

# 파생상품시장의 규제 및 감독 방향: 신용파생상품 청산서비스의 도입과 관련하여\*

남길남\*\*

## < 요약 >

신용파생상품시장은 서브프라임 금융위기의 주요 원인으로 지목되면서 국제적인 규제강화의 대상이 되고 있다. 그러나 신용파생상품이 주택시장의 거품을 조장했다는 주장이나 거대 금융회사가 몰락하는데 실질적 원인이 되었다는 주장은 의외로 명확한 근거를 보여주지 못하고 있다. 분명하게 드러난 것은 감독당국이 신용파생상품시장에 대한 유효한 감독 정보를 갖고 있지 못하였으며 결과적으로 거대 금융회사의 부실을 사전에 예측하거나 위기의 전이를 예방하는데 실패하였다는 것이다. 따라서 규제강화는 상품에 대한 직접적인 통제보다 시장의 투명성을 제고하고 시스템위험을 방지하는 방향이어야 할 것이다. G20의 합의문과 미국의 입법안에서는 신용파생상품 청산소의 설립을 규제안으로 제시하고 있다. G20의 국제 공조체제 확립이라는 틀 속에서 국내도 신용파생상품 청산소의 도입 논의가 필요한 상황이다. 그러나 도입에 따른 부작용을 최소화하기 위해서는 선진시장에 비하여 취약한 국내시장의 특성을 고려하여 신용파생상품 청산소가 도입되어야 할 것이다. 국내 신용파생상품 청산소의 설립은 시장친화적인 방향으로 추진되어야 하며 더불어 시장의 투명성과 인프라를 획기적으로 개선할 수 있는 계기가 되어야 할 것이다. 이러한 목적을 달성하기 위해서는 장외파생상품 시장참여자, 감독당국, 서비스 제공기관 공동의 자율적인 연구와 도입안 마련이 절대적으로 필요하다.

\* 본고의 내용은 발표자 개인의 의견임을 밝힌다.

\*\* 자본시장연구원 연구위원, e-mail: namgn@kcmi.re.kr

## I. 머리말

미국의 서브프라임 사태가 세계적 금융위기로 심화되자 미국과 EU의 감독당국과 주요 국제기구에서는 위기의 원인을 분석하고 재발방지를 위한 대응책 마련에 집중하였다. 각 기관의 연구를 종합해보면 주택시장의 거품과 함께 감독의 실패, 구조화상품에 대한 부적절한 신용평가, 손실이 은폐될 수 있는 부외거래의 과도한 남용 그리고 신용파생상품거래의 위험성 등이 주요 원인이라고 할 수 있다.

특히, 신용파생상품거래는 거대 금융회사의 몰락과 맞물려 미국을 중심으로 이에 대한 규제를 근본적으로 강화하려고 하고 있다. 구체적으로는 신용파생상품시장의 투명성을 획기적으로 개선하고 거래상대방위험을 감소시킬 수 있도록 중앙집중거래상대방(Central Counterparty: CCP)이 존재하는 청산소(clearing house)를 설립하고 이를 보완하기 위한 중앙등록소(central trade repository)를 설치하는 것이 대표적이다.

세계적 금융위기 극복을 위한 G20 국제 공조체제에 참여하기 위하여 국내에서도 주요 규제개선안에 대한 도입 논의가 필요한 시점이다. 따라서 본고에서는 금융위기 국면에서 신용파생상품의 역할을 살펴보고 G20와 미국에서 제기된 규제개혁안의 공통적인 특징을 분석한다. 그리고 주요 개혁안으로 제기되고 있는 신용파생상품 청산서비스의 국내 도입방향에 대해 논의한다.

## II. 서브프라임 사태에서 신용파생상품의 책임에 대한 논란

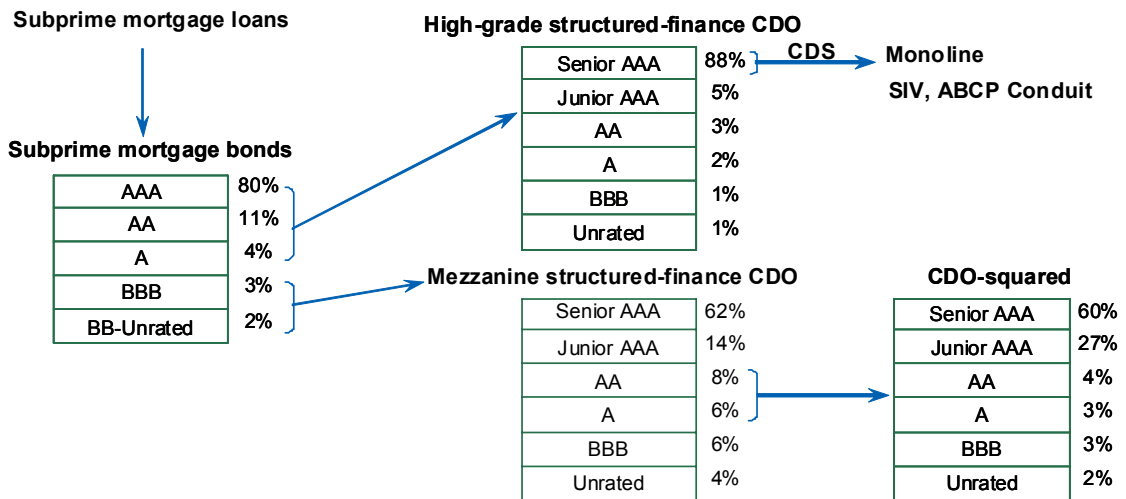
### 1. 신용파생상품의 개념 구분 필요성

서브프라임 사태에서 신용파생상품의 역할을 규명하기 이전에 먼저 짚고 넘어가야 할 문제는 신용파생상품의 개념에 대한 구분이다. 서브프라임 사태를 다루는 대중매체에서 흔히 언급되는 신용파생상품은 신용부도스왑(Credit Default Swap, 이하 CDS)과 신용구조화상품(structured credit product)을 구분하지 않고 혼용하는 경우가 많아 정확한 이해를 가로막고 있다. 신용파생상품은 채권이나 대출 등 신용위험이 내재되어 있는 부채에

서 신용위험만 분리하여 거래할 수 있게 만든 금융상품으로 CDS가 가장 대표적이라고 할 수 있다. CDS는 1990년대 중반 등장한 준거대상(reference entity)의 신용위험을 대가로 프리미엄을 거래하는 스왑거래이다. CDS의 준거대상 범위는 초기 기업과 국가의 신용위험에서 점차 확대되어 서브프라임 모기지와 상업용 부동산 등을 포함하고 있다.

신용구조화상품은 신용위험을 취급한다는 면에서는 신용파생상품과 유사하지만 투자자가 기초자산이 되는 채권이나 대출 등 신용위험에 직접적으로 노출되는 것이 아니라 구조화 기법을 통해 변형된 신용위험(일반적으로는 tranche 구조)에 노출되는 특징을 갖고 있다. 그리고 기초자산의 신용위험 이전 과정에서 필수적이지는 않으나 CDS와 같은 신용파생상품이 사용될 수 있다.<sup>1)</sup> 신용구조화상품은 일반적으로 증권화(securitization)된 채권의 형태를 갖고 있으며 부채담보부증권(Collateralized Debt Obligation: CDO)이 대표적이라고 할 수 있다. 다양한 기초자산을 한데 모아 새로운 위험특성을 갖는 증권으로 탈바꿈시키는 증권화 또는 구조화기법은 이미 1980년대부터 사용되어 왔다. 그 후 증권화 기법은 서브프라임 모기지가 증가하면서 서브프라임 모기지의 증권화에 적극 활용되었으며, 그 방법도 점차 복잡하게 진화하여 증권화를 두 번 이상 거쳐 중층화된 구조의 신용구조화상품도 일반화 되었다(<그림 1> 참조). 당시 만들어졌던 중층적 구조의 상품이 ABS CDO이다.

<그림 1> ABS CDO의 증권화 사례



자료: IMF

1) Creditflux(2006)의 정의를 따른다.

CDS는 채권과 달리 발행시장에 의존할 필요가 없고 자유로운 설계가 가능한 장점으로 서브프라임 모기지가 포함된 ABS CDO에 편입되거나 위험의 헤징을 위하여 활발하게 사용되었다. 이런 점으로 인해 CDS가 서브프라임 모기지 시장과 밀접하게 관련되어 보이지만 전체적으로 봤을 때, 서브프라임 모기지가 다양한 상품으로 자본시장에 나타날 수 있었던 것은 1차적으로 CDS의 역할보다 ABS CDO와 같은 신용구조화상품의 역할 때문이라고 할 수 있다.

## 2. 신용파생상품의 책임에 대한 세 가지 가능성

서브프라임 모기지 사태에서 신용구조화상품이 신용파생상품에 비하여 보다 직접적인 역할을 수행하였음에도 불구하고 신용구조화상품에 대한 규제 강화<sup>2)</sup>와 함께 신용파생상품에 대한 규제를 강화하려는 움직임이 국제적으로 가시화되고 있다. 신용파생상품에 대한 규제 강화의 배경에는 서브프라임 모기지 사태의 발생과 심화과정에 신용파생상품이 책임이 있다는 전제가 자리잡고 있다. 서브프라임 모기지 사태에서 신용파생상품의 책임은 크게 세 가지로 정리할 수 있다. 첫째는 신용위험의 이전이 자유로운 신용파생상품이 등장함으로써 서브프라임 모기지 시장의 거품이 증가하였다는 것이고 둘째는 신용파생상품거래가 거대 금융회사의 부실을 유발하였다는 것이다. 셋째는 신용파생상품시장의 불투명성으로 감독당국의 위기감시와 대응이 실패할 수밖에 없었다는 것이다.<sup>3)</sup>

### 가. 신용파생상품이 서브프라임 모기지 시장의 거품을 조장하였는가?

서브프라임 모기지 시장의 거품 생성에 신용파생상품이 주요한 역할을 하였다는 주장의 논거는 은행이 CDS를 통해 차입자의 신용위험을 보장매도자에게 이전할 수 있게 됨으로써 차입자의 부도위험에서 자유로워지게 되자 신용위험이 높은 차입자에게 대출을

---

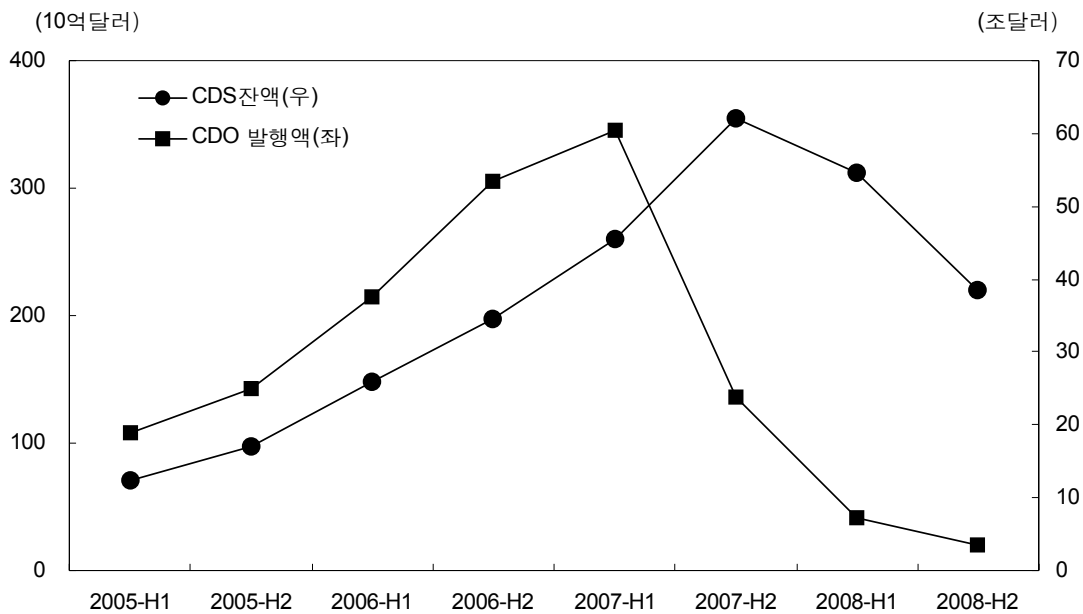
2) 신용구조화상품에 대한 규제강화는 이들 상품에 과도하게 부풀려진 신용등급을 제공하였던 신용평가사의 이해상충 방지, 평가의 투명성 강화와 발행업무와 투자자로 신용구조화상품과 밀접한 관련을 맺고 있는 금융회사의 내부 위험관리 강화에 초점이 맞추어져 있다.

3) Dickinson(2008)은 신용파생상품의 이슈를 서브프라임 시장의 거품 촉진, 대형 금융회사 부실의 원인, 기업의 파산으로 이익을 불 유인 제공 등으로 구분하고 있으나 본고에서는 주식의 공모도 허용과 비슷하게 상반된 논지를 갖는 CDS 보장매수의 위험성 문제 보다는 GAO(2009b)에 언급하고 있는 장외시장에 대한 감독 실패의 문제를 주요 이슈로 분류하고 있다.

제공할 유인이 높아졌다는 것이다(Dickinson(2008)). 그리하여 CDS 시장이 성장하면서 서브프라임 모기지가 증가하였으며 이는 서브프라임 모기지의 증권화로 나타난 CDO 시장의 성장과 CDS 시장의 성장시기가 중복되는 것으로 확인할 수 있다는 것이다.

그러나 이러한 주장은 CDS 거래가 개인투자자가 직접적으로 접근하기 어려운<sup>4)</sup> 대형 금융회사간 거래로서, 일방적인 정보의 비대칭(information asymmetry)이 지속적으로 존재하기 어렵다는 사실을 간과하고 있다. Shadab(2009)은 문제가 된 AIG 보유 CDS의 준거대상이 높은 신용등급의 CDO라는 점과 CDS의 활용목적이 은행, 헤지펀드, 보험회사에 따라 다양한 점을 들어 CDS로 인해 CDO시장이 성장하였다고 판단하기는 어렵다고 주장하였다. Shadab은 CDS가 CDO의 발행을 증가시켰다는 증거를 찾기는 어려우며 두 시장이 급성장한 시점도 차이가 발생한다고 주장하였다. 오히려 주택시장의 거품붕괴 이후 CDO의 발행은 급격히 감소하였으나 반면 CDS 시장은 상대적으로 견조한 유동성을 유지하고 있어 두시장간 직접적인 관련성을 입증하기 어렵다고 판단하였다(<그림 2> 참조). 결론적으로 CDS가 직접적으로 주택시장의 거품을 일으켰다는 논리가 성립하기 위해서는 실증적인 연구가 필요한 상황이다.

**<그림 2> CDO 발행규모와 CDS 잔액**



자료: SIFMA, ISDA

4) CDS가 증권화된 상품에 내재되어 개인투자자에게 판매되는 경우를 제외한다.

## 나. 신용파생상품이 대형 금융회사의 부실을 초래하였는가?

신용파생상품의 위험성이 가장 극명하게 부각된 것은 아마도 Bear Stearns, Lehman Brothers, AIG 등 대형 금융회사의 부실과의 연관성 때문일 것이다. 일반적으로 대형 금융회사의 무분별한 신용파생상품거래가 막대한 부실을 초래하였다고 알려져 있으나 개별 회사의 구체적인 부실경로에는 차이가 있음이 드러나고 있다.

### 1) Bear Stearns의 부실

Bear Stearns의 몰락은 서브프라임 모기지 시장에 대한 투자 실패가 알려지면서 투자자의 신뢰를 상실하여 사업운영에 필요한 자금을 제때에 조달하지 못한 유동성위기인 면이 크다(Pickel(2009)). 당시 감독당국과 시장에서는 Goldman Sachs와 Morgan Stanley와 함께 3대 프라임 브로커(prime broker)인 Bear Stearns의 위치가 흔들리면서 다양한 장외 파생상품에 대하여 Bear Stearns와 프라임 브로커리지 계약을 맺고 있는 헤지펀드의 연쇄적인 부실을 염려하였다. Bear Stearns의 몰락은 장외파생상품의 거래상대방위험에 대한 우려가 본격적으로 시장에 등장한 계기가 되었다.

그러나 우려와는 달리 이미 상당수의 헤지펀드가 Bear Stearns의 부실징후를 감지하고 다른 투자은행으로 프라임 브로커리지 계약을 이전하거나 복수의 프라임 브로커를 이용함으로써 큰 손실을 입지 않았던 것으로 알려졌다. 2008년 2월에 발표된 Barclays(2008)의 보고서에 따르면 CDS 시장의 거래상대방위험 총액이 시장의 감내수준을 벗어나지 않는다고 분석하였다. 따라서 Bear Stearns 부실의 원인이 과도한 CDS 거래이며 Bear Stearns의 부실은 연쇄적으로 계약관계를 맺고 있는 거래상대방의 부실로 이어질 것이라는 주장은 실증적 분석이 뒷받침되지 못하고 있다.

### 2) Lehman Brothers의 부실

Lehman Brothers의 파산보호신청은 세계 금융시장에 커다란 충격을 안겨주었다. Bear Stearns보다 훨씬 큰 규모의 투자은행이 예상 밖으로 빠르게 몰락하자 미국뿐만 아니라 세계 금융시장은 극심한 신용경색과 자산가치의 급속한 하락을 겪었다. Zingales(2008)는 Lehman Brothers 몰락의 원인으로 과도한 레버리지와 단기부채 의존을 지적하였다.<sup>5)</sup> 즉, Lehman Brothers는 Bear Stearns와 같이 투자자의 신뢰를 상실하

면서 단기부채의 roll over가 곤란해졌고 여기에 보유자산의 실제 가치에 대한 의문이 확산되면서 몰락할 수밖에 없었다는 것이다. 반면에 CDS 자체가 직접적인 부실의 원인으로 지목되지는 않고 있다.

Lehman Brothers의 몰락은 신용파생상품시장에 두 가지 방향으로 영향을 미쳤다. 하나는 Lehman Brothers가 준거대상인 CDS 계약의 정산을 둘러싼 결제위험(settlement risk)의 증가이며, 나머지는 대형 달러의 몰락으로 인한 거래상대방위험의 급증이였다. Lehman Brothers가 갖고 있던 부채규모가 4천억 달러로서 이를 준거대상으로 하는 CDS 계약은 엄청난 규모일 것으로 추정되었다. 따라서 Lehman Brothers의 파산보호신청으로 촉발된 신용사건(credit event)으로 대규모 정산금액의 결제가 수반될 수밖에 없고 이를 감당하지 못한 대형 금융회사가 연쇄적으로 나타날 것으로 예측되었다. 그러나 CDS에 대한 거래정보를 취합하고 있는 미국의 예탁청산기관인 Depository Trust & Clearing Corporation(DTCC)의 발표에 의하면 차감(netting) 후, 실제 결제된 Lehman Brothers 관련 CDS의 정산금액은 52억 달러에 불과하여 결제위험에 대한 시장의 염려가 지나친 기우였음이 드러났다(Dickinson(2008)). 둘째로 거래상대방위험과 관련해서는 Bear Stearns의 경우와 같이 Lehman Brothers의 몰락으로 인하여 Lehman Brothers와 계약을 맺은 거래상대방의 파산은 나타나지 않았다.

이러한 사실은 신용파생상품을 포함하여 장외파생상품시장이 그 동안 구축한 위험관리 체계(담보관리, 상대차감 등)가 효율적으로 작동하고 있음을 역설적으로 보여주었다고 할 수 있다(Pickel(2009), Dickinson(2008)).

### 3) AIG의 부실

다른 금융회사의 부실과 비교하여 거대 보험그룹인 AIG의 부실은 1,800억 달러의 구제금융<sup>6)</sup> 지원과 함께 경영진의 도덕적 해이가 드러나면서 엄청난 사회적 공분을 사고 있다. 또한 AIG가 취급한 CDS 잔액이 5,270억 달러<sup>7)</sup>로서 엄청난 규모였으며 CDS 부분의 손실이 AIG의 위기에 기여했음이 밝혀지자 AIG 사례는 신용파생상품시장에 대한 규제 강화의 강력한 명분이 되었다.

---

5) Lehman Brothers의 연차보고서에 의하면 2008년 2월말 현재 레버리지비율(자산/자기자본)은 32.7이며 단기부채비율(단기부채/자산)은 54.59%에 이르고 있다.

6) 2009년 3월 2일 현재, 1,825억 달러의 구제금융이 승인되었다(GAO(2009a)).

7) AIG 2007 Form 10-K P. 122

일반적으로 AIG의 부실은 AIG의 금융서비스 자회사인 AIGFP의 CDS 거래손실이 원인으로 알려져 있지만 구체적으로는 CDS 거래의 추가 담보요청(collateral call)과 증권대여의 일시 상환요청이 유동성 부족으로 이어진 것이 결정적 원인이라고 할 수 있다.<sup>8)</sup> AIG가 맺은 CDS 거래는 글로벌 금융회사가 보유하고 있던 대출, 우량등급 모기지, 서브프라임 모기지 연계 CDO 등을 준거대상으로 한 보장매도계약이었다(<표 1> 참조). 이 중에서 서브프라임이 연계된 multi-sector CDO의 보장매도계약을 중심으로 CDO 채권의 가격이 하락하고 AIG의 신용등급 강등<sup>9)</sup>이 겹치면서 거래상대방인 보장매입기관의 추가담보요청이 급증하게 되었다. AIG가 2008년 8월말까지 추가로 지급한 담보금액은 197억 달러에 이르고 있다.<sup>10)</sup>

**<표 1> AIG의 CDS 거래 내역**

	명목금액(십억 달러)	시가평가손실(백만 달러)
Corporate loans	230	-
Prime residential mortgages	149	-
Corporate debt/CLOs	70	226
Multi-sector CDOs	78	11,246
Total	527	11,472

자료: AIG 2007 Form 10-K

CDS에 대한 추가 담보요청 이외에 AIG의 유동성을 고갈시킨 원인은 AIG의 증권대여 부분이었다. AIG는 자사가 보유하고 있는 증권을 다른 금융기관에 빌려주고 대가로 현금을 담보로 받아 다시 CDO 등에 이를 투자하였다. 그런데 AIG의 투자 포트폴리오가 서브프라임 연계 CDO에 집중되고 이들 채권의 가치가 하락하자 증권대여자들이 일제히 현금담보의 상환을 요구하게 되면서 유동성 위기가 촉발된 것이다(Sjorstrom(2009)). AIG는 증권대여자의 요구를 충족하기 위하여 85억 달러를 마련해야 했다(Shadab(2009)).

8) AIG 2008 Form 10-K P. 40

9) S&P는 2008년 9월 15일 AIG의 신용등급을 AA-에서 A-로 세 단계 강등하였다.

10) AIG 2008 Form 10-K P. 40

결론적으로 AIG의 위기는 CDS와 밀접하게 연결되어 있는 것이 사실이지만 보다 근본적으로는 서브프라임 모기지에 대한 과도한 투자와 이에 대한 위기관리 능력의 부재 그리고 무엇보다 방만한 투자에 대한 감독의 실패에서 원인을 찾는 것이 1차적이라고 하겠다.

#### 다. 신용파생상품으로 인한 감독의 실패가 있었는가?

신용파생상품이 거품을 조장하거나 거대 금융회사 부실의 직접적인 원인이 되었다는 질문에 대해서는 명백한 증거를 찾기가 어려운 것이 사실이다. 그러나 복잡하고 불투명한 신용파생상품시장의 특성이 감독기관의 감독실패와 사후관리를 어렵게 만들었다는 것에 대해서는 대부분 동의하고 있다.

신용파생상품과 관련된 감독의 실패는 AIG에서 극명하게 나타나고 있다. 뉴욕주 보험 감독관인 Dinallo는 하원 청문회 증언에서 AIG의 주력 산업인 보험회사의 지급여력에는 전혀 문제가 없었다고 주장하였다(Dinallo(2008)). 그러나 지주회사의 지급보증을 받고 있는 자회사 AIGFP의 CDS 손실은 각 주의 보험감독 당국이 파악할 수 없었다. 실제로 AIG 지주회사의 감독당국은 저축기관감독청(Office of Thrift Supervision: OTS)이었으며 저축기관감독청의 이사인 Polakoff는 미하원 청문회 증언에서 AIG의 방대한 규모의 파생상품 거래의 문제점을 정확히 파악하지 못하였음을 인정하였다.<sup>11)</sup> 또한 장외파생상품거래가 쌍방계약(bilateral contract)으로 이루어지고 복잡한 부속서에 의해 담보조건이 협의되다 보니 구제금융 지원 이후에도 사후처리가 지체되는 문제가 발생하였다. 다양한 조건의 CDS 계약의 정리가 어렵게 되자 감독당국은 Maiden Lane III라는 펀드를 조성하여 CDS의 준거대상이 되는 multi-sector CDO를 CDS 보장매입기관으로부터 직접 매입하는 방식으로 부실을 정리하고 있다.

신용파생상품시장에 대한 감독실패의 원인으로는 불충분한 감독인력<sup>12)</sup>, 여러 개의 감독기관 난립으로 규제차익(regulatory arbitrage)을 노린 피감독기관의 감독기관 선택행태<sup>13)</sup> 등이 부각되었다. 그런데 본질적으로는 현재의 감독시스템이 달러은행의 건전성에

11) Polakoff(2009)의 관련 진술 원문은 다음과 같다. "No one predicted, including OTS, the amount of funds that would be required to meet collateral calls and cash demands on the credit default swap transactions."

12) SEC의 enforcement division의 인력은 2005년 1,338명에서 2007년 1,192명으로 146명이나 감축되었다(Turner(2008)).

초점을 맞추고 있어 CDS와 같은 특정 상품의 문제를 시장 전체적인 관점에서 감독을 수행하지 못한 데에 실패의 원인이 있다는 분석(GAO(2009b))이 설득력을 얻고 있다. 시장 전체에 대한 감독이 가능하기 위해서는 감독기관의 협조와 관할권의 재조정뿐만 아니라 시장의 인프라스트럭처를 개선함으로써 투명성과 위험관리 체계를 획기적으로 증진시킬 필요성이 제기되었다. 신용파생상품시장의 투명성이 개선되어 계약이 표준화 되고 관련 정보의 집중관리가 가능해지면 거대 금융회사의 부실예방과 사후처리가 보다 수월해질 수 있기 때문이다.

### Ⅲ. 신용파생상품시장에 대한 주요 규제안

#### 1. G20의 규제안

2008년 11월 워싱턴에서는 세계적인 금융위기를 공동의 노력으로 극복하기 위하여 G20 정상들이 금융시장 개혁을 위한 5대 원칙과 47개의 실천과제를 발표하였다. 투명성과 책임성 강화, 금융감독·규제 개선, 금융시장 신뢰성 제고, 국제협력 강화, 국제금융기구 개혁으로 제시된 5대 원칙에서 신용파생상품시장에 대한 규제안은 금융회사 및 금융시장에 대한 규제체계, 건전성 감독, 리스크 관리 시스템 개선을 위한 원칙인 금융감독·규제 개선에 포함되어 있다.

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 증가를 대비한 인프라스트럭처를 구축하도록 하였다.

2009년 4월 G20 런던정상회의에서는 정상선언문과는 별도로 금융시스템 강화를 위한 선언을 발표하여 8개 분야의 개선방안에 대한 합의사항을 제시하였다. 이 중 규제의 범위에 관한 합의에서 신용파생상품 청산소의 설립과 규제·감독안을 마련함으로써 신용파생상품의 표준화와 활력을 제고하도록 하였다. 구체적으로는 2009년 가을까지 관련

---

13) 2000년 이후 최소한 30개의 은행이 규제회피 목적으로 규제기관을 연방정부에서 주정부로 변경하였다(Dinallo(2009)).

업계에 표준화를 위한 실천계획을 개발하도록 하였다.

G20 정상회의에서 제시된 신용파생상품의 규제 방향은 청산소의 설립을 중심으로 거래전반에 걸친 인프라스트럭처의 구축이라고 할 수 있으며 G20는 이러한 조치가 다른 장외파생상품에도 확대되기를 희망하고 있다.

## 2. 미국의 규제안

### 가. PWG의 4가지 정책목표

AIG와 같은 총체적 실패를 방지하기 위하여 2008년 11월 14일 미국 대통령 직속 실무그룹인 President's Working Group on Financial Markets(PWG)<sup>14)</sup>에서는 장외파생상품시장에 대한 4가지 정책목표를 제시하였다.

첫 번째 정책목표는 CDS 시장의 투명성과 질의 향상이다. 시장투명성을 향상하기 위하여 거래되는 CDS의 가격, 거래량, 미결제계약규모를 대중에게 공시하여야 한다. 또한 규제당국은 시장의 흐름과 문제를 파악하고 내부자 거래 및 시장조작 행위를 방지하기 위하여 청산소와 중앙등록소를 활용하여 거래와 포지션 정보에 접근할 수 있어야 한다.

둘째는 장외파생상품의 위험관리 개선이다. 감독당국은 장외파생상품 CCP를 비롯하여 중요한 장외파생상품 인프라스트럭처에 대한 일관된 정책기준과 위험관리 방안을 마련해야 한다. 정책·감독당국은 장외파생상품 취급 기관에 대한 위험관리 기준과 청산소를 활용하지 못하는 장외파생상품에 대한 감독방안을 마련해야 한다.

셋째는 장외파생상품시장의 인프라스트럭처 강화이다. 정책 및 감독당국은 CCP의 참여회원이 일정요건을 만족하는 모든 거래에 대하여 CCP를 통해 청산하도록 요구해야 하며, 딜러외의 기관도 CCP 참여를 독려할 수 있도록 필요한 법적조치를 취해야 한다. CCP를 이용할 수 없는 CDS 계약의 경우는 중앙등록소에 세부정보가 보고되어야 한다. 중앙등록소의 활용을 기타 장외파생상품으로 확대하도록 하며 CDS 거래의 거래소나 전자플랫폼으로의 이전을 지원한다. 그 외 정보공시와 운영위험의 감소를 위한 조치를 마

---

14) PWG는 재무장관, 연방준비위원회 의장, 증권감독위원회(SEC) 의장, 선물감독위원회(CFTC) 의장, 통화감독청(OCC) 의장으로 구성되어 있다.

련해야한다.

마지막으로는 장외파생상품의 감독을 담당하는 감독당국간의 지속적인 협력이다. 미국내 감독당국뿐만 아니라 외국 감독당국과도 정보 공유를 통한 유기적 협조체계를 확대하여야한다.

PWG의 정책목표에 대해서는 달러측을 대변하는 국제장외파생상품딜러협회(International Swaps and Derivatives Association: ISDA)의 CEO인 Robert Pickel도 필요성에 대해 동의를 표시하였다(Pickel(2009)).

#### 나. “Derivatives Trading Integrity Act of 2009”

상원 농산물위원장이인 Thomas Harkin 의원은 2009년 1월 15일 “Derivatives Trading Integrity Act of 2009”를 발의하였다. Harkin 입법안의 핵심은 장외파생상품 전체를 거래소로 강제 이전하게 하는 것으로 장외파생상품관련 입법안 중에서 가장 극단적이라고 할 수 있다. CDS뿐만 아니라 전체 장외파생상품의 거래를 정규거래소로 지정함으로써 장외파생상품시장의 실질적인 해체를 목적으로 하고 있다.

#### 다. “Derivatives Markets Transparency and Accountability Act of 2009”

Thomas Harkin 위원장의 파트너에 해당하는 하원 농산물위원장이인 Collin Peterson 의원은 2009년 2월 11일 “Derivatives Markets Transparency and Accountability Act of 2009”를 발의하였다. Peterson 입법안은 다음날 일부 수정을 거쳐 위원회를 통과하였다. Peterson의 초기 입법안에는 원칙적으로 모든 금융관련 장외파생상품의 청산결제를 위한 청산소 활용을 의무화하고 가격발견기능이 없는 일부 비정형 상품에 한해서만 예외를 인정하도록 하였다. 또한 신용위험에 대한 노출이 없이 보장매입을 하는 이른바 “naked CDS” 거래를 금지하였다. 그러나 시장참여자의 반발과 실현성에 대한 의문으로 위원회는 원안을 수정하게 되었다. 수정안에서는 요건을 만족하는 보고가 이루어지면 장외파생상품거래의 청산소 활용을 면제하고 naked CDS 거래를 금지하기보다 Commodity Futures Trading Commission(CFTC)에게 공공의 이익과 투자자 보호 목적으로 대통령의 동의하에 CDS 거래를 중지시킬 수 있는 권한을 부여하였다. 참고로 Peterson 입법안은 장외파생상품에 대한 규제뿐만 아니라 장내파

생상품을 포함하여 과도한 투기적 거래를 통제하기 위하여 포지션 한도를 설정하도록 하고 있다.

#### 라. “Financial System Stabilization and Reform Act of 2009”

Susan Collins 상원의원과 Michael Castle 하원의원은 의회내의 효율적인 논의를 위해 상원과 하원에 “Financial System Stabilization and Reform Act of 2009”를 각각 발의하였다.<sup>15)</sup> Collins-Castle 입법안의 주요 내용은 시스템위험을 감시하고 각 감독기관을 조율할 금융안정위원회(Financial Stability Council: FSC)를 설립하는 것과 저축기관감독청의 업무를 폐지하는 것이다. FSC의 참여기관인 SEC가 CFTC, 연방준비이사회(Federal Reserve Board: FRB) 의장의 협의하에 CDS 청산소를 지정하도록 하였다. Collins-Castle 입법안에서는 청산소가 FSC의 감독을 받도록 하였으며 결제를 충분히 담보할 수 있는 수준의 자본금을 확보하고 참여회원에게 청산기금(default fund)의 적립을 부과하도록 하였다. 또한 FSC는 거래자에게 CDS 거래정보를 5년 이상 보유하도록 함으로써 기록유지의 의무를 부담하도록 하였다.

#### 마. “New Rule of the Game”

공식적인 입법안으로 제시되어 있지는 않지만 2009년 3월 26일 하원 금융서비스위원회 청문회에서 Timothy Geithner 재무장관은 “New Rule of the Game”이라 불리는 개혁안을 발표하였다(Geithner(2009)). Geithner 재무장관은 금융규제의 포괄적인 개혁을 위하여 시스템위험 방지, 소비자 및 투자자 보호, 규제구조의 합리화, 국제적인 공조강화를 기본 개념으로 설정하였다.

개혁안은 신용구조화상품에 대한 CDS 거래를 통해 일부 보험회사가 과도하게 위험에 노출되고 은행이 거래상대방위험을 제대로 관리하지 못함으로써 금융위기가 확대되었다고 진단하였다. 대책으로는 우선 표준화된 모든 장외파생상품의 계약은 원칙적으로 CCP를 통해 청산하거나 거래소에서 거래하도록 하며, 비표준적인 형태로 청산소와 거래소 이용이 불가능한 거래는 중앙등록소에 보고하도록 하였다. 그리고 CCP와 중앙등록소에 수집된 거

---

15) 상원발의는 2009년 3월 23일, 하원발의는 2009년 3월 26일이다.

래정보를 바탕으로 거래량 및 포지션에 대한 집계 자료를 공시하고 개별 기관의 거래정보는 보안을 유지하여 감독정보로 사용하도록 하였다. 마지막으로 장외파생상품시장의 모든 참여자에게 엄격한 적격요건을 부여하고 자료기록과 보고의무를 갖도록 하였다.

### 3. 규제안의 주요 특징

G20와 미국의 여러 규제안은 신용파생상품시장의 실제 규제로 확정되지는 않은 상황이다. G20의 합의안은 여러 국가에 공통적으로 적용되다 보니 추상적인 수준에 머물고 있으며 미국의 각 입법안은 의회를 통과하지 못한 상황이다. PWG의 정책목표와 Geithner 장관의 개혁안은 아직 세부안이 발표되지 않은 상황이다. 비록 각 규제안의 내용이 최종적이라고 할 수는 없지만 신용파생상품시장에 대한 공통적인 문제의식과 해결방안을 제시하고 있다.

각 규제안은 신용파생상품시장이 서브프라임 사태로 촉발된 금융위기에 책임이 있다는 전제에 기반하고 있다. 신용파생상품의 책임을 강조하는 쪽에서는 CDS를 보험으로 간주하고 실제 신용위험의 노출이 없는 naked CDS 거래가 아닌 보험가치가 있는 거래만 허용해야 한다고 주장하고 있다(Greenberger(2009)). 그러나 전반적으로는 신용부분의 자금공급, 대출금리의 인하, 신용상태의 지표 등 신용파생상품의 순기능(Pickel(2009))을 유지하면서 필요한 시장 인프라스트럭처를 보강함으로써 감독실패의 재발을 막는 방향으로 규제를 강화하려고 하고 있다.

신용파생상품시장에 대한 공통적인 규제안은 청산소의 설립이라고 할 수 있다. 청산소의 도입은 거래체결이 장외에서 이루어지는 현재의 CDS 거래특징을 유지하면서 다자간 차감(multilateral netting)에 의한 거래상대방위험의 감소와 청산소로 집중되는 거래정보를 통한 감독능력 제고를 동시에 얻을 수 있는 방안이다. 이미 2008년부터 CME, ICE, NYSE Euronext, Eurex 등 4군데의 거래소 그룹이 CDS 청산소 설립을 준비하였다. NYSE Euronext의 자회사인 NYSE Liffe는 2008년 12월 유럽에서 유럽 CDS 지수를 대상으로 서비스를 시작하였으며 ICE의 자회사인 ICE Trust는 2009년 3월 미국에서 최초로 북미 CDS 지수를 대상으로 서비스를 시작하였다.

청산소를 둘러싼 문제는 모든 CDS 거래가 청산서비스의 대상이 되기는 어렵다는 점이다. 청산서비스는 유동성이 풍부한 딜러간 표준계약에 적용되므로 비표준적인 거래와 대고객 거래를 포함하기는 기술적으로 어렵다. Turner 보고서(FSA(2009))에 의하면 CDS 거래 중 50~75% 정도만이 청산서비스에 적합한 것으로 나타났다. 그래서 청산서비스를

보완하기 위해 제시된 것이 중앙등록소의 도입이다. 청산서비스의 대상이 되지 않거나 청산소를 이용하지 않는 계약을 중앙등록소에 의무적으로 등록하게 함으로써 비록 다자간 차감효과를 얻지는 못하지만 거래정보의 사각지대를 없애자는 것이다. DTCC의 거래정보저장소(Trade Information Warehouse: TIW)는 CDS를 비롯한 장외파생상품의 거래정보를 등록하여 후선업무(결제, 계약정보 보관 및 수정 등)를 대행하는 서비스를 제공하고 있는데 각 규제안이 주장하는 중앙등록소의 역할과 매우 유사하다. DTCC는 TIW에 축적된 자료에 근거하여 2008년 가을부터 CDS의 시장정보를 발표하고 있다.

청산소와 중앙등록소의 활용을 주장하는 규제안에서는 2가지 서비스의 사용을 강제함으로써 모든 거래정보가 청산소와 중앙등록소에 집중될 수 있도록 여건을 마련하고 감독당국이 시스템위험 방지를 목적으로 이 정보를 감독정보로 활용하도록 하였다. 이러한 유용성으로 인해 각 규제안의 세부 표현에는 차이가 있지만 공통적으로 장외파생상품 전체로 두 서비스를 확장하는 것에 대한 가능성을 열어 놓고 있다.

청산소나 중앙등록소의 이용보다 시장의 투명성 개선과 거래상대방위험 감소를 위한 강력한 조치로는 Harkin 입법안대로 모든 CDS의 거래를 거래소로 이관하는 방안이 있다. 파생상품거래소에서 CDS가 상장되면 CCP 청산은 당연히 수반되는 절차로 일견 CCP 청산소보다 근본적인 개혁으로 보이나 장내상장을 위한 규격화 요건을 모든 CDS 거래가 충족하는 것은 불가능에 가깝다고 할 수 있다. 실제로 2007년 3월 Eurex를 필두로 시카고의 주요 파생상품거래소가 CDS를 장내에 상장하였으나 참여자의 외면으로 거래규모는 미미하였다(남길남 외(2007)).

## IV. 국내 신용파생상품시장 규제 방향

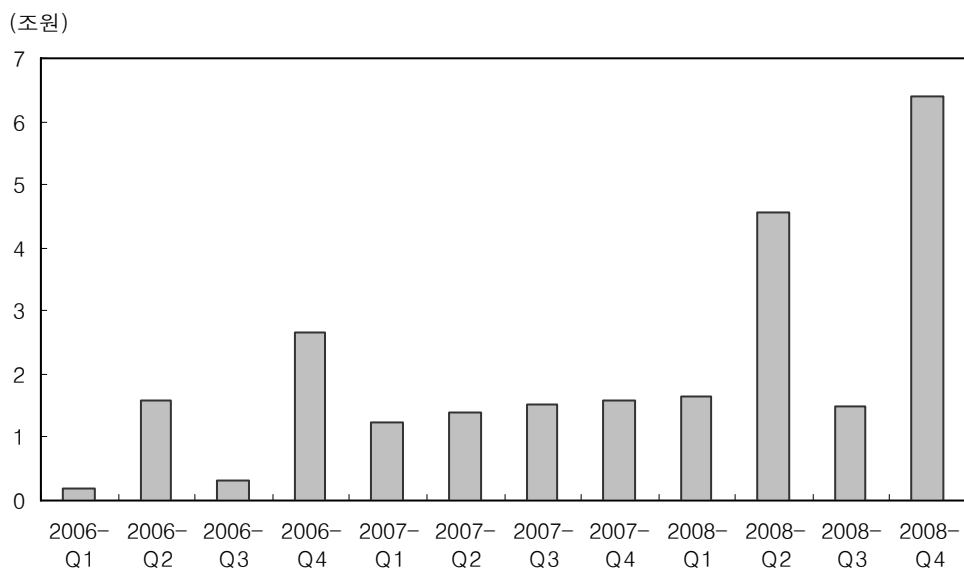
### 1. 국내 신용파생상품시장의 취약성

국제적인 신용파생상품시장에 대한 규제강화는 국내 신용파생상품시장에 대한 규제에도 상당한 영향을 미칠 것으로 예상된다. 서브프라임 금융위기를 통하여 위기극복을 위한 국제적인 공조 필요성이 확인되었기에 G20의 합의안 이행은 당연한 과제일 수 있다. 그러나 국내 신용파생상품시장의 여건이 미국이나 금융선진국과는 크게 차이가 나

므로 금융선진국의 해법을 일방적으로 수용하는 데는 문제가 클 수 있다. 국내 장외파생상품시장은 미국과 유럽시장에 비하여 상대적으로 역사가 짧으며 규모면에서도 미미한 수준이다.

문제가 된 CDS 거래는 그 동안의 까다로운 취급규제로 인해 아주 제한적으로만 이루어지고 있다. 예를 들어 국내 보험회사는 신용파생상품의 취급은 법에 의하여 금지<sup>16)</sup>되어 있다. CDS 시장의 규모도 <그림 3>에서 볼 수 있듯이 잔액은 2008년 말 현재 6.4조원으로 1년 전에 비하여 4배 이상 성장하였으나 절대 규모는 아직 크다고 볼 수 없다. CDS 시장의 상대적 규모를 파악하기 위하여 가장 보편적인 장외파생상품인 금리스왑(Interest Rate Swap: IRS)과 비교한 국내 CDS의 IRS 대비 잔액비중은 2008년 상반기에 0.15% 수준으로 BIS 자료에 근거한 세계시장의 16.07%에 비하여 아주 낮은 수치이다(<표 2> 참조).

**<그림 3> 국내 CDS 잔액 규모**



자료: 금융감독원

16) 보험업법제105조에서는 신용파생상품을 자산운용의 안정성을 크게 해할 우려가 있는 행위로 규정하여 취급을 금지하고 있다. 단, 신용파생상품이 포함된 신중외화증권에 대해서는 적격요건을 충족하면 거래를 허용하고 있다(보험업감독규정 <별표 8>).

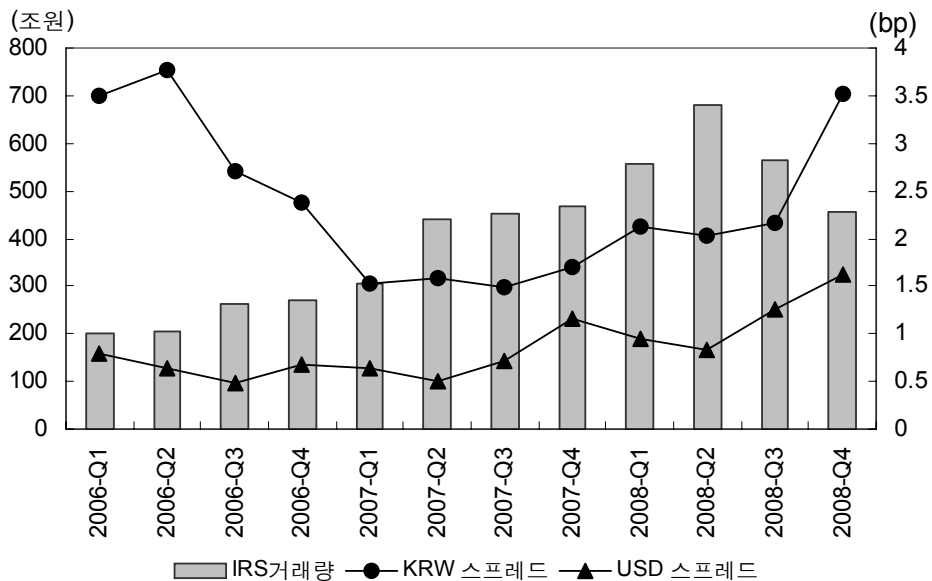
<표 2> CRS/IRS 잔액 비율 비교

	국내시장 CDS/IRS 비율	세계시장 CDS/IRS 비율
2006년 상반기	0.17%	9.80%
2006년 하반기	0.21%	12.47%
2007년 상반기	0.08%	15.64%
2007년 하반기	0.07%	18.70%
2008년 상반기	0.15%	16.07%

자료: 금융감독원, BIS

국내 장외파생상품시장의 취약성은 신용파생상품에만 국한되어 있지 않다. 서브프라임 금융위기 국면에서 장외파생상품시장의 유동성 저하는 위기의 당사자인 미국에 비하여도 스프레드가 큰 폭으로 증가한 것을 볼 수 있다(<그림 4> 참조). 이러한 유동성 하락 현상은 무엇보다 그 동안 장외파생상품시장에서 딜러로서 유동성을 공급하던 글로벌 투자은행의 상당수가 몰락하거나 재편되면서 유동성을 공급하지 못한 것이 주요 원인이 라고 하겠다. 또한 극심한 신용경색으로 거래상대방위험이 급증하면서 글로벌 투자은행에 비하여 낮은 신용등급을 갖고 있는 국내 금융회사가 적극적인 역할을 수행할 수 없었던 것도 한 원인이 되고 있다.

<그림 4> 국내 IRS 거래량 및 스프레드 추이



주 : 5년 만기 KRW IRS와 USD IRS의 스프레드(bp)는 분기별 평균  
 자료: 금융감독원, Bloomberg

## 2. 신용파생상품 청산소 도입의 국내 도입 원칙

국제적으로 제기되고 있는 신용파생상품 청산소는 이제 국내 도입을 구체적으로 검토할 시점에 이르고 있다. 이미 2008년 12월 22일 금융위원회에서 발표한 “파생상품시장 감독체계 개선방안 마련”에서는 파생상품시장에 대한 모니터링 체계 개편, 상품별·투자자별 특성에 맞는 투자자 보호체계 강화, 파생거래로 인한 금융회사의 부실화 및 시스템 위험 방지, 파생상품시장 감독기능 재정립 등 4가지 분야에 대해 추진 과제를 제시하였다. 특히 파생상품시장에 대한 모니터링 체계 개편과 금융회사의 부실화 및 시스템 위험 방지 과제를 추진하기 위해서는 관련 인프라스트럭처의 구축이 필요하다. 이는 G20와 미국의 각 규제안에서 공통으로 주장하고 있는 청산소의 도입 필요성과 일맥상통한다.

그러나 신용파생상품 청산소 도입은 감독의 효율성 증진이라는 장점에도 불구하고 일방적으로 추진되어서는 안될 것이다. 앞서 살펴보았듯이 국내시장은 미국에서와 같은 신용파생상품 감독의 실패를 겪지 않았으며, 신용파생상품의 과잉이 아니라 결핍으로 인한 문제에 더 노출되어 있다고 할 수 있다. 따라서 독자적인 원칙을 갖고서 신용파생상품 청산소를 도입하여야 할 것이다.

### 가. 원칙1: 자본시장 활력 강화

첫 번째 원칙은 신용파생상품 청산소 도입은 자본시장에 활력을 제공하는 방향으로 진행되어야 한다는 것이다. 청산소의 도입과 신용파생상품시장의 활력과는 일견 모순되어 보인다. 그러나 신용파생상품시장이야말로 그 동안 자본시장에서 금융혁신의 산실로서 신용위험의 자유로운 이전을 통해 시장에 신용을 공급하고 신용위험을 관리할 수 있도록 하였다. 따라서 시장의 활력을 극도로 위축시키는 형태의 청산소 도입은 지양되어야 할 것이다.

역사적으로 CCP를 통한 청산서비스는 규제적 요소라기보다 거래상대방위험을 효과적으로 관리할 수 있는 자본시장의 주요 인프라스트럭처로 등장하였다. 청산소의 유용성은 다자간 차감을 통한 전체 위험의 축소효과와 함께 참여기관의 신용위험을 동질적(homogenized)으로 만들고 신용위험에 대한 모니터링을 CCP에 위임함으로써 참여회원이 모니터링 비용과 신용위험의 불일치로 인한 복잡한 담보계약의 부담과 비용을 덜어

준 데 있다(Bliss 외(2006)). 국내 금융회사의 청산서비스 참여는 결과적으로 그동안 장외파생상품거래에서 문제가 된 낮은 신용등급을 보완하고 거래상대방위험의 부담에서 자유로워짐으로써 글로벌 투자은행의 재편으로 인한 힘의 공백을 대신할 수 있는 기회를 마련할 수 있다. 청산소의 도입으로 국내 금융회사가 적극적으로 시장에 유동성을 공급할 수 있게 되고 서비스의 영역이 다른 장외파생상품으로 확대된다면 청산소의 도입은 오히려 장외파생상품시장의 활력을 불어넣는 계기가 될 것이다. 이러한 효과를 극대화하기 위해서는 청산소의 도입과 운영에 서비스에 참여기관의 의사가 반영될 수 있는 제도적 장치를 마련하여야 할 것이다.

#### 나. 원칙2: 투명성 강화 및 시스템위험 방지

두 번째 원칙은 신용파생상품 청산소의 도입으로 시스템위험에 대한 효과적인 대응체계를 마련하고 시장 투명성을 획기적으로 개선할 수 있어야 한다는 것이다. 비록 국내에서는 신용파생상품과 관련되어 AIG의 실패와 같은 시스템위험이 발생하지는 않았지만 청산소 도입은 국제적인 공조체제에 동참하고 잠재적 위험에 대한 충분한 대비책으로서 역할을 하도록 해야 할 것이다. 따라서 청산소를 이용할 수 없는 비표준 거래와 대고객 거래 부분이 감독의 사각지대가 되지 않도록 중앙등록소의 도입을 함께 검토해야 할 것이다.

동시에 이들 기관에 대한 효과적인 감독체계를 구축해야 할 것이다. 신용파생상품 청산소의 경우 거래상대방위험이 집중되는 기관으로 신용사건 발생시 대규모 결제를 감당해야 하므로 이에 대한 위험관리방안의 마련이 중요하다고 하겠다. 역사적으로 CCP가 존재하는 청산소의 파산이 보고된 바는 없지만 청산소의 붕괴는 어떠한 금융회사의 파산과도 비교할 수 없을 정도로 큰 시스템위험 요인을 내포하고 있어 각별한 위험관리와 감독방안이 요구된다고 하겠다. 덧붙여서 청산소나 중앙등록소를 활용하는 거래정보의 표준화되고 전산화된 전달체계와 감독기관에 대한 보고체계 구축이 필요하다. 감독기관은 이렇게 취합되는 거래정보를 분석하고 가공할 수 있는 역량강화가 요구된다.

#### 다. 원칙3: 시장 인프라스트럭처의 질적 도약

마지막 원칙은 청산소의 도입이 시장 인프라를 획기적으로 개선할 수 있는 계기가

되어야 한다는 것이다. 청산소와 이를 보완하기 위한 중앙등록소가 제대로 작동하기 위해서는 서비스의 대상이 되는 신용파생상품 또는 기타 장외파생상품의 거래전과정이 전산화되고 업무자동화(Straight Through Processing, 이하 STP)가 이루어져야 한다. 거래를 신속히 접수하고 처리해야 하는 청산서비스에는 당연한 이야기이지만 중앙등록소의 경우에도 거래내역에 대한 보고가 전산화되기 위해서는 거래 전후단계에 걸친 STP가 달성되어야한다. 그러나 유감스럽게도 국내 장외파생상품시장의 STP 보급은 극도로 낮은 수준에 머물고 있다. 청산소와 중앙등록소의 도입은 차제에 장외파생상품거래의 거래체결단계(trade process)와 거래이후단계(post-trade process)의 후진성을 극복하고 STP를 앞당기는 계기가 되어야할 것이다.

### 3. 신용파생상품 청산소 도입 방안

#### 가. 정책 · 감독당국의 역할

국내 시장에 신용파생상품 청산소가 도입되기 위해서는 정책 · 감독당국, 사용자 그룹, 서비스 제공기관의 협력과 역할이 무엇보다 중요하다. 우선 정책 · 감독당국은 신용파생상품을 포함한 장외파생상품의 청산서비스에 대한 법적근거가 없으므로 서비스를 위해서는 별도의 법적 근거조항 마련이 필요하다. 자본시장법 제303조17)와 제378조18)에서 증권 및 장내파생상품의 청산 및 결제업무를 정의하고 있지만 장외파생상품에 대한 청산 및 결제에 대한 근거조항은 없는 상황이다. 이때 신용파생상품 이외의 장외파생상품을 대상으로 서비스가 확장되는 경우도 고려하여 청산소에 대한 설립 및 등록요건, 자본건전성, 인가 관리기준 감독방안 등이 수립되어야 할 것이다.

또한 감독당국은 서비스 참여의 의무화 수준과 서비스 참여에 따른 인센티브를 결정해야 한다. 청산서비스를 활성화하기 위한 인센티브로는 청산서비스를 이용하는 장외파생상품에 대하여 규제자본 산출시 위험가중치 부여를 면제하거나 거래상대방위험 산정

---

17) 제303조(결제업무규정)①예탁결제원은 증권등의 매매거래에 따른 결제업무를 수행을 위하여 결제업무규정을 정하여야 한다.

18) 제378조(청산기관 및 결제기관)①증권시장 및 파생상품시장에서의 매매거래에 따른 매매확인, 채무인수, 차감, 결제증권 · 결제품목 · 결제금액의 확정, 결제이행보증, 결제불이행에 따른 처리 및 결제지시업무는 청산기관으로서 거래소가 수행한다.

②파생상품시장에서의 품목인도 및 대금지급업무는 결제기관으로서 거래소가 수행한다.

의 예외를 인정하는 방안이 가능할 수 있다. 신BIS협약의 원문에서는 CCP가 거래상대방이 되는 파생상품과 증권금융거래(repo, 대차거래 등)에 대하여 신용위험 노출액을 “0”으로 산정하도록 하고 있다(BCBS(2005)). 단, 면제를 받기 위해서는 CCP가 적격요건<sup>19)</sup>을 충족해야 한다. EU 역시 규제대상인 금융회사의 자기자본요건에서 CCP에 대한 거래상대방위험을 면제하고 있다. 국내의 경우도 이와 유사한 인센티브 제공이 필요하다.

참고로 국내 특정 은행을 대상으로 청산서비스 이용시 신용위험 노출액의 면제를 부여 받았을 때, 서비스 이용에 따른 BIS비율변화를 측정하면 이용정도에 따라 0.01%에서 극단적인 경우 최대 0.1%의 상승이 가능하였다(<표 3>, <표 4> 참조). 비록 사례분석은 계약의 표준화 정도와 대고객 거래여부에 관계없이 모든 장외파생상품에 대하여 청산서비스가 가능하다고 가정하였으며, 신용위험가중자산의 측정은 표준방법<sup>20)</sup>에 근거하여 단순하게 산출하였기에 모든 은행이 동일한 효과를 나타낸다고 볼 수는 없지만 장외파생상품 청산서비스의 장점을 잘 보여주고 있다.

**<표 3> 사례분석: K은행의 장외파생상품 잔액**

(단위: 억원)

잔존만기	IRS	통화스왑	FX 선도	FX 옵션	계
1년 미만	189,651	41,153	635,458	38,209	904,472
1년~2년	177,619	33,736	12,565	25,283	249,203
2년~3년	69,801	16,170	10,602	7,443	104,016
3년~4년	37,740	15,897	4,843	220	58,700
4년~5년	41,993	4,692	812	-	47,497
5년 이상	40,649	8,382	-	-	49,031
10년 이상	10,900	-	-	-	10,900
계	568,353	120,030	664,281	71,154	1,423,818

자료: KIS채권평가(2007)

- 19) CCP의 안정성을 보장하기 위해 일일정산에 의해 충분한 담보를 확보할 수 있는 경우이다.
- 20) 표준방법에서 신용위험가중자산은 부도시 익스포전(Exposure At Default: EAD)에 적격 외부 신용평가기관이 부여한 위험가중치를 곱하여 산출한다. 사례분석에서는 장외파생상품의 EAD 산출은 기초적인 커런트 익스포져방식을 사용하였으며 거래상대방의 평균적인 위험가중치는 50%(국제신용등급 A+~A-)인 경우와 20%(국제신용등급 AAA~AA-)인 경우로 가정하였다.

**<표 4> 사례분석: 장외파생상품 청산서비스 활용에 따른 K은행 BIS 비율의 변화**

거래상대방 위험가중치	0% 활용	20% 활용	40% 활용	60% 활용	80% 활용	100% 활용
50% 경우	12.62%	12.64%	12.66%	12.68%	12.69%	12.71%
20% 경우	12.62%	12.63%	12.63%	12.64%	12.65%	12.66%

#### 나. 사용자 그룹의 역할

사용자 그룹은 신용파생상품 청산소의 설립과정에 적극적으로 참여함으로써 청산소의 설립이 시장친화적인 방향이 될 수 있도록 노력해야 한다. 청산소 설립은 시장의 거래관행이 바뀌고 시장 공동의 비용으로 인프라스트럭처가 구축되는 것이므로 개별 딜러의 이해를 넘어선 국내 장외파생상품시장의 문제점을 극복하고 시장 선진화를 위한 업계 공동의 노력이 필요하다.

업계가 자율적인 스터디 모임을 만들어 장외파생상품 청산소의 도입계획을 발표한 일본의 사례는 국내에 시사하는 바가 많다고 하겠다. 미국과 유럽에서 벌어지는 장외파생상품시장의 투명성 강화와 인프라스트럭처 구축에 자극받은 일본의 장외파생상품업계는 일본에 진출한 외국계 금융회사와 일본 금융회사 등 14개 회사와 청산·결제 관련 기관인 일본증권청산소(Japan Securities Clearing Corporations), 일본증권예탁원(Japan Securities Depository Center), 도쿄증권거래소(Tokyo Stock Exchange)와 공동으로 스터디 그룹 “Study Group on Post-Trade Processing of OTC Derivatives Trades”를 2008년 9월 결성하였다. 6개월의 연구를 통해 스터디 그룹은 2009년 3월, “Report on Improvements of Post-Trade Processing of OTC Derivatives Traded in Japan”이라는 보고서를 통해 IRS와 CDS를 대상으로 하는 청산서비스를 2010년 상반기에 시작할 것임을 발표하였다. 일본도 우리와 같이 직접적인 장외파생상품으로 인한 시스템위험 발생의 경험을 겪지 않았기에 일방적인 규제가 아닌 업계의 자율적인 도입노력이 가능하였다. 국내 장외파생상품시장의 사용자 그룹도 시장친화적인 청산서비스의 도입을 위한 자체적인 계획을 마련할 필요가 있다.

#### 다. 서비스 제공기관의 역할

서비스 제공기관은 정책·감독당국이 제시한 인가요건을 충족하는 국내에 적용이 가능한 청산서비스의 세부 운영프로세스를 마련하여야 할 것이다. 또한 서비스 구축을 위해 필요한 IT 시스템의 구축방안과 비용분담에 대한 계획도 함께 준비하여야 한다. 일본의 사례에서 참조할 수 있듯이 사용자 그룹과의 공동 연구는 새로운 서비스 도입에 따른 시행착오와 비용을 경감할 수 있을 뿐만 아니라 서비스 시행이후의 안정적인 관리에도 크게 도움이 될 것이다.

### V. 결론

서브프라임 금융위기는 전례가 없는 규모로 세계 금융시장과 실물경제에 충격을 주었다. 우수한 역사와 엄청난 자산을 보유하고 있던 금융회사의 연이은 몰락은 금융시스템에 대한 대중의 신뢰를 무너지게 만들었다. 이 과정에 대형 금융회사의 방만한 위험관리와 도덕적 해이가 드러나자 금융시스템에 대한 규제를 강화해야한다는 주장이 강력한 힘을 얻게 되었다. 특히, 신용파생상품 및 전체 장외파생상품에 대한 규제 강화는 미국뿐만 아니라 G20 정상회의의 합의문에도 반영되어 국제적인 공조가 추진되고 있다. 국내 장외파생상품시장도 더 이상 이러한 변화를 외면할 수 없는 상황이다.

그러나 규제강화의 명분이 되는 신용파생상품의 문제점 중 신용파생상품이 주택시장의 거품증가의 유발 원인이 되었다거나 거대 금융회사 몰락의 근본적인 원인이었다는 주장은 추가적인 분석이 필요한 부분으로 아직 명확한 근거를 갖지는 못하고 있다. 분명한 사실은 신용파생상품시장의 불투명성으로 감독당국이 정확한 정보를 갖고 있지 못하였으며, 그로인해 위기를 사전에 감지하지 못한 감독의 실패가 발생하였다는 것과 복잡한 계약관계로 인해 구조조정이 지연되고 있다는 것이다. 따라서 신용파생상품시장에 대한 규제방향은 시장의 투명성을 개선하고 시스템 위험의 방지에 초점을 맞추어야 할 것이다.

G20와 미국에서 본격적으로 논의되고 있는 규제안은 규제안별로 편차가 존재하지만 신용과생상품 청산소와 이를 보완할 수 있는 중앙등록소의 설립이 핵심이라고 할 수 있다. 이러한 서비스의 국내 도입은 전체 장외파생상품시장이 취약하고 신용과생상품시장은 극도로 미약한 국내의 특수한 상황을 고려하여야 한다. 무엇보다 신용과생상품 청산소의 국내 설립은 시장친화적인 설계를 통해 자본시장의 활력을 불어넣을 수 있도록 설계되어야 하며, 감독당국의 효과적인 정보취합과 분석이 가능하여 시스템위험을 방지할 수 있어야 한다. 그리고 서비스 도입으로 거래전반에 걸친 후진적 인프라스트럭처를 개선하는 계기로 삼아야 한다.

국내 금융회사는 사용자로서 서비스 도입의 논의단계에 적극적으로 참여할 필요가 있다. 일본의 사례에서 볼 수 있듯이 사용자 그룹의 참여로 도입 방향과 원칙이 결정된다면 새로운 서비스 도입에 따른 시행착오와 구축비용을 절감할 수 있을 뿐만 아니라 낮은 신용등급으로 거래에 제약을 받던 국내 금융회사가 시장에 유동성을 공급할 수 있는 계기가 마련될 수 있을 것이다.

## 참 고 문 헌

### <국내문헌>

- 금융위원회, 파생상품시장 감독체계 개선방안 마련, 보도자료, 2008 (12.22).
- 김경무·양정용·정연수, 2007, 『신용파생상품의 구조와 리스크 분석』, 새로운 제안.
- 김형태·이준희, 2000, 『신용파생상품에 관한 연구』, 한국증권연구원 연구보고서 00-02.
- 남길남·이석형·주윤신, 2008, 세계 신용파생상품시장의 혁신과 시사점, 한국증권연구원 연구보고서 08-02.
- 남길남·이종은, 2008, 유럽 청산·결제서비스시장의 변화, 한국증권연구원 『자본시장포럼』 제5권 제3호.
- 남길남·주윤신, 2007, 신용파생상품의 발달과 거래소 상장, 한국증권연구원 『자본시장포럼』 제4권 제2호.
- KIS채권평가, 2007, 『바젤II하에서 파생상품거래 관련 거래상대방 신용리스크 측정 에 관한 연구』, 금융감독원.

### <외국문헌>

- Acharya, V., Richardson, M., 2009, *Restoring financial stability*, Wiley Finance.
- AIG, 2007, Form 10-K.
- AIG, 2008, Form 10-K.
- Barclays, 2008, Counterparty risk in credit markets.
- BCBS, 2005, International convergence of capital measurement and capital standards, a revised framework, updated in November 2005
- Bliss, R.R., Steigerwald, R.S., 2006, Derivatives clearing and settlement: a comparison of central counterparties and alternatives structures, the Federal Reserve Bank of Chicago, 4Q/2006, Economic Perspectives.

CESR, 2009, The Lehman Brothers default: an assessment of the market impact, CESR/09-255, report.

CPSS, 2007, New developments in clearing and settlements for OTC derivatives, CPSS Publications No 77.

Creditflux, 2006, *Essentials*.

CRMPG, 2008, Containing systemic risk: the road to reform.

Dickinson, E., 2008, Credit default swaps: so dear to us, so dangerous, working paper, Fordham University.

Dinallo, E., 2008, Testimony before the committee on oversight and government reform, the United States House of representatives.

Dinallo, E., 2009, Testimony on American International Group: examining what went wrong, government intervention, and implications for future regulation before the committee on banking, housing and urban affairs United States Senate.

FSA, 2009, The Turner review: a regulatory response to the global banking crisis.

GAO, 2009a, Federal financial assistance: preliminary observations on assistance provided to AIG, testimony before the subcommittee on capital markets, insurance, and government sponsored enterprises, house committee on financial services.

GAO, 2009b, Systemic risk: regulatory oversight and recent initiatives to address risk posed by credit default swaps, testimony before the subcommittee on capital markets, insurance, and government sponsored enterprises, house committee on financial services.

Geithner, T.F., 2009, Statement by Timothy F. Geithner U.S. Secretary of Treasury before the committee on financial services United States House of Representatives.

Goodman, L.S., Li, S., Lucas, D.J., Zimmerman, T.A., Fabozzi, F.J., 2008, *Subprime Mortgage Credit Derivatives*, Wiley.

Greenberger, M., 2009, Memorandum on regulatory reform of credit default swaps, NCOIL.

IMF, 2009, Global financial stability report: responding to the financial crisis and measuring systemic risks.

- Jones, L., 2009, Current issues affecting the OTC derivatives market and its importance to London, City of London.
- Pickel, R., 2009, Testimony of Robert Pickel Chief Executive Officer, ISDA before the committee on banking, housing and urban affairs United States Senate.
- Polakoff, S.M., 2009, Testimony on American International Group's impact on the global economy: before, during, and after federal intervention before the subcommittee on capital markets, insurance, and government sponsored enterprises, house committee on financial services.
- Senior Supervisors Group, 2009, Observations on management of recent credit default swap credit events.
- Shadab, B.H., 2009, Guilty by association? regulating credit default swaps, *Entrepreneurial Business Law Journal*, forthcoming Fall 2009.
- Sjorstrom Jr. W.K., 2009, The AIG bailout, working paper, Northern Kentucky University.
- Study Group on Post-Trade Processing of OTC Derivatives Trades, 2009, Report on improvements of post-trade processing of OTC derivatives trades in Japan.
- Turner, L.E., 2008, Testimony on the causes and effects of the AIG bailout before the committee on oversight and government reform United States House of Representatives.
- Zingales, L., 2008, Testimony of Luigi Zingales on causes and effect of the Lehman Brothers bankruptcy before the committee on oversight and government reform United States House of Representatives.