

美國 옵션市場의 去來制度

申 敏 植* 李 勝 雨**

<目 次>

- | | |
|------------------------|--------------|
| I. 序 言 | IV. 옵션 決濟會社 |
| II. 美國 옵션市場의 發展 | V. 結 言 |
| III. 美國 上場 옵션市場의 去來制度 | |

I. 序 言

옵션(Option)은 오랜 역사를 가지고 있지만 유럽에서는 17C경에 그리고 미국에서는 18C 말엽에 장외시장(over the counter market)을 통하여 소규모로 거래되기 시작하였다. 그러나 장외옵션시장은 비조직적이고 비능률적이었기 때문에 거래가 활발하지 못하였다. 미국의 장외옵션거래량은 1973년 4월 26일에 CBOE(Chicago Board of Option Exchange)가 개설되기 이전까지는 NYSE(New York Stock Exchange)의 주식거래량의 1%에도 미달하였다.

CBOE의 개설은 미국 옵션시장의 발전에 획기적인 전환점이 되었다. CBOE는 미국에서 가장 오랜 역사와 최대의 거래량을 자랑하는 상품선물거래소인 CBT(Chicago Board of Trade)의 거래제도를 도입하여 옵션거래를 표준화하고 조직화함으로써 짧은 기간 동안에 놀라운 발전을 이룩하였다. 처음에는 16종목의 기초주식에 대한 콜옵션이 상장되었으나 10년이 지난 1983년 말에는 145종목의 기초주식에 대한 콜옵션과 풋옵션이 상장되었으며 옵션계약의 발행수는 1973년 5월말에 1622계약에서 1983년 말에는 6,840,625계약으로 421배나 증가하였다. CBOE의 옵션거래량도 폭발적으로 증가하여 1974년 말에 이미 AMEX(American Stock Exchange)의 주식 거래량을 초과하기 시작하였으며 지금은 NYSE에 다음가는 시장규모를 보이고 있다.

CBOE의 성공에 힘입어 AMEX(1975, 1, 13), PHLX(Philadelphia Stock Exchange, 1975, 6, 25), PSE(Pacific Stock Exchange, 1976, 4, 9), MSE(Midwest Stock Exchange, 1976, 4, 9)에서도 콜옵션을 상장하기 시작하였으며 1977년 6월 3일부터는 풋옵션이 이상의 미국 5대옵션 거래소에 상장되기에 이르렀다. 또한 80년대 이후에는 기초자산이 다양화되어 주식옵션뿐만 아니라 주가지수(stock indexes), 외환, 미국재무성증권, 주가지수선물(stock index futures), 상품선물(commodity futures), 미국재무성채권선물(U. S. Treasury bond futures), 외환선물(foreign currency futures) 등에 대한 옵션도

* 慶北大學校 經商大學 經營學科 專任講師
 ** 釜山大學校 大學院 經營學科 博士課程

발행되고 있다. 향후 옵션은 고도의 금융상품으로서 미국뿐만 아니라 세계주요국의 금융시장에서 더욱 관심을 받으리라 전망된다.

CBOE의 개설은 옵션이론의 발전에도 새로운 전기를 제공해 주었다. 옵션에 관한 연구는 역사적으로 19C 말엽까지 거슬러 올라갈 수 있지만 만족할만한 옵션이론이 개발되지 못하다가 CBOE의 개설과 거의 같은 시기에 Black-Scholes(1973), Merton(1973)의 기념비적인 논문이 발표되었다. 이후의 수많은 옵션연구들도 옵션시장의 발전과 맥락을 같이 해 왔다고 할 수 있다.

그런데 옵션에 관한 국내문헌에서는 옵션이론이 중심이 되어 있고 옵션시장의 거래제도에 관한 소개는 거의 무시되고 있는 느낌이 든다. 옵션이론의 발전은 옵션거래제도의 발전과 밀접한 관계가 있다는 사실을 인식할 때 옵션이론을 올바르게 이해하기 위해서는 옵션시장의 거래제도에 대한 이해가 무엇보다 중요하다고 생각한다. 또한 옵션시장이 존재하지 않는 우리나라에서도 미국 옵션시장의 거래제도는 국내주식시장의 거래제도를 발전시키는데 여러가지 함축성을 갖는다고 생각한다. 따라서 본 연구에서는 CBOE의 독특한 거래제도를 중심으로 미국 옵션시장의 발전과정, 미국 상장 옵션시장의 거래제도, 그리고 옵션결제회사(Option Clearing Corporation ; OCC)의 기능에 대하여 살펴보고자 한다.

II. 美國 옵션市場의 發展

옵션은 역사적으로 전혀 새로운 개념이 아니다. Sharpe(1981)에 따르면 구약성서에서 이미 옵션 개념이 사용되고 있고⁽¹⁾ Gastineau(1975)에 의하면 고대 그리스나 로마시대에도 옵션이 사용되고 있었다.

중세시대에는 옵션을 자주 사용하였다. 17C초에 네덜란드의 튜립애호가들은 튜립뿌리를 기초자산으로 하는 tulip bulb option을 사용하였다. 그러나 tulip bulb option은 투기적인 목적으로 너무 과도하게 사용되었기 때문에 1636년에는 튜립뿌리시장(tulip bulb market)에 파동이 발생하여 네덜란드의 경제에도 심각한 영향을 주었다. 아이러니컬하게도 네덜란드에서는 tulip bulb option으로 인한 쓰라린 경험에도 불구하고 옵션을 계속 사용하였다. 튜립뿌리 파동이후에는 Dutch West India Company의 株式에 대한 풋옵션, 콜옵션, 스트래들이 암스테르담에서 거래되었다.

17C말에는 영국 런던에서 주식에 대한 풋옵션과 콜옵션이 조직적으로 거래되기 시작하였다. 그러나 옵션거래는 tulip bulb option에 관한 네덜란드의 쓰라린 경험에 비추어 볼 때 투기성이 강하다는 이유로 1733년의 Barnard Act에 의해 불법화되었다. 하지만 Barnard Act는 옵션거래를 근원적으로 저지시키는데는 실패하였으며 1931년 금융공황때까지는 풋옵션과 콜옵션이 런던에서 계속

(1) 구약성서 창세기 제29장에 따르면, Jacob은 Rachel과 결혼하기 위해서 Rachel의 아버지 Laban에게 7년간의 노동을 제공하는 조건으로 Rachel과 결혼할 수 있는 옵션을 매입한다. 그러나 Laban은 7년뒤에 Jacob과의 옵션계약을 어기고 Rachel의 언니인 Leah를 인도한다. 하는 수 없이 Jacob은 Rachel과 결혼하기 위해서 다시 7년간의 노동을 제공하는 옵션계약을 Laban과 다시 체결하게 된다.

거래되었다. 2차대전 이후 옵션거래가 중단되었다가 1958년부터 소규모로 옵션거래가 재개되었다. 현재 런던옵션시장은 유럽에서 최대규모이며 그외에 프랑스, 서독, 스위스 등에서도 옵션이 거래되고 있다.

미국에서의 옵션거래는 18C말부터 시작되었다. 미국의 옵션거래 역사는 1973년 4월 26일에 CBOE가 개설될 때까지의 장외옵션시장 시대와 그 이후의 상장옵션시장 시대로 나누어진다.

1. 場外옵션市場의 發展

18C 말엽에 풋옵션이 처음으로 장외시장에서 거래되기 시작하였다. 처음에는 옵션매매업자들(put and call brokers and dealers)이 일정한 사무실도 없이 뉴욕의 New Street에 있는 한 식당에 모여서 옵션을 매매하였다. 이 식당에는 공중전화박스와 옵션시세표가 마련되어 있었다. 때로는 큰 규모의 옵션을 매입하려는 자가 그 식당에 찾아오기도 하였지만 옵션매매업자가 고객과 직접 전화를 통하여 거래를 성립시키는 것이 일반적이었다.

당시의 옵션만기는 2일, 7일, 15일, 30일 등이 주종을 이루었으며 30일을 넘는 것은 매우 드물었다. 또한 거래단위도 옵션1계약당 500주, 1,000주, 5,000주 등으로 다양하였으며 1계약당 5,000주가 가장 일반적이었다.

그후 옵션매매업자들이 PCBDA(the put and call brokers and dealers association)을 결성함으로써 장외옵션거래는 점차 조직화되기 시작하였다.⁽²⁾ PCBDA회원들은 옵션거래의 중개역할을 수행할 뿐 옵션발행자의 역할을 하는 경우는 매우 드물었다. PCBDA는 회원들의 영업활동을 규제하고 회원간의 분쟁 또는 회원과 옵션투자자간의 분쟁을 중재하였으며 옵션결제를 촉진하기 위한 기준을 설정해 두었다. 1934년에 증권거래법(the securities exchange act)이 제정됨에 따라 PCBDA는 SEC(the Securities and Exchange Commission)로부터 업무감독을 받게 되었다.

PCBDA가 결성된 후에도 미국내의 모든 옵션주문은 NYSE의 브로커를 통하여 뉴욕으로 집결되어 PCBDA의 회원에 의하여 집행되었다.

당시 옵션의 기초주식은 NYSE에 상장된 주식으로서 거래가 활발하고 발행주식이 많은 종목이 주종을 이루고 있었으나 그중에는 AMEX에 상장된 주식도 있었고 장외시장에서 거래가 활발한 종목도 일부 포함되어 있었다. 거래단위는 옵션 1계약당 500주, 1,000주, 10,000주도 있었으나 대부분 100주 단위로 조정되었으며 만기는 30일, 60일, 90일, 6개월이었고 6개월 만기의 옵션이 가장 일반적이었다.

모든 옵션계약은 NYSE의 회원사에 의하여 그 계약의 이행이 보증되었으며 양도가 가능한 無記名證書(bearer form)로 발행되었다. 각 증서의 裏面에는 그 증서를 매도한 자가 계좌를 갖고 있는 NYSE회원의 상호를 기재하도록 되어 있어 결과적으로 NYSE회원이 背書에 의하여 옵션소지

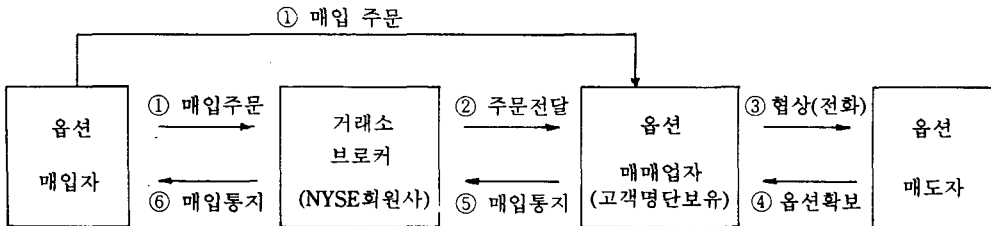
(2) 물론 PCBDA의 회원이 아닌 옵션매매업자들도 있었다.

자의 권리행사시에 계약조건이 이행되도록 보증하는 셈이다. 또한 고객이 옵션매매업자에 계약을 갖고 있다 할지라도 옵션을 발행할 때는 NYSE회원사의 背書를 필요로 하였기 때문에 옵션의 발행도 결과적으로 NYSE회원사에서 이루어졌다.

옵션매매를 위한 모든 呼價는 주식시세와는 달리 명목적인 것이었고 모든 거래는 옵션매매업자가 전화로 고객과 직접 협상하여 이루어졌다. 이 경우 전화를 통하여 얼마나 신속하게 매매를 체결할 수 있는가의 여부는 전적으로 옵션매매업자의 능력에 달려 있었다. 따라서 옵션매매업자는 통상 옵션발행에 관심을 가지고 있는 고객명단을 보유하고 있었으며 그 명단에 수록된 고객들과 거래하는 것이 일반적이었다.

場外市場의 옵션거래절차를 살펴보면 <그림 1>과 같다. 고객이 NYSE회원사를 통하여 거래하는 경우 고객의 주문을 접수한 거래소브로커는 그 주문을 옵션매매업자에게 전달하고 옵션매매업자는 전화로 고객과 협상하여 옵션매입을 시도한다. 옵션을 확보하면 옵션매매업자는 거래소브로커에게 옵션매입을 통지하고 다시 거래소브로커는 상대방 고객에게 그 사실을 통지하였다. 거래소브로커에게 제출된 주문은 數分동안 유효한 것도 있었고 어떤 주문은 하루동안 유효한 것도 있었다.

<그림 1> 場外市場의 옵션去來 節次



옵션의 행사가격은 기초주식의 時價에 따라 결정되었으며 옵션의 만기동안에 기초주식에 대하여 配當이 지급될 경우에는 그 금액만큼 차감하였다.

옵션프리미엄은 전형적인 6개월 만기의 콜옵션을 발행할 때 매수자가 평균적으로 주가의 14% 정도를 지불하였으며 그중에서 옵션발행자가 받은 프리미엄은 주가의 12%정도가 되고 그 차액 2%가 옵션매매업자의 수수료로 지불되었는데 이는 매수자가 지불하는 옵션프리미엄의 약 15%에 상당하는 금액이었다. 풋옵션의 프리미엄은 평균적으로 주가의 9% 정도로 콜옵션의 프리미엄보다 낮았다. 그것은 콜옵션에 대한 수요가 일반적으로 풋옵션에 대한 수요보다 더 많아서 콜옵션의 가격이 더 높았기 때문이다. 옵션 프리미엄은 기초주식의 가격, 옵션계약의 형태, 만기의 장단 및 기초주식의 場勢變化에 대한 敏感度 등에 따라 변동하였다.

권리를 행사함에 있어서 전화에 의한 행사는 인정되지 않았고 만기일의 만료시간이전에 옵션증서를 行使申請書와 함께 옵션증서에 背書한 거래소회원사에 제출토록 하였으며 決済는 行使日후 4 일째되는 날에 이루어졌다.

또한 옵션의 소유자가 옵션의 만기일을 연장하고자 할 경우에는 거래소회원사 또는 옵션매매업자를 통하여 옵션발행자와 합의하여 계약을 갱신할 수 있었다. 이 경우 갱신에 필요한 비용은 그 옵션의 가격, 기초주식의 가격, 연장기간의 장단 및 계약갱신을 원하는 자의 의사의 강도 등에 따라 결정되었으며 갱신을 원하는 옵션소유자가 부담하였다.

장외옵션거래량의 추세를 살펴보면 <표 1>과 같다.

<표 1> 장외옵션거래량의 추세

년 도	장외옵션거래량*	HYSE거래량의 비율(%)	CBOE옵션거래량**	NYSE거래량의 비율(%)
1940	1,250	0.58		
1945	2,108	0.56		
1950	2,631	0.50		
1955	6,012	0.93		
1960	8,561	1.12		
1965	15,256	0.98		
1970	19,681	0.67		
1971	29,516	0.76		
1972	32,851	0.79		
1973	18,920	0.47	109,800	2.71
1974	-	-	564,458	16.1

* 장외옵션거래량은 PCBDA의 회원들로부터 보고된 자료를 기초로 작성되었음.

그리고 이 자료는 옵션발행자에 의한 옵션매도분만을 포함하여 딜러끼리의 매도분은 포함되어 있지 않음.

** 1973년 동안의 CBOE옵션거래량은 동년 4월 26일 이후 CBOE가 개설된 기간동안의 자료임.

<표 1>에서 보는 바와 같이 1940년대에는 장외옵션이 소규모로 거래되다가 2차대전후에는 조금씩 증가하고 있다. 그러나 1972년의 장외옵션거래량은 NYSE거래량의 1%에도 미달하고 있으며 1973년 4월 26일에 CBOE가 개설됨에 따라 상장옵션거래량이 폭발적으로 증가하고 있음을 알 수 있다.

그렇다면 장외옵션시장이 발전할 수 없었던 이유는 어디에 있는가?

첫째, 옵션매매를 위한 流通市場이 발달되어 있지 않았다. 장외옵션시장에서는 조직적이고 경쟁적인 유통시장이 존재하지 않았기 때문에 옵션의 매수자 및 매도자가 옵션매매업자를 통하여 개별적으로 협상함으로써 매매가 이루어졌다. 따라서 특정 옵션을 매매하려고 할 때 매매상대방을 찾아내는 것이 쉽지 않았고 매매성립여부는 전적으로 옵션매매업자가 가지고 있는 정보와 개인적인 능력에 달려 있었다.

둘째, 거래비용이 과다하였다. 장외옵션시장에서 콜옵션을 매매하는데도 3가지의 직접거래비용⁽³⁾

(3) 콜옵션을 행사했을 경우에 콜옵션의 성과를 보충하기 위한 보증수수료(endorsement fees), 딜러 스프레드(dealer spread), 그리고 옵션매입자가 지불하는 수수료(commission)가 포함된다.

과 콜옵션을 행사했을 경우에 주식을 매매하는데 따른 간접거래비용이 과다하게 발생하였다. 그리고 장외시장에서 풋옵션을 매매하는데는 콜옵션보다 거래비용이 더 높았다.

셋째, 옵션계약조건이 다양하였다. 즉 옵션의 행사가격, 만기일, 1계약당 거래단위 등이 각 계약에 따라 다양하였다.

넷째, 옵션매수자와 매도자는 직접적으로 연결되어 있었다. 옵션계약의 존속기간 동안에는 매수자와 매도자가 상호밀접하게 연결되어 있어서 매도자는 매수자가 권리를 행사할 때까지 옵션발행자로서의 의무를 벗어날 수 없기 때문에 기초주가의 변동에 따른 위험을 감수하여야 했다.

다섯째, 옵션거래를 위한 정보가 부족하였다. 매수 및 매도호가와 거래가격에 대한 신속하고 체계적인 정보가 부족하여 옵션의 매수자나 매도자 다 같이 공정한 시장가격을 알 수 없었다.

2. 上場옵션市場의 發展

1973년 4월 26일에 CBOE가 개설됨으로써 미국 옵션시장의 발전에 새로운 장을 열게 되었다. CBOE는 옵션거래만을 취급하는 세계최초의 옵션거래소로서 미국 자본시장 사상 가장 짧은 기간동안에 가장 성공적으로 발전한 거래소라는 평가를 받고 있다.

처음에는 16종목의 기초주식에 대하여 3가지 유형의 만기로 발행된 총 48개의 콜옵션시리즈(call option series)가 상장되었으나, <표 2>에서 보는 바와 같이 10년이 지난 1983년 말에는 145종목의 기초주식에 대한 콜옵션과 풋옵션이 상장되었다.⁽⁴⁾

<표 2> CBOE의 옵션거래량, 기초주식수 및 등록회원수

년 도	옵션거래량			시장점유율 (%)	기초주식수	등록회원수
	년 간	1일 평균	1일 최고			
1973	1,119,117	6,469	17,319	100.0	32	520
1974	5,682,907	22,462	63,929	100.0	40	684
1975	14,431,023	57,040	124,528	79.7	79	1,281
1976	21,498,027	84,972	168,555	66.4	86	1,337
1977	24,838,632	98,566	223,781	62.7	95	1,293
1978	34,277,350	136,021	425,930	59.9	95	1,253
1979	35,379,600	139,840	342,334	55.1	95	1,240
1980	52,916,921	209,158	432,639	54.7	120	1,640
1981	57,584,175	227,295	426,780	52.6	120	1,666
1982	75,721,605	299,295	666,475	55.2	140	1,697
1983	71,695,563	283,382	592,890	52.8	145	1,753

(4) 1983년말 현재 미국 5대 옵션거래소에서 거래되는 옵션의 기초주식은 총 400종목 정도 된다.

CBOE가 개설된지 1년뒤인 1974년 3월에는 한달동안의 CBOE옵션거래량이 1972년 한해동안의 장외옵션거래량을 초과하였고 1974년말에는 AMEX주식거래량을 초과하기 시작하였으며 과거 10년동안 60배 이상 증가하였다. 옵션계약의 발행수는 1973년 5월말에 16,222계약에서 1983년 말에는 6,840,625 계약으로 421배나 증가되었으며 CBOE에 등록된 회원수도 1983년 말에는 1,753명으로 증가되었다.

이와같은 CBOE의 성공에 힘입어 AMEX(1975, 1, 13), PHLX(1975, 6, 25), PSE(1976, 4, 9), MSE(1976, 4, 9)에서도 콜옵션을 상장하기 시작하였으며 1977년 6월 3일부터는 풋옵션이 이상의 미국 5대옵션거래소에 상장되기에 이르렀다. 지금 현재 옵션시장의 시장점유율은 대략 CBOE가 53%, AMEX가 27%, PHLX가 12%, PSE가 8% 정도 차지하고 있다.

그렇다면 CBOE를 중심으로 하는 미국의 상장옵션시장이 빠른 속도로 발전할 수 있었던 이유는 어디에 있는가?

첫째, 옵션을 조직적이고 경쟁적으로 거래할 수 있는 중심시장(central market)을 창설하였다. CBOE를 비롯한 옵션거래소는 옵션거래에 대한 규제와 감독을 효율적으로 할 수 있는 중심시장으로서 옵션거래에 관한 시장정보를 신속하게 전달할 수 있었다.

둘째, OCC(option clearing corporation)를 설립하였다. 장외시장에서는 옵션의 매입자와 매도자가 옵션계약의 존속시간동안 서로 밀접하게 연결되어 있었으나 OCC가 설립됨으로써 5대 옵션거래소에서 거래되는 모든 옵션에 대하여 옵션발행자의 계약이행을 보증하였다. OCC가 옵션소유자에게 지는 총체적인 의무는 옵션발행자가 OCC에 대하여 지는 총체적인 계약상의 의무에 의해 그 이행이 보장된다. 따라서 옵션의 매입자는 권리를 행사하기 위하여 특정한 옵션발행자를 찾을 필요가 없게 되었다.

셋째, 옵션계약의 조건을 표준화하였다.⁽⁶⁾ 옵션거래소에 상장된 옵션은 장외옵션과는 달리 옵션의 만기일, 행사가격, 거래단위 등 계약조건을 표준화하고 단지 옵션가격만 경쟁시장에서 결정되도록 하였다.

넷째, 계속적으로 옵션이 거래될 수 있는 유통시장(secondary market)이 발전하였다. 옵션계약조건이 표준화되고 OCC가 모든 옵션거래에 대하여 거래상대방이 되어 줌으로써 옵션거래가 계속될 수 있는 유통시장이 발전할 수 있었다. 유통시장의 발전으로 옵션발행자와 투자자들은 그들의 옵션포지션을 청산하기 위해 만기일까지 기다릴 필요가 없게 되었다.

다섯째, CBOE와 PSE에서는 전통적인 주식거래소와는 달리 스페셜리스트(specialist)들이 가지고 있는 브로커와 딜러기능을 분리시켰다.⁽⁷⁾ 즉 CBOE와 PSE는 FB(floor broker)와 OBO(order book official)로 하여금 브로커기능을 수행하도록 하고 MM(market maker)으로 하여금 딜러기능을 수행하

(6) 옵션계약 조건의 표준화에 관한 자세한 내용은 제3장 1절을 참조바람.

(7) AMEX, PHLX, MSE 등 여타 옵션거래소에서는 스페셜리스트 제도를 채택하고 있다.

도록 하는 독특한 제도를 발전시켰다.⁽⁸⁾

여섯째, 옵션거래소에서는 장외시장과는 달리 無證書去來制度(certificatless trading system)을 채택하였다. 이 제도는 옵션매매에 대한 결제를 신속하게 하고 거래비용을 절감시켰다.

일곱째, 스프레드(spread)가 축소되었다. 상장옵션시장에서는 買受呼價와 賣渡呼價간의 스프레드가 계속적인 경쟁과정을 통하여 좁혀짐으로써 장외시장에서와 같이 옵션매매업자가 과도한 이득을 취하는 것을 방지하고 매매쌍방간에 거래비용을 절감시켜 주었다.

여덟째, 仲介手數料를 절약할 수 있게 되었다. 장외시장에서는 옵션소유자가 권리를 행사할 때 기초주식을 매입하기 위하여 중개수수료를 지불해야 했다.

상장 옵션시장에서는 옵션소유자가 기초주식을 매입 또는 매도할 필요없이 OCC와의 反對賣買(offsetting transaction)를 통하여 그의 포지션을 언제든지 청산할 수 있었기 때문에 거래비용이 상당히 절감되었다.

아홉째, 옵션투자자들은 정확한 市場情報을 신속하게 얻을 수 있게 되었다. 상장옵션시장에 참여하는 투자자들은 장외시장과는 달리 買受 및 賣渡呼價, 去來價格, 去來量 등에 관한 신속 정확한 시장정보를 공개적으로 얻을 수 있었다.

Ⅲ. 美國 上場옵션市場의 去來制度

오늘날 미국의 모든 옵션거래소는 OCC의 공동출자자이고 상장옵션거래를 위한 規則의 改廢事項이 OCC의 규칙과 상치되어서는 안되는 項目이 많기 때문에 동일한 기초자산에 관한 한 거래제도가 거의 동일한 내용으로 되어 있다. 따라서 본 연구에서는 CBOE 및 OCC의 주식옵션에 관한 거래제도를 중심으로 살펴 보고자 한다.

1. 옵션의 上場

(1) 基礎株式의 選定

옵션거래를 위한 기초주식의 선정은 거래소가 독자적으로 수행하며 기초주식의 발행기업은 그 선정과정에 관여하지 않는다. 따라서 옵션의 上場은 기초주식발행기업의 의사와는 관계없이 이루어지기 때문에 기초주식의 발행기업은 옵션이 상장된 거래소의 규칙이나 결정을 따를 의무가 없다.

기초주식의 발행기업은 옵션에 대한 어떠한 책임도 지지 않으며 옵션소유자는 주식소유자로서의 어떠한 권리도 없다. 옵션시장과 주식시장은 분명히 구분되는 별개의 시장인 것이다.

(8) FB, OBO, MM의 기능에 대한 자세한 설명은 제3장 3절을 참조바람.

거래소이사회는 거래소의 유가증권위원회(securities committee)가 추천하는 주식에 대한 옵션거래를 승인하고 그 승인기준을 발표하고 있는데 특별한 경우를 제외하고는 다음의 요건을 충족해야 한다.

① 기초주식은 전국 증권거래소중 최소한 하나에 적법하게 上場되고 SEC에 등록되어 있어야 한다.

② 기초주식은 광범위하게 분산소유되어야 한다. 즉 발행주식수는 최소한 7,000,000株 이상이어야 하고 주주수는 최소한 6,000명 이상이어야 한다.

③ 기초주식이 거래되는 모든 거래소에서 지난 1년 동안의 거래량이 최소한 2,400,000株 이상이어야 한다.

④ 기초주식의 선정일 이전 3개월 동안 기초주식의 終價가 기초주식이 거래되는 모든 거래소에서 최소한 \$ 10 이상이어야 한다.

⑤ 기초주식의 발행인 및 그의 子會社가 지난 3년 동안 우선주에 대한 배당금, 차입금에 대한 元利金, 減價基金에 대한 分割佛入金, 長期리스에 대한 리스料的 지급에 있어서 채무불이행 사실이 없어야 한다.

⑥ 기초주식의 발행인 및 子會社와의 연결재무제표상 지난 8분기 동안에 稅後純利益이 최소한 \$ 1,000,000 이상이어야 한다.

옵션거래소의 유가증권위원회는 기초주식이 옵션거래를 위한 요건을 충족하지 못하게 된 경우에는 특별한 경우를 제외하고 기초주식의 승인을 취소할 수 있다. 유가증권위원회가 기초주식의 승인을 취소하는 경우에는 일반적으로 그 주식을 기초로 하는 옵션클래스(option class)⁽⁹⁾의 추가적인 옵션시리즈(option series)⁽¹⁰⁾ 발행이 허용되지 않는다.

옵션거래소가 특정한 기초주식에 대하여 옵션거래소의 승인을 취소한 경우라도 이미 설정되어 있는 옵션에 대한 거래는 만기일까지 계속되나, 거래소의 各會員社는 그 기초주식에 대한 옵션거래를 계속하기에 앞서서 거래소의 결정사실을 고객에게 통지하여야 한다. 옵션시리즈에 대한 約定이 전혀 없을 때에는 옵션거래소가 會員社에 上場廢止事實을 통보하고 즉시 上場廢止할 수 있다.

옵션거래소가 일단 승인을 취소한 기초주식은 그 주식이 당초의 승인요건을 충족하지 못하는 한 옵션거래가 허용되지 않는다.

(2) 옵션 契約條件의 決定

① 滿期日

옵션의 권리를 행사할 수 있는 마지막날을 滿期日(expiration date)이라고 하며 上場옵션은 滿

(9) 옵션클래스는 동일한 기초주식에 대하여 발행된 동일한 형태의 모든 콜옵션 또는 풋옵션을 말한다.

(10) 옵션시리즈는 주어진 옵션클래스내에서 행사가격과 만기일이 같은 모든 콜옵션 또는 풋옵션을 말한다.

期月(expiration month)의 세번째 금요일의 바로 다음 토요일 오후 10시 50분(미국중부 표준시간)에 만기가 종료된다.⁽¹¹⁾ 이 시간은 옵션이 OCC에 제출될 수 있는 최종시간을 가리킨다. 유통시장에서의 옵션매매도 만기일의 바로 前營業日을 오후 3시에 정지된다. 또한 옵션을 행사하기 위해서는 고객이 만기일 바로 前營業日 오후 4시 30분 이전까지 그의 브로커에게 행사를 지시하여야 한다.⁽¹²⁾

上場옵션은 만기일 이전 대략 9個月전에 거래가 시작되며 옵션이 만료하는 4개의 달로 구성된 3가지 滿期週期(expiration cycle)중 어느 하나에 속하도록 되어 있다. 즉 JAJO⁽¹³⁾주기(1, 4, 7, 10월), FMAN주기(2, 5, 8, 11월), MJSD주기(3, 6, 9, 10월)의 3가지 만기주기중 하나의 형태로 거래된다. 한 옵션이 3가지 주기중 어느 한 가지의 주기로 지정이 되면 다른 만기월을 갖는 주기로 지정될 수 없다. 만일 만기월의 시한이 경과하면 즉시 각 주기에 있어서 새로운 만기월을 갖는 옵션이 설정된다.

② 行使價格

옵션의 行使價格(striking price)은 기초주식의 株價를 기준으로 하여 옵션거래소가 선정한다. 일반적으로 새로운 만기월을 갖는 옵션이 거래되기 시작할 때, 옵션거래소는 기초주식의 株價를 기준으로 하여 2개의 행사가격을 선정하는데, 하나는 기초주식의 가격보다 조금 낮고 다른 하나는 기초주식의 가격보다 조금 높게 선정한다. 만일 기초주식의 주가가 기존의 최저행사가격 또는 최고행사가격을 넘어서는 경우에는 이를 뒤에 새로운 행사가격으로 옵션이 거래된다.

1981년도에 SEC가 허용한 행사가격의 간격(striking price interval)은 \$ 100까지의 행사가격에 대해서는 \$ 5 간격으로 하고 \$ 100 이상의 행사가격에 대해서는 \$ 10간격으로 하고 있다. 그러나 이러한 간격은 옵션거래소가 옵션의 유동성을 제고시키기 위하여 필요하다고 인정할 경우에는 다른 간격으로 조정할 수 있다.

그리고 옵션거래소는 처음 상장된 옵션의 새로운 만기월이 다가옴에 따라 기초주식의 주가를 보고 새로운 옵션시리즈를 설정할 수 있다. 그러나 새로운 만기월의 도래만이 새로운 옵션시리즈를 설정할 수 있는 계기가 되는 것은 아니다. 새로운 만기월이 도래하기 전이라도 주가에 큰 변동이 있다면 옵션거래소는 이미 설정된 옵션과 같은 만기월을 갖는 새로운 옵션시리즈에 대한 거래를 즉시 시작할 수 있다. 그러나 만기일까지 45일 미만 남았거나 기초주식이 \$ 6이하로 거래되는 동안에는 SEC로부터 특별한 승인을 받지 않은 한 옵션거래소는 새로운 옵션시리즈를 설정할 수 없다.

또한 다음에 살펴 보는 바와 같이 株式分割(stock split) 또는 株式配當(stock dividend)에 따라

(11) 1974년 6월이전에는 상장옵션이 만기월의 마지막 영업일에 만료되었다. 1974년 6월부터 1976년 1월까지는 만기월의 마지막 월요일을 만기일로 하였다.

(12) 각 중개회사는 행사지시서(exercise instruction)를 받는 한계시간에 관한 독자적인 규칙을 마련해 두고 있는데, 통상 옵션거래소가 설정한 한계시간인 4시 30분보다 빠른 시간으로 정하고 있다.

(13) 해당월의 영문 두 문자를 사용하였음.

행사가격이 조정될 수 있다.

③ 契約單位

옵션의 契約單位(contract unit)는 옵션거래소의 동의를 얻어 OCC가 정하도록 되어 있는데 옵션1계약당 기초주식100株 단위로 하고 있다. 즉 옵션1계약은 기초주식100株에 대한 권리를 나타낸다.

그러나 기초주식의 발행인이 株式分割 또는 株式配當을 실시할 경우에는 OCC의 규칙에 의하여 옵션의 행사가격 또는 계약단위의 조정이 이루어 진다.

株式分割의 결과 이미 발행된 기초주식 1株에 대하여 1株 또는 그 이상의 整數로 분할될 경우에는 옵션1계약당 기초주식의 수는 바뀌지 않는다.

그러나 옵션계약의 수는 비례하여 증가하고 행사가격은 반비례하여 감소한다. 예컨대 행사가격이 \$ 50인 옵션의 경우 그 기초주식이 1주당 3주로 분할된다면 조정후에는 行使價格이 \$ 25인 새로운 옵션 3계약이 된다. 물론 새로운 옵션 1계약단위는 기초주식 100株에 대한 권리를 나타낸다.

그러나 기초주식 4株를 5株로 하는 주식분할과 같이 기초주식 1株에 대하여 整數로 분할되지 않을 경우에는 옵션 1계약단위는 分割比率에 따라 증가하고 행사가격은 이에 反比例하여 감소한다. 예컨대 행사가격이 \$ 50인 옵션의 경우 그 기초주식 4株를 5株로 분할한다면 새로운 옵션 1계약단위는 기초주식 125株, 그리고 행사가격은 \$ 40로 조정된다.⁽¹⁴⁾

경우에는 옵션 1계약당 기초주식수는 株式配當率에 비례하여 증가한다. 이와 동시에 행사가격은 행사에 필요한 全額이 配當落日 前에 있어서나 後에 있어서나 변함이 없도록 비례하여 감소한다. 예컨대 행사가격이 \$ 50인 옵션의 경우에 그 기초 주식에 대하여 25%의 주식배당을 실시한다면 새로운 옵션 1계약단위는 기초주식 125株, 그리고 행사가격은 \$ 40로 조정된다. 이 경우 행사가격을 조정함에 있어 소수점 이하의 수치는 그 수치에 가장 가까운 \$ 1/8 단위로 조정된다.

그러나 現金配當(cash dividard)의 경우에는 場外옵션과는 달리 上場옵션은 옵션계약을 조정하지 않는다.⁽¹⁵⁾ 현금배당은 配當落日에 기초주식소유자의 재산으로 간주된다. 따라서 콜옵션의 발행자는 그 옵션의 소유자가 配當落日 이전에 권리를 행사하지 않는 한 현금배당을 받을 권리가 있게 된다. 반면에 콜옵션의 소유자가 현금배당을 받으려면 配當落日 이전에 권리를 행사하여야 하고 주식을 보유하고 있는 풋옵션의 소유자는 配當落日 이후에 권리를 행사해야만 그 소유주식에 대한 현금배당을 받을 수 있게 된다.

그 밖에 옵션계약의 조정이 필요한 예외적인 경우가 있다. 資本再構成(recapitalization), 再組織

(14) 옵션 1계약단위는 분할비율에 따라 증가하므로 $100株 \times 5/4 = 125株$ 가 되고, 행사가격은 분할비율에 반비례하여 감소하므로 $\$ 50 \times 4/5 = \$ 40$ 가 된다.

(15) 미국의 The Federal Internal Revenue Code에 따르면 현금배당은 利益(earnings and profits)으로 부터의 現金分配(cash distribution)로 간주된다.

(reorganization), 資本還給(return of capital), 기타 유보이익이 없는 상태에서 分配를 하는 경우에 OCC는 옵션의 발행자와 소유자 쌍방에게 공평한 방법으로 현행 옵션계약조건을 조정할 수 있다.

2. 옵션의 注文

옵션의 賣買注文은 일정수의 옵션계약을 매입 또는 매도하기 위한 고객의 의사표시이다. 仲介會社의 RR(registered representative)⁽¹⁶⁾은 고객의 주문을 접수할 때 注文티켓상에 기재해야 할 다음과 같은 사항들을 알려 주어야 한다.

- ① 지정한 옵션의 買入 또는 賣渡여부를 주문티켓에 기재하여야 한다.
- ② 매입 또는 매도하고자 하는 옵션의 종류가 콜옵션인지 풋옵션인지를 기재하여야 한다.
- ③ 매입 또는 매도하고자 하는 옵션 계약의 수량을 기재하여야 한다.
- ④ 기초주식의 명칭을 기재하여야 한다.
- ⑤ 옵션의 滿期月(expiration month)을 기재하여야 한다.
- ⑥ 옵션의 行使價格(striking price)을 기재하여야 한다.

⑦ 주문의 종류에 관하여 成立價注文(market order)을 할 것인지 指定價注文(limit order)을 할 것인지 아니면 다른 특별한 주문을 할 것인지를 기재하여야 한다. 成立價注文은 가능한 최선의 가격으로 FB에게 요구하는 주문이며, 指定價注文은 고객이 매수자로서 지불하고자 하는 최고의 매수가격 또는 매도자로서 받으려고 하는 최저의 매도가격을 구체적으로 표시한 주문이다. 이러한 成立價注文 또는 指定價注文은 주문조건이 맞을 때 매매가 집행되기 때문에 條件附注文(contingency order)⁽¹⁷⁾라고도 할 수 있다.

그 외에도 여러가지 주문방법이 있다. 스프레드 注文(spread order)이란 매입하고자 하는 옵션 클래스와 동일한 옵션클래스의 옵션을 동일한 수량으로 매입함과 동시에 매도하라는 주문인데 여러가지 형태의 組合으로 구성할 수 있다. 예컨대 A / JAN / 60 call 그 계약을 매도하고 A / APR / 60 call 그 계약을 매입하라는 주문이라면 滿期月이 다르므로 칼렌다스프레드(calendar spread)라 부르고, A / MAY / 80 put 5계약을 매입하고 A / MAY / 70 put 5계약을 매도하라는 주문이라면 행사 가격이 다르므로 가격스프레드(price spread)라 부르는데 이들은 스프레드注文에 속한다. 스트레들注文(straddle order)이란 동일한 기초주식에 대한 동일한 행사가격과 만기월을 갖는 동일한 수의 콜옵션과 풋옵션 즉 스트레들을 매입 또는 매도하라는 주문인데, 예컨대 A / JAN / 80 put 5계약과 A / JAN / 80 call 5계약을 매도하라는 주문은 이에 해당된다. 이 밖에도 one cancels the other注文

(16) RR은 중개회사의 직원으로서 고객에 대한 투자 조언을 하는 한편 고객을 위하여 주문을 관리한다.

(17) 다른 조건부주문방법으로는, 옵션이 특정한 가격 또는 가격 범위내에 있을 때 指定價로 집행하라는 주문(stop limit order), 옵션이 특정한 가격 또는 가격 범위내에 있을 때 成立價로 집행하라는 주문(stop loss order), FB가 임의로 가격과 시간을 정하여 집행하라는 주문(not held order)등이 있다.

(18), market on close⁽¹⁹⁾注文, all or none⁽²⁰⁾注文, fill or kill注文⁽²¹⁾ 등 투자자의 다양한 투자욕구를 만족시킬 수 있는 여러가지 주문방법이 있다.

⑧ 거래의 종류에 관하여 開始去來(opening transaction) 또는 終結去來(closing transaction)를 주문티켓에 기재하여야 한다.

개시거래의 결과 해당계좌의 約定數(open interest)⁽²²⁾는 증가 된다. 개시거래는 다시 開始買受去來(opening purchase transaction)와 開始賣渡去來(opening sale transaction)으로 나누어진다. 개시매수거래는 옵션의 소지자가 되기 위해서 옵션을 매입하는 거래를 말하고 개시매도거래는 옵션의 발행자가 되기 위해서 옵션을 발행하여 매도하는 거래를 말한다.

반면에 종결거래의 결과로 해당계좌의 約定數는 감소한다. 종결거래도 終結買受去來(closing purchase transaction)와 終結賣渡去來(closing sale transaction)로 나누어진다. 종결매수거래는 옵션의 발행자가 옵션발행자로서의 의무를 종결시키기 위해서 자기가 발행한 옵션과 동일한 옵션시리즈에 속하는 옵션을 매입하는 거래이다. 옵션발행자가 종결매수거래를 하게되면 OCC에서는 거래량만큼 발행자의 옵션포지션을 감소시켜 준다. 종결매도거래는 아직 만기가 도래하지 않은 옵션의 소지자가 과거에 매입한 것과 동일한 옵션시리즈에 속하는 옵션을 매도함으로써 옵션소지자로서의 그의 포지션을 종결시키기 위한 거래이다.

따라서 고객은 이상의 4가지 거래방법중에서 하나를 지정해서 주문해야 한다.

⑨ 注文의 時效에 관하여 當日限有效注文(day order)을 할 것인지, 취소할 때까지 계속 有效한 GTC注文(good-until-cancelled order)을 할 것인지 아니면 特定時까지만 有效한 注文(good till a specified time order)을 할 것인지를 기재하여야 한다. 當日限有效注文은 주문된 날에 체결되지 않으면 그날에 무효가 된다. 따라서 OBO는 폐장시에 집행되지 않은 當日限有效注文을 그의 注文帳簿에서 삭제시킨다. GTC注文은 옵션의 만기까지 또는 고객이 주문을 취소할 때까지 유효하다.

⑩ 고객의 주문인지 仲介會社의 주문인지를 명확히 기재해야 한다. 왜냐하면 고객의 주문만이 매매체결시에 우선권을 갖는 OBO의 注文帳簿에 접수될 수 있기 때문에 이 점을 명확히 구분해야 한다.

⑪ 그밖에 주문에 관한 특별한 사항을 주문티켓에 기재할 수 있다.

고객이 옵션거래소가 승인한 書式에 따라 注文티켓을 작성하여 그의 브로커에게 제출하면 브로커는 고객의 주문을 거래소플로어(exchange floor)에 있는 커뮤니케이션室(communication booth)

(18) One cancels the other 注文이란 둘이상의 주문을 한 단위로 취급하여 그 중의 한 주문이 집행되면 다른 주문은 취소되는 주문이다.

(19) market on close注文이란 주문된 날의 거래종료 이전까지 주문이 집행되어야 하는 주문이다.

(20) All or none注文이란 주문의 전체가 집행되지 않으면 전체를 취소시키라는 주문이다.

(21) fill or kill注文이란 주문이 시장의 매매업자에게 제출된 즉시 주문의 전체가 집행되지 않으면 취소하라는 주문이다.

(22) open interest는 OCC가 해당계좌에 대하여 발행한 총옵션계약수를 말한다.

로 전달한다. 거기서 다시 주문은 런너(runner)를 통하여 FB에게 전달되어 복잡하고도 경쟁적인 去來過程에 들어가게 된다.

3. 옵션의 去來過程

오늘날 미국의 5大 옵션거래소에서 채택하고 있는 옵션거래에 관한 규칙과 절차는 다소 상이하다. AMEX와 PHLX에서는 스페셜리스트(Specialist)와 登錄옵션 去來員(Registered Options Trader)이 옵션거래를 담당하는데 비해 CBOE와 PSE에서는 FB(Floor Broker), OBO(Order Book Official) 및 MM(Market Maker)이 결정적으로 옵션거래를 담당한다는 점에서 중요한 차이가 있다. AMEX와 PHLX의 스페셜리스트 制度(Specialist system)는 株式去來所에서 전통적으로 사용하고 있는 거래제도와 비슷하지만, CBOE와 PSE의 MM制度(Market Maker system)는 미국에서 가장 오랜 역사와 최대의 거래량을 자랑하는 상품선물거래소인 CBT(Chicago Board of Trade)의 거래제도와 유사하다고 할 수 있다. 스페셜리스트들은 공정한 시장관리를 위하여 브로커기능과 딜러기능을 동시에 수행하지만, CBOE와 PSE가 채택하고 있는 독특한 거래제도하에서는 이러한 스페셜리스트의 브로커기능과 딜러기능을 분리시켜 브로커기능은 OBO와 FB가 수행하고 딜러기능은 MM이 주로 수행하도록 하였다. 따라서 CBOE는 오늘날과 같이 미국옵션시장을 독창적으로 발전시키는데 주도적인 역할을 하였으며 다른 옵션거래소와의 경쟁에도 불구하고 미국의 전체 상장 옵션거래량의 1/2이상을 여전히 차지하고 있다. 본 연구에서도 이러한 점을 감안하여 CBOE의 옵션거래 규칙과 절차를 중심으로 설명하고자 한다.

CBOE는 거래량의 증가에 따라 1984년 2월에 새건물로 이사하였는데 去來플로어(trading floor)의 넓이는 50,000평방피트규모이다. 去來플로어 둘레에는 전화기, 텔레타이프, 전광시세판(quotron price display screen)등을 구비하고 있는 커뮤니케이션실이 600개이상 설치되어 있는데 OCC의 會員社(exchange member)들이 임대하여 사용하고 있다. 去來플로어는 다시 去來포스트로 나누어진다. 株式옵션을 거래하기 위한 6개의 去來포스트(trading post)가 플로어면적의 1/2이상을 차지하며, 플로어의 나머지는 指數옵션(index option)과 債務옵션(bond option)등의 거래장소로 사용되고 있다. 각 去來포스트는 또한 9~10개의 스테이션(station)으로 구성되는데 한 스테이션에서 보통 3~4종의 기초주식을 취급한다.⁽²³⁾

去來日(trading day)의 오전 7시(미국 중부 표준시간)경에는 거래소의 플로어가 조용하다. 7시 30분경이 되면 거래소의 會員들과 去來檢査員(trade checker)들이 출근하여 전날의 사무착오를 정정하고 체결되지 않은 거래를 정리하기 시작한다. 9시가 되면 250명의 FB, 40명의 OBO, 600명의 MM, 그리고 1000명 이상의 거래소 직원과 會員社직원들로 플로어는 붐비기 시작한다. 그러나 이

(23) 스테이션의 배열은 다양한 옵션클래스의 거래활동과 새로운 기초주식의 도입에 따라 시시각각으로 변동된다.

들 중에서 거래소의 會員들인 FB, OBO 그리고 MM들만이 플로어에서 옵션을 거래할 수 있다.⁽²⁴⁾ FB는 거래소의 회원으로서 일반 투자자의 주문을 집행한다. OBO는 거래소의 직원으로서 그의 보조원들과 함께 각 스테이션을 관장하며, 그가 담당할 옵션클라스를 거래하려는 FB와 MM을 관리한다. FB와 MM은 각 스테이션의 계단위에 서서 OBO와 마주보며 거래를 집행한다. 그리고 MM은 거래소의 회원이긴하지만 자기자신, 조합 또는 기업을 위하여 딜러기능을 수행하며 일반 투자자를 위한 브로커기능은 수행하지 않는다.⁽²⁵⁾ MM은 그가 맡은 옵션클라스에 유동성을 부여한다는 데 큰 의의가 있다.⁽²⁶⁾

일반 투자자들의 옵션주문은 거래소의 커뮤니케이션실에 있는 텔레타이프를 통하여 각 개인의 주문티켓에 기재된다. FB는 개인의 주문티켓을 떼어가지고 적당한 거래포스트로 걸어가서 직접 주문을 하기도 하고 러너(runner)가 거래포스트에 서있는 FB에게 주문티켓을 전달해 주기도 한다.

FB는 고객의 주문티켓에 입각하여 電光時勢스크린(quotron price display screen)상의 거래정보를 이용하여 고객의 주문을 집행한다. 전광시세스크린은 각 거래포스트별로 FB와 MM의 앞쪽, 그리고 OBO의 뒷쪽 벽에 설치되어 있다. 각 스크린은 기초주식별로 주가, 콜옵션, 풋옵션의 가격과 거래량에 관한 정보를 제공하며, Dow Jones과 Reuters News Services가 제공하는 주요주가, 시장지수, 기타 최신정보도 제공해 준다. 동일한 기초주식에 대한 옵션이 2중으로 상장되어 있을 경우 다른 거래소에서 전달되는 거래정보도 역시 제공된다. FB와 MM들은 스크린상의 최신 거래정보를 주시하는데 가장 많은 시간을 소비한다.

옵션거래소가 오전 9:00시에 개장되면 각 스테이션에서는 옵션거래를 시작하기에 앞서 기초주식의 첫번째 呼價가 주식거래소로부터 보고되기를 기다린다. 기초주식의 호가가 보고되면 OBO는 그가 담당할 각 옵션시리즈에 대한 開始回轉(opening rotation)을 실시한다.⁽²⁷⁾ 開始回轉은 OBO가 각 MM으로부터 그가 담당할 옵션클라스에 대한 買受呼價(bid price) 및 賣渡呼價(ask price)를 접수함으로써 시작는데 기초주식의 開始去來가 보고되는 순서대로 실시된다. 동일한 옵션클라스내에서는 만기일이 가장 빠르고 행사가격이 가장 낮은 옵션시리즈로부터 개시회전을 실시한다. 그리고 만기일이 동일할 경우에는 행사가격이 낮은 옵션시리즈로부터 행사가격이 높은 시리즈로 순차적으로 계속된 후에 그 바로 다음의 만기일을 갖는 시리즈로 옮겨가는 식으로 진행된다. 만일 동일한 기초주식에 대하여 풋옵션과 콜옵션 모두가 설정되어 있으면 OBO는 어떤

(24) CBOE는 원래의 Board Broker System을 폐지시키고 PSE에서 먼저 도입한 OBO-system으로 대체시켰다. Board Broker는 거래소의 會員인 반면에 OBO는 거래소의 직원이다. 그러나 이들의 기능은 서로 동일하다.

(25) 결제회원사로부터 권한을 부여 받으면 동일인이 FB와 MM의 기능을 동시에 수행할 수 있다. 그러나 동일한 날짜에 동일한 기초주식에 대하여 발행한 특정 옵션클라스의 매매에 있어서는 FB와 MM의 기능을 동일인이 동시에 수행할 수는 없다.

(26) 각 옵션클라스에는 평균적으로 10여명의 MM이 있고 거래가 활발한 옵션클라스에는 50명 이상의 MM이 참여한다.

(27) 기초주식에 대한 買受 및 賣渡呼價가 주식거래소로부터 9:15 또는 9:30까지 보고되면, OBO는 주식거래가 아직 체결되지 않았더라도 통상 옵션 거래를 개시한다.

종류의 옵션을 먼저 거래할 것인가를 결정하고 나서 풋옵션시리즈와 콜옵션시리즈의 개시회전을 번갈아 가며 실시하여야 한다. 결과적으로 開始回轉은 동일한 기초주식에 대하여 발행된 모든 옵션시리즈에 回轉期間동안에 순차적으로 거래될 수 있는 기회를 제공하게 되며, 개시회전이 종결되고 나서야 모든 옵션시리즈에 대한 同時去來가 시작된다. 또한 옵션시리즈를 종결시키기 위해서 해당옵션시리즈의 최종 開場日 오후 3:00시에 개시회전과 비슷한 방법으로 終結回轉(closing rotation)이 실시되기도 한다.⁽²⁸⁾

통상적으로 옵션거래는 런너(runner)가 커뮤니케이션실로부터 OBO의 스테이션에 서있는 FB에게 일반 투자자의 주문을 전달해 줌으로써 시작된다. 주문을 접수한 FB는 모든 賣買業者(trading crowd)⁽²⁹⁾들이 들을 수 있도록 呼價를 부른다. 옵션거래는 계속적인 競賣(continuous auction)로 거래되기 때문에 FB와 MM들은 최선의 가격을 얻어내기 위하여 치열한 경쟁을 하게 된다. 만일 체결된 가격이 電光時勢스크린상의 가격과 다를 경우에는 스테이션에 앉아 있는 QRTO(quote reporting terminal operator)가 전광시세스크린의 가격을 수정한다. 이 수정된 정보는 전국의 仲介會社(brokerage house)의 컴퓨터단말기에 즉시 전달된다.

FB가 일반투자자들로부터 成立價注文을 받았을 경우에는 가능한 한 빨리 최선의 가격으로 집행하여야 한다. 그러나 만일 FB가 時勢와 동떨어진 指定價注文을 받고 주문을 집행하는데 상당한 시간이 걸릴 것으로 생각될 때는 그 주문을 OBO에게 제출하여 최선의 가격으로 집행이 가능할 것인지를 빨리 판단하여야 한다. 이때 FB는 OBO앞의 카운터 위에 놓여 있는 注文박스(order box)에 주문티켓을 집어 넣는다. 그러면 OBO의 스템은 指定價注文의 買收-賣渡티켓들을 박스에서 꺼내어 각 옵션의 종류별로 각각 별개의 帳簿에 가격의 순서대로 FB는 지정가주문을 기록한다.⁽³⁰⁾ OBO는 賣買業者(trading crowd)들을 위하여 그의 장부에 접수된 呼價중에서 가장 높은 買受呼價와 가장 낮은 賣渡呼價만을 각 포스트에 설치된 OBO의 스크린에 게시한다. 그러나 OBO의 장부상의 나머지 買受 및 賣渡呼價는 공개되지 않는다.⁽³¹⁾ 그리고 OBO의 장부에 접수된 주문에 대한 집행은 가격우선의 원칙에 관계없이 다른 주문보다 우선한다. OBO의 장부에 접수된 주문끼리는 물론 시간우선, 가격우선 및 거래량우선의 원칙에 따라 집행된다.

만일 FB의 賣渡注文이 MM의 買受注文과 일치하여 거래가 체결되면 FB는 賣渡티켓(sell ticket)을 작성하고 MM은 買受티켓(buy ticket)을 작성하게 된다. 예컨대 MM의 買受티켓은 <표 3>와

(28) 과거에는 모든 옵션시리즈에 대하여 매일 開場時에 終結回轉이 일상적으로 실시되었다. 이러한 제도는 지금 중단되었다.

(29) CBOE에서 직업적으로 거래하는 자로서 FB와 MM을 지칭한다.

(30) FB가 OBO의 장부에 주문을 접수시킬 때는 옵션거래소에 플로어 仲介料(Floor brokerage)를 지불해야 한다. OBO의 장부는 다른 주문에 대하여 우선권을 제공해 주기 때문에 FB는 플레어 仲介料를 지불하면서 고객의 주문을 OBO의 장부에 접수시킨다.

(31) 그러나 OBO는 정보를 요구하는 모든 FB에게 그가 제출한 주문이 OBO장부상의 가장 높은 買受呼價 또는 가장 낮은 賣渡呼價와 동일한 경우에는 그의 주문이 어떠한 우선 순위를 갖는지는 알려줄 수 있다.

같다. <표3>에서 RAP는 옵션을 賣渡하는 FB의 인적기호이고 B는 FB를 대표하는 決濟會員의 기호이다. DVD는 MM을 보증하는 決濟會員의 기호이고 SIG는 MM의 인적기호이다.

〈표 3〉 MM의 買受티켓

VOL. 5	STOCK PRD	JAN	APR	PREMIUM 3¼	CONTRA CLEARING MEM RAP B
		FEB	MAY		
		MAR	JUN		
		JUL	OCT		
		AUG	NOV		
		SEP	DEC		
EX. PRICE 40					
DVD		SIG		1 / 5 / 77	
CM		FB / MM		DATE	
B U Y				C A L L	

FB는 賣渡티켓에 매도시간을 표시한 다음 매도티켓의 사본1부를 컨베이어벨트(conveyor belt)에 넣으면 포스트의 끝에 있는 작은 상자로 자동적으로 이송된다. PRTO(price reporting terminal operator)는 그 상자로부터 매도티켓들을 꺼내어 기초주식의 기호, 만기월, 행사가격, 거래된 옵션계약수, 그리고 매도한 FB와 매수한 MM의 기호(즉, RAP와 SIG) 등을 컴퓨터단말기에 入力시킨다. 컴퓨터는 기초주식의 최종거래시간과 종가를 자동적으로 入力함으로써 거래기록을 마감한다. MM은 티켓을 시각적으로 구분하기 쉽도록 하기 위하여 풋옵션의 매도티켓은 청색으로 하고 콜옵션의 매도티켓은 적색으로 하고 있다. 또는 PRTO는 거래를 구분하기 위하여 transaction prefix code를 입력시켜 두기도 한다. 주문을 파일한 다음 ticker tape에 거래결과가 나타날 때까지 1분도 채 소요되지 않는다. 거래가 활발한 날에는 시간이 더 소요된다. MM은 그의 거래사본을 다음 거래에 참고하기 위해 보관한다. FB는 그의 거래사본을 런너(runner)에게 건네주면 그는 그것을 원래의 커뮤니케이션실로 다시 전달한다. 그리고 커뮤니케이션실에서 맨처음 주문이 이루어진 仲介會社로 거래결과를 텔레타이프해 준다. FB가 런너(runner)를 이용할 수 없을 경우에는 포스트에 있는 컨베이어벨트에 거래사본을 떨어뜨리면 된다. 成立價注文의 경우 커뮤니케이션실로부터 주문이 접수되어 거래사본이 다시 커뮤니케이션실로 전달될 때 까지의 전과정에 소요되는 시간은 특정 포스트로부터 커뮤니케이션실까지의 거리, 런너의 이용여부, 그리고 FB가 복수의 주문을 취급하는지에 따라 1분 30초 내지 2분 30초 정도 소요된다.

이상과 같이 FB와 MM간의 거래가 가장 전형적이지만, MM과 MM들간에 거래가 이루어지기도 하고 FB와 FB들간에 거래가 이루어지기도 하며, FB, MM 그리고 OBO 사이에 거래가 이루어지기도 한다. 만일 FB와 MM이 동일한 가격으로 경쟁하고 있을 때 FB가 그의 주문을 OBO의 장부에 접수시키면, 앞에서 지적한 바와 같이 FB는 MM보다 경쟁의 우선권을 갖게 된다. 그리고 FB가 운이 좋아서 동일한 가격과 수량의 매수주문과 매도 주문을 동시에 가지고 있을 경우⁽³²⁾에는 모든 매매업자들이 들을 수 있도록 구두로 매수호가와 매도호가를 부른 다음 매매업자들의 참여가 없을 경우에는 스스로 거래를 체결시키고 곧 바로 그 결과를 구두로 발표하면 된다.

4. 옵션去來의 規制

(1) 去來中斷 및 去來停止

옵션거래소의 2명의 Floor official⁽³³⁾은 다음과 같은 경우에 공정하고 질서있는 시장을 조성하기 위하여 2영업일을 초과하지 않는 기간동안 옵션거래를 一時 中斷할 수 있다.

- ① 주식의 유통시장에서 기초주식에 대한 거래가 중단 또는 정지된 경우
- ② 주식의 유통시장에서 기초주식의 開始去來가 특수한 상황 때문에 지체되는 경우
- ③ 기타 특수한 조건 및 상황하에서 필요하다고 인정하는 경우

이와 같은 사유로 거래가 중단된 옵션은 2명의 Floor official이 그 사유가 해소되었다고 인정하거나 거래를 再開하는 것이 공정하고 질서있는 시장을 조성하기 위하여 필요하다고 인정하는 경우에는 再開할 수 있다.

또한 거래소의 理事會는 다음과 같은 경우에 공정하고 질서있는 시장을 조성하기 위하여 옵션거래를 停止할 수 있다.

- ① 주식의 유통시장에서 기초주식의 거래가 정지되었을 때
- ② 옵션의 거래중단이 2영업일 동안 계속되고 그러한 중단사유가 해소되지 않은 경우
- ③ 기타 특수한 조건 및 상황하에서 필요하다고 인정하는 경우

이와 같은 사유로 거래가 정지된 옵션은 거래소 理事會가 그 사유가 해소되었다고 인정하거나 거래를 再開하는 것이 공정하고 질서있는 시장을 조성하기 위하여 필요하다고 인정하는 경우에 再開할 수 있다.

(2) 포지션制限

주식시장에서는 발행된 주식의 總數가 확정되어 있지만 옵션시장에서는 옵션계약을 공급하는데

-
- (32) 동일한 옵션시리즈에 대한 동일한 가격과 수량의 매도 및 매수주문을 크로싱주문(crossing order)이라고 부른다.
 - (33) 거래소의 직원으로서 시장업무에 종사한다. 시장에서의 거래와 관련된 모든 규칙의 적용 또는 해석은 적어도 2명 이상의 동의가 필요하다. 이들이 거래소의 규칙에 따라 어떤 조치를 취했을 경우 즉시 서면으로 보고해야 한다.

제한이 없다. 開始去來를 원하는 買受者와 賣渡者가 존재하는 한 옵션의 約定數는 무한대로 증가할 수 있다. 이러한 옵션의 約定數는 反對賣買, 권리행사 또는 만기일의 도래로 인하여 정리된다.

포지션제한(position limit)이란 옵션시장에 참여하는 자들이 옵션을 과도하게 거래함으로써 기초주식의 가격에 부당한 영향을 미치는 것을 사전에 방지하기 위하여 옵션의 所有契約數를 제한하는 것을 말한다. 거래소는 포지션에 대한 上限線을 두어 어느 한 투자자나 집단으로 행동하는 투자자의 그룹(acting in concert)⁽³⁴⁾이 소유할 수 있는 동일한 기초주식에 대한 옵션約定數를 제한하고 있다.

거래소의 포지션제한에 관한 규칙은 기초주식의 발행수 및 거래량의 정도에 따라 3가지 등급으로 制限線을 두고 있다. 또한 거래소는 6개월마다 기초주식의 발행수 및 거래량을 조사하여 필요한 경우 이러한 制限線을 조정한다.

(3) 行使制限

옵션의 소지자가 일시에 과도하게 옵션을 행사할 경우 기초주가에 부당한 영향을 미칠 소지가 있다. 따라서 옵션거래소는 이러한 불공정한 가격형성을 방지하기 위하여 전술한 포지션제한과 같은 요건 및 제한선을 적용하여 한 투자자가 계속적으로 5영업일 이내에 행사할 수 있는 동일한 기초주식에 대한 옵션계약의 수를 제한할 수 있다.

(4) 證據金要件

옵션의 발행자가 발행한 옵션이 행사될 경우에 그의 의무를 이행할 수 있는 충분한 자산을 보유하지 않고 있거나 언커버드옵션(uncovered option)⁽³⁵⁾을 무절제하게 발행한다면 옵션시장은 고유의 기능을 발휘하지 못할 것이고 옵션거래자체가 과당투기의 목적으로 남용될 소지가 있다. 따라서 옵션발행자에 대하여는 권리의 행사가 있을 경우 그들의 의무를 확실하게 이행시킬 수 있는 장치가 필요하다.

옵션시장에서 證據金(margin)이라 함은 옵션의 발행자가 그 옵션이 행사될 경우에 그의 의무를 확실하게 이행하도록 하기 위한 담보로서 仲介會社에 예치하여야 하는 현금 또는 유가증권을 의미한다.

이에 따라 커버드 콜옵션(covered call option)의 발해자 및 현금충당형풋옵션(cash seured put option)⁽³⁶⁾의 발행자를 제외한 모든 옵션의 발행자는 證據金要件(margin requirement)에 따라 증거금

(34) 다수의 투자자들의 투자결정이 한 개인이나 고난단체에 의하여 이루어지는 경우를 말하는데, 다음과 같은 자가 관리하는 계좌는 'acting in concert'로 취급된다. 고객의 계좌를 관리할 수 있는 권한을 일임받은 등록대리인, 옵션과 관련된 투자결정이 한 개인이나 한 관리집단에 의하여 좌우되는 투자 고문, 상호기금가족, 신탁자 또는 이와 유사한 조직.

(35) un covered option이란 기초주식을 보유하지 않고 발행한 옵션을 말하고 covered option이란 기초주식을 보유하고 발행한 옵션을 말한다.

(36) cash secured put option이란 풋옵션의 발행자가 옵션의 총행사대금을 仲介會社에 예치하고 발행한

을 예치하여야 한다.

증거금요건은 그때 그때 연방준비제도이사회(FRB), 옵션거래소, 그리고 옵션시장의 자율규제기관에 의해 정해지는 最低證據金을 기준으로 하여 각 仲介社會별로 달리 정하고 있다. 이러한 규칙에 따라 仲介社會가 일단 증거금을 예치받고 옵션의 발행을 허용한 고객에 대하여는 OCC가 옵션의 계약내용을 보증하게 된다.

IV. 옵션決濟會社

옵션결제회사(OCC)는 1972년에 Delaware州法에 의하여 설립되었다. 1975년까지는 CBOE가 전액출자하였으나 현재는 미국의 모든 옵션거래소가 공동출자하고 있다. OCC의 理事會는 결제회원(clearing member)을 대표하는 會員理事와 각 옵션거래소를 대표하는 去來所理事 및 經營理事로 구성되어 있다.

각 옵션거래소의 회원은 일정한 자격 요건에 따라서 OCC의 결제회원이 될 수 있다. OCC의 결제회원이 아닌 옵션거래소의 회원은 OCC의 결제회원을 통하여 그의 결제업무를 대행케 할 수 있다. 결제회원은 일반적으로 중개회사들이며 OCC에 대하여 옵션거래에 따른 결제와 옵션소지자의 권리행사에 따른 옵션발행자의 의무이행에 대한 책임을 진다.

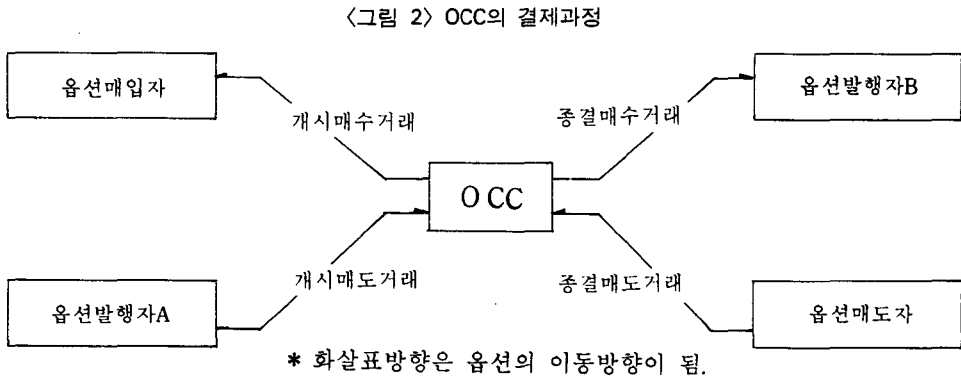
1. OCC의 機能

장외옵션거래에서는 옵션을 발행하고자 하는 자가 그의 브로커를 통하여 옵션을 매입하고자 하는 자의 브로커를 발견하여야 하며, 옵션계약기간 동안에도 옵션발행자와 옵션매입자간에는 1對1의 關係(one on one linkage)가 엄격히 유지되기 때문에 장외옵션거래는 매우 경직되어 있었다. 그러나 상장옵션거래에서는 OCC가 옵션발행자 또는 옵션매도자브로커(writing or selling broker)와 옵션매입자브로커(writing or selling broker)의 중간에 介入하여 모든 옵션거래에 대한 결제기능(clearing function)을 수행함으로써 옵션발행자와 옵션매입자간에 1對1의 關係를 유지할 필요도 없고 無證書去來(certificatess trading)⁽³⁷⁾를 가능하게 함으로써 옵션거래를 크게 촉진시켰다.

옵션을 말한다. 이 경우에는 증거금요건의 적용을 받지 않으며 예치금액은 TB와 같은 단기채권에 투자되어 얼마간의 이자를 받을 수 있다.

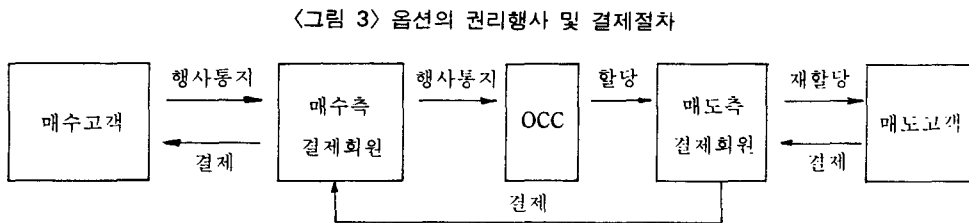
(37) OCC는 증서를 발행하지 않는 대신 결제회원별로 옵션의 발행 및 거래내용을 日別로 기록 유지한다. 고객들이 옵션소유권의 증명이 필요한 경우에는 중개회사로부터 거래확인전표 및 정기계산서를 발급받아 사용할 수 있다.

〈그림2〉에서 보는 바와 같이 OCC는 모든 옵션거래에 대한 거래상대방이 되어줌으로써 결제과정을 촉진시키고 있다.



옵션을 발행하고자 하는 A가 개시매도거래를 통해 옵션을 발행할 경우 OCC는 새로운 포지션을 설정해 주고 옵션발행자인 B가 종결매수거래를 통해 그의 포지션을 청산하고자 할 경우 OCC는 그의 포지션을 청산해줌으로써 거래쌍방에 대하여 거래상대방이 되어 준다. 또한 개시매수거래를 통하여 옵션을 매입하고자 하는 자에게는 그의 옵션 포지션을 증가시키고 종결매도거래를 통하여 옵션을 매도하고자 하는 자에게는 그의 옵션 포지션을 감소시킴으로써 거래상대방이 되어 준다. 결과적으로 OCC는 모든 옵션거래에 대한 결제과정을 통하여 사실상의 옵션발행자가 되며 거래상대방에 대하여 옵션계약의 내용을 보증하게 된다.

OCC는 모든 옵션거래에 대한 決済機能을 수행할 뿐만아니라 옵션의 소유자가 권리를 행사해 줄 경우 옵션의 발행자가 그의 의무를 반드시 이행하도록 하는 제도적 장치를 운영함으로써 옵션에 대한 保證機能(guarantee function)을 수행한다. 옵션의 권리행사와 결제절차는 〈그림 3〉과 같다.



옵션의 소유자는 행사가 제한되는 특별한 경우를 제외하고는 만기일 이전에 어느 때라도 권리를 행사할 수 있다. 옵션의 소유자가 권리를 행사하기 위해서는 그 사실을 그의 결제회원에게 통지하여야 한다. 통상 결제회원들은 고객으로부터의 행사통지서 접수를 옵션만기일 前營業日 오후 4시 30분 이전에 마감한다.

고객으로부터 적법하게 행사통지를 받은 결제회원은 영업일중에 OCC에 행사통지서를 제출하여야 한다. 행사통지를 받은 OCC는 그 다음 영업일에 그 행사된 옵션과 같은 옵션시리즈를 발행한 결제회원을 지정하여 의무를 이행하도록 할당한다. 이 때 지정방법은 모든 거래소에 의해 승인된 공정한 방법이라면 어떤 방법이라도 가능하며 통상 컴퓨터를 이용하여 무작위로 지정한다. OCC로부터 행사통지를 받은 매도측 결제회원은 행사된 옵션과 같은 옵션시리즈를 발행한 고객중에서 한명을 지정하여 행사통지서를 재차 할당한다. 이 때 고객을 지정하는 방법은 OCC가 결제회원을 지정하는 방법과 같다.

OCC가 일단 결제회원에게 행사통지서를 할당하게 되면 그 행사된 옵션을 종결매수거래에 의하여 청산할 수 없게 된다. 결제회원으로부터 행사통지서를 재차 할당받은 콜옵션의 발행자는 행사가격을 지급받고 행사결제일의 12시 이전까지 기초주식을 인도하여야 한다. 또한 풋옵션의 발행자일 경우에는 기초주식을 인도받고 행사가격을 납부하여야 한다. 권리행사에 따른 결제일은 행사통지서가 적법하게 OCC에 제출된 날로부터 5일째 영업일로 되어 있다.

결제회원간의 결제는 주식매매의 경우와 마찬가지로 통상 주식결제회사(stock clearing corporation)를 통해 이루어진다. OCC가 의무를 이행할 매도측결제회원을 지정하면 매도측결제회원은 결제회원간의 결제를 위한 주식결제회사를 지정한다. OCC가 매수측결제회원, 매도측결제회원, 그리고 매도측결제회원이 지정한 주식결제회사에 행사사실을 통지하면 그 두 결제회원은 주식결제회사를 통하여 기초주식을 인도받거나 행사가격을 지급받게 된다.

이와 같은 권리행사로 인한 결제가 주식결제회사를 통하여 이루어지면 OCC는 더 이상 결제에 대한 책임을 지지않고 모든 권리와 의무는 결제회원과 주식결제회사간에 귀속하게 된다. 한편 OCC는 주식결제회사를 통하지 않고 결제회원간에 직접 결제하도록 요구할 수도 있는데 이 때는 권리를 행사한 결제회원에게 행사가격이나 기초주식이 인도된 때에 OCC의 의무가 종결된다.

2. OCC의 Back-Up System

OCC의 결제과정은 옵션이 행사되는 경우에 그 행사된 옵션과 같은 시리즈의 옵션을 발행한 자가 있기 때문에 가능해진다. 즉 옵션거래소에서 유통되는 모든 옵션은 궁극적으로 그 의무이행을 책임지는 발행자가 있는 것이다.

따라서 OCC로부터 행사통지를 받은 결제회원은 행사된 옵션과 같은 시리즈의 옵션을 발행한 발행자를 지정하여 옵션계약상의 의무를 이행하도록 하게 되며, 지정을 받은 옵션발행자는 계약상의 의무를 이행하여야 한다. 이러한 옵션발행자의 의무이행은 옵션발행자가 그의 중개회사인 결제회원에게 예치한 증거금에 의하여 보증된다.

옵션발행자를 대리하는 결제회원은 그의 고객이 행사된 옵션에 대한 계약상의 의무를 이행하던 않던간에 OCC에 대하여 의무를 이행하여야 한다. 이러한 결제회원의 의무이행을 확실히 보증하기

위해서 OCC가 마련하고 있는 제도적 장치를 OCC의 Back-Up System이라 한다.

(1) 決濟會員의 純資本

결제회원은 반드시 옵션거래소의 회원이어야 하고 일정한 순자본(net capital)을 유지하여야 한다. 만일 결제회원이 일정한 순자본을 유지하지 못할 경우에는 개시매수거래 또는 개시매도거래를 할 수도 없고 결제업무도 수행할 수 없다. OCC는 결제회원의 순자본 유지여부를 확인하기 위하여 매월 순자본계산명세서를 포함한 假決算報告書を 제출받는다.

(2) 決算會員의 證據金要件

모든 결제회원들은 그들의 OCC에 대한 의무이행을 보증하기 위하여 증거금을 예치하고 유지하여야 한다. 증거금은 현금, 유가증권, 은행신용장 등으로 예치할 수 있으며 증거금율은 OCC가 그때 그때의 상황에 따라 결정한다. 결제회원이 예치한 증거금은 단지 결제회원의 OCC에 대한 의무이행을 보증하기 위한 것이지 다른 결제회원에 대한 의무 또는 OCC자체의 의무이행을 위한 것은 아니다.

(3) 決濟基金

모든 결제회원은 OCC의 규칙이 정하는 바에 따라 결제기금(clearing fund)을 예치하여야 한다. OCC는 결제기금을 持分 옵션과 非持分 옵션⁽³⁹⁾으로 구분관리하고 있으며 지분옵션이나 비지분옵션 업무를 인가받은 결제회원은 OCC가 정한 최저한도이상의 결제기금을 예치하여야 한다. 결제기금의 크기는 발행된 옵션의 종류와 수량에 관련된 결제이행의 위험정도를 감안하여 OCC가 필요할 때마다 변경할 수 있다.

만일 어느 결제회원이 결제의무를 이행하지 못할 경우에는 OCC가 그 결제회원이 예치한 결제기금으로 결제자금에 충당할 수 있다. 만일 그 결제회원이 예치한 결제기금의 합계가 그의 임무를 이행하는데 부족하고 그 부족액을 24시간 이내에 납부하지 못할 경우에는 OCC가 그 결제불이행의 원천이 지분옵션인가 비지분옵션인가에 따라 다른 모든 결제회원의 지분결제기금 또는 비지분결제기금으로부터 비례하여 충당시킨다. 이에 따라 각 결제회원이 예치한 결제기금의 일부가 결제불이행회원의 결제자금으로 충당되면 그들은 즉시 그 인출액을 보전해야 한다.

지분결제기금과 비지분결제기금은 상호보완적인데 만일 지분결제기금이 부족할 경우에는 비지분결제기금으로 충당하게 된다. 또한 OCC는 결제기금이 부족할 경우 극단적으로 그의 고유자산을 사용해서라도 결제의무를 이행한다.

(4) OCC의 留置權

OCC는 각 결제회원이 OCC에 예치하고 있는 모든 유가증권, 증거금 및 결제기금에 대한 유치권을 갖는다. 따라서 결제회원이 OCC에 대하여 의무를 이행하지 않을 경우에는 OCC가 이러한 재산에 대한 유치권을 행사할 수 있다.

(39) 지분옵션이란 주식옵션을 말하고 그외의 옵션은 비지분옵션을 의미한다.

V. 결 론

지금까지 미국의 옵션시장이 비조직적인 장외옵션시장에서 조직적인 상장옵션시장으로 발전해 온 역사적 과정을 살펴보고 미국옵션시장의 거래제도를 CBOE의 거래제도를 중심으로 살펴 보았다. 또한 미국옵션시장의 공신력을 높이는데 크게 기여해 온 OCC의 결제기능과 Back-Up System에 대하여 살펴 보았다.

옵션의 역사는 오래되었지만 유럽에서는 17C경부터 미국에서는 18C 말경부터 장외시장에서 거래되기 시작하였다. 미국의 장외옵션시장은 PCBDA가 결성되고 증권거래법이 제정되면서 다소 조직화되는 기미를 보였으나 流通市場이 발달되지 않고 去來費用이 과다하며 투자자들이 去來情報을 충분히 이용할 수 없었던 관계로 1972년말까지의 장외옵션거래량은 NYSE거래량의 1%에도 미달할 정도로 부진하였다. 그러나 1973년 4월 26일에 CBOE가 개설되면서 미국옵션시장은 획기적으로 발전할 수 있는 전기를 맞이하였다. CBOE는 세계최초의 조직적인 옵션거래소로서 계속적인 유통시장을 제공하고 투자자들이 거래정보를 충분히 이용할 수 있도록 하였으며 OCC의 설립을 통해 無證書去來를 가능하게 하였다. 또한 전통적인 스페셜리스트제도의 하의 브로커와 딜러기능을 분리시킨 독특한 거래제도를 발전시켰을 뿐만 아니라 장외옵션시장의 다양한 옵션계약조건을 표준화시킴으로써 거래비용을 현저히 감소시키는 등 다양한 거래혁신을 통하여 CBOE를 미국 자본시장역사상 가장 짧은 기간 동안에 가장 놀라운 발전을 이룩하게 되었다.

옵션거래소에 옵션이 上場되기 위해서는 먼저 기초주식이 선정되어야 하는데 옵션거래소는 기초주식의 발행기업의 의사와는 관계없이 일정한 요건에 따라 기초주식을 독자적으로 선정한다. 옵션거래소에 상장되는 옵션계약의 조건은 CBOE개설이후 표준화되었다. 옵션의 만기는 JAJQ, FMAN, MJSD주기 중에서 하나를 선택하여야 하며 상장옵션의 최장만기는 9개월이 된다. 상장옵션의 행사가격은 옵션거래소가 기초주가를 기준으로 결정하여 옵션의 계약단위는 OCC가 옵션거래소의 동의를 얻어 결정한다. 현재는 옵션 1계약당 기초주식 100주단위로 되어 있다. 그리고 주식분할과 주식배당이 실시될 경우에는 OCC의 규칙에 따라 행사가격과 계약단위를 조정한다.

일반투자자가 옵션을 주문할 때는 옵션의 매입 또는 매도여부, 옵션의 종류, 옵션계약의 수량, 기초주식의 명칭, 옵션의 만기월, 행사가격, 주문의 종류, 거래의 종류, 주문의 時效에 관한 사항 등을 주문티켓에 기재하여야 한다. 투자자의 주문이 仲介會社를 통하여 옵션거래소의 커뮤니케이션 선室에 전달하면 거래소의 런너(runner)가 주문티켓을 FB에게 전달해줌으로써 경쟁적인 거래과정의 시작된다. 투자자의 주문티켓을 접수한 FB는 거래포스트에서 다수의 다른 FB 또는 MM들과 경쟁적으로 거래를 집행한다. 혹시 FB가 時勢와 동떨어진 指定價法數를 접수했을 경우에는 OBO의 장부에 접수시킴으로써 거래의 우선권을 획득할 수도 있다.

한편 옵션거래소는 공정하고 질서있는 시장을 조성하기 위하여 필요하다고 생각될 때는 2명의

floor official의 결정에 따라 옵션거래를 일시 중단시킬 수 있고 거래소의 理事會의 결정에 따라 옵션거래를 중단시킬 수도 있다. 또한 옵션거래소는 옵션투자자들이 옵션을 일시에 과다하게 거래함으로써 기초주가에 부당한 영향을 미치는 것을 방지하기 위하여 한 투자자 또는 투자자집단이 소유할 수 있는 옵션계약수를 제한하고 옵션이 일시에 과다하게 행사됨으로써 기초주가에 부당한 영향을 미치는 것을 방지하기 위하여 행사제한을 할 수 있다. 그리고 옵션의 발행자는 그가 발행한 옵션이 행사될 경우에 그의 의무를 확실히 이행하기 위한 證據金을 중개회사에 예치하여야 한다.

미국의 옵션시장이 급성장한데는 CBOE의 개설과 더불어 OCC의 설립을 빼놓을 수 없다. OCC는 결제기능을 통하여 모든 옵션거래의 거래상대방이 되어 줌으로써 계속적인 유통시장이 발전할 수 있게 하였고 無證書去來를 가능하게 하였다. 또한 OCC는 Back-Up System에 의해 옵션소지자의 권리행사에 따른 결제회원의 의무이행을 확실히 보증함으로써 옵션거래의 공신력을 높였다.

우리나라 資本市場은 아직 선진국에 비해 역사도 짧고 규모도 소규모에 지나지 않지만 자본자유화가 순조롭게 진행되고 투자자의 금융상품선호도가 점차 다양화되면 우리나라에서도 언젠가는 옵션제도의 도입이 검토되어야 할 것으로 생각한다. 옵션은 본질적으로 투기적인 성격을 가지고 있지만 미국에서 시행착오를 거치면서 발전시켜 온 옵션거래제도를 우리나라 실정에 맞게 소화시켜 나간다면 우리나라 자본시장의 발전에 기여할 것으로 생각한다.

參 考 文 獻

- Brenner, Menachem, *Option Pricing : Theory and Applications*, Lexington Books, 1983.
- Bookstaber, Richard M., and Roger G. Clarke, *Option Strategies for Institutional Investment Management : A Guide for Improving Portfolio Performance*, Addison-Wesley Publishing Co., 1983.
- CBOE, *Reference Manual*, 1982.
- CBOE and OCC, *Constitution and Rules*, 1984.
- Clasing, Henry K., *The Dow Jones-Irwin Guide to Put and Call Options*, Dow Jones Irwin, Illinois, 1978.
- Copeland, T. E., and T. F. Weston, *Financial Theory and Corporate Policy*, Addison Wesley Publishing Co., 1983.
- Cox, J. C., and M. Rubinstein, *Options Market*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, N.J., 1985.
- Fisher, Donald E., and Ronald J. Jordan, *Security Analysis and Portfolio Management*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, N.J., 1983.
- Francis, Jack Clark, *Investments : Analysis and Management*, McGraw-Hill Book Co., 1986.
- Gastineau, Garry L., *The Stock Options Manual*, McGraw-Hill Book Co., 1975.
- Jarrow, R. A., and A. Rudd, *Option Pricing*, Richard D. Irwin Inc. 1983.
- OCC, *The OCC's prospectus*, 1984.
- Sharpe, William F., *Investments*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, N. J., 1985.
- Weston, J. F., and T.E. Copeland, *Managerial Finance*, The Dryden Press, 1986.