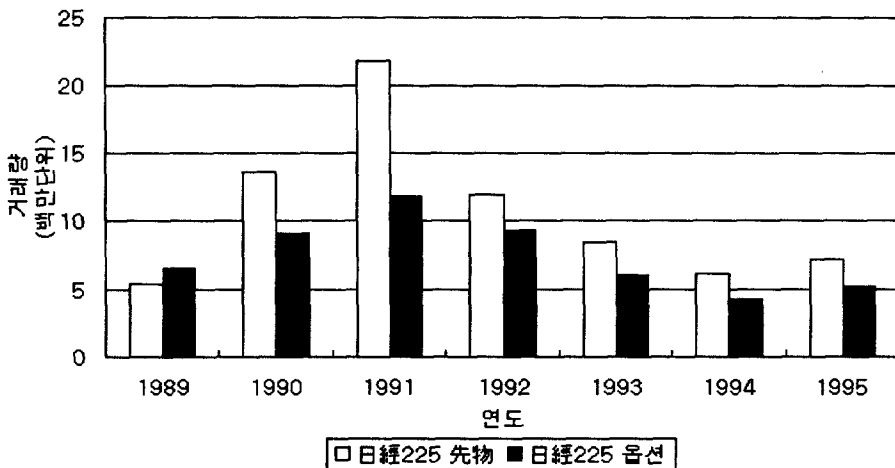
3) 單位는 億株

4) 單位는 百万株

資料: 증권업협회, 『증권업보』, 각호.

동경증권거래소, 『동증월보』, 각호.

[圖 1] 日經 225 선물 및 옵션 거래량 추이



일본에서 가장 많이 거래되고 있는 日經225 지수옵션의 경우, 도입후 수요의 증가세를 보이다가 증시하락에 따라 파생상품에 대한 규제가 강화된 1992년부터 그 수요가 감소하고 있음을 보여주고 있다. ([圖 1] 참조) 日經225 지수선물의 경우, 1992년중 거래량이 1,192만 계약으로 전년대비 44.9% 감소하였으며, 거래금액으로는 219조 8,700억엔으로 전년대비 59.0%나 감소한 반면, 같은 日經225 지수선물을 상장하고 있는 싱가포르는 1992년 중 335만 계약이 거래됨으로써 전년대비 364%의 증가를 기록하였다. 日經225 옵션의 경우에는 1992년중 거래량이 925만 계약으로 전년대비 21.8% 감소하였는데, 감소폭이 선물에 비하여 작은 것은 선물시장의 기능이 저하되고 있을 때 선물의 대체상품으로 이용되었기 때문으로 생각된다.

## 2. 導入 妥當性 評價

이상에서 우리는 여러 가지 기준에 의해 우리 나라 옵션 도입의 타당성을 살펴보았다. 그러나 이러한 도입 타당성 기준의 만족여부를 가름짓는 어떤 절대적인 값을 결정하기는 어렵기 때문에, 대부분 상대적인 평가에 의존하지 않을 수 없는 경우가 많았다. 특히 아직 옵션시장이 존재하지 않는 상태에서의 상대적인 평가는 다른나라와의 비교에 의존할 수 밖에 없을 것이다. 이러한 의미에서 기존의 해외 옵션거래의 현황 및 추세를 잠시 살펴보기로 하겠다. 기존 거래소들의 옵션거래를 보다 자세히 살펴보는 것은 아직 우리 나라에 옵션시장이 존재하지 않는 상태에서 앞의 분석 결과들을 평가하는데 있어 상대적 잣대를 제시하는 것이라 하겠다.

### 가. 세계적 옵션거래의 현황 및 추세

해외의 기존 시장에서 각 종류의 옵션에 대한 이용도를 조사해 보면 선물시장과 옵션시장은 차이가 나는 것을 알 수 있다. 세계시장에서의 거래 비중을 볼 때, 선물의 경우에는 금리선물이 가장 큰 비중을 차지하고 있는데 반하여, 옵션의 경우에는 개별 주식옵션을 포함할 경우, 주식관련옵션의 비중이 가장 크다고 말할 수 있다.

<表 18>에서 보는 바와 같이 선물의 경우, 금리선물이 전체 거래량의 57.9%, 금융

선물만을 따질 경우에는 전체 금융선물의 77%, 주가지수선물이 13.8%를 차지하는 데 비하여, 옵션의 경우는 주식관련옵션이 전체의 72.2%, 금리옵션이 18.4%를 차지하고 있으며, 금융옵션만을 따질 경우에는 주식관련옵션이 전체 금융옵션의 77%를 차지하고 있음을 알 수 있다.

<表 18> 상품종류별 선물, 옵션 거래량(1994년)

(단위 : %)

	주식	금리	통화	상품	합계
선물	10.4	57.9	6.8	24.9	100.0
옵션	72.2	18.4	3.7	5.8	100.0

資料: IOMA Report(1995), p. 8.

<表 19>와 <表 20>은 이러한 관계를 보다 자세히 설명해 주고 있다. <表 19>의 주가지수옵션 거래량과 <表 20>의 개별주식옵션 거래량을 함께 고려할 경우, 1994년 옵션 총거래량 5억 9천 6백 9십만 계약 가운데, 주식관련 옵션 거래량이 4억 6천 1백 1십만 계약으로 77%의 비중을 차지하며, 개별주식옵션만의 비중이 44%를 차지하고 있다. 1994년 기준으로 지수옵션 거래량이 개별주식옵션 거래량보다 빠른 속도로 증가하고 있으나, 거래량 기준으로 본다면 아직까지는 개별주식옵션의 거래량이 가장 많다고 할 수 있다<sup>7)</sup>.

그러나 명목원금(notional principal)을 기준으로 하면 이자율 옵션의 비중이 가장 큰 것으로 나타난다. <表 19>에서 보는 바와 같이 세계 거래소 상장 옵션을 비교해 볼 때, 명목원금기준으로는 이자율 옵션의 비중이 89%로 옵션 중 가장 크고, 주가지수옵션은 8%의 비중을 차지하고 있음을 볼 수 있다.

한편 지역별 옵션거래량을 <表 21>에서 살펴보면 1994년 현재 북미지역이 62.12%, 유럽이 27.38%의 비중을 차지하고 있다<sup>8)</sup>. 1988년과 비교하여 볼 때, 북미지역의 비중

7) IOMA(International Options Markets Association) 자료에 따르면, 1988-1994년의 기간동안 지수옵션 거래량은 159.20% 증가하고, 개별주식옵션 거래량은 81.31% 증가하였다.

8) <表 20>은 IOMA 회원 거래소의 거래량만을 대상으로 하고 있는데, 대부분의 옵션거래소를 포함하고 있다. 옵션을 상장하고 있는 일반 증권거래소로서 IOMA회원이 아닌 것으로는 뉴욕(NYSE), 동경(東證), 상파울로(BM&F), 토론토(TSE) 등이 있다.

<表 19> 세계 거래소 상장 파생상품 거래량

(單位 : 백만계약, US 10억달러, %)

파생상품종류	연도	1990	1991	1992	1993	1994	1994년말 현재 명목원금
	이자율 선물		219.1 (45.8)	230.9 (45.2)	330.1 (51.9)	427.0 (54.2)	627.7 (55.1)
단기상품		76.0	87.3	144.9	180.0	281.3	5,401.8
3개월 유로달러표시		39.4	41.7	66.9	70.2	113.6	2,468.6
3개월 유로엔표시		15.2	16.2	17.4	26.9	44.2	1,467.4
3개월 유로DM표시		3.1	4.8	12.2	21.4	29.5	425.7
장기상품		143.1	143.6	185.2	247.1	346.4	355.6
일본정부채		16.4	12.9	12.1	15.6	14.1	164.3
독일정부채		9.6	12.4	18.9	27.7	51.5	41.7
U.S. T-bond		78.2	69.9	71.7	80.7	101.5	36.1
프랑스정부채		16.0	21.1	31.1	36.8	50.2	12.7
이자율 옵션		52.0 (10.9)	50.8 (10.0)	64.8 (10.2)	82.9 (10.5)	114.5 (10.0)	2,622.8 (29.7)
통화 선물		29.7 (6.2)	30.0 (5.9)	31.3 (4.9)	39.0 (4.9)	69.7 (6.1)	33.0 (0.4)
통화 옵션		18.9 (4.0)	22.9 (4.5)	23.4 (3.7)	23.8 (3.0)	21.3 (1.9)	54.5 (0.6)
주가지수 선물		39.4 (8.2)	54.6 (10.7)	52.0 (8.2)	71.2 (9.0)	109.0 (9.6)	127.7 (1.4)
주가지수 옵션		119.1 (24.9)	121.4 (23.8)	133.9 (21.1)	144.1 (18.3)	197.9 (17.4)	242.4 (2.7)
총합계		478.3 (100.0)	510.5 (100.0)	635.6 (100.0)	788.0 (100.0)	1,140.2 (100.0)	8,837.8 (100.0)
미국합계		310.9	301.5	340.1	380.3	509.5	4,754.9
유럽합계		83.0	110.5	185.0	263.5	398.5	1,832.0
일본합계		60.6	66.2	51.7	57.8	70.5	1,498.2

註: ()안의 수는 비중.

資料: BIS(1995), *The 65th Annual Report*, p. 184.

<表 20> 세계 주식옵션 거래량과 거래대금

(單位 : 계약수, 백만US\$, %)

국가	거래량	거래대금 <sup>a</sup> *	현물주식거래대금 <sup>b</sup>	a/b
호주	10,193,542	16,559	94,908	17.45
오스트리아	1,161,210	3,617	8,709	41.53
벨기에	280,137	421	16,110	2.61
브라질	44,674,988	34,066	98,747	34.50
캐나다	1,906,707	1,325	161,461	0.82
덴마크	108,812	492	30,260	1.63
핀란드	244,614	387	14,502	2.67
프랑스	3,073,681	15,896	195,665	8.12
독일	9,885,393	169,974	622,359	27.31
네델란드	7,943,881	34,528	85,704	40.29
뉴질랜드	146,399	187	7,169	2.61
노르웨이	685,720	584	17,611	3.32
스페인	244,200	386	65,831	0.59
스웨덴	10,055,373	12,024	79,519	15.12
스위스	18,366,129	31,525	245,422	12.85
영국	4,308,050	26,482	464,862	5.70
미국	149,932,665	381,813	3,962,050	9.64
합 계	263,211,501	730,265	6,170,887	11.83

註: \*는 명목원금을 이용한 추정치.

資料: IOMA Report(1995), p. 11.

<表 21> 지역별 옵션 거래량 분포

(단위 : %)

	1988	1992	1993	1994
아시아/태평양	2.88	4.82	3.82	3.35
유럽/중동/아프리카	11.24	25.56	27.70	27.38
북 미	85.88	65.70	61.80	62.12
남 미	0.00	3.92	6.68	7.15
합 계	100.00	100.00	100.00	100.00

資料: IOMA Report(1995), p. 7.

이 약 23% 감소하고, 유럽 및 남미지역의 비중이 증가하였으나 여전히 북미 특히 미국시장이 옵션거래의 대부분을 차지하고 있음을 알 수 있다. 아시아/태평양 지역의 옵션

선거래 비중은 1988-1992년까지 증가추세를 보이다가 1992년부터 하락세를 보이고 있는데, 이는 일본시장에서 파생상품에 대한 규제가 강화된 후 옵션거래량이 감소한 것을 반영하고 있기 때문이다. 옵션에 비하면 선물거래량의 지역별 편차는 작은 편인데 1994년 현재, 북미지역이 42.2%, 유럽이 32.4%, 아시아/태평양이 17.6%의 비중을 차지하고 있다.

<表 22> 세계 10대 주가지수옵션(1995년)

순위	계약	거래소	미청산계약건수 <sup>1)</sup>	거래량
1	S&P 100 Option	CBOE	617,825	69,633,460
2	S&P 500 Option	CBOE	1,352,837	26,726,023
3	DAX Option	DTB	691,234	24,299,078
4	IBEX 35 Option	MEFFRV	216,855	8,179,599
5	OMX Stock Index Option	OM	76,532	6,067,268
6	Swiss Market Index Option	SOFFEX	515,297	6,027,308
7	S&P 500 Futures Option	CME	242,607	5,783,089
8	Nikkei 225 Option	OSAKA	76,516	5,174,570
9	FTSE 100 Index Option	LIFFE	289,894	4,434,086
10	EOE Index Option	EOE	285,429	3,681,781

註: 1) 연말기준

資料: Futures and Options World, Feb. 1996.

<表 23> 거래량에 따른 세계 10대 주식옵션(1995년 12월)

순위	주식	거래소	거래량
1	CS Holding	Soffex	1,322,300
2	Micron Technology	Pacific	483,901
3	IBM	CBOE	420,760
4	Intel Corp	AMEX	395,930
5	Ciba-Geigy	Soffex	367,847
6	Nestle	Soffex	327,367
7	Micron Technology	CBOE	293,200
8	UBS	Soffex	278,271
9	COMPAQ Computer	Pacific	260,678
10	Microsoft Corp	Pacific	238,056

資料: Futures & Options World, February 1996.

<表 22>와 <表 23>에서는 각각 거래량에 따른 세계 10대 주가지수옵션과 개별주식 옵션을 수록하고 있다. 지수옵션의 경우 S&P 100옵션이 세계에서 가장 많이 거래되는 옵션으로 거래량이 2위인 S&P 500 옵션의 약 2.6배에 달하고 있다. 그러나 1995년 연말기준 미청산계약건수(open interest)로는 S&P 500 옵션이 S&P 100의 약 2.2배를 기록하고 있다. 3위인 독일의 DAX 옵션까지를 포함한 상위 3대 옵션거래량이 4위이하의 옵션거래량과는 큰 차이를 보이고 있다. 한편 개별주식옵션의 경우에는 <表 23>에서 보는 바와 같이 1995년 12월 한달 동안, 스위스의 Soffex에서 거래되는 CS Holding의 주식이 압도적으로 많이 거래되었다. 업종별로는 10위권 안에 주로 컴퓨터 관련 회사 주식옵션이 많이 포함되었으며, 거래소별로는 Soffex와 Pacific Stock Exchange에 상장되어 있는 옵션이 많이 포함되었음을 볼 수 있다. <表 22>의 지수옵션의 경우 1995년 연누계 거래량이고, <表 23>의 개별주식옵션의 경우는 1995년 12월의 월누계 거래량이며, 각각 단일 주식에 대한 옵션임을 감안할 때, 개별옵션거래의 비중이 큰 것을 확인할 수 있다.

<表 24> 주식관련 옵션 거래량에 따른 거래소 순위

순위	거래소	1995년 거래량	1994년 거래량	변화율
1(1)	CBOE	77,040,466	68,974,809	12%
2(2)	Amex	48,886,858	44,810,966	+9%
3(4)	Soffex	32,716,285	18,366,129	+78%
4(3)	Pacific	30,767,783	20,834,820	+48%
5(5)	PHLX	14,715,834	13,017,110	+13%
6(7)	OM Stockholm	12,807,778	10,055,373	+27%
7(9)	EOE	10,580,001	8,529,670	+27%
8(6)	ASXD	9,136,408	10,205,004	-10%
9(8)	DTB	8,770,002	9,885,393	-11%
10(10)	Liffe	3,975,831	4,308,050	-8%

註: 괄호 안의 순위는 1994년도 순위.

資料: *Directory & Review 1996*, Futures and Options World.

<表 24>에서는 거래량 기준 세계 10대 옵션거래소를 살펴보았다. 세계 10대 주식 옵션에 포함되는 옵션은 Soffex와 Pacific Stock Exchange에 많았으나, 전체적으로는 역시 미국의 CBOE 거래량이 가장 많고 그 다음으로 주식거래소인 Amex가 2위로 나

타나 있다. 10대 거래소 중 CBOE를 비롯한 6개의 거래소가 선물 및 옵션 전문 거래소이며, 나머지 4개는 일반 증권거래소임을 볼 수 있다.

#### 나. 도입우선순위

이상에서 주식관련 옵션거래의 도입 타당성을 검토한 결과, 그 조건이 대체적으로 만족되고 있다고 생각한다. 다만, 지수선물옵션의 경우는 기초 상품시장인 지수선물시장이 이제 개설된 지 얼마 되지 않은 관계로 시장 자체가 좀 더 정착된 후 도입하는 것이 바람직할 것으로 생각된다. 상위 종목의 개별 주식의 경우, 여러 가지 조건에서 지수와 대동소이한 입장이나 불공정거래의 측면에서는 개별주식거래의 조작가능성이 지수의 조작가능성보다 높은 만큼, 제도적 정비를 통하여 주식시장에서의 거래가 보다 투명해지기까지는 우선 지수옵션의 도입이 타당할 것으로 사료된다.

따라서 지수옵션의 도입 타당성이 상대적으로 가장 높고, 선물옵션 및 개별주식옵션의 도입 시기는 향후 지수선물시장의 정착 및 제도 정비를 통한 불공정거래의 개선 여부에 달려있다고 하겠다. 이러한 우리나라의 상황은 다른 나라의 경험에 비추어 어떻게 비교될 수 있는가? 개별주식옵션, 지수 옵션 및 지수선물옵션간의 도입 우선 순위에 대한 각국의 경험은 역사적 환경에 따라 서로 다름을 알 수 있다. 파생상품시장이 가장 먼저 발달한 미국과 같은 경우, 개별 주식옵션이 OTC형태로 먼저 거래되다가 1973년 CBOE의 옵션상장을 계기로 장내 주식 콜옵션거래가 개시되고, 1977년 풋 옵션이 도입되었으며, 1983년이 되어서야 S&P 100, S&P 500 등을 필두로 한 지수옵션과 선물옵션이 상장되었다. (<表 25> 참조) 장외옵션은 거래자들의 선호에 따라 행사가격, 유효기간, 거래의 크기 등에서 다양한 종류의 조건으로 거래되었는데, 이러한 고객화는 고객의 기호에 따라 적절한 조건을 만들 수 있다는 점이 장점이다. 반면 장외옵션은 거래조건이 다양한 만큼 유통시장을 형성하기 어려워 유동성이 떨어지고, 거래비용이 많이 드는 단점이 있다. 최근에 미국 거래소들은 장외옵션과 같이 고객의 수요에 따라 거래조건을 조절할 수 있는 장내 플렉스 옵션(flex option)을 도입하고 있다.

<表 25> 지수선물·옵션 도입시기

국명	지수	거래소	지수선물 도입시기	지수옵션 도입시기	지수옵션 도입당시 주식옵션 존재여부
美國	Value Line	KCBT PHLX	1982.2	1988.5	Yes (콜옵션 1973) (풋옵션 1977)
	S&P 500	CME CBOE	1982.4	1983.1* 1983.7	
	S&P 500 LEAPS	CBOE		1991.1	
	NYSE Composite Stock Index	NYFE NYSE	1982.5	1983.9	
	S&P 100	CBOE		1983.3	
	S&P 100 LEAPS	CBOE		1990.12	
	MM1	CBOT CBOT CBOT AMEX	1984.4	1983.4 1991.10* 1984.8	
	Nikkei 225	CME	1990.9	1990.9*	
	Japan Index	AMEX		1990.9	
	S&P MidCap 400	CME & AMEX	1992.2	1992.2	
	FT-SE 100	CME &CBOE	1992.10	1992.10	
	Eurotop	COMEX & AMEX	1992.10	1992.10	
	Russell 2000	CBOE CME	1993.2	1992.11	
	Wilshire 250	CBOT & PSE	1993.1	1993.1	
	NASDAQ 100	CBOE		1994.2	
	Topix	CBOT	1990.8	1990.8*	
	Nikkei 300	CBOE		1994.7	
캐나다	Toronto 35	TFE	1987.5	1987.5	Yes(1975)
호주	All Ordinaries	SFE	1983.2	1985.6	Yes(1976)
홍콩	Hang Seng	HKFE	1986.5	1993.3	No(1995.9)
싱가포르	MSCI	SIMEX	1993.3		No(1993.3)
	Nikkei 225	SIMEX	1986.9	1992.3*	
일본	Nikkei 225	OSE	1988.9	1989.6	No
	TOPIX	TSE	1988.9	1989.10	
	Nikkei 300	OSE	1994.2	1994.2	
뉴질랜드	NZSE 40	NZFOE	1991.9	1991.9	Yes(1990)

이에 반하여, 일본 및 동남아시아 시장에서의 옵션은 모두 지수 및 지수선물을 대상으로 하고 있으며 최근에 들어서야 싱가포르, 홍콩 등에서 소수의 개별주식옵션을 상장하였다. 싱가포르(The Stock Exchange of Singapore)는 1993년 3월 싱가포르 항공(Singapore Airlines)과 케펠社(Keppel Corporation)를 비롯한 4개 주식에 대한 옵션을 최소한의 홍보만으로 상장하는데 그쳤는데, 이는 개별주식 옵션이 추가적인 투기 수단만을 제공하게 되는 것이 아닐까 하는 우려에 기인한 것으로 판단된다. 일본도 마찬가지로 日經225 지수선물·옵션을 둘러싼 논란으로 인하여 개별 주식에 대한 옵션 상장이 지연되고 있다.

<表 25>에서 세계각국 거래소들의 지수선물, 지수옵션, 선물옵션 및 개별 주식옵션들 살펴보면 몇 가지 특징을 찾아볼 수 있다. 우선 미국을 비롯한 구미 여러 나라에서는 개별 주식옵션이 지수 관련 파생상품의 도입에 앞서 존재하고 있었다. 이들 나라의 주식시장의 역사가 깊은 만큼, 국가별로 상장시기에 다소 차이는 있으나 주식옵션이 이미 OTC의 형태로라도 존재하고 있었다는 점이다.

1980년대 들어서야 지수관련 파생상품시장이 처음으로 등장하기 시작하였는데, 대부분 지수선물이 먼저 도입되고 지수옵션이 다음으로 도입되었다. 선물옵션의 경우는 당연히 지수선물이 먼저 상장되고 난 후, 선물옵션이 상장되었다. 그러나 이들 파생상품거래가 확산되고 투자자들의 친숙도가 높아 가면서 1990년대 들어서는 선물 및 옵션 또는 선물옵션이 동시에 도입되는 추세가 늘어가고 있다. 미국의 CME와 CBOT에서 각각 日經225와 TOPIX 선물 및 선물옵션을 동시에 상장한 예가 있다. 다만 앞에서 언급한 바와 같이 일본 및 동남아시아 시장에서는 지수선물, 지수옵션 및 선물옵션, 주식옵션의 순서로 시장이 개설되고 있다. 대부분의 신흥시장의 경우 실무적인 준비절차 등을 위해서도 도입시기에 시차를 두고 있는데, 이는 파생상품에 익숙치 않은 상태에서 동시다발적인 여러 옵션의 상장이 충분한 수요를 확보할 수 있을까 하는 우려가 있기 때문으로 생각된다.

왜 선물시장은 주가지수와 관련된 상품을 먼저 도입하고, 옵션은 개별주식과 관련된 상품을 먼저 도입하였는가 하는 문제에 대하여 Jaffe(1984)는 보다 이론적인 가설을 전개하고 있다. 그는 선물시장은 주로 특별히 불완전한(imperfect) 현물시장을 가

<表 25> (계속)

국명	지수	거래소	지수선물 도입시기	지수옵션 도입시기	지수옵션 도입당시 주식옵션 존재여부
오스트리아	ATX	OTOB	1992.8	1992.8	Yes(1991.11)
벨기에	BEL 20	BELFOX	1993.9	1993.4	Yes(1992.6)
덴마크	KFX	FUTOP	1989.12	1989.12	
네델란드	Eurotop 100	EOE	1991.6	1991.6	Yes(1978)
	AEX	EOE	1988.10	1992.5	
핀란드	FOX	FOM	1988.5	1988.5	
프랑스	CAC 40	MATIF	1988.6		Yes(1987)
		MONEP		1988.11	
독일	DAX	DTB	1990.9	1991.8	Yes(1990.1)
				1992.1*	
노르웨이	OBX	Oslo	1992.9	1990.6	Yes(1990)
스페인	IBEX	MEFFRV	1992.1	1992.1	No(1993)
스웨덴	OMX	OM	1989.12	1989.12	Yes(1985)
스위스	SMI	SOFFEX	1990.11	1988.12	Yes(1988.5)
영국	FT-SE 100	LIFFE	1984.5	1984.5	Yes(1978)
				(미국형)	
				1990.2 (유럽형)	

註: 1) \*는 선물옵션.

2) 선물과 옵션 중 먼저 도입된 상품의 도입시기가 진하게 표시되어 있다.

Amex: American Stock Exchange  
 ASXD: Australian Stock Exchange Derivatives  
 Belfox: Belgian Futures & Options Exchange  
 BM&F: Bolsa Mercadorias & de Futuros  
 CBOE: Chicago Board Options Exchange  
 CBOT: Chicago Board of Trade  
 CME: Chicago Mercantile Exchange  
 DTB: Deutsche Terminborse  
 EOE: European Options Exchange  
 Finex: Financial Instrument Exchange  
 Futop: Guarantee Fund Danish Options & Futures  
 FOM: Finnish Options Market  
 HKFE: Hong Kong Futures Exchange  
 IPE: International Petroleum Exchange  
 KCBT: Kansas City Board of Trade  
 Liffe: London International Financial Futures

Matif: Marché à Terme International de France  
 Meff RF: Meff Renta Fija  
 Meff RV: Meff Renta Variable  
 Monep: Marché des Options Negociables de Paris  
 NYFE: New York Futures Exchange  
 NZFOE: New Zealand Futures & Options Exchange  
 OM: Stockholm Options Market  
 OMLX: London Securities & Derivatives Exchange  
 Osaka: Osaka Securities Exchange  
 OSE: Oslo Stock Exchange  
 Ötob: Austrian Futures & Options Exchange  
 PHLX: Philadelphia Stock Exchange  
 SFE: Sydney Futures Exchange  
 Simex: Singapore International Futures Exchange  
 Soffex: Swiss Options & Financial Futures Exchange  
 Toronto: Toronto Stock Exchange  
 TSE: Tokyo Stock Exchange

資料: Hill(1995), Futures and Options World, 증권거래소 자료 등을 참고로 하여 작성.

진 상품의 경우에 먼저 발달하고, 옵션시장은 상대적으로 효율적(well functioning)이지만 추가적인 위험관리수단을 필요로 하는 상품의 경우에 먼저 발달한다고 보았다. 그 예로서 주가지수의 경우 현물로서 쉽게 거래할 수 있는 상태가 아님을 들었다. 주식 지수펀드(stock index mutual fund)가 주가지수에 가장 가까운 거래형태라고 할 수 있는데, 이 경우에도 유통시장이 존재하는 것도 아니고, 최소의 증거금만으로 거래할 수 있는 것도 아니며, 공매(空賣)에 대한 규제도 많다. 그러나 개별주식시장의 경우, 시장이 효율적으로 움직이나 개별주식의 위험회피에 대한 추가적인 수단이 필요하다. 선물과 옵션 모두 위험회피의 수단으로 쓰이는 공통점을 갖고 있으나 선물의 경우는 거래적인 효율성(transactional efficiency)을 증가시키고, 옵션의 경우는 추가적인 다양한 투자수단을 제공한다. 이러한 관점에서 본다면 선물시장이 이미 존재하고 있는 상품에 대하여 옵션시장의 도입이 뒤따르는 것은 자연스러울 수 있다. 그러나 역으로 개별주식에 대한 선물거래의 도입을 기대하기 힘들듯이 옵션거래가 이미 효율적으로 이루어지고 있는 경우, 같은 상품에 대한 선물거래의 도입은 기대하기 어려울 것이다.

### III. 옵션의 경제적 기능 및 영향

#### 1. 경제적 기능

주가지수옵션의 경제적 기능은 선물을 포함한 파생상품의 경제적 기능과 마찬가지로이다<sup>9)</sup>. 즉 가장 중요한 기능으로서 위험관리 수단의 제공과 정보전달을 들 수 있다. 사회적인 견지에서 볼 때, 이들 파생상품의 기능은 확실히 긍정적인 효과를 가진다고 할 수 있다. 이러한 위험회피의 수단이 존재함으로써 고도의 위험관리기술의 개발이 가능해지고 이러한 기술을 이용하여 과거에는 불가능했던 프로젝트를 수행할 수 있게 해준다. 예를 들어 연금관리자는 이러한 위험회피수단을 사용하여 보다 적극적으로

9) 선물, 옵션의 경제적 기능에 대해서는 Carlton(1984), Jaffe(1984), Silber(1985), Stoll & Whaley(1988) 등을 참조.

투자함으로써 연금혜택자에게 보다 많은 수익이 돌아가게 할 수 있고, 펀드 매니저에게도 주식투자에 따른 위험을 감소시켜 가면서 보다 많은 수익을 올리는 일이 가능해진다. 해외에 공장을 설립하고자 하는 기업에게 환리스크 관리수단이 없다면 그러한 계획이 불가능할 수도 있다. 고정금리 또는 변동금리로 자금의 수요자가 원하는 형태의 대출을 받는 것이 가능한 것도, 그 대출금융기관이 대출에 따른 위험을 전가시킬 수단을 가지고 있기 때문이다.

보다 이론적인 측면에서 옵션이 사회적 후생 증진에 미치는 영향을 보여준 것은 Ross(1976)이다. 그는 현존하는 기초증권에 대한 옵션을 통해 거래기회를 넓히는 편이 새로운 증권을 만들어서 거래기회를 넓히기보다 거래비용면에서 훨씬 저렴하기 때문에 옵션은 파레토 효율을 달성하기 위한 완성시장(complete market)을 만드는데 있어서 가장 적절한 수단이라는 것을 보여주고 있다.

또한 파생상품시장의 존재는 거래자들의 관심과 거래활동을 증진시킴으로써 파생상품시장 뿐아니라 그 기초시장인 현물시장의 유동성을 증진시키기도 한다. 그 결과 파생상품시장과 현물시장의 가격은 참값(true value)에 보다 접근하게 되고 시장에서 관찰할 수 있는 이러한 파생상품의 가격은 미래에 대한 정보를 제공함으로써 경제주체들로 하여금 보다 합리적인 결정을 내리게 하고, 결과적으로 시장을 보다 효율적으로 만든다.

이와 같은 파생상품의 기본적인 기능을 바탕으로 주가지수옵션의 경제적 기능에 대하여 다시 정리해보면 다음과 같다.

첫째, 위험관리의 수단을 제공한다. 옵션은 일정 기간동안 기초상품을 특정 가격으로 사거나 팔 수 있는 권리이다. 따라서 일정액의 프리미엄을 지불함으로써 기초상품의 가격이 옵션 소유자에게 유리하게 변할 때에는 이득을 무한대로 향유할 수 있으며, 불리하게 변할 때의 위험은 지급한 프리미엄에 한정된다. 쉬운 예로 주가지수 풋 옵션을 이용할 경우, 주식 포트폴리오의 하락위험을 제한하는 한편, 상승이익은 그대로 향유할 수 있게 된다. 즉 효율적인 포트폴리오 관리를 위한 유용한 수단을 제공한다.

둘째, 보다 다양한 투자수단을 제공한다. 선물은 기초상품에 대한 권리인 동시에

의무인 반면, 옵션은 일정한 대가를 지불하고 취득한 권리이다. 따라서 기본적으로 옵션의 손실은 프리미엄에 한정되는 반면, 잠재적 이득은 무한하다는 성질을 가지고 있기 때문에 위험회피수단으로서 선물보다 훨씬 다양하게 사용될 수 있다<sup>10)</sup>. 옵션은 권리와 의무를 분리해 놓았기 때문에 선물의 역할에 대한 복제가 가능할 뿐 아니라<sup>11)</sup> 선물을 비롯한 다른 금융수단으로서는 복제가 불가능한 여러 가지 유형의 수익구조를 만들어 낼 수 있다. 따라서 투자자들이 자신의 위험선호나 향후 가격변화에 대한 예상에 따라 또는 자신의 자금사정이나 투자목적에 따라 적합한 투자전략을 다양하게 선택할 수 있게 된다. 주가지수옵션은 또한 개인투자자들에게도 새로운 투자수단을 제공한다. 개별종목에 대한 정보수집력이 떨어지는 개인투자자는 개별종목을 선택할 필요 없이 주가지수옵션을 이용함으로써 전체적인 시장의 흐름을 탈 수 있다.

한편, 옵션과 기초자산을 결합시킨 다양한 투자수단의 제공 및 옵션의 헤지기능은 현물시장에서의 투자자의 참여를 확대시켜 현물시장의 유동성 증대에도 기여하게 된다.

셋째, 정보전달기능을 한다. 옵션거래에 대한 정보수집 및 평가에 대한 노력은 현물시장의 현재 및 장래에 대한 기초자산의 수급상태를 반영하는 가격을 형성하게 한다. 이러한 가격은 그대로 시장에서 나타나기 때문에 미래의 가격전망에 대한 정보를 경제주체들에게 전달해주게 되고, 경제주체들은 이를 바탕으로 보다 합리적인 결정을 내리게 되어 결과적으로 시장을 보다 효율적으로 만든다.

넷째, 거래비용을 낮춘다. 옵션거래비용은 매입자의 경우 옵션프리미엄에 한정되며, 매도자의 경우는 대개 기초자산 시장가격의 15%-25%의 증거금으로 거래가 가능하다. 따라서 주식투자에서 레버리지를 증가시켜 적은 비용으로 주식투자와 동일한 포지션을 취하는 것을 가능하게 해준다. 주가지수옵션은 특히 전문적인 투자자들에게 유용하게 쓰일 수 있다. 예를 들어 펀드관리자가 주식시장의 침체를 예상할 때, 펀드에 가지고 있는 주식을 직접 파는 것 보다는 주가지수옵션을 이용하는 것이 거래

10) 옵션의 기본적인 투자전략으로는 conversion, reversal, synthetic positions 등을 기본으로 straddle, strangle을 비롯한 수많은 spread positions를 들 수 있다. 옵션의 다양한 투자전략에 대해서는 Stoll & Whaley(1993), McMillan(1993) 등을 참조.

11) 간단한 예로 현물 포지션에 대한 헤지로서 선물을 매도하는 경우는, 선물매도 대신 풋옵션의 매입과 콜옵션의 매도로서 같은 효과를 거둘 수 있게 된다.

비용면에서 훨씬 유리하다. 많은 주식을 한꺼번에 팔게 되면 시장충격에 의하여 주식이 가격이 더 떨어질 뿐아니라, 침체가 끝나면 다시 주식을 매입하여 포트폴리오를 구성하여야 한다. 이 경우, 주가지수 풋옵션을 사거나, 콜옵션을 팔면 최소한의 비용으로 이러한 위험을 전가시킬 수 있게 된다. 또한 주식시장의 활황기를 예상할 때, 당장 투자할 자금이 없을 경우에는 콜옵션을 매입함으로써 최소한의 비용으로 그 혜택을 누릴 수 있다.

그 밖에도 주가지수옵션의 이용은 空賣(short-sale)를 보다 활성화시킬 수 있다. 주식공매를 한 기관이 콜옵션을 매입함으로써 주가상승에 대한 위험에 대비할 수 있다. 차익거래에 대한 추가적인 수단이 확보됨으로써 시장의 효율성 증가에도 기여하게 된다.

## 2. 도입의 경제적 영향<sup>12)</sup>

옵션 도입의 영향은 직접적으로 현물시장에 미치는 영향과 포괄적으로 파생상품이 금융시장 전반에 걸치는 영향에 대해서 두가지로 나누어 생각할 수 있다. 후자의 경우에 대해서는 주가지수선물의 도입 등 이미 여러 기회에서 살펴본 바가 있기 때문에 여기서는 생략하고자 한다<sup>13)</sup>.

현물시장에 미치는 영향에서는 우선 옵션의 도입이 현물시장을 안정화시키는가, 불안정화시키는가 하는 문제가 가장 중요한 주제라고 할 수 있다. 따라서 이 문제와 함께 그에 따른 거래량에 미치는 영향에 대하여 먼저 살펴보고, 옵션의 행사만기일의 영향(triple-witching hour)에 대하여 검토해 보기로 한다. 그리고 마지막으로 현물가격에 미치는 영향에 대하여 살펴보기로 하겠다.

### 가. 변동성 및 거래량에 미치는 영향

---

12) 이 항의 내용은 Damodaran and Subrahmanyam(1992), Rhee(1993), Gemmill(1993) 등의 survey paper를 참조하였다.

13) 선물, 옵션을 포함하는 파생상품의 경제적 영향에 대해서는 파생상품에 관한 기본적인 서적들에 잘 나와있다. 그 밖에도 BIS(1992), 崔興植·洪範敎(1993), 한국은행 조사1부(1995), 金融財政事情研究會(1995) 등을 참조.

Black-Scholes 모델과 같이 거래비용이 없는 완전시장에서는 합성에 의하여 옵션을 복제하는 것이 가능하여 여러 옵션이 필요 없게 된다. 그러나 현실적으로 여러 종류의 옵션이 존재하는 것은 이 옵션들이 거래비용, 대출계약, 구매계약과 같은 시장의 불완전성을 극복하는 수단으로 이용됨을 반증하는 것이다.

옵션의 도입이 현물시장을 안정화시키는가, 불안정화시키는가에 대해서는 선물시장의 도입과 마찬가지로 이론적으로는 규명되기 어려운 문제이다. 정보전달 메커니즘, 정보의 정확성, 경제주체들의 합리성(rationality), 거래 구성원의 특성 등 여러 가지 조건에 의한 가정이 어떻게 설정되었는가에 따라 서로 다른 결론을 도출할 수 있기 때문이다.

따라서 실증적인 연구에 대한 검토가 필요하다 하겠다. 같은 파생상품인 선물의 도입이 현물시장에 미치는 영향에 대해서도 많은 연구가 진행되었는데, 여기서는 옵션 도입에 관한 연구에 중점을 두어 살펴보기로 하겠다. 1973년 장내옵션이 처음 도입된 이후부터 1977년까지의 자료를 이용하여 Hayes and Tennenbaum(1979)은 옵션이 상장되어 있는 43개 주식과 그렇지 않은 68개의 주식의 변동성을 비교하였다. 그 결과 옵션이 있는 주식이 다른 그룹의 주식에 비해 변동성이 15~20% 정도 감소하였고, 거래량은 증가하였음을 발견하였다. 그러나 Trennepohl and Dukes(1979)와 Klemkosky and Maness(1980)는 옵션의 도입 후에 유의적인 변동성의 변화를 발견하지 못하였다.

Whiteside, Duke and Dunne(1983)은 1973년에서 1981년까지 71개 주식의 자료를 이용하여 분석한 결과, 옵션 상장 직후에는 통계적인 변화가 없었으나, 상장후 1년이 지난 시점에서는 옵션이 있는 주식의 90%가 변동성이 감소하였음을 밝혔다.

한편, Conrad(1989), Skinner(1989), Nabar and Park(1988)은 옵션거래의 도입이 모두 해당 현물 주식에 영향을 미침을 발견하였다. Nabar and Park(1988)은 1973~1985년의 기간에 옵션이 상장되어 있는 494개의 주식을 이용하여 옵션 비상장 주식과 비교한 결과, 비상장 주식에 비하여 상장주식은 상대적으로 변동성이 4~8% 감소하였고 그 효과는 옵션 도입후 약 4개월 후에 가장 크게 나타남을 찾아냈다. Conrad(1989)는 1974~1980년 기간의 자료를 분석한 결과, 옵션도입 해당 주식가격이 도입후 평균 약

2% 오르고, 변동성은 약 12% 감소하는 것을 발견하였다. 또한 주식의 베타계수가 변하지 않는 것으로 미루어, 변동성의 감소는 회사특유위험(company-specific risk)의 감소에 기인하는 것으로 추정하였다.

Skinner(1989)도 1973~1986년의 기간에 304개 주식을 이용하여 분석한 결과 수익률 변동성이 10~20% 감소하고 거래량은 다소 증가한다는 결론을 얻었다. 옵션상장 전후의 각 6개월간 기초주식의 거래량이 약 17% 증가하고 전체 표본주식의 약 3분의 2가 거래량 증가를 기록한 것이다. Gemmill(1989)은 런던 시장자료를 이용하여 실증 분석을 한 결과 영국시장에서도 미국시장과 마찬가지로 변동성은 줄어든 것으로 나타났다.

Ma and Rao(1986, 1988)는 1973년부터 1983년까지 251개의 주식을 대상으로 분석한 결과, 71개 주식의 변동성은 옵션 도입후 증가하였고, 109개 주식의 변동성은 감소하였음을 밝혔다. 또한 저수익, 고위험, 낮은 거래량 및 성장 잠재력이 작은 주식일수록 옵션상장과 더불어 변동성이 감소하는 것을 발견하였다.

Bansal, Pruitt and Wei(1989)은 일일 수익률의 제곱을 변동성의 추정치로서 사용하여 1973~1986년의 기간에 175개의 주식을 분석한 결과, 옵션상장 후 100일 후 6.4% 감소하였음을 발견하였다. 거래량에 대해서는 전반적인 시장의 거래증가를 감안하여도 1979년 이전에는 옵션의 도입으로 인하여 거래량이 증가하였다고 할 수 있으나, 그 이후에는 그렇지 않음을 발견하였다.

Damodaran and Lim(1991a, 1991b)의 연구결과는 옵션상장후의 수익률 변동성이 20% 감소하고 초과수익률의 변동성은 15%정도 감소하는 것으로 나타났다. 또한 콜옵션이 이미 상장된 상태에서 풋옵션이 상장될 때는 주가변동성에 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 또한 Damodaran and Lim(1991a)은 1973~1986년 기간에 200개 주식 자료를 이용하여 조사한 결과 거래량이 증가하는 것을 발견하였으나, 시장추세를 감안한 거래량에는 유의적인 변화가 없는 것으로 결론지었다.

베타에 의하여 측정되는 시장위험(systematic risk)에 대한 연구결과로는 앞서 언급한 Trennepohl and Dukes(1979)을 들 수 있는데, 이들은 1970~1976년의 기간에 걸쳐 32개의 주식에 대하여 조사한 결과, 週別 수익률 베타가 옵션 상장을 전후하여 평균

1.22 에서 0.87로 감소하였음을 발견하였다. 1972~1979년 기간동안 40개 주식을 이용한 Klemkosky and Maness(1980)도 비슷한 결과를 얻었다. 즉 개별주식에 대한 옵션의 상장은 이들 주식 수익률 변동성의 감소를 가져오고 이는 옵션이 시장의 완성과 주식시장에 대한 정보의 양적, 질적 향상을 도모한다는 것을 뒷받침하는 결과라고 하겠다. 그러나 이는 옵션의 도입이 시장위험을 감소시키는데 기여한다는 것으로 Conrad(1989)의 연구결과와는 다소 상반되는 것이다.

이상의 실증분석들에서 옵션의 도입으로 인한 유의적인 변동성 증가를 보이는 결과는 없었으며, 대부분의 연구들이 기업 고유 위험(specific risk)의 감소와 거래량의 증가를 발견하였는데, 이는 옵션 도입에 따른 유동성의 증가를 의미하는 것이다.

그러나 물론 이러한 연구들로부터 단정적인 결론을 도출하기는 어렵다. 예를 들면 옵션의 도입은 거래소에서 가장 변동성이 큰 주식들을 대상으로 하기 때문에, 옵션이 도입된 주식은 그렇지 않은 주식과 비교하여 상당히 다른 차이점을 가진다고 할 수 있기 때문이다(selection bias). 또한 미국시장에서 많은 옵션들이 1970년대 중반에 도입되었는데, 당시에 시장 전반에 걸쳐 기업 고유 위험의 감소가 있었던 것도 연구 결과에 편의(bias)를 주었을 수 있다.

#### 나. 특정 만기일(Triple-Witching Hour)의 영향

옵션이 현물시장 가격변동성에 미치는 영향과 관련하여 또 관심을 끌었던 것이 특정 만기일 영향이다. 여기서 특정 만기일이란 주가지수선물, 주가지수옵션, 주가지수선물옵션의 만기일이 같은 날에 일치하여 계약을 청산하는 과정에서 다량의 주식이 거래됨으로써 주가가격이 급변하는 경향이 있는 만기일을 지칭한다. Stoll and Whaley(1987)는 이러한 특정 만기일과 옵션만이 만기를 맞는 보통 만기일의 자료를 가지고 비교한 결과, 특정 만기일에는 거래 마지막 한시간 동안 가격이 0.48% 떨어졌다가, 다음 거래일 거래개시 직후 회복되고, 변동성은 증가함을 발견하였다. 이에 비하여 보통 만기일에는 가격하락이 매우 작고, 변동성의 변화도 없는 것으로 나타났다. Day and Lewis(1988)도 이러한 사실을 확인하였다.

미국의 SEC는 만기일 수요의 불균형을 시정하여 특정 만기일의 영향을 감소시키기 위하여 청산과정을 변경할 것을 각 거래소에 권고하였다. 1987년 6월부터 CME, NYSE, NYFE는 만기일의 終價가 아닌 始價를 기준으로 청산가격을 정하였고<sup>14)</sup>, Feinsten and Goetzmann(1988), Stoll and Whaley(1991), Herbst and Maberly(1990), Sofianos(1992)등은 1987년의 이러한 변화가 거래량을 분산시켰음을 보여주고 있다. 런던 자료를 이용한 Pope and Yadav(1992)는 0.5% 가격하락을 발견하였으며, Van den Bergh and Kemna(1988)는 만기일의 변동성이 평일의 변동성보다 작은 다소의 외의 결과를 보이기도 하였다. 일본과 싱가포르도 각각 1989년 12월, 1992년 6월에 기준 청산가격을 변경하였다.

이상의 연구들은 특정 만기일이 주식가격 및 변동성에 미치는 영향이 청산과정의 조정을 통하여 완화되었음을 보여주고 있다.

#### 다. 현물가격에 미치는 영향

옵션의 도입이 시장을 완성시키고, 기초자산의 균형가격을 상승시킨다고 하는 가설은 플러스의 초과이익(abnormal return)이 존재하는가를 통하여 검증할 수 있을 것이다. 그러나 이러한 효과가 옵션도입의 발표시점을 중심으로 일어날지, 또는 실제 상장시점을 기준으로 일어날지는 제도적인 문제로 인하여 이론적으로 규명하기 힘들기 때문에 실증분석을 통하여 옵션상장이 기초자산의 균형가격에 미치는 영향을 살펴볼 수 있을 것이다.

Branch and Finnerty(1981)는 1973년에서 1977년 사이의 222개 표본을 이용하여 분석한 결과, 상장 전 47주간 평균 누적 초과이익이 12.5%이고 이 가운데 약 4%가 상장직전 일주일 전에 이루어졌음을 보여주었다. DeTemple and Jorion(1990)은 1973년부터 1986년까지의 304개의 주식을 이용하여 옵션상장 전후 2주일간 평균 2.8%의 누적초과이익을 구했다.

14) 특정 만기일의 영향을 완화하기 위하여 S&P500 선물, 선물옵션 및 옵션과 NYSE Composite Index 선물 및 옵션 등에 대하여 거래는 만기일 하루 전 목요일에 종료시키고, 청산가격은 만기일에 지수에 포함된 개별 주식의 始價에 근거하여 정하도록 규정을 바꾸었다.

Conrad(1989)는 새로운 상장의 발표와 실제 상장간의 차이를 구분하고자 하였다. 1973년부터 1980년까지의 96개 옵션을 가지고 분석한 결과, 옵션상장을 전후한 10일간 평균 2.95%의 누적초과이익을 구하였으나, 발표일 전후의 가격효과는 발견할 수 없었다.

Damodaran and Lim(1991b)은 1977년부터 1984년에 걸쳐 200개의 표본을 이용하여 콜옵션과 풋옵션의 상장효과를 분리하여 살펴보았다. 콜옵션이 이미 상장되어 있는 경우, 풋옵션상장 전후 10일간 -1.21%의 가격효과가 있는 것으로 판명되었다. 그러나 콜과 풋이 동시에 상장될 때는 그러한 효과가 나타나지 않았다. 풋옵션의 이러한 마이너스 가격효과는 Figlewski(1981)가 말한 바와 같이 풋옵션이 투자자로 하여금 공매 제한과 같은 규제를 보다 효과 있게 회피할 수 있는 대안이 됨으로써 증시에 대한 비판적인 견해가 시장가격에 반영될 수 있게 하기 때문이 아닌가 생각된다.

Damodaran and Lim(1991a, 1991b)은 옵션상장 전후의 평균 수익률을 살펴보았다. 1973년부터 1983년까지의 200개의 콜옵션 표본에서 일평균 초과수익률은 상장을 전후하여 변화가 없었다. 그러나 1977년부터 1984년까지의 200개 풋옵션의 경우, 일평균 초과수익률은 상장 500일 전의 0.02%에서 상장 500일 후의 -0.058%으로 감소하였다.

이상의 실증분석 결과를 요약하면 콜옵션의 상장은 초과수익률을 증가시키고, 풋옵션의 상장은 초과수익률을 감소시키는 것으로 나타났다. 또한 평균수익률도 풋옵션 상장 후에는 감소하는 것으로 나타났다.

#### IV. 結論

이상에서 우리는 주가지수옵션을 중심으로한 주식관련옵션의 도입 타당성과 그 경제적 기능 및 영향에 대하여 살펴보았다. 주가지수 옵션시장의 성공적인 도입을 위해서는 그 기초시장인 주식시장의 건전한 발전과 지난 5월 도입된 주가지수 선물시장의 정착이 요망된다고 하겠다. 국가경제의 규모가 성장하고, 기업의 직접금융의 비중이 커지는 추세에 비추어, 주식시장의 양적 성장이 이루어지리라는 것은 확실히 예상할 수 있다. 그러나 양적 성장과 더불어 질적인 성장이 동시에 이루어져야 할 것이다.

최근 경기에 대한 우려와 함께 공기업의 민영화 등으로 주식의 공급 물량이 수요를 초과하는 것이 증시 침체의 한 원인으로 지적되고 있다. 지금까지 우리 나라 투자자들은 일반적으로 오로지 주가가 상승하여야만 수익을 올릴 수 있다고 여겨 왔으며, 주가하락에 대해서는 알레르기적인 반응을 보여 왔다. 따라서 주식시장이 침체되면 반드시 정책당국이 이에 대한 인위적인 대책을 세워 줄 것을 요구하였으며, 정책당국도 이러한 요구를 암묵적으로 받아들여 증시대책을 내어놓곤 하였다. 그러나 이제 파생상품의 시대가 개막되면서 이러한 관행이 더 이상 지속될 수는 없을 것이다.

증시가 기업의 자금조달의 場으로서의 역할을 제대로 수행하기 위해서는 충분한 유동성이 유지되어 효율적인 시장으로서의 역할을 수행해 나가야 할 것이다. 이를 위해서는 주식의 수요기반확충이 필수적이라고 하겠다. 따라서 장기적으로 주식의 수요기반을 늘려 나아가기 위해서는 공정한 룰(rule)의 제정과 이의 엄격한 집행이 뒤따라야 할 것이다. 투자자들은 주식투자에 따르는 위험을 충분히 인식하고 자기 책임하에 투자결정을 내리며, 정책당국에서는 공정한 조건을 조성하여 누구나 동등한 기회를 가질 수 있는 환경을 만들어야 할 것이다. 이를 위해서는 증시에서의 불필요한 규제를 완화하되, 불공정거래 등에 대한 사후 감독을 철저히 하여 거래의 투명성을 제고함으로써 증시를 더욱 활성화시키고 수요기반을 확충해 나갈 수 있을 것이다.

한편, 선물시장과 옵션시장간의 보완적인 관계에 비추어 새로 출발한 지수선물시장의 정착도 옵션시장 도입의 중요한 요소라고 하겠다. 선물, 옵션, 선물옵션시장 등의 파생상품시장과 기초현물시장의 가격 사이에서는 일정한 이론적 균형관계가 있음은 잘 알려져 있다. 이러한 균형관계가 시장에서의 마찰 및 외부요인에 의하여 깨어졌을 때, 차익거래를 통하여 상호간의 균형가격관계를 회복하게 된다. 따라서 옵션시장의 도입은 이러한 차익거래를 위한 수단의 다양화를 가져와 현물시장의 효율적 기능에 기여하게 된다. 선물이 미래의 상품에 대한 권리인 동시에 의무인 반면, 옵션은 일정한 대가를 지불하고 취득한 권리이다. 이와 같은 옵션의 비대칭적 손익함수를 이용하면 선물보다 훨씬 다양한 여러 가지 유형의 수익구조를 만들어 낼 수 있다. 물론 거래비용, 규제 및 자본동원능력 등의 제약조건이 구체적으로 이러한 수단의 선택을 결정하는 요인이 될 것이며, 역으로 생각하면 선물과 옵션은 이러한 제약조건을 극복하

는 보완적인 수단인 역할을 한다는 것을 알 수 있다.

지난 5월에 개설된 주가지수 선물시장에서는 최근 선물가격이 현물가격을 지속적으로 밀도는 현상이 발생하고 있다. 그 원인으로서 선물시장에서 단기거래가 많고 단기적으로 주가가 하락할 것이라는 기관투자자들의 전망에 의하여 가격하락폭이 비교적 커진데 비하여 주식시장에서는 장기투자수요에 의하여 하락폭이 반감하였기 때문이라고 해석되고 있다. 이렇듯 시장가격이 균형가격으로부터 이탈하였을 경우에는 이러한 괴리를 이용하여 현물을 매도하고, 선물을 매수하는 차익거래가 이루어져야 균형가격으로의 복귀가 가능할 것이다. 그러나 1996년 6월중 실제 차익거래는 전체 선물거래량의 1.4%에 불과한 것으로 나타났다. 이것은 증시가 전반적으로 하락하는 기간에는 현물을 매도할 경우 주식평가손이 실현되고, 차익거래비용(market impact cost)도 크기 때문에 기관투자자의 입장에서는 이를 실행하기가 어렵고, 또한 대주제도가 활성화되지 못하였기 때문이다. 대주제도의 활성화를 위한 방편으로 증권예탁원에 보관중인 주식을 빌려서 매도할 수 있는 유가증권 대차제도가 곧 도입될 예정으로 알려져 있다. 이러한 대주제도의 활성화는 파생상품시장의 효율적 운영 및 도입을 위한 선결조건이라 하겠다.

자유화·개방화에 따른 시대적인 전환기에서 보다 다양한 위험회피수단의 제공은 필수적이라고 하겠으며 시기적인 선택만이 남아 있다고 하겠다. 제도정비 및 감독을 맡게 될 정책당국, 이들 파생상품의 실수요자인 금융기관 및 기업, 그리고 실제 거래를 담당하게 될 거래소 등 각 방면에서 보다 철저한 준비가 요망된다고 하겠다.

## 參考 文獻

- 姜鍾萬 (1993), 『내부자거래 규제에 관한 연구』, 연구자료 93-4, 한국증권경제연구원.
- 崔興植·洪範敎 (1993), 『금융선물거래의 도입 타당성과 경제적 효과 분석』, 연구보고서 93-07, 한국조세연구원.
- 한국은행 조사1부 (1995), 『파생금융상품시장의 발달이 금융시장과 통화신용정책에 미치는 영향』, 조사연구자료 95-23.
- 金融財政事情研究會(1995), 『オプション取引のすべて』.
- 中平幸典 (1990), 「日本の先物·オプション市場の評価と展望」, 『インベストメント』 1990.8, pp.76-82.
- Bansal, V., S. Pruitt and K. Wei (1989), "An Empirical Reexamination of the Impact of CBOE Option Initiation on the Volatility and Trading Volume of the Underlying Equities:1973~1986," *The Financial Review* 24, pp. 19~29.
- Barclay, W. and E. Noll (1992), "The Creation of Equity Derivative Markets: Learning from Experience," Working Paper, Chicago Board Options Exchange.
- BIS (1992), *Recent Developments in International Interbank Relations*.
- Branch, B. and J. Finnerty (1981), "The Impact of Option Listing on the Price and Volume of the Underlying Stock," *The Financial Review* 16, pp. 1~15.
- Carlton, D (1984), "Futures Markets: Their Purpose, Their History, Their Growth, Their Successes and Failures," *Journal of Futures Markets* 4, pp. 237~271.
- Conrad, J.(1989), "The Price Effect of Options Introduction," *Journal of Finance*, 44, pp. 487~98.
- Damodaran, A. and J. Lim (1991a), "The Effects of Option Listing on the Underlying Stocks' Return Processes," *Journal of Banking and Finance* 15, pp. 647~664.
- (1991b), "Put Listing, Short Sales and Return Processes," *Working Paper*,

Stern School of Business.

- Damodarna, A. and M. Subrahmanyam (1992), "The Effects of Derivative Securities on the Markets for the Underlying Assets in the United States:A Survey," *Journal of Financial Markets, Institutions and Instruments*, vol.1, no.5, pp. 1~22.
- Day, T. and C. Lewis (1988), "The Behavior of the Volatility Implicit in the Prices of Stock Index Options," *Journal of Financial Economics*(October), pp. 103~122.
- DeTemple, J. and D. Jorion (1990), "Option Listing and Stock Returns," *Journal of Banking and Finance* 14, pp. 781~802.
- Feinstein, S. and W. Goetzmann(1988), "The Effect of the "Triple Witching Hour" on Stock Market Volatility," *Economic Review of FRB of Atlanta*, September/October issue.
- Figlewski, S. (1981), "The Informational Effects of Restrictions of Short Sales:Some Empirical Evidence," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 16, pp. 463~476.
- Gemmill, G.(1989), "Stock Options and Volatility of the Underlying Shares," *Journal of International Securities Markets*, 3, pp. 15~22.
- (1993), *Options Pricing:International Perspective*, McGraw-Hill, Berkshire.
- Hayes, S. and Tennenbaum, M. (1979), "The Impact of Listed Options on the Underlying Shares," *Financial Management*, 8, pp. 72~6.
- Herbst, A. and E. Maberly (1990), "Stock Index Futures, Expiration Day Volatility, and the "Special" Friday Opening:A Note," *Journal of Futures Markets* 10, pp. 323~325.
- Hill, Joanne (1995), "The History of Equity Derivatives," in *the Handbook of Equity Derivatives*, pp.33~50.

- IOMA Report (1995), "Report to IOMA Member Exchanges-The World Option Market 1994:Structure and Trends," CBOE Department of Strategic Planning and International Development.
- Jaffe, D. (1984), "The Impact of Financial Futures and Options on Capital Formation," *Journal of Futures Markets* 4, pp417~447.
- Klemkosky, R. and Maness, T. (1980), "The Impact of Options on the Underlying Securities," *Journal of Portfolio Management* 6, pp. 12~18.
- Ma, C. and R. Rao (1986), "Market Characteristics, Option Trading and Volatility of the Underlying Stock," in *Advances in Futures and Options Research*, vol.1, Part A, pp. 193~200.
- (1988), "Information Asymmetry and Options Trading," *The Financial Review* 23, pp. 39~51.
- Management Analysis Center, *The Impact of Exchange-Traded Options on the Market for New Issues of Common Stock of Small Companies*, June 1977.
- McMillan, L. (1993), *Options as a Strategic Investment*, New York Institute of Finance, Simon & Schuster:New York.
- Nabar, P. and Park, S. (1988), "Options Trading and Stock Price Volatility," Paper presented at the 8th AMEX Options Colloquium, New York.
- Pope, P. and Yadav, P. (1992), "The Impact of Option Expiration on Underlying Stocks:the UK Evidence," *Journal of Business Finance and Accounting*, 19, pp. 329~44.
- Rhee, S. (1993), "Development of Financial Derivative Markets in Six Dynamic Asian Economics," OECD Workshop Paper.
- Robert R. Nathan Associates, Inc., *Review of Initial Trading Experience at the Chicago Board Options Exchange*, December 1974.
- Ross, S. (1976), "Option and Efficiency," *Quarterly Journal of Economics* 90, pp. 75~89.

- Silber, W. (1985), "The Economic Role of Financial Futures," in A. Peck(ed.) *Futures Markets: Their Economic Role*, Washington, D.C.: American Enterprise Institute, pp. 83~114.
- Skinner, D. (1989), "Option Markets and Stock Return Volatility," *Journal of Financial Economics* 23, pp. 61~78.
- Sofianos, G. (1992), "Expirations and Stock Price Volatility," NYSE Working Paper #92-04.
- Stoll, H. and Whaley, R. (1987), "Program Trading and Expiration Day Effects," *Financial Analysts Journal* 43, pp. 16~28.
- (1988), "Futures and Options on Stock Indexes: Economic Purpose, Arbitrage, and Market Structure," *Review of Futures Markets* 7, pp. 224~248.
- (1991), "Expiration-day Effects: What Has Changed?" *Financial Analysts Journal* 47, pp. 58~72.
- (1993), *Futures and Options: Theory and Applications*, South-Western Publishing Co., Cincinnati: Ohio.
- Trennepohl, G. and Dukes, W. (1979), "CBOE Options and Stock Volatility," *Review of Business and Economic Research*, 18, pp. 36~48.
- Van den Bergh, W. and Kemna, A. (1988), "The Impact of Option Trading of Stock Prices," *Economische Statistische Berichten*, 3652, pp. 372~6.
- Whiteside, M, W. Dukes and P. Dunne, (1983), "Short Term Impact of Option Trading on Underlying Securities," *Journal of Financial Research* 6, pp. 313~321.

# 주가지수 옵션제도 구축과 운영 방안

최 홍 식

(韓國租稅研究院 先任研究委員)

---

本 論文의 內容은 發表者 個人의 見解이며 韓國租稅研究院의 公式的인 見解와는 無關함.

## I. 서론

우리 나라 자본시장에 1996년 5월부터 주가지수선물이 도입되어 활발히 거래가 이루어지고 있다. 주가지수선물거래의 도입은 자본시장에 상존하는 주가 변동성 위험을 관리할 수 있는 수단을 제공할 뿐 아니라 고수익·고위험의 새로운 투자수단을 제공한다는 점에서 우리 나라 증권시장의 효율성 증진에 일익을 담당할 것으로 기대된다. 특히 선물거래를 통하여 현물 주식거래보다는 낮은 자금과 저렴한 비용으로 투자관리를 할 수 있고, 주가지수선물 가격은 미래 주가 수준에 대한 정보를 제공한다는 점에서 주가지수선물거래는 우리 나라 증권시장의 정보 및 운영 효율성의 제고에 크게 기여할 것으로 기대된다.

한편, 주가지수선물거래가 활성화된 이후에는 시장참여자들이 보다 다양한 위험배분기능을 담당하는 상품들의 출현을 요구할 것이다. 사실상 선물거래는 선형적 미래수익흐름(linear cash flow)을 갖는 가장 단순한 형태의 금융혁신상품이라 할 수 있다. 따라서 선물거래는 시장의 효율성 증대에는 기여를 할 것이나, 투자자들의 보다 다양한 위험배분요구에 대하여 불충분한 금융수단이라 할 수 있다. 이러한 요구에 가장 적합한 상품으로서는 「옵션」(option)을 들 수 있다. 옵션거래는 비선형적 수익흐름(nonlinear cash flow)을 허용함으로써 투자자들에게 보다 다양한 투자수익 유형을 제공하여 주고, 위험의 회피와 관리에 보다 큰 유연성을 제공하여 준다.

특히 주식 또는 주가지수에 대한 옵션거래 도입은 현물 주식거래 및 주가지수 선물거래와 연계되면서 주가위험을 세분화하고 이렇게 세분화된 위험을 다시 새롭게 다른 형태로 결합하여 관리할 수 있게 함으로써 과거에는 가능하지 못하였던 위험관리를 가능하게 할 것이다. 이와 같이 옵션거래를 통하여 투자자들의 선호도에 알맞게 투자수익흐름을 조절할 수 있기 때문에 미래에 어떠한 상태가 일어날지라도 투자자 자신의 선호도에 맞는 수익 흐름을 만들 수 있는 완성시장(complete market)으로 자본시장을 발전시킬 것이다.

또한 주식관련 옵션거래의 도입은 국내 금융시장의 혁신에 있어 견인차 역할을 할 것이다. 이는 동일한 미래 수익을 약속하는 상품의 가치는 합리적 시장에

서 동일하여야 한다는 차익거래(arbitrage) 원리에 따라 옵션이 지니고 있는 권리를 평가한 Black and Scholes(1973) 평가모형의 개념이 국내에도 활발히 활용될 것이기 때문이다. 이 개념은 옵션 성격을 가진 상품의 평가뿐 아니라 기업 경영에 필요한 의사결정, 실물 투자 결정 등 다양한 방면으로 활용되고, 기존의 일반적 금융상품에 옵션을 결합하여 다양한 복합상품을 개발하는 데 기본적인 사고의 틀을 제공하여 줄 것이다.

자본시장의 경제적 역할을 증진시키고, 금융혁신의 견인차 역할을 수행할 옵션거래가 국내에 도입될 경우 성공적으로 이루어지기 위해서는 어떠한 시장구조를 구축하여야 할 것인가? 이러한 질문에 대해 본 연구에서는 향후 최우선으로 도입이 고려될 수 있는 주가지수 옵션거래에 초점을 맞춰 구체적인 도입방안을 검토하고자 한다. 이를 위해서 옵션시장구조를 형성하는 매매거래제도, 결제제도, 감독제도를 순차적으로 검토한다. 우선 시장 운영 효율성과 정보 효율성 및 시장 안정성의 확보라는 기본 방향하에서 매매거래제도의 구체적 구축 방안을 검토한다. 결제제도는 시장 안전성(integrity)의 확보라는 차원에서 구축 방안을 논의한다. 최근 파생금융상품거래에 연유한 대규모 손실 사례가 빈번히 발생하자 각국의 금융당국은 이들 거래에 대한 관리 감독 방안을 마련하고자 부심하고 있다. 옵션도 파생상품의 하나이므로 전반적인 파생금융상품 범주안에서 옵션거래의 규제 및 감독방향을 검토한다.

## II. 주가지수옵션 매매거래제도

옵션거래제도 구축의 기본방향은 시장 마찰요인을 축소한 전산 시스템의 구축 등으로 운용 효율성을 높일 수 있으며, 시장 상황을 투명하게 판단할 수 있도록 정보 효율성을 극대화할 수 있고, 옵션거래에 내재된 위험을 통제하여 시장을 안정적으로 운영할 수 있도록 시장구조를 구축하는 것이라 할 수 있다. 여기서는 이러한 기본 방향들에 입각하여 매매거래제도의 설정 방향을 점검하여 본다.

### 1. 운용 효율성 확보를 위한 제도

자본시장이 제 기능을 원활히 수행하기 위해서는 대상 상품이 저렴한 비용으로 효율적으로 거래되고 유동성을 확보하여 시장운영의 효율성을 극대화할 필요성이 있다. 이를 위해서는 시장조성 기능의 활성화를 위한 합리적인 거래제도의 마련은 물론 규제완화 등 시장진입장벽을 완화시키기 위한 제도적 정비도 필요하다.

우선 거래제도 측면에서 고려할 때, 첫째, 옵션도입 초기에는 주가지수옵션의 대상지수를 주가지수선물과 동일하게 하여 투자자의 헤지 및 차익거래에 따른 추적오차를 감소시키는 것이 유동성 제고에 바람직하다.

둘째, 옵션거래는 선물거래에 비해 상대적으로 위험이 작다는 점에서 소액투자자의 시장참여 비중이 클 수 있으므로 옵션매매단위를 축소하여 투자자의 시장참여를 확대할 필요성이 있다. 매매단위축소는 거래소로 하여금 제도변경 등 환경변화에 신속적으로 대응할 수 있는 여건이 될 수 있으며, 또한 거래빈도 증가를 통해 유효 스프레드를 감소시킬 수 있다. 물론 주식거래규모에 비하여 옵션매매단위가 큰 경우 보유주식 헤지를 위한 옵션계약수 조정이 복잡하여 헤지 효율성이 저하될 수 있다는 점도 고려해야 한다.

셋째, 옵션거래를 통하여 다양한 투자전략의 구사가 가능하고, 주식 및 선물과 관련한 헤지 및 차익거래가 매우 활발하게 이루어질 수 있는데, 이를 위한 신속한 포지션 조정을 위해서는 지정가 주문과 같은 전통적인 주문방식 이외에 체결

과정의 신속성 및 높은 거래성립률을 부여할 수 있는 시장가 주문 등 주문의 다양화를 꾀하여야 할 것이다. 특히 우리나라와 같은 주문주도형 시장에서 호가가격단위는 거래의 즉시성 확보를 위해 투자자가 지불하는 비용의 하나이므로 이 단위가 지나치게 높게 설정될 경우 옵션시장의 유동성 제약요인이 될 수 있다. 따라서 호가가격단위를 축소하는 방안을 신중히 검토할 필요가 있다.

옵션시장의 운용 효율성 확보를 위해서는 합리적인 거래제도의 마련 이외에 옵션거래에서 발생하는 제반 거래비용의 최소화가 선행되어야 할 것이다. 거래비용은 투자자의 수익과 밀접한 관계를 가지며, 또한 최적의 자산구성을 위해 포트폴리오를 재조정하는데 직접적인 영향을 미치기 때문이다. 따라서 거래수수료 및 세금 등 옵션거래에 따른 명시적인 비용을 최소화해야 할 뿐만 아니라 결제시한의 조정(T+1) 및 동 거래제도의 미비에서 발생하는 암묵적인 비용도 가급적 줄이는 것이 바람직하다. 그리고 지수옵션시장에 최소 증거금제도를 도입하지 않고, 현행 지수선물시장에서의 최소증거금제도도 폐지하는 것이 바람직하다. 결제 불이행 위험을 제거하기 위해서는 적정 증거금 수준의 설정으로 해결하는 것이 바람직하며<sup>1)</sup>, 중복적이고 시장진입 장벽인 최소 증거금제도는 불필요하다고 판단된다. 최소증거금제도를 폐지하는 대신에 선물이나 옵션거래를 하고자하는 일반 개인 투자자에 대해서는 매매거래 설명서의 교부 등 홍보 및 교육을 통하여 옵션거래의 위험성을 사전에 인식하도록 하여 거래로 인한 책임을 투자자 자신이 지도록 하는 체제로의 전환이 요구된다 하겠다.

이밖에도 선물 및 옵션 등 투자자가 보유한 포트폴리오의 내재적 위험을 기준으로 증거금을 산출하는 방식은 거래비용의 절감효과를 도모할 뿐만 아니라 추가적인 비용없이 투자자가 보유한 자산의 위험정도를 효율적으로 파악할 수 있다는 점에서 매우 유익한 제도라고 판단된다.

---

1) 최홍식(1995) 참조.

## 2. 정보 효율화 확보를 위한 제도

옵션가격은 끊임없이 생성되는 새로운 정보에 의해 조정되고, 정보의 흐름을 미리 파악하려는 투자자의 경쟁적 노력을 통해 보다 효율적인 옵션가격이 형성된다. 그러나 새로운 정보를 접할 수 없는 투자자들은 거래손실을 통해 결국 시장에서 이탈하게 되고 시장의 수급상태가 악화될 수 있다. 따라서 공정하고 합리적인 가격형성을 위해서는 현재의 수급상황은 물론 가격 및 거래량 등 옵션가격에 영향을 미칠 수 있는 제반 정보가 모든 투자자에게 공정하게 전달되어야 한다.

특히 옵션거래는 적은 비용으로 많은 수익을 창출할 수 있는 소위 레버리지 효과 등을 고려할 때, 주가지수를 구성하는 개별주식에 대한 재무 및 회계정보는 물론 옵션가격 및 거래량에 영향을 미치는 제반정보가 정확하게 공시되어야 한다.

옵션시장의 정보는 크게 옵션가격에 직접 영향을 줄 수 있는 정보와 파급효과를 통해 옵션가격에 간접적으로 영향을 미치는 정보로 구분할 수 있다.

우선 옵션거래와 관련한 직접적인 정보는 대상자산의 가격, 옵션거래의 수급상황, 종목별 가격 및 거래량 등으로서 과거 정보는 물론 현재의 정보가 즉각적으로 전달되어 정보의 비대칭성에 의한 시장실패를 방지할 필요가 있다. 정보공개가 미흡한 경우 투자자 자신이 수집한 정보가 정확하다는 판단하에 투기를 행할 가능성이 높아 투자손실은 물론 가격왜곡을 초래할 수 있다. 따라서 투자자의 투기적 거래형태 또는 뇌동매매를 방지하고 적절한 수익과 위험에 근거한 올바른 투자행태를 유도하기 위하여 최우선호가가격 및 호가수량 등 현재의 거래상황 및 주문상황이 즉각적으로 공시되어야 한다.

현재 일반투자자가 즉시 접근이 가능한 호가정보는 시세정보시스템으로 조회 가능한 최우선매수 및 매도호가이다. 따라서 투자자의 체결가격 예측성을 제고시키고 시장충격(market impact)을 축소시킨다는 측면에서 호가정보의 확대 방안이 적극적으로 검토되어야 하며, 호가정보 확대시 호가정보의 악용 방지를 위한 주가감시대책이 병행되어야 한다.

그리고 주식관련 현물, 선물, 옵션거래는 상호 연계되어 차익거래등이 활발히 일어날 수 있으므로 가격 형성 및 가격 변동성 등 투자자가 시장상황을 투명하게 판단할 수 있도록 차익거래와 프로그램매매에 대한 거래내용의 공시의무를 강화할 필요성이 있다.

이밖에 증권시장의 국제화에 대비한 정보효율성의 극대화를 위하여 재무공시의 국제화 및 통합 정보시스템 구축 등 정보의 비대칭성을 극복할 수 있는 외적 환경의 정비와 함께 투자지표의 개발 등 다양화 투자정보 서비스의 개발이 필요하다.

### 3. 가격 결정 기능 제고 및 시장 안정화 확보를 위한 제도

합리적인 옵션가격은 현재의 수요와 공급에 의해 결정된 시장가격으로서, 많은 투자자들의 가치평가에 대한 견해를 집약하여 형성된 지표라고 볼 수 있다. 따라서 새로운 정보의 유입에 따른 옵션가격의 변동은 정당한 것이며, 정보 효율적인 시장일수록 새로운 정보에 대한 가격반응이 보다 신속하게 이루어진다. 그러나 새로운 정보가 유입되지 않은 상태에서 가격 결정 기능 및 정보공시의 미비 등 제도상의 미비로 가격변동이 발생하는 것은 소망스럽지 못하므로 가격의 안정성이 요구된다. 결국 정보의 비효율성에 따른 부적절한 가격결정이 시장 수요를 감소시킨다는 점을 감안할 때, 합리적인 가격은 공정한 보상을 기대하는 투자자의 투자결정에 매우 중요한 것이다. 따라서 시장의 힘에 의한 균형가격의 형성을 제약하는 요인을 제거하고 또한 가격결정기능을 저해하는 제도적 미비점을 계속 보완할 필요가 있다.

우선 우리나라의 동시호가에 의한 가격결정은 시장상황에 대한 구체적인 정보를 갖지 못하는 투자자에게 균형가격으로 거래할 수 있는 기회를 제공하며, 수급의 일시적인 불균형에 따른 불필요한 가격변동을 완화시킬 수 있어 딜러에 의한 시장조성기능이 없는 국내 시장에서 매우 바람직한 제도라 할 수 있다. 특히 옵션거래는 최근월물 또는 등가격 옵션에 거래가 집중되는 경향을 보이고 있기 때문에 상대적으로 원월물 및 외가격 또는 내가격옵션의 거래가 부진할 수 있

다. 이 경우 동시호가에서는 지정가주문을 실질적인 시장가주문으로 이용할 수 있기 때문에, 거래빈도가 낮은 종목에 대해 주기적으로 동시호가제도를 도입하여 유동성과 가격 연속성을 증대시킬 수 있도록 유도하는 것도 가격 형성기능을 제고하는 한 방안이라 사료된다.

한편 옵션시장의 균형상태의 변화와 관련이 없는 가격변동 및 주식 및 선물거래와 의 차이거래에 따른 단기적인 주문편중으로 인해 발생할 수 있는 급격한 가격변동을 방지하기 위하여 가격 안정화 장치를 마련하는 것이 중요하다.

우선 옵션거래는 주가지수선물거래와는 달리 손익구조의 비대칭성 및 상이한 가격변동성 등으로 인해 가격제한폭을 설정하는 것은 의미가 없을 뿐만 아니라 외국의 사례도 없는 실정이다. 즉 옵션거래의 비대칭성으로 인해 가격제한폭은 매수자 또는 매도자의 손익구조에 형평상의 문제를 야기시키고 이로 인해 오히려 옵션의 가격구조가 왜곡될 수 있으며, 또한 스트래들거래 등 다양한 투자전략의 구사를 어렵게하여 옵션거래의 본질적인 취지를 손상시킬 수 있다. 또한 옵션가격 변동폭은 현물가격 변동폭과 델타의 승수값으로 결정되는데, 델타는 만료월 및 행사가격에 따라 상이하므로 일정비율로 가격제한폭을 설정하는 것이 사실상 불가능하다.

다만 주가급변시 주식 또는 선물시장의 가격제한폭으로 제한된 거래가 옵션시장으로 파급되어 시장가격간 괴리현상을 보일 수 있다. 이 경우, 일시적 거래중단조치 등을 통해 급격한 가격변동 등 과민반응현상을 최소화할 수 있을 것이다. 외국의 경우 선물가격이 가격제한폭에 해당되는 경우 선물거래를 일시적으로 중단함과 동시에 옵션거래도 일시적으로 중단하고 있는데, 이는 가격불균형에 따른 시장간 파급효과를 차단하기 위함이다. 물론 전산장애 등 주식시장의 매매거래가 중단되는 경우에는 기초자산에 대한 정보의 부재로 인해 공정한 가격형성을 기대하기 어렵기 때문에 옵션거래를 중단하는 것이 바람직하다.

또한 선물 및 옵션거래의 만료일이 일치하는 경우 포지션의 해소를 위한 일시적인 주문 불균형으로 인하여 가격 변동성이 증가하는 경우(triple-witching hour)를 외국의 경험을 통해 알 수 있다. 물론 우리나라의 경우 주문의 집중 및 단일가 거래 등 제도적 장치로 인해 가격 안정화에 크게 도움이 될 것으로 보이

나, 유효 호가건수의 부족 등으로 인한 가격 변동을 방지하기 위해 특별결제지수 등 최종결제가격 산정방식의 보완여부도 장기적으로 검토할 필요가 있다.

현물·선물시장과 옵션시장간에 일시적인 가격불균형 현상이 발생하는 경우 이들 시장을 이용한 차익거래를 통하여 시장 가격 사이에 적절한 균형관계를 유지할 수 있고, 옵션의 가격결정기능을 제고할 수 있게 된다. 그러나 현재 주식시장에서 주식 대차 또는 대주가 활발하지 못하므로 주식을 보유하지 않은 경우 매도가 어려우며, 주가지수선물의 매도차익거래가 제한됨으로써 선물과 옵션의 연계거래 및 차익거래시 불편할 뿐만 아니라 상대적인 주식매수의 누적으로 최종거래일이 도래함에 주식시장 불안정의 요인으로 작용할 수 있다. 따라서 대주제도의 활성화는 유동성 증가 이외에 차익거래를 원활하게 함으로써 현물·선물 및 옵션시장의 안정적인 가격형성을 도모할 수 있을 것이다.

한편 선물 및 옵션거래는 레버리지효과가 크기 때문에 어느 한 시장에서의 시세조종 등 불공정거래는 다른 시장에 치명적인 영향을 미치므로 시장의 공신력 제고 차원에서 가격안정화 방안 이외에 불공정거래의 방지대책이 매우 절실하다. 특히 불공정거래는 현물, 선물 및 옵션의 연계거래를 통하여 이루어지고 있다는 점을 고려하여 개별시장의 거래내역 보다는 시장상호간에 이루어지는 거래 활동에 대한 감시정보를 유기적으로 결합하는 것이 필요하다. 각 시장의 가격동향은 물론 정보발생 전후의 매매 양태 및 차익거래 내역에 대한 전문적인 심리가 요구되며, 시장참가자의 거래내역에 대한 종합적인 관리시스템의 구축이 필수적이다.

또한 선물 및 옵션거래의 지나친 투기화 및 이로 인한 불공정거래 소지를 미연해 방지하기 위하여 포지션 한도의 설정을 고려할 수 있으나, 이러한 직접적인 규제보다는 일정규모를 초과하는 거액거래자들에 대하여 거래내역을 보고하도록 하는 포지션 보고 제도의 도입을 통해 거래소 및 감독기관이 거래내역을 수시로 감시함으로써 자율시장규제를 활성화하는 것이 바람직하다.

### Ⅲ. 주가지수옵션 결제제도

옵션거래는 계약이 성립된 날과 계약이 실제로 이행되는 날 사이에 상당한 기간이 있고, 동 기간 동안 가격의 급격한 변동으로 인해 옵션매도자의 손실이 커져 결제를 이행하지 않을 가능성이 있기 때문에 시장 유동성을 저해하지 않으면서 신뢰성 있게 결제 불이행을 방지할 수 있는 결제기구의 구축이 절대적으로 필요하다. 한편 선물시장에서처럼 옵션 매수자와 매도자 모두에게 증거금을 납부하도록하여, 가격 변동에 따른 손익을 일일정산하는 결제기구를 구축할 필요는 없다고 사료된다.

옵션매수자는 프리미엄을 지불하는 대신 의무가 아닌 행사권리를 획득하기 때문에 계약 보증으로서 증거금을 결제기관에 납부할 필요가 없고, 옵션 매수자가 권리를 행사할 경우 의무적으로 계약을 이행하여야하는 옵션 매도자에게만 증거금을 납부하도록하는 옵션증거금제도를 채택하는 것이 합리적이라 판단된다. 여기서는 안전성을 확보할 수 있는 결제제도로서 포트폴리오 위험기준 증거금 제도를 제안하고, 동제도의 도입에 따른 현행 지수선물시장의 개선 방향을 검토한다.

#### 1. 포트폴리오 위험기준 증거금제도

증거금 제도로는 종목별 증거금제도가 투자전략기준 증거금제도를 고려할 수 있으나, 투자 포트폴리오에 대한 위험 기준 증거금 제도를 도입하는 것이 바람직하다. 종목별 증거금제도는 주요국이 주식관련 옵션시장 개설 초기에 채택하던 방법으로 옵션 매도시 마다 대상 자산금액의 일정률의 증거금을 납부하는 제도이다. 동 제도는 옵션 매도에 의해 위험이 절대적으로 감소되는 경우에도 증거금을 징수함으로써 시장의 유동성은 물론 다양한 투자 전략의 이용을 제한할 우려가 있다. 이러한 문제점을 다소 완화하고자 도입한 것이 투자전략기준 증거금 제도로서 동 제도는 옵션의 매수로 매도한 옵션의 위험을 객관적으로 감소시킨다고 판단되는 경우 매도한 옵션의 증거금을 면제하는 것이다. 그러나 이 제

도도 특정한 투자전력 수행시에만<sup>2)</sup> 증거금 감면효과가 있다는 한계를 갖고 있다.

따라서 최근 옵션 평가 이론의 발전 및 전산 기술의 개발 등과 함께 옵션간 조합은 물론 선물과 옵션의 조합 등 투자자가 다양한 포트폴리오를 구성하고 있는 경우, 당해 포트폴리오의 진정한 위험을 기준으로 증거금을 산출하는 포트폴리오 위험 기준 증거금제도(risk-based margin system)<sup>3)</sup>을 채택하는 것이 바람직하다. 이러한 제도는 결제이행을 확실히 보증하면서 포트폴리오의 실제 위험에 해당하는 최소한의 증거금을 징수하는 방법이므로 시장의 유동성 제고를 위해서도 필요한 제도이다.

또한 포트폴리오 위험기준 증거금 산출방식은 국제적인 표준 증거금 제도로서, G-30(1993), 바젤 은행감독위원회(1995), IOSCO(1995) 등의 국제적 협의기구들이 권고하고 있는 증거금제도이다. 특히 동 제도로의 이행은 우리나라 파생상품시장의 결제제도의 선진화가 정착될 수 있는 계기를 마련할 뿐만 아니라 투자자가 선물과 옵션을 연계한 효율적인 위험관리를 유도할 수 있는 기회를 제공하게 될 것이다.

한편 동제도를 국내에 도입하기 위해서는 옵션시장의 수탁제도의 정비가 필요하다. 우선 결제회원의 자기매매분과 위탁매매분의 상계여부를 검토할 필요가 있다. 자기매매와 위탁매매를 구분하지 않을 경우, 회원의 자기매매 포지션이 고객의 위탁매매 포지션과 상계되어 위험의 정도를 정확히 파악하지 못할 수 있기 때문에 회원의 재무능력을 벗어나는 과도한 투기거래가 행해질 수 있다. 따라서 자기매매와 위탁매매를 구분하여 산출하는 것이 바람직하다. 또한 현행 지수선물시장과 같이 회원별 전체포지션을 대상으로 매매증거금을 산출할 경우, 회원의 위탁자간 포지션 상쇄에 따른 증거금 감소로 결제불이행 위험이 있기 때문에 결제기관은 각 투자자가 보유한 전체 포지션을 대상으로 증거금을 산출한 후 결

---

2) 예를 들어 대상 자산이 동일하고 권리 내용이 유사한 옵션에 있어 매수한 옵션의 만료일이 매도한 옵션의 만료일과 같거나 늦은 경우

3) 옵션 포트폴리오에 내재하고 있는 위험을 토대로 하여 증거금을 산정하는 대표적 전산 시스템으로는 미국의 옵션결제회사(OCC)가 개발한 시장간 증거금산정 시스템(TIMSS; Theoretical Intermarket Margin System)이 있다.

제회원별로 합산하여 관리하는 것이 바람직하다.

포트폴리오 위험기준 증거금제도를 실무적으로 적용하기 위해서는 위탁증거금의 사후징수제도의 도입을 적극적으로 고려해야 할 것이다. 포트폴리오위험기준 증거금을 산출하기 위해서는 실시간으로 총포지션에 대한 위험을 측정하는 것이 필수적인데 우리 나라와 같이 위탁증거금을 사전에 징수하는 경우 실무적으로 많은 어려움이 예상된다. 즉, 포트폴리오의 위험을 측정하려면 위탁자의 종목별 미결제약정수량을 인지하고 있어야만하나, 주문 제출시 당해주문이 매매체결가능여부를 알 수 없으므로 증거금 산출이 불가능하다. 따라서 위탁증거금의 사전징수를 강요하지 않는 대신 종목별 기준 증거금제도를 일부 도입하여 주문시에는 종목별 기준 증거금으로 증거금을 징수하고 매매체결이 확정되었을 때 포트폴리오 위험을 측정하여 증거금을 재산출하는 방법도 고려해 볼 수 있을 것이다.

증거금 산출 기준과 더불어 고려해야할 것은 위탁증거금률로서 대부분의 국가에서 위탁증거금률은 매매증거금률보다 높게 설정되어있다. 이는 매매증거금의 징수대상인 결제회원이 법인회원이기 때문으로 증거금을 징수하되 결제이행을 보증할 수 있는 만큼을 증거금으로 부과하는 데 반해 위탁증거금은 신용이 상대적으로 떨어지는 일반투자자 등을 대상으로하기 때문이다. 우리나라도 결제회원간의 공정한 경쟁을 통하여 시장의 질적 수준을 높인다는 차원에서 일률적으로 위탁증거금률을 정할 것이 아니라 매매증거금률을 기준으로 최소한의 위탁증거금률을 정하고 결제회원이 위탁자의 신용상태에 따라 위탁증거금을 정하도록 하는 것이 바람직할 것이다. .

## 2. 주가지수선물거래 수탁제도의 개선

주가지수옵션시장의 도입과 함께 고려해야 할 것은 현물 주식시장과 지수선물시장의 정비라 할 것이다. 앞에서 논의한 바와 같이 주식시장에서 주식 대차 및 대주 제도의 정비 등을 통한 운영효율성의 제고와 재무 공시의 투명성 확보를 통한 정보 효율성의 제고가 이루어질 수 있도록 주식시장이 시장 메카니즘에 따

라 자율적으로 운용되어야 할 것이다. 그리고 현행 주가지수 선물거래 수탁제도의 정비도 필요한 바, 일일정산이익의 인출 허용, 위탁증거금 산출 기준가격의 변경, 증거금 산출시 당일 예탁액과 기존 예탁액의 구분 폐지 등이 요망된다.

현행 국내 주가지수 선물거래제도에서는 일일정산결과 손실이 발생하여 유지 증거금 이하로 위탁증거금이 하락하는 경우 익일까지 개시증거금 수준으로 추가 증거금을 납부하여야 하나, 이익이 발생하여 증거금 수준이 개시증거금 이상으로 위탁증거금이 된 경우라도 그 초과분을 인출할 수 없고 반대매매 또는 최종 거래일의 최종결제를 통해서만 이익의 인출을 허용하고 있다. 이와 같은 현행 제도는 형평의 원칙에 어긋날 뿐만 아니라 국제적인 기준에서 보더라도 불합리하다고 아니할 수 없다. 또한 위험기준 증거금 산정방식의 기본 철학은 위험에 상응하는 만큼의 증거금을 징수함으로써 투자자의 자금 부담을 경감하고 시장의 효율성을 높이는 데 있다고 할 수 있다. 이와 같은 관점에서 볼 때 현행제도는 투자자가 당해 개시증거금 이상의 일일정산 이익을 인출하거나 신규주문의 증거금으로 활용할 수 없도록 함으로써 투자자의 위험에 비해 증거금을 과도하게 징수하고 있으며, 자금의 효율적인 활용을 억제하고 있다고 할 수 있다. 따라서 우리나라에서도 옵션거래가 도입되는 시점에는 물론이고 그 이전 시점부터라도 지수선물거래 관련 위탁증거금중 개시증거금 수준 이상의 이익을 인출할 수 있도록 허용하여야 할 것이다.

현행 국내 지수선물제도에서는 선물거래의 결제 불이행을 제도적으로 방지하기 위하여 일일정산과 증거금 징수를 행하고 있으며, 일일정산이익을 인출하지 못하도록 하는 대신에 증거금의 징수기준을 약정가격으로 하고 있다. 그러나 일일정산이익의 인출을 허용할 경우 현행기준(약정가격기준)으로 위탁증거금을 징수하게 되면 당해포지션이 지니고 있는 위험을 충분히 감당할 수 없는 현상이 발생할 수 있다. 예를 들어 100포인트에 선물을 매수한 때에는 위탁증거금으로  $15p(100 \times 0.15(\text{위탁증거금률}))$  를 징수하게되며, 익일에 지수가 105포인트로 상승하게 되더라도 증거금은 변함없이 15p로 당해선물의 손실위험을 감안한 위탁증거금 15.75p  $[(105 \times 0.15(\text{위탁증거금률}))$  보다 0.75p만큼 증거금을 작게 징수한 결과를 초래하게된다. 따라서 선물의 위탁자의 위험관리제도를 그대로 적용하되

위탁증거금의 정수기준을 약정가격이 아닌 당일의 선물종가를 기준으로 변경하여, 증거금 수준을 현재 보유하고 있는 포지션의 손실가능위험을 감안할 수 있도록 설정하여야 할 것이다.

현행 주가지수선물의 위탁증거금 제도에서는 기존예탁액이 유지증거금을 초과하는 한 당일 신규거래를 위해 추가예탁하는 「당일 신규예탁액」은 주문이 체결되지 않거나 부분적으로 체결될 경우 미체결분에 해당하는 증거금을 인출할 수 있도록 하고 있다. 그러나 동제도는 증거금을 미리 충분히 납부한 고객에게는 불리한 제도라고 볼 수 있다. 예를 들어, 어제 100p에 선물포지션을 취한후 3p의 평가손실을 입은 투자자 A와 B가 어제 각각 20p와 15p를 위탁증거금으로 납부하고 투자자 B는 오늘 다시 5p를 신규로 예탁한 경우로 나누어 보면 명확해진다. 편의상 현행과 같이 개시증거금률이 15%이고 유지증거금률이 10%라고 가정하면, 투자자A는 오늘 기존예탁금(20p)에서 평가손실(3p)과 개시증거금(15p)을 뺀 2p만을 신규주문의 증거금으로 사용하거나 인출할 수 있지만, 투자자B는 오늘 기존예탁금(15p)에서 평가손실(3p)를 제외하더라도 유지증거금(10p)을 만족하고 있으므로 5p를 신규증거금으로 사용하거나 인출할 수 있게된다. 또한 동제도는 위탁증거금 관련 입출금 업무가 대폭 증가하고 시스템 구현상 상당한 어려움을 주고있는 등 문제점을 내포하고 있다. 따라서 고객의 당일 예탁액이나 기존 예탁액이나 모두 증거금이므로 그 구분을 철폐하여야 할 것이다.

## IV. 옵션거래의 규제 및 감독

여기서는 옵션거래를 포함하여 파생금융상품거래에 대한 규제 감독의 기본 방향을 우선 설정하고, 이를 바탕으로 옵션거래에 대한 효율적 관리 감독 방안들을 논의한다. 중점적으로 살펴볼 내용은 옵션거래 관련 규제법의 정비 방안, 옵션거래 참가기관에 대한 감독방안으로서 위험관리 내부통제시스템의 구축 방안 및 적정 자본금 규제 방안, 옵션시장의 하부구조 구축을 위한 회계 및 조세제도의 정비 방안을 검토한다.

### 1. 파생금융상품거래에 대한 규제 및 감독의 기본방향

옵션거래를 비롯한 파생금융상품은 위험의 전가 및 배분, 금융시장의 유동성 증대, 거래비용의 절감, 자금 흐름구조의 원활화, 금융시장의 구조 개혁 유인 제공 등의 다양한 경제적 기능을 수행하지만 이들 거래에 내재된 리스크 때문에 경제에 부정적인 영향을 미칠 우려가 있다는 주장이 최근에 심각하게 대두되고 있다.

이러한 주장들을 정리하여 보면 첫째, 파생금융상품시장에서 소수 대형 금융 자본의 시장 지배력이 지나치게 증대하여 전체 금융제도의 안정성을 저해할 우려가 있다는 것이다. 둘째, 금융시장간 연계성이 강화되고 거래의 집중화 경향이 뚜렷해짐에 따라 특정 참가자의 파산이 여타 시장참가자 및 금융시스템에 미치는 파급효과가 종래보다 증폭하고 있다는 것이다. 셋째, 새로운 형태의 파생금융 상품 및 수단이 개발되고 이들 거래가 급격히 증가하고 있는 상황에서 현행 규제체제가 이들을 감시하고 관리할 수 있는 능력을 갖추고 있지 못하다는 것이다. 넷째, 파생금융상품거래의 확대는 궁극적으로 금융시장의 범세계적인 통합화를 가속화함으로써 국제적인 자금이동의 확대 및 금리 연동성의 증대를 통하여 국내 금융정책의 독립적이고 효과적인 수행을 제약할 수 있다는 것이다.

이와 같은 파생금융상품거래에서 야기될 수 있는 부작용은 동거래들이 그 자

체로 위험(risk)을 내포하고 있기 때문이라 할 수 있다. G-30(1993), GAO(1994), 바젤위원회(1994) 등의 연구조사에 따르면 파생금융상품거래는 다양한 리스크를 내재하고 있고 이러한 리스크가 결합될 때 금융시장에 부정적 영향을 나타낼 수 있기 때문에 이들의 영향을 축소할 수 있는 방안의 강구가 시급함을 강조하고 있다. 이들 기관들은 파생금융상품거래의 내재적 리스크로서 시장리스크(market risk), 신용리스크(credit risk), 유동성 리스크(liquidity risk), 경영관리 리스크(operational risk), 법적리스크(legal risk), 결제리스크(settlement risk), 시스템 리스크(systemic risk) 등을 인식하고 있다.

파생금융상품거래는 내재된 리스크들 때문에 부정적 효과를 나타낼 개연성이 상존하고 있어서 적극적인 관리 감독이 필요하다. 그러나 감독기관이 직접적인 방법으로 규제를 한다면 이들 거래를 위축시킬 가능성이 있을 뿐아니라 그 실효성도 낮다. 그 이유는 상당한 파생금융상품들이 기존의 법적 규제를 회피할 목적으로 출현하였고 또한 거래 내용이 복잡 다기하여 정형화된 규제 방식을 설정하기 어렵기 때문이다. 따라서 파생금융상품거래에서 야기될 수 있는 리스크를 거래 참여자들에게 인식시키고 자율적으로 내부관리시스템 구축을 유도하는 것이 바람직하다.

이상의 논의를 배경으로 파생금융상품거래에 대한 규제 및 감독의 기본 방향을 설정하여 보면 다음과 같이 네가지로 요약될 수 있다. 규제의 형태중 경쟁제한적 규제는 완화하는 한편 건전성 규제는 강화하고, 규제보다는 감시 감독을 강화하며, 기능별 감독 방법을 적극적으로 도입하고, 시장 참여자들의 내부 통제 제도를 강화하도록 유도하는 방향으로 설정되어야 한다는 것이다.

#### 가. 건전성 규제의 강화

금융규제는 경쟁제한적 규제와 건전성 규제로 구분하여 볼 수 있다. 경쟁제한적 규제란 인사·내부경영규제, 가격규제, 자금운용·조달 규제, 신규진입규제 등이며 최근 규제완화의 주요 대상이 되고 있다. 건전성 규제(prudential regulation)는 경쟁제한적 규제가 완화 폐지됨과 동시에 금융제도의 안정성 유지

를 위해 건전한 금융기관 경영을 유도하는 규제, 선의의 일반 금융거래자를 보호하는 규제 등으로 구성된다. 금융규제의 방향은 향후에도 경쟁제한적 규제의 과감한 완화와 함께 건전성 규제의 강화가 이루어져야 할 것이나 시장규율에 의한 자율적인 금융제도 안전 유지의 기능을 보완하는데 그쳐야 할 것이다.

그리고 정부의 금융시장 개입은 간접 규제 방식을 통해 이루어져야 할 것이다. 정부 규제는 금융기관이 신중한 행동을 취하여 그들의 지급 능력을 유지하고 신용 상의 의무에 충실하게 행동하도록 유도하는 데에 목적이 있다. 그러나, 어떤 특정한 금융계약이 신중하게 이루어진 것인가를 판단하는 것은 매우 어려운 일이다. 규제 당국이 계약의 모든 성격을 평가하고 적합한가를 검토하는 것이 가능하기는 하지만 매우 많은 비용을 치러야 한다. 마찬가지로, 이해의 상충이 있는가 또는 신용 의무를 저버렸는가를 검토하기 위해 금융기관의 모든 행동을 감독하는 것은 매우 높은 비용을 필요로 한다. 따라서 직접적 규제는 금융환경이 급격히 변하고 있는 상황에서 가능하지도 않고 그 실효성도 적다고 할 수 있다.

간접 규제 방식으로는 유인을 제공하는 방법과 제약을 부과하는 방법이 있을 수 있으며, 가능하다면 제약을 부과하는 방법보다는 유인을 제공하여 간접적으로 유도하는 방법을 활용하는 것이 더 바람직하다고 할 수 있다. 금융기관에 요구하는 적정 자본규칙은 파생금융상품거래에 따른 시장 리스크를 축소하기 위하여 금융기관에 유인을 제공하는 대표적인 예라고 할 수 있다. 정부는 금융기관에 대하여 적정한 순자산 가치를 유지할 것을 요구함으로써 금융기관이 건전성을 유지하면서 신중한 행동을 취할 유인을 제공할 수 있다.

이러한 맥락에서 은행의 시장성 유가증권의 포트폴리오에 대한 적정 자본금 수준을 설정하는 방안에 대한 바젤 은행감독위원회(1995)의 제안은 중요하고 혁신적인 사건이라 사료된다. 비록 기준이 전반적으로 획일적이지만, 적정 자본금을 계산하는 방법은 각 은행의 개별적인 내부 리스크 관리 모형에 근거할 수 있도록 하였다. 이러한 권한 위임은 과거의 규제 감독당국에서 설정한 단 하나의 자본금 모형에 의거 자본금 규모를 정하던 방식과는 상당히 대조가 된다. 더욱이 신제안은 제대로 된 성과를 나타내지 못하는 리스크 관리 모형을 갖고 있

는 은행에 대하여는 보다 높은 자본금 규모를 부과하는 페널티를 주도록 하였다. 따라서 은행들이 서로 경쟁하여 보다 효과적인 리스크 관리 시스템을 개발하도록 유인을 제공하고 있다.

#### 나. 감시 감독의 강화와 시장 규율의 제고

금융당국은 시장 참여자들의 활동을 지시하고 활동 범위를 정함으로써 의도하는 결과를 얻고자 하는 규제(regulation)에서 벗어나 파생금융상품거래가 투명하고 공정하게 일어날 수 있는 시장 여건을 조성하는데 역점을 두어야한다. 금융감독기관의 역할은 감독 및 감시에 있지 규제에 있지 않다. 금융혁신이 일어날 수 있도록 개방된 시장 분위기를 조성할 때 혁신이 어떻게 활용되고, 어떠한 효과를 나타내는가를 파악할 수 있다. 이러한 의미에서 금융당국의 감독행위는 일반 경제 주체의 활동을 지시하고 활동 범위를 정함으로써 좋은 결과를 유도하고자 하는 규제 행위와 구분된다. 규제는 또다른 규제를 출현시키고, 새로운 규제는 새로운 혁신의 동인되어 왔다는 사실을 상기할 필요가 있다.

그리고 금융자율화를 통하여 금융혁신을 유도하는 과정에서 확고한 시장 원리의 적용이 무엇보다 중요하다. 규제와 보호 위주의 금융정책을 실시하였던 일본의 경우 최근에 발생하고 있는 금융시스템의 불안을 해결하기 위해 공적 자금을 투입키로 결정하여 또 다른 금융왜곡이 초래될 것으로 우려되고 있다. 그러나 단기간내에 금융자율화를 완결하고 그 부작용의 해결에 있어서도 철저히 시장 원리를 적용하였던 뉴질랜드는 최근 효율적인 금융시스템을 유지하고 있는 국가로 평가받고 있다.

모든 경제적 활동의 최종 규제자는 바로 시장(market)이라는 인식하에 금융당국은 시장 규율이 촉진되고 시장의 건전성과 안정성이 보장되면서 공정한 경쟁으로 효율적인 거래가 일어날 수 있도록 정보 공시의 강화 등 제도적 정비에 노력을 경주하여야 한다. 시장 규율이 바로 가장 강력한 교육자(educator)일 수 있다. 더욱이 새로운 형태의 거래를 통하여 시장 참여자들이 경제적 득실을 얻게 된다는 것은 시장의 하부구조를 변하게 할 수 있다. 따라서 과거에 형성된 법규,

회계기준, 시장 관행 등을 옵션 등 새로운 파생금융상품을 포괄할 수 있도록 새롭게 수정 조정할 필요가 있다.

#### 다. 기능별 감독체제의 확립

금융구조 및 시스템을 분석하고 관리 감독하는데 기관중심의 접근 방법(institutional perspective)과 기능 중심의 접근 방법(functional perspective)을 고려할 수 있다. 전자는 금융중개기관의 기존 제도적 구조를 주어진 것으로 간주하고 금융정책의 목적을 현재 기관들이 생존하고 원활히 운영되도록 도와주는 것이라고 보는 접근 방법이 있다. 이 접근 방법에 따르면 은행, 증권, 보험회사 등으로 구분되어 있는 기관들이 해당 금융중개 서비스를 보다 효율적이고 수익성 있게 수행하도록 금융구조를 설정해 나아가는 것이다.

한편 기능 중심의 접근 방법은 금융중개기관들이 수행하는 경제적 기능을 주어진 것으로 보고 이러한 기능을 수행하는 데 가장 적합한 기관 구조를 구축하고자 하는 접근 방법이다. 이 접근방법은 기존 금융기관 구조가 필수적으로 유지되어야 한다는 것을 전제로 하지 않고 있다. 대신 두가지 기본적 전제에 근거하고 있다. 첫째, 금융 기능은 금융 기관보다 더 안정적이다. 즉 금융기능은 시간에 따라 덜 변하고, 지역적으로 거의 차이가 없다는 것이다. 둘째, 경쟁은 금융기능을 보다 효율적으로 수행할 수 있도록 금융기관 구조의 변천을 유도한다는 것이다<sup>4)</sup>.

금융의 기본적 기능은 시간적으로나 공간적으로 불확실한 상황에서 경제적 자원의 배분과 운용을 용이하게 하는 것이다. 이를 위하여 거래 중개 기능(자본 중개 기능, 자본 축적 기능, 투자 대상 선정 기능)과 금융계약 불이행의 위험을 줄이기 위한 기능(감독 기능, 계약의 실행, 위험의 전가·배분·결합 기능, 거래 기록 보존 기능)을 수행하게 된다<sup>5)</sup>. 이러한 금융시스템의 기능은 과거와 현재, 동·서양을 불문하고 근본적으로 모든 경제에서 동일하게 수행되고 있다. 그리고 금

4) Merton(1995) 참조.

5) Stiglitz(1993) 참조.

금융시스템의 기능은 이러한 기능을 수행하는 기관 구조보다 안정적이기 때문에 기능적 접근 방법은 기관적 접근방법보다 신뢰성 있고 견고한 준거의 틀을 제공한다 할 수 있다. 특히 금융환경이 급속히 변하는 요즘에는 더욱 그러하다. 그리고 기능적 접근 방법은 최근의 기술 발달과 시장 통합화가 진전되고 있는 상황에서 미래의 금융혁신 방향, 금융시장 및 기관의 변화와 규제 장애 요인들의 자리매김을 예측하는데 긴요할 것으로 예상된다.

최근 금융혁신의 과정을 살펴보아도 금융시스템의 기능은 변하지 않았으나 수행하는 방법은 변하고 있음을 알 수 있다. 다시 말하면, 금융혁신은 과거와는 크게 다르지 않은 기능들을 보다 효율적으로 투명한 시장에서 수행하도록 전체 금융구조의 변천을 유도하고 있다. 우리의 관심대상인 옵션시장을 보더라도 그 예를 찾아볼 수 있다. 미국에서는 지방채 발행자인 지방정부가 원리금을 상환하지 못할 위험에 대비하여 보험회사가 지방채의 원리금 지급을 보증하는 보험을 매도하고 있다. 이러한 보험증서는 전형적으로 지방채 발행기관인 지방정부가 매입하는데, 지방정부는 이러한 보험증서와 지방채를 결합하여 최우수 신용등급을 얻어 지방채를 발행하고 있다. 또다른 대안으로 지방채에 대한 매도옵션 시장을 개발하였다고 하자. 투자자들은 보험에 들지 않은 지방채와 지방채 매도옵션을 매입함으로써 동일하게 손실을 방지할 수 있다. 양자가 모두 채무 불이행에 대한 손실을 방지한다는 동일한 기능을 투자자에게 제공하여 준다. 그러나 이러한 기능을 수행하는 기관은 전혀 다르다. 옵션시장은 보험회사가 아니고 대부분의 시장은 중개기관도 아니다. 그리고 거래소에서 거래되는 매도옵션은 보험회사의 보증과는 근본적으로 전혀 다른 상품이다. 상품과 기관이 전혀 다름에도 불구하고 이들이 수행하는 경제적 기능은 동일하다는 것이다.

결국 금융시장과 중개기관은 어떤 특정 금융상품을 중심으로 정태적 관점에서 본다면 상호 경쟁관계에 있지만 동적인 관점에서 변천하는 금융시스템을 본다면 상호 보완적인 기관이고 그들의 기능을 수행하는데 상대방을 강화하고 개량하는 것이라 할 수 있다.

이제 기관중심의 규제에서 기능중심의 규제로 변천하는 것은 피할 수 없는 일이 될 것이다. 보다 정교한 거래 기법과 함께 이러한 기능을 수행하는데 보다

저렴한 비용은 금융중개 상품과 서비스 사이의 벽을 허물어 버리고 경계선을 흐리게 할 것이다. 이러한 기술과 시장의 존재는 금융중개의 진입을 더욱 손쉽게 할 것이다. 향후 은행은 옵션 및 선물시장을 통하여 고객 포트폴리오의 최저 수익을 보장해 주는 주식/채권가치 보험을 제공할 수 있을 것이고, 보험회사는 단기 금융상품에 운용되는 펀드에 지급결제의 기능이 가미된 상품들을 제공할 수 있을 것이다. 대기업 소속 파이낸스 회사들은 모기업의 상품 판매와 연계된 금융제공이라는 차원에서 기업 인수 합병을 위한 종합금융업무, 일반 신용카드 업무, 개인 투자자를 위한 주가 인덱스 펀드 매도 등 복수의 기능을 수행하는 기관으로 변모해 갈 것이다.

복잡 다양하고 새로운 파생금융상품이 각 금융기관에서 위험관리, 유동성 확대, 절세 등의 다양한 목적으로 개발되고 계약에 참여한 기관은 다룰 지언정 수행하는 기능은 동일한 상품들이 수없이 나타날 것이다. 그리고 금융이 수행하는 기능은 근본적으로 금융기관 형태의 흥망성쇠보다는 안정적이라고 한다면 금융 기능에 적합하게 금융감독기관들이 감독을 수행하여야 할 것이다.

결국, 기능적 감독은 금융기관들이 규제성 차익거래(regulation arbitrage)를 통해 이익을 얻을 수 있는 기회를 축소해 나아갈 것이다. 이러한 규제성 차익거래는 실질적으로 자원의 낭비를 초래하고 규제가 본래 의도하는 바를 손상시킬 수 있다. 기능적 감독은 기능적으로 동일한 상품과 서비스를 제공하는 것에 대해 보다 일관성 있는 조치를 취하며 따라서 렌트 기회를 축소시킨다. 동일한 기능을 수행하는 상품과 서비스에 대해 규제가 일관적이지 못함으로써 나타날 수 있는 눈먼 돈을 얻을 수 있는 기회와 공짜 점심을 먹을 수 있는 기회를 제거한다는 것이다.

#### 라. 시장 참여자들의 내부 통제제도 강화 유도

옵션 등 파생금융상품에 대한 관리 감독의 기본 방향은 직접적인 규제보다는 안정된 거래질서 확립을 위한 법·제도를 보완하여 금융시스템 안정을 위한 건전성 감독(prudential regulation)을 강화하고, 거래 참여자들에게 파생금융상품거래

에서 야기될 수 있는 리스크를 인식시켜 자율적으로 철저한 내부 위험관리시스템을 구축하도록 유도하는 것이라 할 수 있다. 베어링사의 몰락 등 파생금융상품과 관련된 거래 사고를 살펴보면 시장 참여자들이 적절한 내부통제시스템만 갖추었다면 충분히 대형 사고를 방지할 수 있었을 것이다. 파생금융상품 자체가 위험한 것이 아니라 그에 대한 이해 부족과 잘못 설정된 거래목적, 내부통제시스템의 미비 등이 문제인 것이다. 따라서 시장 참여 기관의 내부 통제제도가 올바르게 구축되어야 하는데 이를 위해서는 무엇보다도 경영층이 파생금융상품을 정확히 이해하여야 하며 거래 목적, 거래한도 및 사후 평가 등에 대한 정확한 지침을 설정할 수 있어야 한다.

따라서 법적 규제 보다는 내부통제제도 구축 유도 등의 자율규제 강화가 더욱 강조되어야 할 것이다. 예를 들어 참여자들이 시장 위험, 신용위험 등의 각종 위험을 자체적으로 관리하기 위한 내부 리스크 관리 시스템 구축을 유도하고 점검 내용 및 방법에 대한 지침서를 제시하여 리스크 관리의 전반적 수준을 향상하도록 유도할 필요가 있다.

## 2. 옵션거래 관련 규제법의 정비

국내에서 파생금융상품거래에 대한 통합적인 규제법은 1996년 7월부터 시행되기 시작한 「선물거래법」이다. 그 동안 상당한 논란이 있었으나 「선물거래법」은 일반 상품, 금융상품 등에 대하여 현재 거래되고 있거나 향후 새로이 출현할 모든 파생금융상품거래를 규제하는 통합 기본법의 성격을 띠고 있다.

한편 주식 관련 (광의의) 선물거래<sup>6)</sup>에 대하여는 다소 복잡하고 한시적인 조치

---

6) 혼동을 피하기 위하여 본 장에서 사용하고 있는 용어들을 정리하면 다음과 같다. “주식 관련”이란 개별 주식, 주식 집단, 주가지수를 포함한 의미이며, “(광의의) 선물거래”란 선물, 옵션, 선물옵션을 포함한 의미로 사용한다. 따라서 본 장에서 사용하는 “주식 관련 (광의의) 선물거래”란 「선물거래법」 부칙제2조에서 정의한 “주식선물거래”와 동일한 개념이다. 그리고 특별히 명시하지 않고 선물거래란 용어를 사용할 때는 협의의 선물거래를 지칭하는 것이다.

〈표 1〉 「증권거래법」상 선물거래관련 조항

제2조 [정의] ① 이 법에서 "유가증권"이라 함은 다음 각호의 1에 해당하는 것을 말한다.

1. 국채증권 2. 지방채증권 3. 특별한 법률에 의하여 설립된 법인이 발행한 債券
4. 社債券 5. 특별한 법률에 의하여 설립된 법인 발행한 출자증권 6. 주권 또는 신주인수권을 표시하는 증서 7. 외국이나 외국법인이 발행한 증권 또는 증서로서 제1호 내지 제6호의 증권이나 증서의 성질을 구한 것 중 재무부장관이 지정하는 것 8. 제1호 내지 제7호의 증권 또는 증서와 유사하거나 이와 관련된 것으로서 대통령령이 정하는 것(1991. 12. 31 본호개정)

제2조의 2 [유가증권지수의 유가증권 의제등] ① 주권 기타 유가증권에 관하여 그 종류에 따라 다수 종목의 가격수준을 종합적으로 표시한 주가지수 기타 유가증권지수로서 증권거래소가 지정하는 것(이하 "유가증권지수"라 한다)은 유가증권으로 본다.

② 유가증권지수에 대하여 증권거래소가 정하는 기준과 방법에 따라 당사자가 사전에 정한 유가증권지수의 수치와 장래의 일정한 시기에 현실로 나타나는 유가증권지수의 수치와의 차에 의하여 산출되는 금전의 수수를 약정하는 거래(이하 "유가증권지수의 선물거래"라 한다)는 이를 유가증권의 매매거래로 본다.

③ 유가증권지수의 선물거래에 대하여 이 법을 적용함에 있어서 유가증권지수의 수치는 이를 유가증권의 가격으로 본다.(1994.1.5 본조신설)

제73조 [업무] ① 증권거래소는 그 목적을 달성하기 위하여 다음 각호의 업무를 행한다.

1. 유가증권시장(선물거래시장을 포함한다)의 개설업무(1987.11.28 본호개정)

제94조 [업무규정] ① 유가증권시장에서의 매매거래에 관련되는 사항은 증권거래소의 업무규정으로 정한다. 이 경우 선물거래시장에 대하여는 별도의 업무규정으로 정할 수 있다.(1987.11.18 본조개정)

부칙 제3조 [유가증권지수에 대한 증권업등에 관한 경과조치] ① 이 법 시행전에 증권업의 허가를 받은 자가 제2조의 2의 규정에 의한 유가증권지수에 대한 증권업을 영위하고자 하는 때에는 그 영업에 관하여 영업의 종류별로 증권업의 허가를 받아야 한다.

② 이 법 시행전에 등록된 투자자문회사가 제2조의 2의 규정에 의한 유가증권지수에 대한 투자자문업을 영위하고자 하는 때에는 그 영업에 관한 등록을 하여야 한다.(1994.1.5 부칙개정)

<표 2> 「선물거래법」상 「증권거래법」과 관련된 조항

제2조 [적용범위] 이 법은 다음 각호의 1에 해당하는 품목을 대상으로 하는 선물거래에 대하여 적용한다. 1. 농산물·축산물·수산물·임산물·광산물·에너지에 속하는 물품 및 이 물품을 원료로 하여 제조하거나 가공한 물품 기타 이들과 유사한 것(이하 “일반상품”이라 한다) 2. 일반상품외의 것으로서 통화·증권·債權·용역대가 기타 이들과 유사한 것(선물거래를 원활히 하기 위하여 이자율 기타의 조건을 표준화한 것을 포함하며, 이하 “금융상품”이라 한다) 3. 제1호 및 제2호에 속하는 것의 가격·이자율등을 이용하여 수치화한 것(이하 “지수”라 한다)

제3조 [정의] 이 법에서 사용하는 용어의 정의는 다음과 같다. 1. “선물거래”라 함은 이 법과 선물거래소가 정하는 기준 및 방법에 따라 선물시장에서 이루어지는 거래로서 다음 각목의 1에 해당하는 거래 또는 이와 유사한 거래를 말한다. 가. 당사자가 미래의 일정한 시기에 일정한 가격으로 특정한 일반상품 또는 금융상품을 수수할 것을 약정하는 거래(약정한 기일전에 전매 또는 환매를 통하여 미리 약정한 가격과 전매 또는 환매시의 가격과의 차액 수수하는 거래를 포함한다) 나. 당사자가 특정한 지수에 대하여 미리 약정한 수치(이하 “약정수치”라 한다)와 미래의 일정한 시기의 당해 지수의 수치와의 차이로부터 산출한 금액의 수수를 약정하는 거래 다. 당사자 일방이 상대방의 의사표시에 의하여 다음의 1에 해당하는 거래를 성립시킬 수 있는 권리를 상대방에 부여하고, 그 권리를 부여받은 상대방은 당사자 일방에게 그 권리에 대한 대가를 지급할 것을 약정하는 거래 (1) 가 목 또는 나 목의 규정에 의한 거래 (2) 일반상품 또는 금융상품의 매매거래 (3) 지수를 대상으로 하는 거래

부칙 제1조 [시행일] 이 법은 1996년 7월 1일부터 시행한다. 다만, 부칙 제6조의 규정은 대통령령이 정하는 날부터 시행한다.

제2조 [주식선물거래에 대한 적용례] 본칙 제3조 제1호 각목의 거래중 「증권거래법」 제2조제1항제6호의 규정에 의한 주권 및 이를 기초로 하는 지수를 대상으로 하는 거래(이하 “주식선물거래”라 한다)에 관하여는 부칙 제1조 단서의 규정에 의한 날부터 이 법을 적용한다.

제3조 [주식선물거래에 대한 경과조치] 선물투자기금업자는 제3조제1호각목의 거래중 주식선물거래에 대하여 제58조의 규정에 불구하고 부칙 제1조 단서의 규정에 의한 날까지 증권회사에 위탁하여 투자기금을 운용할 수 있다.

제6조 [다른 법률의 개정] 「증권거래법」중 다음과 같이 개정한다. 제2조의 2를 삭제한다. 제73조의 제1항제1호중 “(선물거래시장을 포함한다)”를 삭제한다. 제94조제1항 후단을 삭제한다. 법률 제 4701호 부칙 제3조를 삭제한다.

가 취하여졌다. 즉, 주식관련 (광의의) 선물거래는 「선물거래법」의 부칙에서 대통령령이 정하는 날까지 「증권거래법」을 적용 받도록 하였다. 그리고 「증권거래법」 제2조의 2에서는 유가증권지수를 유가증권으로 의제하고 유가증권지수의 선물거래를 유가증권의 매매거래로 인정하여 유가증권지수 선물거래가 「증권거래법」의 규제 대상 거래가 되도록 하였다. 이러한 법적 조치에 따라 「증권거래법」에 의거하여 1996년 5월 3일 한국증권거래소에 KOSPI200 지수선물이 상장되어 거래가 이루어지고 있다. 주가지수 선물거래가 잠정적으로 「증권거래법」에 적용을 받고 있지만 언젠가는 파생금융상품에 대한 통합 기본법인 「선물거래법」의 적용을 받게 될 것이다. 결국 현재 상황은 주가지수선물거래가 「증권거래법」에 한시적으로 적용 받아 법적으로 불안정하고, 「선물거래법」이 모든 파생금융상품을 규제하는 통합 기본법으로서의 성격도 희석된 상황이다.

또한 옵션거래와 관련한 국내 규제법을 살펴보면 주식 관련 옵션거래에 대하여는 법적으로 공백인 상태라 평가할 수 있다. 옵션거래는 「선물거래법」 제3조 제1항에 의거 (광의의) 선물거래의 일종으로 정의되고 있다. 즉 선물거래는 일반 상품, 금융상품 및 지수를 대상으로한 (협의의) 선물거래, 옵션거래 및 선물옵션 거래를 포함하고 있다. 예를 들어 주식관련 (광의의) 선물거래로는 주식선물, 주식옵션, 주식선물옵션 그리고 주가지수선물, 주가지수옵션, 주가지수선물옵션 등이 포함된다. 한편 「선물거래법」 부칙 제2조에서는, 「증권거래법」 제2조 제1항 제6호에서 규정한 주권 및 이를 기초로 하는 지수를 대상으로 하는 거래에 관하여 대통령령으로 정하는 날까지 「선물거래법」의 적용을 유예하였다. 즉 주식관련 옵션, 선물, 선물옵션 등 (광의의) 선물거래에 대한 적용을 「증권거래법」에 위임하고 있다. 그러나 현재 「증권거래법」은 이중에서 다만 유가증권지수에 대한 선물거래를 제2조의 2에서 규정하고 있고, 매매거래의 일종으로 유가증권에 대한 현물수도방식의 선물거래(예를 들면 일본 오사카증권거래소에서 거래되었던 주선50과 같은 주식집단 선물거래)를 인정하고 있을 뿐이다. 즉 주식관련 옵션 및 선물옵션거래의 적용을 「선물거래법」에서 「증권거래법」으로 위임하였으나 「증권거래법」이 이들을 규정하지 않음으로써 법적인 공백 상태라 할 수 있다.

이와 같이 「선물거래법」이 파생금융상품에 대한 통합 기본법으로서의 성격이

희박하여졌고, 주식관련 옵션거래에 대하여 법적으로 공백인 상황에서 국내에서 주식관련 옵션거래가 이루어지기 위해서는 「선물거래법」과 관련된 법규 또는 증권거래법과 관련된 법규를 개정하여야 한다.

### 3. 옵션거래 참여 기관에 대한 감독

옵션거래를 비롯한 파생금융상품거래에 대한 관리 감독의 기본 방향은 직접적인 규제보다는 참여기관의 건전성 확보를 위한 간접적 규제에 중점을 두고, 시장 규율이 촉진될 수 있도록 감시·감독을 강화하며, 각 파생금융상품이 제공하는 기능에 적합한 감독 체계를 구축하는 것이다. 또한 거래 참여자들에게 파생금융 상품에서 야기될 수 있는 리스크를 인식시켜 자율적으로 철저한 내부 위험관리 시스템을 구축하도록 유도하는 것이라 할 수 있다. 여기서는 이들 중에 옵션거래 참여 기관의 내부 통제 시스템 구축 방안과 건전성 확보를 위한 적정 자기자본 보유 의무화 방안을 자세히 살펴보고자 한다. 시장 규율의 확보를 위한 법제도의 보완으로써 옵션거래에 대한 회계·공시 및 과세제도의 정비방안은 다음 절에서 살펴보기로 한다.

#### 가. 옵션거래 참여기관의 내부통제시스템 구축<sup>7)</sup>

옵션거래의 중개자, 딜러, 최종 이용자 등 옵션거래 참여 기관의 내부 통제 제도가 올바르게 구축되기 위해서는 무엇보다도 경영층이 파생금융상품을 정확히 이해하여야 하며 거래 목적, 거래 한도 및 사후 평가 등에 대한 정확한 지침을 설정할 수 있어야 한다. 파생금융상품에 적극적으로 참여하고자 하는 기관의 경영층은 파생금융상품 거래의 본질에 대한 이해를 바탕으로, 기관 내부에 상호 견제를 중심으로한 통제 체계를 구축하고, 명확한 리스크 관리 절차를 설정하여야 한다.

---

7) Basle Committee on Banking Supervision(1994) 참조.

## 1) 상호 견제 중심의 내부 통제 체계 구축

경영층은 우선 파생 금융 상품 거래시 리스크 허용 한도와 리스크 관리의 권한 및 책임 소재를 명시한 리스크 관리 지침을 제정하여야 한다. 이때 중요한 사항은 위험을 측정, 통제하는 업무를 기관내 특정 전담 부서에 부여하고 이 실무 부서는 해당 기관의 위험에 관한 제반 통계를 작성하고, 이를 경영진이나 이사회에 정기적으로 보고해야 한다는 점이다.

리스크 관리 전담 부서를 설치할 때는 상호 견제를 통한 내부 통제 시스템을 구축하여야 할 것이다. 이는 파생 금융 상품 거래 업무를 수행하기 위해서는 전문적 지식과 경험이 필요하여 소수 전문가들의 전유물이 되기 쉬운데 이때 조직 차원의 통제가 곤란해지는 현상이 발생할 수 있기 때문이다. 이러한 현상을 미연에 방지하기 위해서는 경영진이 단기 실적에 연연하지 말고, 파생 금융 상품의 리스크, 전체적인 리스크 노출 정도, 손익의 범위 등을 상시 파악하여 이를 자산·부채 관리에 반영하는 리스크 관리 시스템을 수립하여야 한다.

또한 리스크 관리 전담 부서를 구성하는 데는 상호 견제를 고려하여 거래를 실행하는 부서와 결제 지원 부서를 독립·분화시켜야 할 것이다. 베어링사, 광주은행, 수협중앙회 등의 기관에서 발생한 대규모 손실 사건에서 알 수 있듯이, 거래 담당자와 결제 담당자가 동일인일 경우에는 효과적인 내부 통제가 이루어질 수 없으며, 실제 발생한 리스크나 손실을 조기에 적발하기도 쉽지 않다. 이러한 현실적 상황을 고려하여 거래 담당자와 결제 지원 부서는 엄격히 분리하여 독립시키지 않으면 안된다. 리스크 관리 부문이 독립함으로써 다른 부문에 대한 견제, 리스크 관리의 결정, 리스크에 대응한 수익 계획의 수립 그리고 경영진에 대한 신속한 보고가 가능하게 될 것이다.

## 2) 리스크 관리 절차의 설정

리스크를 건전하게 관리하기 위해서는 포괄적인 리스크 측정 기법을 활용하여 리스크를 측정하고, 리스크 허용 한도 및 지침을 설정하며, 리스크의 통제·감시·

보고를 위한 강력한 경영 정보시스템을 구축하여야 한다. 동시에 파생 금융 상품 거래의 리스크 관리 절차를 기업 전체의 리스크 관리 체제에 통합하여 명문화된 절차 규정을 설정함으로써 리스크 관리의 효율을 높여야 한다.

효율적인 리스크 관리 체계를 구축하기 위해서는 첫째, 리스크에 대한 적합한 측정이 이루어져야 한다. 리스크 측정 시스템은 포괄적이고 정확해야 하며, 파생 금융 상품 거래와 관련된 리스크를 모두 망라해야 한다. 또한 리스크 측정에 있어서 잠재적 손실이나 이익을 계량화하는 양적 분석과 함께 위기상황에서 경영진이 취할 조치를 분석하는 질적 분석도 병행하여 소위 극한 상황 분석(stress analysis)을 통해 불리한 상황 혹은 최악의 상황 발생 가능성에 대비한 리스크 측정이 이루어져야 한다. 최근에 논의되고 있는 VAR(Value-At-Risk)의 측정 기법은 이러한 작업에 크게 도움을 줄 것이다. 여기서 VAR이란 기관의 자산 및 부채의 총포지션 또는 포트폴리오가 일정한 신뢰 수준에서 그리고 일정한 미래 기간에 발생할 최대 손실의 추정치를 뜻한다. 예를 들어 국제결제은행(BIS, Bank for International Settlement))이 제시하여 1998년초 부터 시행될 예정인 금융기관의 적정 자본금 산정 기준안에 따르면 VAR의 추정에 99%의 신뢰 수준과 10일 보유 기간을 사용하도록 권고하고 있다. 이 기준 하에서 1억 달러의 VAR이란 10일 후에 포트폴리오의 손실액이 1억 달러보다 적을 확률이 99%임을 뜻한다.

둘째, 리스크의 허용 한도를 설정하고 이에 적합한 관리가 이루어져야 한다. 리스크 한도는 해당 기관의 전반적인 영업 활동을 고려하여 종합적으로 설정하는 한편 리스크 부담에 관한 지침이 마련되어야 한다. 리스크의 한도 체계는 기관의 전반적인 리스크 관리 시스템의 유효성이나 자기자본의 적정성과 일치되도록 하며, 리스크 한도를 초과하는 경우에는 이 사실을 즉각 경영진에게 보고하여 이에 대한 승인권자의 승인을 받아야 할 것이다.

셋째, 보고 체제가 정비되어야 한다. 파생 금융 상품 업무에 관해 정확하고, 시의 적절한 보고가 이루어질 수 있도록 정보 시스템이 갖추어져야 하며, 위험의 정도 및 손익 상황이 최고 경영층에게 매일 보고되어야 한다.

넷째, 위험 관리 절차의 세부 사항을 정기적으로 평가하여야 한다. 최소한 일

년에 일회이상 위험 측정 방법 및 측정 모형을 외부 전문가에 의뢰하여 점검을 받도록 하여 기관 내부의 문제점이 객관화된 시각에 의해 지적되고 개선될 수 있는 여지를 획득할 수 있도록 하여야 한다.

#### 나. 옵션거래 참여기관의 적정 자본금 규제

증권회사를 비롯한 금융기관, 일반 기업, 개인 등 다양한 기관들이 옵션거래에 참여하는데 여기서는 증권회사에 초점을 맞춰 자기자본 규제 방안을 논의하고자 한다.

현재 증권회사들에 대하여 엄격한 자산운용준칙에 의거하여 재무 건전성 규제가 이루어지고 있다. 예를 들어 법령에 특별히 정하지 않은 경우에 주식, 채권 등 상품 유가증권을 자기자본의 60% 이상 초과하여 소유하지 못하고, 동일 상장 법인이 발행한 주식을 발행 주식총수의 100분의 5와 증권회사 자기자본의 100분의 6을 초과하여 소유하지 못한다. 그러나 현행 자산운용준칙 등 증권회사에 대한 기존 재무 감독 규제 방식은 상당한 문제점을 노정하고 있다. 사전적이고 직접적인 규제로 증권회사의 경영 자율성이 침해되고, 시장위험, 신용위험, 유동성 위험 등의 다양한 재무위험요소를 간과함으로써 종합적인 재무 안정성을 보장할 수 있는 감독기준이 결여되어 있으며, 선진국 및 국제 감독기구에서 제시하고 실행되고 있는 감독 기준과 현저한 격차를 보이고 있다. 이러한 문제점을 인식한 증권당국은 증권회사의 자산 운용의 자율성을 제고하고 파생상품 및 부외거래 증가에 대비하여 최근 증권회사의 재무 건전성과 안정성에 대하여 새로운 종합적 감독 기준을 마련중에 있다.

도입 고려중인 증권회사 자기자본 규제의 기본 목적은 고객 및 일반 채권자의 모든 재산적 청구권에 대하여 증권회사가 직면한 모든 위험 요인을 감안할 경우라도 유동성 자산의 처분으로 충분히 감당할 수 있도록 재무 상태를 유지하게 하는데 있다. 이에 따라 영업순자본이 총위험의 일정 배율이상 유지하도록 의무를 부과할 예정이다. 여기서 영업용 순자본은 총자산에서 총부채를 차감한 자기자본에서 시장성과 환금성이 없는 고정성 자산 등을 차감하고 부채성 없는 부채

계정 항목을 가산하여 산정하게 된다. 그리고 총위험은 손익 변동을 초래하는 모든 위험으로서 증권회사가 취하고 있는 자산 포지션들의 위험정도에 따라 가중치를 달리하여 계산한 시장위험, 거래 상대방 위험 및 기초위험의 합이다. 이러한 계산을 근거로 산정한 영업용 순자본 비율(영업용 순자본/총위험)이 원칙적으로 최저 100% 이상이 되도록 하며 최저기준에 이르지 않는 경우에도 재무악화를 조기에 대처할 수 있도록 단계적인 조기 경보 수준을 설정할 예정이다.

증권감독기관이 준비하고 있는 증권회사의 순자본 비율 규제는 포괄적 건전성 규제로서 현재 사용하고 있는 자산운용 규제 등 단편적인 건전성 규제 방안보다 바람직한 방안이다. 개별 자산에 대한 엄격한 자산운용준칙의 적용 등의 기존의 족쇄적 감독 방식에서 탈피하여 종합적인 증권회사의 재무상태를 감독하는 자기자본 관리제도의 도입은 바람직하다고 할 수 있다. 또한 개별자산별 관리가 아니라 증권회사가 보유하고 있는 총위험에 대응할 수 있는 유동자산의 보유를 요구하고 있어서 증권회사의 이해 관계자를 보호할 수 있는 방안이다.

한편 도입할 예정인 증권회사 자기자본 규제제도 방안은 단순 위험가중 자기자본비율 규제 방법으로 최근 해외 증권회사들이 자체적으로 사용하기 시작하는 위험관리 방법에 부합되지 못하고 있다.

오히려 BIS에서 마련한 방안, 즉 금융기관이 직면하게되는 리스크를 상쇄할 수 있는 수준으로 금융기관의 자기자본금을 유지하도록 하는 적정 자기자본 규제 방안의 도입을 적극적으로 고려하여야 할 것이다. BIS는 1998년초부터 은행에 대하여 파생금융상품을 포함한 보유자산의 리스크를 관리할 수 있는 새로운 자기자본 규제방안의 도입을 계획하고 있다. 이 방법에 따르면 금융기관들은 자기 기관에 적합하게 개발된 내부 통제 시스템을 활용하여 보유자산의 VAR, 즉 개별 자산의 단순 위험 가중 합계가 아니라 포트폴리오내 다양한 자산간의 상관관계를 고려하여 계산되는 수치를 추정할 수 있고, 이렇게 산정된 VAR의 3배 이상 수준으로 자기 자본금을 유지하여야한다.

미국에서도 현재 사용되고 있는 증권회사의 자기자본 관리제도에 대하여 전반적인 개편 논의가 진전되고 있다. SEC의 증권회사에 대한 기존의 자기자본 관리제도가 무작위적인 위험가중치의 적용, 복합적인 자산 구성에 대한 고려 미흡

등의 문제점이 지적되어 BIS 등이 활용하고 있는 VAR 개념에 입각한 자기자본 규제 방안의 적용을 검토하고 있는 중이다. 현재까지 SEC를 비롯하여 IOSCO 등의 증권감독당국들이 이러한 방안에 대하여 적극적인 태도를 취하지 않고 있는데, 이는 증권거래에 있어서는 수익 중심의 사고가 팽배해 있기 때문이다. 예를 들어 펀드 매니저의 평가에 있어 리스크 대 수익을 고려한 평가보다 우선 수익률이 높아야 보수를 많이 받는 관행에 따라 리스크를 고려한 적정 자본금 수준의 결정에 대하여 미온적인 태도를 취하고 있다.

그러나 미국 증권업계에서 VAR 개념에 입각한 리스크 관리가 적극적으로 추진되고 있으며, VAR 개념을 이용하여 계산한 적정 자기자본 수준이 기존의 방법으로 계산한 수치보다 일반적으로 낮기 때문에 자산 운영의 유연성을 갖기 위하여 VAR개념을 이용한 자본금 계산에 적극적으로 관심을 보이고 있다. BIS와 IOSCO의 협의 과정에서 증권회사에 대한 적정 자기자본 산정에도 VAR 개념을 이용한 방안이 채택될 것으로 전망된다.

따라서 현재 국내 증권감독당국이 마련한 증권회사 자기자본 관리제도가 적정한가를 판단하기 위해서는 구체적으로 VAR개념에 입각한 적정 자기자본 산정 방안과 비교 평가하여야 할 것이다. 결국에는 금융기관들이 포트폴리오 개념을 이용한 자산 리스크 관리 방법을 광범위하게 적용할 것이고 이에 따라 자기자본 관리도 할 것이다. 그렇다면 증권당국에서는 기마련한 방안을 우선 적용하더라도 다른 방안들과 구체적으로 어떠한 차이가 있고, 향후 어떠한 방향으로 추진할 것인가를 결정하기 위하여 BIS의 계산 방식, JP Morgan 계산 방식 등으로 계산한 결과와 비교 평가하는 작업이 필요하리라 판단된다.

구체적으로는 대표적 증권회사들을 선정하여 이들에 대하여 증권감독당국이 마련한 자기자본 관리제도 방안에 의해 도출된 결과와 다른 방법들에 의거 계산된 결과와 비교 평가해 보아야 할 것이다. 방안의 내용을 살펴볼 때 상당히 엄격한 방안이라고 판단되지만 사례 연구를 통하여 판단할 필요가 있다. 예를 들어 증권감독당국의 방안과 Asset-normal approach, Delta-normal approach, Model-simulation approach, Historical distribution approach 등의 방안<sup>8)</sup>에서

8) 이 방안들의 자세한 내용에 관하여는 IMF(1995)와 JP Morgan(1995)를 참조.

도출된 결과와 비교 평가해 보아야 할 것이다. 그리고 VAR의 산출에는 변동성 추정을 위한 관찰기간, 신뢰도 수준, 포트폴리오의 최소 보유기간, 상품 유형내의 상관관계<sup>9)</sup>의 수용 여부 등의 투입 요소에 대한 가정에 따라 상당히 다른 결과가 나올 수 있기 때문에 주의를 요한다.

끝으로 1996년 4월에 실시된 기업회계기준의 개정에서 옵션을 비롯한 파생금융상품을 시가로 평가하기로한 시가회계제도의 도입은 바람직한 일이라 판단된다. 그리고 향후 증권회사에 새로운 자기자본 규제방안을 적용하게 됨에 따라 증권회사의 VAR에 대한 사전 예측치와 실적치를 공시하도록 하여 이들의 비교를 통하여 해당 증권회사의 위험 관리 시스템의 성과를 확인할 수 있도록 공시기준을 강화하는 방안도 고려해 보아야 할 것이다.

#### 4. 옵션거래 관련 회계·공시 및 조세 제도<sup>10)</sup>

옵션을 비롯한 파생금융상품이 시장에서 공정한 경쟁하에 투명하게 거래되기 위해서는 시장의 하부구조가 건실하게 구축되어야 한다. 이를 위해서는 무엇보다도 정확한 거래 내역이 경제적 실체와 맞게 회계처리되고 투명하게 공시되어야 하며 합리적으로 과세되어야 한다. 특히 파생금융상품의 출현요인의 하나가 현행 과세제도를 벗어나고자 하는 데 있기 때문에 파생금융상품거래와 관련된 과세제도가 제대로 정비되지 않을 경우 조세 차익거래의 기회가 증대되고 기존 조세제도뿐만아니라 금융체제를 불안정하게 만들 수도 있다.

9) 예를 들면 포트폴리오의 총위험을 계산하는데 바젤 위원회는 자산내(고정수익자산, 주식, 일반상품, 통화) 상관관계('correlation within asset classes')를 고려하나 이들 자산간의 상관관계('correlation across asset classes')는 고려하지 않고 있다. 한편 JP Morgan이 개발한 RiskMetrics에서는 파라메타간 모든 가능한 결합을 고려한다. 따라서 어느 방법을 사용하느냐에 따라 상당히 다른 위험값이 나올 수 있다.

10) 본절은 최홍식·김성룡(1996)의 일부 내용을 요약 정리한 것으로 자세한 내용은 이를 참조.

## 가. 회계제도의 개선방향

옵션거래를 비롯한 파생금융상품 거래에 대한 회계처리에서 가장 논의의 대상이 되는 것은 파생금융상품의 거래내역을 재무제표에 인식할 것인가의 문제와 파생금융상품의 손익을 어떻게 인식하고 보고할 것인가의 문제이다. 후자의 문제는 다시 파생금융상품을 시가기준, 발생기준, 결제기준 등 여러 기준 중에 어떠한 방법으로 평가하며, 거래손익을 순수매매거래, 헤지거래 등의 거래목적에 따라 구분하여 회계 처리할 것인가, 그리고 거래목적에 따라 구분한다면 각각 어떠한 방법으로 회계처리할 것인가 등의 문제들로 세분된다.

최근에 국내에서도 기업회계기준을 개정하여 파생금융상품을 시가기준(mark-to-market principle)으로 평가하고 헤지회계<sup>11)</sup>를 인정하기로 하였으며, 은행, 증권, 보험등 각금융기관들은 파생금융상품 거래에 대한 회계처리 규정을 정비하는 등 파생금융상품거래의 활성화에 대비한 정비 작업을 추진하고 있다. 그러나 아직 그 내용이 개괄적이고 상당한 부분에서 구체화 되어 있지 않고 특히 옵션거래와 관련하여 회계처리 방법이 명시되어 있지 않아 실무상 혼란과 어려움이 생길 것이 우려되므로 시급히 관련 규정 및 예규의 구체화 작업이 이루어져야 할 것이다.

최근에 개정된 기업회계기준의 기본원칙을 수용하면서 옵션거래의 특성을 반영하여 옵션거래에 관련된 회계제도의 정비 방향을 정리하면 다음과 같다.

첫째, 옵션거래 포지션은 공정가치로 평가되어야 한다. 시장성 있는 옵션인 경우는 시장가치를 기준으로 평가하고, 만약 옵션의 가치를 시장성이 있는 상품에 준거하여 시장에서 직접 관찰할 수 없는 경우 파생상품의 평가는 공정가치를 도출할 수 있는 모형을 사용하여 이루어져야 할 것이다.

둘째, 옵션거래에 대한 회계처리는 순수매매 또는 헤지 목적 등의 거래목적으

11) 헤지회계(hedge accounting)란 위험 회피 목적으로 파생금융상품거래를 한 경우, 헤지 대상물의 손익과 헤지 수단인 파생금융상품의 손익을 동일한 회계기간에 인식하는 것을 말한다. 헤지 회계가 필요한 이유는 헤지 대상물과 헤지 수단을 평가하는 기준이 서로 상이할 경우, 각기 다른 회계기간에 손익이 인식될 수 있으므로 양손익의 인식시점을 조정하여 동일한 기간으로 일치시킴으로써 기간별 손익을 적합하게 인식하기 위함이다.

로 구분하여 각 거래의 경제적 실체에 적합하게 이루어져야 한다. 거래목적은 구분할 경우 현재와 같이 헤지거래와 기타 거래로 분류하는 방법보다는 구체적으로 미국의 회계기준안에서 제시되고 있는바와 같이 순수매매거래, 보유 자산·부채 및 확정계약에 대한 헤지거래, 예상거래에 대한 헤지거래 등으로 구분하여 거래특성에 맞는 회계처리 기준의 정립이 필요하다.

셋째, 옵션거래 포지션은 헤지 목적으로 보유하고 있다고 근거가 제시되는 경우가 아니면 순수매매 포지션으로 회계처리하여야 할 것이다. 즉 헤지적격요건에 대한 명확한 기준이 필요하다. 또한 공정가치로 평가될 수 있는 헤지대상물에 대해서만 헤지회계를 허용하여 현재의 손익이연헤지회계법에서 시가헤지회계법으로 헤지회계처리방법을 전환하는 것도 전향적으로 고려해 볼 필요가 있다.

넷째, 헤지거래 손익인식에 있어서 헤지 포지션은 헤지대상품과 동일 기준에 의거하여 회계처리되어야 할 것이다. 즉 헤지상품의 손익은 헤지대상상품의 성격에 상관없이 헤지대상품의 수익 또는 비용이 발생한 기간과 동일한 기간에 인식하여야 할 것이다. 또한 헤지거래와 관련하여 헤지적격요건뿐 아니라 헤지유효성을 판단하는 방법 및 시기, 포괄헤지 인정여부 및 포괄헤지 손익의 배분방법, 헤지거래가 종결되거나 헤지조건을 벗어나는 경우의 회계처리 등의 구체적인 방법도 제시되어야 한다.

다섯째, 옵션의 상품별 특성에 맞는 예규가 필요하다. 특히 옵션매도 포지션의 경우는 거래 포지션이 위험하기 때문에 헤지회계의 적용을 불허하여야 할 것이다.

#### 나. 공시제도의 개선방향

파생금융상품거래가 활성화된 국가들에서 대규모 손실사태후 면밀한 조사 분석후 내린 결론에 따르면 파생금융상품 거래내역에 대한 공시제도의 강화를 권고하고 있다. 국내에서도 파생금융상품 거래의 공시의 중요성을 인식하여 금반기업회계기준 개정시 파생금융상품 거래의 공시기준을 강화하였으나 아직 미흡하고 구체적 공시 내용에 대한 정비가 필요하다고 판단된다.

공시하여야 할 구체적 내용으로는 첫째, 보유하고 있는 파생금융상품의 수량 정보를 들 수 있다. 그리고 기업에 미치는 영향 또는 잠재적인 영향의 중요도에 따라 공시할 파생상품의 범위를 적절히 조절하여야 할 것이다. 또한 파생금융상품의 성격에 따라 이를 관리·통제하는 방식이 다르므로 공시하는 내용도 달리 설정되어야 할 것이다. 예를 들어 헤지목적으로 사용된 금융상품의 경우에는 주요 헤지수단의 종류, 액면가 또는 표준적인 기본수량, 회계기간 중 수익에 미치는 헤지활동의 결과, 인식된 손익 등을 공시하는 것이 바람직하다.

둘째, 파생금융상품 거래에 따른 위험 노출도가 공시되어야 할 것이다. 각 파생금융상품 거래별로 잠재적 위험에 대한 보조적 수량 정보뿐 아니라 시장상황에 따른 현금흐름의 크기, 시기 및 불확실성을 충분히 파악할 수 있도록 파생상품의 주요 조건을 같이 제공할 필요가 있다. 또한 담보 및 위험이 집중된 상품에 대한 정보, 채무불이행에 대한 정보를 포함하여 금융자산의 신용도에 대한 지표를 제공하고 잠재적인 유동성을 표시하여야 할 것이다. 이에 더하여 파생금융상품에 대한 기업의 관리통제체제의 주요 특징을 서술하거나 관리통제체제에 대한 수량적 정보를 제공함으로써, 기업이 보유하고 있는 파생금융상품이 기업의 재무상황에 미칠 영향을 이해하는 데 도움을 줄 수 있어야 할 것이다. 이러한 맥락에서 최근 각 금융기관의 자체 내부 위험관리를 위하여 작성하고 있는 보유자산 및 부채의 확률적 손실 가능액, 예를 들어 VAR를 공시하도록 유도하여야 할 것이다. 이와 함께, 시나리오에 따른 최대 손실 가능액, 최악의 상황의 최대손실 가능액 등도 공시하도록 하여 이해관계자들이 위험과 수익을 동시에 고려한 의사결정을 내리는 데 도움을 주도록 하여야 할 것이다.

셋째, 파생금융상품 회계·공시에 사용된 회계방법이 공시되어야 할 것이다. 파생금융상품에 대한 회계처리방법은 기업마다 차이를 가질 수 있으므로, 파생금융상품의 회계처리에 사용된 기준을 공시함으로써 이해관계자가 주어진 회계정보를 이용하는 데 도움을 줄 수 있도록 하여야 할 것이다. 일반적으로는 파생금융상품의 가치평가기준, 손익의 상계여부, 미실현손익의 처리방법 및 헤지거래와 순수매매거래를 다르게 처리하였는지 여부 등을 공시하여야 할 것이다.

#### 다. 과세제도의 개선방향

현재 파생금융상품과 관련하여 가장 시급히 정비되어야 할 사항은 관련 과세제도라 판단된다. 현행 세법상의 규정에 따르면 파생금융상품 거래의 손익은 결제기준으로 인식하여 과세하도록 되어 있다. 한편 기업회계기준에서는 파생금융상품의 평가 방법으로 시가기준을 채택하고 헤지회계를 허용하는 등의 개정이 이루어졌으므로, 회계상 인식된 손익을 과세목적으로 인식할 것인가의 문제가 발생하고 있다.

또한 파생금융상품은 대상 기초상품의 가치에 따라 그 자신의 가치가 결정되는 금융상품으로서, 파생금융상품의 수익흐름을 결합하여 다른 금융상품의 수익흐름을 재생할 수 있는 특성을 지니고 있다. 따라서 경제적 실질이 동일한 거래가 서로 다르게 과세됨으로써 나타날 수 있는 조세차익거래(tax arbitrage)이 일어나지 않도록 파생금융상품 거래 관련 과세제도가 정비되어야 한다.

국내 과세제도의 개선방향으로 첫째, 세무회계상 파생금융상품 거래의 손익인식시기를 결제기준에서 시가기준으로 바꾸어야 한다. 파생금융상품의 회계기준이 정비되어 그 손익이 시가기준으로 인식됨에 따라, 과세목적의 손익인식기준도 시가기준으로 바꾸어 각 과세기간 말에 공정한 시장가격에 따라 산출한 손익에 대한 과세가 이루어지도록 하여야 할 것이다.

둘째, 현행 국내 과세제도는 파생금융상품 거래에 거래목적에 따른 구분을 하지 않고 있으나 과세중립성의 원칙에 따라 경제적 실체에 부합하도록 헤지목적, 순수매매목적 등으로 구분하여 손익성격에 따라 과세규정이 마련되어야 할 것이다. 이 때 순수매매목적의 파생상품 거래 손익은 시가평가하여 과세하고, 헤지목적의 파생상품 거래 손익은 헤지대상물의 손익과 대응하여 당해 회계기간에 인식하고 과세하여야 할 것이다.

셋째, 파생금융상품거래 손익과 관련된 개인소득세제도의 정비가 필요하다. 국내 개인소득세체계상 자본이득에 대하여는 과세하고 있지 않으므로, 개인이 파생상품거래로 얻는 손익에 대하여는 과세할 근거가 없다. 반면 개인이 이자소스왑거래를 통해 얻는 손익을 얻었을 경우 이를 이자소득으로 보아 종합과세할 수

있을 것이다. 과세형평성의 문제가 제기될 소지가 높기 때문에 자본이득이 여타 금융소득과 마찬가지로 종합과세되는 체계를 마련하여야 할 것이다.

넷째, 지점 또는 고정 사업장이 없는 비거주자가 국내에서 파생금융상품 거래로부터 획득한 소득에 대하여 원천과세하지 않는 것이 국제적 관행이므로 이러한 관행에 맞게 파생금융상품 거래 손익의 원천에 대한 과세기준이 설정되어야 할 것이다<sup>12)</sup>.

다섯째, 파생금융상품 거래와 관련하여 금융·보험업자의 수익 금액에 부과하는 교육세의 정비와 시장성 있는 파생금융상품에 대한 거래세의 도입을 고려하여야 할 것이다. 금융·보험업자의 수익 금액에 부과되는 교육세는 동일 과세대상에 대하여 법인세, 주민세 이외에 중복하여 부과되는 삼중과세의 문제가 있으므로 향후 단순화하여 사업서비스 부문에 대한 부가가치세로 통합하는 것이 바람직하다고 판단된다.

현재 국내의 주가지수선물거래에 대하여는 시장의 활성화 차원에서 선물거래세의 도입을 보류하고 있다. 그러나 향후 자본이득을 포함하여 개인 금융소득에 대하여 종합과세가 도입될 예정에 있으므로 선물·옵션거래 등에 대한 자본이득 과세 도입 충격을 완화하기 위하여 거래소 시장에서 거래되는 파생금융상품에 대한 거래세 도입을 전향적으로 고려하여야 할 것이다. 장기적으로는 금융자산에 대한 이자소득 뿐 아니라 자본소득을 모두 종합과세하는 방향으로 과세제도를 정립하여야 할 것이다.

---

12) OECD(1994, 1996) 참조.

## V. 결 론

본고에서는 주가지수옵션의 성공적인 국내 도입과 운영에 필요한 옵션시장구조의 구축 방안에 대하여 논의하였다. 옵션시장구조는 매매거래제도, 결제제도 및 감독체도로 구성되는 바, 이들 제도를 구축할 때 근거가 될 수 있는 기본 방향을 설정하고 구체적인 구축 및 운영 방안을 제시하였다.

옵션시장의 운영 효율성과 정보 효율성 및 안정성을 확보할 수 있는 방향으로 주가지수옵션 매매거래제도의 구축방안을 제시하였으며, 결제제도에 대하여는 시장 유동성을 저해하지 않으면서 안전성을 확보한다는 것을 기본 방향으로 삼아 포트폴리오 위험기준 증거금제도를 제시하였다. 옵션거래를 비롯한 파생금융상품거래에 대한 관리 감독의 기본 방향은 첫째, 직접적인 규제보다는 참여기관의 건전성 확보를 위한 간접적 규제에 중점을 두고 둘째, 시장 규율이 촉진될 수 있도록 감시·감독을 강화하며 셋째, 각 파생금융상품이 제공하는 기능에 적합한 감독 체계를 구축하고 넷째, 거래 참여자들에게 파생 금융 상품에서 야기될 수 있는 리스크를 인식시켜 자율적으로 철저한 내부 위험 관리 시스템을 구축하도록 유도하는 것으로 설정하였다. 이러한 기본 방향에 의거하여 국내 옵션거래제도의 정비 방안, 옵션거래 참여 기관의 내부 통제 시스템 구축 방안과 건전성 확보를 위한 적정 자기자본 보유 의무화 방안, 시장 규율의 확보를 위한 법제도의 보완으로써 옵션거래에 대한 회계·공시 및 과세제도의 정비방안을 살펴 살펴보았다.

이 이외에도 옵션시장의 대외 개방 방안은 본고에서는 논의가 안되었으나 중요한 주제이다. 주식관련 현물, 선물 및 옵션시장에 대한 대외 개방 정도는 상호보조를 맞춰 이루어져야 할 것이며, 기초시장에 대한 외국인 투자제한이 있는 경우 선물 및 옵션시장은 현물시장보다 전향적으로 개방하여도 무리가 없을 것으로 사료된다.

주가지수옵션시장이 도입되면 동시장과 현물주식시장 및 주가지수선물시장은 상호 경쟁적인 연계관계를 필연적으로 갖게 될 것이다. 이 경우 시장간에 운영 및 정보 효율성에 차이가 날 경우 시장간에 차익거래가 일어날 수 있기 때문에

옵션시장의 도입과 함께 현물시장 및 주가지수선물시장의 효율적 거래제도 구축에도 신경을 쏟아야 할 것이다.

예를 들어 주식 대차제도 또는 대주제도의 원활화, 위탁 수수료 등 거래비용의 자율화, 대량 및 다종목 동시 거래 주문이 가능한 매매주문전달 시스템의 효율화 등을 통하여 현물 주식시장의 운용 효율성의 증대를 도모하여야 할 것이다. 또한 주가지수옵션시장이 개설되면 선물 및 옵션거래에 대한 결제제도에 상당한 변화가 올 것이다. 포트폴리오 위험기준으로 증거금을 산정하는 결제제도가 구축됨에 따라 주가지수선물거래의 결제제도에도 변화가 있어야 할 것이다. 예를 들어 본고에서 논의한 일일정산이익의 인출 허용, 위탁증거금 산출 기준가격의 변경, 증거금 산출시 당일 예탁액과 기존 예탁액의 구분 폐지, 최소증거금제도의 폐지, 결제회원의 자기매매와 위탁매매 포지션의 구분 산출, 위탁증거금의 사후징수 등이 고려될 수 있는 지수선물시장의 정비사항이라 할 수 있다.

끝으로 주가지수옵션시장은 시장 참여자들이 자율적으로 주가 위험을 관리하기 위해 구축되는 시장임을 염두에 두어야 한다. 따라서 과거와 같이 정책당국이 금융위험을 모두 책임지던 시대의 시장 운용 철학으로 주가지수옵션시장을 관리 규제한다면 아무리 제도가 좋더라도 그 시장에서는 정상적인 거래가 이루어지기 힘들 것이다. 이제 정책당국은 주식·지수선물·지수옵션시장에 대한 직접적이고 인위적인 개입은 시장 왜곡을 증폭시키고 악화시킬 따름이라는 것을 재삼 인식하고 효율적인 시장 구축을 위한 여건을 마련하는 데 보다 많은 심혈을 기울여야 할 것이다.

2

## 참고 문헌

최홍식, “증거금의 시장 안정화 기능과 적정수준,” 『재정금융연구』, 제2권 제1호, 1995. 6, pp. 127-156.

최홍식·김성룡, 『파생금융상품의 회계처리 및 과세 방향』, 정책보고서 96-04, 한국조세연구원, 1996. 8.

최홍식·홍범교, 『금융선물거래의 도입 타당성과 경제적 효과 분석』, 연구보고서 93-07, 한국조세연구원, 1993.12.

한국증권거래소, 『주가지수옵션 거래제도』, 1996.

Basle Committee on Banking Supervision, *Risk Management Guideline for Derivatives*, July 1994.

Basle Committee on Banking Supervision, “Proposal to Issue a Supplement to the Basle Capital Accord to Cover Market Risks,” April 1995.

Basle Committee on Banking Supervision, “An Internal Model-Based Approach to Market Risk Capital Requirements,” April 1995.

Basle Committee on Banking Supervision, “Planned Supplement to the Capital Accord to Incorporate Market Risks,” April 1995.

Black, F. and M. Scholes, “The Pricing of Options and Corporate Liabilities,” *Journal of Political Economy*, 1973.

General Accounting Office(GAO), *Financial Derivatives: Action Needed to Protect the Financial System*, May 1994.

Group of Thirty(G-30), *Derivatives: Practice and Principles, A report by Global Derivatives Study Group*, Jul. 1993.

International Monetary Fund, *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Policy Issues*, August 1995.

International Organisation of Securities Commissions, "Framework for Supervisory Information about the Derivatives Activities of Banks and Securities Firms," Joint Paper with the Basle Committee on Banking Supervision, May 1995.

Morgan Guaranty Trust Company, *RiskMetrics - Technical Document*, Third Edition, May 1995.

Merton, Robert C., "A Functional Perspective of Financial Intermediation," *Financial Management*, Vol. 24, No. 2, Summer 1995, pp. 23-41.

OECD, *Taxation of New Financial Instruments*, 1994.

OECD, DAFPE/CFA, *Draft Report on Special Sessions on Innovative Financial Transactions*, May 1996.

Stiglitz, Joseph E., "The Role of the State in Financial Markets," Paper presented at the World Bank's Annual Conference on Development Economics, May 1993.

인센티브 스톡옵션제도 도입의 효과와 추진방안\*

1996년 8월 22일

연세대학교 경영학과

김 창 수

박 상 용

---

\* 이 글은 한국선물학회의 하계 세미나에서의 토론을 목적으로 작성되었으나 아직 미완성 상태이므로 필자의 허락없이 인용하는 것을 삼가하여 주시기 바랍니다.

## 인센티브 스톡옵션제도 도입의 효과와 추진방안

1. 머리말 .....	1
2. 경영환경과 경영패러다임의 변화 .....	3
1) 경영환경의 변화 .....	3
2) 경영 패러다임의 전환 .....	5
3. 경영자 보상제도 .....	9
1) 단기 보상제도 .....	9
2) 장기 보상제도 .....	10
3) 주식연계형 보상시스템에 대한 이론적 근거 .....	15
4) 스톡옵션의 효과에 대한 실증적 결과 .....	18
4. 미국의 스톡옵션제도 .....	21
1) 발달 과정 .....	21
2) 회계 및 세금 처리 .....	25
5. 국내 기업들의 스톡옵션 이용 사례 .....	28
1) 한국듀폰(주)의 Global Sharing .....	29
2) 대웅릴리제약주식회사의 Global Shares .....	32
3) 한국 Hewlett Packard(주)의 스톡옵션제도 .....	35
6. 국내 도입 방안 및 고려사항 .....	38
1) 도입 방안 .....	38
2) 회계 및 세금 처리 .....	43
3) 기타 고려 사항 .....	49
7. 맺는 말 .....	58
참고문헌 .....	60
부록 A. 옵션발행기업의 회계처리(미국) .....	69
부록 B. 옵션수혜자의 세금처리 예 .....	71
부록 C. 스톡옵션의 국내 회계처리 방안 .....	74

## 1. 머리말

한국의 기업들이 처한 대내외 환경이 급격히 변하면서 기업경영의 체질개선이 시급한 과제로 대두되고 있다. 우선 규제와 보호가 철폐되고 경제가 개방되면서 시장구조에 일대 변혁이 일어나고 경쟁이 격화되고 있다. 아울러 대기업 경영의 투명성에 대한 사회적 압력이 증대됨에 따라 이제는 기업을 보다 합리적이고 체계적으로 경영하고, 기업의 이해관계자 모두의 이해를 균형있게 증진시켜야 할 필요가 있다. 이제는 대기업이나 금융기관일지라도 새로운 전략을 모색하고 내부관리체제에 일대 혁신을 일으키지 않는 한 번영은 고사하고 생존하기조차도 어려운 시대가 된 것이다.

다시 말해서 한국의 기업은 환경이 크게 변화함에 따라 기업경영의 패러다임 또한 바뀌어야 하는 시점에 와 있다. 새로운 경영환경에 적응하기 위해서 한국의 기업에게 가장 중요한 것은 과거의 외형위주의 양적 경영에서 탈피하여 이제는 가치(Value)위주의 질적 경영으로 전환하는 것이다. 가치기준경영(Value-Based Management)으로의 전환, 이 것이 바로 새로운 경영 패러다임이다. 그리고 새로운 경영패러다임으로의 전환이 성공하려면 기업경영의 하부구조에 혁신이 필요하다. 새로운 하부구조의 핵심 중의 하나는 임직원에게 대한 실적평가와 실적평가에 따른 보상시스템, 즉 기업활동의 엔진과 같은 인센티브 시스템을 새로운 경영패러다임에 적합하게 설계하는 것이다. 그러나 최고경영진에 대한 인센티브가 적절하게 설계되어야 종업원에 대한 적절한 인센티브 제도가 도입될 수 있기 때문에 최고경영진에 대한 새로운 인센티브제도가 우선적으로 설계되어야 한다.

이 논문은 기업의 임직원에게 대한 인센티브를 높이기 위한 보상수단으로 영미에서 널리 활용되고 있는 인센티브 스톡옵션제도의 국내 도입 필요성과 도입방안을 논의하는 것을 목적으로 한다. 인센티브 스톡옵션제도

는 두가지 유형의 기업이 활용한다. 첫째는 기술집약형 중소기업(Venture Business)가 고급인력을 유치하기 위해서 스톡옵션을 활용하는 것이고, 둘째는 대기업에서 기존의 임직원들의 주인의식을 높이기 위해서 활용하는 것이다. 이 경우 인센티브를 높이기 위해서 기업이 제공하는 스톡옵션은 임직원 모두를 대상으로 하지만 그 대상의 핵심은 어디까지나 임원과 최고경영자를 포함하는 최고경영진이다.<sup>1)</sup> 이 글에서 다루는 인센티브 스톡옵션은 주로 대기업의 경영자를 대상으로 하는 제도에 초점을 맞춘다.<sup>2)</sup> 그리고 이 제도는 이른바 '주인'이 없는 시중은행에 먼저 도입할 경우 그 효과가 가장 클 것으로 판단된다.

이 글의 제2절에서는 기업의 경영환경변화와 이에 따른 경영패러다임 변화의 내용을 논의하고, 제3절에서는 장단기 보상수단을 살펴본 후 스톡옵션과 같이 주가에 연계된 보상시스템을 통해서 해결하고자 하는 전문경영자의 대리인 문제의 이론적 고찰, 그리고 주로 스톡옵션을 이용한 인센티브제도의 효과에 대한 외국의 실증적 연구결과를 보고한다. 제4절에서는 스톡옵션제도가 가장 잘 발달된 미국에서 이 제도가 발달한 과정과 종류별 스톡옵션의 회계 및 세금처리 규정을 살펴본다. 제5절에서는 국내에 진출한 외국기업들이 설립한 합작회사들이 시행하고 있는 스톡옵션제도의 사례를 소개함으로써 스톡옵션제도의 구체적인 내용의 예를 살펴본다. 제6절에서는 스톡옵션제도를 국내에 도입할 경우 장애가 되는 법적인 문제와 제반 문제들을 극복할 수 있는 방안, 회계 및 세금처리 방안, 그리고 외국의 연구결과를 바탕으로 스톡옵션을 설계함에 있어서 고려하여야 할 제반 사항들을 살펴본다. 제7절은 요약과 결론을 담고 있다.

- 
1. 이 논문에서는 편의상 임원과 최고경영자(CEO)를 포함하여 단순히 경영자 또는 경영진이라고 부르기로 한다.
  2. 인센티브 스톡옵션은 외국에서도 주 대상이 경영자이다. 한편, 우리 나라에서는 상장기업의 일반 종업원에게는 우리사주조합을 통해서 신주를 인수할 수 있는 권리가 주어지는 제도가 있는데 반해서 임원의 경우에는 이러한 혜택이 없으므로 주가에 연계된 새로운 보상수단을 개발하는 제도의 핵심은 경영자를 주요 대상으로 하는 것이 타당하다.

## 2. 경영환경과 경영패러다임의 변화

### 1) 경영환경의 변화

#### 가) 규제와 경쟁

대부분의 국가는 이른바 '市場失敗' 또는 '公益'을 이유로 여러 산업에서 기업의 경제활동을 규제한다. 정부의 규제가 특히 심하게 나타나는 산업은 금융, 항공, 운송, 전기, 통신, 가스인데, 정부의 규제는 주로 價格, 進入(退出), 業務領域(地域)에 대한 규제로 나타난다. 규제산업에서 기업 경영행태는 다음의 세 가지 특성을 띤다. 첫째, 가격이 규제되기 때문에 서비스로만 제한적인 경쟁을 한다. 둘째, 가격규제하에서는 비용에 일정한 마진을 붙이는 'cost plus pricing'의 논리를 정부가 따르기 때문에, 기업은 높은 비용구조를 유지하는 경향이 있다. 셋째, 가격규제로 마진이 거의 보장되며 진입규제로 경쟁이 제한적이기 때문에 외형을 극대화하면 이윤 또한 극대화된다.

그러나, 1970년대 중반에 미국의 증권업에서 시작된 규제완화는 1970년대 말부터는 여러 산업으로 파급되었으며, 1980년대에는 대부분의 OECD 국가에서 규제완화가 유행처럼 퍼져 나갔다. 규제완화를 경험한 모든 국가의 모든 산업에서는 공통적인 변화가 일어났다. 우선 시장구조의 측면에서는 다음의 가지 뚜렷한 변화가 공통적으로 관찰되었다. 첫째, 저 원가를 무기로 하는 신참기업의 수가 급증한다. 둘째, 실질가격이 급격히 하락하며, 때로는 명목상의 가격도 크게 하락한다. 셋째, 규제시대의 고수익성 상품의 수익성이 커다란 압박을 받는다. 넷째, 동일한 업종 내에서 기업간의 성과격차가 크게 벌어진다. 다섯째, 고객차별화와 신상품 개발이 심화되면서 시장이 보다 분명하게 세분화(segmentation)된다. 여섯째, 판매채널이 다변화되고 중요한 경쟁수단으로 등장한다. 일곱째, 가격결정이 복잡다기해지고 중요한 경쟁수단이 된다. 여덟째, 기업인수합병(M&A)이 활발해지고 기업규모가 대형화된다. 마지막으로, 전국적인

Full-line 서비스 기업, 특정한 고객/상품/지역에 특화 주력하는 전문화 기업, 그리고 低原價가 경쟁우위의 주요 원천인 신참기업의 세 가지 유형으로 산업구조가 바뀐다.

규제완화와 철폐로 국내에서의 기업간 경쟁이 치열하여졌다. 그러나 경쟁을 심화시키는 또 다른 요인들도 있다. 선진국들의 경우 과거에는 수요가 공급을 초과하였으나 이제는 공급이 수요를 초과하는 경제구조로 바뀌고 있다. 공급초과 상태의 국가들이 주도하는 세계화와 시장개방으로 국가간의 경쟁도 치열하여지고 있다. 한편, 기술의 급격한 변화는 경쟁의 양상을 더욱 복잡하고 예측하기 어렵게 만들고 있다. 아울러 소득수준이 향상되고 경쟁이 치열해지면서 고객이 까다로워지고 고객 Needs가 다양하게 그리고 빠르게 변하고 있다. 이제 기존의 고객을 만족시키기만 하는 기업은 생존조차도 장담할 수가 없게 되었다. 기존 고객의 만족뿐만 아니라 잠재고객을 발굴하여 감동까지 시켜야 생존하고 일류기업으로 번영을 누릴 수 있게 되었다.

우리 나라는 1990년대에 들어와서 규제완화를 추진하고 있는데, 점차 그 속도가 빨라지고 있다. 아울러 WTO 체제의 출범과 OECD 가입을 앞두고 시장이 빠르게 개방되고 있다. 지난 20여년간 선진국의 기업과 금융기관들이 정부의 규제와 보호가 철폐되면서 경험한 변화를 우리 나라의 기업과 금융기관들도 이미 부분적으로 경험하고 있으며, 앞으로 그 변화는 보다 크게, 뚜렷하게, 그리고 빠르게 다가올 것임에 틀림없다.

#### 나) 경영의 투명성

우리 나라에서도 선진국보다는 한발 늦었지만 규제완화와 국내의 경쟁심화가 진행되고 있다. 그 동안 재벌의 경제력집중문제로 인해서 경제규제의 완화가 지지부진하고 결과적으로 국내경제가 경쟁체제로의 전환되는 속도도 느리었으나 이른바 신재벌정책의 등장으로 규제완화는 가속

화되고 대기업 경영의 투명성에 대한 사회적 압력은 증대되고 있다. 경영 투명성을 위한 제반 시책들은 다음과 같은 변화를 초래할 것으로 전망된다. 첫째, 한국 대기업의 지배구조가 소유경영체제에서 전문경영체제로 전환되는 속도가 빨라질 것이다. 둘째, 외부감사제도와 내부감사역할 및 공시제도가 강화되고 사외이사제도가 도입됨에 따라 기업은 과거보다 정확한 기업정보를 생산하고 공개하게 될 것이다. 셋째, 금융시장개방으로 까다로운 외국인 투자자가 등장하고 증시의 기관화 진전으로 기관투자가의 영향력이 증대되고 있는 상황에서 소액주주의 집단소송제도가 도입되게 되면 기업에 대한 일반주주의 영향력이 크게 증대할 것이다. 넷째, 계열기업간의 변칙적인 내부거래와 상호채무보증의 엄격하게 규제됨으로써 '나홀로 경쟁력'이 없으면 계열기업일지라도 쉽게 도태될 것이다. 다섯째, 새로운 노사관계가 정립되고, 중소기업의 위상이 높아지며, 고객의 영향력이 증대됨에 따라 소유경영자, 임직원, 일반주주, 공급자, 고객 등 기업의 주요 이해관계자(stakeholders) 집단간의 관계가 보다 더 균형적인 관계로 바뀌게 될 것이다.

## 2) 경영 패러다임의 전환

규제완화, 경쟁심화, 경영투명성 제고로 요약되는 경영환경의 변화로 기업경영의 패러다임 또한 변할 수밖에 없는 상황이 되었다. 경영 패러다임은 우선 과거의 외형위주의 양적 경영에서 수익위주의 질적 경영으로 전환되고 있다. 그리고 질적 경영은 구체적으로는 기업의 주요 이해관계자들 모두의 이해를 동시에 증진시키는 가치창출의 경영이어야 하며, 이를 위해서 기업은 가치기준경영 시스템을 도입하여야 한다. 그러나 가치기준경영 시스템을 도입하려면 경영혁신을 통해서 경영전략과 목표를 새롭게 수립하고, 조직을 새롭게 재편하며, 성과의 측정 및 보상 체계를 새롭게 설계하는 경영의 新하부구조(new infrastructure)를 갖추어야 한다.

## 가) 質的 경영으로 전환

앞에서 논의한 바와 같이 정부가 가격과 진입을 규제하는 시대에는 기업이 외형극대화를 추구하는 경향이 있다. 그 이유는, 우선, 근본적으로 이윤은 세분화하기가 어려운 반면에 외형은 세분화하기가 쉽기 때문이다. 특히 취급하는 제품이 여러 가지이고, 사업 부서가 여러 개이며, 고객 층이 다양한 기업에서 제품별, 사업 부서별, 고객별로 이윤을 측정하는 것은 매우 어렵지만 외형을 측정하는 것은 매우 수월하다. 그러나 보다 더 근본적인 이유는 규제 하에서는 외형을 키우면 이윤 또한 증가하기 때문이다. 따라서 규제 하에서의 기업은 이윤극대화와 효과는 같으면서 보다 뚜렷하게 성과를 측정할 수 있는 외형상의 매출규모를 극대화하게 된다. 외형규제가 각별히 심한 한국이나 일본의 금융업에서 ‘計數 經營’ 또는 ‘計數 競爭’의 문화가 오랫동안 자리잡아온 이유도 바로 금리규제와 진입 규제 때문이었다. 아울러 대기업 중심의 경제발전전략을 추구한 한국에서는 외형이 커야 정부로부터 특혜를 받기도 수월하며, ‘大馬는 不死’(too big to fail : TBTF)이기 때문에 구제금융으로 부도위기를 모면하기도 수월하다는 관념이 오랫동안 지배적이었다. 그러므로 외형위주의 양적 경영이 금융기관과 거의 모든 대기업들이 추구하는 경영 패러다임이었다.

그러나 가격이 자유화되고 진입장벽이 허물어지면서 저원가의 신참기업들이 가격경쟁을 유발하게 되면 외형극대화는 더 이상 지속가능한 경영 패러다임일 수가 없게 되었다. ‘외형 = 이윤’의 등식이 깨졌기 때문이다. 아울러 세계화, 개방화, 고객수준의 향상, 기술의 급변으로 경쟁이 치열해졌을 뿐만 아니라 경쟁의 양상과 차원(pattern and dimension)이 복잡 다기화되었다. 또한 투명한 기업경영에 대한 사회적 압력은 기업의 이해관계자 집단들간의 관계가 조화와 균형의 관계로 전환될 것을 요구하고 있다. 한마디로, 이제 양적 경영에서 질적 경영으로 전환하지 않는 기업은 생존하기가 어렵게 되었다.

그러면 질적 경영이란 무엇인가? 이에 대한 일반적이고 교과서적인 답은 수익성 위주의 경영, 이윤극대화의 경영이라 할 수 있다. 그러나 보다 구체적이고 현실적인 답은 가치기준의 경영이다. 여기서 價値란 기업이 보유하고 있는 자산으로 미래에 창출할 수 있는 모든 현금흐름의 현재가치(DCF : Discounted Cash Flow)를 말한다. 그리고 기업가치를 극대화하는 것은 주주의 富를 극대화하는 것과 동일하다.

#### 나) 價値基準經營(VALUE-BASED MANAGEMENT)으로 전환<sup>3)</sup>

기업가치의 극대화가 경영목표가 되어야 하는 이유는 두가지이다. 첫째, 기업가치는 경영성과의 최선의 尺度이다. 기업이 의사결정을 훌륭하게 하려면 우수한 정보를 많이 활용하여야 한다. 그런데 가치(Value)는 가장 우수하고 가장 완전한 정보를 이용하는 성과척도이다. 가치창출을 이해하려면 장기적인 관점을 가져야 하며, 손익계산서와 대차대조표 모두로부터의 현금흐름을 관리하여야 하고, 서로 다른 시점에서 발생하는 현금흐름을 위험조정기준으로 비교할 줄 알아야 한다.

가치는 모든 정보를 반영한다는 점에서 최선의 성과척도이다. 성과척도의 그 어떠한 대안도 가치와 같이 포괄적이고 기업의 시장가치와 상관관계가 높지는 않다. 당기순이익이나 주당순이익 또는 자기자본이익률(ROE)과 같은 성과척도는 회계적인 이익에 기초하기 때문에 임의성이 있다. 그러나 가치는 현금흐름에 기초하기 때문에 보다 분명하고 객관적인 척도이다. 아울러 이익이나 ROE는 1년 또는 몇 년간만을 보는 단기적인 성과척도이고, 리스크를 반영하지 않는 성과척도이다. 그러나 가치는 장기와 단기간의 trade-off, Risk와 Return간의 trade-off를 모두 반영하는 지표이다.

---

3. 가치기준경영(Value-Based Management : VBM)이란 기업가치극대화라는 재무이론에서의 기업목표를 새롭게 표현한 용어로서 경영관리의 관점에서 가치기준경영이 우월한 목표가 되는 이유에 대해서는 Copeland(1994)를 참조할 것.

둘째, 가치는 주주의 관점에서의 성과척도이지만, 가치극대화가 주주 이외의 여타 이해관계자의 이해와 상충되는 것은 아니다. 그 이유는 주주는 기업의 여러 이해관계자 집단들 중에서 자신의 이해를 도모함으로써 동시에 다른 이해관계자의 이해를 도모하는 유일한 이해관계자이기 때문이다. 종업원, 공급자, 고객 등의 이해관계자가 자신들 각각을 위한 최선의 의사결정을 내리기 위해서 다른 이해관계자들 모두의 이해를 고려할 필요는 없다. 그러나 주주는 '殘餘利益·財産'에 대한 청구권을 갖고 있기 때문에 자신들을 위한 최선의 의사결정을 하기 위해서는, 경영의 투명성이 전제되는 경우, 기업의 모든 이해관계자의 청구권을 고려하여야 한다. 왜냐하면 종업원이 만족하여야 생산성 향상도 가능하고 품질도 향상도 가능하며, 양질의 제품을 저렴하게 공급함으로써 고객도 만족시키고 감동시킬 수 있기 때문이다.

주주의 이해를 중시하는 가치기준의 경영 패러다임은 미국과 영국에서 가장 잘 수용되고 있다. 아울러 현대적인 재무이론과 그 이론에 바탕을 두고 있는 영미 기업의 재무관리는 가치를 가장 궁극적이고 측정 가능한 경영성과의 목표로 삼는다. 한편, 유럽과 일본의 기업들은 주주보다는 종업원의 이해를 더 중시하는 경향이 있기 때문에 가치기준의 경영 패러다임을 백안시하여 왔다. 그러나 유럽과 일본의 기업들의 경우에도 생산성 향상과 고용수준 및 주가상승간의 諸 상관계가 매우 높기 때문에 우수한 기업들은 암묵적으로 기업가치를 기준으로 경영되고 있다고 볼 수 있다. 한편, 이들 국가들의 경제성장과 생산성 향상속도는 둔화되고 미국과의 격차가 점점 더 벌어짐에 따라 많은 기업들이 생산성과 상관계가 높은 가치(Value)를 관리의 대상으로 하는 영미 기업들의 경영 패러다임에 눈을 돌리고 있다. 다시 말해서 비록 단기적인 안목에서는 주주와 종업원의 이해가 상충될 수도 있지만 장기적인 안목에서는 이들의 이해가 일치한다는 논리와 경험적 증거가 설득력을 얻어가고 있다. 결국 유럽과 일본의 기업들도 최근에는 주주의 富를 극대화하는 가치기준 경영시스템을 도입하고 있다. 이러한 새로운 추세를 반영하여 과거에는

주로 영미의 기업들만이 최고경영진에 대한 보상의 일환으로 시행하던 스톡옵션제도를 일본과 유럽의 기업들도 도입하고 있다.<sup>4)</sup>

### 3. 경영자 보상제도<sup>5)</sup>

경영자 보상제도 설계의 핵심은 주식지분을 갖고 있지 않는 전문경영자가 '주인의식'을 갖고 경영을 할 수 있도록 하는 것이다. 전문경영자가 '주인'은 아니지만 마치 '주인'이 경영을 하듯이 단기보다는 장기적인 안목을 갖고 경영을 하며, 무사안일보다는 적절한 수준의 위험부담을 하며, 불필요하게 기업자원을 낭비하지 않도록 보상시스템을 설계하는 것은 기업경영 하부구조의 중요한 한 부분이다.<sup>6)</sup> 이 절에서는 우선 매우 다양한 형태의 경영자 및 종업원 보상 제도를 운영하고 있는 미국기업의 장단기 보상수단을 먼저 소개한다. 이어서 장기보상수단의 하나인 스톡옵션의 여러 가지 유형과 스톡옵션제도의 장단점을 살펴본 후(Larcker(1983), Collins, Blackwell & Sinkey(1995) 참조), 스톡옵션을 포함한 주식연계형 보상체제의 이론적 배경과 그 효과에 대한 실증적 연구결과를 소개한다.

#### 1) 단기 보상제도

단기 보상제도는 기업의 장기적인 전략이나 투자 활동보다는 일상적이고 단기적으로 성과에 대하여 보상을 하는 것이다. 여기에는 봉급

---

4. 일본의 SONY社는 이미 변형된 형태의 경영자 스톡옵션제도를 시행하고 있으며, 최근에는 독일의 벤츠社도 경영자 스톡옵션제도를 도입하기로 결정하였다.

5. 여기서 논의하는 보상제도는 반드시 최고경영에만 해당되는 것이 아니라 종업원 일반에게까지 적용되는 보상제도도 있다.

6. 우리 나라의 경우 같은 전문경영자일지라도 은행과 같이 '주인'이 없는 기업의 전문경영자와 이른바 '주인'이 있는 재벌기업의 전문경영자는 경영행태와 패턴에서 커다란 차이를 보이고 있다. 그러므로 각각의 경우에 전문경영자에 대한 보상제도는 그 취지와 내용에서 차이를 보여야 할 것으로 생각된다. 이 글에서는 위의 중요한 차이를 무시하고 논의를 전개한다.

(salary), 보너스, 그리고 이익참여제도(profit-sharing plan) 등이 있다. 봉급은 고용인과 피고용인간의 가시적 또는 묵시적 계약에 의해 노동에 대한 대가로 받는 현금을 말한다. 보너스는 기업과 경영자간의 명시된 계약에 의거 어떠한 단기성과를 달성했을 때 지급되는 현금으로, 통상 성과 지표로 사용되는 것은 매출, 순이익, 주당순이익 등이다. 이익참여제도는 기업이 이익에 따라 경영자들을 위하여 현금을 적립하는 제도이다. 경영자가 이익참여제도에 참가하기 위하여 현금을 납부할 의무는 없으나 미국의 경우 상당수의 기업들이 경영자의 현금 기여를 허용하거나 의무로 하고 있다.<sup>7)</sup>

## 2) 장기 보상제도

장기 보상제도는 기업의 장기적이고 전략적인 측면에서의 성과에 중점을 둔 보상제도로 다음과 같은 종류가 있다.

### 가) 제한주식 지급(restricted common stock award)

매매에 대한 제한이 가해진 보통주를 증여하는 제도로, 종업원들은 원칙적으로 이러한 주식의 소유권을 이전하거나 매각할 수 없으며 매각 시는 중과세를 물게 된다. 그러나, 의결권을 행사할 수 있고, 배당을 받으며, 주식증서(stock certificate)를 소유할 수 있다. 임직원이 일정 기간 이상 기업에 근무하면 이러한 제한이 없어진다. 제한 기간이 끝나기 전에 임직원이 기업과의 관계를 종료하면 제한주식은 회수된다.

### 나) 주식 증여(common stock award)

종업원들에게 무상으로 회사의 주식을 증여하는 제도이다. 제한주식과는 달리 종업원들은 즉시 완전한 주식의 소유권을 획득한다.

---

7. 이 제도는 세제상의 혜택이 있는데 이를 위해서는 기업이 최소한 2년 동안 이익참여제도로부터의 현금 지급을 유보해야 한다. 이 기간 동안 이익참여제도에 들어가는 자금은 개인소득세가 면세되고, 기업은 비용이 발생된 해에 종업원 보상 경비로 세금 공제를 받을 수 있다.

#### 다) 스톡옵션(stock option grants)

주식을 지급하는 것이 아니고 주식을 취득할 수 있는 권리를 제공하는 것이다. 세금과 회계 처리상 세 가지 중요한 시점이 있는데, 옵션이 증여된 시점, 임직원이 옵션을 행사하는 시점, 옵션의 행사로 취득한 주식을 매도한 시점이다. 임직원은 옵션 제공시에 결정된 행사가격(exercise price 또는 option price)으로 행사시점에서 당해 기업의 주식을 매입할 수 있다. 일반적으로 5 내지 10년의 만기를 가지며 대체로 다음 두 가지 형태로 분류할 수 있다.

##### A. 비적격 스톡옵션(non-qualified stock options : NQSO)

여기서 비적격이란 세제상의 혜택을 받을 자격이 없다는 뜻이다. 왜냐하면 옵션의 행사시 임직원은 주가와 행사가격의 차이에 대해 세금을 내야 하며 일반소득(ordinary income)에 대한 높은 세율이 적용되기 때문이다. 기업은 임직원에 의해 옵션이 행사될 때 주가와 행사가격의 차이를 비용 처리함으로써 과세소득이 적어지게 된다. 주식의 취득 후 매각시는 매각시의 시가와 행사시점의 시가의 차이에 대해 자본이득세를 내게 된다.

##### B. 동기부여 스톡옵션(incentive stock options : ISO)<sup>8)</sup>

옵션을 행사하는 시점에서 시가와 행사가격의 차이에 대한 과세가 일어나지 않는다. 그러나 임직원은 옵션을 행사하여 취득한 주식을 매도할 때에 시가와 옵션의 행사가격의 차이에 대해 자본이득세(capital gains tax)를 부담해야 한다. 1986년 미국의 세법 개정 이전에는 자본이득세율이 일반소득세율보다 상당히 낮았으므로 비적격 스톡옵션에 비해 세금 혜택을 많이 받을 수 있었다. 그러나, 1986년의 세법 개정에서는 자본이

---

8. 이 연구의 제목에서 칭하는 인센티브 스톡옵션이란 인센티브를 높이기 위한 보상수단으로 스톡옵션을 지급하는 제도를 말하며, 미국에서 인센티브 스톡옵션이라고 할 때는 본문에 나타나 있듯이 특정한 조건을 충족하는 스톡옵션을 칭한다. 이 논문에서는 미국에서 인센티브 스톡옵션이라 칭하는 특정한 조건의 옵션을 편의상 동기부여 스톡옵션이라 번역하였다.

득과 일반소득의 세율이 동일해졌기 때문에 비적격 스톡옵션(NQSO)에 대한 세제상의 혜택이 감소되었다. 기업의 입장에서 볼 때는, 비적격 스톡옵션과는 달리, 임직원에 의해 옵션이 행사되더라도 주가의 상승 부분만큼을 비용 처리하지 못한다.

라) 주가상승보상권(stock appreciation rights; SARs)

통상 스톡옵션과 같이 제공되며, 임직원은 스톡옵션과 SAR 중에서 유리한 것을 선택할 수 있다. SAR의 제공 시점 이후 행사가격 이상으로 주가가 상승할 경우 그 차액만큼 보상을 받는 것이며 통상 상한선이 있다. 스톡옵션과는 달리 SAR을 행사하기 위해 실제로 주식을 구입할 필요가 없으므로 경영자들이 소유권보다 현금을 선호하는 경우에는 거래비용을 절감할 수 있고, 보상위원회의 결정에 따라 현금이나 주식, 또는 이들의 혼합 형태로 보상될 수 있다.

마) 가상주식(phantom stock)

비적격 스톡옵션에 연계되어 있지 않다는 점에서 SAR과 다르고 대체로 SAR과 비슷한 제도이다. 경영자에게 일정 수의 제한주식을 가상적으로 부여하고 제한 기간 후에 주가와 가상주식의 기준 가격의 차에 가상주식의 수를 곱한 금액을 산출하여 이를 현금으로 지급한다. SAR과 같이 실제로 주식을 살 필요가 없으므로 경영자들이 소유권보다 현금을 선호하는 경우에는 거래비용을 절감할 수 있다.

바) 배당단위(dividend units)

실제로 주식을 소유하지는 않으나 일정 수의 주식을 가상으로 임직원에게 배정하고, 제공된 주식의 수에 주당 배당금을 곱하여 계산한 보상액을 현금이나 주식으로 지불한다. 이러한 배당에 대한 권리는 상당히 오랜 기간 유효한데 예컨대 사망이나 85세 중 더 늦은 때까지도 유효하다.

사) 장부가치단위(book-value units)

이 제도는 주식의 시장가치에 의해 보상을 하는 경우 기업의 성과와는 관계없는 시장 전체의 움직임에 의해 주가가 결정될 수도 있다는 단점을 보완하기 위해 주식의 장부 가치에 의해 보상을 하는 것이다. 주식의 장부 가치는 변화가 적고 부드러운 상승세를 보이며 증가하는 것이 보통이다. 종업원은 기업의 주식을 시장가치가 아닌 장부 가치에 근거하여 구매하거나 또는 기업으로부터 무상으로 주식을 받는다.

아) 장기 동기부여 제도(long-term incentive plan)

이익참여제도와 비슷하나, 이 제도에 고용자가 기부한 전액 또는 부분 금액이 최소한 2년 이상의 기간동안 기금에 남아 있어야 한다는 점이 다르다.

자) 실적 지급 방식(performance plans)

주가에 근거한 보상이 아니라 회계적 성과 측정치에 근거한 보상 제도로, 성과단위(performance units)와 성과주식(performance shares)이 있으며 다음과 같은 절차를 통하여 시행된다.

첫째, 통상 3 내지 6년의 기간을 단위로 하는 보상 기간의 초기에 보상 위원회가 성과 목표(통상 주당순이익 성장률)를 설정한다. 둘째, 보상 기간 초기에 프로그램에 참가하는 각 임원에게 일정 수의 단위(units)나 주식(shares)을 할당한다. 셋째, 성과단위의 경우 각 단위에 주가와는 관계없는 고정된 가치(예를 들어 보상 기간 말의 주당 장부가액)가 부여된다. 성과주식의 경우 각 주식의 가치는 보상기간 마지막의 주가로 결정된다. 넷째, 임직원이 획득할 수 있는 단위나 주식의 수는 보상기간동안 목표 달성 정도에 의해 결정된다. 다섯째, 보상기간의 말에 현금이나 주식 또는 옵션으로 보상이 되는데 보상액은 (기간 초에 할당된 단위나 주식의 수) x (성과에 따라 획득한 단위나 주식의 비율) x (각 단위나 주식의 가치)이다.

이러한 여러 가지 보상제도는 각기 장·단점이 있는데, 단기 보상제도는 기업의 임직원, 특히 최고경영진이 장기적인 안목과 시야를 기지고 기업을 경영하도록 하기 위한 보상제도로는 적절하지 않다. 따라서, 기업의 장기 발전을 위해서는 전략적으로 경영자에 대한 장기적인 보상제도를 도입하여야 할 것인데, 장기보상제도는 크게 주식에 근거한 보상제도와 회계적 성과에 근거한 보상제도로 구분할 수 있겠다. 주식의 시장가치에 의해 보상을 하는 경우 기업의 성과와는 관계없는 시장 전체의 움직임에 의해 주가가 결정될 수도 있기 때문에 적절한 보상제도로서의 한계가 있는 것이 사실이다. 그러나, 회계적 기준치에 의해 보상을 하는 경우 이론적으로는 이러한 기준치들이 임직원의 노력의 결과를 반영한다고 볼 수 있을지 모르나, 실제로는 여러 가지 어려운 문제점들이 있다. 첫째, 회계적 기준치들이 실제 기업의 성과를 반영하는가에 대한 의문이다. 둘째, 영업성과를 반영하는 여러 가지 회계치들 중에서 어느 것을 평가의 기준으로 사용하는가 하는 문제이다. 셋째, 제도가 회계적 숫자에 근거하게 되면 회계 처리 방법을 변경하는 등의 방법을 사용하여 기준이 되는 숫자를 조작할 유인이 있게 된다. 따라서, 주식에 근거한 보상제도가 회계적 기준치에 의한 보상제도보다는 기업의 임직원에게 동기부여를 위해 더 적절하다고 보는 것이 일반적인 의견이다.

실제로 보상제도의 사용 빈도에 대한 실증 자료를 보면, 1994년 기준으로 미국내 상위 250개 기업들을 대상으로 조사한 결과, 스톡옵션, 제한주식, 성과주식, 성과단위, 주가상승보상권을 이용하는 기업들의 수가 각각 전체의 94%, 46%, 36%, 26%, 6%를 차지했다(The Top 250, Frederic W. Cook & Co., Inc, 1995). 따라서, 회계적 기준치에 의한 보상보다는 주식 가치에 의한 보상제도가 월등히 많이 이용되고 있다는 것을 알 수 있다. 특히, 스톡옵션제도는 거의 모든 기업들이 채택하고 있는데, 1984년에는 최고경영자(CEO)의 총보상액에서 스톡옵션이 차지한 비중이 20% 정도이었으나 점차 증가하여 1990년과 1993년에는 각각 35%와 30%로 증가하였다.(Yermack(1995)).

스톡옵션이 주식가치에 근거한 여타의 보상제도보다 보편적으로 사용 되는 이유로 다음과 같은 점들을 들 수 있겠다. 첫째, 주식을 직접 제공하는 대신에 주식을 매입할 수 있는 권리를 준다는 점이다. 따라서, 손해의 가능성은 제한되어 있고, 옵션으로부터 이득이 있을 때는 옵션을 행사하여 기초자산인 주식을 취득하여 기업의 성과에 참여할 수 있기 때문에 동기부여의 효과가 높다. 둘째, 스톡옵션과 비슷한 주가상승보상권과 비교해 볼 때, 주가상승보상권은 이를 행사하기 위해 실제로 주식을 살 필요가 없으므로 경영자들이 소유권보다 현금을 선호하는 경우에는 거래 비용을 절감할 수 있다는 이점이 있으나, 행사시점 이후에는 기업과 임직원들의 이해를 일치시키기 어렵다는 문제가 있다. 셋째, 동기부여 스톡 옵션의 경우에는 조세감면 등의 혜택이 있으므로 임직원에 대한 동기부여의 효과가 높다. 넷째, 여타 보상수단에 비해서 스톡옵션은 일반적으로 기업에 비용처리가 안되기 때문에 장부상의 순이익 규모를 중시하는 기업들에게는 유리한 보상수단이다. 다섯째, 지급되는 옵션을 행사할 수 있는 조건을 다양하게 설정할 수 있기 때문에 옵션을 받은 경영자의 행태를 바람직한 방향으로 유도하기가 수월하다.

### 3) 주식연계형 보상시스템에 대한 이론적 근거

주식연계형 보상수단(stock-based compensation)에 대한 이론적 근거는 대리인 이론(agency theory)이다. 기업의 소유와 경영이 분리되기 전에는 기업의 소유경영인은 자신의 부와 효용을 극대화시키기 위하여 노력하였다. 그러나, 근대 자본주의를 가능하게 한 소유와 경영의 분리는 기업에 여러 가지 대리인 관계를 형성시킴으로써 이로 인한 상당한 비용을 발생시켰다. 즉, 기업의 소유주가 아닌 경영자들은 그들의 전문지식과 기업의 자원을 이용하여 기업의 가치를 극대화시키기보다는, 자신들의 위치를 이용하여 기업의 성과나 생산성과는 관계가 낮은 소비를 많이 하거나(perquisite), 기업의 가치극대화를 위한 적극적인 경영보다는 자리(position)의 안정성을 더 추구하거나, 금전적 보상 외의 혜택, 권위, 기업

의 통제권을 증가시키는 등으로 자신들의 효용을 증가시킴으로써 주주들과 이해가 상충될 가능성이 많다(Jensen and Meckling(1976), Jensen(1986)).

이러한 경우, 소유주(주주, 고용인)와 경영자의 이해관계를 일치시켜 대리인 비용을 낮출 수 있는 여러 가지 방법을 생각할 수 있다. 가장 기본적인 경우는 만일 주주가 경영자의 행위와 이로 인한 결과를 완전히 알 수 있다면 경영자의 행위와 보상을 완벽히 연계시켜 파레토 효율적(Pareto-efficient)인 보상계약을 체결할 수 있을 것이다. 그러나, 일반적인 경우 주주가 경영자를 비롯한 임직원들의 행위와 그 행위의 결과로 나타나는 결과를 모두 다 관찰할 수는 없고, 또한 소유권의 분산으로 인해 어느 한 주주가 경영자를 감시하려 하는 동기가 매우 약하기 때문에, 경영자들은 주주의 부를 극대화하는 대신 자신들의 효용을 극대화하고자 하는 유인이 발생된다(moral hazard). 따라서, 고용인이 완전한 정보를 이용한 완전한 감시(monitoring)을 할 수 없으므로 차선의 해결책(second-best solution)을 찾아야 한다.

우선 생각할 수 있는 해결책은 만일 비용을 들여 경영자의 행위와 그 행위의 결과를 완전히 알 수 있다면 주주는 이에 근거하여 성실한 경영자에게는 보상을 하고 불성실한 경영자는 징계하는 고용 내지 보상계약(forcing contract)을 체결할 수 있을 것이다(Townsend(1979)). 그러나, 일반적인 경우 완전한 정보를 얻는다는 것은 거의 불가능하거나 또는 매우 높은 비용의 지출을 요구한다. 따라서, 일반 기업들은 완전한 정보에 근거한 감시보다는 불완전한 정보에 근거한 감시를 채택하게 되는데, 이러한 불완전한 감시가 과연 효과적인지, 또는 특정의 불완전한 감시가 어떤 상황에서 효과적인지에 대한 연구가 진행되어 왔다(예를 들어, Holmstrom(1978), Harris와 Raviv(1979)).

현재 기업에서 채택하고 있는 보상체제도 불완전한 감시(imperfect

monitoring)로부터의 결과라고 볼 수 있는데, Jensen과 Meckling(1976), Harris와 Raviv(1979), Holmstrom(1979)은 경영자의 보상체계를 기업의 성과와 연계시키면 대리인 문제가 상당 부분 해결될 수 있다고 주장한다. 또한, Jensen과 Murphy(1990a)는 현금보다는 주식에 연계한 보상체계가 경영자들에게 기업의 가치를 증가시키도록 동기를 부여한다고 주장한다. 그러나, 주식에 연계된 보상은 행위의 결과가 정확히 주가에 반영되지 않고 시장 전체의 움직임에 의해 영향을 받을 수도 있기 때문에 경영자에게 과도한 위험부담을 지울 수도 있다(deviation from perfect risk sharing)는 문제점이 있다(Holmstrom(1978)). 또한, Harris와 Raviv(1979)는 경영진은 위험을 적게 부담하는 보상체계를 원하므로 비슷한 수준의 보상이라면 주식에 연계된 보상보다는 고정된 현금 보상을 선호한다고 주장한다. 그러나, 기업이 현금 보상을 실시한다면 경영자들은 그들의 보상에 대한 위험을 줄이기 위하여 기업위험을 줄이는 경영을 할 것이며, 이러한 경영은 기업의 가치를 감소시키는 결과를 가져올 수도 있다(Jensen과 Meckling(1976)). 이 경우, 경영자에 대한 위험부담을 줄여 주면서 동기부여를 하는 방안으로 직접 주식을 주기보다는 스톡옵션을 주는 방안을 생각할 수 있다. 스톡옵션은 임원과 종업원들에게 자사 주식을 일정 기간 내에 일정 행사가격으로 살 수 있는 선택권을 줌으로써 임직원이 지는 과도한 위험부담을 경감시킬 수 있다. 또한, 기업의 성과가 임직원의 부와 직결되고 옵션을 행사하기 전 최소 고용연수 등의 제한을 두기 때문에 대리인 문제를 상당히 해결할 수 있고, 임직원들에게 주인의식을 고취하여 열심히 일할 동기 제공한다(Haugen과 Senbet(1981)).

이와 같은 대리인 비용(agency costs)의 감소 효과 이외에도, 제도의 운용에 따라서는 기업이나 임원들의 세금이 경감되는 효과를 가져올 수 있다. 따라서 세후 보상액이 감소되지 않으면서도 임직원에 대한 봉급과 보상으로 지출되는 비용이 감소될 수 있게 되며, 따라서 주주에게 배당되는 이익이 많아진다. 또는, 총보상액이 줄지 않는다면 상대적으로 세후

보상액이 많아지므로 유능한 경영자를 선발할 수 있고 이직율을 낮춤으로써 기업에 상당한 득이 된다.

그러나, 스톡옵션제도의 시행이 기존 주주들의 지분을 희석시키고 경영자에 대한 보상을 지나치게 증가시킴으로써 주주들에게 해를 줄 수 있다는 주장도 있다. 그 이유는 주가가 상승하는 것은 경영자의 노력보다는 시장 전체가 상승했기 때문일 수도 있기 때문이다. 사실 미국에서는 주주들이 경영자들에 대한 과도한 보상에 대해 회사를 상대로 소송을 거는 경우도 있다. 또한, 부채를 가지고 있는 기업의 경우, 주주지분은 기업의 자산에 대해 콜옵션을 가지고 있는 것과 유사하기 때문에 스톡옵션을 행사하여 자사의 주식을 취득한 경영자들은 주주지분의 가치를 증가시키기 위하여 위험성이 높은 투자안에 투자하려는 경향을 보일 수도 있다(Myers(1977), Haugen과 Senbet(1981)).

#### 4) 스톡옵션의 효과에 대한 실증적 결과

스톡옵션제도의 시행효과에 대한 실증적 연구가 지금까지 여러 가지 측면에서 다양하게 이루어져 왔는데 이에 대한 개괄적인 결과를 살펴보기로 한다. 일반적으로 성과에 연계된 경영자보상과 주식수익률 사이에는 정의 관계가 있고(Murphy(1985), Agrawal, Makhija & Mandelker (1991)), 경영자 보상체계에 대한 관리 감독은 기업의 성과를 증대시키는 것으로 나타났다(Tosi와 Gomez-Mejia(1994)). 특히, 스톡옵션과 같이 장기적인 성과에 대한 보상제도가 도입될 경우 주식시장에서 주가가 상승하는 결과를 보이고 있으며(Brickley, Bhagat & Lease(1985), DeFusco, Johnson & Zorn(1990)), 최근 약 40년간의 기간을 대상으로 분석한 결과, 기업의 성과와 보상제도는 시간이 지남에 따라 점점 더 밀접한 상관관계를 갖는 것으로 나타났는데 이는 주로 스톡옵션과 같은 장기보상제도에 의한 것이다(Boschen과 Smith(1995)). Larcker(1983)는 성과급제도 도입 이후 기업의 자본투자(capital investment)가 증가하였음을 보이고 있다.

주식에 근거한 보상제도를 도입한다는 것은 경영자들이 더욱 많은 지분을 가지게 된다는 것인데, 이론적으로 볼 때 이러한 제도를 도입하는 것은 자본시장에서 경영자가 기업의 장래에 대해 낙관적이라는 신호로 작용한다(signalling)고도 볼 수 있다(Leland와 Pyle(1977)). 실증검증의 결과 Mehran(1995)는 기업의 성과는 경영진이 보유하고 있는 지분의 크기와 주가에 연계된 보상의 비중이 높을 때 더 증가한다는 것을 보이고 있다. 또한, Miller(1995)는 경영자 보상과 기업의 성과는 선형적인 관계가 아니고 비선형적인 정의 관계를 가지고 있다고 보고하고 있다.

규제가 많은 산업과 그렇지 않은 산업 사이의 경영자에 대한 보상체계는 상당한 차이를 보인다. 보상과 성과 사이에 상관관계가 높은 경영자보상 체계는 유능한 경영자가 저절로 회사에 남게 되는 환경을 조성하는데, 규제가 약한 산업일수록 보상과 성과 사이의 상관관계가 높으며, 경영자는 고정급보다 성과급에 비중이 더 많은 보상체계하에서 활동한다. 이러한 보상체계는 유능한 경영자들이 경쟁적인 환경에서 좀 더 많은 보상을 얻을 수 있도록 하며, 그들의 보상체계에 있어 스톡옵션의 비중이 상당히 높다(Jensen과 Murphy(1990b)).

스톡옵션제도를 포함한 장기보상제도의 시행이 아무런 결과를 가져오지 않거나 또는 부정적인 결과를 초래한다는 연구들도 있다. Yermack(1995)은 1984-1991년 기간에 792개 미국 기업을 대상으로 분석한 결과, 스톡옵션이 대리인 비용을 감소시키는 효과가 없다고 보고하고 있다. Jensen과 Murphy(1990a)는 미국 기업들이 경영자에게 동기부여를 할 수 있을 만큼 충분한 보상을 해주지 못하고 있으며 따라서 실증결과가 대리인 비용 감소 이론과 일관성이 없음을 지적했다. DeFusco, Zorn, & Johnson(1991)은 스톡옵션제도를 채택한 이후 기업들의 연구개발비가 줄어들어 투자기회가 오히려 줄었고, 경영자의 비생산적 낭비(perquisites)가 증가했다고 보고하고 있다.

스톡옵션제도가 기업에 미치는 좀 더 구체적인 영향에 대한 연구들도 있다. 먼저, 스톡옵션은 또 다른 대리인 비용, 즉 지분의 옵션과 같은 성격 때문에 경영자들은 과도히 위험한 투자대안을 선택할 여지가 있다는 데 착안한 연구들이 있다. 예를 들어, Agrawal과 Mandelker(1987)는 중역들의 보상체계에 옵션 부분의 비중이 많은 기업들은 더 위험한 투자를 선택하는 경향을 보였다고 보고하고 있으며, DeFusco, Johnson & Zorn(1990)은 스톡옵션제도의 도입 이후 기업의 지분에 대한 변동성이 증가했고, 스톡옵션제도가 도입된 때 기업의 부채의 가치가 감소함으로써 채권자로부터 주주들로의 富의 移轉이 있었다고 보고하고 있다. 또한, Lambert, Lanen & Larcker(1989)는 스톡옵션의 가치는 기업의 배당금에 반비례한다는 데 착안하여 스톡옵션제도를 채택한 기업들을 분석한 결과 기대배당보다 실제배당이 줄었음을 발견하였다.

스톡옵션과 세금과의 관계를 중점적으로 분석한 연구들도 다수 있다. 먼저, 스톡옵션이 기업과 임직원의 이해를 일치시키는 측면보다는, 순수히 봉급만 지급하는 것보다 봉급과 스톡옵션을 포함한 보상체계가 기업과 중역들에 대한 세금을 줄일 수 있도록 해주기 때문에 스톡옵션을 사용한다는 연구결과가 있다. Hite & Long(1982)은 1970년대 초기 적격옵션으로부터 비적격옵션으로 이행한 것이 세금효과때문이라는 것을 실증적으로 보이고 있으며, Long(1992)은 역사적으로 볼 때 스톡옵션은 동기 부여보다는 절세효과를 위해 사용되어 왔다는 것을 보이고 있다. Matsunaga(1995), Matsunaga, Shevlin & Shores(1992)는 스톡옵션제도가 조세감면 효과와 재무보고 비용을 함께 고려하여 결정된다는 것을 보이고 있다. 즉, 임직원이 스톡옵션을 행사하면 비적격옵션의 경우 임직원의 이득에 상당 하는 부분을 비용 처리하게 되는데, 이 경우 기업의 과세소득이 적어진다는 이점과 당기 순이익이 감소됨으로써 나타나는 불리점이 있게 된다. 따라서, 보고할 이익이 많은 기업일수록 스톡옵션제도를 많이 사용하게 되는데 이들의 실증결과는 이러한 예측을 지지하고 있다.

대체로 이러한 실증연구의 결과를 종합해 보면, 대체로 스톡옵션제도의 시행은 주주와 임직원들간의 이해의 일치를 통하여 또는 절세를 통하여 기업의 가치를 증대시키는 것을 알 수 있다. 기업가치의 증대에 기여하는가의 여부에서 좀 더 구체적으로 들어가면 기업들은 스톡옵션제도를 운용하는데 있어 그 기업의 특성에 따라 여러 가지 차원에서 문제를 검토한다는 것을 알 수 있다.

#### 4. 미국의 스톡옵션제도

스톡옵션제도가 가장 잘 발달되어 있는 나라는 미국이다. 따라서, 미국에서 스톡옵션제도가 역사적으로 발전해 온 경위와 스톡옵션이 회계 및 세무상 어떻게 처리되고 있는지를 살펴보는 것은 스톡옵션제도의 도입을 고려하고 있는 우리의 입장에서 도입의 가능성과 문제점을 도출하는데 도움이 될 것이다(Long(1992) 참조).

##### 1) 발달 과정

스톡옵션제도가 미국에서 1920년대에 최초로 도입되었는데, 그 후 여러 가지 사회, 경제, 정치적인 요인, 그 중에서도 세금제도의 변화에 따라 다양한 형태로 발전되어 왔다. 당시 개인소득세가 1차세계대전경부터 도입되었고, 소득 그리고 소득 중에서도 일반소득(ordinary income)과 자본이득(capital gains)에 대한 세금 부과는 처음이었기 때문에 스톡옵션에 대한 세제가 불분명한 상태였다. 그러나, 실질적으로 미국세청(IRS)은 1923년부터 1939년의 기간동안 옵션행사일 당시의 시장가격과 옵션행사 가격의 차이는 일반소득으로 취급하였다. 그러나, 1937년 Palmer v. Commissioner 케이스에서 미연방 대법원이 신주인수권(warrants)으로부터의 이득은 일반소득으로 과세할 수 없다고 판시함에 따라, 1939년 스톡 옵션에 대한 세제도 이러한 재판부의 결정에 따르게 되었다. 즉, 만일 스톡옵션이 노동에 대한 대가로 발행되었을 경우는 이로부터의 이득이

일반소득으로 간주되나, 경영자의 소유권을 증가시킬 목적으로 스톡옵션이 발행되었을 경우에는 자본이득으로 과세된다는 것이다. 다시 말해서, 과세목적상 일반소득으로 분류되면 경영자가 옵션을 행사한 시점의 시장가격과 옵션의 행사가격의 차이에 상당한 금액에 대해서 경영자는 일반소득세를 부담하고 회사는 소득공제가 가능한 경비로 처리할 수 있다. 반면에, 자본소득으로 간주되면 옵션의 발행 시점 또는 행사시점에서는 어떠한 세금 결과도 나타나지 않고, 단지 경영자가 보유 주식을 매각했을 경우 당시 시가와 옵션의 행사가격의 차이에 대해 자본소득세를 납부하게 된다.

1945년 이러한 세제에 대한 견해가 반복되는데 Commissioner v. Smith 케이스에서 연방 법원은 모든 스톡옵션으로부터의 소득은 일종의 보수이기 때문에 일반소득과 같이 취급하여야 한다고 결정했다. 따라서, 옵션이 행사되었을 때의 주식의 시장가격과 행사가격의 차이는 일반소득으로 간주되고, 기업은 그 차액만큼 세금공제를 받게 되었다. 이러한 세제는 제한옵션(restricted options), 적격옵션(qualified options), 동기부여옵션(incentive options)과 같은 법정옵션(statutory options)을 제외한 모든 경우의 비법정옵션(non-statutory option)에 적용되고 있다. 법정옵션은 각자 세금 처리를 위한 구체적인 법이 마련되어 있는 옵션들인데, 이들의 경우 기업에 대한 세금 공제가 없다. 법정옵션들의 발생 원인과 세금 처리를 살펴보면 다음과 같다.

#### 가) 제한옵션(restricted options)

1950년 당시 법정 최고 세율은 91%로 중역들에 대한 봉급 인상이 거의 무의미해짐에 따라 미국의 대기업들은 경영자들의 소유 지분을 늘릴 필요성과 그에 따른 세제상의 혜택을 의회에 요청하게 되었다. 이에 따라 1950년의 세제개편(Revenue Act of 1950)에 의해 제한옵션(restricted options)이 생겨나게 되었는데 이는 1950년대와 1960년대 초기까지 가장 많이 사용되는 봉급 이외의 보상 방법이었다. 제한옵션으로 분류되기 위

해서는 다음과 같은 세제상 최소한의 조건을 충족시켜야 하는데, 그 조건들은 옵션의 행사가격이 발행시 공정주가의 최소한 85% 이상일 것, 사망시 피상속자에 대한 증여 이외에는 일체의 소유권 이전이 불가능할 것, 증여이 회사를 떠날 때는 3개월 이내에 행사할 것, 옵션의 행사로 기업전체주식의 10% 이상을 소유하는 것이 불가능할 것, 옵션을 행사하기 전에 최소한 18개월 이상을 보유할 것 등이다. 이후 1954년에는 최고 10년 만기 조항이 삽입되었으며, 증여이 10% 이상의 주식을 보유하고 있을 경우, 행사가격이 공정시장가의 110%이상인 경우에는 제한옵션발행을 허가하는 것으로 개정되었다.<sup>9)</sup>

9. 이러한 조건들을 충족시키고 옵션을 행사하여 주식을 취득한 후 6개월 이상 보유하다가 매도하게 되면, 옵션의 행사가격에 따라 다음의 두 경우로 과세 처리된다. 첫째, 옵션의 행사가격이 발행시 주가의 95% 이상인 경우, 자본소득을 계산하기 위한 기준(basis)은 구매가이며, 장기자본소득으로 과세된다. 둘째, 옵션의 행사가격이 발행시 주가의 85%에서 95% 사이일 경우에는 다음과 같이 과세된다. 1) '주식 매각시의 공정시장가와 주식의 구매가의 차이'와 2) '옵션부여 시점의 공정주가와 주식의 구매가와 의 차이' 중에서 최소치를 일반소득으로 간주하며, 더 이상의 자본소득이 있을 경우 이 최소치를 원래의 행사가격과 합산하여 자본소득을 계산하기 위한 새로운 기준을 구한다.

예를 들어, 1954년 1월 3일 증여 A는 행사가격이 공정시장가격의 95%인 옵션을, 증여 B는 85%인 옵션을 받았는데, 당시 주식의 시장가격이 \$100이었다고 하자. 이 경우 두 옵션은 옵션의 행사가격이 최소한 85%이상이어야 한다는 규정을 만족한다. 만일 1956년 1월 22일 옵션이 행사되었다면, 행사일 까지 최소한 18개월 이상 옵션을 소유하고 있어야 한다는 조항을 만족시키며, 이 때는 아무런 세금 효과가 나타나지 않는다. 다음해인 1957년 1월 12일 옵션을 행사함으로써 받은 주식을 \$120에 매각했다면, 증여 A와 B의 세금 처리는 다음과 같이 된다. 일반소득에 대한 세율이 75%, 자본소득에 대한 세율을 25%로 가정한다. A에게는 1957년 주식 매각시에  $\$120 - 95 = \$25$ 의 자본소득이 발생되며 세후 소득은  $\$25 \times (1 - 0.25) = \$18.75$ 가 된다. B는 먼저 일반소득을 계산해야 하는데 1) '주식 매각시 공정 시장가 - 주식의 구매가'인  $\$120 - 85 = \$35$  와 2) '옵션부여 시점의 공정주가 - 주식의 구매가'인  $\$100 - 85 = \$15$  중의 최소치는 \$15가 된다. 다음으로 자본소득을 계산해야 하는데 주식 매각시의 가격인 \$120과 과세기준인 \$100의 차이인 \$20이 된다. 따라서, B의 세후소득은  $\$15 \times (1 - 0.75) + \$20 \times (1 - 0.25) = \$18.75$ 로 A의 경우와 같게 된다. 따라서, 발행주식가격이 공정주식가격의 85%에서 95% 사이의 옵션은 세율이 낮은 자본소득을 일반소득으로 바꾼 결과가 되므로 위의 예에서 공정가격의 85%에 발행된 제한옵션은 95%에

나) 적격옵션(qualified options)

1962년 그간 사용되어 왔던 제한옵션에 대신하여 생긴 것으로 제한옵션에 비해 다음과 같은 조건의 변화가 있었다. 옵션의 행사가격이 옵션 발행시 공정주가와 같아야 하며, 최대 만기를 10년에서 5년으로 단축하였으며, 주식의 최대 허용 소유지분을 10%에서 5%로 낮추었다. 적격옵션은 1972년 세법 개정(The 1972 Tax Bill)이 세금선호항목(tax preference items)을 설정함으로써 법정옵션의 세제상의 이점이 없어짐에 따라 점차 소멸되었다.

다) 동기부여옵션(incentive stock options; ISO)

1980년 도입되어 1986년에 제거된 제도로 동기부여 스톡옵션으로 분류되기 위해서는 다음의 모든 조건들을 만족시켜야 한다(Harvard Business School Case # 9-386-090, Matsunaga(1995) 참조)

- ① 옵션 프로그램의 채택 이전 또는 이후 12개월 안에 주주들의 승인이 있어야 한다. 옵션 프로그램에 배당될 총 주식수와 옵션을 받을 수 있는 종업원의 자격이 명시되어야 한다.
- ② 옵션 프로그램을 채택한 시점 또는 프로그램에 대한 주주 승인 시점 중 빠른 시점으로부터 10년 이내에 옵션이 제공되어야 한다.
- ③ 옵션의 최대 기간이 10년이다.
- ④ 옵션의 제공시 공정시장가격 또는 믿을 만한 가치 평가 방법에 의한 가격으로 행사가격이 결정되어야 한다.
- ⑤ 수혜자 사망의 경우를 제외하고는 양도가 불가능하다.
- ⑥ 옵션제공시점을 기준으로 당해 기업에 대해 10%이상의 투표권(voting power) 소유자는 행사가격이 공정시장가격의 110% 이상이어야 하며, 동시에 옵션의 최대 기간은 5년으로 한정된다.
- ⑦ 이미 제공된 ISO가 행사되지 않고 남아 있을 경우, 새로운 옵션은 행사될 수 없다(sequential exercise).

---

발행된 옵션보다 열등한 대안이 되는 것이다.

⑧ 옵션 제공으로 인한 주식의 공정시장가격이 연간 \$100,000 + 비사용분 이월액(unused limit carryover)보다 작아야 한다. 연속 3년 이월이 가능한 비사용분 이월액은 다음과 같이 정의된다.

$1/2 * (100,000 - 1980년 이후 제공된 ISO로부터의 주식의 공정시장가격).$

⑨ 옵션의 제공 시점부터 최소한 행사 전 3개월까지는 당해 기업이나 관계된 기업에 고용된 상태이어야 한다.

## 2) 회계 및 세금 처리

### 가) 스톡옵션 발행기업의 회계 및 세금 처리

스톡옵션은 회계상 보상비용의 인식을 필요로 하지 않는 비보상적 스톡옵션(non-compensatory stock options)과 보상비용의 인식을 필요로 하는 보상적 스톡옵션(compensatory stock options)으로 나눌 수 있다(현대중급회계, 김성기(1996), pp840-850 참조).

#### A. 비보상적 스톡옵션

비보상적 스톡옵션은 종업원들에게 정규 급여 이외의 추가적인 보상을 제공하는 것이 아니라, 단지 이들이 신주를 구입할 수 있도록 허용해 줌으로써 지주종업원층을 확산시키고 그들로 하여금 주인의식을 갖도록 하는데 목적이 있다. 따라서, 회사에는 추가적인 보상 비용이 발생하지 않는다. 우리 나라에서도 우리사주조합이 결성되어 있는 기업에서는 신주 발행시 발행 총수의 20%를 종업원에게 배정하고 있는데 이는 비보상적 스톡옵션제도와 유사한 것이다. 미국의 일반적으로 인정된 회계원칙에서는 다음의 네 가지를 모두 만족하는 것만을 비보상적 스톡옵션으로 분류하고 있다.

- ① 일정한 자격 조건을 갖춘 모든 종업원에게 스톡옵션이 부여된 경우
- ② 일정한 자격 조건을 갖춘 모든 종업원에게 스톡옵션이 균등 배분된

경우 또는 각 종업원의 급료를 기준으로 비례 배분된 경우

③ 스톡옵션의 행사가능 기간이 1년 이내의 단기간으로 한정된 경우

④ 스톡옵션의 행사가격이 기존 주주들에의 신주발행가액보다 현저하게 낮지 않은 경우

비보상적 스톡옵션을 제공하기로 한 기업의 회계처리를 보면, 이사회 의 결정시점에서는 아무런 회계처리를 하지 않고, 종업원이 권리를 행사한 시점에서 통상적인 신주발행과 동일하게 분개를 한다.

#### B. 보상적 스톡옵션

최고경영자를 포함한 중역이나 또는 특별한 성과를 달성한 일부 종업원들에게 정규 급료 이외에 추가적인 보상을 제공할 목적으로 이들에게 주식의 시가보다 현저히 낮은 가격으로 주식을 구입할 수 있는 권리를 부여하는 경우로 위의 비보상적 스톡옵션의 네 가지 조건 중 어느 한 가지라도 충족되지 않은 경우 보상적 스톡옵션으로 분류한다. 미국에서는 1995년까지 종업원에게 주식에 연계된 보상을 할 때 내부가치법(intrinsic value based method)을 많이 사용하였다. 이에 의하면 총보상액은 권리 부여일이나 또는 다른 측정일(measurement date)을 기준으로 한 시장가액과 행사가격의 차이에 제공할 주식수를 곱하여 결정된다. 즉, '총보상액 = (주식의 시가 - 행사가격) x 제공할 주식수' 이다. 그리고, 총보상액을 종업원의 서비스 제공 기간동안에 걸쳐 배분하여 매기의 비용으로 인식하는 회계처리를 한다.

그러나, 최근 미국 재무회계기준위원회가 마련한 재무회계기준 No. 123(Statement of Financial Accounting Standards No. 123, October 1995)은 1995년 12월 15일 이후부터는 공정가치법(fair value based method)을 사용하도록 권장하고 있다. 공정가치법에 의하면 총보상액은 보상가치에 근거하여 권리 부여일(grant date)에 측정되고 종업원의 서비스 제공 기간(통상 종업원이 최초로 권리를 행사할 수 있는 시점까지의

기간(vesting period)과 같다)에 걸쳐 비용으로 인식된다. 스톡옵션의 경우 공정가치는 권리부여일의 주식가격, 행사가격, 스톡옵션의 평균수명, 기초자산인 주식의 변동성(volatility), 기대배당액, 옵션의 기대수명과 상응하는 기간의 무위험이자율 등을 고려하여 블랙-숄즈 모형(Black-Scholes model)이나 이항가격결정모형(binomial model)과 같은 옵션가격결정모형(option-pricing model)을 이용하여 결정한다.

구체적으로 본다면, 권리부여일 시점에서 볼 때, 권리행사 가능일까지 발생할 총보상비용은 권리부여일의 스톡옵션의 공정가치에 실제로 권리가 행사될 옵션 수를 곱하여 계산한다. 그러나, 실제로 권리가 행사될 스톡옵션의 수는 권리부여일 시점에서는 확실히 알 수 없으므로 총보상액을 확정적으로 결정할 수 없다. 그러나, 이러한 경우에도 발생주의원칙에 따라 권리부여일로부터 측정일까지의 기간동안 다음과 같은 방법으로 계산한 보상비용을 매기의 비용으로 계상하여야 한다.

첫째, 제 1기에 스톡옵션의 가치를 구하고, 종업원이 실제로 권리를 행사하리라고 예상되는 스톡옵션의 수의 추정치를 구해서 총보상액의 추정치를 구한다. 둘째, 위에서 구한 총보상액 추정치를 서비스 기간으로 나누어 제 1기의 보상비용을 계산한다. 셋째, 제 2 기 이후에는 다시 종업원이 권리를 행사하리라고 예상되는 스톡옵션의 수를 추정하여(이 추정치가 달라질 수 있음) 총보상액 추정치를 구한 후, 이 총보상액 추정치에서 당기 이전에 계상했던 비용을 차감한 잔액을 잔존 서비스 기간으로 나누어 매기의 보상비용을 계산한다. 넷째, 이러한 절차를 권리행사일까지 매기말 반복한다. 결과적으로 이러한 과정에 의해 권리부여일로부터 권리행사일까지의 기간동안 각 기말마다 기존의 추정치와 차이가 발생하면 새로운 추정치로 기존의 추정치를 대체하는 것이다.(구체적인 예는 부록 A를 참조할 것.)

## 나) 스톡옵션 수혜자의 세금 처리

스톡옵션 수혜자의 세금 처리를 검토하기 위해서는 세 가지 중요한 시간상의 시점을 고려해야 한다. 즉, 옵션의 제공시점, 옵션의 행사시점, 옵션의 행사로 취득한 주식의 매도시점이다. 통상의 스톡옵션의 경우 옵션의 제공시점과 행사시점 사이에 1-5년간의 제한 기간을 두거나, 또는 매년 일정 비율로 제한을 해제하기도 한다. 옵션의 행사시점에서는 과세 기준가격(basis)가 바뀌고 보유기간이 새로 시작되며, 장기자본이득으로 분류되기 위해서는 최소기간 조건을 만족시켜야 한다.(구체적인 예는 부록 B를 참조할 것.)

부록 B의 예에서 자세히 보여주고 있듯이 동기부여 스톡옵션은 다른 비법정옵션의 경우에 비해 세금을 적게 낸다. 그 이유는 동기부여 스톡옵션의 경우 주식의 매각시 주식의 시장가격과 행사가격의 차이에 대해 장기양도차액에 대한 세율로 과세가 되기 때문이다. 1986년 전까지는 미국의 세법상 장기양도소득의 경우 일반소득보다 훨씬 낮은 세율을 적용 받았다. 그러나, 1986년 세법 개정(The Tax Reform of 1986)으로 인하여 장기양도차액과 일반소득 간의 세율이 같아짐으로써 사실상 장기양도차액에 대한 이점이 없어졌으며, 따라서 동기부여 스톡옵션의 비법정옵션에 대한 우위점이 사라졌다고 볼 수 있다.

## 5. 국내 기업들의 스톡옵션 이용 사례

우리 나라에서는 인센티브 스톡옵션제도의 도입을 검토하고 있는 기업은 있으나 아직 스톡옵션제도를 도입하고 있는 예가 순수한 한국기업에는 없다. 그러나 스톡옵션제도를 시행하고 있는 외국기업이 국내에 진출하여 설립한 단독기업 또는 합작기업의 경우에는 해외 본사의 스톡옵션제도를 한국의 기업에도 적용하고 있는 예가 있다. 이하에서는 이러한 기업들의 스톡옵션제도를 살펴본다.

## 1) 한국듀폰(주)의 Global Sharing<sup>10)</sup>

다국적 기업인 E. I. DuPont사는 1991년 2월 15일 전 세계 53개 회사 136,000명의 직원에게 주당 \$38.25의 행사가격으로 듀폰의 보통주 100주를 살 수 있는 옵션을 지급하였다. 이 프로그램의 취지 및 내용을 살펴본다.

### 가) 취 지

인재를 소중히 여긴다. 모든 직원들에게 회사의 주식을 소유할 수 있는 기회를 지급하여 회사에 대한 주인의식을 높인다. 목표를 추구하기 위해 필요한 업무활동 및 경쟁력을 계속 향상시키고 이로 인한 성과를 共有한다.

### 나) 운영과 관리

운영과 관리에 대한 전반적인 책임은 보상위원회에서 맡는다. 보상위원회는 듀폰의 사외이사들로 구성되어 있다. 스톡옵션과 관련된 모든 거래는 미국의 메릴린치(Merrill Lynch) 본점에서 대행해 주고 거래내역 보고서를 송부해 준다.

### 다) 내 용

옵션지급일은 1991년 2월 15일, 최초의 옵션행사 가능일은 1992년 2월 15일, 최종 옵션 행사일은 2001년 2월 14일이다. 따라서, 옵션기간(옵션이 유효한 기간)은 지급일로부터 10년간이고, 1992년 2월 15일 이후 9년 이내에 옵션을 행사하여야 하며, 행사되지 않은 옵션은 회수된다. 옵션가격, 즉 옵션의 행사가격은 옵션지급일에 뉴욕증권거래소(NYSE)에서

---

10. DuPont Shares 참조.

거래된 듀폰 보통주의 최고가와 최저가의 평균인 \$38.25로 결정되었는데, 옵션을 100주에 대해 일시에 행사할 수도 있고, 10주 단위(거래 단위)로 나누어 행사할 수도 있다. 옵션을 행사하는 직원에게 발행되는 주식은 신규로 발행되는 주식이며, 주식의 액면이 분할되면 옵션의 숫자와 행사 가격도 조정된다.

옵션을 행사하여 주식을 매입하는 방법에는 현금을 사용하거나 현금을 사용하지 않는 두 가지 방법이 있다. 주식을 현금으로 매입하는 경우는 다음과 같은 과정을 밟는다. 1) 옵션을 행사하여 취득하고자 하는 주식의 수에 행사가격을 곱한 금액을 현금거래신청서와 함께 메릴린치사에 송금한다. 수표와 거래신청서가 메릴린치에 도착하는 날이 행사일이 된다. 2) 듀폰으로부터 신청한 수만큼의 주식을 매입한다. 현금을 사용하지 않고 매입하는 절차는 다음과 같다. 1) 현금없이 옵션을 행사하기 위한 신청서를 제출한다. 2) 듀폰으로부터 신청한 수만큼의 주식을 매입한다. 이 때, 행사금액을 지불하는데 필요한 자금을 마련하기 위해 위탁구좌를 통해 시가로 주식을 매각한다. 따라서, 구좌에는 주식을 현금으로 매입하는 경우보다 적은 수의 주식이 남아 있게 될 것이다. 그러나, 수입과 순이익은 어떤 방법을 사용하든 같게 된다. 당시 내국인의 해외증권에 대한 투자가 규제되어 있던 관계로, 한국 듀폰은 현금없이 행사하는 방법을 사용하였다.

#### 라) 세금 관련 사항

주식 옵션이 지급되는 시점에서는 세금과 아무런 관련이 없다. 그러나 옵션을 행사할 때에는 실제 옵션을 행사하는 날의 종가와 옵션 행사 가격과의 차액(세금공제전 이익)이 종업원 개인의 소득으로 간주되어 당해 연도 근로소득 정산시 소득 금액에 가산하여 회사가 원천징수한다. 옵션을 행사하여 보유하고 있던 주식을 팔아서 남은 소득(주식 처분 소득)에 대해서는 비과세이다. 기업의 입장에서 볼 때 모회사인 미국

DuPont이 한국 듀폰에게 주식의 시가와 행사가격의 차이를 청구한다. 따라서, 한국 듀폰은 옵션행사시 종업원에게 발생한 이득을 비용처리하고 그로 인해 회사에게는 과세소득이 감소한다.

마) 행사기간에 대한 규정

- ① 지급일로부터 10년 내에 행사하여야 한다.
- ② 직원이 정년퇴임할 경우 옵션은 잔여기간동안 유효하다.
- ③ 가입 직원이 개인과실이 아닌 다른 이유로 퇴사할 경우 지급된 옵션은 3개월 동안 유효하지만, 만일 옵션 잔여 기간이 3개월 미만일 경우에는 짧은 기간을 적용한다.
- ④ 개인과실로 인한 퇴사인 경우, 지급된 옵션은 퇴사전에 행사하여야 한다.
- ⑤ 가입 대상 직원이나 정년 퇴직자가 사망할 경우, 사망일로부터 2년 이내에 유산관리인이나 집행인이 옵션을 행사해야 한다. 옵션 잔여 기간이 2년 미만일 경우에는 짧은 기간을 적용한다.
- ⑥ 가입 대상 직원이 휴직을 인정받을 경우, 휴직 기간 동안에도 옵션행사가 가능하다.

바) 제한 사항

- ① 옵션에 대해서는 유치권을 행사할 수 없고, 옵션에 대해 담보, 저당 또는 위탁 등이 설정된 경우 모두 무효로 간주한다.
- ② 옵션은 양도가 불가능하다.
- ③ 옵션을 행사하기 전까지 의무보유기간의 조건을 충족해야 하는 데, 의무보유기간은 대부분의 경우 1년이고, 퇴직이나 사망 또는 조업 단축으로 인한 사직 등으로 인해 더 이상 프로그램에 가입할 수 없을 때에는 의무보유기간이 9개월이다.
- ④ 옵션을 행사하기 전에 이 프로그램의 관리회사인 메릴린치에 위탁

구조를 개설해야 하는데, 구조를 개설하려면 신규구조신청서를 작성하여 메릴린치 미국 사무소로 보내야 한다.

## 2). 대용릴리 제약주식회사의 Global Shares<sup>11)</sup>

다국적 기업인 Eli Lilly 회사는 1995년 10월 16일 전 세계 24,000명의 직원에게 주당 \$93.63의 옵션가로 Lilly사의 보통주 100주를 살 수 있는 옵션을 지급하였다. 이후 1995년 11월 15일 2:1로 주식분할이 이루어져 주당 \$46.82의 옵션가로 보통주 200주를 살 수 있는 옵션으로 변경되었다. 이 프로그램의 취지 및 내용을 살펴본다.

### 가) 취 지

모든 직원들에게 회사의 주식을 소유할 수 있는 기회를 지급하여 회사에 대한 주인의식을 높인다. 유능한 직원을 유치하고 직원들이 주주의 부를 높이기 위해서 노력하도록 한다.

### 나) 운영과 관리

운영과 관리에 대한 전반적인 책임은 기업의 이사회에서 선출한 인사담당 부사장이 맡는데 다음과 같은 업무를 수행한다.

- ① 당해 계획을 해석(interpret)한다.
- ② 계획의 수행을 위한 규정을 마련한다.
- ③ 종업원 중에서 옵션을 받을 사람들을 선정한다.
- ④ 옵션계획에 의하여 발행될 주식의 수를 결정한다.
- ⑤ 옵션의 형식과 조건을 승인한다.
- ⑥ 주식에 대한 공정시장가격(fair market value)을 결정한다.

---

11. 대용릴리 *Global Shares* 참조.

⑦ 1996년 4월 1일부터 스톡옵션과 관련된 모든 거래는 미국의 메릴린치 (Merrill Lynch) 본점에서 대행하며, 기타 옵션계획에 영향을 주는 사태의 발생시 조정을 담당한다.

#### 다) 내 용

원래의 옵션지급일은 1995년 10월 16일인데, 제도가 실제 효과를 갖기 시작한 것은 2 대 1로 주식을 분할한 1995년 11월 15일이었다. 최초에는 100주를 살 수 있는 권리가 지급되었으나 주식분할 관계로 200주를 살 수 있는 권리가 지급된 셈이며, 주식분할에 따라 관련 사항들이 모두 조정되었다. 특별한 경우를 제외하고는, 최초의 옵션행사 가능일 (Commencement Date)은 1998년 10월 16일, 최종 옵션 행사일 (Termination Date)는 2005년 10월 14일이다. 따라서, 옵션기간(옵션이 유효한 기간)은 지급일로부터 10년간이며, 이 중 행사제한기간(vesting period)은 옵션지급일로부터 3년이고, 행사가능기간(Option Exercise Period)인 1998년 10월 16일 이후의 7년이며, 행사되지 않은 옵션은 회수된다. 옵션의 행사가격은 원래 \$93.63이었으나 주식분할 이후 \$46.82로 조정되었다. 행사방법에 따라 옵션을 200주에 대해 일시에 행사할 수도 있고, 25주 단위로 나누어 행사할 수도 있다. 스톡옵션제도를 위하여 직원에게 발행된 신주의 수는 주식분할 후를 기준으로 총 12,000,000주 이다.

옵션을 행사하여 주식을 매입하는 방법에는 현금을 사용하거나(Cash Payment) 현금을 사용하지 않는(Cashless Exercise) 두 가지 방법이 있는데, 현금을 사용하지 않는 방법 중에도 주식을 보유하는 방법과 현금을 받는 방법으로 나누어 진다. 주식을 현금으로 매입하는 경우 옵션행사자는 200주를 일시에 매입할 수도 있고, 25주 단위로 나누어 부분매입을 할 수도 있는데 옵션매입가와 관련세금을 현금으로 지급하여야 한다. 현금을 사용하지 않고 매입하는 경우에는 200주를 일시에 구입하여야 하는데,

취득한 200주 중에서 행사가격과 관련세금에 해당되는 액수만큼의 주식을 매각하고 나머지를 받게 되며, 이 나머지에 대한 처리에 두 가지 방법이 있다. 하나는 나머지 주식을 보유하는 방법(Cashless Exercise/Hold Stock)이고 다른 하나는 나머지 주식을 처분하여 현금으로 받는 방법(Cashless Exercise/Sell Balance)이다.

#### 라) 세금 관련 사항

주식 옵션이 지급되는 시점에서는 세금과 아무런 관련이 없다. 옵션을 행사할 때에는 실제 옵션을 행사하는 날의 시가와 옵션 행사가격과의 차액(세금공제전 이익)이 종업원 개인의 소득에 해당하므로 해당 종업원은 소득세를 납부한다. 옵션을 행사하여 보유하고 있던 주식을 매각해서 남은 소득(주식 처분 소득)에 대해서는 비과세이다. 기업의 입장에서 볼 때 이 계획의 스톡옵션은 비적격스톡옵션이므로 종업원의 이득에 해당하는 부분을 비용처리한다.

#### 마) 행사기간에 대한 규정

- ① 지급일로부터 10년 내에 행사하여야 한다.
- ② 직원이 정년퇴임할 경우 옵션은 퇴임 후 5년동안 유효하다.
- ③ 가입 직원이 사망, 정년퇴임, 또는 불구 등이 아닌 다른 이유로 회사를 그만둘 경우 회사의 고용인 신분인 마지막 날에 즉시 옵션이 효력을 잃는다.
- ④ 가입 대상 직원이거나 정년 퇴직자가 사망할 경우, 사망일로부터 5년 이내에 유산관리인이나 집행인이 옵션을 행사해야 한다. 옵션 잔여 기간이 5년 미만일 경우에는 빠른 쪽을 적용한다.
- ⑤ 가입 대상 직원이 휴직을 인정받을 경우, 휴직 기간 동안에도 옵션행사가 가능하다.

## 바) 제한 사항

- ① 옵션은 양도가 불가능하다.
- ② 옵션을 행사하기 전까지 의무적인 보유기간의 요건을 충족하여야 하는데, 의무보유기간은 대부분의 경우 3년이고, 퇴직이나 사망 또는 신체적으로 불구가 되는 경우 등으로 인한 사직으로 인해 더 이상 프로그램에 가입할 수 없을 때에는 1996년 7월 1일까지 옵션을 의무적으로 보유하여야 한다.
- ③ 옵션을 행사하기 전에 이 프로그램의 관리회사인 메릴린치에 위탁구조를 개설해야 하는데, 구조를 개설하려면 신규구조신청서를 작성하여 메릴린치 미국 사무소로 보내야 한다.
- ④ 현재 옵션을 받는다고 해서 미래에도 받는다는 보장은 없다.

## 3) 한국 Hewlett Packard(주)의 스톡옵션제도<sup>12)</sup>

사원들의 공로에 대한 장기적인 보상으로, 매년 전 세계 HP 직원의 10%씩 회사에 공헌이 큰 사원과 고위경영자에게 주어진다. 이 프로그램의 취지 및 내용을 살펴본다.

### 가) 취 지

우수한 인재에게 경제적 이익을 제공하여 유능한 종업원을 확보하고 유지한다. 모든 직원들에게 회사의 주식을 소유할 수 있는 기회를 지급하여 회사에 대한 주인의식을 높인다.

### 나) 운영과 관리

제반 행정처리는 이사회가 구성하는 각 프로그램별 스톡옵션위원회

---

12. Hewlett Packard의 스톡옵션제도는 대한상공회의소 자료를 참조.

(Stock Option Committee)가 감독하는데, 위원회의 위원은 이사회가 임명하며 회사의 장기 인센티브계획이나 보상의 유형 및 조건 등 옵션의 시작에서부터 종결에 이르기까지 모든 업무를 관장한다.

#### 다) 내 용

한국 HP사의 Functional Management Team에서 수혜자를 추천하면 Group/Sector Management, Management Council, Executive Committee에서 모든 추천자를 검토하고 HP 이사회에서 최종 결정하여 개인에게 통보한다. 옵션을 행사하여 주식을 매입하는 방법에는 사원이 직접 현금을 이용하여 주식을 매입하는 방법과 현금을 이용하지 않고 지정된 옵션 가격과 시장가격과의 차액을 받는 두 가지 방법(Foreign Stock Appreciation Rights ; FASAR)이 있다. 우리나라에서는 외환관리 규제 때문에 FSAR을 시행하고 있다.

#### 라) 세금 관련 사항

주식 옵션이 지급되는 시점에서는 세금과 아무런 관련이 없다. 옵션을 행사할 때에는 실제 옵션을 행사하는 날의 종가와 옵션 행사가격과의 차액(세금공제전 이익)이 종업원 개인의 소득에 해당하므로 당해 연도에 소득세를 내야 한다. 우리나라 기업의 입장에서 볼 때 종업원이 주식을 취득하는 것이 아니고 차액을 받기 때문에 차액에 해당하는 부분을 비용처리한다.

#### 마) 행사기간에 대한 규정

- ① 지급일로부터 10년 내에 행사하여야 한다.
- ② 가입 직원이 정년퇴임하거나 여타의 이유로 업무를 수행할 수 없게 된 경우 적격옵션은 퇴직일 이후 3개월, 비적격 스톡옵션은 퇴직

일 이후 3년 동안 유효하다.

③ 가입 대상 직원이나 정년 퇴직자가 사망할 경우, 사망일로부터 1년 이내에 유산관리인이나 지정수령인이 옵션을 행사해야 한다.

④ 가입 대상 직원이 휴직을 인정받을 경우, 휴직 기간 동안에도 옵션행사가 가능하다.

#### 바) 제한 사항

① 옵션의 행사로 취득한 주식에 대해서는 일정기간 동안 매각할 수 없도록 유예기간을 둔다.

② 옵션의 양도는 불가능하다.

③ FSAR의 행사는 주식을 받은 날로부터 1년이 경과한 후부터 할 수 있으며 매년 옵션의 25%를 행사할 수 있다.

④ 행사된 옵션이 타인의 명의로 등록되어 있으면 적격옵션의 기능을 상실하여 일반소득세를 납부하여야 한다.

## 6. 국내 도입 방안 및 고려사항

### 1) 도입 방안

스톡옵션제도를 도입함에 있어 우선적으로 다음과 같은 점들을 고려해야 할 것이다. 첫째, 스톡옵션제도는 기업의 경쟁력을 강화하기 위한 방법이므로 장기적 안목에서 문제를 다루어야 하며, 도입 및 시행에 관계된 제반 의사결정을 기업의 자율에 맡기고, 정부는 기업들이 이와 같은 제도를 효과적으로 도입할 수 있도록 법과 제도적인 측면을 정비하는 등 전체적인 환경과 틀을 마련해 주는데 주력해야 할 것이다. 둘째, 갑작스런 제도의 도입으로 인한 부작용을 막기 위해서는 전면적인 도입보다는 우리의 제도와 경제, 사회적인 기업 환경을 감안하면서 점차적으로 도입하는 것이 바람직 할 것이다. 셋째, 새로운 제도를 도입할 때에는 물론 긍정적인 면을 평가하여 도입하겠으나, 제도의 도입으로 인한 부정적인 면도 아울러 고려해야 할 것이다. 특히, 법이나 제도를 개정함에 있어서도 제도가 악용될 수 있는 소지를 최대한 줄여야 할 것이다. 따라서, 다음에서는 이러한 점을 고려하여 가능한 한 현행법의 테두리 안에서 최소한의 법 개정만으로 스톡옵션제도를 도입하는 방안을 검토한다(현대중급회계(1996), 주식이동에 관한 세무(1995), 대법전 참조).

스톡옵션을 국내에서 시행할 때 기본적으로 고려해야 할 점은 우선 임직원이 옵션의 행사시 제공할 회사의 주식이 마련되어 있어야 한다는 것이다. 두 가지 방안을 생각할 수 있는데, 먼저 신주를 발행하는 방법이 있고, 기업이 자사주를 보유하는 방법이 있다.

#### 가) 신주를 발행하는 방안

미국의 스톡옵션제도상의 옵션은 실제로 시장에서 거래되는 옵션이 아니고 종업원이 권리를 행사할 때 기업이 부가적으로 자기 회사의 주식

을 발행해야 하기 때문에 신주인수권이라고 볼 수 있다. 이의 논의에 앞서 먼저 신주인수권(stock rights)과 주식인수보증권(stock warrants)을 구별하는 것이 필요하다. 기업이 신주를 발행하고자 할 때에는 기존 주주들에게 그들의 지분 비율에 따라 신주를 우선적으로 매입할 수 있는 권리를 지급하는데 이를 신주인수권(stock rights)이라 한다. 신주인수권은 통상적으로 비교적 단기간 내에 행사되어 주식을 매입하는데 사용되지만 행사기간 내에 타인에게 매각될 수도 있다. 주식인수보증권(stock warrants)은 일정한 권리행사 기간에 미리 약정된 가격으로 일정한 수의 주식을 구입할 수 있는 권리를 나타내는 증서이며 제 3자에게도 발행 가능하다. 현행 기업회계기준과 상법의 신주인수권부사채에 대한 규정에서의 신주인수권은 주식인수보증권을 말하는 것이다.

신주인수권은 원칙적으로 기존 주주들에게 무상으로 발행되는 것이나 이 원칙을 철저히 고수하면 종업원은 신주 발행 이전에 자사주식을 별도로 구입함으로써 주주의 자격을 획득해 놓고 있어야 하며, 또한 신주가 자신에게 배정된 경우에는 이것도 역시 구입하여야 한다. 따라서, 이러한 이종의 주식구입자금은 경제적으로 큰 부담이 될 수 있다. 이에 대한 해결책으로 상법 제418조에 의하여 정관에 정함이 있는 경우에 한하여 제3자에게 신주인수권을 지급할 수 있다는 점을 생각해 볼 수 있다. 제3자의 범위는 구체적으로(종업원, 임원 등) 설정하여야 하며 주식청약서 작성시 기재하여야 한다(상법 제420조 5).

현행법상 신주인수권을 임직원들에게 지급하는 또다른 방법으로 실권주를 이용하는 방법이 있다. 즉, 상장법인이 유상증자를 함에 있어서 기존 주주들이 신주를 배정 받을 수 있는 권리의 전부 또는 일부를 포기했을 때, 그 포기한 신주(실권주)에 대한 인수권을 이사회 결의에 의하여 임직원에게 배정하는 것이다. 또는 우리사주조합을 통하여 신주인수권을 지급할 수 있다. 즉, 상장회사 또는 공개하고자 하는 법인이 증권거래법 제 8 조의 규정에 의해 주식을 모집 또는 매출하는 경우에 당해 법

인의 우리사주조합원은 모집 또는 매출하는 주식 총수의 20% 범위 안에서 우선적으로 주식을 배정 받을 권리가 있다(자본시장 육성에 관한 법률 17①). 그러나, 이러한 방안은 현행법상 기업의 임원에게는 신주인수권을 지급할 수 없다는 단점이 있다. 우리사주조합은 당해 법인의 모든 종업원을 가입 대상으로 하는데(자본시장 육성에 관한 법률 2①) 이 종업원의 정의에서 기업의 임원은 제외되기 때문이다(자본시장 육성에 관한 법률 2②). 따라서, 앞으로 우리사주조합원의 자격에 스톡옵션제도의 시행에 관련해서 임원들도 조건부로 포함시키는 방안을 고려할 수 있겠으나, 현행법상 규정으로 임원을 제외한 취지를 신중히 검토하여 득실을 따져 본 후에 결정하여야 할 것이다.

신주인수권부사채를 이용할 수도 있는 바 이에는 분리형과 비분리형이 있다. 이 경우의 신주인수권은 사실상은 주식인수보증권(stock warrants)이다. 분리형 신주인수권부사채는 채권에는 사채권만을 표시하고, 이와 별도로 신주인수권을 표시하는 증권을 발행하여 사채권과 신주인수권을 분리하여 양도할 수 있게 한 것이고, 비분리형 신주인수권부사채는 사채권과 신주인수권을 함께 표시하는 하나의 채권을 발행하여 사채권과 신주인수권을 분리하여 양도할 수 없게 한 것이다. 현행 우리나라 상법은 제516조의 2 제 2 항 제 4 호 및 제516조의 5에서 분리형·비분리형 양자 모두 발행할 수 있도록 규정하고 있으므로, 분리형 신주인수권부사채를 발행하여 스톡옵션과 같은 효과를 달성할 수도 있을 것이다. 그러나, 현행 사채의 발행조건 등에 관한 기준에서는 신주인수권증권을 발행하지 않도록 함으로써 비분리형으로 정하고 있다. 따라서, 스톡옵션제도의 도입을 위하여는 이에 대한 고려가 필요할 것이다. 이러한 제도는 현재 일본의 SONY사가 도입하여 시행 중인데, 신주인수권부사채를 발행하여 신주인수권을 떼어 내어 회사의 임직원에게 제공하는 형태를 취하고 있다.

그러나, 현재 우리나라 증권시장에서는 신주인수권이나 신주인수권부

사채가 활성화되어 있지 않은 실정이다. 따라서, 스톡옵션제도를 도입하는데 있어서도 적지 않은 장애요인으로 작용할 수도 있는 바, 그 이유는 기존 주주들이 신주가 발행되면 자신들의 부가 감소된다는 생각을 가지고 있기 때문이다. 스톡옵션제도의 취지 자체가 주주와 임직원의 이해를 일치시켜 주주의 부를 극대화시키려 하는 제도이므로 이러한 점을 널리 홍보하여 기존주주들의 스톡옵션에 대한 이해를 높여야 할 것이다.

#### 나) 자사주를 보유하는 방안

기업이 자사주를 보유하고 있다가 임직원의 옵션의 행사시 자사주를 제공하는 방법이다. 현행 상법상 회사는 특별한 경우를 제외하고는 자기의 계산으로 자기의 주식을 취득하지 못하도록 규정되어 있다(상법 341조). 이는 회사가 주식을 재취득하게 되면 자본의 충실을 기하기 어렵게 될 우려가 있고, 회사가 기관으로서 투자 행위를 하면서 주가를 조작할 우려가 있기 때문이다. 그러나, 다음과 같은 경우 기업은 자기주식을 취득할 수 있다.

첫째, 현행 상법상 자기주식을 취득하더라도 이로 인한 폐단이 없는 경우에는 예외적으로 자기주식의 취득을 허용하고 있다(상법 341조). 주식 소각의 경우, 합병·영업양수의 경우, 권리의 실행을 위한 경우, 단주 처리를 위해 필요한 경우가 이에 해당한다.

둘째, 상장법인이 기업 매수에 대처하고 임직원에게 우리사주·공로주를 지급할 수 있도록 1994.1.5자 법률 제 4701호로 증권거래법 제 189조의 2가 신설되었으며, 이 신설 규정은 1994.4.1부터 시행되었다. 이에 의하면 상장법인은 유가증권 시장을 통하여 일정한 범위 내에서 당해 법인의 명의로 계산으로 자기주식을 취득할 수 있다. 이와 관련하여 증권관리위원회가 제정한 '상장법인의 자기주식 취득 신고 등에 관한 규정'이 있다.

셋째, 증권거래법상 주주가 매수청구권을 행사하는 경우에는 기업의 자기주식 취득이 인정된다(증권거래법 제191조(주주의 매수청구권)). 즉, 상장법인이 상법 제374조(영업양도.양수.임대 등) 및 동법 제522조(합병계약서와 그 승인의결)에서 규정하는 의결 사항에 관하여 이사회에서 결의를 했을 때, 그 결의에 반대하는 주주는 당해 법인에 대하여 자기가 소유하고 있는 주식의 매수를 청구할 수 있다. 이 경우 해당 주주는 주주총회 전에 당해 법인에 대하여 서면으로 그 결의에 반대하는 의사를 통지하여야 하며, 총회의 의결일로부터 20일 이내에 주식의 종류와 수를 기재하여 서면으로 주식 매수를 청구하여야 한다.

넷째, 자기주식에 대한 법정 취득 사유에 해당되지 않을지라도 증여. 유증 등에 의하여 무상으로 자기주식을 취득할 수 있다.

따라서, 주식 옵션 제도를 시행하기 위한 방법으로 자기주식의 취득은 일단 현행법 하에서 가능하다. 그러나, 증권거래법 제 189조의 2에 의하여 취득주식수가 발행 주식 총수의 10%이내에서 대통령령이 정하는 비율에 해당하는 주식수로 제한되어 있는데, 그리고 대통령령이 정하는 비율은 발행 주식 총수의 5%이다(증권거래법 시행령 84의 2①). 스톡옵션의 도입 초기에는 이러한 제한이 문제가 되지 않을 수도 있으나, 앞으로 스톡옵션의 활용이 빈번해지면 이에 대한 조정이 필요할 수도 있을 것이다.

자사주를 이용하는데 있어 또다른 문제는 회사가 자기주식을 보유할 수 있는 기간인데, 스톡옵션의 취지상 주주와 종업원의 이해를 일치시키기 위해서는 제도의 시행 기간이 장기이어야 한다. 이를 위하여서는, 기업이 자기주식을 상당한 기간 보유할 수 있어야 하나, 상법은 자기주식의 취득으로 인한 폐단이 없는 예외의 경우로 자기주식을 취득한 경우(상법 341조), 취득 후 지체없이 주식 실효의 절차를 밟아야 하거나, 상당한 시

기에 이를 처분하여야 한다고 규정하고 있다(상법 342조).

자기주식을 보유할 수 있는 최대 기간은 현행법상 1년인데, 상장법인이 상법 제341조 제2호(합병·영업양수의 경우) 내지 제4호(단주의 처리를 위해 필요한 경우)의 규정에 의하여 취득한 자기주식을 우리사주조합원에게 상여금·퇴직금 기타 대통령령이 정하는 용도로 지급하기 위하여 보유하는 경우에는 상법 제342조의 규정에도 불구하고 취득일로부터 1년간 이를 보유할 수 있다(자본시장 육성에 관한 법률 18①). 여기서, 대통령령이 정하는 용도라 함은 당해 법인에 공로가 있는 우리사주조합원에게 지급하는 상여금, 당해 법인의 발행주식을 일정 기간 이상 보유하는 우리사주조합원에게 지급하는 장려금을 말한다(자본시장 육성에 관한 법률 시행령 19). 또한, 이러한 용도로 자기주식을 보유하고자 하는 경우에는 이사회 결의가 있어야 한다(자본시장 육성에 관한 법률 18②). 또다른 경우로, 주주의 매수청구권 행사에 의하여 상장법인이 주식을 매입한 때에도 당해 주식을 매수한 날로부터 1년까지 그 주식을 보유할 수 있다.

따라서, 현행법 하에서 자사주를 이용하여 스톡옵션제도를 시행하기 위해서는 옵션의 행사가 가능한 시점부터 1년간만 옵션행사가 가능하다는 단점이 있다. 그러나 옵션의 행사가 가능한 시점부터 자사주를 매입하였다가 1년내에 처분하고 다시 매입하는 절차를 밟는다면 만기가 긴 옵션을 지급할 수도 있을 것이다. 그러나 이러한 편법적인 방법은 번잡하고 복잡한 세금 및 회계처리의 문제를 수반한다는 단점이 있다.

## 2) 회계 및 세금 처리

스톡옵션제도의 도입시 기업의 회계처리가 중요한 과제가 될 것이다. 회계처리 방안은 신주인수권을 활용하는 경우와 자사주를 활용하는 경우에 차이가 있을 것이다. (각각의 경우의 구체적인 회계처리의 예는 부록 C.를 참조할 것.) 스톡옵션제도를 시행하기 위해 신주인수권이나 자사주

를 사용하는 경우 부록의 내용을 통해서 알 수 있듯이 우리 나라에서는 발행이나 행사시 발생하는 이익이나 손실을 손익계산서상의 손익으로 인식하지 않고 자본계정을 조정하므로 아무런 과세 효과가 나타나지 않는다. 그러나, 이러한 회계처리는 초기에 스톡옵션제도를 도입하기 위하여 신주인수권이나 자사주를 사용할 때의 회계 처리이고, 앞으로 스톡옵션제도의 시행이 성공적으로 도입되려면 스톡옵션제도에 대한 회계처리 기준이 별도로 마련되어야 할 것이다. 미국의 경우를 보면, 스톡옵션관련 보상의 비용처리에 대해 많은 논란이 있어 왔으나, 최근 미국 재무회계기준 위원회는 재무회계기준 No. 123(Statement of Financial Accounting Standards No. 123, October 1995)에서 이를 공정가치법(fair value based method)에 근거하여 비용처리하도록 권고하고 있다. 즉, 권리부여일(grant date)을 기준으로 옵션가격결정모형으로 추정된 총보상액을 종업원의 서비스 제공 기간에 걸쳐 비용으로 인식하는 것이다.

또한, 미국의 경우 동기부여 스톡옵션의 경우에는 기업이 스톡옵션의 시행으로 인한 보상액을 비용 처리하지 않으나, 비법정스톡옵션의 경우는 비용 처리하고 있다. 그 이유는 동기부여 스톡옵션은 옵션의 행사가격이 발행시 주식의 시가보다 낮을 수 없도록 함으로써 보상의 성격이 약하기 때문이다. 우리의 입장에서는 스톡옵션제도의 도입시 보상적 동기의 옵션과 비보상적 동기의 옵션을 구분할 필요는 있겠으나, 그 이상의 세부적인 사항들은 미국의 제도를 그대로 도입하기보다는 우리의 현실을 고려하여 마련하는 것이 바람직할 것이다.

이제 세금처리의 내용을 살펴보자. 미국의 경우 스톡옵션제도를 보면 동기부여 스톡옵션의 경우 옵션의 발행시점과 행사시점에서는 아무런 세금이 발생하지 않고, 옵션의 행사로 취득한 주식의 매도시점에서 주식의 시장가격과 행사가격의 차이만큼을 과세 처리한다. 비법정옵션의 경우에는, 객관적으로 행사 시점에서 공정가격을 알 수 있는지의 여부에 따라 과세처리가 달라진다. 첫째, 행사시기에 대한 제한이 있고 옵션의 제공

시에는 행사시점의 주식의 공정시장가격을 알 수 없으나 행사시에는 주식의 공정가격을 알 수 있는 경우에는, 옵션의 행사시점에서 주식의 시가와 행사가격의 차이에 대해 과세를 하고 추후 주식의 매도 시점에서는 매도시의 시가와 행사시의 시가와와의 차이를 자본이득으로 간주하여 양도세를 부과한다. 둘째, 행사시기에 대한 제한이 있고, 옵션의 행사시에도 주식의 공정가격을 알 수 없는 경우에는 취득한 주식을 매도하는 시점에서 매도가와 행사가격의 차이를 일반소득으로 간주하여 과세를 한다. 셋째, 스톡옵션의 제공시에 행사시기에 대한 제한이 없고 옵션의 공정시장가격을 알 수 있는 경우에는 옵션지급일에 옵션의 가치를 소득으로 보아 과세하고, 추후 옵션을 행사하여 취득한 주식을 매각할 때는 매도시 시가와 옵션의 가격에 행사가격을 더한 합의 차이를 자본소득으로 간주하여 양도세를 부과한다.

우리의 경우 스톡옵션제도의 일환으로 신주인수권을 사용할 때 과세할 수 있는 현행 세법상의 방법으로는, 인수한 신주를 추후에 매도할 경우 매도시의 시장가격과 인수했을 때의 장부가격의 차이를 처분이익으로 처리하여 과세하는 것을 생각할 수 있다. 즉, 한국증권거래소에 비상장된 주식 또는 출자지분으로서 대통령령이 정하는 것의 양도로 인하여 발생하는 소득은 과세 대상이며(소득세법 제94조) 양도소득과세표준의 20%(대통령령이 정하는 중소기업의 주식 또는 출자지분의 경우에는 10%)를 납세해야 한다(소득세법 제104조). 그러나, 부동산 과다 보유 법인의 주식에 해당되지 않는 상장주식은 양도세 과세에서 제외되므로 결국 기업이 스톡옵션 제도의 시행을 위해 신주인수권을 이용한다면 상장기업의 임직원은 아무런 세금을 내지 않게 되므로 상장회사의 경우 옵션제도의 시행에 유리하게 작용할 수 있다.

그러나, 비상장 기업의 경우에도 다음의 경우에는 비과세 처분된다. 즉, 중소기업창업투자회사가 중소기업창업지원법에 의한 창업자에게 출자한 주식 또는 지분을 양도하는 경우, 또는 신기술사업금융회사가 신기술

사업금융지원에 관한 법률에 의한 신기술 사업자에게 출자한 주식 또는 지분을 양도함으로써 발생하는 양도차익에 대하여는 법인세를 부과하지 않는다(조세감면규제법 제12조). 그리고, 중소기업창업투자회사 또는 신기술사업금융회사에 직접 출자함으로써 취득한 주식 또는 출자지분, 중소기업창업지원법에 의한 중소기업창업투자조합이 창업자에게 직접 출자함으로써 취득한 주식 또는 출자지분, 신기술사업금융지원에 관한 법률에 의한 신기술사업투자조합이 신기술사업자에게 직접 출자함으로써 취득한 주식 또는 출자지분 등을 양도하는 경우에도 현행 소득세법 제 23조 제 1 항 제 4 호의 규정(비상장주식의 양도소득 과세)을 적용하지 않는다(조세감면규제법 제 13조).

따라서, 신주인수권을 사용하여 스톡옵션제도를 시행할 경우, 신주인수권을 받은 임직원들이 전혀 세금을 내지 않거나 내더라도 20%의 낮은 세율이 적용되므로 스톡옵션제도를 시행하는데 유리한 점으로 작용할 수 있다. 또한, 주주들에게 지급된 신주인수권은 그것의 양도가 가능하나, 제3자에게 지급된 신주인수권은 양도가 불가능하다고 해석해야 하기 때문에 기업과 종업원간의 이해관계의 일치라는 점에서도 장점이 있다고 볼 수 있다. 실제로, 스톡옵션제도를 시행하기 위하여 신주인수권을 사용할 때 기업의 임직원인 제3자의 신주인수권의 양도에 관하여는 현행 상법상 아무 규정을 두고 있지 않다. 그러나, 제3자에 대한 신주인수권의 지급은 이의 환가를 목적으로 인정될 수 없고, 제3자와 회사간의 특별한 관계를 고려하여 이루어지는 것이므로, 제3자의 신주인수권의 양도는 이사회의 결의로도 인정될 수 없다고 보아야 할 것이다(이광재(1995)). 그러나, 스톡옵션제도의 도입을 위해서는 위와 같은 조세상의 이점이 유리하게 작용할 수 있으나, 잘못하면 세금을 내지 않기 위한 편법으로 사용될 가능성도 배제할 수 없다.

기업의 임직원에게 신주인수권을 지급하는 두 번째의 방법으로 법인의 기존 주주가 신주를 배정 받을 수 있는 권리를 포기할 때 그 포기한

실권주에 대한 신주인수권을 이사회 결의에 의하여 임직원에게 배정하는 방법이 있다. 이러한 경우 당해 주주와 임직원간에는 상속세법상 특수 관계가 성립되지 않더라도 상속세법 제34조의 제1항 제1호의 증여의 제 문제가 발생하게 된다. 신주 발행 후 1주당 평가가액과 1주당 인수가액의 차이에 대하여 증여세를 납부해야 하며, 따라서 이러한 세제상의 불이익 때문에 스톡옵션제도를 시행하기 위한 좋은 방법은 아니라고 판단된다.

현행법상 기업의 임원에게는 신주인수권을 지급할 수 없으나 그 이외의 종업원에게 신주인수권을 지급하는 방법으로 우리사주조합을 이용하는 방안을 생각할 수 있다(자본시장 육성에 관한 법률 시행령 2②). 이는 정부가 우리사주조합에 대하여는 세법이 정하는 바에 따라 세제상의 지원을 할 수 있으므로 스톡옵션제도의 도입을 위한 좋은 방안이라 볼 수 있다(자본시장 육성에 관한 법률 20). 그 예로, 우리사주조합원에게 지급할 상여금이나 퇴직금을 그 법인이 발행한 주식으로 지급함으로써 상여금이나 퇴직금의 전부 또는 일부를 주식으로 취득하는 거주자에 대하여는 종합소득 산출세액 또는 퇴직소득 산출세액에서 주식취득가액의 15%에 상당하는 세액을 공제한다(조세감면규제법 85②). 이 때, 공제액이 당해연도 갑종근로소득에 대한 종합소득 산출세액을 초과하는 경우는 이를 없는 것으로 한다(조세감면규제법 시행령 83③). 이러한 세제상의 지원은 소액주주에 해당하는 자에게만 적용되는데(조세감면규제법 85③), 여기서 소액주주란 당해 법인의 발행 주식 총수 또는 출자 총액의 1%에 해당하는 금액과 3억원 중 적은 금액을 소유한 주주를 말한다(자본시장 육성에 관한 법률 시행령 3①).

또한, 소득세법상 저축세액공제 규정에 의하여 우리사주조합원이 상여금이나 퇴직금을 그 법인이 발행한 주식으로 지급 받은 경우 종합소득 산출세액 또는 퇴직소득 산출세액에서 주식취득가액의 5%에 상당하는 세액을 공제한다(소득세법 74②). 그러나, 조세감면규제법에 의해 우리사

주 취득시의 세액 공제를 받은 경우에는 소득세법 제74조의 규정에 의한  
우리사주조합원에 대한 세액 공제는 받지 못한다.

그리고, 현행 소득세법 제21조 제4항의 내용을 보면, 내국법인의 종업  
원으로서 자본시장 육성에 관한 법률 제 2 조 제 5 호의 규정에 의한 우  
리사주조합에 가입한 자가 당해 법인의 주식을 그 조합을 통하여 취득한  
경우에, 그 조합원이 소득세법 제144조 제 1 항 제 2 호 (가) 목에 규정  
하는 소액주주의 기준에 해당하는 때에는, 그 주식의 취득가액과 시가와  
의 차액으로 인하여 발생하는 소득은 근로소득으로 보지 아니함으로써  
세금을 면제하고 있다.

그러나, 우리사주조합을 이용하여 스톡옵션제도를 도입하는 경우, 현  
재 이를 활성화시키는데 걸림돌이 되고 있는 제반 규정들을 개정해야 할  
것이다. 예를 들어, 조합원이 취득한 주식은 조합이 일괄하여 증권거래  
법 제145조의 규정에 의하여 설립된 증권금융회사에 예탁하고, 조합원이  
퇴직하거나 예탁 후 7년이 경과된 경우와 예탁 후 2년이 경과된 주식으  
로서 재정경제원장관이 정하는 부득이한 사유가 있는 경우에 한하여 주  
식을 인출하도록 하고 있다. 여기서, 재정경제원장관이 정하는 부득이한  
사유라 함은 주택구입자금, 치료비, 장례비, 결혼비, 학자금 등 일상생활  
에 긴요한 자금 조달을 위하여 예탁한 주식을 매각하는 것이 불가피하다  
고 인정되는 사유를 말한다(우리사주조합의 운영 기준 5①). 이와 같은  
제한으로 인하여 사실상 당초 우리사주조합의 설립 취지가 목적인 만큼  
의 활성화가 되지 않고 있으므로 이러한 규정들의 개정이 필요할 것이다.

기업의 임직원에게 스톡옵션의 시행을 위하여 신주인수권을 지급하는  
마지막 방법은 신주인수권부사채를 발행하는 방법이다. 현재 증권시장에  
서 투자자가 신주인수권을 행사하는 경우 아무런 세금도 발생하지 않는  
다. 그 이유는, 신주인수권부 사채의 경우 신주인수권 때문에 일반사채  
에 비해 지급이자율이 낮으므로, 회계처리상 이를 행사할 때 시가와 행사

가격의 차이는 낮은 이자지급을 받는데 대한 보상으로 인식되기 때문이다. 그러나, 회사가 신주인수권부사채를 발행한 만큼 사채를 상환하여야 하기 때문에 절차가 복잡하고 수수료를 부담해야 하는 문제가 생긴다.

### 3) 기타 고려 사항

#### 가) 기업특성

Eaton과 Rosen(1983), Brickley, Bhagat, & Lease(1985)는 여러 가지 장기보상수단들간에 우열을 가릴 수 없었다고 보고하면서 각 기업의 보상체계는 그 기업의 동기부여나 세금효과에 관련된 특수성을 고려하여 마련되어야 한다고 주장한다. 동기부여를 위하여 스톡옵션과 같은 장기보상제도를 도입하려 할 때 다음과 같은 사항들이 고려되어야 한다.

#### ① 규제의 정도

공기업인 경우 그 제품에 대한 가격이 비용과 정상이윤을 합한 수준으로 정해지기 때문에 보상제도와 기업의 성과와는 관계가 적다. 또한, 대표적인 공기업인 전기.가스 산업의 경우 제품에 대한 수요가 경영자에 의해 창출되기 보다는 날씨나 고정적인 필요에 의한 것이 많으므로 보상제도가 주주들의 부와 갖는 상관관계는 크지 않을 것이다. 실제로 미국의 예를 보면 전기.가스 산업의 경우 스톡옵션 등 장기성과에 근거한 보상이 전체보상에서 차지하는 비율이 일반제조업체에 비해 상당히 적으며(Agrawal, Makhija, 그리고 Mandelker(1991), Joskow, Rose, 그리고 Shepard(1993), Yermack(1995)), 규제가 완화된 환경에서 보상과 기업의 성과 사이의 관계가 강해진다(Hubbard와 Palia(1995))는 연구결과가 나와 있다. 또한, 상대적으로 은행이나 보험회사들은 규제가 많기 때문에 경영자들의 의사결정의 폭이 넓지 않고 따라서 스톡옵션과 같은 보상제도가 큰 효과를 발휘하기는 힘들 것이다(Smith와 Watts(1992)).

## ② 기업규모

큰 기업일수록 최고경영자들이 다루어야 할 일들이 많고 다양하기 때문에 큰 기업일수록 보수가 높은 경향이 있다. 따라서, 대기업의 임원들에 대한 동기부여를 위해서는 보상의 절대액이 그들이 관심을 기울일 정도로 높아야 한다. 그러나, 경영진에 대한 동기부여측면에서 보상의 형태가 보상의 절대수준보다 더욱 중요하다는 점을 항상 고려하고 있어야 할 것이다(Jensen과 Murphy(1990), Mehran(1995))

## ③ 경영자의 소유지분

경영자들이 이미 보유하고 있는 지분의 규모에 따라서 스톡옵션제도의 효과가 달라질 수 있다. Morck, Shleifer & Vishny(1988)는 경영진의 소유지분이 낮은 경우는 경영진의 지분율이 증가함에 따라 경영진과 주주사이의 이해상충이 줄어들어 기업의 가치가 증가하나, 경영진의 지분이 너무 많은 경우는 오히려 경영진의 의결권과 기업에 대한 지배력이 강해져 기업의 효율이 떨어진다고 보고하고 있다. 따라서, 기업 경영자의 소유지분이 이미 높은 기업들은 주식에 근거한 보상의 비율을 낮추어야 한다(Mehran(1995)). 따라서 우리 나라에서 스톡옵션제도를 도입할 때는 가급적이면 대주주로서 경영에 참여하는 소유경영자는 배제하면서 주식지분을 보유하지 않는 순수한 전문경영자를 대상으로 하는 것이 바람직할 것이다.

## ④ 이사회

이사회는 주요 기능중의 하나는 최고경영진들에 대한 보상의 수준과 형태를 결정하는 것인데, 그렇다면 이사회의 구성이 최고경영진들의 보상 체계에 어떠한 영향을 미치는가 하는 것이 중요한 관심사가 된다. 실증 연구의 결과 기업의 내부이사보다는 사외이사가 회사의 최고경영진의 영

향력을 덜 받으며 주주들의 이익을 더 잘 대변해 준다는 것이 밝혀지고 있다. Mehran(1995)는 사외이사가 많은 기업일수록 주식에 근거한 보상체계를 사용하는 빈도가 높았다고 보고하고 있다. 최근 우리나라의 기업들도 점차 사외이사제도의 도입을 검토하고 있으므로 스톡옵션제도를 도입하는 데 좋은 환경이 조성될 것으로 판단된다.

#### ⑤ 투자기회 또는 성장성

미국의 경우, 고성장기업이 저성장기업보다 스톡옵션제도를 시행하는 빈도가 높고(Gaver와 Gaver(1993)), 주가의 변동 등 장기성과와 관계시킨 보수체계를 갖는 경향이 있다(Collins, Blackwell & Sinkey(1995)). 그 이유는, 대체로 투자기회가 많은 고성장기업일수록 저성장기업보다 무형자산이 많고, 따라서 경영자들에 대한 보상도 이러한 무형자산의 가치를 반영한 회사가치에 의해 결정될 가능성이 높기 때문이다. 또한, 고성장기업일수록 최고경영자의 기능과 역할에 있어 관리기능보다는 지금까지 없었던 성장가능 분야의 개척 등 기업의 투자기회를 확대시킬 수 있는 기능이 더욱 중요하게 되므로(Smith와 Watts (1992)) 이들에게 동기부여를 하기 위해서는 성과에 근거한 보상체계가 중요하게 되기 때문이다.

고성장기업은 또한 저성장기업에 비해 경영자와 주주들간에 정보비대칭(information asymmetry)이 상대적으로 높다고 볼 수 있다. 성장을 위한 노력은 주로 신제품에 집중되고, 반면 기존자산은 기존의 제품을 생산. 판매하는데 투입된다. 따라서, 기존제품의 경우에는 경영자나 주주간에 정보비대칭의 정도가 낮으나, 신제품이나 미래의 투자안에 대하여는 경영자들이 투자자들 보다 우월한 정보를 가지고 있는 경향이 있기 때문에(Bizjak, Brickley, and Coles (1993)), 고성장기업의 경우 경영자가 경주하는 노력의 정도를 관측하기가 더욱 어렵다(Smith와 Watts (1992)). 이러한 경우, 단기보다는 장기보상 계획이 더욱 중요하게 되며(Bizjak, Brickley & Coles(1993), Gaver와 Gaver(1995), Collins, Blackwell &

Sinkey (1995), Mehran(1995)), 장기적인 동기부여를 위한 보상제도는 고성장기업의 경우에 발생하는 경영자와 주주들간의 정보비대칭으로 인한 대리인비용을 낮추는 역할을 한다.

따라서, 각 기업은 그 기업의 성장단계를 고려하여 보상체계를 마련하여야 하는데, 고성장기업들은 총보수 중에서 장기적 기업성장을 위한 동기부여 차원의 보수가 차지하는 비중을 높이고, 반면 저성장기업들의 경우는 총보수 중 정액봉급 형태의 비중을 높이는 것이 바람직하다. 또한, 고성장기업들의 경우, 성장기회가 가시화되기까지는 수년이 걸리고 따라서 경영자와 주주들간의 정보비대칭이 해소되기까지는 상당한 시간이 걸리기 때문에(Bizjak, Brickley, 그리고 Coles(1993)), 성과측정을 위한 기간을 길게 잡아야 하고 적절한 성과측정 지표로 회계적인 결과 보다는 주가의 상승에 더 많은 비중을 두는 것이 바람직하다.

스톡옵션제도의 경우에도 비슷한 성과의 기업들 중 주가의 변동성이 높을 수록 기업에서 발행한 옵션의 가치가 높으므로 고성장, 저배당의 기업이 옵션제도의 효과를 많이 볼 가능성이 있다. 그리고, 스톡옵션제도를 시행함에 있어서도 고성장기업의 경우 스톡옵션을 행사하기까지의 의무보유기간을 저성장기업보다 길게 하여야 할 것이며, 옵션을 행사하여 주식을 매입한 후 매각하기까지의 의무보유기간도 길게 하여야 할 것이다. 이러한 제도를 마련하는 것은 가치있는 정보를 가지고 있는 경영자들이 회사를 떠나지 못하게 하는 한 방법이 될 수도 있다.

## ⑥ 유동성(liquidity)

유동성(liquidity)이 적어서 어려움을 겪을 가능성이 많은 기업은 봉급과 같이 현금에 의한 보상보다는 스톡옵션에 근거한 보상을 많이 주는 것이 유리할 것이다(Yermack(1995)). 특히, 기업이 잠재적인 가능성은 높으나 설립초기인 경우 임직원의 동기부여정도가 기업의 성패를 크게

좌우할 수 있으므로, 스톡옵션에 근거한 보상제도는 매우 유효할 것이다. 이는 또한 투자를 위한 재원을 확보하기 위한 측면에서도 매우 중요하다.

### ⑦ 부채의존도(leverage)

기업이 장기부채를 발행했을 때 주주들은 그 기업의 자산에 대해 콜 옵션을 가진 것과 같기 때문에 더욱 위험한 투자안을 선택함으로써 지분의 가치를 높이고자 하는 인센티브가 있다. 따라서, 스톡옵션제도를 도입하여 경영자와 주주들의 이해를 일치시키면 경영자와 주주들 사이의 대리인 비용문제는 해결되지만 주주와 채권자들 사이의 대리인 문제는 해결되지 않는다. 왜냐하면, 기업의 보상제도가 경영자와 주주들의 이해가 일치되도록 되어있는 것을 아는 채권자들은 그러한 기업의 경영자가 위험한 투자안에 투자할 유인이 있음을 미리 파악하여 높은 부채비용을 요구할 것이기 때문이다. 이 경우 경영자와 주주 사이의 이해를 아주 잘 일치시키지는 않는 보상제도이지만 그것이 총현금흐름의 안정성이나 규모와 연결된 것이면 주주와 채권자들 사이의 대리인 비용이 상당히 줄어들 수 있으며, 이로 인해 결국 주주들이 이익을 볼 수 있게 된다. John과 John(1993)은 이론적으로 기업의 부채비율과 성과와 보상간의 민감도는 부의 관계가 있고 사채의 위험 프리미엄은 경영자의 지분율과 정의 관계가 있다는 것을 보이고 있다. 실증적으로는 Agarwal과 Nagarajan(1990), Freind와 Lang(1988)이 부채가 적은 기업의 경영자가 부채가 많은 기업의 경영자보다 지분을 많이 보유하고 있음을 보이고 있다. 따라서, 부채가 적은 기업이 스톡옵션제도를 도입함으로써 더욱 높은 효과를 볼 것이다.

### ⑧ 한계세율(marginal tax rate)

기업의 입장에서 보면 봉급과 같은 보상은 비용처리되기 때문에 과세 소득을 낮추는 이점이 있는데 반해 스톡옵션은 그렇지 않다. 따라서 기

업은 스톡옵션제도를 시행함으로써 대리인 비용을 낮추고 임직원의 주인의식을 높혀 생산성을 높이는 이점과 세금상의 불리점을 같이 고려하여 의사결정을 해야 한다. 이 경우, 한계세율이 낮은 기업은 스톡옵션을 사용함으로써 과세소득이 많아져서 세금을 내야하는 부담이 한계세율이 높은 기업보다 적기 때문에 상대적으로 스톡옵션제도를 도입하는 것이 유리할 것이다.

#### ⑨ 재무보고비용

낮은 회계적 당기순이익을 보고하게 될 때, 기업은 주주들이 불만족하거나, 또는 사채권자들을 보호하기 위한 사채계약상의 조건을 위반하는 등으로부터의 묵시적 비용을 치르게 된다. 스톡옵션은 수익에 대해 비용 처리되지 않으므로, 기업의 당기순이익이 너무 작아지는 것을 방지할 수 있다. 따라서, 이러한 재무보고비용이 높은 기업은 현금보다 스톡옵션 사용하는 것이 유리할 것이다(Matsunaga(1995)).

#### ⑩ 개인적인 특성들

그 외에 보상제도는 경영자의 연령, 교육정도, 실무경험, 회사에 봉직한 기간 등 각 임직원의 개인적인 특성도 고려해야 할 것이다. 예를 들면, 기업은 부도가 나지 않는 한 계속 존속하나 경영자는 단지 그들이 기업에 근무할 동안만 보상을 받게 된다. 따라서, 정년이 얼마남지 않은 경영자들은 보다 더 높은 수익을 장기간에 낼 수 있는 투자안보다는 더 열등한 투자안일지라도 단기에 높은 성과를 가져오는 투자안을 선택하고자 할 것이다. 이러한 문제는 보너스를 정년퇴임까지 연기시키거나 스톡옵션에 의한 보상의 비중을 높이는 등의 조치로 완화할 수 있을 것이다. 또한, 실증분석의 결과, 나이가 많은 중역일수록 이연된 보상중에서도 안전한 연금보상 등을 선호하고, 젊은 중역일수록 좀 더 위험하나 잠재력이 높은 스톡옵션을 선호하는 것으로 나타났다(Eaton과 Rosen(1983)).

## 나) 내부자 거래의 감시 및 감독 강화

스톡옵션제도의 시행과 관련된 내부자 거래의 방지를 위한 효율적인 감독이 이루어져야 할 것이다. 미국의 경우 기업의 내부자(임원, 고위관리자, 10% 이상 대주주)들은 SEC 16(b) 조항에 의거 옵션의 행사 후 매각 전까지 최소한 6개월 이상 주식을 보유하여야 한다. 따라서, 내부자들은 옵션을 행사함과 동시에 주식을 처분할 수 없다. 이는 또한 내부자들이 단기에 급격한 가격의 변동을 이용하여 미증권감독원(SEC)에서 주식증권(equity securities)으로 간주되는 증권(예를 들면, 콜옵션, 풋옵션, 신주인수권 등)으로부터 이익을 남기는 행위를 방지하기 위한 것이다. 내부자가 이 조항을 어기는 경우, 소송을 당하거나 매각으로부터의 모든 이익은 회사에 환수된다.

우리나라의 경우도 '상장법인의 자기주식 취득신고 등에 관한 규정'에 따라 자기주식을 취득한 상장회사는 원칙적으로 취득결과보고서를 제출한 날로부터 6개월 이내에 이를 처분할 수 없다. 그러나, 기업의 임원 또는 직원에게 상여금, 퇴직금, 공로금 또는 장려금으로 자기주식을 지급하는 경우는 그러하지 아니하다. 또한, 현행법상 기업은 중요한 정보의 공개 전에는 자기주식 취득에 대한 제한을 받고 있다. 즉, 자기주식취득 신고서를 제출한 상장법인은 자기주식을 취득하고자 하는 기간 중에 증권거래법 제188조의 2 제 2 항의 중요한 정보가 있는 경우, 증권거래법 시행규칙 제36조에서 정하는 바에 따라 다수인이 알 수 있도록 그 정보가 공개되기 전에는 자기주식을 취득하여서는 아니된다. 또한, 자기주식의 취득을 위탁받은 증권회사는 당해 상장법인이 제 1 항의 규정에 위반하여 자기주식의 매수를 위탁하는 것임을 안 경우에는 그 위탁을 거부하여야 한다.

#### 다) 조세제도 및 관련규정 정비

Long(1992)은 미국 기업의 경우 역사적으로 볼 때 스톡옵션이 도입된 이유는 대리인 비용의 감소보다는 경영자의 소득에 대한 세금을 줄이기 위한 것이었다고 주장한다. 예를 들어, 1950년에 세제가 제한스톡옵션(restricted stock option)에 유리하게 되자 갑자기 스톡옵션(executive stock option)을 채택하는 회사수가 급증했다. 또 다른 예로, Hite와 Long(1982)은 미국의 1969년 세제가 개편되면서 스톡옵션의 적절한 형태가 법정옵션에서 경비가 적게 드는 비법정옵션으로 바뀌었으며, 그 결과 기업과 최고경영자의 결합 소득세율을 70%에서 50%로 낮추었다는 보고를 하고 있다. 따라서, 경영자들에 대한 동기부여도 중요하지만, 그보다는 이러한 세금제도에 대한 기업들의 대응과정에서 스톡옵션이 기업과 경영자에 대한 세금을 줄이기 위한 방도로 악용될 소지가 있으므로 관련 절차와 조세제도를 정비하고 공시해야 할 사항을 명확하게 규정해야 한다.

#### 라) 다양한 형태의 보상제도 개발

Jensen과 Murphy(1990), Mehran(1995)은 보상규모보다는 보상의 형태가 경영진으로 하여금 기업의 가치를 올리게 하는데 더욱 중요하다고 주장한다. 따라서, 스톡옵션의 도입 시행시 옵션의 행사가격, 거치기간, 옵션권리의 만료일, 연차적 부분 행사 등 옵션의 행사조건을 다양화하여 기업의 특성에 맞게 조정하여야 할 것이다. 예를 들어, General Dynamics사는 스톡옵션제도의 시행과 함께 옵션교환(option exchange)제도를 시행했는데 이에 의하면 일정시점 外價옵션(out-of-the-money option)을 더 적은 수의 等價옵션(at-the-money-option)으로 교환하여 준다.(Harvard Business School Case # 9-494-048, 049). 대규모 통신 기업인 GTE는 Stock Swap제도를 사용하는데, 이는 옵션을 행사하기 위하여 현금 대신 이미 가지고 있는 주식을 사용하는 것이다(Harvard

Business School Case # 9-191-005).

또한, Lippert와 Moore(1995)는 스톡옵션과 다른 경영자 견제제도가 대체관계에 있음을 보이고 있다. 따라서 현재 기업에서 수행중인 경영자 보상 내지 견제제도와외의 관계를 면밀히 검토하여 스톡옵션제도를 시행하여야 할 것이다. 그리고, 주가에 근거한 보상제도가 경영자의 노력과는 관계없는 시장전체의 움직임에 의해 결정될 수도 있다는 단점을 보완하기 위하여 회계적 기준치, 예를 들면 당기순이익(earnings)에 근거한 제도와 함께 시행하는 것도 좋을 것이다(Bushman과 Indjejikian(1993), Lambert(1993), Kim과 Suh(1993), Sloan(1993)).

#### 마) 기타

기본적으로 새로운 제도를 시도할 때는 조심스러운 접근이 필요할 것이다. Holland와 Lewellen(1962)은 스톡옵션이 아주 성공적인 경우도 있었으나 스톡옵션이 성과를 내기위해 가장 좋은 조건이었던 기간에도 소기의 성과를 이루지 못했음을 보이고 있다. 또한, 스톡옵션이 잘 알려지지 않았기 때문에 스톡옵션을 이용한 보상에 대한 기존주주들의 반발이 크지 않을 것이라거나, 비용이 들지 않는 제도이기 때문에 유리하다고 보는 것은 문제의 소지가 있다. 봉급은 세금 공제가 되는 사업비용이나 스톡옵션은 그렇지 않으므로 조세면에서 스톡옵션이 유리하다고만은 볼 수 없다. 조세면에서의 스톡옵션으로부터의 득실은 기업의 한계세율과 스톡 옵션 수혜자의 한계세율의 관계에 의해서 결정될 것이다. 좀 더 구체적으로 말하자면 Matsunaga(1995), Matsunaga, Shevlin & Shores(1992)의 연구와 같이 스톡옵션제도의 시행은 비용처리시 조세감면효과와 재무제표에 낮은 당기 순이익을 보고함으로 인한 비용을 함께 고려하여 결정하여야 할 것이다.

또한 스톡옵션은 경영자의 소득을 가장 직접적으로 주주들의 부와 연

결시켜 주는 도구가 될 수도 있지만 경영자의 성과에 대한 정보제공기능이 약하다고 볼 수도 있다. 따라서, 이는 경영자의 행위를 잘 통제할 수 없거나 경영자의 업무영역이 모호한 기업에서 악용될 여지도 있다(Eaton 과 Rosen(1983)).

## 7. 맺는 말

WTO체제의 출범이나 최근 우리나라의 OECD가입이 거의 결정적이 되었다는 점들이 시사하는 바는 바야흐로 시장원리에 근거한 무한경쟁시대가 열리고 있다는 점이다. 이러한 새로운 국제경제질서에 대응하기 위한 여러가지 방법 중 본 논문에서는 기업의 보상체제, 그 중에서도 스톡옵션제도에 초점을 맞추었다. 현재까지의 많은 이론과 실증분석의 결과에서 볼 수 있듯이 미국의 경우 스톡옵션제도가 기업의 경쟁력을 제고하는데 상당한 기여를 한 것이 사실이다. 아울러 미국의 기업에 경쟁력을 빼앗기고 있는 일본과 유럽의 기업들도 영미에서 발달된 스톡옵션제도를 도입하기 시작하였다. 따라서, 우리나라에도 이와 같은 제도를 도입하는 것은 전문경영자가 '주인의식'을 갖고 경영을 할 수 있도록 유도할 수 있을뿐만 아니라, 과거의 외형위주의 양의 경영에서 가치위주의 질의 경영으로 기업이 방향을 전환하는데 커다란 기여를 할 수 있을 것으로 판단된다.

본 논문은 스톡옵션제도의 도입시 고려할 사항 중 주로 대리인 문제의 해결, 또는 조세 효과 같은 경제적인 측면을 분석하였다. 도입의 대전제는 도입여부를 기업의 자율과 창의성에 맡기는 것이고, 정부나 감독기관은 이러한 제도가 부작용을 최소화 하면서 우리의 기업경영환경에 정착될 수 있도록 회계처리, 조세제도, 관련절차 등의 정비에 중점을 두어야 한다는 것이다. 기업의 입장에서는 지금까지의 보상체계와는 기본생각부터 다른 제도를 도입하면서 기업의 특성을 고려한 면밀한 검토를 하여야 할 것이다. 가장 자연스러운 접근은 우선 기본적인 구조를 형성

한 후 점차 세부적인 사항들을 마련해 가야 할 것이며, 될 수 있는대로 임직원이 이해하기 쉬운 형태가 되어야 동기부여 효과가 극대화될 것이라는 것이다.

인센티브를 높이기 위한 스톡옵션제도는 분명히 그 효과가 있는 것으로 판단되며, 우리 나라에서도 그 효용성이 있을 것으로 믿는다. 그러나, 새로운 제도를 국내에 도입하기 위해서는 여러가지 측면의 검토가 선행되어야 할 것이다. 먼저, 우리의 경영문화에 이러한 제도가 뿌리를 내릴 수 있을 것인가에 대해 신중히 고려해야 할 것이다. 미국의 경우, 스톡 옵션제도에 대한 긍정적인 평가를 하는 많은 연구들이 있었음에도 불구하고, Baker, Jensen & Murphy(1988)와 같이 실적과 보상은 상관관계가 매우 적으며, 기업들은 현재의 경제이론으로는 설명할 수 없는 보상체도를 채택하고 있다는 주장에 대해서도 귀를 기울여야 할 것이다. 예를 들어 성과가 나쁘더라도 주어진 액수의 봉급을 주는 관행, 보상액보다는 승진에 근거해 동기부여를 하는 제도, 고용인이 일반적으로 종업원에 대해 나쁜 평가를 주기 꺼려 하거나 해고하기 싫어하는 점 등은 경제적인 면의 분석만으로는 설명이 어렵다는 것이다. 따라서, 비경제적 요소, 예를 들어, 공정성, 사기(morale), 상호간의 신뢰(trust), 사회적 책임, 문화등에 대한 전반적인 고려를 바탕으로 한국의 현실에 맞게 스톡옵션제도를 도입하여야 할 것으로 판단된다.

## 참 고 문 헌

김성기, "현대중급회계," 제4판, 다산출판사, 1996.

대한상공회의소, "기업경쟁력 강화를 위한 스톡옵션제도의 도입방향," 1996. 6.

이광재, "주식이동에 관한 세무," 개정증보판, 세경사, 1995.

이정우, "기업회계기준: 요점해설," 상경사, 1994.

이해동, "기업회계기준해설," 개정신판, 일조각, 1993.

Agrawal, Anup, Anil K. Makhija, and Gershon N. Mandelker, "Executive Compensation and Corporate Performance in Electric and Gas Utilities," *Financial Management*, Winter 1991, 113-124.

Agrawal, Anup and Gershon Mandelker, "Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions," *Journal of Finance*, September 1987, pp. 823-837.

Agrawal, Anup, and Nandu J. Nagarajan, "Corporate Capital Structure, Agency Costs, and Ownership Control: The Case of All-equity Firms," *Journal of Finance* 45, 1990, 1325-1331.

Baker, George, Michael Jensen, and Kevin Murphy, "Compensation and Incentives: Practice vs. Theory," *Journal of Finance*, Vol XLIII, No. 3, July 1988, pp. 593-616.

Bizjak, John M., James A. Brickley, and Jeffrey L. Coles, "Stock-based Incentive Compensation and Investment Behavior," *Journal of Accounting and Economics* 16, 1993, 349-372.

Boschen, John F., and Kimberly J. Smith, "You Can Pay Me Now and You Can Pay Me Later: The Dynamic Response of Executive Compensation to Firm Performance," *Journal of Business* 68, 1995, 577-608.

Brickley, James A., Sanjai Bhagat, and Ronald C. Lease, "The Impact of Long-Range Managerial Compensation Plans on Shareholder Wealth," *Journal of Accounting and Economics* 7, 1985, 115-129.

Bushman, Robert M. and Raffi J. Indjejikian, "Accounting Income, Stock Price, and Managerial Compensation," *Journal of Accounting and Economics* 16, 1993, 3-23.

Collins, Cary, David Blackwell, and Joseph Sinkey, "The Relationship Between Corporate Compensation Policies and Investment Opportunities: Empirical Evidence for Large Bank Holding Companies," *Financial Management*, Vol. 24, No. 3, Autumn 1995, pp. 40-53.

Copeland, Thomas, "Why value value?," *The Mckinsey Quarterly*, No.4, 1994, 97-109.

DeFusco, Richard A., Robert R. Johnson, and Thomas S. Zorn, "The Effect of Executive Stock Option Plans on Stockholders and Bondholders, *Journal of Finance* 55, 1990, 617-627.

DeFusco, Richard A., Thomas S. Zorn, and Robert R. Johnson, "The Association between Executive Stock Option Plan Changes and Managerial Decision Making, *Financial Management* 20, 1991, 36-43.

Eaton, Jonathan and Harvey S. Rosen, "Agency, Delayed Compensation, and the Structure of Executive Remuneration, *Journal of Finance* 38, 1983, 1489-1505.

Fama, E., "Agency Problems and the Theory of the Firm," *Journal of Political Economy* 88, April 1980, pp. 288-307.

Financial Accounting Standards Board, "Statement of Financial Accounting Standards No. 123: Accounting for Stock-based Compensation," Financial Accounting Standards Board, Norwalk, CT, October 1995.

Freind, Irwin, and Larry Lang, "An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-interest on Corporate Capital Structure, *Journal of Finance* 43, 1988, 271-281.

Gaver, Jennifer J. and Kenneth M. Gaver, "Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity set and corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies, *Journal of Accounting and Economics* 16, 1993, 125-160.

Gaver, Jennifer J. and Kenneth M. Gaver, "Compensation Policy and the Investment Opportunity Set," *Financial Management* 24, Spring 1995, 19-32.

Harris, Milton and Arthur Raviv, Optimal Incentive Contracts with Imperfect Information, *Journal of Economic Theory* 20, 1979, 231-259.

Harvard Business School, "Executive Stock Options," Case # 2-293-054, October 8, 1993

Harvard Business School, "GTE Corporation: Long-term Incentive Plan," Case # 9-191-005, 1991

Harvard Business School, "Compensation Planning for Entrepreneurs," Case # 9-386-090, 1985.

Harvard Business School, "General Dynamics: Compensation and Strategy(A)," Case # 9-494-048, 1994.

Haugen, Robert A. and Lemma W. Senbet, "Resolving the Agency Problems of External Capital through Options, *Journal of Finance* 36, 1981, 629-647.

Hite, G. and M. Long, "Taxes and Executive Stock Options," *Journal of Accounting and Economics*, July 1982, pp. 1-14.

Holland, Daniel M. and Wilbur G. Lewellen, "Probing the Record of Stock Options, *Harvard Business Review* 40, 1962, 132-150.

Holmstrom, B., "Moral Hazard and Observability," *Bell Journal of Economics*, Spring 1979, pp. 74-91.

Hubbard, Glenn R. and Darius Palia, "Executive Pay and Performance Evidence from the U.S. Banking Industry," *Journal of Financial Economics* 39, 1995, 105-130.

Jensen, Michael, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers," *American Economic Review*, May 1986, pp. 323-329.

Jensen, Michael C. and W. H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, October 1976, 305-360.

Jensen, Michael C. and Kevin J. Murphy, "Performance, Pay and Top-management Incentives," *Journal of Political Economy* 98, 1990a, 225-264.

Jensen, Michael C. and Kevin J. Murphy, "CEO Incentives-It's Not How Much You Pay, But How," *Harvard Business Review* 3, 1990b, 138-153.

John, Teresa and Kose John, "Top-Management Compensation and Capital Structure," *Journal of Finance*, Vol. XLIII, No. 3, July 1993, pp. 949-974.

Joskow, Paul, Nancy Rose, and Andrea Shepard, "Regulatory Constraints on CEO Compensation," *Brookings Papers: Microeconomics*, 1993, 1-72.

Kim, Oliver and Yoon Suh, "Incentive Efficiency of Compensation Based on Accounting and Market Performance," *Journal of Accounting and Economics* 16, 1993, 25-53.

Lambert, Richard A., "The Use of Accounting and Security Price Measure of Performance in Managerial Compensation Contracts: A Discussion," *Journal of Accounting and Economics* 16, 1993, 101-123.

Lambert, Richard A., William N. Lanen, and David F. Larcker, "Executive Stock Option Plans and Corporate Dividend Policy," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 24, 1989, 409-425.

Lambert, R., and D. Larcker, "An Analysis of the Use of Accounting and Market Measures of Performance in Executive Compensation Contracts," *Journal of Accounting Research*, Supplement 1987, pp. 85-125.

Larcker, David F., "The Association between Performance Plan Adoption and Corporate Capital Investment," *Journal of Accounting and Economics* 5, 1983, 3-30.

Leland, Hayne E. and David H. Pyle, "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation," *Journal of Finance*, May 1977, 371-387.

Lippert, Robert L. and William T. Moore, "Monitoring Versus Bonding: Shareholder Rights and Management Compensation," *Financial Management* 24, Autumn 1995, 54-62.

Long, Michael S., "The Incentive Behind the Adoption of Executive Stock Option Plans in U.S. Corporations," *Financial Management*, Autumn 1992, 12-21.

Matsunaga, Steven R., "The Effects of Financial Reporting Costs on the Use of Employee Stock Options," *Accounting Review* 70, 1995, 1-26.

Matsunaga, Steven R., Terry Shevlin, and D. Shores, "Disqualifying Dispositions of Incentive Stock Options: Tax Benefits versus Financial Reporting Costs," *Journal of Accounting Research* 30, Suppl., 1992, 37-76.

Mehran, Hamid, "Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance," *Journal of Financial Economics* 38, 1995, 163-184.

Miller, Daniel J., "CEO Salary Increases May Be Rational After All: Referents and Contracts in CEO Pay," *Academy of Management Journal* 38, 1995, 1361-1385.

Morck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert w. Vishny, "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics* 20, 1988, 293-315.

Murphy, Kevin J., "Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical analysis, *Journal of Accounting and Economics* 7, 1985, 11-42.

Myers, Stewart C., "Determinants of Corporate Borrowing," *Journal of Financial Economics* 5, 1977, 147-175.

Sloan, Richard G., "Accounting Earnings and Top Executive Compensation," *Journal of Accounting and Economics* 16, 1993, 55-100.

Smith, Clifford W., Jr. and Ross L. Watts, "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies, *Journal of Financial Economics* 32, 1992, 263-292.

Smith, Clifford W., Jr. and Jerold L. Zimmerman, "Valuing Employee Stock Option Plans Using Option Pricing Models," *Journal of Accounting Research* 14, 1976, 357-364.

Tehrani, Hassan, and James F. Waagelein, "Market Reaction to Short-term Executive Compensation Plan Adoption," *Journal of Accounting and Economics* 7, 1985, 131-144.

Tosi, Henry L. Jr., Luis R. Gomez-Mejia, "CEO Compensation Monitoring and Firm Performance," *Academy of Management Journal* 37, 1994, 1002-1016.

Townsend, Robert M., "Optimal Contracts and Competitive Markets with Costly State Verification," *Journal of Economic Theory* 21, 1979, 265-293.

Turner, James Z., "Compensation Planning for Entrepreneurs," Harvard Case 9-386-090, 1985.

Yermack, David, "Do Corporations Award CEO Stock Options Effectively?" *Journal of Financial Economics* 39, (1995), 237-269.

## 부록 A. 옵션발행기업의 회계처리(미국)

(미국 재무회계기준(SFAS)No. 123, October 1995 참조)

갑회사가 10년만기의 스톡옵션을 2000년 1월 1일 종업원에게 지급했다. 모든 옵션은 3년째 말에 행사되며(cliff vesting), 기업의 세율은 34%이다. 관련 정보는 다음과 같다.

지급된 스톡옵션의 수	900,000	스톡옵션을 받은 종업원의 수	3,000
연간 스톡옵션의 기대 실권율	3.0%	스톡옵션의 기대수명	6년
지급일 현재 주식가격	\$50	행사가격	\$50
무위험이자율	7.5%	주식의 기대 변동율(volatility)	30%
기대 배당수익률	2.5%		

이상의 자료를 가지고 배당을 고려한 블랙-숄츠 옵션가격결정모형을 사용한 결과 스톡옵션의 공정가치는 \$17.15임을 알 수 있다. 스톡옵션 지급일 현재 회사는 과거의 종업원 이직률을 고려하여 연간 스톡옵션의 실권율은 3%로 추정했다. 따라서, 스톡옵션지급일 현재 실제로 권리가 행사되리라고 추정되는 옵션의 수는  $821,406(900,000 \times .97 \times .97 \times .97)$ 이며, 총보상비용은  $\$14,087,113(821,406 \times \$17.15)$ 이고, 3년동안 매년 인식해야 할 보상 비용은  $\$4,695,704(\$14,087,113 \div 3)$ 이고, 세금 액수는  $\$4,695,704 \times .34 = \$1,596,539$  이다. 이에 근거한 2000년의 분개는 다음과 같다.

보상비용	4,695,704	스톡옵션	4,695,704
이연세금자산	1,596,539	이연세금비용	1,596,539

만일, 2001년말에 스톡옵션의 실권율이 6%로 조정된다면 상황은 다음과 같이 바뀔 것이다.

행사되리라고 예측되는 스톡옵션의 수	747,526( $900,000 \times .94 \times .94 \times .94$ )
수정된 총보상비용	\$12,820,071( $747,526 \times \$17.15$ )
2001년 말 기준 수정된 누적 보상 비용	\$ 8,546,714( $\$12,820,071 \times 2/3$ )
2000년과 2001년에 이미 인식된 비용	\$ 9,391,408( $\$4,695,704 \times 2$ )
2001년말의 비용에 대한 수정	\$ (844,694)
2001년말의 세금에 대한 수정	\$ (287,196)( $\$844,694 \times .34$ )

이에 대한 분개는 다음과 같다.

스톡옵션	844,694	보상비용	844,694
이연세금비용	287,196	이연세금자산	287,196

수정된 보상비용과 세금( $\$12,820,071 \div 3 = \$4,273,357$ ,  $\$4,273,357 \times .34 = \$1,452,941$ )에 근거한 2002년의 분개는 다음과 같다.

보상비용	4,273,357	스톡옵션	4,273,357
이연세금자산	1,452,941	이연세금비용	1,452,941

만일, 행사시점의 주가가격이 \$70이라고 가정하면, 행사와 관련한 기업의 세금 공제 액수는  $\$14,950,520[747,526 \times (\$70 - \$50)]$ 이며 실현된 세금 이득은  $\$5,083,177(\$14,950,520 \times .34)$ 이다. 이 금액과 이연세금비용의 차이가 추가자본항목으로 대변에 기록된다. 즉,  $(\$14,950,520 - \$12,820,071) \times .34 = 724,353$  이다. 이에 근거한 행사시점의 분개는 다음과 같다.

현금( $747,526 \times \$50$ )	37,376,300	보통주	50,191,371
스톡옵션	12,820,071		
이연세금비용	4,358,824	이연세금자산	4,358,824
당기미지급세금	5,083,177	당기세금비용	4,358,824
		스톡옵션	724,353

**부록 B. 옵션수혜자의 세금처리 예**

(Harvard Business School Case # 9-293-054 참조).

시간	옵션제공	조건기간경과		행사	주식매도
	0년	1년	3년		
6년					
소유증권 또는 계약	----- 옵션 -----			----- 주식 -----	
주식가치	25	30		50	200
행사가격	25	25		25	
옵션가치	10	12-1/2		25+	

여기서 옵션가치는 스톡옵션과 비슷한 조건을 가진 옵션이 시장에서 거래될 때의 공정가치를 말하는 것이다. 스톡옵션의 종류와 옵션의 제공시 공정시장가격을 알 수 있는지 여부에 따라 세금 처리 방법이 달라진다.

1. Warrant/Call(비고용인 경우)

먼저, 비교의 기준을 삼기 위해서, 기업으로부터 스톡옵션을 받은 것이 아니고 스톡옵션과 조건이 비슷한 옵션을 시장에서 구입한 투자자의 입장에서의 세금 처리를 먼저 고려한다.

시간	옵션제공	조건기간경과		행사	주식매도
	0년	1년	3년	6년	
소유증권 또는 계약	----- 옵션 -----			----- 주식 -----	
과세소득	0	NA	0		165
					장기양도차액
현금흐름(옵션구매가)	-10	NA	-25		
과세기준	10	NA	35		

2. 비법정옵션(Non-statutory options)

비법정옵션의 경우 옵션의 행사시점에서 수혜자에게 주식의 시장가격과 행사가격의 차이만큼 과세 처리한다. 따라서, 객관적으로 행사시점에서 공정가격을 알 수 있는지의 여부에 따라 과세 처리가 달라진다.

① 행사시기에 대한 제한이 있고, 옵션의 제공시에는 행사시점의 주식의 공정시장가격을 알 수 없는 경우. 제한 기간 지나면 주식의 공정가격을 알 수 있고, 따라서 행사시 주식의 공정가격도 알 수 있다. 전형적인 예는 스톡옵션제도의 시행에 관계된 모든 기간에 걸쳐 상장 기업이거나, 스톡옵션 제공시점과 행사시점 사이에 상장한 기업의 경우이다.

시간	옵션제공	조건기간경과	행사	주식매도
	0년	1년	3년	6년
소유증권 또는 계약	-----	옵션 -----	-----	주식-----
과세소득	0	0	25	150
				장기양도차액
현금흐름(행사가격)	0	0	-25	
(세율 34%)			-8.5	
과세기준	0	0	50	

행사시점에서 주식을 취득했을 때 주가가 \$50이었으므로 행사가격과의 차이 \$25에 대한 세금 \$8.5를 내야하며, 주가의 시가 \$50이 6년 후 양도차액을 계산하기 위한 기준이 된다.

② 행사시기에 대한 제한이 있고, 옵션의 제공시에도 행사시점의 주가의 공정시장가격을 알 수 없고 행사시에도 주가의 공정가격을 알 수 없는 경우. 대표적인 예로는 모든 기간에 걸쳐 비상장기업인 경우, 주가를 평가할 방법이 전혀 없는 경우, 행사 후 매도 전에 상장한 경우, 또는 매도시 비상장기업이거나 사적 판매가 이루어진 경우(private sale) 등이다.

시간	옵션제공	조건기간경과	행사	주식매도
	0년	1년	3년	6년
소유증권 또는 계약	-----	옵션 -----	-----	주식-----
과세소득	0	0	0	175 보통수익
현금흐름(행사가격)	0	0	-25	
과세기준	0	0	25	

행사시에는 주가의 공정가격을 알 수 없으므로 세금 부과를 하지 않고 주식매도시에 매도가격 \$200과 행사가격 \$25의 차이를 일반소득으로 간주하여 과세한다.

③ 스톡옵션의 제공시에 행사시기에 대한 제한이 없고 옵션의 공정시장가격을 알 수 있는 경우. 그러나, 제공시 6년 또는 그 이상의 만기를 가지는 옵션의 평가를 할 수 있는 경우는 극히 드물다고 볼 수 있다.

시간	옵션제공	조건기간경과	행사	주식매도
	0년	1년	3년	6년
소유증권 또는 계약	-----	옵션 -----	-----	주식-----
과세소득	10	NA	0	165
				장기양도차액
현금흐름(행사가격)	0	NA	-25	
(세율 34%)	-3.4			
과세기준	10	NA	35	

스톡옵션 수혜자의 입장에서 본 이 경우의 세금 처리가 최근 미국 재무회계기준위원회가

마련한 재무회계기준 No. 123(Statement of Financial Accounting Standards No. 123, October 1995)이 스톡옵션제공회사의 회계 처리로 권장하고 있는 공정가치법(fair value based method)과 가장 일관성이 있다고 볼 수 있다. 공정가치법에 의하면 스톡옵션 발행시에 옵션가격모형을 사용하여 총보상액을 추정하고 이를 종업원의 서비스 제공 기간에 걸쳐 비용으로 인식한다.

### 3. 동기부여 스톡옵션(incentive stock options; ISO)

시간	옵션제공	조건기간경과	행사	주식매도
	0년	1년	3년	6년
소유증권 또는 계약 과세소득	-----	옵션 -----	-----	주식-----
	0	0	0	175
				장기양도차액
현금흐름(행사가격)	0	0	-25	
과세기준	0	0	25	

동기부여 스톡옵션의 경우 수혜자는 옵션의 제공시점이나 행사시점에는 수익을 실현한 것으로 보지 않고, 옵션의 행사 후 매도 시점에서 수익을 실현한 것으로 간주한다. 매도시 주식의 시장가격과 옵션의 행사가격의 차이는 20% 대체최소세율(alternative minimum tax)의 적용을 받게 된다. 또한, 일단 주식을 소유하면 옵션제공시점부터 2년 그리고 행사시점 이후 1년 이상 보유 후 매각한 경우에만 주식 매도로부터의 차익이 장기양도차익세율의 적용을 받는다. 이러한 기간을 어기고 매각할 경우, 다음의 두 가지 금액 중 적은 금액을 당해 연도의 일반소득(ordinary income)에 포함시켜야 한다: ① '옵션행사일의 공정시장주식가격과 행사가격의 차이,' ② '판매나 교환으로부터의 실현가격과 행사가격의 차이.'

### 부록 C. 스톡옵션의 국내 회계처리 방안

(현대중급회계(1996), 기업회계기준(1994), 기업회계기준해설(1993) 참조).

#### 1. 신주인수권 사용시

현재 회사가 신주인수권을 사용할 때의 회계 처리를 보면, 발행 시점에는 분개를 하지 않고, 신주인수권이 행사되어 신주를 발행하는 경우에는 주식 발행과 동일한 분개를 한다 (현대중급회계(1996) p.821). 즉,

현금	xxx	자본금 주식발행초과금	xxx xxx
----	-----	----------------	------------

기업의 임직원에게 스톡옵션의 시행을 위하여 신주인수권을 지급하는 다른 방법은 신주인수권부사채를 발행하는 방법이다. 우리 나라 기업회계기준 제 48 조에서는 신주인수권부사채의 발행시에 신주인수권대가로 납입된 금액을 신주인수권조정계정의 차변에 기록하여 신주인수권부사채의 액면가액에서 차감하는 형식으로 기재하도록 규정하고 있다. 예를 들어, 갑 기업이 만기 5년, 액면가액 ₩100,000, 액면이자율 10%인 신주인수권부사채를 유효이자율 11%로 계산하여 ₩96,304에 발행하였다. 신주인수권이 없는 같은 조건의 사채는 유효이자율이 12%인데 이의 발행가액은 ₩92,791이다. 따라서, 신주인수권부사채의 발행가액에는 신주인수권대가로 납입된 금액 ₩3,513이 포함되어 있다. 이 경우, 분개는 다음과 같다.

현금	96,304	신주인수권부사채	100,000
사채할인발행차금	3,696		
신주인수권조정계정	3,513	기타자본잉여금	3,513
		(신주인수권대가)	

대차대조표의 대변에는 다음과 같이 기록된다.

신주인수권부사채	100,000	
사채할인발행차금	3,696	
신주인수권조정계정	3,513	92,791

또한 기업회계기준 제 57의 2에 의하여 신주인수권의 행사시에 신주인수권대가를 기타자본잉여금으로 분류하도록 규정하고 있는데, 구체적인 분개는 다음과 같다.

예금	100,000	자본금(보통주)	100,000
신주인수권대가	3,513	신주인수권조정계정	3,513
(자본조정항목)			

위의 분개에서 알 수 있는 것처럼 신주인수권 또는 신주인수권부사채의 발행이나 행사시 발생하는 이익이나 손실을 손익계산서상의 손익으로 인식하지 않고 대차대조표상의 자본계정을 조정하므로 아무런 과세 효과가 나타나지 않는다.

## 2. 자기주식 사용시

회계적 관점에서 볼 때, 자기주식의 취득은 크게 두 가지 유형으로 분류된다. 하나는 주식의 소각을 위한 것으로 재취득한 주식을 영구적으로 없애는 것이고, 다른 하나는 자기주식거래로서 재취득한 주식을 일시적으로 보유하다가 추후에 재발행하는 것이다. 그러나 소각을 목적으로 재취득하든, 재발행을 목적으로 재취득하든, 주식 거래를 통해 발생하는 이익이나 손실은 손익계산서상의 손익으로 인식하지 않는 것이 일반적인 회계 처리 방법이다. 즉, 주식재취득 및 재발행과 관련하여 최초발행가액 이하로 재취득할 때 생기는 이익이나, 취득원가 이상으로 재발행할 때 생기는 이익은 자본잉여금(주식발행초과금) 항목으로 처리하며, 이와 반대의 경우에 발생하는 손실은 자본잉여금계정이나 이익잉여금계정에서 차감하여 처리한다.

우리 나라 기업회계기준은 자기주식을 미발행주식으로 보고 회계 처리하는 미발행주식설에 근거를 두고 있으며, 자기주식의 회계 처리 방법으로는 원가법(cost method)을 사용하고 있다. 즉, 자기주식을 취득할 때 지불한 금액(자기주식의 취득원가)를 자본조정항목으로 분류하여 자본 총액에서 차감하는 형식으로 기재하고 그 취득 경위, 향후 처리 계획 등을 주석으로 공시하도록 규정하고 있다. 원가법에서는 주식의 최초발행가액이 자기주식의 취득과 재발행에 따른 회계 처리에 아무런 영향을 미치지 않는다. 기업회계기준 제 57조에 의거 자기주식이 취득원가를 초과한 금액으로 재발행되었다면 초과 금액은 자기주식거래에 의한 자본잉여금계정에 대기하고, 취득원가 이하의 금액으로 재발행되면 그 부족액은 일차적으로 자기주식거래에 의한 자본잉여금 계정에 차기하고, 그것으로 부족한 경우에는 잔여분을 이익잉여금계정에 차기한다.