

장외파생상품시장 규제환경 변화와 국내시장의 영향

김 영 도

2013. 10

머 리 말

최근 금융시장의 환경은 과거에는 유래를 찾아보기 힘들 만큼 빠르게 변하고 있다. 거시적으로는 양적완화로 대표할 수 있는 금융완화 정책이 전세계 실물경제 및 금융시장을 좌지우지하고 있으며, 금융시장에서는 글로벌 금융시장의 여파로 인해 규제강화의 기조가 전반적으로 강하게 작동하고 있다. 이러한 영향으로 한동안 금융시장과 금융산업의 발전을 주도했던 파생상품시장에 대한 규제강화 흐름은 G-20, FSB 등 실질적으로 세계 경제 및 금융질서를 주도하는 국제기구나 각국의 규제·감독당국의 주요한 이슈로 부각되었으며, 실질적으로 다양한 규제안이 발표되고 실행되고 있는 상황이다.

특히, 과거 규제의 사각지대에 놓여있던 장외파생상품시장을 규제의 테두리로 끌어들이 투명성을 높이고 장외파생상품을 통해 금융기관간 위험이 전이되는 현상을 방지하려는 국제적인 공감대가 널리 퍼져있다. 이러한 상황에서 국내 장외파생상품시장을 둘러싼 규제환경의 변화도 필연적으로 생각된다. 실제로 국제 금융시장에서 국경을 넘어서는 거래가 빈번해지면서 국제적인 규제환경의 변화에 따라 국내 금융시장의 규제환경도 국제적인 정합성을 높이는 차원에서 이러한 규제강화의 흐름에 순응할 수밖에 없는 상황에 직면해 있다.

본 보고서는 장외파생상품시장(OTC, Over-The-Counter)의 규제환경 변화를 체계적으로 살펴보고, 이에 대한 시장의 반응이나 변화를 분석하고자 한다. 우선 글로벌 금융위기 이후 장외파생상품시장과 관련된 국제적 규제논의를 살펴본 이후 최근 발생하고 있는 장외파생상품의 규제 환경의 영향을 평가하고, 실질적으로 장외파생상품시장에서 일어나고 있는 변화를 소개하고 있다. 또한 이러한 규제변화의 논의과정 중에서 발생한 국내외 장외파생상품시장의 변화를 살펴보고, 이러한 변화가 장외파생상품시장에서의 거래량 또는 가격에 실질적인 변화를 나타내는지에 대해 실증적 분석을 시도하고 있다. 마지막으로 이러한 실증분석결과를 바탕으로 국내 장외파생상품시장과 관련된 규제환경을 어떻게 가져가야 되는지에 대한 정책적 시사점을 제시하고 있다.

보고서 작성을 담당한 한국금융연구원의 김영도 박사, 그리고 자료수집과 정리를 담당해 준 한제선 연구원의 노고에 감사한다. 특히 바쁘신 중에도 다양한 경로를 통해 다양한 의견과 비판을 해 주셨던 여러 전문가들과 보고서 작성과정에서 보고서의 질을 높이기 위해 많은 의견을 주셨고 오류를 잡아주셨던 세미나 참석자들 및 심사위원들에게 깊이 감사를 드리는 바이다. 끝으로 본 보고서의 내용은 집필자 개인의 의견이며 연구원의 공식견해가 아님을 밝혀 둔다.

2013년 10월

한국금융연구원
원장 윤 창 현

목 차

요 약

I. 서 론	1
II. 장외파생상품시장 규제환경의 변화와 평가	3
1. 장외파생상품시장의 규제강화 배경	3
2. 장외파생상품에 대한 규제방안	4
3. 새로운 장외파생상품 거래 인프라	11
4. 규제환경 변화가 국내 금융기관에 미치는 영향	15
5. 장외파생상품 거래의 환경 변화	23
III. 규제변화로 인한 국내외 장외파생상품시장의 변화	30
1. 국제 파생상품시장의 구조	30
2. 국제 장외파생상품시장의 동향	32
3. 국내 장외파생상품시장의 현황	34
IV. 규제에 따른 국내시장의 영향 분석	37
1. 분석 자료 및 분석 방법	40
2. 추정 결과	44
V. 정책적 시사점	54
참고문헌	57
Abstract	59

표 목 차

〈표 1〉 CCP를 통한 장외파생상품거래 노출에 대한 은행의 자기자본 규제(안) ……	9
〈표 2〉 장외파생상품 인프라 관련 권고안 ……	10
〈표 3〉 해외 주요 청산소 청산서비스 현황 ……	13
〈표 4〉 주요국 청산소 주요 상품별 서비스 내용 ……	13
〈표 5〉 장외파생상품시장 개혁에 대한 국가별 진행상황 ……	17
〈표 6〉 국제청산핵심원칙의 CCP재원 산출시 기준(최소 기준) ……	19
〈표 7〉 국내 파생상품 거래액 및 잔액(13년 1분기 기준) ……	37
〈표 8〉 국면전환모형 추정결과(IRS금리 차분) ……	45
〈표 9〉 국면전환모형 추정결과(CRS금리 차분) ……	48
〈표 10〉 국면전환모형 추정결과('07년 이후의 외국인 채권순매수) ……	52

그림 목 차

〈그림 1〉 양자간 차감과 CCP 청산 비교 ……	12
〈그림 2〉 글로벌 LEI 시스템 개관 ……	25
〈그림 3〉 사후적 거래축약 개념 ……	27
〈그림 4〉 CCP 도입 이후 거래환경의 변화 ……	28
〈그림 5〉 금융상품의 세계 ……	30
〈그림 6〉 파생상품시장의 구조와 현황 ……	31
〈그림 7〉 전세계 기초자산별 장외 파생상품시장 ……	31
〈그림 8〉 전세계 장외파생상품 명목잔액 ……	32
〈그림 9〉 전세계 장외파생상품 총시장가치 ……	33

〈그림 10〉 전세계 신용파생상품 거래잔액	34
〈그림 11〉 국내 장외파생상품시장의 현황	35
〈그림 12〉 국내 신용파생상품시장의 현황	36
〈그림 13〉 스왑시장과 연계한 외국인 채권투자 구조	38
〈그림 14〉 IRS 매수금리와 매도금리 간 스프레드	39
〈그림 15〉 CRS 매수금리와 매도금리 간 스프레드	39
〈그림 16〉 CRS, IRS 금리 추이	40
〈그림 17〉 외국인 채권순매수 추이	41
〈그림 18〉 IRS금리(차분) 추이	43
〈그림 19〉 CRS금리(차분) 추이	43
〈그림 20〉 모형 1의 평활화 확률(IRS금리)	46
〈그림 21〉 모형 2의 평활화 확률(CRS금리)	49
〈그림 22〉 CRS금리(차분) 조건부 분산(3국면)	50
〈그림 23〉 외국인 채권순매수 및 차익거래 기회	51
〈그림 24〉 모형 1의 평활화 확률('07년 이후의 외국인 채권순매수)	53

요 약

I. 서 론

- 본 연구는 국·내외 장외파생상품시장을 둘러싼 규제환경의 변화와 이에 예상되는 시장의 변화를 분석하고, 장외파생상품의 규제환경 변화 시기 동안 발생한 국내 장외파생상품거래의 변화와 영향에 관하여 논의
 - 서브프라임 모기지 사태로 노출된 장외파생상품의 거래상대방위험관리의 부족과 전반적 시장의 투명성 결여는 금융시장의 시스템리스크를 증가시킬 뿐만 아니라 금융 시스템 전반을 위협
 - 국가간 연계성이 높은 상품 및 시장의 특성으로 국제기구 주도하에 파생상품에 대한 규제 강화에 대한 논의가 시작되었으며, 이에 따라 국내의 규제환경 변화도 필수적임.
 - 장외파생시장 규제에 대한 국제적 논의와 함께 국내 파생시장의 구조적 변화를 살펴보는 것이 필요

II. 장외파생상품시장 규제환경의 변화와 평가

1. 장외파생상품시장의 규제강화 배경

- 전세계적으로 공적규제에서 벗어나있던 장외파생상품거래시장의 급격한 팽창은 글로벌 금융위기의 결정적 요인이 되었으며, 이로 인해 전 세계적 금융 패러다임은 감독과 규제강화로 변화
 - 전세계 장외파생상품의 규모는 미결제 약정잔액 기준 2000년 95조 달러에서 2008년 6월 684조 달러로 약 8년 만에 7.2배 증가
 - 글로벌 금융위기 이후 각국의 감독당국은 규제공백으로 인한 시장의 성장에 주목하였으며, 결국 시장의 과도한 팽창이 글로벌 금융위기를 불러일으키는 결정적인 역할을 수행했다고 판단

- 실제 금융위기 과정에서 장외파생상품시장은 과도한 양자간 거래에 따른 거래상대방 위험 증가, 딜러-대고객 간 정보 비대칭문제, 도미노효과 차단 장치 부재, 상품의 비표준화 규제체계 부재 등 여러 문제점도 함께 노출

2. 장외파생상품에 대한 규제방안

- G-20 및 주요국에서는 선제적인 장외파생상품시장에 대한 규제 및 감독 강화에 나서려는 움직임도 본격화
- 개별 금융기관에 대한 미시적 금융규제로는 거래상대방 위험과 같은 시스템리스크 대처에 한계가 발생함에 따라 G-20 정상들은 금융질서 개편방안을 마련
 - 수차례에 걸친 G-20 정상회의를 통하여 감독·규제의 원칙과 목표에 대한 합의를 이루었음.
 - 특히, 3차 회의를 통하여 전자거래플랫폼 설치, 중앙청산소(CCP)를 통한 청산, 그리고 거래정보저장소(TR) 보고 등 구체적인 시장개혁안을 도출
- 주요 선진국과 국제기구는 개별적으로 장외파생상품거래와 관련된 문제해결 체도를 가지고 있으나, 규제안은 G-20의 국제합의에 그 근간을 두고 있음.
 - 미국에서는 ‘도드-프랭크법’을 통하여 거래자에 대한 규제와 인프라에 의한 시장규제를 강화하여 G-20합의안의 핵심인 CCP에 의한 청산, TR 보고, 그리고 조직화된 매매체결기구를 통한 거래 등에 대한 규제안을 마련
 - 유럽에서도 2009년 모든 거래정보를 당국이 보유하고 거래투명성을 확보하도록 유도하였고, 2010년 하반기 파생상품거래 규제강화 법안을 제안하여 중앙청산소를 통한 거래 및 공시제도를 마련
 - 국제증권감독기구(IOSCO)와 지급결제제도위원회(CPSS)는 거래정보저장소의 역할에 대한 원칙을 마련
 - 바젤 은행감독위원회(BCBS)는 CCP 의무화 촉진을 위하여 일정요건 불 충족 시 자기자본을 부과하는 방안을 마련하는 등 장외파생상품거래 문제해결을 위한 국제기구 차원의 노력도 진행 중

- 국내 금융당국 또한 국제적 논의의 진행에 대응하여 ‘장외파생상품 인프라 개선 협의회’를 통해 주요 인프라 도입과 향후 과제를 선정
 - 협의회는 주요 권고안으로 CCP 서비스를 위한 표준화 추진 및 거래정보 저장소 설치, 그리고 전자거래플랫폼 도입 등을 통해 국제적 동향에 맞춘 장외파생상품시장의 선진화를 추진
 - 또한, 자본시장법 개정(2010년 3월)을 통하여 장외파생상품 사전심의제를 도입하여 시행

3. 새로운 장외파생상품 거래 인프라

- G-20 피츠버그 정상회의 합의안의 주요 골자인 CCP, TR, 전자거래플랫폼 등 거래 인프라 개선의 목적은 시장위험의 축소와 예측을 위한 체제 구축임.
- CCP를 통한 청산은 각국의 핵심적 추진사항으로, 모든 매도자에 대한 매수자 역할을 CCP가 수행함으로써 거래상대방의 위험을 제거하고 다자간차감에 의한 위험산정액을 감소하는 역할
 - 미국, 유럽 및 아시아권에서는 규제당국의 움직임과 별개로 업계 자발적인 CCP 청산서비스 제공이 확대
- TR은 장외파생상품의 계약별 거래정보를 기록 및 수집관리하는 주체로 거래투명성확보와 정보제공의 역할을 수행
 - 정보보안과 감독에 관한 문제로 CCP에 비하여 느린 진전을 보이거나 점차 확대되는 상황
- 매매체결과정의 효율성 증대를 위한 전자거래플랫폼은 그 중요성에도 불구하고 인프라 구축에 대한 논의와 진행이 다소 더딤.

4. 규제환경 변화가 국내 금융기관에 미치는 영향

- 장외파생상품시장에 대한 규제가 강화된 것처럼 보이지만 실질적으로 인프라 측면 외에는 가시화된 것이 없음.

- 인프라 측면 규제강화는 직접적 거래제한이 아닌 효율성증대와 위험감소 측면이 강하여 결국에는 시장거래를 증대시킬 수 있음.
- G-20 회의를 통하여 합의된 CCP를 통한 청산과 TR에 거래보고 규제에 따라 전세계적으로 장외파생시장의 시스템 리스크를 완화하기 위한 노력은 지속되고 있음.
 - FSB 주도로 이루어진 장외파생상품 시장개혁을 위한 노력은 CCP와 TR뿐만 아니라 정형화된 플랫폼 거래 인프라 서비스 확대로 이어짐.
 - 국내 장외파생상품 시장도 자본시장법 개정을 통하여 글로벌 청산소간 경쟁에 대한 조기 대응의 기초를 마련
 - 국가간 협력의 증대와 표준화를 위한 FSB의 역할 보완이 필요
 - 국내 장외파생상품시장의 경우 뚜렷한 구조적 변화가 발생한 것은 아니지만 중앙청산소 사용 의무와 같은 규제 변화에 따른 대응이 필요
 - 국내 금융당국의 선도적 규제시행에도 불구하고 장외파생상품 인프라의 설립 및 사용 의무화 시 큰 파급효과가 예상됨.
 - 한국거래소는 장외파생상품 청산업을 영위하기 위하여 '장외파생상품공동기금'을 통한 시스템 리스크의 방지를 위하여 노력중이나 큰 비용부담이 발생
 - 통화파생상품과 기업의 장외파생상품 취급에 관한 규제 시행 시 더 큰 규모의 기금 조성이 필요하여 신중한 접근이 필요
 - 미국의 스왑 배제안에 따라 미국 금융기관과의 직접적 거래는 상품의 청산적격 여부 및 국내 금융기관에 대한 거래상대방 분류에 영향을 받을 것으로 예상
 - 미국 금융개혁법의 스왑 배제안이 강화될 경우 거래 위축에 의한 유동성 저하가 예상
 - 하지만, 은행업무로 인정되는 계열사에 의한 장외파생상품거래나 위험헤징 등은 규제적용에서 배제되어 단기적 변화는 크지 않을 것으로 예상

- 미국 스왑 배제안에 큰 영향을 받는 외은지점의 경우 거래에 영향을 받을 것으로 예상되지만, EU를 비롯한 기타국의 규제와 큰 차이가 없으시 그 영향은 제한적일 것으로 보임.

■ 바젤Ⅱ 강화와 바젤Ⅲ의 도입은 장외파생거래를 위축시킬 것으로 예상

- 미시건전성 규제인 바젤Ⅱ 기준 강화는 자본보유 기준을 강화하고, 거래 상대방 신용 익스포저에 대한 자본부담 확대로 이어짐.
- 바젤Ⅲ 규제는 신용가치조정(CVA) 방안 도입으로 인해 은행이 시가평가손실을 인식하기 위한 부과자본을 추가적으로 쌓아야 함.
- CVA 부과자본은 거래상대방 리스크 예방을 위하여 산출되나 그 측정이 어렵고 헤지도 어렵다는 단점을 가지며, 은행들이 장외파생상품 거래를 꺼리게 만들 가능성을 내포

5. 장외파생상품 거래의 환경 변화

■ 전 세계적 합의로 인해 시행중인 CCP와 TR 도입 이외에도 시장 자발적인 변화가 발생하고 있으며, 법인별 식별코드(LEI) 시스템 구축은 이러한 변화의 일환임.

- 금융위기당시 기관별 식별번호의 차이로 인해 파급경로의 확인이 어려웠으며, 이를 해결하기 위한 TR을 통한 장외파생상품 거래의 기초 인프라로 LEI 시스템의 구축필요성이 대두
- LEI의 도입은 국가간 거래정보의 수집을 통한 기업 감독과 위험노출에 대한 분석을 가능하게 하여 위기 발생 시 대비가 가능
- 또한, 금융기관의 거래상대방 확인이 용이해지며, 기업에 대한 정보수집과 조세당국이나 사법당국의 활동에도 활용성이 높음.

■ LEI 시스템 도입 준비 외에도 민간이 주도하는 사후적 거래축약(Post-Trading Compression)의 자발적인 참여 확대와 같은 움직임이 있으며, 최근 이를 통해 계약이 종결되는 확률이 증가

- 사후적 거래축약은 이미 존재하는 계약의 종결 후 이를 기존 계약과 동일한 흐름을 가지는 새로운 계약으로 대체하는 방식
- 사후적 거래축약의 효과는 거래 잔액의 감소로 확인되나, 국내의 경우 그 효과가 크지 않을 것으로 예상

■ CCP를 통한 청산은 최근 파산위험에 대비하기 위한 마진 형태의 담보요구 사례증가에 따라 담보 전환(collateral transformation) 수요가 증가하는 등 거래 환경 자체가 변화하고 있는 중

- 양질의 담보를 보유하지 못한 거래자는 신용도가 높은 중계금융기관에서 담보를 제공받는 담보전환 서비스를 사용
- 중계금융기관에서는 고객의 담보가치가 낮은 채권을 매입한 후 이를 REPO를 통하여 현금으로 교환한 후 담보로 다시 제공
- 담보전환 서비스는 REPO시장에 예측하지 못한 위험을 야기할 수 있으며, 위기상황 발생에 대한 방향전개 또한 명확하지 않아 위험요소를 지님.

Ⅲ. 규제변화로 인한 국내외 장외파생상품시장의 변화

1. 국제 파생상품시장의 구조

- 국제 파생상품시장은 크게 증권시장과 파생시장으로 분류 가능하며, 참여고객 기준으로 소매시장과 도매/전문투자자 시장으로 구분
- 증권시장과 파생시장은 각각 장내시장과 장외시장으로 구분되며, 장외시장은 다시 무담보, 담보, CCP를 통한 장외시장으로 구분
 - 파생시장은 매매시 CCP를 통한 다자간 거래가 10%, 청산시 CCP를 통한 거래가 33%로 추정

2. 국제 장외파생상품시장의 동향

- 2000년대 국제 장외파생상품시장은 급격한 성장을 보였으나 2008년 하반기 금융위기로 거래잔액이 감소

- 2008년 하반기 전세계 장외파생상품시장 명목잔액은 598조 달러로 전기 673조 달러 대비 약 11% 감소 이후 2011년 상반기에 다시 증가
- 반면, 상품가격 변동성의 증가로 총시장가치와 총신용익스포저는 전기대비 30% 증가하였으나, 이후 시장안정화로 금액이 다소 감소
- 신용부도스와프(CDS)도 금융투자상품의 설계시장을 확대하며 거래가 급증 하였으나, 글로벌 금융위기의 주원인으로 지목되어 금융위기 이후 잔액이 크게 감소하여 더딘 회복을 나타냄.

3. 국내 장외파생상품시장의 현황

- 지속적인 성장세를 보이던 국내 장외파생상품시장은 2010년 이후 다소 정체 되는 모습을 보임.
 - 국내 장외파생상품시장의 가장 큰 특징은 국제시장에 비해 통화관련 장외 파생상품의 거래비중이 높다는 점
 - 반면, 신용관련 장외파생상품시장은 외국에 비해 규모가 작고 그 다양성 또한 부족한 상황
 - 국내 신용관련 장외파생상품시장은 아직 성장기에 있기 때문에 글로벌 금융 위기로부터 큰 영향을 받지 않아 현재까지 지속적으로 성장하는 것으로 보이며, 향후 거래가 증가할 것으로 예상

IV. 규제에 따른 시장의 영향 분석

- 장외파생상품시장의 거래특성상 자료의 한계로 시장구조변화의 확인이 어려우나, 이자율스왑(IRS)과 통화스왑(CRS) 가격자료를 통하여 시장구조변화를 살펴보고자 함.
 - IRS는 전체 장외파생상품 잔액기준 22.8%를 차지하고 있는 대표적인 상품이며, CRS는 통화관련 장외파생상품 거래 중 대표적 상품임.
 - 장외파생상품시장의 거래량 대리변수로 외국인 채권순매수 자료를 사용하여 거래적 측면의 구조변화도 살펴보고자 시도

1. 분석 자료 및 분석 방법

- 스왑금리 및 외국인 채권순매수액을 사용하여, 평균과 분산 모두가 국면에 따라 변하는 모형뿐만 아니라 평균 또는 분산이 고정된 제약을 부과한 국면 전환모형을 통한 실증분석을 시도
 - 시계열 변수의 추이는 CRS와 IRS가 유사한 모습을 보이며, 금융위기기간 급격한 변화를 보임.
 - 외국인채권순매수는 2007년 이후 그 규모 및 변동성이 크게 나타났으며, 지속적인 변동패턴을 보임.
 - 장외파생상품 거래와 관련된 변수들의 평균, 분산의 변화가 글로벌 금융위기 전후 어떻게 일어났고 얼마나 지속되었는지를 살펴보고자 함.

2. 추정 결과

- 국내 IRS 금리는 2008년 이후 다소 높은 변동성을 보였으나 이를 장기간 지속된 구조적인 변화로 보기보다는 일시적인 시장충격으로 해석하는 것이 바람직하다고 판단
 - 3국면으로 추정된 IRS 금리의 각 국면은 뚜렷이 구분되어 관찰
 - 낮은 변동성을 나타내는 ‘국면 1’은 90기 정도 지속되는 것으로 나타났으며, 높은 변동성을 나타내는 ‘국면 3’은 지속기간이 짧은 것으로 나타남.
 - 사후적으로 과거의 특정시점이 어떤 국면에 속하는지를 나타내는 사후적인 평활화 확률(smoothed probability)을 살펴보면, 2007년 전후와 2011년 이후에 안정상태인 ‘국면 1’일 확률이 높았으나, ‘국면 3’도 짧은 주기로 번갈아 나타남.
- IRS와 동일한 방식으로 CRS 금리를 분석한 결과, 2007년 이후 IRS와 유사하게 일시적 변동성 증대에 의한 반응으로 나타남.
 - 추정결과 ‘국면 1’에서는 낮은 변동성을 나타낸 반면, 동 모형의 ‘국면 3’에서는 높은 변동성을 나타냈으며 지속시간은 7기 이하로 나타남.

- 평활화 확률을 살펴보면, '국면 1'의 경우 2006~2007년, 2012년 이후에 안정 상태일 확률이 높게 나타났으며, '국면 3'에서는 IRS와 유사하게 안정 시기가 짧은 주기로 번갈아 나타나는 현상이 관찰

■ 2007년 이후 증가하는 외국인 채권순매수를 국면전환모형을 이용하여 추정 한 결과도 장외파생상품시장의 수요와 공급에 구조적 변화가 발생하였다는 결론을 내리기는 어려움.

- 'IRS 금리 - CRS 금리' 또는 '국고채 수익률 - CRS 금리'를 통한 차익거래 흐름은 2007년 이후 차익거래 기회가 증가하였으며, 최근에는 장기적 국고 채 투자가 증가한 것으로 나타남.
- 2국면으로 가정한 국면전환모형의 추정결과, '국면 1'에 비해 '국면 2'의 변동성이 상당히 증가하였으나, 각 국면의 지속기간은 각각 5기와 4기에 불과
- 즉, '국면 2'에서 외국인 채권순매수 규모가 상당히 증가하였다고 해석할 수 있으나, 이러한 변화는 지속되지 못하고 일시적 충격에 그친 것으로 해석할 수 있음.

V. 정책적 시사점

■ 본고에 사용된 실증분석 결과는 글로벌 금융위기 이후 논의되고 진행되었던 각종 규제 방안 마련이 직접적으로 국내 장외파생상품시장의 구조변화를 이끌어 냈다는 뚜렷한 증거를 보여주지 못함.

- 일부 변화가 감지되기는 하지만 이러한 변화는 구조적인 변화라기보다는 일시적인 충격에 따른 변화로 인식하는 것이 바람직
- 이러한 결과는 향후 정책적인 관점에서 뚜렷한 방향성을 제시

■ 거시환경적 측면에서의 시장 규제 체계의 실질적인 강화는 단기적으로 시장을 위축시킬 수 있으나 장기적으로는 긍정적 측면도 있음을 감안할 필요가 있으며, 규제강화 시 현 상황을 충분히 고려할 필요

- 현재 국내외 장외파생상품시장은 시장참가자들이 자율적으로 규제환경의 변화에 계속적으로 적응해 나가는 과정으로 판단
- 글로벌 금융위기 이후로 장외파생상품시장의 거래가 다소 위축되었지만, 곧 이전의 성장세를 다시 회복하는 모습을 보이는 것은 아직도 장외파생상품을 활용하려고 하는 수요가 풍부하고 다양하다는 점을 반증하는 것임.

■ 이러한 상황에서 우선 국내 장외파생상품시장 환경을 고려하여 국제적으로 논의된 금융규제 및 거래인프라를 계획대로 조속하게 도입할 필요

- 국내 장외파생상품시장의 규모가 더욱 성장하기 전에 국제적으로 논의된 규제방안을 도입하여 장기적으로 건전한 발전의 토대를 마련할 필요

■ 다만, 금융규제 및 거래인프라 도입 시 국내상황의 특수성, 감독의 사각지대 및 규제차익 발생 가능성, 산업정책적으로 자본시장의 인프라 구조에 대한 경쟁 요소 등은 충분히 고려

- 국내 장외파생상품 시장은 시장 흐름과 관련된 인프라가 일부 구축되어 있기 때문에 이를 활용하여 중복적이지 않게 규제 및 인프라 도입 방안을 검토할 필요
- 시장참여자의 참여를 효과적으로 유도할 수 있는 방안을 마련하여 시장을 활성화시킬 수 있는 방안을 함께 마련
- 장외파생상품이 가지고 있는 차별화(customization) 특성과 중앙청산소 등의 운영에 요구되는 표준화(standardization) 특성을 충분히 고려하여 국내 CCP 운영 적합상품 등을 선정

■ 마지막으로 시장참가자뿐만 아니라 규제 당국도 장외파생상품시장의 규제와 감독측면에서 사전적이고 경직적인 대응방식을 마련해 놓고 이를 지키는 것 보다는 유연한 태도를 가지고 시장상황에 대응하는 방식으로 불확실성에 대비하는 것이 필요할 것으로 판단

I. 서론

미국에서 발생한 서브프라임 모기지 사태를 기점으로 전세계 금융시장은 오랜 기간 혼란의 시기를 거쳐 왔다. 장외파생상품과 관련해서는 전반적으로 금융기관간 거래 상대방 위험(counterparty risk) 관리의 부족한 측면을 노출시켰으며, 또한 시장과 관련된 전반적인 투명성(transparency)이 결여되어 있음을 여실히 드러내었다. 예컨대, 전세계 금융시장에서 영업활동을 영위하던 리먼 브라더스, AIG 등 대형 금융기관의 투자손실이 파생상품을 포함한 다양한 매개체를 통해 전체 금융시장의 시스템리스크를 증가시켰고, 이는 연쇄적인 반응을 통해 금융시스템 전반을 위협하는 위기를 초래하였다.

이렇듯 파생상품거래가 2008년 이후 불거진 글로벌 금융위기의 주된 원인 중 하나로 지목받음에 따라 국제적으로 파생상품에 대한 규제강화에 대한 논의가 시작되었으며 아직도 지속되고 있는 상황이다. 규제의 사각지대에 있던 장외파생상품시장을 규제권역으로 끌어들이 투명성을 높이고 위험을 방지하려는 전세계적인 공감대가 형성되었으며, 이미 일부 대책과 관련해서는 구체적인 실행방안까지 나오고 있다. 규제의 범위와 관련해서는 특정 국가의 범위 내에서 논의되는 것이 아니라 G-20, FSB 등과 같은 국제기구에서 전반적인 방향성에 대한 지침을 제공하고, 하위실행기구에서는 구체적으로 정형화된 지침을 만드는 등 국제적인 수준으로 논의가 이루어지고 있기 때문에 국내 파생상품시장을 둘러싼 규제환경의 변화도 필연적이라고 할 수 있을 것이다.

결론적으로 파생상품의 경우 국경간 거래가 빈번하여 국제시장간 연계성(interconnectedness)이 높은 상품 또는 시장이기 때문에 이러한 규제환경 변화에 따라 국내 파생상품시장과 관련된 규제와 감독 방식의 변화도 예외로 빠질 수 없는 상황이 되어 버렸다. 이로 인해 관련업계를 포함한 이해당사자는 규제와 감독 변화에 대해 초미의 관심을 기울이고 있는 실정이다.

일견 국내 파생상품시장을 둘러싼 규제 환경의 경우, 다른 선진국 시장과 비교해서 상대적으로 체계적이고 엄격하여 규제의 허점(loop-hole)이 비교적 작은 것으로 평가할 수 있다. 하지만 전술하였듯이 새로운 규제환경을 받아들이는 시기는 국가별로 다소 차이가 있을 수 있으나, 우리나라도 이를 결국에는 받아들일 수밖에 없는 상황에 직면해 있고, 이미 일부 조치는 받아들이기 위한 법적·제도적 장치를 마련하고 있다.

일반적으로 금융시장에 대한 규제는 시장실패(market failure)의 방지라는 기본을 바탕으로 시장조작행위의 방지, 과도한 투기의 억제, 충분한 시장유동성 확보, 그리고 금융소비자 보호 및 산업적인 측면에서 금융회사의 재무안정성 및 건전성 확보 등 다양한 요인에 의해 설명된다.¹⁾ 파생상품시장의 경우에도 시스템리스크를 증대시킬 가능성이 높아지면서 이에 따른 시장실패(market failure) 가능성이 높아진다는 관점에서 규제의 정당성을 부여할 수 있을 것이다. 특히 장외파생상품과 관련해서는 과거 큰 위험으로 인식하지 못했던 거래상대방 위험이 더욱 부각되면서 이를 해소하기 위한 다양한 논의가 진행되었다.

본 연구는 파생상품시장을 둘러싼 규제환경의 변화를 체계적으로 살펴보고 이에 대한 시장의 변화를 미시적으로 분석하고자 한다. 특히 장외파생상품의 규제환경이 본격적으로 변화하기 시작하는 기간 동안 국내 파생상품거래와 관련된 가격이나 거래량에 어떠한 변화가 있었는지를 살펴보고, 그 영향에 대해 논의하고자 한다. 실제로 장외파생상품거래의 경우, 거래당사자간의 일대일 거래를 기반으로 하기 때문에 실질적으로 시장자료를 파악하는 데 상당한 어려움이 있다. 예컨대 장외파생상품의 가격만 하더라도 다양한 거래형태, 거래조건 등에 따라 달라질 수 있기 때문에 규제의 영향으로 시장의 가격변화를 체계적으로 살펴보는 데 상당한 어려움이 따른다. 따라서 이와 관련된 연구가 사실상 부진한 하나의 원인으로 작용하고 있다. 본고에서는 이자율스왑(IRS), 통화스왑(CRS) 등 국내스왑시장에서 활발히 거래되는 다소 표준화된 상품의 가격정보와 스왑시장을 통해 국내에 투자되는 외국인 투자자금 등의 정보를 일종의 대리변수(proxy)로 사용하여 구조적 변화의 발생여부를 살펴보고자 하였다. 이러한 시도는 비록 제한적이기는 하지만 장외파생상품 규제논의가 활발히 일어나고 적용되던 시기에 발생한 국내 장외파생상품시장의 구조적 변화를 살펴보는 데 효과적일 것으로 생각한다.

본 연구의 II장에서는 글로벌 금융위기 이후 장외파생상품시장과 관련된 국제적 규제 논의를 살펴본다. 또한 최근 발생하고 있는 장외파생상품의 규제 환경의 영향을 평가하고, 실질적으로 장외파생상품시장에서 일어나고 있는 변화를 소개한다. III장에서는 규제변화의 논의과정 중에서 발생한 국내외 장외파생상품시장의 변화를 살펴보고, IV장에서는 이러한 변화가 실질적인 변화를 나타내는지를 실증적으로 분석한다. 그리고 V장에서는 정책적 시사점을 제시하도록 한다.

1) 금융시장 규제의 필요성 및 근거에 관한 연구는 다양한 형태로 존재한다. 우선 Hahn(1990) 등은 정보 비대칭 측면에서, Llewellyn(2001), Gausch and Hahn(1999) 등은 시장실패 방지 측면에서, 그리고 Di Glorgo, Di Nola and Piatti(2000)은 시장의 불완전성과 자원의 비효율적인 배분에 두고 금융시장 규제의 근거를 제시하였다.

II. 장외파생상품시장 규제환경의 변화와 평가

1. 장외파생상품시장의 규제강화 배경

2008년 전세계 금융시장을 강타한 글로벌 금융위기 촉발의 주요 원인 중 하나로 장외 파생상품(Over-the-Counter, OTC) 거래가 지목되었다. 실제로 글로벌 금융위기의 시발이라고 할 수 있는 리먼 브라더스의 파산 사건이나 AIG의 부실 사태 등에서 빠지지 않고 등장했던 이슈들이 장외파생상품, 특히 신용관련 파생금융상품의 거래와 관련된 내용들이며, 그 중에서 가장 핵심적인 내용은 장외파생상품 거래와 관련된 통제되지 않은 위험에 대한 것이었다. 이 중에서도 리먼 브라더스의 파산 이후 이와 장외파생상품 거래를 수행했던 수많은 거래상대방들이 연쇄적으로 또 다른 위험에 직면하게 되는 등 과거에 전혀 주목을 받지 못했던 거래상대방 위험(counterparty risk)이 새롭게 부각되기 시작했다.

프라임 브로커리지 은행이었던 리먼 브라더스가 파산상태에 빠지자 헤지펀드들이 자금조달 시 리먼 브라더스에 담보로 맡겨놓은 자산들이 동결되면서 단기금융시장이 일시에 마비되는 등 시장전체의 혼란을 가져왔다. 또한 여러 금융기관들이 기초자산 포지션 위험을 제거하기 위해 AIG 등 보험회사로부터 구매했던 신용부도스왑(Credit Default Swap : CDS)이 AIG의 부실화로 인하여 가치를 상실했던 것도 거래상대방 위험의 중요성을 일깨워주는 계기로 작용했다. 뿐만 아니라 거래당사자간의 일대일 합의 거래를 기본으로 하는 장외파생상품의 거래 특성으로 인해 각국의 감독당국은 시장의 전체적인 위험을 파악하고 적절한 해결방안을 도출하는 데 장시간 애로를 겪었고, 이로 인해 장외파생상품시장의 투명성(transparency) 확보에 심각한 문제가 있음을 깨닫게 됐다.

장외파생상품시장은 국내외적으로 그동안 공적 규제에서 벗어나 있었다. 미국 등 금융 선진국에서도 장외파생상품거래는 일반적으로 기존 규제의 틀에서 벗어나 있는 거래(또는 상품)로 간주하면서 비정형화된 금융상품을 거래하는 시장으로 인식되었다. 하지만 금융공학의 발달과 같은 기술적인 요인과 함께 2000년대 접어들면서 지속된 저금리 기조, 금융의 국제화 등 다양한 요인으로 인해 다양한 금융상품에 대한 시장수요가 팽창하고, 또한 이를 공급하려는 국제적인 금융기관의 성장으로 장외파생상품시장이

급격하게 팽창하기 시작하였다. 각국 중앙은행을 통해 집계된 BIS(Bank for International Settlements) 통계²⁾에 따르면, 미결제 약정잔액(Notional amounts outstanding) 기준으로 2000년 말 95조 달러에 불과하였던 전세계 장외파생상품시장 규모가 리먼 사태가 터지기 이전인 2008년 6월말 684조 달러로 약 8년 만에 약 7.2배 증가하는 엄청난 성장세를 구가하였다. 하지만 글로벌 금융위기 이후 각국의 감독당국은 규제공백으로 인한 시장의 성장에 주목하였으며, 결국 시장의 과도한 팽창이 글로벌 금융위기를 불러일으키는 결정적인 역할을 수행했다고 판단하였다. 실제 금융위기 과정에서 장외파생상품시장은 과도한 양자간 거래에 따른 거래상대방 위험 증가, 달러-대고객 간 정보 비대칭문제, 도미노효과 차단 장치 부재, 상품의 비표준화 규제체계 부재 등 여러 문제점도 함께 노출되었다.

2. 장외파생상품에 대한 규제방안

이러한 장외파생상품시장과 관련된 문제의식이 고취되며 글로벌 금융위기 이후로 전세계의 금융패러다임은 감독과 규제를 강화하는 추세로 전환되었으며, 주요국에서는 국제적인 논의와 별개로 자발적으로 선제적인 장외파생상품시장에 대한 규제 및 감독 강화에 나서려는 움직임도 본격화되기 시작하였다.

1) G-20 차원의 논의

2008년 9월 리먼 브라더스 파산으로 촉발된 글로벌 금융위기 이후 위기 극복과 재발 방지를 위해서는 새로운 규제체계가 필요하다는 주장이 전세계적으로 대두되었다. 금번 위기에서 나타났듯이 개별 금융기관에 초점을 둔 기존의 미시적 금융규제체계만으로는 금융시장 전반에 걸쳐 부작용을 미치는 시스템리스크에 대처하는 데 한계가 있다는 점이 분명하게 드러났기 때문이다. 또한 금융위기 대응과정에서 G-7 차원의 협소한 협의 구조로는 위기확산 방지를 위한 효과적인 국제 공조체제를 구축하는 데 제약이 있다는 의견이 공감대를 얻었고, 이에 신흥국을 포함한 G-20이 새로운 국제 금융질서 개편의 논의 주체로 부상하였다.

2) BIS에서 발표하는 통계가 국제적으로 활용가능한 장외파생상품거래와 관련된 통계이지만 조사가 시작된 이후 꾸준히 참여국이 확대되어 왔기 때문에 초기 자료의 경우 통계적 일관성이 다소 부족한 측면이 있다.

2008년 11월 1차 회의인 워싱턴에서 세계적인 금융위기를 국제공조를 통하여 극복하기 위해 G-20 정상들은 금융시장 개혁을 위한 5대 원칙과 47개의 실천과제를 발표하였다. 투명성과 책임성 강화, 금융감독·규제 개선, 금융시장 신뢰성 제고, 국제협력 강화, 국제금융기구 개혁으로 제시된 5대 원칙 가운데 CDS와 같은 신용파생상품과 관련된 구체적인 규제안은 금융회사 및 금융시장에 대한 규제체계, 건전성 감독, 리스크 관리 시스템 개선을 위한 원칙인 금융감독·규제 개선 등을 포함하였다. 또한 워싱턴 회의에서 합의된 CDS 관련 실천과제에서는 청산서비스를 도입하려는 국가의 규제·감독당국은 CDS와 장외파생상품의 거래로 인한 시스템위험의 감소를 위한 신속한 노력을 기울이고, CDS 거래의 장내화 또는 전자거래플랫폼으로의 이전을 지원하며, 장외파생상품시장의 투명성을 개선하고, 장외파생상품의 급격한 증가에 대비한 인프라를 구축하는 것 등이 포함되었다.

2009년 4월 2차 회의인 G-20 런던정상회의에서는 정상선언문과는 별도로 금융시스템 강화를 위한 선언을 발표하여 8개 분야³⁾의 개선방안에 대한 합의사항을 제시하였다. 동 방안에서는 신용파생상품 청산소 설립과 규제·감독안을 마련함으로써 신용파생상품의 표준화와 활력을 제고하는 방안이 포함되어 있다.

3차 회의인 2009년 피츠버그 회의에서 장외파생상품에 대한 규제강화의 구체적인 목표, 이행시한을 적시한 국제적으로 광범위한 합의를 처음으로 도출하였는데, 구체적인 내용은 다음과 같다. 첫째, 늦어도 2012년 말까지 표준화된 모든 장외파생상품은 적절한 경우 거래소나 전자거래플랫폼(Electronic Trading Platform)에서 거래가 체결되어야 하고, 표준화된 모든 장외파생상품은 중앙청산소(Central Counter-Parties, CCP)를 통해 청산되어야 한다. 둘째, 모든 장외파생상품 거래는 거래정보저장소(Trade Repository, TR)에 보고되어야 한다. 셋째, 중앙청산소에서 청산되지 않는 상품은 높은 자본규제를 적용받아야 한다. 마지막으로 G-20은 정기적으로 FSB(Financial Stability Board)와 관련 회원기구에 집행상황을 보고하도록 하며, 각각의 조치가 어떻게 파생상품시장의 투명성을 확대하고, 시스템 위험을 완화하며, 불공정거래를 방지하는지 평가할 것을 요청한다.

이러한 합의는 2010년 11월 G-20 서울정상회담에서 권고안을 승인하는 형태로 추진

3) 런던정상회의의 8개 분야 합의사항은 ① FSB(금융안정위원회) 설립, ② 국제협력 : 공동감시단, 위기대응 계획, 정리정파, ③ 건전성 규제 : 자본의 질·양, 완충자본, 레버리지 비율, 유동성 규제, ④ 규제범위 확대 : 거시건전성규제, 헤지펀드, 장외파생상품시장, 그림자금융(shadow banking)등, ⑤ 보상체계 개선, ⑥ 조세 피난처·비협조적 지역 제재 ⑦ 회계기준 개선, ⑧ 신용평가사 감독 등이다.

력을 이어갔다. 기존에 논의되었던 장외파생상품 표준화, 표준화된 상품의 중앙청산, 장외파생상품 거래의 거래정보저장소 보고, 거래소/전자거래 플랫폼에서의 거래 등을 명시한 권고안이 정상회담에서 승인되었다. 2011년 11월 프랑스 칸느에서 열린 정상회담에서는 기존 계획대로 2012년 말까지 장외파생상품 시장개혁 권고안 이행을 완료하도록 촉구함과 동시에 장외파생상품 시장개혁 이행과정에서 제기된 국가별 차이점을 조율하기 위해 FSB 차원에서 조정그룹을 설립하는 것에 동의하면서, 각국 또는 국제기구들은 이를 실행하기 위한 세부방안 마련에 박차를 가하게 되었다.

2) 주요국 및 국제기구의 규제안

실질적으로 주요 국가와 국제기구들은 국제적인 논의가 진행되는 것과 별도로 각국의 금융당국을 통하여 장외파생상품거래와 관련되어 노출된 대내적인 문제를 해결하기 위해서 다양한 규제정책을 마련하기 시작하였다. 시기적으로는 2009년 9월 미국 피츠버그에서 열린 G-20 정상회의에서 장외파생상품 규제에 대한 광범위한 국제적인 합의가 처음으로 이루어지면서 이러한 움직임이 가속화되었다고 보는 것이 타당하다. 이러한 움직임은 기본적으로 국제적인 장외파생상품규제안에 대한 선제적이고 주도적인 입장을 취하기 위한 측면으로 바라볼 수도 있기 때문에 본질적으로 내용과 관련해서는 국제적인 논의와 그 궤를 같이 하고 있다고 할 수 있다.

가. 미국

미국 정부는 2009년 6월에 금융시스템의 안전성 및 신뢰성 회복과 이를 통한 실물 경제의 지속 가능한 성장기반 확보 및 경제주체인 가계와 기업의 후생수준 극대화를 목적으로 하는 금융시장 감독체계 개혁방안을 발표하였다. 5개 영역으로 구성된 방안 중 하나인 금융시장에 대한 포괄적인 감독체계 확립 방안에서는 모든 장외파생상품 거래 시장에 대한 광범위한 규제를 실시하겠다고 공표하였고, 이에 대한 후속조치로 8월 관련 법안을 국회에 제출하였다. 미국 규제법안의 핵심내용은 모든 표준화된 장외파생상품의 CCP를 통해 청산을 요구하는 것이다. 또한 비표준화된 장외파생상품에 대해 높은 자본요구량 및 마진을 요구함으로써 표준화 거래의 사용 증대를 장려하고 CCP로의 거래 이전을 촉진하는 등의 내용을 포함하고 있다.

이러한 움직임은 입법 과정을 통해 실질적으로 뒷받침되었는데, 2010년 7월에 의회

를 통과한 미국 『금융개혁법(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)』(이하, 도드-프랭크법)이 그 대표적인 예이다. 도드-프랭크법은 총 16개의 타이틀로 구성되어 있는데, 이 중 VII장인 “Wall Street Transparency and Accountability Act of 2010”으로서 G-20 합의안을 충실히 반영하고 있다. 도드-프랭크법의 장외파생상품 규제는 거래자에 대한 규제와 인프라에 의한 시장규제로 구분할 수 있다. 거래자에 대한 규제는 장외파생상품 취급, 자기자본, 담보 등을 규제하는 것이며 인프라에 의한 시장규제는 장외파생상품시장의 매매·청산·보고와 관련된 인프라의 등록 및 사용을 의무화한 것이다.

구체적으로 살펴보면, 청산적격 스왑 거래는 원칙적으로 청산기구를 통해 청산되어야 하며, 정규거래소 또는 스왑체결기구와 같이 조직화된 매매 체결기구를 이용하여야 할 뿐만 아니라, 원칙적으로 모든 스왑정보는 등록된 스왑정보저장소에 보고되어야 한다는 내용을 포함하고 있다. 이는 G-20 피츠버그 합의문에 포함된 내용과 동일한 내용이라고 할 수 있다. 또한 은행의 장외파생상품 거래와 관련하여 프랍 트레이딩(Prop trading)을 금지하고 헤징 및 위험경감 목적으로만 허용하는 등의 강력한 장외파생상품 규제를 포함하고 있다.

도드-프랭크법의 장외파생상품 규제는 장외파생상품 거래위축이나 거래방식의 변화 등 다양한 형태로 전체 파생상품시장에 영향을 줄 수 있다. 그 중에서도 일차적으로 ‘스왑 배제안(swap push-out rule)’ 또는 ‘링컨 수정안(Lincoln Amendment)’으로 불리는 규제안의 파급효과를 예상할 수 있다. 스왑 배제안은 장외파생상품 딜러나 딜러는 아니지만 대규모 포지션을 보유하는 주요 참가자(major swap participant)에 대한 연방 정부의 지원⁴⁾을 금지함으로써 장외파생상품으로 인한 부실 발생에 대하여 납세자의 세금이 사용되는 것을 원천적으로 방지하는 것이다. 즉, 스왑 배제안은 부보금융기관의 장외파생상품 취급을 제한하는 조치로 볼 수 있다.

나. 유럽

유럽에서는 2009년 10월, 유럽집행위원회(EC, European Commission)가 EU에서의 전반적인 장외파생상품 규제 강화 방안인 “Ensuring efficient safe and sound

4) 대출지원 및 주식이나 채권매수, 연방준비은행의 신용공여 또는 재할인창구 접근, 연방예금보험공사에 의한 예금자 보호에 의한 자금지원 등을 말한다. 이 중 연방준비은행이나 연방예금보험공사의 지원은 은행이나 저축은행과 같은 부보금융기관에게는 필수적이라고 할 수 있다.

derivatives markets”을 발표하였고, 2010년 6월 규제의 세부안을 발표하였다. 동 방안에서는 장외파생상품에 대하여 시장에서 발생하는 거래와 포지션에 대한 모든 정보를 감독당국이 보유하도록 하였으며, 시장과 참여자에 대한 투명성 확보를 요구하고 있다. 또한 금융시스템의 안정을 해치지 않도록 운영프로세스를 효율화하고, 거래상대방위험을 감소하고 중앙 집중화된 인프라 사용을 장려하고 있다.

또한 2010년 하반기 유럽집행위원회(EC)는 금융위기 재발을 방지하기 위한 일환으로 파생상품거래에 관한 규제강화 법안을 제안하였다.⁵⁾ 이번에 제기된 법안은 투기목적 파생상품 거래체계 및 운영에 대한 엄격한 기준제시(clearing requirements)와 투자자들의 포지션에 대한 공시기준을 단계적으로 강화(short selling requirements)하는 내용을 주요 골자로 한다. 이를 좀 더 자세히 살펴보면, 대형 금융회사들의 파생상품거래 규제강도를 한층 더 높이는 한편, 일반기업의 상품가격 헤지 과정에서 발생하는 파생상품 거래에 대해서는 면제규정을 두어 규제 범위를 명확히 하고 있다. 금융회사에서 이루어지는 거의 모든 파생상품거래는 중앙청산소(centralized clearing house)를 통해서 이루어져야 하며, 청산소는 수용능력 및 독립성을 강화하기 위하여 일정한 요건을 충족해야 한다. 또한 투자회사들은 일반기업에 대해 납입자본의 0.2%를 초과하는 매도포지션(short position)에 대해서는 감독당국에 그 순포지션(net position)과 그 경과를 밝혀야 하며 0.5%를 초과하는 경우는 공개적으로 시장에 이 내용을 공시해야 한다.

다. 기타

국제기구 차원에서는 우선 국제증권감독기구(IOSCO, International Organization for Securities Commission)는 2009년 9월, ‘증권화시장 및 CDS시장에 적용될 규제에 대한 권고안(Final Regulatory recommendations on Securitisation and CDS Market)’을 제시하였다. 그리고 BIS의 지급결제제도위원회 CPSS(Committee on Payment and Settlement System)와 IOSCO는 거래정보저장소를 통해 제공될 수 있는 데이터를 확인하도록 위임하고, 이들이 거래정보저장소가 보유한 데이터에 대한 규제자(Regulators)와 감독자(Supervisors)의 접근(access)관련 원칙 또는 가이드라인을 마련하였다.⁶⁾

5) 자세한 내용은 자본시장연구원(2010)을 참조할 수 있다.

6) CPSS and IOSCO(2011) 참조

또한 바젤 은행감독위원회(BCBS, Basel Committee on Banking Supervision)는 2011년 11월에 은행의 자기자본 규제 강화를 위해 장외파생상품의 거래상대방 위험에 필요한 요구 자본량을 증액하는 방식으로 위험관리기준을 강화하는 ‘중앙청산되지 않는 OTC 파생상품에 대한 증거금(margining) 부과 기준(Capitalization of Banking Exposures to Central Counterparties)’의 초안을 마련하고, 2013년부터 본격적으로 시행하려고 하고 있다. 이에 따르면, 기존에는 CCP에 대한 익스포저가 일정요건을 충족하는 경우에는 은행에 대한 자기자본부과를 하지 않았으나, 적격 CCP 이용 의무화를 촉진하는 차원에서 CCP를 이용하지 않는 경우 추가적인 자기자본을 부과하려고 하고 있다. 이를 통해 은행이 CCP에 대한 익스포저를 관리하고, CCP 자산의 리스크 관리도 강화시키는 효과가 있을 것으로 예상된다. 은행이 직면한 CCP에 노출된 위험은 CCP의 파산 및 채무불이행 리스크, 참가자 파산에 의한 공동 손실보전재원 훼손 리스크 등이 있을 수 있다.

〈표 1〉 CCP를 통한 장외파생상품거래 노출에 대한 은행의 자기자본 규제(안)

	적격 CCP	비적격 CCP
장외파생상품 노출에 대한 위험가중치	2%	20~150%

주 : 비적격 CCP는 적격 CCP를 통하지 않는 모든 양자간 거래를 포함하며, 비적격 CCP에 대한 위험가중치는 CCP의 신용등급에 따라 차등 적용함.

일본의 경우, 글로벌 금융위기 이후 금융 및 자본시장에서 노출된 문제점을 점검하고 개선하여 금융시스템의 안정성 및 투명성 향상과 투자자 보호 강화 등을 목적으로 ‘금융상품거래법’을 2010년 5월 개정하였다. ‘금융상품거래법’에서도 청산의 집중과 거래정보저장소 이용에 대한 근거를 포함하고 있다. 중국은 은행간 장외파생상품 거래 지원을 위해 상하이 청산소를 2009년 11월에 설립하였다. 이 외에도 홍콩, 싱가포르에서 CCP 설립 및 TR 수립을 위한 논의가 진행되었다.

라. 국내 규제 방안 논의

국제적인 논의가 진행되면서 국내 금융당국도 빠르게 대응하였다. 실제로 국내에서도 민간 전문가들로 이루어진 ‘장외파생상품 인프라 개선 협의회’가 구성되어 국내 장외파생상품시장의 선진화와 글로벌 금융위기 극복을 위한 국제적 공조에 동참하기 위해서

장외파생상품시장의 주요 인프라 도입을 검토하였다. 그리고 2009년 중 9차례 회의를 통해 장외파생상품 인프라 관련 13개 권고안을 마련하고 향후과제를 설정하였다. 주요 과제로는 장외파생상품의 CCP 서비스를 위한 표준화 추진, 국제적으로 논의되는 CCP 이외의 인프라인 거래정보저장소, 전자거래플랫폼 등의 도입이며, 국제적인 동향 및 국내 시장의 특수성을 고려하여 장외파생상품시장의 선진화를 지속적으로 추진하기로 하였다.

〈표 2〉 장외파생상품 인프라 관련 권고안

구 분	권 고 사 항
권고사항 1	국내 파생상품 시장의 거래상대방리스크와 시스템리스크의 감소를 위하여 원칙적으로 모든 표준화된 장외파생상품이 CCP 청산서비스를 이용하도록 한다.
권고사항 2	원칙적으로 모든 장외파생상품의 거래정보를 집중하여 관리하도록 한다.
권고사항 3	장외파생상품 CCP 청산서비스 대상 상품을 중심으로 거래확인자동화시스템을 구축한다.
권고사항 4	자본시장법 등 관련 법률을 개정하여 장외파생상품 CCP 청산의 법률적 근거를 마련한다.
권고사항 5	장외파생상품 CCP 청산의 접근성과 개방성을 보장하기 위하여 청산회원이 아닌 시장참가자가 CCP 청산서비스를 이용할 수 있도록 자본시장법 등 관련 법률을 개정하여 장외파생상품 CCP 청산추선의 법률적 근거를 마련한다.
권고사항 6	장외파생상품 CCP 운영주체는 서비스의 공익성을 확보할 수 있는 제도적 장치를 마련해야 한다.
권고사항 7	장외파생상품에 대한 CCP 청산서비스는 모든 표준화된 상품(예를 들어 IRS)을 대상으로 하며, 그 밖의 장외파생상품(CDS, CRS 등)은 표준화를 통해 CCP 청산서비스가 가능하도록 공동 노력한다.
권고사항 8	장외파생상품 CCP의 청산회원은 CCP의 안정성과 효율성의 균형 확보를 위하여 일정 요건 이상의 자본금, 신용도, 운용능력을 갖추어야 한다.
권고사항 9	증거금과 일일정산은 청산서비스 이용자의 급격한 유동성 부담과 평가불일치에 따른 위험부담 가능성이 있으므로 시장참가자와의 협의에 기초한 평가모형의 구축을 전제로 설계되어야 한다.
권고사항 10	장외파생상품 CCP 운영주체는 위험기금의 적립방식, 적립규모, 사용방법을 합리적이고 투명한 방법으로 산출하고, 이를 공표하여야 한다.
권고사항 11	장외파생상품 CCP 운영주체는 청산회원 등으로 구성된 참가자 대표기구(국제단체 포함가능)의 의견을 CCP운영에 제도적으로 반영할 수 있도록 CCP운영방침을 제정한다.
권고사항 12	장외파생상품 CCP 운영주체는 서비스와 관련된 직·간접적인 비용체계를 투명하게 제시하여야 하며, 비용산정에 청산서비스 이용자의 이해를 반영할 수 있는 제도적인 장치를 마련한다.
권고사항 13	장외파생상품 CCP 운영주체는 해외 장외파생상품 CCP와 연계서비스가 가능하도록 적극적으로 준비한다.

이에 따라 우선 자본시장법 개정(2010.3.12일 개정, 6.18일 시행)을 통해 장외파생상품 사전심의제를 도입하여, 일정한 신규 장외파생상품에 대해서는 거래에 앞서 금융투자협회 내에 설치된 장외파생상품심의위원회의 사전 심의를 받도록 함으로써 무분별한 장외파생상품의 판매를 사전에 차단하도록 하였다. 또한 장외청산소 도입과 관련한 입법 절차를 완료하기 위해 정부는 자본시장법 개정안을 마련하고 국회에 제출하였다. 참고로 2013년 3월 장외청산소 도입과 관련된 자본시장법 개정안이 국회 본회의를 통과하였다. 그리고 자본시장법 개정안 통과 이후 '장외파생상품 인프라 개선 협의회'가 제시한 장외파생상품 인프라 관련 권고안을 시행령에 반영하는 작업을 진행 중에 있다.

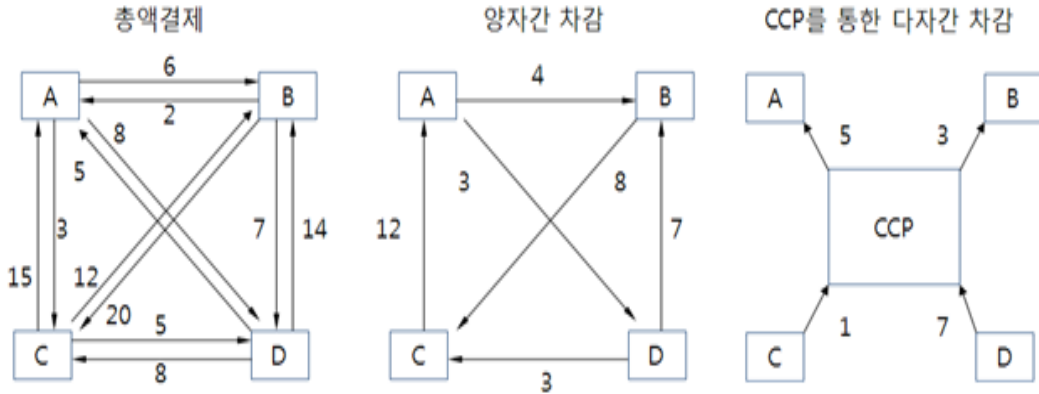
3. 새로운 장외파생상품 거래 인프라

이상 언급한 것과 같이 전 세계적으로 논의되고 있는 장외파생상품과 관련된 규제안의 핵심은 장외파생상품과 관련된 거래 인프라를 구축하여 전체적인 시장의 위험을 줄이고, 시스템 위험(system risk)을 사전에 파악하여 대응할 수 있는 체제를 구축하는 것이라고 할 수 있다. G20 피츠버그 정상회의의 합의안 등에 포함되어 있고, 또한 현재 국제적인 차원에서 논의되고 있는 주요 인프라는 중앙청산소, 거래정보저장소, 전자거래플랫폼, 거래확인자동화(automatic matching and confirmation) 서비스, 그리고 잔존거래 축약(compression) 서비스 등이 있다.

1) 중앙청산소

앞서 언급된 거래 인프라 중에서 우선 각국에서 핵심적으로 추진되고 있는 것은 중앙청산소(CCP)이다. 일반적으로 파생상품을 포함하는 금융상품의 거래절차는 매매체결, 청산, 그리고 결제로 구분할 수 있다. 이 중에서 청산(clearing)은 거래당사자간의 거래를 차감(netting)하여 하나의 채권 또는 채무를 산출하고 결제를 지시하는 일련의 과정을 의미한다. 중앙청산소의 개념은 표준화된 모든 장외파생상품 거래에서 모든 매도자(또는 매수자)에 대한 매수자(또는 매도자) 역할을 중앙청산소가 수행하여 청산절차를 시행하고 결제이행을 보증하는 것이다. 그리하여 거래상대방 위험을 제거하고, 다자간 차감에 의한 순포지션(net position)을 정리하여 위험산정액을 감소시키며, 또한 결제 불이행으로 인한 위험의 전이를 사전에 차단하는 데 그 의미가 있다.

〈그림 1〉 양자간 차감과 CCP 청산 비교



자료 : 김인섭(2012)

실제로 다양한 거래 인프라 중에서 국제적으로 가장 빠르게 구축되고 있는 것이 중앙 청산소이다. 글로벌 금융위기 이전에도 미국, 유럽 등 금융선진국들에서는 일부 금융 상품에 대한 중앙청산소를 운영하고 있었다. 하지만 금융위기가 확산된 이후 규제당국의 움직임과 별도로 관련 업계가 자발적으로 중앙청산소를 통한 청산서비스 제공을 확대하고 있다. 미국에서는 CME Clearing House, International Derivative Clearing Group(IDCG) 산하의 IDCH, 그리고 ICE trust를 통해 금리스왑(IRS), 신용부도스왑(CDS) 및 상품파생거래의 청산서비스를 제공하기 시작하였다.

'99년부터 LCH.Clearnet을 통해 IRS에 대한 청산서비스를 선도적으로 제공하였던 유럽에서도 LCH.Clearnet, NYSE Euronext의 자회사인 Liffe, ICE Clear Europe, Eurex 등에서 CDS와 같은 새로운 장외파생상품의 청산서비스를 개시하였다. 또한 '11년 이후에는 CME, LCH.Clearnet 등에서 주식 및 NDF와 같은 통화파생상품에 대한 새로운 청산서비스를 제공하고 있다.

아시아권에서도 중앙청산소 설립이 가시화되고 있다. 일본에서는 6개 거래소가 공동 출자하여 만든 JSCC가 IRS와 CDS에 대한 청산서비스를 각각 '12.10월, '11.7월부터 시행하고 있다. 오랫동안 상품·해운과 관련한 청산서비스를 제공하고 있는 싱가포르 SGX도 최근 NDF에 청산서비스를 개시하면서 금융거래와 관련된 서비스 영역을 확대하고 있다.

〈표 3〉 해외 주요 청산소 청산서비스 현황

청산기관		주요 청산대상 상품(도입시기)
미 국	CME	CDS(1999), 상품(2002), IRS(2010), NDF(2012.4)
	IDCG	IRS(2008.12)
	ICE Clear	에너지(2007), CDS(2009)
유 럽	영 국 LCH, Clearnet	IRS(1999), CDS(2010), NDF(2011)
	독 일 Eurex Clearing	CDS(2009), IRS(2012.11)
아시아	일 본 JSCC	CDS(2011.7), IRS(2012.10)
	싱가폴 SGX	상품·해운(2006), IRS(2010), NDF(2011.10)
	홍 콩 HKEx	IRS·NDF(2012 하반기)

자료 : 한국거래소

〈표 4〉 주요국 청산소 주요 상품별 서비스 내용

구 분	대상상품	주요 내용	
미 국	CME	금리선도, 단기금리스왑	이미 거래된 장외파생상품 계약을 유사한 조건의 장내 선물계약으로 전환('Subs')한 후, 장외청산결제시스템(Clearing360)을 통해 청산·결제
		금리스왑, FX스왑	CME가 특정 스펙을 정하고 동 스펙에 해당하는 OTC 스왑 거래에 대하여 장외청산결제시스템(Clearing360)을 통해 청산·결제
	NYMEX	에너지 관련 장외파생상품	청산회원으로부터 장외파생상품 거래내역을 제출받아 청산·결제 서비스(Clearport clearing system) 제공
		장외파생상품을 규격화한 유사 장외파생상품	유사 장외파생상품을 상장하여 거래소 시스템을 통해 거래하고 청산·결제도 지원
	ICE	에너지 관련 장외파생상품	장외파생상품 전용 전자거래 플랫폼 운영
DTCC	신용파생상품 중심(주식·금리상품도 취급)	'Deriv/SERV 시스템'을 통해 주로 거래체결 및 Contirmation과정을 지원	
유 럽	Eurex	장내상품 매개 6종류 장외거래	OTC용 거래등록시스템을 통해 거래를 체결하고, 거래 내역은 Eurex clearing AG로 전달되어 청산·결제
	Euronext, Liffe	만기 등 거래요건을 변경하여 약정한 장외상품	'ABC 시스템'을 통해 처리 - Cscreen : 수량·가격 등 조건협의 후 주문 - Alfirm : 매매체결 및 확인 - Bclear : 청산·결제 수행
	LCH, Clearnet	금리스왑, 에너지상품 등	OTC브로커에 의해 입력된 장외거래가 LCH의 장외거래 전용 청산시스템(ECS: Extensible Clearing System)을 통해 청산·결제
	ICE Clear Europe	신용파생상품(CDS)	ICE의 에너지 및 배출권 거래시장이며, ICE OTC Credit 을 통해 유럽 CDS 청산 서비스를 제공
아 시 아	SGX	원유, 해상운임협정 등 28개 장외상품	OTC브로커가 거래내역을 SGX 등록시스템에 직접 등록하고, SGX가 청산·결제 서비스 제공
	JSCC	금리스왑, CDS	TSE(동경증권거래소) 그룹의 자회사로 청산기관

2) 거래정보저장소

또 다른 중요 장외파생상품 거래 인프라로 거래정보저장소(TR)가 있다. 거래정보저장소는 이름 그대로 장외파생상품의 계약별 거래정보(상세 계약정보)를 계약당사자로부터 보고받아 기록을 수집하고 관리하는 주체를 말한다. 거래정보가 집중되기 때문에 거래정보저장소를 이용하여 시장 전체의 장외파생상품 거래량 및 포지션 등의 정보를 집계하고 공시할 수 있으며, 감독기관에게 장외파생상품시장에 관한 감독정보의 정기적인 제공과 개별 거래내역에 대한 정확한 정보제공이 적시에 이뤄질 수 있게 된다. 하지만 중앙청산소의 설립과는 달리 거래정보저장소 설립과 이용에 관해서는 다양한 이슈가 해결되지 않고 있는 실정이다. 다양한 이슈들은 수집 정보의 보안문제, 감독 정보 공유 시 각국별 정보보호법의 충돌문제, 그리고 다수의 거래정보저장소 설립 시 감독방안에 대한 문제들을 포함한다. 따라서 아직까지 중앙청산소에 비해 상대적으로 진전이 느린 것으로 평가할 수 있다.

하지만 일부 진전된 모습을 보이기도 하였는데, 미국의 DTCC TIW(Trade Information Warehouse)는 2010년 3월부터 CDS 거래와 관련된 정보를 저장하고 자발적으로 감독당국에게 관련 정보를 제공한다고 발표하였다. 스웨덴에 위치하고 있는 ICAP 그룹의 TriOptima는 이자율 파생상품 거래와 관련된 정보를 제공하기 위해 IR TRR(Interest Rate Trade Reporting Repository)를 2010년 1월에 설립하고 본격적인 운영에 들어갔다. DTCC와 MarkitSERV는 조인트벤처 형식으로 EDRR(Equity Derivatives Reporting Repository)이라는 주식파생상품에 관한 거래정보저장소 서비스를 제공하면서 주식관련 파생상품의 거래정보저장소로서의 역할을 수행하기 시작하였다. EDRR에는 14개의 글로벌 금융딜러들이 참가하고 있으며, 장외주식파생상품에 대해 옵션, 주식·배당·포트폴리오 스왑, CFD(contract for difference) 등의 서비스를 제공하고 있다. 또한 주요한 포지션 데이터를 저장하며, 이를 취합하고 보관하여 주기적으로 시장참여자들과 규제당국에게 보고할 예정이다.

또한 전자거래플랫폼과 관련된 인프라에서도 MarkitWire, SWIFT 등 기존에 유사한 서비스를 제공하던 업체중심으로 새로운 플랫폼을 개발하여 전통적인 수작업확인 방식에서 자동화된 거래확인 시스템으로 변모를 꾀하고 있다. 이로써 주요 금융회사들이 2009년 뉴욕연방준비은행에 보낸 서신에서 약속하였던 거래정보저장소 이용을 위해 CDS의 경우 DTCC의 TIW가, 금리파생상품의 경우에는 TriOptima의 IR TRR이, 그리고 주식파생상품은 EDRR이 담당하는 형태로 CDS, 이자율 및 주식 관련 장외파생상품 등

주요 장외파생상품에 관한 거래정보저장소가 모두 서비스를 시작하게 되었다.

최근 FSB를 중심으로 거래정보저장소의 운영과 관련해서 글로벌 법인식별코드(LEI, Legal Entity Identifier) 시스템을 구축하기 위한 사전작업이 논의 중에 있다. 이에 대해서는 마지막 장에서 다시 언급하도록 한다.

3) 전자거래플랫폼

조직화된 매매체결기구로서의 전자거래플랫폼도 주요한 거래 인프라의 하나이다. 전통적인 장외파생상품의 매매체결은 전화나 보이스 브로커(voice broker) 등을 이용한 수작업에 의존해 왔다. 전자거래플랫폼은 이러한 매매체결 과정을 효율적으로 만들기 위해 등장한 것으로 현재 이용되고 있는 방식은 스크린 방식, 보이스 브로커와 연계된 하이브리드 방식 등이 있다. 하지만 정규거래소, 딜러의 거래사이트, 브로커 중개거래 등과의 역할 구분이 아직 불분명하여 국제적인 개념정립도 아직 미진한 상황으로 남아 있다. 또한 거래확인자동화, 그리고 잔존거래축약 서비스 등도 중요한 거래 인프라로 거론되고 있지만 아직은 인프라 구축과 관련된 논의와 진행이 더딘 상황으로 남아 있다.

4. 규제환경 변화가 국내 금융기관에 미치는 영향

1) 최근 규제환경 변화에 대한 평가

현재까지 드러난 장외파생상품거래와 관련된 직접적인 규제 환경은 일견 과거보다 강화된 것처럼 보이나, G-20 등에서 초기에 논의되었던 중앙청산소 도입이나 거래정보 저장소의 도입과 같이 인프라 측면에서의 규제 강화안 이외에는 특별히 가시화된 것이 없는 것이 사실이다. 또한 인프라 측면에서의 규제 강화안은 특별히 장외파생상품의 거래를 직접적으로 제한하기보다는 오히려 거래와 관련된 정보의 효율성을 증진시키고 위험노출을 감소시키는 형태로 진행되면서 장외파생상품거래와 관련된 알지 못하는 위험, 불확실성 그리고 투자자의 두려움을 감소시켜 결국에는 장외파생상품거래를 증가시키는 효과를 유발할 수도 있다.

인프라 측면의 규제안에 의해 장외파생상품시장에 미치는 영향에 대해서는 긍정적인 평가와 부정적인 평가가 모두 있을 수 있다. 이러한 평가는 차치하더라도 G-20 차원에서

논의되었던 인프라 측면의 규제안은 일부 국가의 경우 약속기한을 넘기기도 하였으나 하나씩 그 구체적인 모습을 갖추어 나가고 있다.

전술하였다시피 2009년 9월, 피츠버그에서 열린 G20 재무장관 회의에서 각국 정상들은 2012년 말까지 모든 표준화된 장외파생계약은 정형화된 중앙청산소(CCP)를 통하여 청산되고, 거래정보저장소(TR)에 보고되어야 한다는 내용에 합의하였다. 이는 금융규제를 강화하고 장외파생상품시장을 개선하고자 하는 국제사회의 컨센서스가 표출된 것으로, 합의의 궁극적인 목적은 장외파생상품거래에 대한 투명성을 확대하여 상대방 리스크를 줄이고 나아가 시장 전체에 대한 시스템리스크를 완화하는 것이다.

이후 FSB는 장외파생상품거래와 관련된 G-20의 합의안을 이행하기 위하여 2010년 4월 FSB OTC Derivatives Working Group⁷⁾을 조직하였고, 2010년 10월, Implementing OTC Derivatives Market Reform 보고서에서 장외파생상품시장 개혁을 위한 21개의 권고안을 발표하였다. 이후 FSB는 4차례에 걸쳐 합의안에 대한 진전 상황에 대한 보고서(progress report)를 발표하였다.

2012년 10월에 발표된 4번째 보고서에서는 주로 각국의 시장 인프라 구축과 관련된 사항이 포함되어 있다. 시장 인프라는 글로벌 파생상품시장에서 서비스 제공범위를 넓혀가고 있으며, CCP와 TR은 물론 정형화된 플랫폼 거래 인프라 또한 모든 자산 클래스에 대해 서비스를 하고 있다고 언급하였다. CDS 거래의 경우 CCP 청산거래가 전체 거래의 12%, TR에 보고되는 거래는 99%에 이르며, IRS 거래도 CCP 청산거래가 40%, TR 보고거래가 97%로 나타나고 있다(2012년 8월말 기준 DTCC 자료).

사실 현 시점에서 대부분의 G-20국가들은 CCP를 이미 설립하여 운영 중이며, 아시아 지역에서도 홍콩, 싱가포르 등에서 인프라 도입을 서두르고 있다. 미국(CME), 영국(LCH), 독일(Eurex), 일본(JSCC) 등은 IRS 및 CDS 청산업무를 새롭게 수행하고 있다. 싱가포르(SGX)은 '10년 IRS 및 NDF 청산업무를 개시하였고, 홍콩(HKEx)은 조만간 NDF 청산업무를 개시할 예정이다. 특히, 싱가포르거래소(SGX) 및 영국청산소(LCH)는 원화 NDF 청산업무를 수행하는 등 일부 해외 CCP는 국내 장외파생거래에 대한 청산업무도 개시하였다.

2012년 하반기에는 EU, 홍콩, 일본 및 미국에서는 법제정과 관련한 많은 변화가 있었다. EU에서는 장외파생상품, CCP 및 TR에 대한 규제가 2012년 8월부터 효력이 발효

7) OTC Derivatives Working Group과 별도로 다양한 작업을 조정하기 위해 OTC Derivatives Coordination Group이 2011년 11월 설립되었다. BCBS, CGFS(Committee on Global Financial System), CPSS, IOSCO, FSB의 의장으로 구성되고 FSB 총회 및 운영위에 진행 사항을 보고하는데, 중앙청산의 글로벌 방식을 지지하는 4가지 세이프가드의 이행방안 등을 논의하였다.

되었으며, 9월 27일 유럽금융당국(European Supervisory Authorities)은 기술규정(Technical standards)에 대한 안건을 채택하였고, EC는 12월 19일 이 안건을 최종 채택하였다. 홍콩에서도 모든 이자율스왑과 NDF에 대해 CCP 청산 의무를 부과함과 동시에 중앙은행이 운영하는 TR에 2012년 말까지 보고하도록 요구하였다. 일본의 경우에도 2012년 9월 정규화된 거래플랫폼과 시장 투명성에 대한 개정된 법률을 통과시켰다. 미국에서도 CFTC의 보고 의무와 실시간 공시 규정이 2012년 10월부터 시작되었다.

국내에서도 최근 진전된 움직임이 나타나고 있다. 2012년 말까지 국내 CCP를 설립하겠다는 기존의 국제적 합의에는 다소 늦었으나, 최근 장외파생상품의 CCP도입과 관련하여 자본시장법이 최종 통과되었다. 그 결과, 장외파생상품거래 개혁에 핵심적인 인프라로 인식되고 있는 국내 CCP의 조속한 도입을 통해 해외 청산소로의 청산수요 이탈을 막고, '12년 말을 기점으로 가속화되고 있는 글로벌 청산소간 경쟁에도 조기 대응에 대한 기초를 마련하였다.

〈표 5〉 장외파생상품시장 개혁에 대한 국가별 진행상황

국 가	적용규제 상황		시행규제 상황	
	CCP	TR보고	CCP	TR보고
캐 나 다	통과	통과		논의
미 국	통과	통과	통과	통과
E U	통과	통과	제출	제출
중 국	제출	통과	제출	통과
홍 콩	제출	제출		
일 본	통과	통과	통과	통과
한 국	통과	통과		
싱 가 포 르	제출	제출		논의
인 도	통과	통과	통과	통과

주 : 1) 미국의 경우 CFTC가 CCP 의무청산, TR에 보고 등과 같은 일부 규정을 채택하였으나, SEC는 아직 최종 승인하지 않았음.

2) 일본의 경우, 2012년 11월부터 효력이 발효됨.

3) 한국의 경우, 최근 법안 통과를 반영함.

자료 : 자본시장연구원(2012) 재인용

그러나 FSB는 장외파생상품 시장의 특성상 국경간 거래가 빈번한 것을 고려하여 국가간의 협력이 중요하다고 생각되나, 이에 대한 진전은 아직 더딘 상황으로 평가하고 있다. 또한, FSB는 국가간 규제의 불일치 가능성이 있는 경우 조속히 이를 해결할 것을 권고하고 있다. 특히 규제 차익에 대한 위험을 줄이기 위해 '표준화'에 대한 보다 명확한 합의가 요구되며, TR은 그 자체적인 지위에 있어 중요한 자료의 원천이나, 현재 보고의 정도와 중앙청산과 관련하여 상당한 정보의 갭이 있어 이는 보완해 나가야 할 점이라고 밝혔다. 즉, 여전히 기술적으로 해결해야 될 부분이 많이 남아 있다고 짐작할 수 있다.

2) 규제환경 변화의 영향 평가 및 시사점

국내 장외파생상품시장의 경우 글로벌 금융위기 전후로 뚜렷한 구조적 변화가 감지되는 것은 아니다. 하지만 이러한 국내 장외파생상품 시장의 구조적 변화는 미국의 금융 개혁법이나 은행관련 규제환경의 변화와 같은 간접적인 규제 환경 변화로 인해 앞으로 다가올 수 있다. 그리고 중앙청산소의 사용 의무 부과 등 직접적인 규제안의 경우에도 실제 도입된다면 국내 장외파생상품시장의 환경을 급격히 변화시킬 가능성도 여전히 남아 있다.

가. 직접적인 규제안의 영향

국제적으로 진행되고 있는 중앙청산소 사용 의무와 같은 장외파생상품규제는 한편으로 G-20 합의의 이행이므로 국제적 공조를 위한 국내 규제체계도 이에 맞춘 변화가 당연히 예상된다. 국내 금융당국은 G-20합의 이전부터 미국이나 유럽에 비하여 장외파생상품의 사전심의제를 도입하는 등 강력한 장외파생상품 규제를 시행하고 있으나, 아직까지 법적 미비로 인해 매매체결이나 청산관련 인프라 체계를 전면적으로 도입하지는 않았다. 따라서 국내에 관련 인프라가 설립되고 사용이 의무화된다면 이로 인한 파급효과는 상당히 클 수 있을 것이다.

우선 장외파생상품 거래당사자에게는 기존의 은행 간 거래보다 인프라 사용에 따른 수수료, 증거금이나 위험보장기금 등의 비용이 추가로 소요될 것이다. 현재 국내에서는 한국거래소(KRX)가 장외파생상품 청산업을 영위하기 위해 준비 중인데, 청산회원에

게는 직접적으로 '장외파생상품공동기금'이라는 형태로 기금을 마련할 예정이다. 장외파생상품공동기금은 청산회원이 파산할 경우 결제불이행을 통한 시스템리스크로의 전이를 방지하기 위해 사용되는 기금으로 청산회원이 직접적으로 부담해야 되는 비용이다. 국제청산핵심원칙에서는 CCP재원 산출과 관련한 최소기준을 아래 <표 6>과 같이 제시하고 있다. 해외사례를 살펴보면, LCH는 £24.8억, CME는 \$9.48억의 공동기금을 조성하고 있는데, 이는 청산회원이 직접 부담해야 되는 비용이다. 장외파생상품 청산업을 준비 중인 한국거래소는 2,900억원에 달하는 장외파생상품공동기금을 적립할 예정인 것으로 알려지고 있다. 국내에서 장외파생상품을 거래하던 국내 은행 및 증권사 등이 청산회원으로 가입한다고 할 경우 약 82개 은행 및 증권사들이 2,900억원에 달하는 직접적인 비용을 지불해야 되는 것이다. 이러한 금액은 기존에 큰 거래비용 없이 거래하던 금융기관에게는 큰 부담이 아닐 수 없다.

<표 6> 국제청산핵심원칙의 CCP재원 산출시 기준(최소 기준)

FMI 원칙 ¹⁾	유럽 EMIR ²⁾	미국 CFTC 규정
(산출가정) '08년 리먼사태 등 극단적이지만 발생 가능한 시장사항을 가정하여 결제이행재원을 산출		
글로벌 CCP : 최대위험 1~2위사 커버 기타 CCP : 최대위험 1위사 커버	최소 공동기금 : Max(최대위험 1사, 2~3위) 전체 재원 최대위험 1~2위사 커버	최대위험 1위사 커버 CME는 최대위험 1~2위사 커버

주 : 1) Principle for Financial Market Infrastructure
 2) European Market Infrastructure Regulation
 3) 기타 CME, JCSS, SGX는 최대위험 2개사(2개회원)의 파산을 가정하고 산출
 4) LHC는 개별회원의 2개사 파산을 가정하여 '자기분+최대위험 2개 위탁자'로 파산위험을 가정하였고, 회원별 공동기금을 합한 총액징수로 변경

특히 국내 금융시장과 국민경제에 적지 않은 영향을 미치는 통화파생상품과 일반 기업의 장외파생상품 취급에 대한 규제는 신중하게 접근해야 할 부분이라고 하겠다. 도드-프랭크법에서 통화스왑(FX swap) 및 통화선도는 원칙적으로 장외파생상품으로 분류되어 각종 규제를 받지만 재무장관의 서면요청만으로 규제를 면제받도록 하고 있다. 또한 장외파생상품시장의 참가자가 최종사용자로 인정받으면 인프라 사용의무를 면제 해주도록 하고 있다.

통화스왑과 통화선도는 2010년 상반기 기준 전체 국내 장외파생상품 잔액의 30%에 달하고 있고, 외국 통화와의 원금교환이 결부되어 있어 위험노출액이 금리상품에 비하여 월등히 높다. 향후 마련될 국내 규제가 이들 상품에 대하여도 인프라 사용을 의무화한다면 증거금, 위험보장기금 등으로 인한 금융업계의 대폭적 비용부담이 예상된다. 사실 앞서 언급했던 한국거래소의 장외파생상품공동기금의 경우 현재 국내 CCP 적격상품으로 우선 고려되고 있는 IRS 거래만을 대상으로 산출한 금액이다. 따라서 금리 IRS보다 위험도가 더 큰 통화관련 파생상품이 CCP 적격상품으로 지정될 경우, 통화관련 파생상품 대상 별도의 장외파생상품공동기금을 적립해야 된다. 이 경우 적립 규모는 IRS 대상 장외파생상품공동기금보다 훨씬 큰 규모가 될 수 있으며, 이는 은행 및 증권사에게 추가적인 부담으로 작용할 것이다. 따라서 이들 통화파생상품의 처리는 미국 및 EU의 규제를 주시하여 신중하게 접근할 필요가 있다. 또한 무역의존도가 높은 경제특성으로 인하여 통화 및 원자재파생상품을 거래하는 국내 기업이 많은 현실 속에서 최종 사용자의 범위 결정은 경제에 미칠 효과를 감안하여 결정되어야 한다.

나. 스왑 배제안

우선 인프라 측면이 아닌 장외파생상품거래에 직접적인 영향을 미칠 수 있는 미국 금융개혁법의 스왑 배제안이 예외 없이 강력하게 전 세계적으로 진행될 경우, 장외파생상품시장의 주요 유동성 공급자인 은행의 장외파생상품 취급이 불가능하게 되어 거래가 위축되고 유동성 저하가 불가피할 전망이다. 하지만 동 법에서는 계열사에 의한 장외파생상품의 거래, 위험헤징, 금리 및 통화 등 전통적인 은행업무로서 인정되는 경우는 규제를 적용하지 않고 있으며, 장기간의 시행유예가 가능하여 단기적인 변화는 크지 않을 전망이다. 결과적으로 미국의 금융기관과의 직접적인 거래는 상품의 청산 적격 여부와 국내 금융기관에 대한 거래상대방 분류에 따라서 영향을 받게 될 것으로 보인다.

또한 지금까지 여러 국가의 금융기관들이 미국금융기관과 장외파생상품 거래를 하는 경우 대부분 미국 금융기관의 해외법인을 통해서 거래가 체결되는 경우가 많아 동 법에 따른 직접적인 영향은 제한적일 수 있다. 다만 EU 등 기타국의 장외파생상품 규제가 동 법에 준하여 확정된다면 이로 인한 영향은 불가피할 것이다. 간접적으로 동 법으로 인해 미국 금융기관이 재편되거나 장외파생상품의 취급기관이 변경된다면 시장의 유동성 변화와 함께 새로운 거래상대방에 대한 신용위험의 산정 등으로 거래에 영향을 받을

것이다. 법안이 EU 차원에서 채택될 경우 금융위기과정에서 부각된 시스템리스크에 대한 중요성을 인식하여 금융기관의 거래위험요인(Trading Risk Factor)을 낮추고 투자자의 공시투명성을 높이는 토대를 제공하는 등 긍정적인 영향을 미칠 것으로 평가할 수 있다.

다. 바젤 III의 도입

금융규제 개혁 논의는 개별 금융기관 중심의 미시건전성 규제 기준인 바젤II 기준을 더욱 강화하는 동시에 시스템 전반의 리스크 축적을 방지하는 거시건전성규제를 추가적으로 도입하는 것이 그 핵심이다. 아울러 회계기준 강화, 신용평가제도 개선, 장외파생상품시장 개선, 금융기관 보상체계 개선, 헤지펀드 규제 등 금융시스템 전반에 대한 개선 논의도 함께 진행 중이다. 특히, 미시건전성 체계 개선(강화된 바젤II) 중 위험커버리지(risk coverage of the capital framework)의 확대는 파생관련 익스포저와 관련된 실질적인 위험을 보다 정확하게 반영하기 위해 트레이딩계정 및 복잡한 유동화(securitization) 익스포저에 대한 자본보유 기준을 강화하였다. 또한 파생상품거래 등에서 발생하는 거래 상대방 신용 익스포저에 대한 자본부담도 확대된다. 이에 따라 파생상품 거래 상대방의 신용도 하락으로 발생하는 시가평가 손실에 대해서도 자본적립이 의무화되면서, 결국에는 국내 금융기관의 장외파생상품거래를 위축시킬 것으로 예상된다. 또한 바젤은행감독위원회(BCBS) 자본 및 유동성 규제 개편안의 도입은 은행의 장외파생상품거래에 추가적인 부담을 줄 것으로 보인다.

구체적으로 바젤III 규제가 파생상품시장에 미칠 가장 큰 영향은 신용가치조정(credit valuation adjustment; CVA) 방안이 신설된다는 것이다. 바젤III 도입 이후 은행은 표준방법 또는 내부등급법(IRB)에 의한 거래상대방 신용리스크 부과자본에 장외파생상품에 대한 거래상대방 리스크 관련 예상 시가평가손실(신용평가조정, 즉 CVA)을 인식하기 위한 부과자본을 추가하여야 한다. 부과자본은 거래상대방 신용리스크 및 개별 금리리스크 관련 부과자본을 거래상대방 신용리스크 관련 내부모형법(Internal Model Method)을 사용하는 은행과 그렇지 않은 은행으로 구분하여 산출한다.

예컨대, 내부모형법(IMM) 및 채권의 개별 금리리스크에 대한 VaR 모형법 사용을 승인받은 은행은 채권 VaR 모형을 이용하여 거래상대방의 신용스프레드 변화가 모든 장외파생상품 거래상대방의 CVA에 미치는 영향을 모형화하고 적격 CVA 헤지를 반영하여 추가적인 부과자본을 산출하여야 한다. CVA 결정을 위하여 사용하는 은행의

회계평가방법과 관계없이 각 거래상대방에 대한 CVA 부과자본은 다음 산식에 의해 산출한다.

$$CVA = (LGD_{MKT}) \times \sum_{i=1}^T \text{Max} \left\{ 0, \exp \left(-\frac{s_{i-1}t_{i-1}}{LGD_{MKT}} \right) - \exp \left(-\frac{s_i t_i}{LGD_{MKT}} \right) \right\} \times \left(\frac{EE_{i-1}D_{i-1} + EE_i D_i}{2} \right)$$

여기서, t_i 는 i 째 가치 재평가 단위기간으로 $t_0 = 0$ 에서 시작한다. t_T 는 거래상대방의 전체 상계군 내 최장계약만기를 의미한다. s_i 는 거래상대방 CVA 계산을 위해 사용되는 잔여만기 t_i 에서의 거래상대방 신용스프레드인데, 거래상대방의 CDS스프레드가 이용 가능한 경우 반드시 동 스프레드를 사용해야 하며, CDS스프레드를 이용할 수 없는 경우 은행은 거래상대방의 신용등급, 산업 및 지역에 근거한 적절한 대응 스프레드를 사용해야 한다. LGD_{MKT} 는 거래상대방의 부도시 손실률로서 거래상대방의 시장성 금융상품 스프레드(또는 거래상대방 금융상품을 이용할 수 없는 경우 거래상대방의 등급, 산업 및 지역에 근거한 적절한 대응 스프레드)에 근거하여야 한다. CVA리스크 부과자본 산출시 투입요소로 사용되는 LGD_{MKT} 는 내부측정치가 아닌 시장측정치로서 IRB 또는 CCR 부도리스크 부과자본산출을 위한 LGD 와는 다르다는 점에 유의할 필요가 있다. 합계(Σ) 내의 첫 번째 요소는 시간 t_{i-1} 와 t_i 사이에 발생하는 시장내재한계부도 확률의 근사치를 의미한다. (위험중립확률인) 시장내재부도확률은 부도 관련 보장의 시장가치로서 일반적으로 실제 부도확률과는 상이하다. EE_i 는 규제대상 기대익스포저에 정의된, 시점 t_i 에서의 거래상대방에 대한 기대익스포저로 거래상대방에 대한 서로 다른 상계군들의 익스포저를 합산하는데, 이 때 각 상계군의 최장만기는 상계군 내 최장계약 만기를 의미한다. 마지막으로 D_i 는 t_i 시점에서 무부도위험(default risk-free)의 할인계수로서 $D_0 = 1$ 에 해당한다.

바젤은행감독위원회(BCBS)가 CVA 규제를 도입한 것은 금융위기를 겪으며 거래 상대방의 부도에 따른 손실보다 시장가치 하락에 따른 손실이 훨씬 크다는 사실이 드러났기 때문이다. 문제는 앞선 식에서 살펴본 것과 같이 CVA 리스크를 측정하기 쉽지 않고 헤지도 어렵다는 점이다. 은행은 CVA 리스크를 장외파생 거래 시 가격에 반영해 상대방에 전가하거나 성과 평가 항목에 반영하는 방안을 고려하고 있다. 바젤Ⅲ가 도입되면 은행들은 거래 상대방의 신용도 악화에 따른 장외파생상품의 시장가치 하락 위험을 자본에 반영해야 한다. BCBS에 따르면, 글로벌 금융위기 당시 거래 상대방의 부도

에 따른 손실은 전체 손실액의 3분의 1인 반면, 시장가치 하락에 의한 손실은 3분의 2에 달했다.

국내에서는 CVA 규제 도입에 따른 영향은 시중은행보다 외국은행 국내지점(외은지점)이 클 전망이다. 사실 현재 시중은행과 외은지점의 파생거래 비중은 약 3대 7 정도다. 잔액도 외은지점이 시중은행보다 두 배 가량 많다.

은행들은 CVA 규제에 대응해 가격에 리스크를 전가하거나 성과평가에 반영하는 방안을 검토하고 있지만 쉽지 않다. CVA 데스크를 통해 신용부도스와프(CDS)를 매입하는 방법으로 리스크를 헤지하기는 시중은행이나 외은지점 모두 만만치 않다. 특히 시중은행은 CDS 매매 경험이 부족하다. 선진국 은행은 이론상 CDS 매입으로 리스크를 낮출 수 있지만 그 효과는 의문시된다. 앞서 언급한 적격 장외파생상품 중앙청산소(CCP)를 통해서 거래하는 방안이 효과적이나 고객과의 거래 부분은 제외돼 파생상품 포지션을 적격 CCP를 통해 모두 헤지할 수는 없다. 따라서 은행권에서 파생거래 시 리스크 헤지 방안이 뚜렷하지 않기 때문에 바젤Ⅲ 도입으로 파생거래가 위축될 가능성이 높다. 즉, 파생거래 시 리스크 헤지 방안도 별로 없는데 추가적인 자본만 쌓아야 할 수 있기 때문에 은행들이 장외파생 거래를 꺼릴 수 있다.

5. 장외파생상품 거래의 환경 변화

장외파생상품 거래 인프라 개선과제 중 중앙청산소의 도입과 같은 과제는 이미 주요 금융선진국에서 시행되고 있으며, 우리나라에서는 최근 가시화되고 있는 단계이다. 이러한 과제는 국제적인 합의를 바탕으로 하는 만큼 이의 진전은 불가피하며, 이러한 사실은 대내외적으로 이미 널리 알려져 있기 때문에 이에 대한 불확실성은 낮은 편이다. 하지만 일부 거래환경 변화는 잘 알려져 있지 않고 있으며, 규제 환경 변화에 따른 시장의 자발적인 적응 과정에서 일부 새로운 현상들이 목격되고 있다. 여기에서는 글로벌 LEI 시스템 도입, post-trading compression, 그리고 CCP 도입에 따른 거래환경 변화 등에 대해 언급하도록 한다.

1) LEI 시스템 구축

아직 이름이 생소하지만 법인식별코드로 번역할 수 있는 LEI(Legal Entity Identifier) 시스템 구축이 국제적으로 진행되고 있다. LEI 논의는 거래정보저장소 논의와 더불어

시작되었다.

LEI와 관련된 논의는 글로벌 금융위기 과정에서 장외파생상품거래와 관련하여 어떤 금융기관이 어떤 거래상대방과 거래를 맺고 있는지에 대한 정보의 부족이 사태를 더욱 악화시켰다는 의견에서부터 시작되었다. 가장 대표적으로 리먼 브라더스의 파산 당시 어떤 금융기관이 리먼 브라더스의 파산 위험에 직간접적으로 노출되었는지를 모르는 상황이 글로벌 금융시장의 불확실성을 확대시키면서 이러한 논의가 본격적으로 시작되었다. 실제 유럽에서는 리먼 브라더스의 파산이 유로지역에 미치는 영향을 분석하려고 시도하였으나, 기관별로 다른 식별번호를 사용하고 있어 이를 활용하기 곤란했던 경험이 있었다고 한다. 그 결과 장외파생상품거래의 규제 방안 마련과 관련한 국제 논의에서는 중앙청산소와 더불어 거래정보저장소가 가장 중요한 인프라 개선사항으로 언급되기 시작하였는데, 이러한 논의는 장외파생상품의 거래정보를 중앙집중할 수 있는 인프라 구축 논의로 진전되었고, 이에 대한 기초 인프라로 LEI 시스템 구축의 필요성이 제기되었다.

LEI 도입의 일차적인 효과는 공공 부문, 또는 감독 부문의 효율성 증대이다. 수집되는 금융정보의 정확성이 개선되는 효과를 가져오므로써 장외파생상품거래와 관련된 기초 자료의 수집 및 보고체계의 개선이 이루어질 것으로 예상된다. 특히 장외파생상품거래와 관련된 국경간 거래정보의 수집이 가능해짐에 따라 cross-boarder 기업에 대한 감독이 효과적으로 이루어질 것으로 예상할 수 있다. 또한 금융기관의 내부 구조⁸⁾와 위험 노출에 대한 명확한 분석이 가능해지면서 위기 발생 시 이를 관리하고 정리할 수 있는 기반을 마련할 수 있다. 그 외에도 거래 상대방을 명확히 하여 장외 거래에서 발생할 수 있는 금융사기의 가능성을 낮출 수 있는 부수적인 효과가 있다.

이러한 일차적인 효과뿐만 아니라 금융기관 입장에서의 효용도 생각해볼 수 있다. 금융기관 차원에서 거래상대방에 관한 정보를 관리할 경우, LEI 시스템을 활용하게 되면 개별 기업이 지불하는 데이터 클리닝과 데이터 관리시스템 구축비용을 절감할 수 있다. 예컨대 J.P.Morgan은 각종 기업에서 Mrgan, JP Morgan, JPM 등 다양한 이름으로 사용되어 자동집계가 어려운 반면, 글로벌 LEI 시스템은 장외파생상품거래 더 나아가 금융거래에 참가하는 모든 법인들에 대해 이들을 식별할 수 있는 유일한 코드를 부여하는 것을 최종 목적으로 하고 있기 때문에 이러한 효용을 누릴 수 있는 것이다. 참고로 LEI의 구조는 법인 식별번호인 LEI 코드와 법인 관련 정보인 참조자료(reference data)로 구성

8) LEI 코드 부여과정에서 기업의 소유, 지배구조 등에 대한 정보가 포함될 것으로 예상된다.

가 빠르게 진행되면서 이미 출범을 앞두고 있는 상황이다. 하지만 글로벌 LEI 시스템과 관련해서 다양한 우려도 존재하는 것이 사실이다. 이를 구상하고 있는 규제당국의 입장에서는 LEI를 통해 거래정보의 저장뿐만 아니라 다른 범용적인 목적으로 이를 사용할 수 있는 체계를 만들겠다는 목표를 가지고 있다. 다른 범용적인 목적이란 아직 명시적이고 구체적인 논의는 되지 않고 있으나 기업의 소유구조나 기업활동에 대한 정보 수집과 더 나아가 조세당국이나 사법당국의 활동에도 활용될 것으로 짐작되고 있다. 따라서 기업의 측면에서는 이러한 활용방안에 대한 우려의 목소리는 여전히 높은 수준이다.

글로벌 LEI 시스템의 구축은 장외파생상품거래와 관련된 투명성을 높이기 위한 방안으로 추진되었으나, 실질적으로 금융기관뿐만 아니라 모든 기업에게도 적용될 것으로 보인다. 기업의 입장에서 글로벌 LEI 시스템과 관련하여 부담하는 직접적인 비용은 등록 및 유지 비용⁹⁾으로 그렇게 큰 규모는 아닐 것으로 예상되나 향후에는 현재 인식하지 못하는 커다란 규제로 다가올 수 있다.¹⁰⁾ 따라서 이에 대한 국내 규제당국과 금융기관, 더 나아가 일반기업의 관심이 필요할 것으로 생각된다.

2) 사후적 거래축약(Post-Trading Compression)

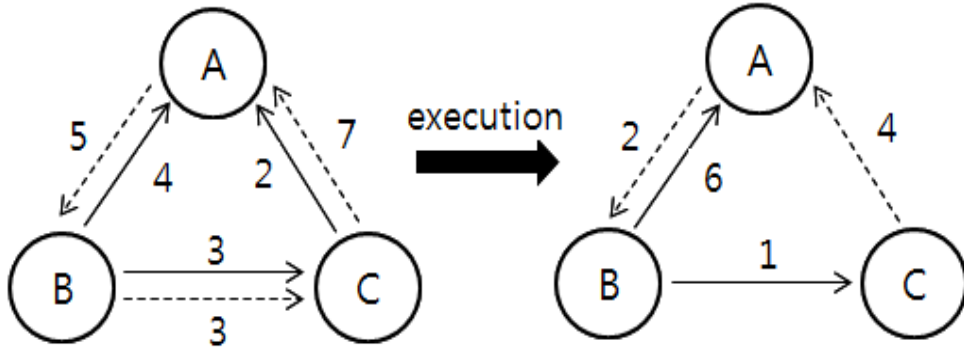
사후적 거래축약(또는 잔존거래축약, Post-Trading Compression)은 일종의 CCP의 대안으로 생각할 수 있는 하나의 도구이다. 사후적 거래축약은 규제당국이 주도하는 규제안이 아니라 시장참가자들이 주도하는 자발적인 움직임이라고 할 수 있다.

개념적으로 사후적 거래축약은 이미 존재하는 계약을 종결시키고, 이를 기존의 계약과 동일한 risk profile 및 현금흐름을 가지는 새로운 계약들로 대체하는 것을 의미한다. 실질적으로 사후적 거래축약에 참가하는 인원이 많아지면 많아질수록 계약이 종결될 경우와 확률은 증가하게 된다. 실제로 Ⅲ장에서는 전세계 신용파생상품 거래잔액이 2007년 하반기 58조 달러를 기점으로 점차 감소하여 2012년 상반기에는 27조 달러로 약 53%가 감소한 것으로 나타나고 있는데, 이러한 감소는 시장참가자들에 의한 자발적인 사후적 거래축약에 기인한 것으로 보인다.

9) 글로벌 LEI 시스템 구축에 가장 적극적인 미국은 이미 DTCC-SWIFT를 서비스 공급자로 지정하였는데, DTCC-SWIFT에서는 기업당 등록과 유지비용을 각각 200달러, 100달러로 제안하였다.

10) 글로벌 LEI 시스템은 향후 일종의 'big brother' 성격의 체계로 작용할 가능성이 있다.

〈그림 3〉 사후적 거래축약 개념



주 : 실선(점선)으로 표시된 계약관계는 동일한 계약조건을 가진 계약을 의미하기 때문에 점선과 실선의 계약은 계약조건이 다른 계약을 의미하며, 따라서 사후적 거래축약에 의해 서로 상쇄되지 않음.

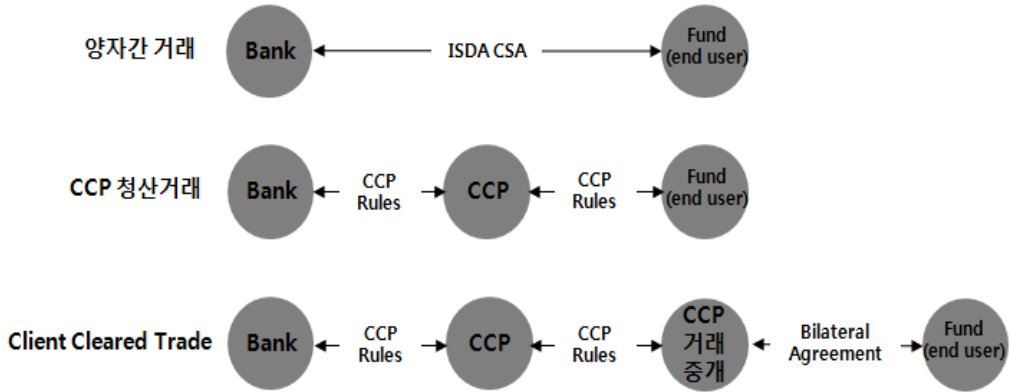
아직 국내에서는 사후적 거래축약이라는 개념이 생소하기 때문에 시장참가자들이 적극적으로 사후적 거래축약 서비스에 참가하려는 움직임이 크게 감지되지는 않고 있다. 전체적으로 국내 금융기관이 장외파생상품에 노출된 규모가 아직 미미하기 때문에 실질적으로 사후적 거래축약 서비스를 통해 노출된 위험을 줄일 수 있는 여지가 많지 않은 것으로도 해석할 수 있다. 하지만 사후적 거래축약 서비스를 전체 시장 위험을 축소시킬 수 있는 하나의 방안으로 고려할 수 있는 만큼 이에 대한 관심이 필요할 것으로 생각된다.

3) CCP 도입과 거래 환경의 변화

마지막으로 현재 국내에 구축작업이 시작된 CCP 도입과 관련해서 발생하고 있는 일부 장외파생상품 거래관련 환경변화에 대해 언급하고자 한다. 가장 대표적인 현상이 담보 전환(collateral transformation)이다.

최근 장외파생상품거래에 있어서 파산위험에 대비하기 위한 목적으로 마진의 형태로 담보를 요구하는 사례가 급증하고 있다. 대부분의 담보는 항상 현금(cash)이나 유동성이 높은 증권(highly liquid securities)의 형태이다. 이런 상황에서 미국의 도드-프랭크 법안이나 유럽의 시장 인프라 규제안(European Market Infrastructure Regulation, EMIR)으로 대변되는 규제환경은 중앙청산소를 설립하고 대부분의 장외파생상품거래가 중앙청산소를 통하도록 유도하고 있다. 그 결과, 중앙청산소로 대변되는 청산시스템이 수조 달러에 달하는 추가적인 담보를 일종의 마진 형태로 요구할 것으로 예상되고 있다.

〈그림 4〉 CCP 도입 이후 거래환경의 변화



하지만 양질의 담보를 보유하고 있지 못하는 장외파생상품거래의 최종거래자(end-user)들은 양질의 담보를 확보할 필요성이 생기고 있으며, 이러한 필요성에 대응하여 높은 신용도와 규모가 큰 금융회사, 즉 large balance sheet을 보유한 수탁은행들이 수수료를 받으면서 양질의 담보를 제공하는 서비스를 제공하기 시작하였다. 이러한 서비스를 담보 전환이라고 하는데, 이미 대형 수탁은행들은 담보 전환 서비스에 참여하고 있는 것으로 알려지고 있다.

담보 전환 서비스의 개념은 단순하다. 우선 CCP에 직접적으로 접근할 수 없는 고객(end-user)들이 CCP 거래를 중개할 수 있는 금융기관¹¹⁾에 회사채 등 담보로서 가치가 낮은 채권을 맡기면, 중개 금융기관은 이를 Repo 시장을 통해 현금으로 교환하게 되며, 마지막으로 교환된 현금을 CCP에 담보로 제공하여 CCP의 마진요구에 응하게 된다.

이러한 시장의 변화는 실질적으로 큰 문제가 없이 작동하는 것으로 보인다. 하지만 일부에서는 이러한 시장변화가 가져올 문제점에 대해서 사전적인 우려를 표시하고 있다. 몇 가지 경우를 언급할 수 있다. 첫째, 장외파생상품거래에 Repo 시장이 개입하면서 발생할 수 있는 의도치 않은 영향이 명확하지 않다. 둘째, 만일 시장에 위기상황이 닥칠 경우, 담보 전환 서비스 자체가 어떤 방향으로 전개될지가 명확하지 않다. 셋째, 담보 전환 서비스에 내재된 유동성 위험(liquidity risk)과 재담보계약(rehypothecation)의 위험

11) 이러한 기관을 부르는 명칭이 지역마다 다소 차이가 있는데, 미국에서는 선물거래 위임자(Futures Commission Merchant, FCM)로 부르는 반면, 유럽에서는 파생거래 청산소 회원(Derivatives Clearing Member, DCM)으로 지칭한다.

요인도 명확하지 않다. 마지막으로 궁극적으로 CCP 도입과 관련된 새로운 장외파생상품거래의 환경 변화에 따른 새로운 위험요소도 명확하지 않다. 이미 국내에도 국내 장외파생상품 거래와 관련된 중앙청산소의 도입이 확정된 만큼 이러한 위험요인과 환경 변화에 사전적인 주의를 기울일 필요가 있다고 하겠다.

Ⅲ. 규제변화로 인한 국내외 장외파생상품시장의 변화

1. 국제 파생상품시장의 구조

우선 국내외 파생상품시장의 현황을 알아보기에 앞서 다양한 분류기준에 따른 금융시장의 구조를 살펴볼 필요가 있다. 일반적으로 금융상품시장은 크게 증권시장과 파생상품시장으로 나눌 수 있으며, 거래가 발생하는 장소에 따라 증권 및 파생상품시장은 각각 장내시장과 장외시장으로 구분할 수 있다. 또한 참여고객을 기준으로 소매시장과 도매/전문투자자 시장으로 재차 구분이 가능하다. 참여고객과 시장구분 차원에서 금융상품시장을 <그림 5>와 같이 구분하여 볼 수 있다.

거래소 파생상품시장 가운데 소매시장으로는 주식관련 상품(Equity-linked Derivatives)이 있다. 미국의 개별주식 옵션시장이나 우리나라의 주가지수 선물·옵션시장이 여기에 해당된다. 글로벌 금융위기를 초래한 시장은 장외 증권시장인 동시에 도매/전문투자자 시장인 구조화 신용연계관련(CDOs, MBS 등) 증권 및 기타 자산담보부 증권 시장이었다. 물론 이 시장의 유동성이 결여되면서 이들 상품과 연계된 도매/전문투자자 및 장내외 파생상품시장으로 금융위기가 확산된 것도 사실이다. 2008년 하반기에서 2009년 상반기 선진국 거래소 파생상품시장의 금리관련 상품과 신용파생상품들의 거래량이 현저히 감소한 것이 이를 반증한다.

<그림 5> 금융상품의 세계

	증권		파생상품	
	장내	장외	장내	장외
소매	<ul style="list-style-type: none"> · 주식 · 채권 		<ul style="list-style-type: none"> · 주가연계파생상품 	<ul style="list-style-type: none"> · CFDs (Contracts for Difference)
	<ul style="list-style-type: none"> · ETFs/ETCS/ETNs · Certificates (Index or bonus certificates) · 워런트 · 펀드 			
도매/ 전문투자자	<ul style="list-style-type: none"> · 주식 · 채권 · ETFs/ETCS/ETNs · 펀드 		<ul style="list-style-type: none"> · 금리관련파생상품 · 주가연계파생상품 · 일반(상품)파생상품 	
		<ul style="list-style-type: none"> · 구조화 신용연계증권 (CDOs, MBS 등) · 기타 ABS 		<ul style="list-style-type: none"> · 외환파생상품 · 신용파생상품

자료 : Deutsche Borse Group, "The Global Derivatives Market", 2009.

파생상품시장(특히 도매/전문투자자 시장)은 매매 체결 면에서 양자간 거래가 46%, 다자간 거래가 약 54%(CCP를 통한 거래소시장 거래가 10% 차지)를 차지하고 있는 것으로 추정되며, 청산결제도 CCP를 통한 결제가 약 33%이고 나머지 67%는 양자 간에 청산 결제하는 것으로 파악된다. 또한 담보 여부는 전체 파생상품거래의 약 32%가 무담보 거래이며, 약 33%가 CCP를 통해서 담보가 이루어지는 것으로 추정되고 있다.

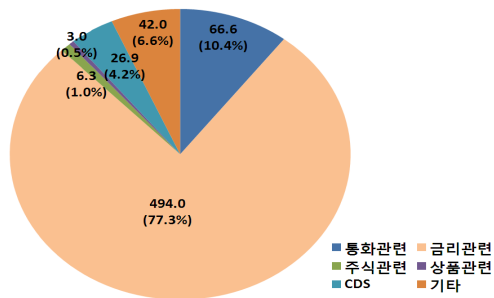
〈그림 6〉 파생상품시장의 구조와 현황

	장외			장내
	무담보 장외시장 거래	담보 장외시장 거래	CCP를 통한 장외시장거래	CCP를 통한 거래소시장 거래
	↓			↓
거래	양자간(46%), 다자간(44%)			다자간(10%)
청산	양자간(67%)		CCPs(33%)	
담보화	없음(32%)	양자간(35%)	CCPs(33%)	
등록/보고	없음/제한(63%), 거래정보저장소(4%)		거래소시장, CCPs(33%)	

주 : CCP는 중앙청산소라고 하며 거래당사자간의 거래를 netting하여 하나의 채권 또는 채무로 산출하여 결제를 지시하는 일련의 과정을 의미하는 clearing을 시행하고 settlement를 보증하는 역할을 수행
 자료 : BIS, ISDA, Annual Report 등, "The Global Derivatives Market", Deutsche Borse Group, 2009.

기초 자산별 세계 파생상품시장의 비중을 보면, 장내시장이 10%이고 나머지 90%가 장외시장이며, 전체 파생상품 가운데 금리관련이 77.3%, 외환관련 및 신용관련은 각각 10.4%, 4.2%이며, 주식 및 상품관련은 상대적으로 미미한 수준을 차지하고 있다.

〈그림 7〉 전세계 기초자산별 장외 파생상품시장



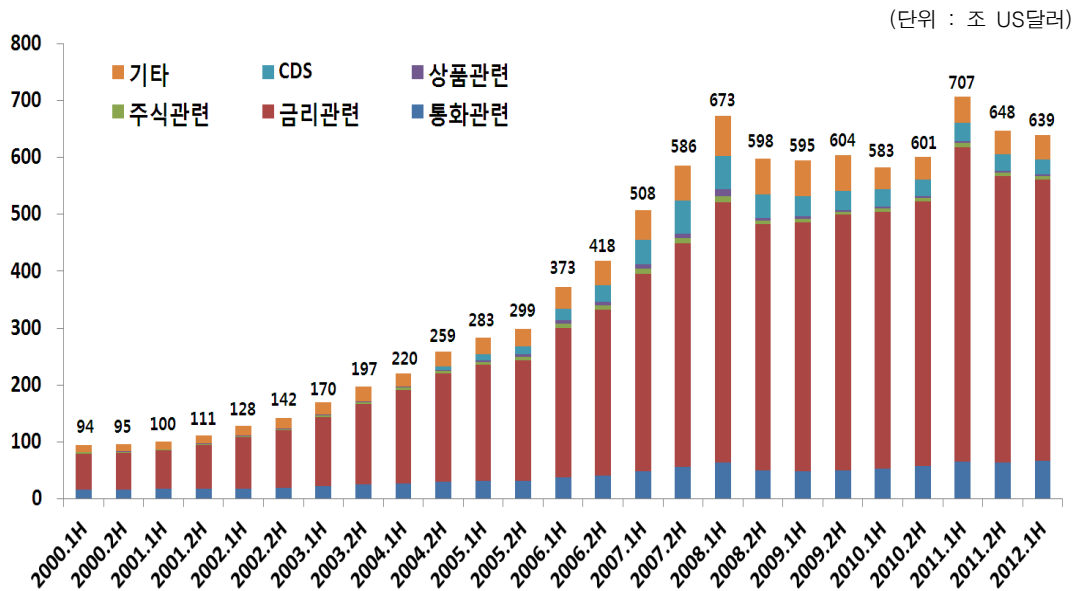
(단위 : 조 US달러, %)

주 : 2012년 상반기 명목대금 기준
 자료 : BIS, ISDA

2. 국제 장외파생상품시장의 동향

2000년대 들어 글로벌 금융위기 전까지 장외파생상품시장은 연평균 29.7%의 급격한 성장세를 보였다. 하지만 글로벌 금융위기로 인하여 거래상대방에 대한 위험이 증가하며, 2008년 하반기 장외파생상품의 거래 잔액은 전기대비 약 11% 감소한 598조 달러를 기록하였다. 2009년 이후 거래상대방에 대한 위험 완화와 금리 및 환율 변동성 확대에 따라 시장참가자들의 헤지 및 투기거래 수요가 재차 늘어남에 따라 금리 및 통화관련 파생상품을 중심으로 장외파생상품의 거래 잔액이 증가하였으며, 2011년 상반기에는 707조 달러를 기록하였다.

<그림 8> 전 세계 장외파생상품 명목잔액



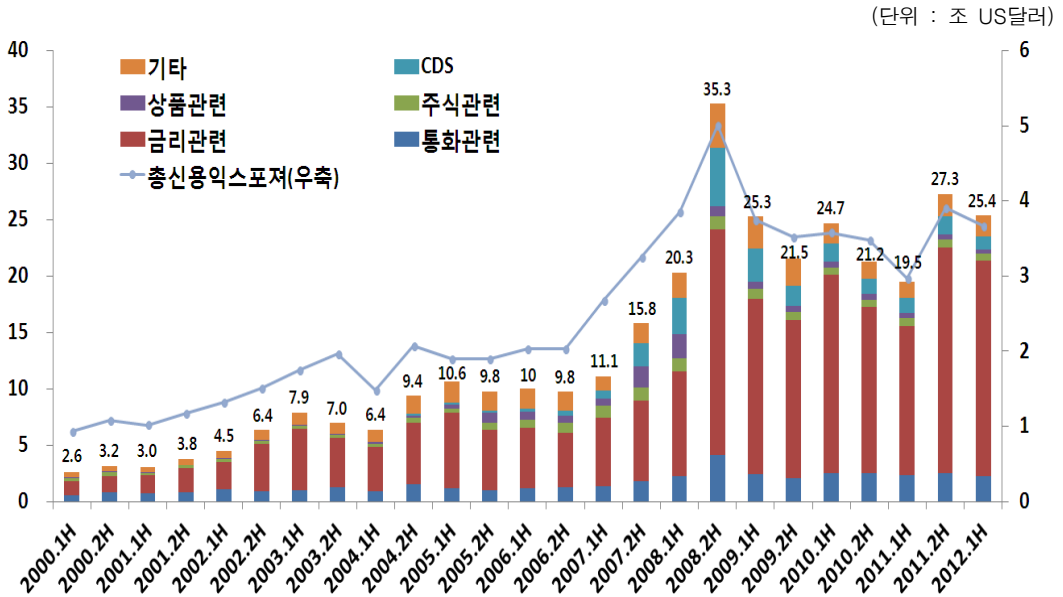
자료 : BIS

2008년 하반기 세계 장외파생상품시장을 살펴보면, 글로벌 금융위기 이후로 명목잔액(national amounts outstanding)이 처음으로 감소하였으며, 총시장가치(gross markets value)와 총신용익스포지 금액(gross credit exposure)은 증가하였다. 명목잔액의 감소에도 불구하고 상품가격의 변동성이 커짐에 따라 2008년말 총시장가치¹²⁾는 전기대비

12) 총시장가치는 비공식 거래상대방과의 계약에서 총 양(+)의 시장가치와 총 음(-)의 시장가치 절대값의 합으로 산정되고, 이는 명목잔액보다 더 나은 시장위험을 평가한다.

30% 증가한 35.3조 달러를 기록하였다. 또한 총신용위험익스포저¹³⁾(위험노출자산) 금액은 전기대비 30% 증가한 5조 달러를 기록하였다. 하지만 이후 국제금융시장이 점차 안정세를 보이며 총시장가치 및 총신용익스포저 금액은 감소하였다.

〈그림 9〉 전세계 장외파생상품 총시장가치



자료 : BIS

1995년 JP Morgan에 의해 처음 도입된 이래 CDS 시장은 매년 2배 이상 성장하였으며, 특히 서브프라임 모기지 사태 이후 기업의 신용위험이 증가함에 따라 리스크 헤지 수요의 확대로 인해 CDS 거래가 급증하였다. 신용파생상품은 소수의 금융기관에 집중되기 쉬운 신용위험을 다양한 경제주체에게 분산시켜 신용위험을 관리하고 금융투자상품의 설계시장을 활성화시켰으며, 또한 준거자산의 유동성을 제고시키는 기능과 시장 규율에 의하여 보증을 확대시키는 효과를 제공하였다.

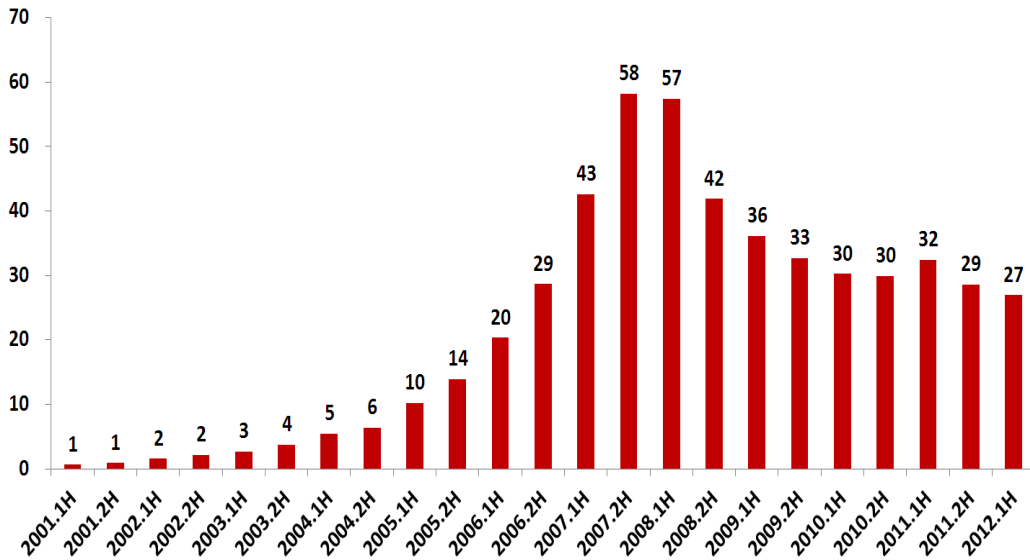
하지만 글로벌 금융위기 이후 신규계약이 거의 중단되어 잔액이 감소하기 시작하였고, 2009년에도 계약 잔액이 크게 감소하는 모습을 보이고 있다. 이에 따라 전체 장외파생상품 중 신용파생상품이 차지하는 비중은 2007년 9.8%에서 2009년말 4.9%로 감소하였다. 신용파생상품의 글로벌 금융위기의 주범으로 지목되면서 신용파생상품은 금리

13) 법적으로 실행가능한 양자간 상계계약(bilateral netting agreement)을 고려하고 난 이후의 총시장가치로 장외파생계약이 모두 청산되었을 때 은행들이 감당해야 할 금액이다.

및 통화 등 여타 파생금융상품에 비해 회복세가 더디게 진행되고 있다. 물론 사후적 거래축약(Post-Trading Compression) 서비스의 활성화도 명목상 전세계 신용파생상품시장의 축소에 기인한 것으로 판단된다. 사후적 거래축약 서비스와 관련해서는 마지막 장에서 다시 논의하도록 한다.

〈그림 10〉 전세계 신용파생상품 거래잔액

(단위 : 조 US달러)



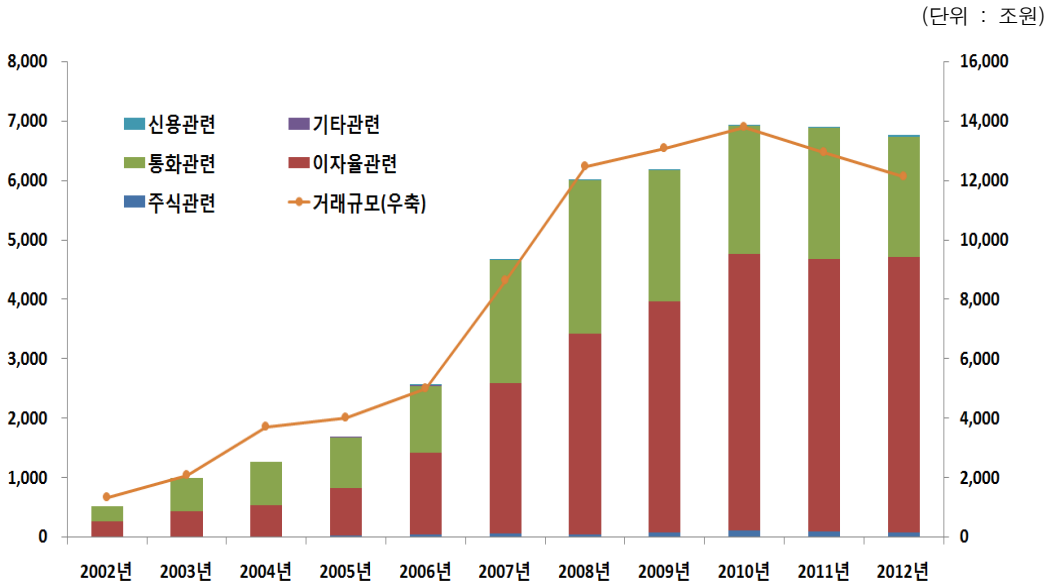
자료 : ISDA

3. 국내 장외파생상품시장의 현황

국내 장외파생상품시장은 2000년대 들어 빠른 성장세를 시현하였으나 금융위기를 거치면서 성장세가 둔화되었다. 하지만 미국 및 유럽 등 선진국 시장이 큰 폭으로 거래 둔화를 보인 반면, 국내 장외파생상품시장은 상대적으로 지속적인 성장세를 보이다가 2010년 이후 다소 정체되는 모습을 보이고 있다. 국내 장외파생상품시장의 가장 큰 특징은 국제시장에 비해 통화관련 장외파생상품의 거래비중이 높다는 점이다. 국제 장외파생상품시장에서 가장 많이 거래되고 있는 상품은 주로 이자율관련 상품이며, 신용관련 파생상품의 거래도 상당히 큰 비중을 차지하고 있다. 반면 국내 장외파생상품시장의 경우, 수출입 중심의 국내 경제 환경에다가 아직 국제화 정도에서 떨어지는 원화를 달러화로 교환해야 되는 수요가 풍부하기 때문에 선물환 등 통화관련 장외파생상품

의 비중이 상당히 높은 편이다. 특히 최근에는 국내 자본시장에 투자하기 위한 외국 자본이 증가하면서 이들 환헤지용 수요가 늘어남에 따라 여전히 통화관련 장외파생상품의 비중이 높다.

〈그림 11〉 국내 장외파생상품시장의 현황



자료 : 금융감독원

또 다른 특징은 신용관련 장외파생상품에서 찾아볼 수 있다. 최근 다소 증가하고 있지만 국제 장외파생상품거래와 비교할 때 아직 국내 신용관련 장외파생상품시장은 외국에 비해 규모가 작고 상품의 다양성이 부족하여 시장 기반도 미흡한 상황이다. 하지만 세계 신용파생상품거래는 글로벌 금융위기의 여파로 거래상대방에 대한 위험이 급증하면서 감소세로 돌아선 반면, 2010년 신용관련 장외파생상품시장의 성장이 다소 주춤한 것을 제외하고는 국내의 경우는 신용파생상품시장이 아직 초기단계의 모습을 보이고 있기 때문에 글로벌 금융위기의 영향을 크게 받지 않으면서 최근에도 성장세를 지속하고 있는 것으로 파악되고 있다.

아직까지 국내 신용관련 파생상품의 거래가 미미한 이유는 CDS 거래의 표준화 진전 수준이 극히 낮으며, 신용파생상품을 둘러싼 인프라도 미흡한 상황이기 때문이다. 특히 국내 신용파생상품시장의 경우 신용사건의 정의, CDS 지수 개발, 데이터베이스 구축, 신용사건 처리기준 등이 정립되지 않아 자동화와 표준화가 거의 이루어지지 않고 있는

IV. 규제에 따른 국내시장의 영향 분석

본 장에서는 글로벌 금융위기 전후로 일어나고 있는 여러 가지 규제환경의 변화가 실질적으로 국내 장외파생상품시장에 영향을 미치고 있는지에 대한 계량적 분석을 실시한다. 전술하다시피 장외파생상품시장의 경우, 기본적인 거래성격이 시장을 통한 거래가 아니고, 일대일 거래를 중심으로 이루어지기 때문에 전반적인 시장의 특성을 자료를 통해 살펴보는 일이 매우 어렵다. 다시 말하면, 시장의 구조적인 변화를 살펴보기에는 아직 자료상 한계가 있다는 의미이다.

따라서 본고에서는 부분적이거나 장외파생상품의 구조적 변화를 살펴볼 수 있는 자료로 가장 대표적인 장외파생상품인 IRS(이자율 스왑)과 CRS(통화 스왑)의 가격자료를 이용하여 2005년 이후 발생했을 가능성이 있는 시장의 구조적 변화를 찾아보기로 한다. IRS와 CRS는 국내 장외파생상품에서 절대적인 비중을 차지하고 있다. '13년 1분기 동안 이자율스왑(IRS) 거래액은 736.6조원으로 이자율관련 장외파생상품 거래액의 97.2%, 전체 장외파생거래액의 22.8%를 차지하고 있다. 특히 잔액기준으로는 전체 장외파생거래액의 63.2%를 차지하는 등 국내 장외파생상품 거래에서 절대적인 위치를 차지하고 있다. 통화관련 장외파생상품거래에서 통화스왑(CRS)은 95.6%의 거래비중을 차지하고 있는 통화선도(Currency Forward)를 제외하면, 3.4%의 거래비중으로 통화선도 다음으로 거래가 활발한 상품이다.¹⁴⁾

〈표 7〉 국내 파생상품 거래액 및 잔액('13년 1분기 기준)

(단위 : 십억원)

	주식관련 (주식옵션)	금리관련 (금리스왑)	외환관련 (통화스왑)	기타상품관련	신용관련 (CDS)	합 계
거래액	34,821 (24,645)	763,310 (742,287)	2,427,241 (83,721)	2,403	21,449 (18,138)	3,249,224
잔 액	75,197 (47,983)	4,857,884 (4,596,785)	2,257,205 (826,982)	6,814	79,668 (57,559)	7,276,768

주 : () 안의 값은 이자율 스왑(IRS) 및 외환스왑(CRS)을 의미함.

자료 : 금융감독원

14) 통화선도가 대표적인 상품이기는 하지만 통화스왑은 증개회사를 통해 증개가 되는 대표적인 상품으로 증개회사를 통해 거래와 관련된 자료가 공표되고 있는 특징이 있다.

또한 국내 장외파생상품시장의 거래와 밀접한 관계를 가지고 있는 외국인 채권순매수 자료를 장외파생상품시장의 거래량의 대리변수(proxy)로 사용하여 거래측면의 구조적 변화를 살펴본다. 실제로 이자율스왑(IRS)과 통화스왑(CRS)의 거래량을 직접적으로 이용하는 것이 바람직하지만, 현실적으로 장외거래인 이들 자료를 구하는 것이 현재는 불가능하다. 따라서 외국인 채권순매수 자료를 이용하여 시장의 구조적 변화를 간접적으로 살펴본다. 외국인 채권순매수 자료를 이용하는 이유는 일반적으로 국내에 투자하는 외국인 채권투자의 상당수가 스왑시장과 연계한 차익거래투자라는 데 있다. 실제로 국내에 투자하는 외국인 채권투자의 상당수가 스왑시장을 통해 위험을 헤지하는 것으로 파악되고 있기 때문에 본고에서는 스왑시장의 규모를 나타내는 일종의 대리변수로 자료를 구할 수 있는 외국인 채권투자를 이용하여 시장의 규모 변화를 간접적으로 살펴보기로 하였다.

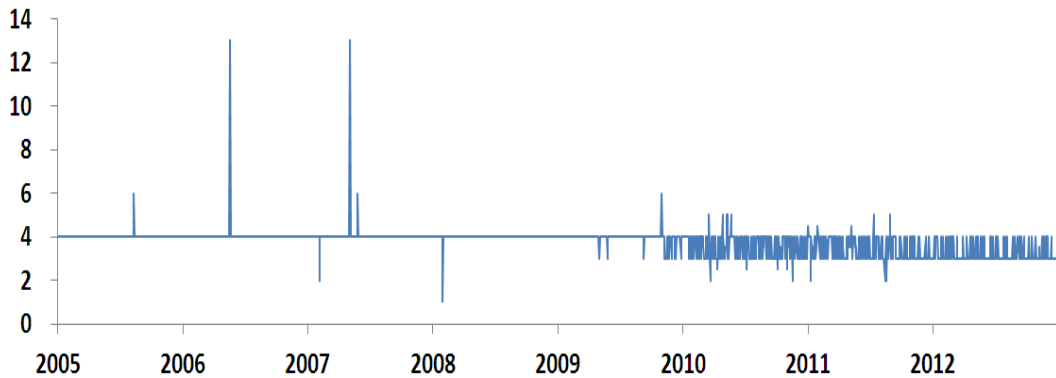
〈그림 13〉 스왑시장과 연계한 외국인 채권투자 구조



실제로 이자율스왑(IRS)과 통화스왑(CRS) 거래의 bid-ask 스프레드를 살펴보면, 일부 시장의 구조적인 변화를 감지할 수 있는 요소들이 나타나고 있다. 일부 이상 관측치를 제외하고 상당히 안정적인 수준을 유지하던 이자율스왑(IRS)과 통화스왑(CRS) 거래의 bid-ask 스프레드가 '08~'09년을 기준으로 다소 늘어나거나 변화가 일어나는 양상을 보이고 있다. 이러한 변화의 움직임이 글로벌 금융위기의 여파로 발생한 문제점일 수 있지만 해당 시장에 구조적인 변화가 일어났다는 사실을 전혀 배제할 수 없다. 따라서 본 연구에서는 이러한 IRS 및 CRS 금리라는 시장가격 측면에서 시장의 구조적 변화 발생 여부를 간접적으로 살펴보기로 하였다.

<그림 14> IRS 매수금리와 매도금리 간 스프레드

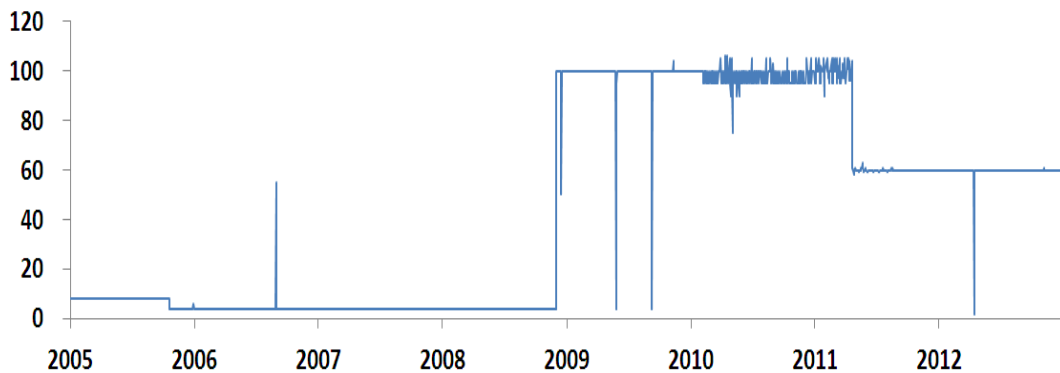
(단위 : bp)



자료 : FnGuide

<그림 15> CRS 매수금리와 매도금리 간 스프레드

(단위 : bp)



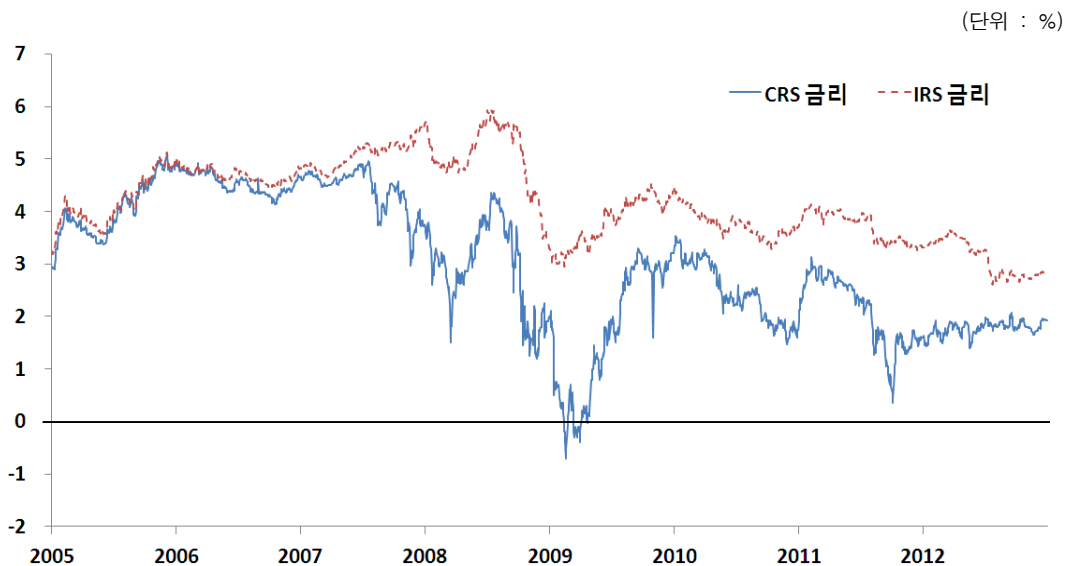
자료 : FnGuide

1. 분석 자료 및 분석 방법

본 분석에 사용된 자료는 스왑금리(통화관련, 금리관련) 및 외국인 채권순매수액이다. 이들을 이용하여 시장의 구조적인 변화를 살펴보기 위해 기본적으로 국면전환모형(regime switching model)을 이용하여 실증분석을 실시하였다. 일종의 스왑시장의 가격이라고 할 수 있는 IRS와 CRS의 금리 자료는 2005년 1월에서 2012년 12월까지의 자료로서 만기 3년 기준 Ask금리와 Offer금리의 평균값(mid값)을 사용하였으며, 총 관측치 개수는 1,993개이다. 스왑시장의 규모를 나타내는 대리변수로 사용된 외국인 채권순매수 데이터는 2005년 1월에서 2012년 12월까지의 자료로서 1,987개의 관측치를 이용하였다.

우선 국면전환모형의 추정에 앞서 시계열 변수의 추이를 살펴보면, CRS와 IRS가 형태적으로 유사한 추이를 보이고 있다. 다만 전체적으로 CRS의 변화가 좀 더 큰 것으로 보이며, 두 시계열 모두 금융위기 기간(2008년말~2009년말)에 급격한 변화의 모습을 보이다가, 이후 상대적으로 안정화된 모습을 보이고 있다. 반면 외국인 채권순매수는 2007년 이후 매수규모 및 변동성이 커지고 있으며, 금융위기 이후에도 이러한 패턴은 변화하지 않은 것으로 나타나고 있다.

〈그림 16〉 CRS, IRS 금리 추이

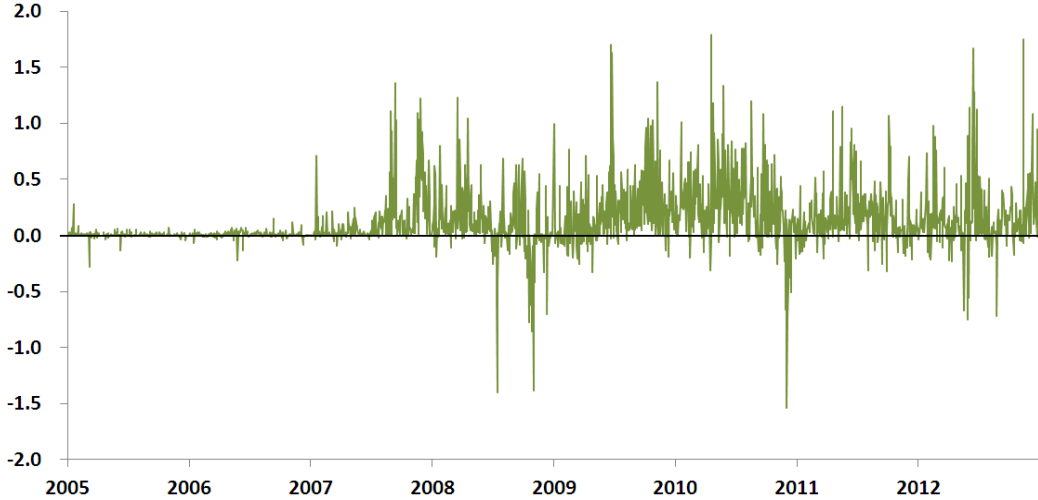


자료 : FnGuide

〈그림 17〉

외국인 채권순매수 추이

(단위 : 조원)



자료 : 금융감독원

기본적으로 본고에서 사용된 국면전환모형은 다음과 같다.

$$y_t = \mu_{s_t} + \epsilon_t$$

$$\epsilon_t \sim N(0, \sigma_{S_t}^2)$$

$$S_t = 1, 2, 3(\text{or } 1, 2)$$

여기에서 y_t 는 분석에 이용된 IRS, CRS 금리 또는 외국인 채권순매수 변수를 의미하는데, 모형은 이러한 변수들이 국면에 따라 변화하는 평균(μ_{s_t})과 분산($\sigma_{S_t}^2$)을 가진다. S_t 는 상태(또는 국면)를 나타내는 관측할 수 없는 변수이며, $\Pr[S_t = j | S_{t-1} = i] = p_{ji}$ ¹⁵⁾인 Markov Process를 따른다. 모형에 따르면, 각 국면에서는 평균과 분산이 다르게 나타나면서 국면의 구분이 이루어지게 되며, 모형의 추정 결과 각 국면일 확률이 계산된다. 즉, 각 변수에서 구조적인 변화가 발생했을 경우, $S_t = 1, 2, 3(\text{or } 1, 2)$ 에 따라 다르게 나타나는 평균(μ_{s_t})과 분산($\sigma_{S_t}^2$)을 통해 이러한 변화가 발생했음을 추론할 수 있다. 본고에서는 시장구조에 영향을 미칠 수 있는 다른 요인들은 고려하지 못한 한계가 있으나,

15) 예를 들어, p_{21} 는 전이행렬상 2행 1열에 위치하면서 1국면에서 2국면으로의 전이확률을 의미하며, 따라서 전이행렬 각 행의 열방향 합계는 '1'이다(예 : $p_{11} + p_{21} + p_{31} = 1$).

기본적으로 장외파생상품 거래와 관련된 변수들의 평균(μ_{s_t})과 분산($\sigma_{s_t}^2$)의 변화가 글로벌 금융위기 전후 어떻게 일어났고, 또한 이러한 변화가 얼마나 지속되는가를 살펴봄으로써 글로벌 금융위기 이후 규제환경의 변화에 장외파생상품시장, 더 나아가 시장참가자들이 어떻게 반응하였는지를 살펴보고자 시도하였다.¹⁶⁾

본 연구에서 관심이 있는 장외파생상품시장에 구조적인 변화가 일어났는지의 여부는 실질적으로 국면전환모형 모수의 추정결과뿐만 아니라 각 국면별 확률의 변화를 통해 간접적으로 살펴볼 수 있다. 국면전환모형에서는 국면의 개수를 사전적으로 가정하고,¹⁷⁾ 이를 토대로 각 국면의 모수를 추정하고 있다. 각 국면의 모수를 추정하는 과정에서 특정 국면에서 다른 국면으로 전환하는 확률이 함께 추정된다. 또한 추정된 확률 값과 추정에 사용된 데이터를 이용하여 사후적으로 과거의 특정시점이 어떤 국면에 속하는지를 나타내는 사후적인 평활화 확률(smoothed probability)을 구할 수 있다. 만일 특정시점에 구조적인 변화가 일어나고 이러한 변화가 지속된다면, 그 시점에 평활화 확률 자체가 일종의 점프를 하게 되고 확률이 지속되는 양상을 보이게 된다. 즉, 특정시점에 '국면 1'에서 '국면 3'으로 변화가 발생하여 지속된다면, 특정시점을 기준으로 '국면 1'일 (사후적) 평활화 확률은 갑자기 낮아지는 반면, '국면 3'일 확률이 높아지면서 지속되는 모습이 나타날 것이다. 반면 이러한 변화가 일시적인 변화라면 특정시점에서 '국면 3'일 확률은 높아지지만 지속되지 못하고 다시 다른 국면이 전개될 확률이 높아지는 것으로 나타날 것이다. 본고에서는 이러한 확률 변화를 살펴봄으로써 장외파생상품시장의 구조적인 변화를 간접적으로 살펴보고자 하였다.

본고에서는 평균(μ_{s_t})과 분산($\sigma_{s_t}^2$) 모두가 국면에 따라 변화하는 모형과 함께, 평균(μ_{s_t}) 또는 분산($\sigma_{s_t}^2$)이 고정되어 있는 일종의 제약¹⁸⁾을 부과한 모형을 함께 추정하였다. 이는 시계열 변수가 국면에 따라 특정한 평균과 분산을 가지고 잔차(ϵ_t)는 정규분포를 따른다고 가정하였다. 여기에서 사용된 비관측 요소인 국면의 갯수는 최대 3개까지 고려하였으며, 특정 국면의 지속기간¹⁹⁾이 매우 짧은 경우 2개의 상태만이 적합한 경우도 존재하였기

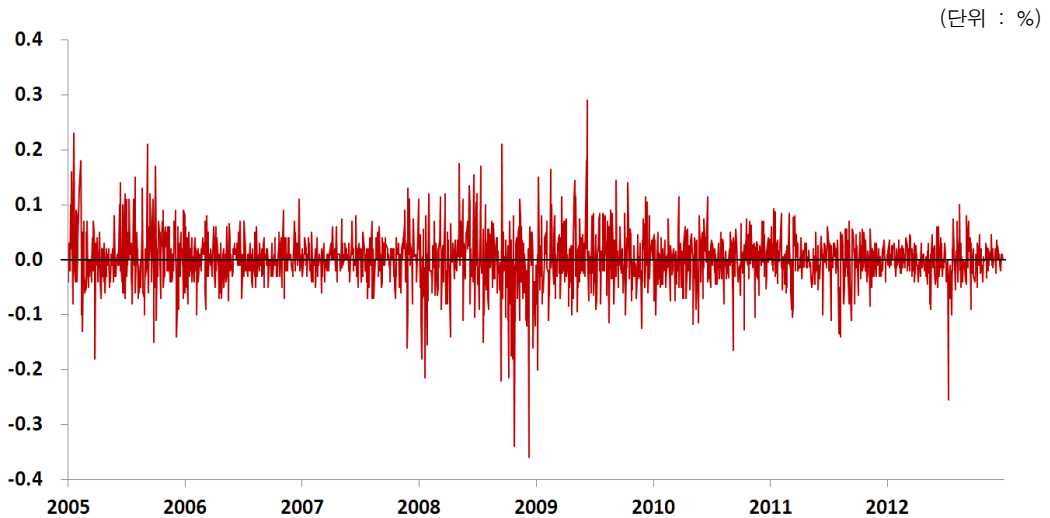
16) 사실상 금리나 채권거래량에 영향을 줄 수 있는 다양한 요인들을 감안한 모형을 추정하는 것이 타당하다. 예컨대, 장외파생상품거래나 채권거래량은 국제금리와 CRS 금리의 차이, 미국이나 기타 국가들의 금리 정책 등에 밀접하게 영향을 받을 수 있다. 또한 가격요인인 금리 수준도 기준금리 등과 밀접하게 관련되어 있는 것이 사실이다. 따라서 본 실증분석의 해석에는 상당한 제약요인이 있을 수 있다. 하지만, 이러한 제약요인이 크게 변화하지 않는다는 가정과 금리자료를 차분한 자료를 활용하여 기타 요인에 의한 구조적 영향의 가능성을 크게 고려하지 않았음을 밝혀둔다.

17) 국면의 개수를 가정하는 방식은 선행적인 경험을 토대로 가정하는 방식이 일반적이었으나, 최근에는 통계적으로 국면의 개수를 추정하는 통계적 방식에 대한 연구가 이루어지고 있기도 하다.

18) 여기서 말하는 제약은 $\mu_1 = \mu_2 = \mu_3 = \mu$ 또는 $\sigma_1^2 = \sigma_2^2 = \sigma_3^2 = \sigma^2$ 로 표현할 수 있다.

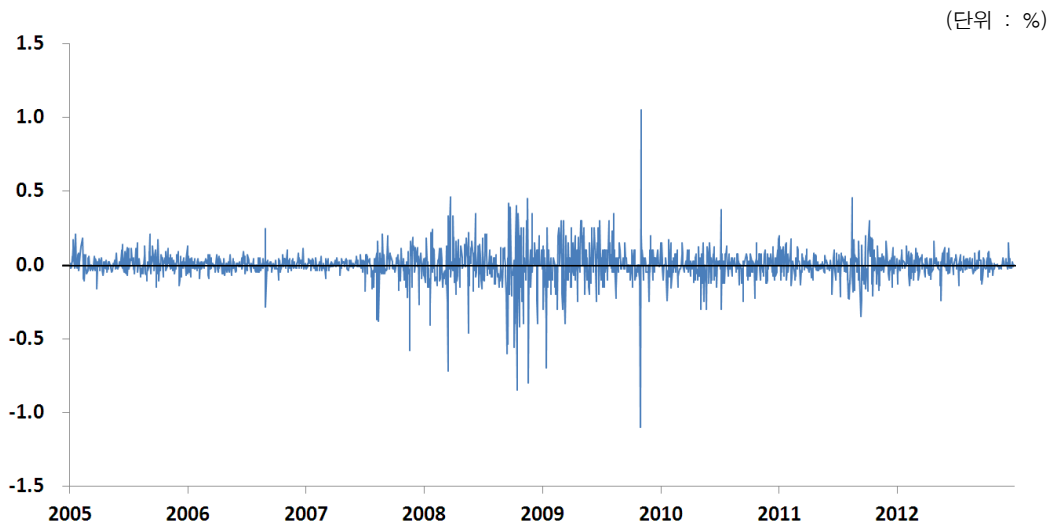
때문에 상태가 2개인 모형을 사용하기도 하였다. 그리고 모형의 추정을 위해서 IRS와 CRS금리는 차분하여 사용하였다. 차분한 IRS와 CRS금리는 다음과 같이 나타난다.

〈그림 18〉 IRS금리(차분) 추이



자료 : FnGuide

〈그림 19〉 CRS금리(차분) 추이



자료 : FnGuide

19) 지속기간은 $\frac{1}{\text{다른 국면으로 전환될 확률}} = \frac{1}{(1 - \text{기존 국면이 유지될 확률})}$ 로서 다른 국면으로의 전환 확률이 낮다면 전환될 시점까지 기존국면의 '대기(지속)'시간이 길다는 의미이다.

2. 추정 결과

1) IRS 금리

〈표 8〉은 차분한 IRS 금리를 대상으로 모형을 추정한 결과이다. 모형 1은 $y_t = \mu_{s_t} + \epsilon_t$, $\epsilon_t \sim N(0, \sigma_{s_t}^2)$, $S_t = 1, 2, 3$ (or 1, 2)이 기본적으로 추정되었으며, 모형 2와 3은 제약조건을 가한 결과이다. 구체적으로 모형 2는 $y_t = \mu + \epsilon_t$, $\epsilon_t \sim N(0, \sigma_{S_t}^2)$, $S_t = 1, 2, 3$ (or 1, 2)이 되며, 모형 3은 $y_t = \mu_{S_t} + \epsilon_t$, $\epsilon_t \sim N(0, \sigma^2)$, $S_t = 1, 2, 3$ (or 1, 2)으로 나타낼 수 있다.

모형 1의 추정결과를 살펴보면, ‘국면 1’은 평균이 높고 분산이 작은 상태(낮은 변동성 상태)로 나타나며, 반대로 ‘국면 3’은 평균이 낮고 분산이 큰 상태(높은 변동성 상태)로 추정되었다. 여기에서 중요한 변수는 p_{ii} , $i = 1, 2, 3$ 으로 표시된 확률변수이다. 확률변수는 한 시점이 지났을 경우 i 국면에서 i 국면으로 전환될 확률을 의미하는데, p_{ii} 는 결국 국면이 지속되는 확률을 의미하게 된다. 추정결과만을 놓고 살펴보면, 각 국면의 지속시기는 ‘국면 1’이 약 90기 정도 지속되는 것으로 나타나서 가장 긴 것으로 나타났고, ‘국면 3’은 지속기간이 2기에도 못 미치는 것을 알 수 있다.

참고로 제약조건을 부과한 모형 2와 3의 경우를 비교하면, $\mu_1 = \mu_2 = \mu_3$ 의 제약을 부과한 모형 2의 설명력(likelihood value)이 $\sigma_1^2 = \sigma_2^2 = \sigma_3^2$ 의 제약을 부과한 모형 3의 설명력보다 크게 나타나고 있는데, 이를 통해 대부분의 국면의 구별은 평균보다는 분산의 변화에 의해 구별되는 것으로 짐작할 수 있다.

이러한 추정결과가 실제 시기별로 어떤 상태가 어떠한 확률로 나타나는지를 평활화 확률(smoothed probability)²⁰⁾을 통해 살펴보았다. 일종의 안정상태(state 1)일 확률은 2007년 전후와 2011년 이후에 높은 것으로 나타나고, 글로벌 금융위기 이후에는 IRS 시장에서는 국면 2(중간 변동성)와 높은 변동성을 가지는 국면 3이 짧은 주기로 번갈아 나타나는 현상이 관찰된다. state 3은 모형에서 높은 변동성을 가지는 상태로 해석할 수 있는데, 발생빈도는 2008년 이후 높게 나타나지만, 지속주기(duration)는 앞서 언급한대로 상당히 짧은 것으로 나타나고 있다.

20) 평활화 확률(smoothed probability)은 일종의 사후적인 확률을 의미하는 것으로 전체 자료인 T기까지의 정보를 바탕으로 매 t기의 상태를 확률적으로 표시한 것이다.

〈표 8〉 국면전환모형 추정결과(IRS금리 차분)

	모형 1	모형 2	모형 3
μ_1	-0.00022 [0.00104]	-	0.12736 [0.00181]
μ_2	-0.00001 [0.00132]	-	-0.00120 [0.00008]
μ_3	-0.00068 [0.00714]	-	-0.16878 [0.00397]
$\mu_1 = \mu_2 = \mu_3$	-	-0.00018 [0.00144]	-
σ_1^2	0.00082 [0.00013]	0.00082 [0.00018]	-
σ_2^2	0.00207 [0.00096]	0.00206 [0.00105]	-
σ_3^2	0.01141 [0.00758]	0.01138 [0.00864]	-
$\sigma_1^2 = \sigma_2^2 = \sigma_3^2$	-	-	0.00149 [0.00002]
p_{11}	0.98887 [0.03880]	0.98890 [0.03891]	0.18512 [0.00644]
p_{12}	0.01459 [0.32177]	0.01456 [0.13756]	0.02075 [0.00138]
p_{13}	0.00000 [1.76365]	0.00000 [0.65007]	0.13310 [0.05240]
p_{21}	0.00354 [0.13860]	0.00342 [0.06722]	0.81488 [0.02896]
p_{22}	0.83762 [0.31294]	0.83715 [0.22049]	0.96478 [0.03942]
p_{23}	0.67976 [0.23824]	0.67860 [0.35673]	0.82785 [0.08250]
p_{31}	0.00759 [0.14059]	0.00768 [0.06207]	0.00000 [0.04922]
p_{32}	0.14779 [0.21133]	0.14828 [0.22614]	0.01447 [0.00080]
p_{33}	0.32024 [1.67147]	0.32140 [0.94204]	0.03906 [0.03470]
Duration 1	89.83	90.08	1.23
Duration 2	6.16	6.14	28.40
Duration 3	1.47	1.47	1.04
Likelihood	3,475.57	3,475.56	3,359.56

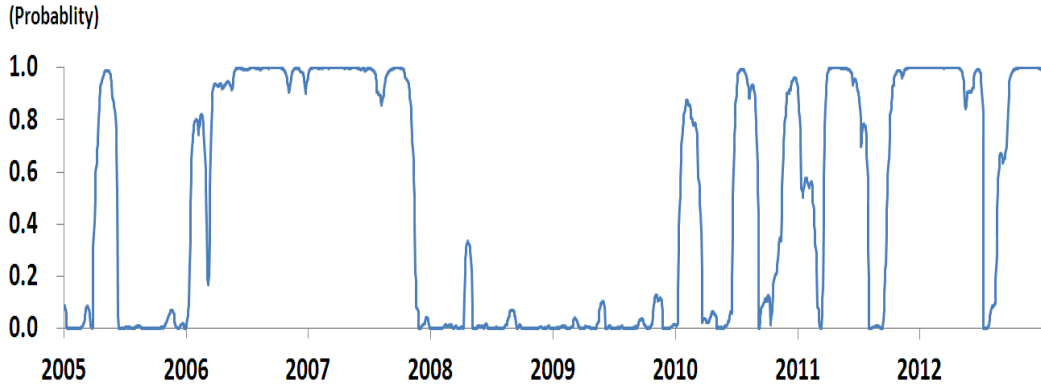
주 : 1) 상수항 단위는 %, 잔차분산 단위는 %²

2) p_{ji} 는 i 국면에서 j 국면으로의 전이확률을 의미하고, 전이행렬 각 행의 열방향 합계는 '1'임.

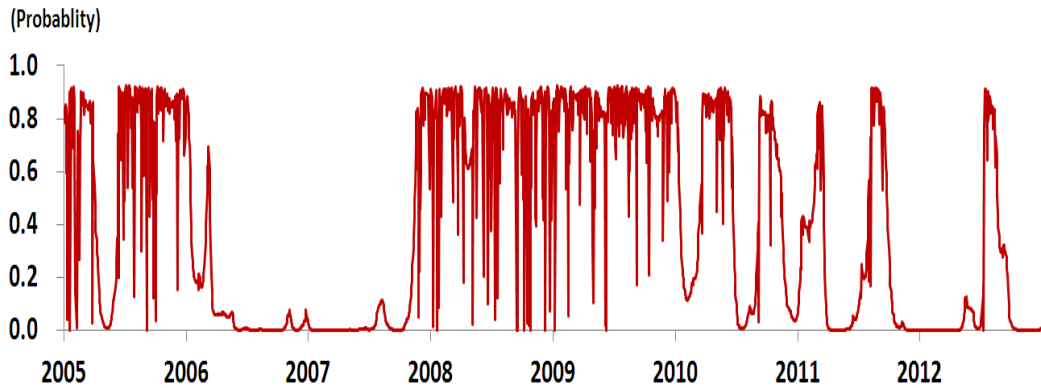
3) [] 안의 값은 표준오차(standard error)를 의미함.

<그림 20> 모형 1의 평활화 확률(IRS금리)

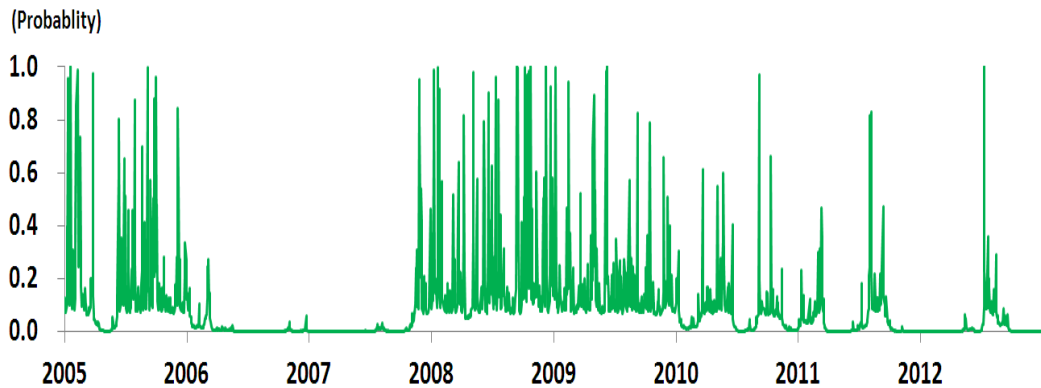
<국면 1의 평활화 확률>



<국면 2의 평활화 확률>



<국면 3의 평활화 확률>



이러한 결과를 종합하면, 국내 IRS 시장의 경우 IRS 금리(가격)의 변동성 측면에서 글로벌 금융위기와 이에 따른 규제 강화 논의가 진행되었던 2008년 이후 다소 높은 변동성을 보이기는 하였다. 하지만, IRS 시장에 변화 요인이 발생했을 경우 IRS 시장의 금리나 변동성이 변화하기는 하였지만, 곧 사라지는 형태를 나타내고 있다. 또한 이러한 구조가 특정 시점을 기준으로 일어나는 것이 아니라 지속적으로 안정인 상태와 불안정한 상태가 번갈아 반복되는 형태를 나타냈기 때문에 시장에 구조적인 변화가 발생했다고 해석하기 어려운 측면이 있다.

2) CRS 금리

다음으로 CRS 시장을 대상으로 동일한 분석을 실시하였다. 전반적인 결과는 IRS 시장을 대상으로 한 분석과 거의 유사하다. <표 9>는 차분한 CRS 금리를 대상으로 모형을 추정한 결과를 나타낸다. 변동성에만 국면전환이 발생하는 모형 2를 중심으로 살펴보면, ‘국면 1’은 분산이 작은 상태(낮은 변동성 상태)로 나타나며, 이에 대비하여 ‘국면 3’은 분산이 큰 상태(높은 변동성 상태)로 해석할 수 있다. 추정결과에서, 각 국면의 지속시기는 ‘국면 1’이 약 20기 정도 지속되는 것으로 나타나서 가장 긴 것으로 나타났고, ‘국면 3’은 지속기간이 7기 이하로 나타나서 상대적으로 높은 변동성 상태의 지속기간은 짧은 것으로 나타나고 있다.

IRS 금리를 대상으로 한 분석과 마찬가지로 실제 시기별로 어떤 상태가 어떠한 확률로 나타나는지를 평활화 확률(smoothed probability)을 통해 살펴보았다. 일종의 안정 상태(state 1)일 확률은 2006~2007년과 2012년 이후에 높은 것으로 나타나고, 2008~2010년 사이의 기간에서는 높은 변동성을 가지는 state 3이 짧은 주기로 번갈아 나타나는 현상이 관찰된다. state 3은 모형에서 높은 변동성을 가지는 상태로 해석할 수 있는데, 발생빈도는 2008년 이후 많지만, IRS 금리의 경우와 마찬가지로 지속주기(duration)는 상당히 짧은 것으로 보여진다.

〈표 9〉 국면전환모형 추정결과(CRS금리 차분)

	모형 1	모형 2	모형 3
μ_1	-0.00028 [0.00073]	-	0.28863 [0.01574]
μ_2	0.00347 [0.00151]	-	-0.52767 [0.06581]
μ_3	-0.01700 [0.00586]	-	-0.00204 [0.00110]
$\mu_1 = \mu_2 = \mu_3$	-	0.00040 [0.00198]	-
σ_1^2	0.00100 [0.00015]	0.00101 [0.00033]	-
σ_2^2	0.00636 [0.00149]	0.00644 [0.00497]	-
σ_3^2	0.06096 [0.01171]	0.06162 [0.01474]	-
$\sigma_1^2 = \sigma_2^2 = \sigma_3^2$	-	-	0.00623 [0.00018]
p_{11}	0.94991 [0.02803]	0.94981 [0.09770]	0.25185 [0.07132]
p_{12}	0.03777 [0.02538]	0.03855 [0.12818]	0.49629 [0.16044]
p_{13}	0.00000 [0.00660]	0.00000 [0.49018]	0.01355 [0.00155]
p_{21}	0.04798 [0.01569]	0.04836 [0.13778]	0.00000 [0.21928]
p_{22}	0.92658 [0.05680]	0.92563 [0.29909]	0.05043 [0.01818]
p_{23}	0.14798 [0.03876]	0.14826 [0.85327]	0.01047 [0.00036]
p_{31}	0.00210 [0.00125]	0.00183 [0.04306]	0.74815 [0.14976]
p_{32}	0.03565 [0.00321]	0.03582 [0.16808]	0.45328 [0.14273]
p_{33}	0.85202 [0.07024]	0.85174 [0.37044]	0.97598 [0.03819]
Duration 1	19.97	19.93	1.34
Duration 2	13.62	13.45	1.05
Duration 3	6.76	6.74	41.62
Likelihood	2,374.60	2,373.54	1,970.58

주 : 1) 상수항 단위는 %, 잔차분산 단위는 %²

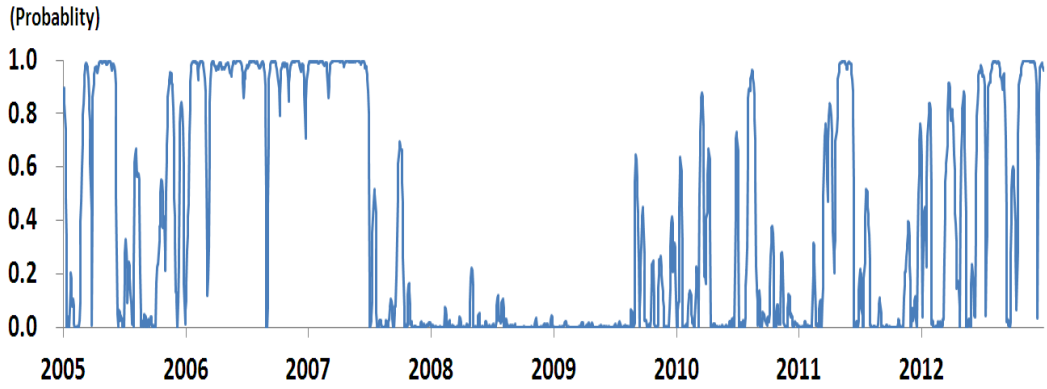
2) p_{ji} 는 i 국면에서 j 국면으로의 전이확률을 의미하고, 전이행렬 각 행의 열방향 합계는 '1'임.

3) [] 안의 값은 표준오차(standard error)를 의미함.

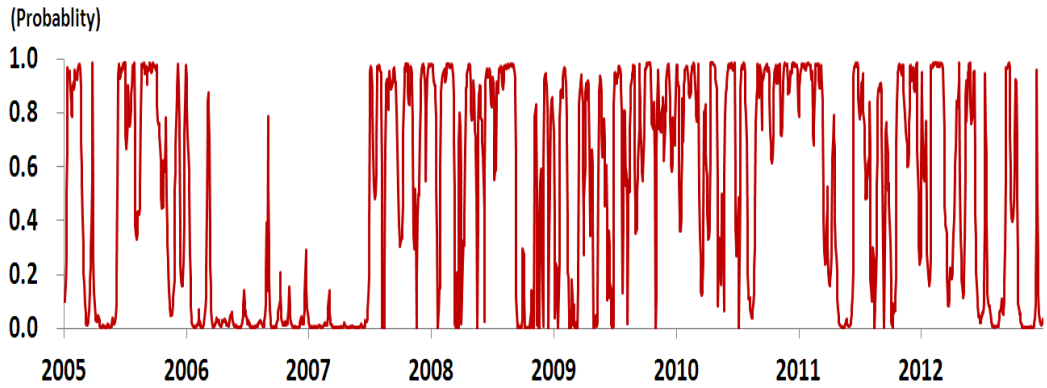
<그림 21>

모형 2의 평활화 확률(CRS금리)

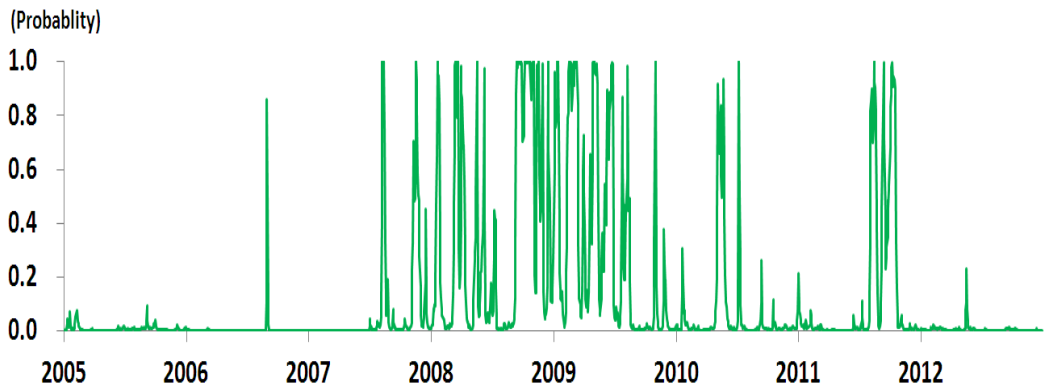
<국면 1의 평활화 확률>



<국면 2의 평활화 확률>

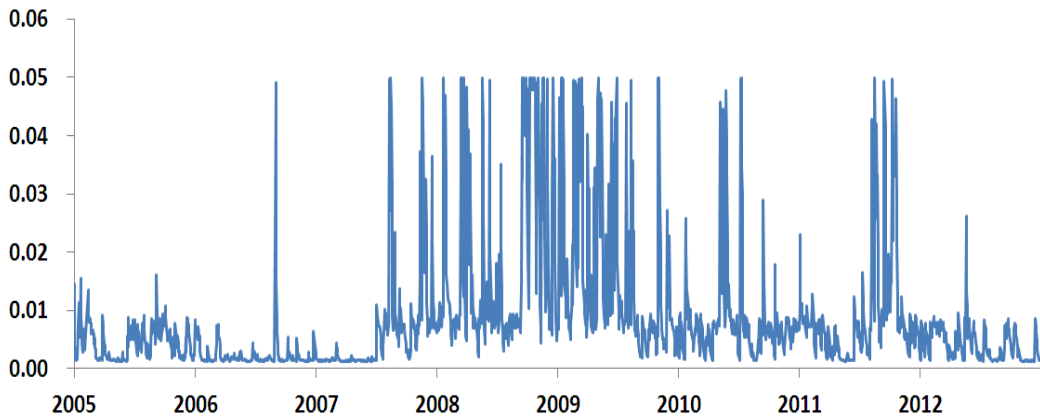


<국면 3의 평활화 확률>



추정결과로 나타난 평활화 확률과 분산의 추정치를 이용하여 조건부 분산(conditional variance)을 구해 볼 수 있다. <그림 22>는 CRS 금리의 조건부 분산을 나타내는데, 실질적으로는 각 상태별 분산의 추정치와 확률을 이용한 분산의 가중평균의 의미를 지닌다. 그 결과는 예상한 것과 같이 분산이 글로벌 금융위기 이후 다소 증가하였으며, 시장의 일시적인 변동성 증대에 반응하여 분산이 증가하였으나 오랫동안 지속되지는 않는 것을 알 수 있다.

<그림 22> CRS금리(차분) 조건부 분산(3국면)

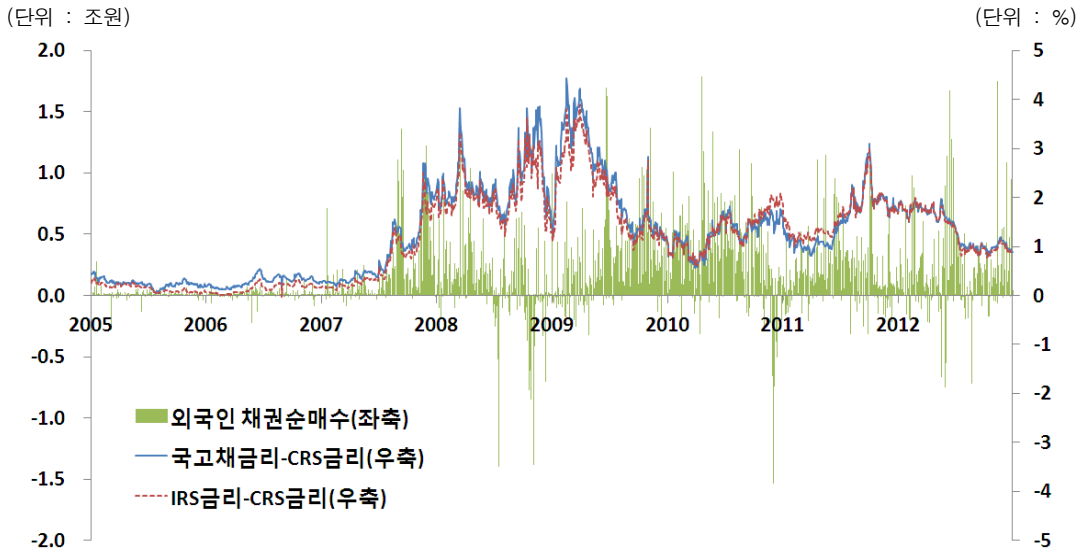


3) 외국인 채권순매수

과거 글로벌 금융위기 이후 일정 기간 동안 외국인의 국내 채권매수가 이슈가 되었던 적이 있다. 실제로 2007년 이후 외국인 입장에서 차익거래 기회가 지속적으로 발생하면서, 외국인이 국내 국채나 통안채에 투자하는 현상에 대한 다양한 분석이 시도되었다. 일종의 차익거래 기회로 표현할 수 있는 ‘IRS금리-CRS금리’나 ‘국고채수익률-CRS금리’ 등의 흐름을 살펴보면, <그림 21>처럼 2007년 이후 꾸준히 이러한 흐름이 이어져온 것을 알 수 있다. 그 결과, 외국인의 국내 채권투자는 2007년 이후 현재까지 순매수 추이가 이어지고 있으며 매수규모 또한 증가하는 추세이다. 비록 최근에는 차익거래로 국내에 투자하는 외국인의 비중이 다소 줄어든 반면, 국내 채권에 대한 장기보유 투자를 목적으로 하는 외국인, 특히 해외 국부펀드 등의 국내 채권투자가 늘어나고 있는 것으로 파악되고 있다. 하지만 전반적으로 외국인의 채권순매수는 국내 스왑시장과 연계된 투자자금이 아직까지 많은 부분을 차지하고 있는 것으로 보이며, 이에 외국

인 채권순매수 자료를 이용하여 국내 장외파생상품시장의 구조변화를 간접적으로 살펴 보고자 한다.

〈그림 23〉 외국인 채권순매수 및 차익거래 기회



주 : 금리변수의 만기는 3년물 기준임.
 자료 : FnGuide, 금융감독원

외국인 채권순매수 자료는 앞선 IRS나 CRS 금리와는 달리 state가 2개인 모형을 추정하였다. 본 추정에 사용된 자료는 2007년 이전 외국인 채권순매수가 활발하지 않았던 시기를 제외하고, '07.1월~12.12월까지 총 1,492개의 관측치를 이용하였다.²¹⁾ 추정결과를 중심으로 살펴보면, state 2를 변동성이 높은 상태로 볼 수 있는데, $\hat{\sigma}_1^2=0.00856$ 인 데 반해 $\hat{\sigma}_2^2=0.14693$ 으로 변동성이 17배 가량 높은 것으로 나타나고 있다. 양 국면의 지속 기간은 각각 5기와 4기 정도로 나타나서 특별히 큰 차이는 보이지 않는다. 한 가지 주목해서 봐야할 점은 외국인 채권순매수의 변동성이 증가하는 state 2에서는 절대적인 외국인 채권순매수 규모도 상당히 증가한다는 점을 알 수 있다. 이러한 점은 최근 외국인 채권자금의 국내유입과 관련한 현상을 일부 설명하는 증거로 활용될 수 있다. $\sigma_1^2 = \sigma_2^2$ 이라는 제약조건을 부과하여 추정한 모형 3에서도 거의 유사한 결과가 나타나고 있다.

21) 2007년 이전의 자료를 포함시킬 경우, 외국인 순매수가 활발하지 않았던 시기를 하나의 state로 인식하여 실제 외국인 순매수가 활발했던 시기의 state 구분과 혼재될 가능성이 있다. 따라서 state를 2개로 가정하고 2007년 이후의 자료만을 이용하여 추정하였다.

〈표 10〉 국면전환모형 추정결과('07년 이후의 외국인 채권순매수)

	모형 1	모형 2	모형 3
μ_1	0.06291 [0.00367]	-	0.11873 [0.00160]
μ_2	0.30129 [0.01560]	-	0.90746 [0.01872]
$\mu_1 = \mu_2$	-	0.09971 [0.01099]	-
σ_1^2	0.00856 [0.00106]	0.01494 [0.00405]	-
σ_2^2	0.14693 [0.00833]	0.24551 [0.03371]	-
$\sigma_1^2 = \sigma_2^2$	-	-	0.04714 [0.00055]
p_{11}	0.80498 [0.02964]	0.84140 [0.05854]	0.85135 [0.03728]
p_{12}	0.24804 [0.02674]	0.34140 [0.03346]	0.73350 [0.03003]
p_{21}	0.19502 [0.00717]	0.15860 [0.02932]	0.04865 [0.00156]
p_{22}	0.75196 [0.05511]	0.65860 [0.05953]	0.26650 [0.00727]
Duration 1	5.13	6.31	20.55
Duration 2	4.03	2.93	1.36
Likelihood	126.27	42.24	-103.32

주 : 1) 상수항 단위는 조원, 잔차분산 단위는 조원²

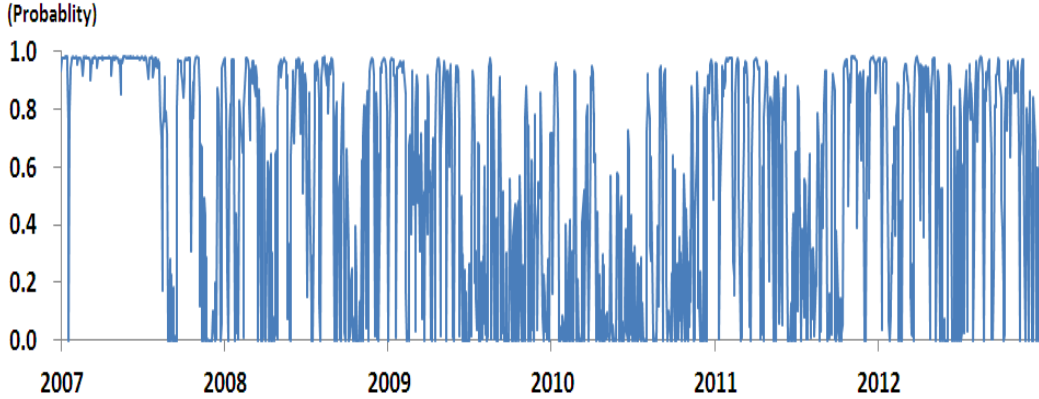
2) p_{ji} 는 i 국면에서 j 국면으로의 전이확률을 의미하고, 전이행렬 각 행의 열방향 합계는 '1'임.

3) [] 안의 값은 표준오차(standard error)를 의미함.

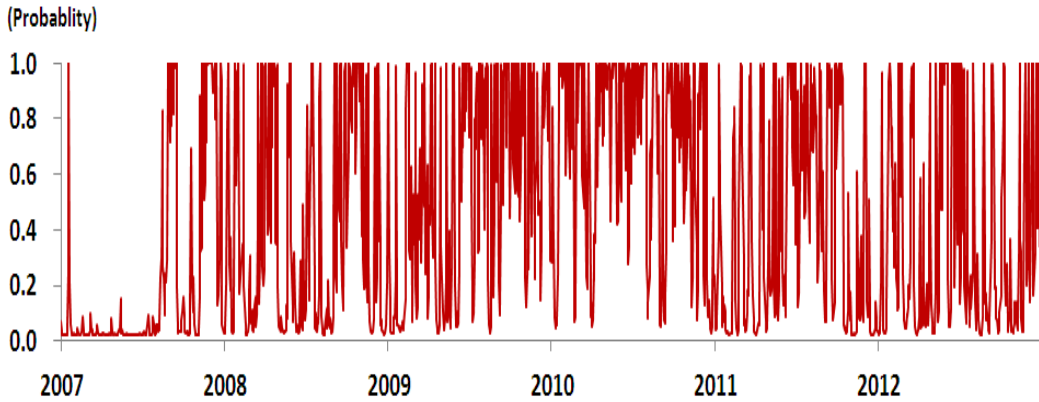
다시 본고에서 관심이 있는 외국인 채권순매수의 패턴이 글로벌 금융위기 이후 장기적이고 안정적인 형태를 나타내고 있는가에 대한 질문에 대답하기 위해 앞선 IRS와 CRS 경우와 마찬가지로 외국인 채권순매수 국면간의 평활화 확률을 살펴보았다. 결론을 말하자면, 외국인 채권순매수 패턴의 변동성 및 거래규모의 증가가 2007년 하반기부터 발생하고 있지만 지속성 측면에서 이러한 변화가 구조적으로 발생했다고 말하기 어렵다. 만일 지속적이고 구조적인 변화가 발생했을 경우, state 2(또는 state 1)의 지속기간이 상당히 길면서 일종의 구조변화가 발생한 것처럼 평활화 확률이 나타날 것으로 예상할 수 있을 것이다. 그러나, 앞서 살펴본 IRS와 CRS 경우와 거의 유사하게 외국인 채권순매수의 패턴도 일시적인 충격에 의한 반응일 뿐이며, 이것이 구조적인 변화를 의미한다고 말하기는 어렵다.

<그림 24> 모형 1의 평활화 확률('07년 이후의 외국인 채권순매수)

<국면 1의 평활화 확률>



<국면 2의 평활화 확률>



V. 정책적 시사점

본고에서는 글로벌 금융위기 전후로 나타난 국내 장외파생상품시장의 구조적인 변화 여부를 살펴보고, 현재 직면하고 있는 다양한 규제환경 변화에 초점을 맞추어 정책적 시사점을 이끌어 내고자 하였다. 선불리 단언하기는 어렵지만 본고에 사용된 실증분석 결과는 글로벌 금융위기 이후 논의되고 진행되었던 각종 규제 방안 마련이 직접적으로 국내 장외파생상품시장의 구조변화를 이끌어 냈다는 뚜렷한 증거를 보여주지 못하고 있다. 장외파생상품시장에서 일부 변화가 감지되기는 하지만 이러한 변화는 구조적인 변화라기보다는 일시적인 충격에 따른 변화로 인식하는 것이 바람직하다. 이러한 결과는 향후 정책적인 관점에서 뚜렷한 방향성을 제시한다.

사실 앞으로 닥쳐올 거시환경적 측면에서의 시장 규제 체계의 실질적인 강화는 장외파생상품 거래동기를 위축시킴으로써 당분간은 장외파생상품시장의 규모를 축소시키는 요인으로 작용할 것이다. 특히, 일부에서는 국내 장외파생상품시장이 아직 상당한 규모로 성장하지 못하고 있는 시점에서 자칫하면 인프라 도입이 국내 금융회사가 장외파생상품 이용에 대한 기피현상을 불러일으킬 수 있으며, 그 결과 이제 막 성장하기 시작한 기존시장마저 고사시킬 수 있다는 우려를 제기하고 있다. 하지만 장기적으로 볼 때 장외파생상품의 신뢰도가 제고되고 시장인프라가 개선될 경우, 오히려 동 시장에 대한 건전한 투자가 확대될 가능성이 더욱 높다. 따라서 향후 국내 장외파생상품과 관련된 규제환경을 만들어 나갈 경우, 규제의 긍정적인 측면도 있다는 사실을 충분히 감안해야 한다.

본 연구의 실증분석결과에서는 장외파생상품시장 규제환경 변화에 따라 변동성이 일시적으로 증가하는 경향도 있지만, 이러한 변화는 장기적이고 지속적인 것이 아니라는 점이 발견되었다. 이러한 사실을 통해 장외파생상품시장에서 시장참가자들이 자율적으로 규제환경의 변화에 계속적으로 적응해 나가고 있다고 짐작할 수 있다. 또한 거래량 관점에서 글로벌 금융위기 이후로 전세계 또는 국내 장외파생상품시장의 거래가 다소 위축되기는 하였지만, 곧 이전의 성장세를 다시 회복하는 모습을 보이고 있다는 것이다. 이는 금융시장과 금융시장 참가자들이 장외파생상품을 활용하여 위험을 헤지하거나 신상품을 만들어 내는 등 아직 다양하고 풍부한 수요가 존재한다는 사실을 보여주는 것이라고 할 수 있다.

이러한 관점에서 살펴보면, 우선 정책당국은 국내 장외파생상품시장과 관련한 금융 규제 및 거래 인프라를 계획한대로 조속하게 도입할 필요가 있다. 국내 장외파생상품 시장은 세계 수준에 비해 아직까지 규모 및 발전 수준이 미흡하고, 거래 인프라 보급 수준도 낮은 것으로 평가되고 있다. 따라서 국내 장외파생상품시장의 규모가 더욱 성장하기 이전에 국제적으로 논의되는 다양한 규제방안을 도입하여 장기적으로 건전한 발전의 토대를 마련해야 한다. 다만, 금융규제 및 거래 인프라 도입 시 국내 금융시장의 특수성, 감독의 사각지대 및 규제차익 발생 가능성, 산업정책적으로 자본시장의 인프라 구조에 대한 경쟁요소 등을 사전에 충분히 고려해야 할 것이다.

이미 국내에서는 2013년 3월 중앙청산소 설립과 관련된 자본시장법 개정안이 국회를 통과하면서 중앙청산소 설립과 관련된 법적·제도적 토대는 마련된 상황이다. 현재에는 시행령 마련을 통해 이를 구체화하려는 작업이 진행 중이다. 하지만 장외파생상품 인프라의 국내 도입 추진과 안정적인 정착을 위해서는 선결해야 될 과제가 있다. 일부에서는 중앙청산소와 같은 인프라 도입에 대해서는 시스템 위험의 확산 방지라는 긍정적인 효과를 인정하지만, 금융회사에 직접적으로 거래증거금을 요구하거나 인프라 기관에 대한 분담금을 부과하는 등 모든 시장참가자에게 새로운 부담을 줄 것이라는 우려의 목소리를 내고 있기도 하다. 따라서 다음과 같은 문제들을 사전에 충분히 검토한 후에 국내 인프라 도입을 추진하는 것이 바람직하다.

첫째, 국내에는 해외와 달리 장외파생상품거래와 관련된 유사한 인프라를 이미 구축해 놓은 것이 일부 있기 때문에 중복적이지 않은 방법으로 국내 도입을 검토해야 한다. 예를 들면, 거래정보저장소와 비슷한 기능은 민간이 아닌 금융감독원, 한국은행 등 감독당국이 이미 수행하고 있다. 따라서 국제적인 기준에서 크게 벗어나지 않는다면 기존 감독수단의 기능, 역할이 중복되지 않으면서 민간의 부담을 최소화할 수 있는 방향으로 기존에 구축된 인프라를 최대한 활용할 필요가 있다.

둘째, 실질적으로 중앙청산소 등의 운영과 관련해서는 장외파생상품시장 주요 참여자들의 역할이 가장 중요할 것으로 생각되므로 이들을 효과적으로 유도할 수 있는 방안을 마련해야 한다. 중앙청산소를 도입할 경우, 거래 증거금, 운영비용 등 민간 금융회사가 새롭게 부담해야 될 비용 등이 발생하게 된다. 하지만 거래 인프라가 가지는 공익성을 감안하여 이러한 부담을 줄이고, 궁극적으로는 시장 활성화를 함께 도모할 수 있도록 세부적인 방안을 마련할 필요가 있다. 예컨대, 시행초기에 과도한 부담을 일시적으로 부과하지 않고 시기별로 점진적으로 마련한다든지, 중앙청산소 운영 이후 상품별 특성을 반영하여 업권별로 금융회사의 부담규모를 탄력적으로 조정하는 방안들을 생각해

볼 수 있다. 또한, 국내에서는 장외파생상품 참여도별로 분담금 시기를 조정하든지, 업권별 유예기간을 별도로 설정하든지의 방안도 고려해 볼 수 있다.

셋째, 장외파생상품이 가지고 있는 차별화(customization) 특성과 중앙청산소 등의 운영에 요구되는 표준화(standardization) 특성을 충분히 고려하여 국내 운영 상품 등을 선정해야 된다. 표준화를 앞세우면 장외파생상품의 거래당사자들이 요구하는 거래의 유연성을 잃게 되고, 반대로 차별화를 강조하면 중앙청산소 운영에 필요한 표준화가 불가능해져서 중앙청산소 운영에 필요한 '규모의 경제(economy of scale)'를 달성하지 못하게 된다. 따라서 적절한 상품을 적시에 도입하여 거래의 표준화와 유연성이 라는 두 가지 특징을 유기적으로 연결할 필요가 있다. 다만 이와 같은 장외파생상품과 관련된 규제의 도입과정에서 민간의 의견을 적극 반영할 필요가 있다. 사실상 장외파생상품 규제의 강화는 글로벌 금융위기 이후 상황적으로 불가피한 측면도 있지만, 민간의 협조 없이는 이를 실천하는 것은 원천적으로 불가능하다. 따라서 민간의 자발적인 협조를 이끌어내기 위해서는 장외파생상품시장과 관련한 작은 규제나 규율 정비에도 민간의 의견을 적극 청취하여 시장의 성숙도를 충분히 반영하는 과정을 거칠 필요가 있다.

거래 인프라 이외에도 앞서 언급한 다양한 시장환경 변화에 빠르게 대응할 필요도 있다. 앞서 언급한 글로벌 LEI 시스템 도입, 사후거래축약(post-trading compression), 그리고 담보 전환(collateral transformation) 서비스 등은 금융회사 입장에서 투명성 제고나 위험 감소 방안, 그리고 새로운 수익원으로 활용될 수 있을 것이다. 하지만 이러한 환경변화가 가져오는 새로운 위험요인에 대해서는 아직도 불확실성이 상존하는 것이 사실이다. 즉 아무도 이를 사전적으로 예상하거나 예측할 수 있는 상황이 아닌 것이다.

장외파생상품시장과 관련된 규제 강화의 흐름은 최근 수년간 지속되어 왔다. 하지만 아직 이러한 규제 강화의 움직임이 완결된 것이 아니며, 앞으로도 새로운 과제가 나타날 것이다. 아무도 경험하지 않은 미지의 상황을 어떻게 대비할 것인가를 고민하는 것은 감독 및 규제당국에게는 큰 부담으로 작용하는 것이 사실이다. 하지만 지금의 상황은 금융시장을 통해 사업을 영위하고 있는 시장참가자에게도 동일한 과제를 던져주고 있다. 향후 금융시장의 상황에 따라 규제 강화와 완화의 움직임이 반복적으로 진행될 것이다. 이러한 상황에서는 시장참가자뿐만 아니라 규제 당국도 사전적이고 경직적인 대응방식을 마련해 놓고 이를 지키는 것보다는 유연한 태도를 가지고 시장상황에 대응하는 방식으로 불확실성에 대비하는 것이 필요할 것으로 생각된다.

참고문헌

- 구정한·김영도, 『파생상품 관리·감독체계 선진화 방안』, 금융위원회 용역보고서, 2008.10.
- 김영도, 「중앙청산소 등 장외파생 인프라의 필요성 및 과제」, 『월간 금융』 금융토픽, 전국은행연합회, 2008.09.
- 김인섭, 「글로벌 금융위기 이후 CCP에 대한 국제논의동향과 시사점」, 『KIF금융리포트』 2012-05, 한국금융연구원, 2012.10.
- 남길남, 「거래정보저장소와 국내 파생상품 보고체계의 비교 및 시사점」, 『Capital Market Perspective』 Vol.1 No.2, 2009.
- _____, 「장외파생상품 규제의 국제적 논의동향」, 장외파생상품 인프라개선 세미나 발표자료집, 2010.
- _____, 「장외파생상품시장의 주요 현황과 전망」, 『2012 장외파생상품 시장동향 Report』, 금융투자협회, 2012.
- 정기웅, 「장내 파생상품거래의 규율체계 정비 및 방향」, 『증권법연구』 제12권 제3호, 증권법학회, 2011.
- 정순섭, 「자본시장 인프라에 관한 법적 연구 : 장외파생상품 청산의무화를 중심으로」, 『금융연구 Working Paper』 2012-12, 한국금융연구원, 2012.8.
- 금융감독원, 『금융상품 파생상품 업무보고서 통계표』, 각 호.
- _____, 『금융시장동향』, 각 호.
- 자본시장연구원, 「장외파생상품 거래정보저장소의 최근 동향」, 『자본시장 Weekly』 36호, 2010.
- _____, 「유럽 파생상품거래 규제법안의 내용과 평가」, 『자본시장 Weekly』 41호, 2010.
- _____, 「장외파생상품시장관련 G20합의안 이행 상황」, 『자본시장 Weekly』 48호, 2012.
- 장외파생상품 인프라 개선 협의회, 『장외파생상품 인프라 개선 협의회 최종보고서』, 금융투자협회, 2009.10.
- Di Giorgio, Giorgio, Carmine Di Noia and Laura Piatti, “Financial Market Regulation: The Case of Italy and a Proposal for the Euro Area,” *Working Papers* 24, Wharton School, University of Pennsylvania, 2000, pp.1~27.

- Dudley William C., "Reforming the OTC Derivatives Market," Harvard Law School Symposium on Building the Financial System of the 21st Century, March 2012.
- Guasch, Luis J. and Hahn, Robert W., "The Costs and Benefits of Regulation: Implications for Developing Countries," *The World Bank Research Observer* Vol.14 No.1, 1999, pp.137~158.
- Hahn, Robert W., "Regulation; Past, Present, and Futures," *Harvard Journal of Law & Public Policy* Vol.12 Issue 1, 1990, pp.67~68.
- Llewellyn, David T., "A Regulatory Regime for Financial Stability," *Working Paper of Australian National Bank* 48, 2001.
- Basel Committee on Banking Supervision(BCBS), "Capitalization of Banking Exposures to Central Counterparties," Bank for International Settlements, Basel, 2011.
- BIS, "Semiannual OTC Derivatives Markets Statistics," OTC Derivatives Market Activity.
- _____, "Triennial and Regular OTC Derivatives Market Statistics," 2010.
- Committee on Payment and Settlement Systems(CPSS) and International Organization of Securities Commissions(IOSCO), "Principles for Financial Market Infrastructure," 2011.
- Deutsche Borse Group, "The Global Derivatives Market," 2009.
- European Commission, "Ensuring Efficient, Safe and Sound Derivatives Markets," European Commission Communication, COM(2009) 332 final, July 2009.
- FSB, "Implementing OTC Derivatives Market Reform," 2010.10.
- _____, "A Global Legal Entity Identifier for Financial Markets," 2012.6.
- _____, "FSB OTC Derivatives Market Reforms," 2012.10.
- ISDA, "OTC Derivatives Market Analysis," each year.
- _____, "ISDA Market Survey," each year.
- IOSCO, "Unregulated Financial Markets and Products-Final Report," 2009.9.

Abstract

Change in Regulatory Environments of OTC Derivative Markets and Its Effect on Domestic Markets

Young Do Kim

This report analyses change in regulatory environment surrounding overall OTC derivative markets and anticipated structural change in markets, and discusses change in domestic OTC derivative transaction and its effect during the transition period of regulatory environment. Sudden expansion of OTC derivative transaction, which received little attention in the past, became one of major causes of the global financial crisis. Following this, the focus of the global financial paradigm turned to strengthening supervision and regulation on OTC derivative markets, and new OTC trading infrastructure such as central counter-parties(CCP) are being introduced. This paper tried to find structural change in market structure using a regime switching model with price data of IRS and CRS transaction in order to analyse effect of regulatory environment on domestic OTC derivative markets. The result shows that temporary change in price and volatility was perceived during regulation strengthening period, but it is a bit hard to assert that these are long and permanent changes in market structures. In other word, empirical results do not show clear evidence that introduction of several regulation after the global financial crisis results in changes on domestic OTC derivative markets. Therefore, it is necessary to immediately introduce financial regulation and trading infrastructure discussed globally as planned. However, careful consideration should be given to characteristics of domestic financial market environment, possibility of generating supervising loop-hole and regulation difference, and competition in capital market infrastructures.

한국금융연구원 자료판매 코너

총판 : 정부간행물 판매센터(02-394-0337)

지 역	서 점 명	전화번호	위 치
서 울	본사 직영서점	734 - 6818	한국언론재단빌딩
	교보문고(본점)	397 - 3628	광화문 사거리
	영풍문고(본점)	399 - 5632	종각
	(여의도점)	6137 - 5254	국제금융로
	반디 앤 루니스 (종로타워점)	2198-3000	종각역
	(코엑스점)	6002 - 6071	삼성역
부 산	영 광 도 서	(051) 816 - 9500	서면 로타리
인터넷서점	에스이십사	www.yes24.com	
	알라딘	www.aladin.co.kr	
	인터파크	www.interpark.com	
	반디 앤 루니스	www.bandinlunis.com	

※ 위 코너 외에 교보문고 및 영풍문고는 각 지방 분점에서도 판매 중입니다.

김 영 도(金 榮 度)

■ 약력

- 고려대학교(경제학 학사)
- 고려대학교 대학원(경영학 재무론 석사)
- University of California, San Diego(경제학 석·박사)
- 현) 한국금융연구원 연구위원

■ 주요 논저

- 100세 시대에 대비한 자산관리서비스 활성화 방안 연구(공저, 한국예탁결제원 보고서, 2013.6.)
- ETF 관련 주요 이슈 및 발전 방향(공저, 금융 VIP시리즈 2013-4, 한국금융연구원, 2013.4.)
- 주택가격 하락 등 충격이 금융권에 미치는 영향: 2012년 가계금융·복지조사 자료 기반(공저: 임진, 금융 VIP시리즈 2013-3, 한국금융연구원, 2013.3.)
- 투자방식 클라우드 펀딩 도입 방안(공저: 이시연, 기획재정부 보고서, 2012.12.)
- 금융부문의 경쟁력 제고: 안정화와 선진화(류상영 외 엮음, 『한국의 오늘과 내일을 말한다』, 동아시아재단, 2012.09, pp.478~498.)

KIF 연구보고서 2013-05

장외파생상품시장 규제환경 변화와 국내시장의 영향

2013년 10월 10일 인 쇄

2013년 10월 15일 발 행

발 행 인 윤 창 현

발 행 처 한국금융연구원

서울시 중구 명동 1가 4-1 은행회관 5·6·7·8층

전 화 : 3705-6300 FAX : 3705-6309

<http://www.kif.re.kr> : wmaster@kif.re.kr

등록 제1-1838(1995. 1. 28)

ISBN 978-89-503-0579-6 93320

값 7,100원

