

금융허브 기반구축을 위한 파생금융시장 활성화방안

吳龍協 · 曹琮和 · 尹德龍 · 宋源鎬
李豪振 · 李寅炯 · 陳翼





**금융허브 기반구축을 위한
파생금융시장 활성화방안**

연구보고서 06-08

금융허브 기반구축을 위한 파생금융시장 활성화방안

吳龍協 · 曹琮和 · 尹德龍 · 宋源鎬
李豪振 · 李寅炯 · 陳翼

KIEP 대외경제정책연구원



서 언

우리나라에서 금융허브를 구축하기 위해서는 파생금융상품시장의 역할이 매우 중요합니다. 이는 파생금융상품시장이 금융시장의 선진성과 국제성을 대표하는 시장일 뿐만 아니라 다른 금융업 분야에 대한 파급효과가 크기 때문입니다. 현재 우리나라의 파생금융상품시장은 급속도로 성장하고 있지만 실질적으로 시장의 안정성을 제고하거나 자금수요자에게 적절하게 위험관리되는 자금공급서비스를 제공하고 있지 못한 상황입니다.

본 연구는 이러한 문제점을 살펴보고 정책적인 대안을 모색하고자 합니다. 본 연구가 기존 연구와 차별되는 점은 금융허브정책이라는 국가경제 비전의 큰 틀에 이의 추진을 위한 시행전략으로서 파생금융상품시장의 활성화 방안을 연계하였다는 점을 들 수 있습니다. 우리나라 파생금융상품시장의 발전은 그 자체로도 국내 금융산업의 국제화, 선진화를 위한 중요한 과제이며, 국내 금융시장의 발전에서 차지하는 중요성은 더욱 높아지고 있습니다.

특히 국내 금융시장의 한 단계 도약을 위해서는 파생금융상품시장에서 획기적인 발전의 계기가 만들어져야 할 필요가 있습니다. 이를 위해서는 우선적으로 파생금융시장의 특성상 상품개발이 자유로운 시장분위기를 조성하고 투자자보호를 위한 리스크 관리방안이 제고되어야 할 것입니다.

시행방안으로서는 법적 제도적인 규제의 정비와 함께 인력의 양성 등 기본적인 정책방안 외에도 양적으로 세계 최고수준을 보이고 있는 장내파생금융상품시장에서 투자자보호 강화를 위한 다양한 신상품 개발의 필요성이 높은 것으로 보입니다. 본 연구는 증권선물거래소 시장으로 대표되는 장내시장의 발전과 장외시장의 발전

방안을 각각 살펴보고 해외선진시장 사례가 국내시장에 주는 시사점을 모색하고 있습니다. 현재 선진수준으로 도약하려고 하는 국내 금융산업의 발전 단계를 비추어 볼 때 매우 시의적절한 연구라고 판단됩니다.

본 연구가 국내 파생금융상품시장의 발전과 나아가 국내 금융산업의 전반적인 발전을 위해 정책입안을 하시는 분들 및 시장참여자 모두에게 의미있게 활용될 수 있기를 기대하는 바입니다.

2006년 12월

원장 李 景 台



국문요약

1990년대 후반에 제기되어 최근 정부와 민간에서 그 논의가 활성화되고 있는 동북아 금융허브 전략의 요지는 종래의 제조업 중심 성장전략하에서 실물지원 인프라로서의 기능에 주력했던 금융산업의 글로벌 경쟁력을 강화하여 금융산업 그 자체로 고부가가치를 창출하는 미래의 성장동력으로 발전시키자는 것이다. 또한 이를 위해 다수의 국내외 금융기관이 우리나라를 중심으로 금융거래를 하게 함으로써 우리나라를 국제금융거래에서 중심적인 역할을 담당하는 지역으로 발전시키자는 것이다. 이와 같은 금융허브 구축과정에서 또는 그 결과로 필연적으로 수반되는 국제금융거래의 확대와 자본유출입의 증대는 환율·금리·주가 등 금융시장 가격변수들의 변동성을 확대시키며 그에 따른 금융리스크의 증대를 야기한다.

파생금융상품시장의 활성화가 금융허브 구축의 기본적인 인프라로서 중요시되는 것은 기본적으로 이 시장을 통해서 각종 금융리스크를 헤지할 수 있기 때문이다. 이에 따라 우리나라의 파생금융상품시장도 괄목할 만한 성장세를 나타내었다. 장내거래 규모는 세계적인 수준으로 발전하여 주가지수 옵션은 세계 1위, 주가지수 선물은 세계 4위의 거래규모를 기록하고 있다. 그러나 우리나라의 파생금융상품시장은 미국·영국·싱가포르·홍콩 등 금융 선진국에 비하면 양과 질 모두에서 아직 뒤떨어지는 것으로 평가되고 있다. 장외거래의 경우 그 규모가 미미한 수준이어서 2006년 3월말 현재 미국의 2%, 일본의 12%, BIS 가맹국의 0.7%에 불과한 실정이다. 파생금융상품시장의 주요 성장분야인 신용파생상품이나, 환경관련 파생금융상품의 양적·질적인 수준은 매우 미미한 상황이다.

본 연구에서는 먼저 금융허브정책과 파생금융상품시장 발전간의 관계를 살펴보고 파생금융상품시장의 발전이 금융허브를 달성하는 비전에 미치는 의의를 제시하였다. 이어서 국내의 장내 파생금융상품시장과 장외 파생금융상품시장에서 개선되

어야 하는 문제점을 살펴보고 개선방안을 모색하였다. 또한 해외 사례를 통해 우리나라에 필요한 정책적인 시사점도 살펴보았다.

우리나라의 경우 주식 선물, 옵션 등 장내시장의 성장세가 괄목할 만하나, 파생금융상품시장 본연의 목적인 위험의 헤징 기능을 수행하지 못하고 투기적인 성격을 띠는 부작용을 노정하고 있다. 따라서 위험별로 상이한 성격을 지니는 보다 다양한 상품군의 개발을 통해 투자자가 원하는 위험 헤징수단을 다양하게 제공할 필요가 있으며 이를 위해서는 현재 상장된 주가지수선물 옵션인덱스 이외에 상장거래가 가능한 파생금융상품 인덱스를 보다 다양하게 개발할 필요가 있다. 또한 신용파생거래 활성화의 방안으로 국내금융기관들의 신용보장 매수자로서의 기능강화와 그를 위한 원화 CDS 시장 육성과 은행의 자기자본규제시 신용파생상품을 통한 신용위험 경감의 필요성 등을 제시하였다.

마지막으로 파생금융상품 거래는 지나치게 투기적으로 이용될 경우 금융시스템의 안정을 위협할 가능성이 있기 때문에 금융기관에 대한 감독규정이 정비되어야 한다고 지적하고, 또한 최근 관심이 높아지고 있는 신용파생상품 거래에 대한 감독기준을 정리하였다. 장외거래를 육성하기 위해서는 전문인력의 확충과 종합위험관리 시스템의 구축이 중요함을 지적하였다. 특히 장외시장의 특성상 계약에 따른 맞춤형 계약구조가 필수불가결하기 때문에 법적 위험이 상대적으로 높은 시장이라는 점을 감안하여 법적 위험의 개선방안을 중심으로 정책적 시사점을 제안하였다.

상기 서술한 정책제안이 현재 존재하는 시장에 대한 방안이라면 이와는 별도로 향후에 크게 성장할 것으로 예상되는 시장을 미리 선점하여 미래지향적인 파생금융상품시장의 허브가 되기 위한 금융분야도 미리 진출할 필요가 있다. 특히 환경분야 파생금융상품시장이 이의 대표적인 예로서 교토의정서에 따른 아시아지역에서의 탄소배출량 파생금융상품시장의 도래에 대비하여 이와 관련한 기술개발을 준비하면서 탄소배출권을 매매하는 시장의 참여준비를 서두를 필요가 있는 것으로 판단된다.



차 례

서언	5
국문요약	7
제1장 서론	17
1. 문제제기	18
2. 연구방향	20
제2장 파생금융상품시장 활성화의 필요성과 주요 과제	23
1. 파생금융상품시장의 개념과 현황	24
가. 파생금융상품의 개념과 종류	24
나. 파생금융상품시장 발전의 과정 및 배경	26
다. 파생금융상품시장 현황	27
2. 파생금융상품시장 활성화의 필요성	31
가. 동북아 금융허브 추진의 수단	31
나. 금융기관의 영업경쟁력 제고	32
다. 금융시장 발전의 선도기능	32
라. 국제금융업무 확대와 파생금융상품시장	33
마. 채권시장 활성화와 파생금융상품시장	33

3. 파생금융상품시장 활성화의 주요 과제	34
가. 장외 파생금융거래 육성방안	34
나. 신용 파생상품거래 활성화방안	35
다. 관련 규제 및 감독규정의 정비	36
라. 소결	37

제3장 장내 파생금융상품시장 41

1. 국내외 선물시장의 발달과정	42
2. 국내 장내 파생금융상품시장 현황 및 국제 비교	43
가. 국내 선물시장 현황	43
나. 기타 국제거래소와의 비교	46
다. 최근 상황	49
3. 평가	50
가. 시장효율성 측면	50
나. 위험관리수단 측면	50
다. 거래소 시스템 측면	51
라. 시장간 불균형한 발전	52
4. 정책적 고려사안	53
가. 민간금융기관	53
나. 거래소	56
다. 국내 자본시장 육성	58

제4장 장외 파생금융상품시장 I : 현황 및 전반적인 개선방향 ... 63

- 1. 장외 파생금융상품시장의 기능 및 현황 64
 - 가. 장외 파생금융상품시장의 경제적 기능 64
 - 나. 장외 파생금융상품과 장내 파생금융상품의 관계 67
 - 다. 국내 장외 파생금융상품시장 현황 74
- 2. 전반적인 장외시장의 개선방향 75
 - 가. 거래소 시장의 상품 기획력과 유동성 제고 75
 - 나. 장외시장에서의 거래 활성화 77

제5장 장외 파생금융상품시장 II : 거래 법적 위험관리방안 83

- 1. 문제제기 84
- 2. 장외 파생금융상품 거래의 특수성 87
 - 가. 국내법에서 정의된 장외 파생금융상품의 개념과 범위 87
 - 나. 비정형 파생금융상품 거래 유인 94
- 3. 장외 파생금융상품 거래 관련 법적 위험 101
 - 가. 사기 102
 - 나. 신의성실의무 103
 - 다. 금융회사의 설명의무 105
 - 라. 적합성 원칙 107
 - 마. 묵시적 계약위반 109
 - 바. 거래당사자의 권리능력 110

4. 장외 파생금융상품 거래의 법적 위험관리방안	112
가. 명확한 투자목적 설정	112
나. 투자자보호 규율 준수	113
다. 표준계약서 활용	116
5. 소결	117

제6장 주요 파생금융상품시장 발전 현황과 한국에의 시사점 121

1. 장내 파생금융상품시장	122
가. 파생금융상품	122
나. 금융선물거래소의 발전	127
다. 전체 파생금융상품 거래량 추이	131
라. 주식 관련 상품 거래동향	135
2. 장외 파생금융상품시장	146
가. 장외 파생금융상품시장	146
나. 장외 파생금융상품시장의 새로운 발전방향	148

제7장 결론 및 정책 제언

1. 주요 정책 제언	156
가. 장내 파생금융상품시장	156
나. 장외 파생금융상품시장	160
다. 해외시장 사례를 통한 정책적 시사점	163

2. 미래지향적 파생금융상품시장의 선점: 탄소배출권 파생금융상품시장	165
가. 문제제기	165
나. 탄소배출권 파생금융상품시장: 환경과 금융시장간의 결합	169
다. 동아시아 탄소배출권 시장의 선두 진입의 필요성	172
3. 결론	173
참고문헌	176
Executive Summary	179



표 차례

표 2-1. 주요 파생금융상품의 종류	25
표 2-2. 세계 장외 파생금융상품시장 현황	28
표 2-3. 우리나라 파생금융상품시장 현황	29
표 2-4. 장외 파생금융상품 잔액 국제 비교	30
표 4-1. 장외 파생금융상품 잔액 규모	75
표 5-1. 거래형태 기준에 따른 장내 파생금융상품과 장외 파생금융상품의 구분	90
표 6-1. 주요국의 주가지수선물시장 개요	126
표 6-2. 상장상품의 거래량으로 본 10대 거래소	129
표 6-3. 2006년 1/4분기 한국증권거래소 상장상품의 거래량 및 순위	129
표 6-4. 파생금융상품 거래량 증감률 추이	131
표 6-5. 선물·옵션별 파생금융상품 거래량 연도별 추이	132
표 6-6. 파생금융상품시장 거래소별 거래동향	134
표 6-7. 파생금융상품시장 상품군별 거래량 비교	135
표 6-8. 주가지수선물 상품 순위	137
표 6-9. 주가지수옵션 상품 순위	139
표 6-10. 거래소별 개별 주식선물 거래 순위	140
표 6-11. 거래소별 개별 주식옵션 거래 순위	141
표 6-12. 거래소별 채권선물	143

표 6-13. 거래소별 통화선물	144
표 6-14. 전 세계 장외 파생금융상품의 상품별 거래규모	147
표 6-15. 이자율 장외 파생금융상품의 통화별 거래규모	147
표 6-16. 세계 장외 파생금융상품시장의 일평균 거래총액과 시장점유율 ...	148
표 6-17. 파생금융상품의 종류별 거래비중 추이	150
표 6-18. 기관별 신용보장 매입	151
표 6-19. 기관별 신용보장 매도	152
표 6-20. 국내 금융기관의 신용 파생상품 계약잔액 추이(국제금융시장 거래분)	153



그림 차례

그림 2-1. 세계 신용 파생상품시장 규모 추이	28
그림 4-1. 자산가격 이동 경로	70
그림 4-2. 콜옵션과 복제 포트폴리오의 가치 변화	73
그림 6-1. 선물·옵션별 파생금융상품 거래량 연도별 월평균 추이	132
그림 6-2. 연도별·대륙별 파생금융상품 점유율	133

제1장 서론



1. 문제제기

우리나라 가계의 금융자산 보유 포트폴리오는 저금리와 고령화 현상으로 가계의 금융자산구조가 주식보유 비중이 증가하는 선진국형으로 급속하게 변모되고 있다. 개인 금융자산의 보유 구성을 살펴보면 여전히 현금 및 예금 형태가 선호되고 있으며 주식 형태는 12% 정도인 것으로 나타난다.

그러나 미국은 가계 금융자산의 44.5% 정도를 주식 형태로 보유하고 있어 우리나라의 네 배 정도에 달하고 있는 실정이다. 우리나라의 경우 저출산과 고령화에 따른 잠재성장률 하락과 저금리시대가 고착화되고 있는 상황에서 가계자산구조의 선진국형 재편은 아직 초기 단계이며 향후 점차 심화될 것으로 예상되기 때문에 현금 또는 예금 이외에 다른 고유동성 금융자산의 선호경향이 더욱 높아질 것으로 전망된다.

자본자유화 이후 현재까지 우리나라 주식시장에서 외국인투자자 비중이 급격히 증가하면서 이들이 차지하는 역할과 영향에 대한 논의가 활발히 전개되고 있으나 구조적인 리스크 감소방안이 제시되지 못하였다. 외국인의 국내 주식시장 진출 확대가 시장의 투명성과 효율성을 증진시키고 국내기업의 지배구조를 개선시킬 뿐 아니라 주주 중심의 경영원칙을 확고히 하는 데 많은 기여를 한 점은 분명하다. 반면 국내 주식시장에 진출한 외국자본 중 일부가 기업의 장기적인 가치 제고에는 관심이 없으며 단기 매매 차익만을 노리는 투기자본으로 산업자본 공급의 순기능을 수행하지 못한다는 비판도 제기되고 있는 실정이다.

국내 위험자산 선호 경향이 증대되고 있고 국내의 주식시장의 연계성 증가와 해외자본의 국내투자가 증가하고 있음에도 이에 따른 투자위험 헤지를 위한 구조적인 방안이 제시되지 못하고 있는 것이 현실이다. 특히 금융시장의 국제화에 따른 다국적 자본의 투자에 의한 주식시장의 국제적 동조화 리스크가 증가하여 리스크

의 헤지수단으로 국제적으로 파생금융상품시장이 급성장하고 있고 한국에서도 파생금융상품시장이 외형적으로 엄청난 성장세를 보이고 있음에도 다양한 헤지수단을 제공하지는 못하고 있는 것이다.

우리나라 파생금융상품시장도 2005년 연간 거래규모가 38조 달러로 전년대비 44% 증가하고 2001년 이후 7.6배 증가하였다. 하지만 이에는 장내 주가지수선물 옵션거래의 증가에 기인한 점이 높으며 특히 장내외 파생금융상품간의 불균형이 심한 상황이다. 2006년 3월 말 현재 국내금융기관의 장외 파생금융상품잔액은 약 2조 달러로, BIS 가맹국 전체 잔액의 0.7%에 불과하며 미국의 2%, 그리고 일본의 12%에 그치는 수준이다. 특히 신용파생상품의 비중은 0.2% 미만으로 선진금융시장에서 최대의 성장세를 보이고 있는 첨단분야에서 국내에서는 다른 파생금융상품에 비해 성장속도가 매우 느리게 나타나고 있다. 또한 파생금융상품시장에서 기술적 집약도가 높은 상품디자인부문에서 외국인 의존도가 높음으로써 수익성 부문에서 외국계 증권사에 비해 국내 증권사가 낮게 나타나고 있는 것이 현실이다. 즉 최근 들어 ELS, ELW 등 주식 연계 장외 파생금융상품의 거래규모가 크게 증가하고 있으나, 아직 국내 증권회사들의 상품설계와 리스크 관리능력이 외국계 금융기관에 비해 많이 부족한 것이다.

금융감독당국의 파생금융상품시장 감독방향은 국내 파생금융상품시장의 균형적인 발전을 위하여 관련 제도를 정비하고 자본시장의 선진화를 위해 부가가치가 높은 장외 파생금융상품시장의 성장이 꼭 필요한 만큼, 금융기관들이 창의적인 파생금융상품을 자유롭게 개발할 수 있는 환경을 조성하는 것이다. 현재 정부가 추진 중인 자본시장통합법에도 이를 충분히 반영하는 노력이 진행되고 있는 만큼 금융상품의 종류를 다양화하고 금융투자회사의 업무범위를 확대시킴으로써 앞으로 새로운 구조의 파생금융상품 개발이 보다 활발하게 이루어질 것으로 기대된다.

그러나 대부분의 파생금융상품은 레버리지(leverage)가 매우 높으므로, 적절한

리스크 관리가 뒤따라주지 못할 경우 해당 금융기관뿐만 아니라 금융시장 전체에 위협요소로 작용할 수 있는데다 신용파생상품, 파생결합증권 등 다양한 종류의 파생금융상품이 시장에 출현하고 있어, 새로운 형태의 리스크에 대한 대비가 필요하다. 이에 감독당국은 파생금융상품 관련 감독 기준을 국제적 수준으로 정비해 금융기관의 리스크 관리와 내부통제에 대한 감독을 강화하겠다는 의지를 보이고 있다. 또한 파생금융상품 투자자보호 강화를 통해 파생금융상품시장의 건전한 발전을 위한 영업활동은 적극 지원하되, 투자자 권익 보호와 시장질서 유지를 위하여 변칙적이고 불법적인 파생금융상품 거래에 대한 감독과 검사를 한층 강화해나갈 계획을 세우고 있다.

파생금융상품시장 분야에서 금융 신상품 개발이 선도되고 있음을 감안하면 향후 한·미 FTA 금융서비스 협상이 타결되는 경우 국내 파생금융상품시장에의 영향이 중장기적으로 크게 나타날 것으로 전망된다.

즉 국내 파생금융상품시장은 현재 질적인 도약의 계기를 맞이하고 있는 것이다. 정부에서는 자산운용업, 채권시장, 구조조정시장 및 파생금융상품 등 4개 시장 활성화를 통해 금융국제화의 도전에 적극적으로 대응하며 새로운 성장동력을 창출하고자 하고 있다. 이에 현재 정부가 추진하고 있는 금융허브 구축을 위한 네 가지 중점사업 가운데 하나인 파생금융시장의 활성화를 통해 금융허브 건설에 기여하며 새로운 성장동력을 제공하지는 정책은 시의적절하며 꼭 이루어내야 할 정책과제인 것으로 판단된다.

2. 연구방향

본 연구에서 다룰 주요 내용은 다음과 같다. 먼저 금융허브 비전을 달성하기 위해 파생금융상품시장이 발전되어야 하는 이유를 살펴보고, 파생금융상품시장의 질적 향상을 위한 상장지수펀드(ETF) 등 시장 내부적인 시스템의 획기적인 개선방향

을 살펴보고, 상대적으로 취약한 장외 파생금융상품시장의 활성화를 위한 제도적인 개선방안을 모색하고 선진국 사례를 조사하여 추가적인 정책적 시사점을 도출하고자 한다.

또한 금융시장 발전이 첨단에 있는 선진국, 특히 미국과 영국 등의 기존 연구자료를 이용하여 파생금융상품과 주식시장과 상호 영향에 대한 분석을 시도하며 효율성 제고를 위한 시사점을 도출하고 세계 금융시장을 선도하는 선진국들에서 시행되고 있는 파생금융상품시장의 활성화 조치와 안정을 위한 제도적 장치 및 제반 규제를 검토하여 분석한다.

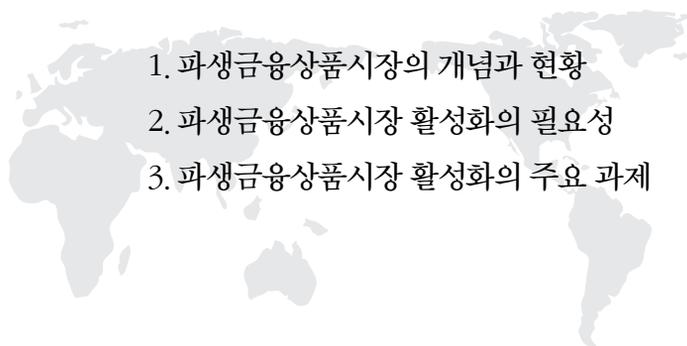
본 연구는 직접금융시장이 발달한 나라에서 주식시장의 변동성에 대한 위험기피(헤지)로서 파생금융상품의 역할을 실증분석 자료를 통해 부각하여 금융허브 달성을 위한 정책목표라는 전제하에 국내 파생금융상품시장의 역할에 대한 이해를 제고하고 파생금융상품시장 활성화를 통하여 주식시장의 효율성을 제고하기 위한 정책방안을 시장적·제도적 측면에서 제시한다는 점에서 기존 연구와 차별된다.

각 장의 주요 내용은 다음과 같다. 제2장에서는 금융허브 실현을 위한 파생금융시장의 의의와 금융허브 관점에서 국내 파생금융시장을 평가하고 정책과제를 제시한다. 제3장에서는 주식시장에서 상장지수펀드 다양화 등의 내용으로 국내 파생금융시장의 선진화를 위한 과제를 제시하고 이를 달성하기 위한 방안을 제안한다. 제4장과 제5장에서는 상대적으로 발전이 낙후되어 있으면서 시장위험은 더욱 큰 것으로 평가되는 장외 파생금융상품시장 활성화를 위한 제반요건을 점검하고 정책방향을 제시한다. 먼저 제4장에서는 국내 장외 파생금융상품시장을 개략적으로 살펴보고 전반적인 장외시장 발전을 위한 개선방향을 모색한 후, 제5장에서 장외 파생금융상품시장에서 최근 문제점이 크게 노정된 법적 위험의 개선방향을 중심으로 정책적 제안사항을 제시한다. 제6장에서는 주요 선진시장 사례와 국내시장에의 정책적 시사점을 도출한다. 결론에서는 앞의 연구에서 제시된 내용을 토대로 하여 동북아 금융허브를 위한 파생금융시장의 목표 선정과 정책 제안을 종합적으로 제시

한다. 또한 아직 국내에는 도입되지 않은 시장이나 선진시장을 중심으로 발전단계에 있으며, 향후 중요한 시장으로 등장할 것으로 전망되는 탄소배출권 파생금융상품시장의 선점 의의에 대해서도 논의한다.

제2장

파생금융상품시장 활성화의 필요성과 주요 과제



1. 파생금융상품시장의 개념과 현황
2. 파생금융상품시장 활성화의 필요성
3. 파생금융상품시장 활성화의 주요 과제

1. 파생금융상품시장의 개념과 현황

한국을 동북아의 금융허브로 발전시키자는 논의가 점차 구체화되고 있다. 2003년 12월 제32차 국정과제회의에서 동북아 금융허브 추진전략을 마련했던 정부는 2005년 6월 제1차 금융허브회의를 통해 그 전략을 재검토·보완하였다. 1990년대 후반 이후 제기되던 민간차원의 금융허브 구축 논의도 활발하게 계속되고 있다.

금융허브 전략의 요지는 종래의 제조업 중심 성장전략하에서 실물지원 인프라로서의 기능에 주력했던 금융산업의 글로벌 경쟁력을 키워서 금융산업을 그 자체로서 고부가가치를 창출하는 미래의 성장동력으로 발전시키자는 것이며, 이를 위해 다수의 국내외 금융기관이 우리나라를 중심으로 금융거래를 하게 함으로써 우리나라를 국제금융거래에서 중심적인 역할을 담당하는 지역으로 발전시키자는 것이다.

그런데 금융허브 구축 과정에서 또는 그 결과로 여러 가지 금융리스크의 확대가 불가피해진다. 먼저 국제금융거래 확대는 외환리스크 확대를 수반한다. 또한 자본유출입 증대로 금리와 주가의 변동성이 확대되는 데 따른 금융리스크 증대도 불가피하다. 따라서 증대되는 금융리스크를 원활하게 헤지할 수 있는 장치가 마련되어야만 우리가 계획하는 동북아 금융허브로의 도약이 가능할 것이다. 파생금융상품시장의 활성화가 금융허브 구축의 기본적인 인프라로서 중요시¹⁾ 되는 것은 기본적으로 이 시장을 통해서 각종 금융리스크를 헤지할 수 있기 때문이다.

가. 파생금융상품의 개념과 종류²⁾

파생금융상품(financial derivatives)이란 그 가격이 통화, 채권, 주식 등 기초금

-
- 1) 2005년 6월의 금융허브회의에서 파생금융상품시장은 채권시장, 구조조정시장과 함께 금융허브 기반 구축의 3대 선도시장 중 하나로 채택되었다.
 - 2) 가.절과 나.절은 한국은행(2004)과 성택홍 외(2003)에 크게 의존하였다.

금융상품의 가격변동으로부터 파생되는 금융계약으로서, 계약형태에 따라 크게 선도계약(forward), 선물(futures), 스와프(swap), 옵션(option) 또는 이들이 혼합된 형태 등으로 구분된다. 또 이 계약형태들은 기초자산의 유형에 따라 통화, 금리, 주식 관련 상품으로, 거래장소에 따라 장내 및 장외 거래로 구분할 수 있다.

장내거래는 공인된 거래소에서 상장된 상품에 대한 거래로서 거래조건이 표준화되어 있으며 거래상대방의 신용도가 문제시 되지 않는다. 장외거래는 장내거래 이외의 거래로서 거래당사자간에 각각의 거래상대방에 대한 자체한도에 따라 거래되며 거래상품 및 거래조건이 표준화되어 있지 않아 탄력적이나 신용관리의 문제를 안고 있다.

표 2-1. 주요 파생금융상품의 종류

	장내거래	장외거래
통화 관련	통화선물(currency futures) 통화선물옵션(currency futures options)	선물환(forward exchange) 통화스와프(currency swaps) 통화옵션(currency options)
금리 관련	금리선물(interest rate futures) 금리선물옵션(interest rate futures options)	선도금리계약(forward rate agreements) 금리스와프(interest rate swaps) 금리옵션(interest rate options) - caps, floors, collars 스와프션(swaptions)
주식 관련	주식옵션(equity options) 주식지수선물(index futures) 주식지수옵션(index options) 주가지수선물옵션(index futures options)	주식옵션(equity options) 주식스와프(equity swaps)

자료: 한국은행(2004), 『우리나라의 금융시장』, p. 270.

선도계약과 선물은 특정한 금융상품을 미래의 일정한 시점에 사전에 정해진 가격으로 사고팔기로 약정하는 계약이다. 선도계약과 선물의 차이점은 선물은 거래내용과 거래조건을 표준화하여 정형화된 거래소를 통해 거래가 이루어지는 데 비

해 선도계약은 장외시장에서 거래 당사자간에 직접 또는 딜러나 브로커를 통해 거래가 이루어진다는 데 있다.

옵션은 기초자산을 미래의 특정 시점 또는 특정 기간 동안 특정 행사가격으로 매입(call)하거나 매각(put) 할 수 있는 권리를 사고파는 계약으로서 기초자산가격의 변화에 대해 비대칭적 손익구조(asymmetric payoffs)를 가지며 거래시점에 프리미엄을 지급한다는 점에서 선도계약이나 선물과 다르다.

스왑프는 일반적으로 두 개의 금융자산 또는 부채에서 미래의 현금흐름(cash flow)를 교환하기로 하는 계약으로서 서로 다른 통화표시 채무의 원리금 상환을 교환하기로 약정하는 통화스왑프(currency swaps)와 변동금리 채무와 고정금리 채무간의 이자 지급을 교환하기로 약정하는 금리스왑프(interest rate swaps)로 구분된다.

신용파생상품(credit derivatives)은 어느 한 시장참여자(보장매입자, protection buyer)가 준거자산(reference asset)의 신용위험(credit risk)을 하나 또는 다수의 거래상대방(보장매도자, protection seller)에게 이전하는 계약을 말한다. 즉 채권이나 대출금처럼 차주의 신용에 따라 가치가 변동하는 기초자산에서 신용위험을 분리한 뒤, 이를 다른 거래상대방에게 이전하고 그 대가로 수수료를 지급하는 상품이다.

나. 파생금융상품시장 발전의 과정 및 배경

파생금융상품 거래가 본격화된 것은 1970년대 초 국제통화제도가 종전의 브레턴 우즈 고정환율제도로부터 변동환율제로 이행한 이후이다. 변동환율제도의 채택으로 주요국 통화의 환율변동성이 증대됨에 따라 그 위험을 헤지할 필요성이 커진 것이다. Milton Friedman 교수의 논문 「통화에 있어서의 선물시장의 필요성(The need for futures markets in currencies)」이 1971년 12월에 발표된 이후, 이 논문을 이론적 바탕으로 하여 1972년 시카고 상업거래소(Chicago Mercantile Exchange)에 8개

주요 통화에 대한 통화선물이 상장되었다. 이어서 1973년 주식옵션거래, 1982년 주가지수 선물, 1983년 주가지수 옵션 등이 차례로 제도화되었다. 1980년대에는 다양한 금리 관련 파생금융상품이 개발되었으며 1980년대 후반 이후에는 신용옵션, 구조화채권, 신용파생상품 등 새로운 파생금융상품이 등장하였다.

이처럼 파생금융상품시장이 빠르게 발전하게 된 배경을 수요 측면에서 보면 국제자본이동이 확대됨에 따라 금융상품의 가격변동폭이 커짐으로써 그에 수반되는 위험을 헤지할 필요성이 커졌기 때문이다. 또한 공급 측면에서도 금융선물거래소의 등장으로 파생금융상품 거래의 표준화 및 일반화가 진행되어 개인을 포함한 모든 경제주체가 쉽게 파생금융상품 거래를 할 수 있게 되었고, 정보통신기술의 급속한 발전 등에 힘입어 기초자산에 수반되는 위험의 평가, 분리, 이전이 용이해짐으로써 다양한 상품개발이 가능하게 되었기 때문이다.

다. 파생금융상품시장 현황

세계 장외 파생금융상품시장 거래 현황을 보면 2005년 말 현재 285조 달러를 기록하여 2003년 말 대비 44.5%의 증가율을 보였다. 거래상품별로는 금리 관련 거래비중이 압도적으로 커서 75.6%(2005년 말 기준)를 차지하고 있으며 그 중에서도 특히 금리스와프 거래가 가장 빠른 속도로 증가하고 있다. 거래장소별로는 장외거래 비중이 장내거래의 5배 이상에 달하는 것으로 알려져 있다.

한편 세계 신용파생상품시장 규모는 신용위험 헤지에 대한 인식이 제고되면서 매우 빠른 속도로 발전하여 영국은행연합회(British Bankers' Association)에 따르면, 2006년 말 시장규모가 20조 달러를 상회하여 불과 2년 전에 비하여 5.7배에 달하는 것으로 추정되며, 2008년에는 33조 달러에 이를 것으로 전망된다. 시장규모의 팽창과 함께 거래상품 종류도 매우 다양화되는 추세에 있다.

표 2-2. 세계 장외 파생금융상품시장 현황

(단위: 십억 달러)

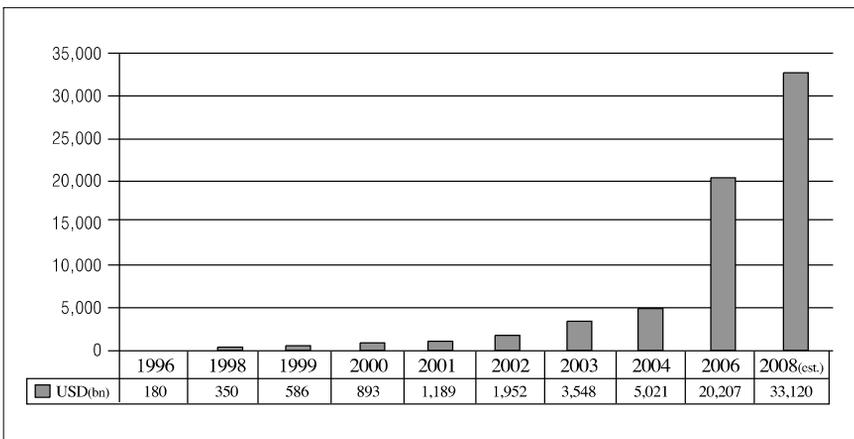
	2003년	2004년	2005년	비중
통화관련 (통화스와프)	24,475 6,371	29,289 8,223	31,609 8,501	11.1 3.0
금리관련 (금리스와프) (금리옵션)	141,991 111,209 20,012	190,502 150,631 27,082	215,237 172,869 27,885	75.6 60.7 9.8
주식 관련	3,787	4,385	5,057	1.8
기 타	26,914	27,323	32,916	11.6
합 계	197,167	251,499	284,819	100

주: 연말 명목원금 기준

자료: BIS, Derivatives Statistics. www.bis.org

그림 2-1. 세계 신용 파생상품시장 규모 추이

(단위: 십억 달러)



자료: Barrett, R. and J. Ewan(2006), BBA Credit Derivatives Report 2006, British Bankers' Association.

표 2-3. 우리나라 파생금융상품시장 현황

(단위: 십억 원)

	2003년	2004년	2005년	비중
장내거래 합계	30,289	34,735	47,536	2.8
통화 관련	2,384	6,339	10,161	0.6
통화선물	2,384	6,339	10,161	0.6
금리 관련	17,486	15,815	16,691	1.0
금리선물	15,986	15,815	16,691	1.0
주식 관련	10,419	12,580	20,683	1.2
주식선물	2,395	2,701	4,846	0.3
주식옵션	8,024	9,879	15,837	0.9
기타	-	-	-	-
장외거래 합계	991,907	1,264,545	1,678,226	97.2
통화 관련	549,544	725,301	852,966	49.4
통화선도	344,221	483,780	543,763	31.5
통화스왑프	166,006	208,423	263,951	15.3
통화옵션	39,317	33,097	45,252	2.6
금리 관련	426,150	520,861	796,384	46.1
금리선도	4,496	11,375	18,348	1.1
금리스왑프	388,972	473,696	726,023	42.1
금리옵션	32,682	35,790	52,013	3.0
주식 관련	16,213	17,227	27,582	1.6
주식스왑프	117	533	1,570	0.1
주식옵션	16,085	16,693	26,012	1.5
기 타	-	1,156	1,655	0.1
합 계	1,022,196	1,299,280	1,725,761	100

주: 연말 잔액 기준

자료: 금융감독원(2006), 『2005년 1월~12월 국내금융회사의 파생금융상품거래 현황』.

우리나라의 파생금융상품시장 규모는 2005년 말 현재 잔액 기준으로 2003년 말보다 68.8% 증대된 1,726조 원을 기록하고 있다. 거래장소별로는 장외거래가 97.2%를 차지하여 외국에 비해 높은 비중을 기록한 가운데³⁾ 특히 최근에는 금리 스와프 거래의 증대가 두드러지고 있다. 이처럼 장외거래가 빠른 속도로 증가하고 있기는 하지만 금융선진국에 비하면 그 규모가 미미한 수준이어서 2006년 3월 말 현재 미국의 2%, 일본의 12%, BIS 가맹국의 0.7%에 불과한 실정이다. 특히 비교적 신상품인 신용파생상품의 거래규모는 미국의 0.05%, 일본의 3.0%에 불과할 정도로 미미하여 향후 그 활성화의 필요성이 요구된다. 장외거래와 관련하여 또 하나의 특이점은 세계시장의 경우 금리 관련 거래잔액의 비중이 큰 데 비해 우리나라는 통화 관련 거래잔액의 비중이 높다는 점이다.

표 2-4. 장외 파생금융상품 잔액 국제 비교

(단위: 십억 달러)

	한 국	미 국	일 본	BIS
통화 관련	984	9,282	2,254	31,609
금리 관련	963	84,520	14,160	215,337
주식 관련	29	1,853	15	5057
상품 관련 기타	0.7		22	3,608
신 용	2.9	5,822	98	29,308
총 계	1,980	101,477	16,549	284,819

주: 한국은 2006년 3월 말, 미국은 2005년 12월 말, 일본은 2005년 12월 말, BIS는 2005년 6월 말 자료임.
 자료: 임상규(2006), 『2006년 1분기 국내 금융회사의 파생금융상품 거래 현황』, 금융감독원.

이는 우리나라의 금융기관들이 상대적으로 환율변동에 따르는 위험을 헤지하기 위한 파생금융상품 거래에 주력하고 있음을 시사한다. 한편 장내거래만 놓고 볼 경

3) 2004년 6월 말 현재 미국의 장외거래 비중은 91.5%, 일본은 61.5%이다(이상엽 2004).

우 우리나라 증권선물거래소의 거래규모는 세계 최고수준인데, 특히 주가지수 옵션은 세계 1위, 주가지수 선물은 세계 4위를 기록하고 있다.

2. 파생금융상품시장 활성화의 필요성

가. 동북아 금융허브 추진의 수단

외환위기 이후 우리나라의 금융시장은 금융중개기능과 인프라를 선진체계로 전환하고 대외신인도 개선으로 외국자본의 진출이 증대되면서 규모 면에서 급격히 성장(연평균 13%)하여 2005년 중 거래량이 2,378조 원에 달하였다. 그러나 현재 우리나라 금융시장은 주식·채권 등의 현물시장이 대종을 이루고 있으며 외환위기 이후 과도한 안전자산 선호 경향과 금융기관의 리스크 관리능력 부족에 기인하여 국채 등 특정 금융상품으로의 쏠림현상이 나타나고 있다. 다양한 상품의 부족은 금융기관의 수익성 있는 영업활동과 원활한 자금중개기능을 저해하는 등의 문제를 야기할 수 있다.

따라서 우리가 동북아 금융허브 전략을 통해서 얻고자 하는바, 금융이 그 자체로서 고부가가치를 창출하는 핵심서비스 산업이 되도록 하기 위해서는 금융산업의 질적 심화를 통해 금융이 실물부문에의 파급효과를 낳고 그것이 다시 금융수요를 증대시키는 선순환구조를 구축해야 할 것이다.

이런 맥락에서 볼 때 파생금융상품시장의 활성화는 금융시장의 리스크를 스스로 인지, 가공, 분해함으로써 새로운 영업기회를 창출하여 다양한 금융상품을 개발하고 다수의 금융기관을 유치할 수 있게 함으로써 금융허브 구축의 유용한 수단이 될 수 있다. 또한 파생금융상품시장은 리스크의 전가 및 배분, 금융시장의 유동성 증대, 거래비용 절감과 자금흐름 원활화에 유용하여 선진금융기관내에서도 가장

전문성과 부가가치가 높은 시장이라는 점에서 금융허브로 도약하기 위해 발전시켜야 할 필수적인 시장이라고 하겠다. 파생금융상품시장의 발전을 통해서 주식, 채권, 자산운용과 같은 다른 금융시장에 미치는 파급효과도 기대할 수 있다.

나. 금융기관의 영업경쟁력 제고

파생금융상품은 비교적 소액의 증거금만으로 거래가 가능하며 수익률이 높기 때문에 위험을 감수하면서 높은 투자수익을 추구하는 투자자에게 투자수단을 제공함으로써 금융상품의 수요를 증대하게 된다. 또한 금융기관의 입장에서는 국제금융시장에서 자금을 조달할 때 직접거래보다는 파생금융상품과 연계된 방식을 사용함으로써 자금조달비용을 낮추고 운용수익을 증대시킬 수 있다는 장점이 있다. 금융기관의 수익창출은 금융부문에서의 고용창출과 신규진입을 가져오게 되고, 이에 따른 경쟁의 심화는 금융산업 전반의 경쟁력 제고로 귀결될 수 있다.

다. 금융시장 발전의 선도기능

파생금융시장의 발달은 금융산업의 시장개발과 규제 완화 및 신상품 개발을 촉진하고, 다른 금융상품시장과의 연계 강화를 통해서 금융산업 전체의 발전을 이끄는 선도적 기능을 담당할 수 있다. 예를 들어 미국 시카고 선물시장의 국제선물거래(1977)가 뉴욕의 채권시장 활성화에 기여한 것으로 평가되며, 일본 도쿄증권거래소의 국제선물거래(1985)가 도쿄 채권시장을 세계 제2위의 채권시장으로 발전시키는 요인으로 작용한 바 있다.

파생금융상품 거래 활성화가 연계된 금융상품시장의 발전을 유발한 예는 우리나라에서도 찾아볼 수 있는데, 1998년 국제선물거래 개시 후 국제유통시장의 거래 규모가 크게 늘어난 바 있으며, KOSPI 200 지수 선물 및 옵션 시장의 활성화가

주가지수 연동 신상품의 개발을 촉진시킨 바 있다. 따라서 국내 금융시장의 선진화를 도모하고 은행, 증권, 보험 등 뒤떨어진 부문의 선진화를 위해서도 파생금융상품시장을 적극적으로 육성할 필요가 있다고 하겠다.

라. 국제금융업무 확대와 파생금융상품시장

금융허브로의 발전은 금융기관들의 국제금융업무 확대를 유발할 것이며, 그에 따른 해외자금 도입 및 운용과 관련하여 파생금융상품시장의 활성화가 요구될 것이다. 금융기관이 외화표시자금을 국제금융시장에서 조달하여 국내기업에 외화표시로 대출할 경우 해당 기업의 외환위험 헤지를 위해 외화·원화 파생금융상품 거래수요가 증대하게 된다. 또한 금융기관이 외화표시 자금을 조달하여 원화표시로 대출할 경우에는 해당 금융기관의 외환위험 헤지를 위한 파생금융상품 거래가 늘어나게 될 것이다.

한편 금융허브로의 발전으로 우리나라에서 비거주자와 비거주자 사이 또는 거주자와 비거주자 사이의 금융거래가 확대될 것이다. 비거주자와 비거주자 사이의 금융거래는 주로 달러, 유로, 엔 등 주요 외국통화표시로 이루어질 것이기 때문에 이와 관련된 파생금융상품 수요도 외화와 외화 사이의 상품을 중심으로 나타날 것이다. 이러한 상품의 거래는 대체로 주요 통화의 외환파생상품 거래가 활발한 국제금융센터에서 이루어질 가능성이 크다. 그러나 국내 금융기관이 국내에서 원화표시 자금을 조달하여 비거주자에게 공급할 경우에는 그에 따른 외환리스크 헤지를 국내 파생금융상품시장(예컨대 원·달러 선물 또는 원·달러 옵션)에 의존하게 될 것이다.

마. 채권시장 활성화와 파생금융상품시장

채권의 유통시장 활성화에 따라 직간접적으로 파생금융상품에 대한 수요가 증

대될 것이다. 우선 외국인의 국내채권에 대한 투자가 증대되고 그에 따라 관련된 외환위험을 헤지하기 위한 외환파생상품 거래수요가 늘어날 것이다. 또한 채권시장의 활성화에 따라 국고채 수익률을 중심으로 위험 및 기간별로 금리체계가 확립되고 지표금리가 형성됨에 따라 선물환, 통화스왑 등을 포함한 외환파생상품 가격이 객관적으로 결정될 수 있을 것이다. 그 결과 다양한 외환파생상품 및 금융공학상품이 개발되어 그에 대한 활발한 수요가 예상된다.

3. 파생금융상품시장 활성화의 주요 과제

가. 장외 파생금융거래 육성방안

외환위기 이후 급진전된 외환·자본 시장의 개방과 그에 따른 외국환 거래의 급증으로 우리나라 금융기관과 기업의 파생금융상품 거래는 양적으로 급팽창하고 종류도 다양화되었다. 그러나 금융선진국인 미국·영국·싱가포르 등의 파생금융상품시장에 비해서는 낙후되어 있어서 금융허브 구축과 금융산업 선진화를 달성하기 위해서는 파생금융거래의 대중을 차지하는 장외 파생금융상품 거래를 중심으로 그 활성화의 필요성이 크다고 하겠다.

이원준(2003)은 향후 국내기업들이 장외 파생금융 거래를 적절히 활용하여 다양한 재무관리상의 목적을 달성하고 이시장을 건전 육성하기 위한 다각적인 방안이 강구되어야 한다고 보고 다음과 같은 몇 가지 과제를 제시하였다. 우선 장외 파생금융 거래는 상품구조의 복잡성 및 내재 리스크 파악 등의 어려움으로 고도의 전문지식과 경험을 겸비한 전문인력이 요구되므로 이를 충족시키기 위한 인력기반 구축이 긴요하다고 지적하였다. 이를 위해 우선 기관별 능력에 맞는 파생금융 거래부터 시작하여 점진적으로 확대해나가되 국제금융전문가를 적극 영입하거나 연수

등을 통해 전문가 육성 노력을 강화할 필요가 있다고 한다. 다음으로 상품구조의 복잡성 등 파생금융 거래의 특수성에 기인하여 일부 소수 전문가에 의해 거래가 결정될 경우 조직 전체로 위험이 확대될 가능성이 있으므로 조직 전체 차원의 종합 위험관리시스템과 이를 통제·관리할 내부통제시스템의 구축이 필요하다고 한다. 또한 국내 파생금융 거래 시장의 양적·질적 발전을 도모하여 경쟁력을 높이기 위해서는 법적·제도적 하부구조를 지속적으로 확충해나갈 필요가 있다고 지적하였다.

한편 장외거래의 신용위험도가 높은 점을 감안하여 거래소의 상품을 다양하게 개발하여 장외거래를 장내거래로 유도할 필요성이 있다는 지적도 있다(이상엽 2004).

나. 신용 파생상품거래 활성화방안

현재 우리나라의 신용 파생상품시장은 원화표시 신용 파생상품 거래가 거의 이루어지지 않고 있는 가운데, 외국금융기관이 국내기업에 대해 보유한 달러표시 채권의 신용위험을 국내은행이나 보험회사가 프리미엄을 받고 떠안는(protection sell) 형태의 거래가 대부분을 차지하고 있다. 즉 신용 파생상품의 본래 목적인 위험헤징 차원의 보장매수(protection buy)는 드물고 투자 차원의 보장매도 위주로 이루어지고 있다. 따라서 국제금융시장의 흐름에 발맞추어 헤징목적과 투자목적의 거래를 균형되게 발전시키기 위해서는 국내금융기관들의 신용 보장매수자로서의 역할을 강화해야 할 것이다.

이를 위해 한성훈(2003)은 다음과 같은 감독규정상 유인책이 필요하다고 지적하였다. 첫째, 은행이 대차대조표상에 있는 신용위험을 떨어내기 위한 보장매수시 현행의 자기자본규제와 관련한 신용위험경감효과를 분명히 하고 그 효과를 보다 분명

히 인정해주어야 한다. 둘째, 단기매매 목적의 신용 파생상품 거래가 활성화될 수 있도록 미국이나 영국 등 선진국 감독당국과 같이 은행이 단기매매 목적으로 보유하는 신용 파생상품 거래에 관하여 신용위험경감효과를 반영해주어야 한다.

한편 최문성·우신욱(2004)은 국내 거주자간의 원화표시 신용 파생상품 거래를 활성화하기 위해서 금융기관 또는 기업이 보유하고 있는 원화 대출 채권 또는 기타 자산의 신용위험을 이전할 수 있는 원화 CDS 시장⁴⁾을 육성할 필요가 있다고 주장하였다. 그들에 따르면 국내에서 원화 CDS 시장을 중심으로 하는 신용 파생금융시장이 조성되기 위해서는 은행을 중심으로 한 신용 보장매수자와 신용도가 양호한 신용 보장매도자로서의 투자 확대가 중요하며, 관련 제도 정비 등의 추가적 여건 마련이 필요하다고 한다. 또한 원화 CDS 시장을 활성화하기 위한 방안의 하나로 은행이 신용위험을 금융상품화하여 다수의 소액투자자를 대상으로 판매하는 방안 등을 적극 검토할 필요가 있다고 한다. 더불어 2006년 말부터 시행 예정인 바젤Ⅱ의 내용과 같이 은행의 자기자본규제시 신용 파생상품을 통한 신용위험경감을 인정하게 되면 은행의 신용 보장매수 수요가 크게 증가할 것으로 예상된다.

다. 관련 규제 및 감독규정의 정비

파생금융상품 거래는 작은 증거금 또는 프리미엄만으로 그 금액의 몇 배에 달하는 위험을 부담할 수 있기 때문에 지나치게 투기적으로 이용될 경우 투자자는 막대한 손실을 입고, 자칫 금융시스템의 안정을 위협할 가능성이 있다. 또 파생금융상품 거래의 90% 이상이 장외에서 일어나는데 장외거래에 대한 감독 및 규제는

4) CDS(credit default swap: 신용파산스왑)는 기초자산에 대한 신용위험을 신용 보장매입자에서 신용 보장매도자에게 이전하는 거래로서 신용 보장매입자는 그 대가로 약정된 계약금액에 대한 수수료를 신용보장매도자에게 지급하고 계약기간 동안 기초자산에 대한 신용사건 발생시 계약금액을 지급받는 거래를 말한다. 신용파산스왑 거래는 모든 신용 파생금융 거래의 근간을 이루는 대표적인 거래로서 대부분의 신용 파생금융 거래 상품은 이 상품을 기초로 구조화되어 발행되고 있다.

매우 어려운 실정이다. 이와 같은 점을 감안하여 파생금융 거래를 실시하는 금융기관에 대한 감독규정과 규제조치가 정비되어야 한다.

특히 국내 금융기관의 신용 파생상품 거래가 증대하고 있는 점을 감안하여 금융감독원은 2006년 3월 신용 파생상품 거래에 대한 감독 기준을 시행하였는바, 그 내용은 다음과 같다. 첫째, 신용 파생상품이 정형화되지 않은 장외시장상품으로서 당사자간 계약에 따라 다양한 조건 및 내용으로 거래가 가능하므로 이 거래를 통해 신용위험이 이전된 것으로 인정받기 위한 일정 요건을 마련하였다. 예를 들면 보장매도자의 보장채무범위를 명확히 표시하고, 보장매입자의 보증수수료 미지급 등의 사유 이외에는 보장매도자의 일방적인 보장계약 취소가 불가능하게 하며, 기초자산상의 채무자가 채무를 기한내에 이행하지 않는 경우 보장매도자는 조건 없이 채무를 이행하도록 하였다. 둘째, 동일인 신용공여한도 규제 기준을 적용함에 있어 신용위험 이전 인정을 충족하는 신용 파생상품 거래에 대해서는 신용공여 상대방이 이전된 것으로 인정하였다. 예를 들어 보장매입자의 경우 기초자산상 채무자에 대한 신용공여에서 보장매도자에 대한 신용공여로 처리하도록 하였다.

이와 같은 감독 기준이 마련됨에 따라 특정 거래상대방에 신용위험이 집중되어 있는 금융기관의 경우 이 거래를 통해 용이하게 신용위험을 분산시킬 수 있는 한편, 신용 파생상품에 투자한 금융기관은 자금부담을 피하면서 대출시장에 간접적으로 참여하는 효과를 얻게 됨으로써 국내 금융회사 신용위험관리의 선진화 및 투자수단의 다양화에 기여할 수 있을 것으로 기대된다(금융감독원 2006).

라. 소결

우리나라는 외환위기 이후 환율제도를 종래의 시장평균환율제도로부터 자유변동환율제도로 변경하여 오늘에 이르고 있다. 환율변동을 일정 범위 이내로 제한했

던 제도로부터 자유변동을 허용하는 제도로 바뀔에 따라 환율변동성(volatility)이 높아진 것은 자명하다. 더욱이 외환시장에 대한 정부의 개입도 2004년 하반기 이후에는 자제되고 있는 것으로 알려져 있다. 환율변동성 증대는 환리스크가 그만큼 증대됨을 의미하며, 그에 따른 헤지의 필요성이 커진다는 것을 시사한다. 미국의 파생금융상품시장이 발전하게 된 계기도 1970년대 초 국제통화제도가 종래의 고정환율제도로부터 변동환율제도로 이행된 데 있다는 점이 상기된다.

한편 외환위기 이후에는 외국자본의 유입을 촉진하기 위한 정책들이 광범위하게 추진되었다. 채권시장과 주식시장이 완전개방되었고 1단계·2단계 외환자유화의 실시로 외환 및 자본 거래에 대한 규제는 일부 예외를 제외하고는 대부분 폐지되어 우리나라의 자본이동자유화율은 거의 선진국 수준으로 제고되었다. 최근에는 자본유출에 대한 규제도 점차 완화하고 있는 추세이다. 이와 같은 자본자유화의 결과는 외국인의 국내 주식투자 실적에 잘 나타나 있다. 국내주식시장의 외국인 지분 비중은 시가총액 기준으로 약 40%에 이르는데 이는 국제적으로도 그 예를 흔히 찾아보기 어려운 정도로 높은 수준이다. 채권시장에 대한 외국인 투자는 아직 미미한 수준이지만 점차 증대될 것으로 보인다.

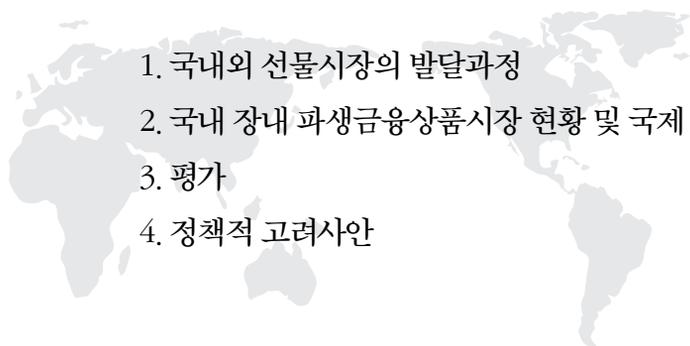
이와 같은 현상은 환율을 비롯한 주가, 금리 등 국내금융시장 가격변수의 변동성이 외국자본에 의해 더욱 증폭되고 있음을 의미한다. 따라서 환율·주가·금리 변동에 따르는 금융리스크를 헤지해야 할 필요성이 그만큼 커지고 있는 것이다. 이에 따라 우리나라의 파생금융상품시장도 괄목할 만한 성장세를 나타내었다. 장내 거래 규모는 세계적인 수준으로 발전하여 주가지수 옵션은 세계 1위, 주가지수 선물은 세계 4위의 거래규모를 기록하고 있고, 장외거래도 증대되고 있으며 비교적 신상품에 해당하는 신용 파생상품 거래도 이루어지고 있다.

그러나 우리나라의 파생금융상품시장은 미국·영국·싱가포르·홍콩 등 금융 선진국의 그것에 비하면 양과 질 양면에서 아직 뒤떨어지고 있는 것으로 평가되고

있다. 이런 상황에서 우리나라가 국제자금의 차입 및 대부에서 중심적인 역할을 담당하는 동북아 금융허브로 도약하기 위해서는 금융기관과 기업의 위험관리에 대한 인식 제고와 함께 국제금융거래 확대에 따르는 리스크의 헤지를 위해서 아직 뒤떨어진 우리나라 파생금융상품시장을 그 규모나 거래상품의 다양성, 거래구조의 선진성 등 모든 측면에서 발전시키기 위한 정책적 노력이 경주되어야 할 것이다. 이 장에서는 금융선진국에 비해 낙후된 것으로 평가되는 장외거래와 신용 파생거래를 활성화하는 방안과 그에 따르는 신용위험을 관리하기 위해 실시된 감독규정을 개략적으로 살펴보았다. 더 구체적인 정책과제는 이어지는 장에서 다루어질 것이다.

제3장

장내 파생금융상품시장



1. 국내외 선물시장의 발달과정
2. 국내 장내 파생금융상품시장 현황 및 국제 비교
3. 평가
4. 정책적 고려사안

1. 국내외 선물시장의 발달과정

1970년대 들어 브레턴우즈체제의 붕괴로 환율의 변동성이 증가함에 따라 위험 관리수단으로 파생금융상품 거래가 거래소에 처음으로 이루어지게 된다. 1971년 미국의 닉슨 대통령이 미달러의 금 태환성을 포기하면서 야기된 환율의 변동은 급기야 미국의 Chicago Mercantile Exchange(CME)의 International Monetary Market(IMM)으로 하여금 1972년 외환 선물거래를 도입하게 만들었다. 선물거래가 가져다주는 표준화, 안정성, 소매성의 장점은 그 후 많은 투자자를 참여하게 하는 요소로 작용하고, 국제적으로 금리의 변동성이 증대되면서 이자율 및 채권 관련 선물들이 거래되기 시작한다. 1975년 10월 Chicago Board of Trade(CBOT)에서 금리선물거래가 시작되고, 1976년 1월에는 미 재무부 단기채권으로 확대되었다. 또한 주식부문에서는 1973년 4월 Chicago Board Options Exchange(CBOE)에서 개별 주식을 대상으로 옵션거래가 최초로 도입되었다.

1980년대에 들어 규제 완화, 혁신 및 증권화 등에 따라 파생금융상품이 다양화되면서 사용목적이 위험회피 이외에 거래차익 획득, 자금조달조건의 개선 및 규제 회피수단 등으로 확대되었으며, 1982년 12월 필라델피아 증권거래소(PHLX)가 영국 파운드를 대상으로, 1984년 1월에는 CME가 독일 마르크를 대상으로 통화옵션을 각각 도입하였다.

1982년 2월 미국의 Kansas City Board of Trade(KCBT)에서 주가지수 선물을 최초로 도입한 후 시카고 및 뉴욕 선물거래소가 종합지수선물을 도입, 본격적인 주식 관련 파생금융상품시장이 형성되기 시작하였으며, 1983년에는 자금이동 없이 금리차이만을 결재하는 선도금리계약(FRA)이 도입되었고, 1980년대 중·후반에는 T-Bill 옵션 등 채권시장의 금리옵션과 유로달러 선물옵션 등 금리선물옵션 등이 도입되었다.

또한 1980년대에는 금리변동의 상·하한을 지정하여 위험을 회피할 수 있는 금리캡, 금리플로어, 금리칼러 등과 같은 장외 금리옵션이 개발되었고 채권과 금리파생금융상품을 결합한 혼성증권인 전환변동금리채권, 만기연장채권 등이 도입되었다.

1980년 말과 1990년대 초반부터는 각종 파생금융상품을 결합한 이색옵션 등의 복합 파생금융상품 출현과 함께 신용위험, 사건위험 등의 위험을 관리할 신용 파생금융상품이 도입되었다.

국내에서는 1987년부터 외환 및 금리 선도거래가 장외에서 허용되었으나 외환 환 관리규정상 환율, 이자율 변동에 따른 위험을 방지하거나, 차입비용 절감을 위한 거래만 허용하였다. 1996년 5월에 증권거래소가 KOSPI 200 지수를 대상으로 하는 주가지수선물을 상장시켰으며 1997년 7월에는 이 지수에 대한 주가지수 옵션이 거래되기 시작하였다. 또한 1999년 2월에는 선물거래법에 의해 설립된 특별법인으로 한국선물거래소가 개장하여 미국달러선물, CD 선물, 국채선물, 국채선물 옵션, 금선물, 미국달러옵션 등의 상품을 거래하기 시작하였다.

2. 국내 장내 파생금융상품시장 현황 및 국제 비교

가. 국내 선물시장 현황

2005년도 기준 증권선물거래소에 상장된 선물상품의 거래 현황을 살펴보면 다음과 같다.

1) 거래량

(단위: 계약 수)

	KOSPI 200 선물	KOSPI 200 옵션	3년 국채선물	미국달러 선물	스타선물	기타	계
2004년	223,329	10,126,736	29,409	8,361	N/A	839	10,347,274
2005년	176,099	10,181,533	45,073	10,711	2,657	186	10,414,018

자료: 한국증권선물거래소

2) 거래대금

(단위: 억 원)

	KOSPI 200 선물	KOSPI 200 옵션	3년 국채선물	미국달러 선물	스타선물	기타	계
2004년	119,141	5,788	32,521	4,782	N/A	115	162,346
2005년	122,337	5,656	49,564	5,485	340	47	183,142

자료: 한국증권선물거래소

3) 투자자별

(단위: %)

	기관							개인	외국인
		은행	투신	증권	선물	보험	기타		
KOSPI 200 선물	31.7	1.2	2.7	25.6	0.1	0.2	1.8	44.0	23.7
KOSPI 200 옵션	35.3	0.2	1.0	32.8	0.3	0.0	0.9	43.2	21.5
3년국채선물	85.7	35.0	10.0	19.5	16.8	1.6	2.8	4.4	9.9
미국달러선물	83.1	37.6	14.7	2.3	21.9	0.2	6.4	8.5	8.4
스타선물	92.9	-	1.5	87.0	4.4	-	-	6.5	0.6

자료: 한국증권선물거래소

4) 미결제 약정

(단위: 계약 수)

	KOSPI 200 선물	KOSPI 200 옵션	3년 국채선물	미국달러 선물	스타선물	기타	계
2004년	98,063	3,384,286	80,287	57,775	N/A	2,594	3,609,074
2005년	95,662	3,416,441	93,415	94,272	470	1,281	3,701,144

자료: 한국증권선물거래소.

5) 회전율

(단위: 회)

	KOSPI 200 선물	KOSPI 200 옵션	3년 국채선물	미국달러 선물	스타선물	기타	계
2004년	2.28	2.99	0.37	0.15	N/A	0.32	2.87
2005년	1.84	2.98	0.48	0.11	5.65	0.15	2.81

자료: 한국증권선물거래소.

6) 선물 증가의 이론가격대비 괴리율 추이

(단위: 일평균 %)

	2000년	2001년	2002년	2003년	2004년	2005년
KOSPI 200 선물	-0.65	-0.84	-0.67	-0.50	-0.43	-0.33
3년 국채선물	N/A	N/A	N/A	N/A	-0.187	-0.104

자료: 한국증권선물거래소.

나. 기타 국제거래소와의 비교

1) 거래량 기준 주요 거래소 순위

2005년 상반기	2004년	거래소	국가	일평균 계약 수(만 계약)	
				2005년 상반기	2004년 상반기
1	1	KRX	한국	899	1,131
2	2	EUREX	독일	524	453
3	3	CME	미국	430	323
4	4	EURONEXT,LIFFE	영국	346	359
5	5	CBOT	미국	293	242
6	6	CBOE	미국	178	148
7	7	ISE	미국	171	145
8	8	BOVESPA	브라질	116	94
9	10	AMEX	미국	85	85
10	12	NYSE	미국	79	64
11	11	BM&F	브라질	75	79
12	9	MEXDER	멕시코	58	84

자료: 한국증권선물거래소.

2) 주가지수 선물 상품 순위

2005년	2004년	거래소	국가	상품명	일평균 계약 수(만 계약)	
					2005년 8월	2004년 8월
1	1	CME	미국	E-Mini S&P 500	80	69
2	2	EUREX	독일	DJ Euro STOXX 50	54	49
3	3	CME	미국	E-Mini NASDAQ 100	30	31
4	4	KRX	한국	KOSPI 200	17	23
5	7	NSE	인도	S&P CNX Nifty	15	11

자료: 한국증권선물거래소.

3) 주가지수 옵션 상품 순위

2005년	2004년	거래소	국가	상품명	일평균 계약 수(만 계약)	
					2005년 8월	2004년 8월
1	1	KRX	한국	KOSPI 200 Options	965	1,043
2	2	EUREX	독일	DJ Euro STOXX 50	36	29
3	6	TAIFEX	대만	TAIEX Options	29	17
4	4	CBOE	미국	ETF	28	22
5	7	CBOE	미국	S&P 500 Index Options	26	19

자료: 한국증권선물거래소.

4) 채권선물 상품 순위

2005년	2004년	거래소	국가	상품명	일평균 계약 수(만 계약)	
					2005년 8월	2004년 8월
1	1	EUREX	독일	EURO-BUND	123	91
2	2	CBOT	미국	10Year T-Note	89	76
3	3	EUREX	독일	EURO-BOBL	63	64
4	4	EUREX	독일	EURO-SCHATZ	54	50
5	5	CBOT	미국	5Year T-Note	51	41
6	6	CBOT	미국	30Year T-Bond	36	28
7	7	SFE	호주	3Year T-Bond	10	9
8	10	CBOT	미국	2Year T-Notes	8	3
9	8	EURONEXT	영국	Long Gilt	6	5
10	13	KRX	한국	KTB	4	3

자료: 한국증권선물거래소.

5) 통화선물 상품 순위

2005년	2004년	거래소	국가	상품명	일평균 계약 수(천 계약)	
					2005년 8월	2004년 8월
1	2	CME	미국	EURO FX	137.0	73.6
2	1	BM&F	브라질	US DOLLAR	132.0	93.3
3	4	CME	미국	JAPANESE YEN	45.9	25.7
4	3	ROFEX	멕시코	US DOLLAR	42.1	27.1
5	5	CME	미국	CANADIAN DOLLAR	28.8	19.6
6	6	CME	미국	SWISS FRANC	27.7	17.1
7	7	CME	미국	BRITISH POUND	26.9	14.2
8	9	CME	미국	AUSTRALIAN DOLLAR	16.9	9.7
9	8	CME	미국	MEXICAN PESO	13.6	12.0
10	11	MEXDER	멕시코	US DOLLAR	11.4	1.8
11	10	KRX	한국	US DOLLAR	10.7	8.3

자료: 한국증권선물거래소

6) 세계 10대 상품

2005년	2004년	거래소	상품군	상품명	일평균 계약 수(만 계약)	
					2005년 8월	2004년 8월
1	1	KRX	지수	KOSPI200	877	1,104
2	2	CME	금리	3 MTH EURODOLLAR	170	115
3	3	EUREX	금리	EURO-BUND	134	98
4	5	CBOT	금리	10 YR T-NOTES	93	78
5	6	CME	지수	E MIN S&P500	82	70
6	9	CME	금리	3 MTH EURODOLLAR	76	54
7	8	EURONEXT	금리	3 MTH EURIBOR	70	69
8	7	EUREX	금리	EURO-BOBL	69	69
9	10	EUREX	금리	EURO-SCHATZ	59	54
10	11	EUREX	지수	DJ EURO STOXX50	56	51

자료: 한국증권선물거래소

다. 최근 상황

2006년 1/4분기 중 국내 금융회사의 파생금융상품 거래규모(명목 계약금액 기준)는 1경 2,907조 원으로 전년동기대비 6,236조 원(93.5%) 증가한 것으로 나타났다. 이 중 대부분이 장내거래로 장내거래규모는 1경 1,829조 원 및 장외거래규모는 1,078조 원으로 압도적인 차이는 나타내고 있다.

3. 평가

가. 시장효율성 측면

선도계약 거래(forward contract transaction)는 미래 현물가격에 대한 기댓값을 반영한다는 의미에서 시장 참가자들이 보유하고 있는 모든 정보가 반영된 효율적 가격 형성에 도움을 주고 궁극적으로는 자원의 경제적 배분에 도움을 준다. 거래소 위주의 선물계약 거래(futures contract transaction)가 일반화되기 전의 선도계약 거래는 장외에서 중개 금융기관들에 의해 선도가격이 결정되고 거래되었던 반면에 모든 호가정보가 중앙화된 거래소에서의 선물계약 거래로부터 형성되는 가격은 시장 참가자들로 하여금 보다 정확한 가격을 발견(price discovery)하는 데 도움을 준다.

초기의 증권거래소에서는 주가지수 선물시장 가격 형성의 효율성 유지를 위해 지속적으로 가격제한폭 완화를 추진하여 선물시장의 가격제한폭을 5%에서 10%로 확대하였으며, 옵션시장의 호가한도가격도 10%에서 15%로 확대하였다.

재정거래 소진 원칙에 의해 결정되는 이론가와의 괴리가 적어도 국내 지수선물 시장에서 진행되어져 왔다는 사실은 현 선물간의 프로그램 매매에 의한 차익거래가 활발히 진행되어져 왔고 재정거래를 집행하는 데 있어서의 공매와 같은 제약조건이 완화되어져 왔다는 점을 의미한다.

나. 위험관리수단 측면

국내 선물시장이 세계적인 규모를 구축했다고 하는 것은 정량적인 측면에서는 맞는 말이나 거래규모의 대부분이 지수옵션에 집중되어 있고 또한 지수옵션 계약의 회전율이 3에 가까운 현상은 대부분의 거래가 개인 및 기관의 단기 투기성 거

래임을 입증하고 있어 왜곡의 소지가 있음을 알 수 있다.

물론 이러한 투기적인 거래로 인해 지수 선물 및 옵션 시장에 풍부한 유동성을 공급하고 있다는 점은 긍정적인 요인으로 작용하고 있음을 또한 부정할 수는 없다. 이러한 유동성이 뒷받침되어 지수와 연동된 조건부 상품들을 발행하고 헤지할 수 있는 환경을 제공한 점은 긍정적인 측면이다.

또한 주식시장에서의 투자가 개인들의 직접투자보다는 운용사들을 통한 간접투자 형태로 진행되어가는 과정에서 주가지수 선물은 주식시장의 체계적 위험을 관리하는 수단을 제공하여 운용사들의 위험관리에 대한 비용 및 부담을 완화시켜주는 역할을 하고 있다.

그러나 주가지수 외의 기초자산인 금리 및 외환의 장내거래는 미미한 편이다. 전 세계적으로 외환의 경우는 장내보다는 장외 거래가 많으나 금리 및 채권의 경우에는 장내거래가 더 많다. 세계 10대 거래소 파생금융상품의 대부분이 금리 관련 상품임을 알 수 있다.

국내에서는 최근에 들어서야 3년 국채선물을 중심으로 기관투자수요가 확대되어 현선연계거래 및 포지션거래가 증가함을 알 수 있어 성숙된 기관중심시장으로 자리 잡아가고 있음을 알 수 있다. 외환의 경우도 미국달러선물을 중심으로 거래가 실수요자 중심으로 늘어나며 위험관리라는 선물시장 본연의 목적에 충실한 시장으로 자리매김하고 있다.

다. 거래소 시스템 측면

거래소의 결제이행능력은 시장 개설 후 단 한 번도 결제불이행에 대한 신뢰를 잃은 적이 없이 잘 운용되어져 왔다. 이는 시장의 신뢰를 구축하는 데 가장 기본적인 요소를 잘 지키고 있다는 점에서 거래 활성화에 도움을 준다.

또한 circuit breakers 제도 도입으로 시장의 안정성을 높였으며 주식, 선물, 옵션 시장을 연계한 종합감리시스템을 구축하여 운영함으로써 여러 시장을 연계한 불공정거래 시도를 조기에 적출하여 시장의 투명성 및 신뢰성을 제고하였다.

규제 및 진입장벽 측면에서는 1998년 5월, 외국인의 투자한도를 전면 폐지하였으며, 주가지수 선물 도입 당시 3천만 원이던 기본예탁금을 2001년 2월에는 500만 원으로 인하하여 개인투자자들의 진입을 쉽게 하였으나, 지수선물시장이 지나치게 투기 과열화된다는 지적에 다시 1,500만 원으로 정해졌다.

또한 선물과 옵션 시장에 시장가호가, 조건부지정가호가 및 최유리지정가호가를 도입하여 주문유형을 다양화함으로써 투자자의 다양한 수요에 부응하였다.

라. 시장간 불균형한 발전

국내 파생금융상품시장은 압도적으로 장내주가옵션 위주의 불균형적인 성장을 보여주고 있고 이는 대부분이 투기적 및 차익거래형태의 거래로 경제적 위험관리 거래형태와는 거리가 먼 투자행태를 반영하고 있다. 반면에 기관 중심의 이자율, 환율 및 신용을 기초로 하는 장외 파생금융상품시장의 발전은 미미하여 상대적으로 고부가가치인 장외거래의 발전은 더딘 것으로 나타나고 있다. 장내거래의 활발한 거래는 앞에서 예시한 장점에도 불구하고 지나치게 투기적인 양상으로 발전하고 있어 향후 균형 잡힌 투자행태의 정착을 유도할 수 있는 시장 자정노력과 정책적 노력이 함께 병행되어야 할 필요성이 있다.

4. 정책적 고려사안

가. 민간금융기관

선도시장과 선물시장의 차이는 유동성과 거래형태의 규격화에 있다. 따라서 투자자의 목적에 따라서 각 시장의 장점과 단점이 결정된다.

미래 가격 예상에 근거한 투기가 목적일 경우에는 유동성과 현물 인수도가 필요 없는 현금결제형태의 선물시장을 선호할 것이고, 신용과 규모가 뒷받침 되어야 하는 선도계약에 대한 선호는 떨어질 것이다. 반면 위험관리를 목적으로 하는 헤지거래는 유동성보다는 베이스스 위험을 최소화해줄 수 있는 선도시장을 더 선호할 것이다. 국내 주가지수 선물시장의 급격한 팽창은 투기자들의 선호를 충족시켜줄 수 있는 시스템 및 제도적 준비가 잘 된 시장이라 할 수 있다.

따라서 선물시장은 투기자들이 제공하는 유동성과 가격발견기능이 십분 발휘되어 가격 결정의 효율성이 지속될 수 있도록 거래의 안정성과 편의성을 지속적으로 제공해야 할 것이다.

또한 금융기관들은 풍부한 선물 및 옵션 거래소 시장이 제공하는 유동성을 바탕으로 장외에서 2차 파생금융상품의 개발 및 발행, 그리고 위험관리를 통해 안정적으로 수익률을 제고시켜 시장의 다양한 위험선호도에 따른 투자욕구를 충족시켜주는 역할을 할 필요가 있다.

이러한 바탕하에서 국내 금융기관들은 지난 몇 년간 주가 및 주가지수와 연계된 ELS(Equity Linked Securities) 및 ELW(Equity Linked Warrant)를 활발하게 발행하여 보다 다양한 위험선호를 반영하는 투자욕구를 충족시켜왔고 국내 금융기관들의 수익다변화에도 큰 기여를 하였다. 국내시장에서 ELS의 발행 잔액은 2005년 1/4분기 말 5조 7,239억 원에서 2006년 1/4분기 말 9조 9,307억 원 증가하였으며,

ELW의 발행 누계액은 2005년 11월 최초 발행 후 2006년 3월까지 1조 6,716억 원을 기록하고 있다. 또한 2006년 1/4분기 중 국내 금융회사(은행, 증권)의 파생금융상품 관련 이익은 3,848억 원으로 전년동기대비 1,191억 원(44.8%) 증가 하였고, 이는 증권사의 ELS 및 ELW 등 주식 관련 파생금융상품 이익이 전년동기대비 966억 원(147.0%) 증가한 데 기인한다.

그러나 이러한 외형상의 성장에도 불구하고 아직도 민간 금융기관이 겪고 있는 몇 가지 제도적 및 시장구조적 문제점을 지적해볼 수 있다.

1) 감독 관련 사항

금융기관이 파생금융상품을 발행(write)하였을 경우, 파생금융상품의 가격변화 민감도와 같은 위험지표를 이용한 위험자산과 이에 따른 300% 규모 정도의 영업용 순자본을 보유해야 한다. 그러나 이러한 순자본비율을 강제하는 데 있어 개별 파생금융상품에 대한 명확한 위험측정기준이 경우에 따라서는 제시되지 않아 금융기관이 과도한 기회비용을 지급하는 경우가 발생할 수 있다. 예를 들어 심외가 옵션에 대한 발행에 대해서 위험산출규정이 모호하고 실제 다른 옵션이나 기초자산에 의해 헤지 포지션을 구축하고 있으나 이를 인정해주지 않고 있는 문제가 있고, 또한 서로 다양한 현선물옵션 포지션의 장부관리에 따른 netting 효과 및 이에 따른 변동성 분산효과도 감안되지 않아서 지나치게 위험관리에 대해 보수적이라는 지적이 일고 있다.

파생금융상품의 발행은 매우 큰 레버리지를 수반한다는 점에서 분명 위험한 포지션 구축이고 이에 따른 적절한 위험관리를 강제하는 것은 금융기관의 안정성, 나아가 금융시스템의 안정성을 담보하는 것이기 때문에 감독 당국의 적절한 제재와 감독이 필요한 것은 당연하다. 그러나 수익구조 및 위험구조가 단순하지 않다고 하여 일괄적인 위험 측정 및 감독의 잣대를 적용할 경우, 금융기관의 기회비용을 증

가시켜 자본이용의 효율성을 저하시킬 수 있다.

또한 현재 발행되고 있는 ELS 및 ELW에 대한 금융기관의 감독분담금 또한 일률적으로 적용되고 있다. 이에 따라 헤지자산이 존재하는 ELS 및 ELW를 전부 부채로 인식하여 감독분담금을 계산하면 지나친 감이 있을 수 있다. 또한 감독분담금의 부과가 정액금이 아닌 발행 상품의 시장가격에 비례하여 늘어나거나 줄어드는 현상이 발생하고 이에 따라서 발행 금융기관이 미래에 부담하게 될 비용이 가변적이 되어 현금 관리에 어려움을 겪을 수 있다.

2) 외국계와 가격경쟁력 비교열위

파생금융상품의 가격은 이론적으로는 주어진 가격공식 혹은 수치계산, Monte Carlo 시뮬레이션에 의해 구할 수 있다. 그러나 실제 금융시장에서는 파생금융상품의 발행과 이를 연속 헤지하는 데 수반되는 종합비용이 고려된다. 물론 이론가격의 결정원리가 파생금융상품과 기초자산의 적절한 동적 헤지의 패러다임하에서 이루어지는 점은 맥락을 같이한다. 따라서 두 가지 접근방법은 결국 같으나 실제 시장에서 헤징은 여러 가지 미묘한 차이점에 의해서 이론가격과 달라질 수 있다.

예를 들어 외국계 금융기관의 경우 주식 종목을 이용한 헤지거래시에 외수 펀드 형태로 운영되기도 하는데 펀드 운용의 경우 거래소에 지급하는 거래세가 면제되는 이점을 이용할 수 있어 헤지비용이 저렴하게 되는 데 비해 국내 금융기관은 헤지를 위한 펀드운용 운신의 폭이 좁아 상대적으로 높은 비용을 부담하고 있다. 국내 금융기관들은 이러한 사유로 대체로 50bp 정도의 가격경쟁력 열위를 추정하고 있다.

또한 장외옵션 매도, ELS의 변동성 위험에 대한 forward variance swap과 같은 장외거래에서 국내 증권사의 신용으로는 상품 발행이 불가능하기 때문에 은행을 통해 소위 말하는 신용세탁(credit washing)을 하게 되는데 이 점에서도 10~15bp의 가격경쟁력 열위가 발생한다.

이러한 문제점은 결국 외국계 금융기관과의 거래에서 발생하게 되는 과도한 비용으로, 이를 해소하기 위해서는 국내 금융기관 장외 파생금융상품 거래를 활성화시켜 불필요한 대외비용을 제거하는 방향으로의 유도가 필요한 실정이다.

나. 거래소

새로운 파생금융상품의 거래소 상장은 일반 제조업 회사의 신상품 출시와 마찬가지로 경제성을 확보해야 한다. 실제로 그 상품에 대한 경제적 수요가 있는지 그리고 거래소의 장점인 유동성을 확보할 수 있는 시장여건이 되는지에 대한 사전검증이 필요하다.

주가지수와 같은 시장 전체의 체계적 위험에 대한 위험관리 혹은 투기적 수요는 자본시장 전체에 대한 위험이 주가지수 선물과 옵션의 가격에 반영되어지기 때문에 광범위한 수요와 경제적 타당성을 갖고 있다.

또한 금리, 환율과 같이 금융기관 및 일반기업들이 직접적으로 노출되는 위험에 대해 위험관리를 할 수 있는 관련 선물 및 옵션 상품들이 성공적으로 상장되어 거래될 수 있는 여건 마련도 중요하다. 다만 금리 및 환율 관련 상품에 대한 수요는 국내에서는 적어도 1차적으로 기관 중심의 헤지 수요가 주를 이루고 있으나 충분한 유동성 공급이 제한적인 상태에 놓여 있는 실정이다.

세계적인 거래소에서 금리 관련 상품이 가장 유동성이 풍부함을 알 수 있는데 이는 뉴욕, 런던 및 프랑크푸르트가 도매시장 위주의 세계적 국제금융 중심지임을 감안할 경우, 그리고 예전부터 비교적 규제가 적어서 거래비용이 저렴한 역외시장(유로시장)이던 점을 감안하면 자연스러운 현상이라고 할 수 있다.

거래소 입장에서 신상품 개발은 기존에 거래되고 있는 금융상품과의 가격 상관성이 낮은 상품 중에서 기초자산의 유동성이 풍부하고 가격 움직임에 대한 제도적

계약이 없는 비교적 변동성이 있는 기초자산에 대한 선물 및 옵션이 성공할 확률이 높을 것이다.

국제적 거래소간의 경쟁 또한 치열해지고 있다. 거래량 기준 그리고 신상품 개발에서 국제 선물시장을 선도하던 미국의 CBOT와 CME는 1999년에 EUREX에 1위 자리를 내놓아야 했다. 이는 EURO-BUND 선물의 성공적인 상장에 기인한다. 영국의 선물거래소인 LIFFE가 독일연방채인 BUND에 대한 선물을 거래하고 있었으나, 1997년에 EUREX가 LIFFE 플로어에서의 공개호가(open outcry) 시스템 대신 전자호가시스템을 제공하면서 시장을 완전 장악하게 된다. 이는 유로화로의 화폐통합이라는 새로운 시장환경 변화에 기인하는 것으로 유로화표시 채권 발행의 증가에 따라 헤징 수요가 커지면서 비약적인 성장을 한 결과다. 물론 여기에는 화폐통합에 따른 높은 유동성 공급과 시장 참여자들이 이 계약의 이용으로 야기될 수 있는 베이스스 위험을 용인할 만한 수준으로 간주함에 기인하기도 한다.

최근에는 BUND와 다른 유로권 국채간 상관관계가 다소 낮아지는 틈을 타고 프랑스 선물시장인 MATIF의 약진이 눈여겨볼 만하다.

반면 금리선물시장에서는 EURIBOR(Euro Inter-Bank Offer Rate)가 유로화 단기금융시장에서 은행간 단기차입의 지표금리로 확고히 자리잡고 유동성 공급이 확대된 결과 EURIBOR 단기금리선물계약은 LIFFE, EUREX, MATIF에서 거래되고 있는데 계약의 80% 이상이 런던의 LIFFE에서 이루어지고 있다. LIFFE가 전통적으로 단기금리선물에 강점을 보인 여세를 모아 유로화 출범 이후 단기선물 시장에서는 꾸준히 높은 위상을 유지하고 있다.

과거의 경험상 동일한 기초자산에 대한 비슷한 선물의 등장은 성공적이지 못했다. 유로달러에 대한 선물거래는 CME, LIFFE, 싱가포르의 SGX-DT 등에서 거래되었고 동일한 기초자산을 계약 수, 만기, 인도조건 등의 차별화로 시장을 구성해 보려 했으나 실패한 경우가 많다.

국제거래소간의 관계는 상호 보완적인 경우 협력관계를 맺을 수도 있다. 즉 동일한 기초자산이라 할지라도 시간대(time zone)가 상이하기 때문에 이로 인한 차별화가 가능해진다. 따라서 지배적 선물거래소의 거래순위가 높은 선물계약을 동일한 계약조건으로 시간대가 다른 지역에 상장시켜 어느 한 지역에서의 포지션 구축을 다른 지역에서 청산할 수 있는 시스템을 구축하면 선물거래의 거래 시간을 연장시키는 효과를 가져오기 때문에 서로 보완적 이득을 취할 수 있다. 실제로 1984년 CME와 그 당시 싱가포르의 선물거래소인 SIMEX는 Mutual Offset System(MOS)를 CME의 유로달러 선물계약에 대해 체결하여 SIMEX에서 CME에서 제공되는 동일한 유로달러 선물을 제공하기 시작했고 1996년에는 SIMEX의 유로엔 선물을 제공하기도 했다.

다. 국내 자본시장 육성

국내 주식 관련 파생금융상품시장의 인프라 문제 중 가장 본질적인 문제는 파생금융상품의 기초가 되는 한국 자본시장 규모 및 성숙도와 관련된 것이다. 현재 국내에서 상장 주식 종목들을 바탕으로 한 ELS와 ELW가 성공적으로 발행되어 기초 종목들을 이용한 활발한 헤징이 일어나고 있는데, 유동성이 풍부한 주식을 제외한 경우에는 원활한 헤징을 수행하기 어려운 점이 있다. 더 나아가 실제 유통 주식 수가 적은 종목의 경우 이를 바탕으로 ELW가 발행된다면 주식거래의 대부분이 헤징거래로 단기적인 가격의 왜곡 및 인위적 변동이 가능해질 수 있는 문제가 발생하기도 한다. 2006년 개별 주식 상당 부분의 변동성이 축소되었는데, 이에 가장 큰 원인 중 하나가 ELS 헤지 트레이딩 규모에 비하여 기초자산 주식의 시가총액이 적기 때문에 유동성 제약에 따른 거래량 감소로 인한 것으로 추정되고 있는 실정이다.

파생금융상품은 자본시장내의 다양한 위험선호도를 반영한 투자욕구에 맞춤형으로 상품을 제공한다는 측면에서 매우 유용한 역할을 한다. 그리고 이러한 파생금융상품이 원활하게 발행되고 헤지될 수 있는 풍부하고 투명한 기초 자본시장의 육성은 파생금융상품시장이 성장할 수 있는 가장 기본적인 요건 중 하나다. 자본시장에의 유동성 공급은 자본시장 참여자가 개인보다는 금융기관 위주로 이루어질 때 가능하게 된다. 자본시장내에서 투자 및 운용 관련 금융기관들의 역할은 자산, 스타일 및 섹터별로 구분되는 영역들의 고유위험과 이에 해당하는 합당한 기대수익을 투자자에게 돌려주는 매우 중요한 역할을 하고 있다. 이를 위해서는 투자영역별 위험에 대한 적정한 평가를 할 수 있는 개별 금융기관의 능력과 운용결과를 적정하게 평가할 수 있는 평가기관들의 역할이 중요하다. 또한 연기금과 같이 대규모 자산과 장기투자 관점을 가진 투자주체들의 주식시장에의 참여가 국내 주식시장에서의 유동성 공급과 가격 형성의 효율화에 결정적 역할을 하기 때문에 개인보다는 기관들 위주의 전문적 투자행태가 진전되어야 한다. 이는 향후 국내 경제성장을 둔화에 따른 전박적인 수익률 저하와 인구 노령화에 따른 연기금의 장기적 성과 저하의 부작용을 막기 위해서도 국내 자본시장의 전문적 육성이 매우 필요한 실정이다.

미국의 예를 보면 자본시장의 급격한 양적 팽창과 꾸준한 성장은 1980년 중반 이후 뮤추얼펀드들의 괄목할 만한 성장과 궤를 같이한다. 이는 전문적인 운용사와 수탁, 회계, 관리 및 자문업무와 같은 전문 금융서비스를 제공하는 다양한 인프라의 구축이 뒷받침되어 이룩한 결과이기도 하다. 특히 미국의 대형 연기금 및 퇴직연금은 그들의 풍부한 자금을 자국내 주식시장에 투자함으로써 유동성 공급과 함께 안정적인 성장을 지속하고 있다.

이렇듯 미국에서 기관들이 비교적 위험한 시장이라고 여겨지는 주식시장에 꾸준하고 안정적으로 참여할 수 있게 된 계기는 전문적인 자문 및 평가자의 역할에 힘입은 바 크다. 연기금에 자문업을 하는 자문사 및 평가사가 수천 개의 뮤추얼펀

드를 정형화된 유형으로 분리하여 평가하고 관리하여 보다 객관적인 자료를 통해서 대형 연금에 맞는 위험·수익 구조를 구성할 수 있게 해줌으로써 가능하게 되었던 것이다.

이를 위해서 시장내의 정형화된 위험요소를 구분하여 이를 대표하는 지수를 만들어 서비스하고, 운용사들은 이러한 지수를 순응적으로 추종하는 인덱스 펀드를 구성하거나 아니면 능동적으로 투자하는 펀드들의 성과를 평가하는 벤치마크 지수로 역할을 하기도 한다. 일반적으로 정형화된 위험요소는 종목의 시가총액 규모와 본질가치에 비해 평가되어지는 상대평가 지표 및 순이익의 성장성을 예로 든다. 따라서 이를 대표하는 사이즈 지수 및 스타일을 표방하는 가치 및 성장지수들이 지수 전문 회사들에 의해 발표, 활용되어지고 있다. 미국에서는 대표적인 지수가 우량 산업주식을 대표하는 DJIA 지수, 대형주를 대표하는 S&P 500 지수, 소형주를 대표하는 Russell 2000 지수를 들 수 있고 이들은 각각의 영역에서 영역 고유의 위험·수익 구조를 대변하고 있는 지수로 간주할 수 있다.

지수 활용도는 펀드들의 성과 평가를 위한 벤치마크 역할, 시장 전체 혹은 특정 시장부문의 위험을 관리할 수 있게 하는 지수 선물 및 지수 옵션과 같은 파생금융상품의 기초자산 역할, 시장의 특정 위험영역을 그대로 추종하는 인덱스 펀드의 기초지수 역할, 거래소에서 주식을 사고파는 것처럼 거래될 수 있는 ETF(Exchange Traded Fund)의 기초자산 역할을 할 수 있다. 이렇듯 지수는 금융시장의 중추적인 역할을 하는 인프라로 널리 활용되고 있기 때문에 지수 전문업을 표방하는 회사들이 전문적으로 지수를 계산 및 관리하고 있다.

대표적인 기업으로는 Standard&Poors, Dow Jones, Russell, Wilshire, MSCI (Morgan Stanley Capital International) 및 FTSE(Financial Times Stock Exchange)와 같은 회사가 있다.

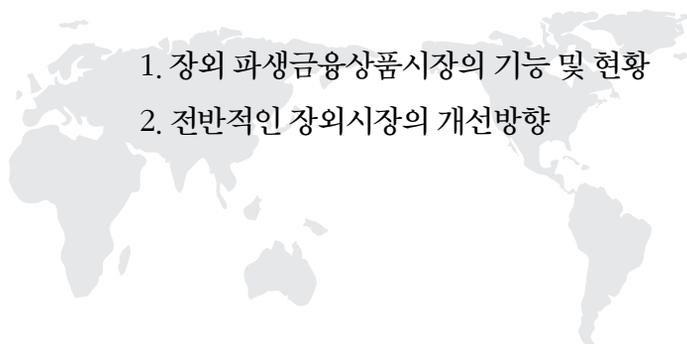
국내에서는 지수 산출을 민간기관이 맡아서 하기보다는 거래소가 직접 지수 생

성 및 관리를 하고 있다. 전체 시장을 대표하는 코스피지수, 전체 시장을 대표하면서 시장위험을 적절하게 관리하기 위해 발표한 지수 선물의 기초지수인 코스피 200 지수가 대표적이다. 그러나 거래소 지수의 경우 실제 유통되는(free-float) 주식을 반영하지 않고 있어 시장에서 요구하는 상품성 있는 지수의 조건을 완전히 충족시켜주지 못하고 있다. 또한 지수부문에서 거의 독점적 위치를 점하고 있어 투자자들의 다양한 투자욕구를 반영하는 데 효율성이 떨어지고 있다는 지적이 있다. 이를 보완하기 위해 민간부문에서도 실시간 지수 계산을 가능하게 해주어 보다 다양한 투자행태를 대표하는 지수들의 활발한 산출과 이를 바탕으로 하는 선물 혹은 옵션 상품을 유도하는 것이 장기적인 입장에서 자본시장의 성숙도를 제고시켜주는 방법이 되겠다. 또한 사이즈 및 스타일별로도 정형화된 지수의 출시를 촉진시켜 현재 운용되고 있는 펀드의 유형을 의미 있게 분류하여 보다 객관적이고 체계적인 방법으로 펀드의 성과 분석이 이루어져야 한다. 보다 체계적인 방법으로 펀드 유형과 위험·수익 구조가 밝혀진다면, 국내외 연기금이 국내 운영사로의 외부 위탁 운용도 활발하게 되어 유동성 공급과 자본시장의 기관화를 촉진시켜줄 것이다.

제4장

장외 파생금융상품시장 I :

현황 및 전반적인 개선방향



1. 장외 파생금융상품시장의 기능 및 현황
2. 전반적인 장외시장의 개선방향

본 장에서는 국내의 장외 파생금융상품시장 현황을 개략적으로 살펴보고, 이 시장에 대해 전반적인 개선방향을 모색하고자 한다. 먼저 장외 파생금융상품시장 현황을 살펴보면 다음과 같다.

1. 장외 파생금융상품시장의 기능 및 현황

가. 장외 파생금융상품시장의 경제적 기능

1) 수익률 제고

시장의 수익률이 하락할 경우 펀드관리자는 펀드의 수익률 제고를 위해 신경을 쓸 것이다. 한 가지 방법은 정크본드와 같은 고위험 고수익 상품에 투자하는 방법인데 이는 원금마저 훼손할 수 있는 위험이 있다. 파생금융상품은 비교적 낮은 위험으로 수익률을 제고시킬 수 있는 방법을 제시할 수 있다. 주식펀드와 같은 경우에는 equity swap과 quanto option을 병행하여 수익률이 높은 해외시장에 투자할 수 있으며, ‘best-of’ 옵션과 같은 경우에 투자하면 몇 개 지수 중 가장 우수한 지수의 수익률을 선택할 수 있는 옵션을 획득할 수 있다.

2) 개별화된 거래 및 포지션 확보

시장상황의 변화에 따라 이익을 취하되 손실 범위를 가능한 줄이려고 할 때 장외에서 비정형 파생금융 거래를 활용할 수 있다. 향후 특정 기초자산의 변동성이 감소할 것이라는 환경 변화가 예상된다고 하자. 이 경우 대상 기초자산에 대한 옵션을 이용한 스트레들이나 스트렝글 매도 포지션을 취할 수 있다. 그러나 이 방법은 예상이 빗나갈 경우에는 매우 큰 손실이 발생할 수 있다. 이 경우 double-barrier와 같은 구조를 발행하면 기초자산 가격이 barrier 안에서 머무를 경우에는 시

간 프리미엄과 변동성 이득을 얻을 수 있지만 하한 혹은 상한 barrier를 초과할 경우에는 옵션이 소멸되는 구조가 되어 손실을 한정시킬 수 있는 개별화된 포지션을 확보할 수 있다.

3) 구조화된 위험관리

다국적기업은 여러 나라에서 영업을 하기 때문에 다수의 환율변동에 노출되어 있다. 이 경우 개별 환율에 대한 옵션을 일일이 매입하기보다는 여러 환율에 필요한 가중치를 부여한 지수를 작성하여 이에 대한 옵션인 basket option을 구입할 경우 비용을 아낄 수 있다. 한 걸을 더 나아가 다국적 영업을 지속적으로 이루어질 경우 현금흐름이 반복적으로 발생하게 되는데 이러한 주기에 맞는 basket option을 건별로 계약하기보다는 일정 기간의 평균에 대한 옵션을 매입함으로써 비용을 절감시킬 수 있다. 이러한 의미에서는 Asian option이 효과가 있다.

국내 부동산 개발업자가 달러, 유로화, 혹은 엔화를 차입하여 국내에 투자할 경우, 사업 성격상 대규모 차입을 필요로 할 것이다. 이 경우 발생할 수 있는 위험은 원화의 가치하락이다. 만약 국내에 고율의 인플레이션이 발생할 경우 화폐가치가 폭락할 수 있는 위험이 있다. 이러한 상황에서 부동산 개발업자는 사실 소규모의 환율변동보다는 큰 폭의 환율변동으로 인한 대규모 손실에 더 큰 관심이 있을 것이다. 이런 경우 일반적인 외환옵션을 내 가격으로 구입하기보다는 digital option을 사용하는 것이 비용 및 효과 측면에서 유리하게 작용한다.

4) 프리미엄 축소 전략

마케팅 측면에서 성공적인 비정형 파생금융상품 유형은 barrier, Asian, basket 등이다. Lookback 유형의 경우는 성공적이지 못하는데, 주된 이유는 옵션 프리미엄 때문이다. 일반적으로 금융기관이나 기업의 위험관리부서는 비용센터로 인식되지

수익을 창출하는 부서가 아니라는 관점이기 때문에 프리미엄이 높은 옵션의 경우에는 비록 그 예상효과가 크다고 해도 기피대상이 된다. 이론적인 측면에서 옵션 가격은 예상수익의 현가이기 때문에 비용이 높다고 문제가 있는 것은 아니나, 실무자 입장에서는 부담스럽게 작용한다. 따라서 옵션의 소멸 조항, 포트폴리오 분산효과로 인한 변동성 감소 등과 같은 위험관리상품의 비용을 축소하는 방법을 동원한다.

5) 구조화 채권

구조화 채권(structured note)이라 함은 대부분 채권에 옵션을 섞는 경우를 말한다. 이는 채권자의 발행비용을 낮추려는 목적을 갖기도 하지만 경우에 따라서는 규제를 회피하면서 높은 수익을 얻기 위한 경우도 해당될 수 있다. 다음과 같은 역전환사채(reverse convertible) 혹은 PERCS(Preference Equity Redemption Cumulative Stock)이라는 상품을 예로 들 수 있다.

다음 조건의 채권이 발행되었다고 하자.

- 만기 3년
- 이표율 10%
- 신용등급 AAA
- 만기 시점에서 발행자는 원금 100을 지급할 수 있고 아니면 X회사의 주식 3주를 투자자에게 줄 수 있는 권리가 있다

현재 X주의 주가가 50이라고 할 경우 은행은 실질적으로 투자자로부터 X주에 대한 풋옵션을 주당 행사가 33.33에 매입한 것과 같음을 알 수 있다. 따라서 발행자는 X주가가 채권의 만기 시점에서 행사가 33.33보다 떨어지게 되면 옵션을 행사해서 채권 투자자에게 원금 100 대신 X사의 주식 3주를 주면 된다. 현재 신용시장에서 신용등급 AAA에 대한 금리가 5%라 하면 이표율 10%와의 차이가 바로

풋옵션을 매입한 대가인 셈이다.

보수적인 기금을 운용하는 자산관리자는 사실상 비정형 파생금융상품에의 투자에 대해 규제받을 수 있을 것이다. 그러나 위와 같은 경우는 사실상 풋옵션을 매도하는 위험한 구조이나 표면상으로는 신용등급 AAA 채권에 투자하는 것과 같이 기록하면서 실질적으로 파생금융상품을 통해 수익률을 제고시키는 결과를 가져온다.

나. 장외 파생금융상품과 장내 파생금융상품의 관계

최초의 파생금융상품 거래는 장외거래였다. 파생금융상품은 날씨 변화에 따른 곡물 수확량의 변동에 대한 위험을 관리하기 위한 경제적 필요에 의해 이해 당사자들간의 계약이었을 것이다. 이러한 경제적 수요를 보다 안전하고 적은 비용으로 거래하기 위해 결제기능을 갖는 선물거래소가 탄생하게 되었고 파생금융상품의 유동성을 높이는 데 많은 기여를 하게 되었다.

이러한 장내 파생금융상품 거래는 더 많고 다양한 구조의 비정형 장외 파생금융상품 탄생에 기여하여 위에서 예시한 보다 다양한 경제적 기능을 수행할 수 있게 도와준다.

본 절에서는 장외 파생금융상품의 성공적 발행과 헤징을 위해 어떻게 장내 파생금융상품을 이용하게 되는지 예시를 통해서 알아보고 시사점을 찾아본다.

1) 상품의 구조

국내에서도 성공적으로 판매된 ELS 구조는 옵션이 내재된 상품으로 많은 경우 경로의존형 옵션으로 knock-out 구조를 갖고 있어서 수익을 제고하지만 어느 정도까지 제한하는 구조로 발행되고 있다. 이러한 구조를 발행한 발행자는 위험에 대비한 헤지를 해야 하고 이러한 헤지를 얼마나 적은 비용으로 효과적으로 하는가가

상품의 성공을 좌우하게 되는 핵심 경쟁력으로 작용한다. 이러한 경쟁력을 이미 확보하고 있는 외국계 투자은행들은 그동안 오랜 경험과 유동성 있는 옵션 북 운용으로 국내 금융기관보다 우위의 경쟁력을 확보하고 있는 실정이다.

Knock-out 구조를 갖고 있는 상품의 헤지는 기본적으로 이익구조가 비연속성을 갖기 때문에 가격이 장벽가에 접근할 경우 옵션의 감마위험의 급격한 변화로 인해 연속 동적 헤징(dynamic hedging)이 어렵게 된다. 이 경우 장내에서 거래되고 있는 옵션을 이용한 정적 헤징(static hedging)을 이용할 경우 효과적인 헤지방법이 될 수 있다.

2) 옵션 가격결정 원리와 정적 헤징

옵션 가격결정 원리는 위험중립 확률적 모형에 근간을 두고 있다. 위험중립이라 함은 파생금융상품과 기초자산의 위험은 동일한 확률변수에 기인하기 때문에 델타 중립 포지션을 구성하여 무위험 수익을 기대하는 원리를 일컫는다. 이러한 원리로 탄생하게 되는 Black-Scholes 편미분 방정식은 모든 파생금융상품의 가격을 만족시켜야 하는 식이 되고 서로 다른 파생금융상품은 만기시(경계조건) 이익구조가 다르기 때문에 만기시 이익구조에 따라서 서로 다른 가격결정식이 유도된다. 예를 들어 유럽형 콜옵션의 만기시 이익구조는

$$\text{Max}[S_T - X, 0]$$

이 될 것이고 유럽형 풋옵션의 경우에는

$$\text{Max}[X - S_T, 0]$$

이 될 것이다. 이러한 원리가 암시하는 것은 특정 파생금융상품은 그 상품의 경계조건(boundary condition)의 이익구조를 똑같이 복제할 수 있는 기초옵션들의 포트폴리오를 만들 수 있으면 헤지와 가격결정이 가능해진다는 것이다. 이것이 정적

해정의 원리가 된다.

3) Barrier 옵션 정적 복제 예

다음과 같은 조건의 유럽형 Barrier 옵션의 예를 살펴보자

· 기초자산 가격 S	100
· 행사가격 K	70
· Barrier 가격 H	120
· 만기 t	1
· 기초자산의 변동성, σ	15%
· 무위험 이자율 r	4.88%
· 배당률 q	2.96%

유럽형 Barrier 옵션의 가격결정식은 Rubenstein and Reiner(1991)에 의해 다음과 같이 주어진다.

$$\begin{aligned}
 & Se^{-qt} \left[N(x) - N(x_1) + \left(\frac{H}{S}\right)^{2\left(\frac{1}{2} + \frac{r-q}{\sigma^2}\right)} N(-y) - \left(\frac{H}{S}\right)^{2\left(\frac{1}{2} + \frac{r-q}{\sigma^2}\right)} N(-y_1) \right] - \\
 & Ke^{-rt} \left[N(x - \sigma\sqrt{t}) - N(x_1 - \sigma\sqrt{t}) + \left(\frac{H}{S}\right)^{2\left(\frac{1}{2} + \frac{r-q}{\sigma^2}\right)-2} N(-y + \sigma\sqrt{t}) - \left(\frac{H}{S}\right)^{2\left(\frac{1}{2} + \frac{r-q}{\sigma^2}\right)-2} N(-y_1 + \sigma\sqrt{t}) \right] \\
 x &= \frac{\ln\left(\frac{S}{K}\right)}{\sigma\sqrt{t}} + 2\left(\frac{1}{2} + \frac{r-q}{\sigma^2}\right)\sigma\sqrt{t}, \quad x_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{H}\right)}{\sigma\sqrt{t}} + 2\left(\frac{1}{2} + \frac{r-q}{\sigma^2}\right)\sigma\sqrt{t} \\
 y &= \frac{\ln\left(\frac{H^2}{SK}\right)}{\sigma\sqrt{t}} + 2\left(\frac{1}{2} + \frac{r-q}{\sigma^2}\right)\sigma\sqrt{t}, \quad y_1 = \frac{\ln\left(\frac{H}{S}\right)}{\sigma\sqrt{t}} + 2\left(\frac{1}{2} + \frac{r-q}{\sigma^2}\right)\sigma\sqrt{t}
 \end{aligned}$$

이 공식을 이용하여 값을 구하는 함수를 다음과 같이 정의한다.

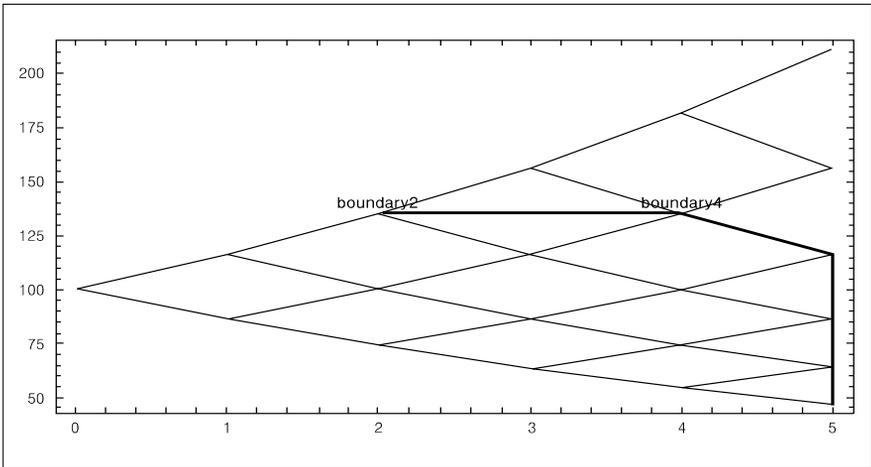
$$\text{UAOCall}[S, K, H, \sigma, r, q, t]$$

위의 조건을 대입할 경우 값은 18.8484가 된다.

$$UAOCall[100,70,120,0.15,0.0488,0.0296,1] = 18.8484$$

경계조건에서의 이익구조를 복제하는 원리를 설명하기 위해서 기초자산 S가 이항 움직임을 한다는 전제하에 이항모형을 전개시켜 [그림 4-1]과 같이 자산가격 이동 경로와 경계조건을 설정한다.

그림 4-1. 자산가격 이동 경로



[그림 4-1]에서 횡축은 잔존 만기 1년을 5개의 이산시간대로 구분한 것이고 종축은 기초자산의 가격 분포이다. 이항모형의 전개가 비대칭적인 것인 기초자산의 확률분포가 자연대수정규분포임을 가정한 이항 전개이기 때문이다. Barrier price, 즉 장벽가가 120 이므로 기초자산이 만기를 향해 전개되다 120이상인 경우에는 옵션의 효력이 상실되는 knock-out이기 때문에 이항모형의 전개상 이익구조가 결정되는 경계조건은 [그림 4-1]의 굵은 실선이 된다.

경계조건 boundary2와 boundary4에서의 가격은 효력이 상실되기 때문에 다음과 같다.

· Boundary 2

$$UAOCall[135,70,0.15,0.0488,0.0296,3/5] = 0$$

· Boundary4

$$UAOCall[135,70,0.15,0.0488,0.0296,1/5] = 0$$

이제 다른 기초 옵션을 이용하여 포트폴리오를 구성하는데 Barrier 옵션의 경계 조건에서의 이익구조를 복제하는 원리를 적용한다. 이때 기초 옵션은 해당 만기를 갖는 거래소의 옵션들을 이용할 경우 유동성 공급 측면에서 유리하고 또한 시장에서 형성되는 미래 변동성, 즉 내재 변동성을 적용할 수 있다는 측면에서 거래소 시장가격과 일관성 있는 가격결정을 할 수 있다는 장점이 있다. 본 예시에서는 시장가격이 존재하지 않으므로 블랙·숄츠의 공식을 이용한 이론가격을 시장가격으로 사용한다. 이를 위해 다음의 블랙·숄츠 공식함수를 정의한다.

$$bsCall[S, K, \sigma, r, q, t].$$

첫 단계의 포트폴리오는 Barrier 옵션의 만기 이익구조와 같은 행사가 70과 만기 1년의 유럽형 바닐라 콜옵션이 된다.

· 이 옵션을 option1이라 하고 가격은 다음과 같다.

$$option1 = bsCall[100,70,0.15,0.0488,0.0296,5/5] = 30.4411$$

· option1의 boundary4에서의 가격은 다음과 같다.

$$opt1boundary4 = bsCall[120,70,0.15,0.0488,0.0296,1/5] = 49.9716$$

두 번째 단계는 기존의 option1의 만기이익구조는 그대로 유지하면서 boundary4의 값을 0으로 하는 추가 옵션 option2를 편입하는 것이다. 이는 행사가격 120과 잔존만기 1년인 option2를 편입하면 된다. 단 boundary4에서의 가치가 0이 되기 위해 편입비율을 다음과 같이 조절한다.

- option2의 가격

$$\text{option2} = \text{bsCall}[100,120,0.15,0.0488,0.0296,5/5] = 1.10927$$

- option2의 boundary4에서의 가격

$$\text{opt2boundary4} = \text{bsCall}[120,120,0.15,0.0488,0.0296,5/5] = 3.41957$$

- boundary4에서의 포트폴리오의 가치가 0이 되기 위한 편입 비율

$$\text{numopt2} = -(\text{opt1boundary4})/(\text{opt2boundary4}) = -14.6134$$

- 새로운 포트폴리오의 가치는 다음과 같다.

$$\text{portfolio} = \text{option1} + \text{numopt2} * \text{option2} = 14.2309$$

세 번째 단계는 두 번째 단계를 반복하여 boundary2에서의 이익구조를 복제하기 위한 새로운 option3을 편입하는 것이다. 행사가 120, 잔존만기 3/5인 유럽형 콜옵션을 편입비율만큼 추가하면 된다.

- boundary2에서의 포트폴리오 가치

$$\begin{aligned} \text{portboundary2} &= \text{bsCall}[120,70,0.15,0.0488,0.0296,3/5] + \\ &\text{numopt2} * \text{bsCall}[120,120,0.15,0.0488,0.0296,3/5] = -39.699 \end{aligned}$$

- option3의 가격

$$\text{option3} = \text{bsCall}[100,120,0.15,0.0488,0.0296,3/5] = 0.3895$$

- option3의 boundary2에서의 가격

$$\text{opt3boundary2} = \text{bsCall}[120,120,0.15,0.0488,0.0296,1/5] = 3.41957$$

- boundary2에서의 포트폴리오 가치가 0이 되기 위한 편입비율

$$\text{numopt3} = -(\text{portboundary2})/(\text{opt3boundary2}) = 11.6096$$

- 최종 포트폴리오의 가치는 다음과 같다

$$\text{portfolio} = \text{option1} + \text{numopt2} * \text{option2} + \text{numopt3} * \text{option3} = 18.7528$$

이는 최초의 Rubenstein and Reiner 공식값

$$\text{UAOCall}[100,70,120,0.15,0.0488,0.0296,1] = 18.8484$$

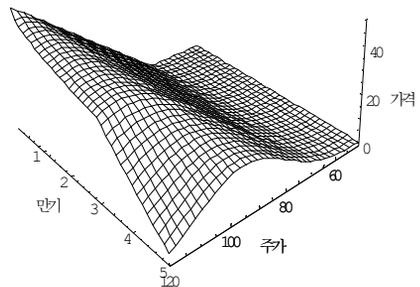
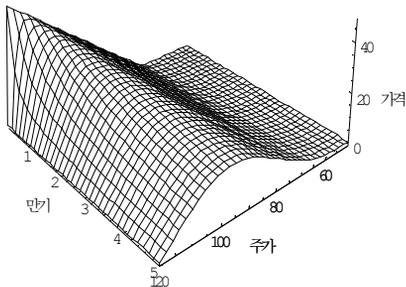
와 비슷함을 알 수 있다.

이와 같은 포트폴리오를 복제하고 있으면 발행한 Barrier 옵션과 가치가 같기 때문에 정적 헤징을 할 수 있게 된다. 실제로 만기 및 기초자산 변화에 따른 Barrier 옵션과 복제 포트폴리오의 가치 변화를 살펴보면 [그림 4-2]와 같다.

그림 4-2. 콜옵션과 복제 포트폴리오의 가치 변화

Up-and-Out 콜옵션의 가격변화

복제 포트폴리오의 가치변화



이상은 장외에서 발행되는 비정형 파생금융상품에 대한 발행이 어떻게 장내 옵션에 의해 헤징될 수 있는가를 설명하기 위한 예시이다. 이러한 헤징이 성공하기 위한 시사점은 거래소 옵션들의 유동성과 가격 형성이 모든 만기와 행사가격에 따라 이루어질 수 있도록 유동성이 깊은 시장이 형성되어야 한다는 점인데, 사실 국내 거래소의 옵션은 최근 원물에만 집중되어 있기 때문에 만기가 짧은 시장상황이 제약조건이 된다.

따라서 최근에 거래소에 상장되어 있는 개별 주식 및 지수에 대한 워런트의 거래는 이러한 만기 편중에 대한 문제점을 해소해줄 수 있는 긍정적인 요인으로 작용할 전망이다.

다. 국내 장외 파생금융상품시장 현황

금융감독원 자료에 의하면 2005년 국내 금융회사의 파생금융상품 거래 현황을 살펴보면 명목금액 기준 거래규모는 3경 8,427조 원으로 2001년 이후 7.7배 증가하여 규모 면에서 세계적인 시장이 되었으나 이는 대부분이 장내 KOSPI 200 지수 옵션에서의 단기 투기적 수요에 기인하는 바가 크기 때문에 경제적 부가가치 측면에서는 별 의미가 없다. 한편 2005년 말 거래잔액 기준 1,726조 원으로 2001년 이후 4.7배 증가하였고 이는 장외에서의 이자율 스와프 거래 증가에 기인하는 바 컸다.

이는 국내 장내 파생금융상품시장은 증권사 중심의 단기 투기적 목적의 거래가 주를 이루고, 장외 파생금융상품시장은 은행 중심의 장기 헤지 목적의 거래가 주를 이루고 있음을 알 수 있다. 또한 국내기업들의 환리스크 헤지를 위한 통화 관련 비정형 거래 및 증권사의 주가연계증권 관련 거래가 증가하여 국내 금융회사의 비정형 파생금융 거래는 1만 8,783건, 77조 원인 것으로 파악되었다. 한편 신용 파생상품 거래잔액은 2.5조 원으로 전체 파생금융상품 잔액의 0.14%에 불과하여 여타

파생금융상품에 비해 성장속도가 느린 것으로 나타났다. 금감원 자료에 의하면 2006년 1/4분기 말 현재 국내 금융기관의 장외 파생금융상품 잔액은 1조 9,800억 달러로 BIS 가맹국의 0.7%, 미국의 2.0%, 일본의 12.0%에 불과한 실정이다. [표 4-1]에 의하면 신용 및 상품 파생금융상품시장은 선진국과 비교하여 규모가 극히 미미한 수준임을 알 수 있다.

표 4-1. 장외 파생금융상품 잔액 규모

(단위: 십억 달러)

구 분	한국	미국	일본	BIS
통 화	984	9,282	2,254	31,609
금 리	963	84,520	14,160	215,237
주 식	29	1,853	15	5,057
상 품	0.7		22	3,608
기 타		29,308		
신 용	2.9	5,822	98	29,308
총 계	1,980	101,477	16,549	284,819

주: 한국은 2006년 3월 말, 미국은 2005년 12월 말, 일본(BOJ 자료)은 2005년 12월 말. BIS는 2005년 6월 말 자료임.

2. 전반적인 장외시장의 개선방향

가. 거래소 시장의 상품 기획력과 유동성 제고

먼저 Market maker의 도입을 통해 유동성을 제고해야 한다. 초기 유동성이 너무 없을 경우 market maker도 유동성 위험에 직면하게 되고 이에 따라 호가 스프레드가 커져 참가자를 제한하는 딜레마가 있는데 주식선물 도입을 통해서 retail 투자자들이 흥미를 갖고 참가하도록 유도하는 방안을 모색할 수 있다.

예로서 Eurex의 성장을 살펴보면 이를 이해하는 데 도움이 된다. Eurex는 독일 파생금융상품 거래소로 파생금융상품 거래로는 세계에서 가장 거래량이 많다. 1998년에 Deutsche Borse AG와 Swiss Options and Financial Futures Exchange와 합병되어 탄생한 Eurex는 전자거래시스템과 결제시스템을 통합 운용하여 비용 대비 높은 효율성 및 안정성 있는 시스템을 투자자에게 제공하여 왔으며 전 세계 700여 곳에서 WAN(Wide Area Communication Network)를 통해서 연결되는 네트워크를 구축하고 있다. Amsterdam, Chicago New York, Helsinki, London, Madrid, Paris, Hong Kong, Tokyo 등이 주요 연결도시이다. Lehman Brothers International, Merrill Lynch International, UBS와 같은 금융기관을 포함하여 총 117개 기관이 Market Maker로 등록되어 총 611개의 상품이 거래되고 있으며 이차 파생금융상품, 주식 파생금융상품, 주가지수 파생금융상품, 변동성 지수 파생금융상품, ETF 파생금융상품 등이 거래된다. Eurex는 Repo 시장도 운용하여 중앙화된 결제, 청산시스템하에서 안전하고 효율적인 단기 유동성도 공급하고 있다.

또 다른 예로는 OneChicago 전자거래소를 들 수 있다. 이는 시카고에 기반을 둔 거래소(Chicago Board Options Exchange CBOE, Chicago Mercantile Exchange Inc. CME, Chicago Board of Trade, CBOT)의 지분투자로 이루어진 전자거래소로서 개별 주식선물, 협의의 지수선물, ETF 선물거래에 특화, 현재 200여 개의 개별 주식선물이 상장 거래되고 있고 ETF로는 Dow Jones 지수를 기초로 하는 DIAMONDS Trust를 대상으로 하고 있다. 이 거래소는 기존 거래소와는 차별화되는 세 가지 포인트를 갖고 있다.

- 제한 없는 유동성 공급: Lead Market Maker 제도 도입을 통해 유동성을 공급함. 이에 따른 호가 스프레드 축소로 거래비용 절감을 유도함.
- 거래비용 축소와 개선된 주문 처리: 거래의 완전 전자화를 시행함. 깊이 있는 호가 테이블을 제공함.

- 용이한 접근성 제공 : CBOEdirect 혹은 GLOBEX 시스템을 통한 주문 가능, 따라서 기존의 현물 혹은 선물 계좌로 주문이 가능함.

나. 장외시장에서의 거래 활성화

1) 전문인력 공급

파생금융상품의 발행과 헤징에는 고도의 수학, 통계적 능력 및 전산능력을 필요로 한다. 또한 금융시장의 메커니즘과 경제 일반의 흐름을 파악하여 실물경제와 통화정책의 연계성에 따른 자금의 흐름 및 이자율의 정책적 방향에도 일가견이 있어야 한다.

파생금융상품의 경쟁력은 경제 실물 및 금융 부문의 변화를 감지하고 변화된 금융환경이 자본시장의 위험·수익 구조에 어떤 영향을 누구에게 어떻게 끼칠 것인가를 파악하여 구조화된 상품으로 출시하고 마케팅할 수 있는 능력이 필요하다.

또한 구조화된 상품의 당사자간 계약을 성실히 이행하도록 하는 법규를 제정하는 데 있어 금융구조와 위험에 대한 전문적인 지식을 필요로 하는 법률가가 필요하다.

또한 발행된 상품의 위험관리 및 back office에서의 회계처리, 펀드 편입시 펀드평가회사들의 파생금융상품 가격평가능력들이 중요한 인프라를 담당해야 한다.

결국 경제/경영/회계/법률 그리고 수학/통계학/전산 분야에서 각각의 전문가가 필요하며 더 이상적인 경우는 두 분야에 대한 지식을 공유할 수 있는 전문가 양성이 필수적이다.

미국 및 영국의 대학원 학위과정에는 이러한 산업계의 필요를 간파한 학제간 (interdisciplinary) 프로그램을 개발하여 경영 및 전산 그리고 계량적인 분석을 담당할 수 있는 전문인력을 배출해내고 있다.

2) 제도적 규제 완화

1970년대 초 미국에서 금융자산을 대상으로 하는 신평생금융상품의 등장은 이에 대한 제반법규 재정비에 대한 필요성을 불러일으켰으며, 이를 관장할 Commodity Futures Trading Commission(CFTC)이 1974년에 탄생하였다.

CFTC는 미국의 증권거래 감독국인 Securities and Exchange Commission (SEC)와 감독 관할 영역에 대한 갈등을 겪어 개별 주식선물상품의 등장을 20년간 지연시키는 결과를 낳기도 하였는데 개별 주식선물거래의 등장은 미 의회의 「Commodity Futures Modernization Act, 2000」의 통과로 2002년 11월에 첫 상장되어 거래가 시작되었다. 특히 금융 선진국의 경험을 토대로 second mover로의 이점을 최대한 활용하고 있으며 감독 규제 및 민간부문의 해외파트너와의 협력관계도 우수하다.

3) 금융감독기관의 건전성 감독의 실효성 제고

건전성 감독을 위한 제반원칙은 다음과 같다.

- 유연성: 초기 시장에서는 규정 중심(rule-based)의 감독을 통해서 유연성보다는 불변성을 강조하였으나, 경쟁적인 시장의 속성에 맞지 않아 많은 시행착오 내지는 금융시장의 발전을 저해하는 요소로 전락할 수 있다. 미국의 경우 2000년 개정된 「Commodity Futures Modernization Act」(CFMA)에서는 불변성보다는 유연성을 강조하는 원칙 중심(principle-based) 혹은 위험 중심(risk-based)의 감독유형으로 개정한 바 있다. 이는 감독의 대원칙만 제시하고 감독대상자의 의도, 상황 및 시장속련도에 따라서 세부사항을 조정할 수 있도록 하는 것인데, 예를 들어 시장 조작을 방지하기 위해 투자목적이 투기인 경우에 최대 취할 수 있는 계약의 수를 거래소마다 상품특성에 맞게 서로 다르게 정할 수 있게 하는 경우를 말한다. 유연성 접근방법은 시장이 최소한의 규

제를 받고 빠르게 혁신할 수 있도록 도와주기 위한 방안이다.

- 법규 위반에 대한 강한 처벌: 유연한 대원칙을 유지하기 위해서는 실제 명백한 위법사항에 대해서는 신속하고 강력한 처벌을 집행해야 한다.
- 자율 규범의 필요성: 감독기능을 상위 감독기관과 하위 연관기관이 공유하여 자율적 규범기능을 유지하는 것이 감독의 효율성을 위해서 필요하다. 미국의 경우 SEC, CFTC 그리고 각 거래소 및 National Futures Association (NFA) 와 유기적이고 협동적인 관계를 유지하여 연방정부기관인 CFTC 의 감독기능과 부담을 덜어주고 있다. NFA는 선물거래 유관 기관들의 협회로서 거래소를 통해서 일반 대중을 대상으로 선물 관련 영업을 하는 기관들은 의무적으로 회원이 되어야 하는데 회원들을 대상으로 법규에 대한 설명과 영업활동에 대한 자격요건을 심사하여 산업내에서의 높은 신뢰도와 안정성을 유지하는 것을 목적으로 한다. CFTC는 이러한 자율규범단체(Self-regulatory organization: SRO)에 대한 정기적 감사를 통해 자율규범이 제대로 작동하는가를 감시한다.
- 장외 파생금융상품에 관한 감독을 원활하게 하기 위해 장외 파생금융상품의 대표 딜러들의 연합체인 Derivatives Policy Group(CS First Boston, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Salomon Brothers, Lehman Brothers)가 구성되어 CFTC와 SEC의 긴밀한 협조 아래 자율규제를 추구한다. 위험 모니터링, 감독기구에 자발적 보고, 자기자본 충족도, 딜러와 end-use간의 관계 개선을 목적으로 하고 있다.
- 법적 투명성과 일관성: 파생금융상품 거래는 기본적으로 당사자들간의 계약이기 때문에 계약이 실제 유지되고 실행될 수 있는 해당 당사국의 투명하고 일관성 있는 법적 체계가 유지되어야 한다. 기본적으로 거래소 거래는 일일정산을 통해서 계약 불이행의 위험을 최소화시켜주는 장치가 있으나, 장외거

래의 경우에는 이러한 자동장치가 없기 때문에 파생금융상품 전반에 대한 신뢰와 온전함을 유지하기 위해서는 선물거래와 계약 불이행에 관한 법적 체계가 시장기능과 혁신을 가로막지 않는 범위내에서 투명하고 일관성 있게 잡혀 있어야 한다.

- 각국간 규제 공조의 필요성: 자본거래의 글로벌화에 따라서 거래대상시장의 국제적 범위와 상품의 다양성이 증가하므로 각국 감독기관간의 상호 긴밀한 공조의 필요성이 증대하고 있다. 이러한 목적으로 설립된 International Organization of Securities Commissions(IOSCO)는 Basel Committee on Banking Supervision과 International Association of Insurance Supervisors와 함께 국제 금융감독기관들의 Joint Forum을 구성하고 있다. IOSCO는 다양한 위원회를 상설 혹은 임시로 운용하고 있으며 IOSCO의 기술위원회(Technical Committee)는 다섯개의 상설 부속 위원회를 두어 유가증권 감독에 관한 특화된 감독영역을 관할하고 있다. 다섯 개의 영역은 다음과 같다.
 - 회계 및 공시에 관한 규정
 - 유가증권 거래소에 관한 규정
 - 브로커·딜러, 투자은행과 같은 시장 중재자들에 대한 규정
 - 국가간 유가증권 거래법 적용에 관한 규정
 - 뮤추얼펀드와 같은 펀드형태의 투자 기획(collective investment schemes)에 관한 규정
- 미국에서는 자국내에서의 시장이 통합되어가는 과정과 시장의 위험증대에 국내 감독기관들이 효과적으로 대처하기 위해 대통령 직속 기구인 President's Working Group on Financial Markets(PWG)를 1987년 주식시장 대폭락 사태 이후에 구성하여 금융시장의 안정성과 유동성에 관련된 제반문제를 다루기 시작하였다. PWG에는 미국 재무부, 연방준비위원회, SEC, CFTC가 연중

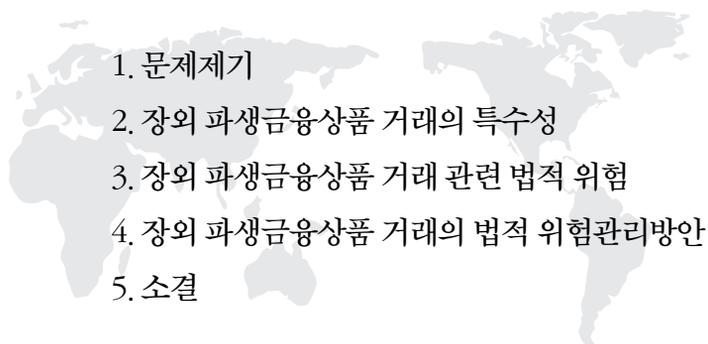
수차례 만나 제반문제에 대한 협의와 권고사항을 제안하는데 재무부 장관이 PWG의 회장을 맡고 장외거래에 관한 법적인 투명성과 일관성에 관한 보고서를 작성하기도 하며 Long-Term Capital Management사의 부도와 관련해서는 헷지펀드에 대한 전반적인 현황 파악과 시장 전체의 안정성과 유동성 공급이라는 측면에서 다각적으로 분석하기도 한다. 또한 SEC와 CFTC 간의 감독영역에 관한 주도권 다툼에 조정 역할을 하기도 한다.

스와프와 각종 장외 이색 파생금융상품 규제의 관할에 관한 SEC와 CFTC 간 논쟁의 대표적인 예로서, SEC가 CFTC가 제안한 규정에 대해 법적 일관성의 결여를 이유로 장외 파생금융상품 거래가 축소될 것으로 주장하여 반대하고 PWG의 중재를 요청한 경우가 있었다.

제5장

장외 파생금융상품시장 II :

거래 법적 위험관리방안

- 
1. 문제제기
 2. 장외 파생금융상품 거래의 특수성
 3. 장외 파생금융상품 거래 관련 법적 위험
 4. 장외 파생금융상품 거래의 법적 위험관리방안
 5. 소결

1. 문제제기

2005년 7월, 금융감독당국은 일부 외국계 금융회사가 국내 공기업들과 부적절한 비정형 장외 파생금융상품 계약을 취급하였다는 이유로 제재조치를 취하였다. 금융감독당국이 발표한 보도자료(금융감독원 2005)에 따르면, 이 외은지점들이 2002년 이후 공기업들과 비정형 파생금융상품 거래를 다수 취급하는 과정에서 거래정보 고지의무를 다하지 않았다. 파생금융상품 거래에 익숙하지 않은 공기업과 비정형 거래를 취급하면서 관련 중요 정보를 충분히 제공하지 않은 것은 위법·부당하다는 것이 금융감독당국의 판단이었다.

이에 따라 금융감독당국은 관련 외은지점들에 대해 기관 경고의 제재조치를 취하고, 연루된 임직원에 대해서도 중징계조치를 취하였다. 또한 금융감독당국은 외은지점과 유사한 사례의 재발방지대책 등이 포함된 강도 높은 양해각서(MOU)를 체결하는 한편, 파생금융상품 거래상의 제반 문제점에 대해 검토한 후 관련 감독법규를 보완하겠다고 밝혔다.

이와 같은 금융감독당국의 조치를 바라보는 금융계 및 언론의 시각은 다양하게 나타났다. 우선 금융감독당국의 조치가 적절하였다고 보는 시각이 있었다. 금융회사가 거래정보를 충분히 고지하지 않아 공기업이 비정형 파생금융상품 거래에 내재된 위험을 제대로 파악하지 못하였다면 그 거래는 위법·부당하다는 것이 이 같은 시각의 전제이다. 실제로 해당 공기업들은 비정형 파생금융상품의 적정가격을 정확히 평가할 능력이 없으며, 외은지점들이 가격 산출 기준을 충분히 설명하지 않았다면 이 거래를 차입비용을 절감할 수 있는 기회로 오인할 여지가 충분하였던 것으로 보인다.

이 같은 시각에서 더 나아가 금융감독당국의 제재수준이 미흡하였다는 지적도 있었다. 시장질서 확립을 책임지는 금융감독당국이 외국계 금융회사들에 대해 감

독규정을 엄격하게 적용하지 못하고 있다는 비판이었다. 금융감독당국이 결정한 제재수위가 애초의 영업정지에서 기관 경고로 낮아진 점이 이 같은 비판의 근거가 되었다. 압도적인 자본력과 전문역량을 갖춘 외국계 금융회사가 국내 장외 파생금융상품시장을 주도하는 상황에서 금융감독당국도 외국계 자본에 우호적일 수밖에 없을 것이라는 추론에서 비롯된 비판으로 보인다.

반면 시장규율에 맡겨야 할 사안에 금융감독당국이 불필요하게 개입하였다는 시각도 있었다. 금융감독당국의 개입이 자칫 비정형 파생금융상품 거래에 대한 규제 강화로 비쳐져 장외 파생금융상품시장을 위축시킬 수 있다는 우려였다. 장외 파생금융상품 거래는 거래당사자간의 사적 계약인 만큼, 공기업과 외은지점간의 이해관계가 합치하여 비정형 거래가 이루어진 것에 대해 금융감독당국이 개입할 이유가 없다는 것이 이러한 판단의 전제이다. 실제로 외국계 금융회사들은 국내 금융감독당국이 외국계 자본에 대해 차별적인 태도를 견지하고 있으며, 사후적으로 규제를 만들거나 벌칙을 부과하는 것에 집중하는 경향이 있다고 지적한 바 있다.

금융감독당국의 개입에 대해 이처럼 의견이 분분한 이유는 장외 파생금융상품 거래에 대한 법적 이해가 부족하기 때문이라고 생각한다. 일례로 이 사안에 대한 금융감독당국의 조사는 2005년 2월 말에 시작되었으나, 제재조치가 결정된 시점은 5개월이 경과한 같은해 7월이었다. 이처럼 장시간이 소요된 것에 대해 금융감독당국은 국내에 유사한 사례가 없었기 때문이라고 밝힌 바 있다. 따라서 외국 감독당국의 조치 사례, 해외 및 국내 파생금융상품시장의 거래관행, 국내 금융회사에 대한 제재 사례 등을 면밀히 검토할 필요가 있었다는 것이다.

이처럼 관련 법 규정이 파생금융상품시장의 발전속도를 따라잡지 못하는 상황에서 금융감독당국이 시장에 개입할 경우 사회적으로 합의를 도출하기가 쉽지 않다. 금융이용자 권익 보호와 건전한 시장질서 유지를 위해 변칙적이고 불법적인 파생금융상품 거래를 규제하려는 시도가 오히려 파생금융상품시장의 활성화를 억제

하는 결과를 초래할 수도 있다. 따라서 파생금융상품시장 활성화와 건전한 시장질서 유지라는 목표를 동시에 달성하기 위해서는 장외 파생금융상품 거래의 특성을 정확히 이해하고 이에 부합하는 공정거래 기준을 정비할 필요가 있겠다.

특히 외국계 금융회사가 우월한 자본력 및 전문지식을 바탕으로 국내 파생금융상품시장을 주도하고 있는 현 상황에서, 국제 파생금융상품시장에서 확립된 거래 관행 및 법적 해석을 보다 정확히 이해할 필요가 있겠다. 국제적 관행에 비추어볼 때, 외국계 금융회사가 적절한 절차를 거쳐 국내기업과 비정형 파생금융상품 계약을 체결하고 이로부터 대규모 투자이익을 실현하였다면 그 자체에 대해 반감을 가져서는 안 될 것이다. 그러나 외국계 금융회사가 국내기업과 비정형 파생금융상품 계약을 체결하는 과정에서 우월한 정보력 및 전문지식을 활용하여 부당한 이익을 취한 것이라면, 이와 같은 사례가 재발하지 못하도록 위험관리방안을 조속히 마련해야 할 것이다.

이상과 같은 문제의식하에서, 본 연구는 장외 파생금융상품 거래의 법적 문제를 면밀히 검토하고 비정형 장외 파생금융상품 거래에 참여하는 일반투자자를 보호하기 위한 법적 위험관리방안을 모색해보고자 한다. 우선 비정형 파생금융상품 거래로부터 대규모 손실이 발생하였던 사례들을 분석하고, 이로부터 비정형 파생금융상품 거래에서 법적 위험이 보다 크게 나타날 수 있음을 확인하고자 한다. 다음으로 장외 파생금융상품 계약과 관련된 법적 개념을 정리하고 각 개념의 효력에 대해 검토하는 한편, 금융회사가 일반투자자와의 거래에서 손실 발생 가능성에 대해 충분히 설명하지 않았을 경우 발생하게 되는 법적 문제를 분석하고자 한다. 또한 일반투자자가 비정형 장외 파생금융상품 거래에 참여할 때 고려해야 할 법적 위험 관리방안에 대해 검토하고자 한다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 다음 절에서는 장외 파생금융상품 거래의 관행을 정리하고 비정형 장외 파생금융상품 거래가 발생하게 되는 동기를 확인한다. 제

3절에서는 장외 파생금융상품 거래와 관련한 법적 위험을 다룬다. 장외파생금융상품 거래와 관련된 법적 논리로서 사기, 신의성실의무, 금융회사의 설명의무, 적합성 원칙, 묵시적 계약위반 및 거래당사자의 권리능력 등을 검토한다. 제4절에서는 장외 파생금융상품 거래에 따르는 법적 위험을 효과적으로 관리할 수 있는 방법에 대해 알아본다. 투자목적의 명확화, 투자자보호 규율 준수, 해외에서 널리 활용되고 있는 표준계약서 활용 등을 다룬다. 끝으로 제5절에서는 지금까지의 논의를 요약하고 금융감독당국의 감독기준에 대해 언급한다.

2. 장외 파생금융상품 거래의 특수성

가. 국내법에서 정의된 장외 파생금융상품의 개념과 범위

논리적인 관점에서 어떤 금융거래가 파생금융상품 거래인지를 판단하고자 하면, 그 금융거래의 가치가 준거자산(일반상품이나 외환, 주식, 채권 등)의 가격 변동 등 기초자산으로부터 파생되어 결정되는지 여부를 따져 보면 된다. 이처럼 파생성은 파생금융상품을 다른 금융상품으로부터 구분해주는 가장 기본적인 특성이다.

그런데 법적인 관점에서는, 특정 금융거래가 파생금융상품 거래로 인정받을 수 있는지 여부를 판단하고자 할 때 파생성 이외에 다른 기준도 검토해볼 필요가 있다. 즉 어떤 특정 매매계약이 파생성을 지니고 있다고 할지라도 다른 추가적인 기준들이 충족되지 않으면 파생금융상품 거래가 아닌 다른 유형의 금융거래로 간주되어 그 법적 취급이 달라질 수 있다.

거래당사자가 애초에 파생금융상품 거래를 의도하였음에도 불구하고 법적 해석에 따라 다른 유형의 거래로 취급받을 경우, 거래의 안정성이 저해되거나 예상하지 못한 손실을 입게 되는 등 법적 위험이 커지게 된다. 따라서 파생금융상품 거래당

사자들은 파생금융상품의 법적 개념을 정확히 이해함으로써 법적 위험을 적극적으로 관리할 필요가 있다. 또한 규제 및 감독당국은 파생금융상품에 대한 규정의 의미가 불명확하여 법적 불확실성이 존재하는 경우 사전에 관련 규정을 보완하여야 할 것이다.

다음에서는 파생금융상품 거래의 법적 이해가 파생금융상품시장 활성화를 위한 중요한 전제조건이라는 시각에서, 현재 입법 예고되어 있는 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률안」(이하 자금법)에 나타나 있는 파생금융상품 개념을 개관해보고자 한다.⁵⁾

1) 자금법상의 장의 파생금융상품 개념

자금법에 나타나 있는 파생금융상품 관련 규정은 파생성 기준 이외에 투자성·추가지급의무·시장 등의 기준을 사용하고 있다. 각각의 기준이 갖는 함의를 하나 하나 살펴보도록 하자.

우선 파생금융상품은 투자성이 있는 매매계약의 일종이다. 이때 투자성은 원금이 회수금을 상회하게 될 위험을 의미하는데, 투자성은 원금손실가능성을 뜻한다고 볼 수 있다. 자금법에 따르면, 이러한 투자성을 부담하면서 이익을 얻거나 손실을 회피할 목적으로 발행인 또는 거래상대방에게 현재 또는 장래의 특정 시점에 금전 등을 이전하기로 약정함으로써 갖게 되는 권리는 모두 금융투자상품으로 간주된다. 그리고 자금법은 금융투자상품의 종류를 증권·장내 파생금융상품·장의 파생금융상품 등으로 구분하고 있다(자금법 제3조 제2항).

다음으로 파생성은 매매계약의 가치가 기초자산으로부터 파생되어 결정됨을 의미한다. 파생성의 구체적인 형태는 기초자산의 종류 및 계약 구조(가치결정방식)에

5) 자금법상 장의 파생금융상품 개념은 현행 법령(증권거래법, 선물거래법, 간접투자자산운용업법, 외국환거래법 등)에 나타나 있는 장의 파생금융상품 개념에 비해 몇 가지 점에서 보다 포괄적으로 정의되어 있다. 이에 관한 자세한 내용은 진익(2006b) 참고.

따라 결정된다. 자금법은 파생금융상품의 기초자산을 준거자산 그 자체 혹은 준거자산의 가격·이자율·지표·단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등에 의하여 산출된 금전 등으로 규정하고 있으며, 파생금융상품의 계약구조로서는 선물·옵션·스왑 등을 열거하고 있다(자금법 제5조 제1항 제1호~제3호).

다음으로 추가지급의무 여부는 금융투자상품 중 장내·장외 파생금융상품을 증권으로부터 구분하는 기준이 된다. 즉 투자성 있는 것으로서 투자자가 취득과 동시에 지급한 금전 등 이외에 그 존속기간 동안 어떠한 명목으로든지 추가적인 지급의무를 부담하지 아니하는 것은 증권으로 간주된다. 따라서 파생성을 보유한 특정 매매계약에서 투자자가 추가지급의무를 부담하지 않으면 이 매매계약은 파생결합 증권으로 간주되어 증권에 관한 규정이 적용되는 반면, 투자자가 추가지급의무를 부담하면 파생금융상품으로 구분된다.

끝으로 시장에서 거래되는지의 여부에 따라 장내 파생금융상품과 장외 파생금융상품간의 구분이 이루어진다. 파생금융상품시장 또는 해외파생금융상품시장에서 거래되면 장내 파생금융상품으로 간주되는데, 이때 파생금융상품시장이라 함은 장내 파생금융상품의 매매를 위하여 거래소가 개설하는 시장을 의미한다(자금법 제9조 제12항). 또한 자금법은 한국거래소가 개설하는 시장의 종류를 유가증권시장·코스닥시장·파생금융상품시장 등으로 열거하고 있으며, 거래소가 아닌 자는 이 시장 또는 이와 유사한 시설을 개설하거나 유사한 시설을 이용하여 증권 또는 장내 파생금융상품의 매매거래를 할 수 없도록 제한하고 있다(자금법 제294조). 한편 선물·옵션·스왑 중 어느 하나에 해당하는 투자성 있는 것으로서 장내 파생금융상품이 아닌 것은 장외 파생금융상품으로 간주된다. 따라서 자금법에 나타난 장외 파생금융상품의 개념은 장내 파생금융상품 개념에 대하여 보완적인 것이다.

이 같은 자금법상의 규정은 거래형태에 따른 전통적인 구분기준에 근거하고 있다. 거래형태에 따라 장외 파생금융상품과 장내 파생금융상품을 구분할 때, 불특정

다자간 매매 및 청산시스템은 장내거래의 고유한 특성이었다. 양자간 매매 및 청산을 기본으로 하는 전통적인 장외거래는 [표 5-1]에 나타난 바와 같이 장내거래와 몇 가지 차별성을 갖는다.⁶⁾

표 5-1. 거래형태 기준에 따른 장내 파생금융상품과 장외 파생금융상품의 구분

	장내 파생금융상품	장외 파생금융상품
매매체결	다자간	양자간
거래정보	공개	비공개
거래시스템	존재	존재하지 않음.
결제책임	거래소	자기책임

첫째, 장외거래에서는 장내거래에서와 달리 대부분의 계약이 자기 계산으로 매매하는 전문 브로커의 중개를 통해 이루어진다. 이처럼 장외거래의 경우 매매가 브로커·딜러 간에 상호 협상을 통해 분산되어 이루어지므로, 등록된 거래소가 시장을 조성하는 장내거래에서와 달리 한 상품에 대해 다수의 시장조성자가 존재하는 것이 일반적이다.

둘째, 장외거래에서는 장내거래와 달리 매매가 체결된 후 당해 거래와 관련된 정보가 공개되지 않는다. 일부 장외거래 내용이 특정한 매체를 통해 시장에 공시될 수 있지만 그 내용은 제한적이며, 거래가격이 공시되지 않으므로 동일한 계약조건이라 하더라도 거래당사자에 따라 다른 가격으로 거래될 수 있다. 표현하자면 장내 거래에서는 일물일가의 원칙이 성립하는 반면, 장외거래에서는 일물다가 현상이 나타날 수 있다.

셋째, 장외거래에서는 장내거래와 달리 거래당사자가 자신의 매매와 관련된 정보만을 제시하고 확인할 수 있다. 반면 장내거래에서는 다수의 브로커·딜러가 투

6) 거래형태에 따른 이 같은 차이는 파생금융상품뿐만 아니라 유가증권의 거래에도 일반적으로 적용될 수 있다. 유가증권의 장외 및 장내 거래에 대한 논의는 김정수(2002) 참고

자자의 주문을 동시에 처리할 수 있는 매매체결시스템이 존재하여 모든 매매가 이 시스템에 집중되어 이루어지므로, 시장조성자가 한 곳에서 자신이 다루는 상품의 모든 호가 및 매매상황을 확인할 수 있다.

넷째, 장외거래에서는 장내거래와 달리 거래당사자가 자기책임원칙에 따라 결제를 이행한다. 반면 장내거래에서는 거래소에 의해 결제 이행이 보증된다.

2) 비정형 파생금융상품으로서의 장외 파생금융상품

앞서 살펴본 바와 같이 자금법상의 규정은 거래형태에 따른 전통적인 구분기준에 근거하고 있다. 그러나 1990년대 후반 IT 기술의 발전으로 장외 파생금융상품 거래형태가 장내 파생금융상품 거래형태와 유사해짐에 따라 두 유형간 구분이 점차 어려워지고 있다. 장외 파생금융상품 거래에서도 불특정 다자간 매매 및 청산이 가능해졌으며, 외환 및 금리 스와프의 경우 일부 딜러·브로커에 의해 다자간 거래시스템이 제공되게 되었다.⁷⁾ 또한 일부 장내 파생금융상품 거래 청산기구 및 거래소가 장외 파생금융상품 거래에 대해서도 청산서비스를 제공하는 사례가 나타나고 있다.⁸⁾

이처럼 향후 장외 파생금융상품시장은 양자간 매매 및 청산에서 벗어나 조직화된 딜러시장으로 빠르게 변모해갈 것으로 예상된다. 그런데 장외 파생금융상품 거래에서도 다자간 매매 및 청산이 가능해지면, 경제적 실질이 동일한 두 파생금융상품이 유사한 방식을 통해 거래됨에도 불구하고 법적으로는 서로 다르게 취급되는 상황이 발생할 수 있다. 예를 들어 어떤 스와프계약이 거래소 시스템을 통해 체결되면 이 거래는 장내 파생금융상품 거래로 간주되는 반면, 동일한 조건의 스와프계약이 전자브로커링시스템을 통해 체결될 경우 장외 파생금융상품 거래로 간주될

7) 자세한 내용은 진익·한지연(2006) 중 III장 3절 및 4절 참고.

8) 자세한 내용은 진익·한지연(2006) 중 III장 5절 참고.

수 있다. 그런데 장외 파생금융상품 거래에 적용되는 규제·감독·회계·세제 등은 장내 파생금융상품 거래의 경우와 다를 수 있다. 따라서 동일한 계약조건이라 하더라도 관련 규제를 회피하기 위해 보다 유리한 거래형태를 선택하는 규제차익 거래(regulatory arbitrage)가 가능해진다. 경제적 실질 및 거래형태 면에서 차별성을 갖지 않음에도 불구하고 규제의 내용이 달라질 수 있는 문제점을 해소하기 위해서는 특정 거래가 거래소내에서 이루어지는지의 여부 이외에 새로운 구분기준이 요구된다.

한편 장외 파생금융상품이 장내 파생금융상품과 다른 경제적 기능을 수행한다는 점이 부각되면서, 경제적 기능에 따른 구분이 보다 적절하다는 견해가 제기되고 있다. 장외 파생금융상품 거래는 거래당사자에게 다양한 위험을 자신의 상황에 보다 적합한 방식으로 이전할 수 있는 기회를 제공한다. 이는 양자간 협상을 통해 고객맞춤형 위험구조를 다양하게 설계할 수 있기 때문이다. 다만 고객맞춤형 계약조건을 갖는 장외 파생금융상품은 표준화하기 어렵고 거래소에 상장되기에 적합하지 않으므로 그 유동성이 제한적이다.

반면 계약조건이 표준화되어 있고 거래소를 통해 이루어지는 장내 파생금융상품 거래는 가격발견(price discovery) 기능을 담당한다. 풍부한 유동성과 적은 탐색비용을 기반으로 단기간내에 다수의 거래가 성사될 수 있으므로 각 상품의 적정 가치를 용이하게 확인할 수 있다. 다만 표준화로 인해 장내 파생금융상품이 제공하는 위험구조의 설계기능은 제한적이다.

이와 같은 경제적 기능에 따라 장외 파생금융상품과 장내 파생금융상품을 구분할 경우, 거래형태의 차이는 무의미해질 수 있다. 등록된 거래소를 통한 거래가 아니라 하더라도 그 계약조건이 충분히 표준화되어 있으면, 이 거래에서 형성된 가격이 다수의 다른 거래에 널리 참조될 수 있다. 이러한 경우 거래소 밖의 자동거래시스템을 이용한 거래라 할지라도 장내 파생금융상품 거래로 간주되는 것이 바람직

하며, 이 거래에 장내 파생금융상품에 관한 규제가 적용되어야 할 것이다. 반면 자동거래시스템을 통해 거래가 이루어지더라도 그 계약조건이 표준화되어 있지 않은 경우, 이 거래는 장외 파생금융상품 거래로 간주되어야 하며 장외 파생금융상품에 관한 규제가 적용되어야 할 것이다.

이상의 논의에서와 같이 장외 파생금융상품 개념을 거래형태가 아닌 경제적 기능을 기준으로 정의한다면, 다양한 위험구조 설계를 가능하게 하면서 가격발견기능은 담당하지 못하는 파생금융상품이라고 볼 수 있다. 미국의 감독당국은 경제적 기능에 따른 구분기준을 이미 수용하고 있다.⁹⁾ 우선 SEC는 장외 파생금융상품 딜러가 영위할 수 있는 업무를 규정하면서 거래형태에 따른 기준과 더불어 경제적 기능에 따른 기준을 동시에 적용하고 있으며, CFMA(상품선물현대화법)에서는 장외 파생금융상품에 관한 규제범위를 정함에 있어 경제적 기능에 따른 기준을 보다 강조하고 있다.¹⁰⁾

특히 CFMA 규정이 거래형태 기준보다 경제적 기능 기준을 강조함에 따라, 전통적으로 장외 파생금융상품 거래로 간주되던 일부 거래가 장내 파생금융상품 거래로 편입될 수 있다.¹¹⁾ 예를 들어 거래형태 기준에 따를 때 장외 파생금융상품시장으로 분류되었던 전자브로커시장¹²⁾은 경제적 기능 기준에 따를 때 거래설비를 이용한 시장으로 간주될 수 있다. 이 시장에서의 거래는 자동으로 호가를 연결하여 다자간 매매체결을 지원하는 전자브로킹시스템을 기반으로 가격발견기능을 수행하

9) 미국 및 영국 감독당국의 장외 파생금융상품 거래 규제에 관한 자세한 내용은 오승현·오경희(2000) 참고.

10) 이 규정들이 장외 파생금융상품 개념에 대해 갖는 함의에 대해서는 진익·한지연(2006) 중 II장 1절참고.

11) Cravath *et. al.*(2001) 참고.

12) Dodd(2002)은 장외 파생금융상품시장을 그 구조에 따라 전통적 딜러시장(traditional dealer market), 전자브로커시장(electronically brokered market), 사적전자거래플랫폼(proprietary electronic dealer or trading platform) 등으로 구분하고 있다. 각 시장의 개념 및 특성에 관한 보다 자세한 내용은 Dodd(2002) 참고.

기 때문이다. 반면 일방향 다자간 거래를 지원하는 사적전자거래플랫폼은 호가정보를 제공받아 유지시키는 기능에 국한하므로 전자거래설비로 간주될 수 있다. 결과적으로 전자브로커시장에서 이루어지는 거래는 더 이상 장외 파생금융상품이 아닌 장내 파생금융상품으로 간주될 가능성이 높다.

장의 파생금융상품을 비정형 파생금융상품으로 이해하는 개념의 진화는 향후 국내 법령에도 수용될 것으로 예상된다. 비록 자금법이 거래형태에 따른 시장 기준을 그대로 유지하고 있지만, 국내 장외 파생금융상품시장이 본격적으로 성장하게 되면 개념 재정립의 필요성이 제기될 것이다.¹³⁾ 무엇보다도 기능별 규제 원칙(동일한 금융기능에 대하여 동일한 규제를 적용)에 충실하고 금융선진국의 선례를 따르기 위해서는 거래형태 기준을 경제적 기준으로 보완하는 것이 불가피하다고 생각한다.

나. 비정형 파생금융상품 거래 유인

장의 파생금융상품의 구조는 거래당사자의 이해요구에 따라 비정형으로 설계되므로 그 구조가 복잡하고 표준화하기 쉽지 않다. 가격결정방식에 대한 전문지식이 축적됨에 따라 장외 파생금융상품의 구조는 더욱 복잡해져 일반투자자가 계약내용을 정확히 이해하기는 더욱 어려워지고 있다. 또한 거래당사자간 사적 계약의 특성상 장외 파생금융상품 관련 정보는 외부에 공개되지 않으므로 거래내용이 불투명하기 마련이다. 이 같은 복잡성과 불투명성 때문에, 일반투자자들이 장외 파생금융상품 거래로부터 대규모 손실을 입게 되면 비정형 장외 파생금융상품 거래 자체가 투기적인 것으로 취급되기도 한다.

그러나 앞서 살펴본 바와 같이, 비정형구조는 장외 파생금융상품의 본질적 요소

13) 국내 장외 파생금융상품시장의 거래 현황 및 성장 가능성에 대해서는 진익·송원호(2006) 참고.

로서 맞춤형 위험구조의 설계를 가능하게 한다. 이런 점에서 보다 효율적인 위험관리를 위해서는 오히려 비정형구조의 거래를 활성화시킬 필요가 있으며, 비정형 장외 파생금융상품 거래 자체를 투기적인 것으로 간주하는 태도는 합리적이지 못하다. 다만 일부 투자자가 자금조달비용을 낮추거나 대규모 수익 실현을 목적으로 상품구조를 투기적으로 설계하면 대규모 손실이 발생할 수 있다. 이러한 점은 지금까지 법적 분쟁 등을 통해 공개된 장외 파생금융상품 실패사례들에서 확인할 수 있다. 일부 투자자가 차입비용을 낮추는 대가로 거래상대방의 손실 가능성은 제한하는 반면 자신의 손실에 대한 보호수단은 포기하였던 것이다.

1) 공기업 사례

2005년 9월 공기업 국정감사 과정에서 공기업이 외은지점과 비정형 통화스와프를 체결하였다는 사실이 드러났다. 9개 공기업이 외국계 금융회사들과 통화스와프 계약을 체결하였는데, 그 스와프계약에는 통화옵션이 내재되어 있었다. 이 스와프 계약의 조건을 살펴보면, 계약기간 중 처음 5년(2004년 4월~2009년 4월) 동안은 정형구조에 따라 매 6개월마다 달러이자(4.875%)와 원화이자(1.75%)를 교환하는 조건이었으나, 나머지 5년(2009년 4월~2014년 4월) 동안은 공기업이 매 6개월마다 내재된 통화옵션 포지션으로부터의 손익을 외국계 금융회사에 지급하는 내용이였다.

내재된 통화옵션 포지션은 공기업이 엔/달러 환율을 기초자산으로 하는 달러 풋 옵션을 외국계 금융회사에 매도한 것이었다. 총 10개의 옵션계약이 내재되어 있었는데, 각 옵션의 행사가격은 85엔/달러로 설정되었으며, 만기는 최단 5년 6개월부터 최장 10년까지 6개월 간격으로 설정되었다. 이 옵션들을 매도한 대가로 받은 프리미엄 수입은 차입비용을 낮추는 데 활용된 것으로 보인다.

액면금액이 1달러인 통화옵션의 풋포지션으로부터 실현되는 만기 손익은 각 이

자지급시점에서의 엔/달러 환율이 상승할 때 증가하는 구조를 가지고 있었다. 즉 2009년 4월 이후 엔/달러 환율이 85 이하로 하락하면 공기업은 85와 이자지급시점에서의 엔/달러 환율간 차이만큼을 외국계 금융회사에 지급해야 한다. 반면 풋옵션의 구조상 엔/달러 환율이 상승하더라도 공기업이 추가로 받을 수 있는 수익은 없다.

2) 다이아몬드펀드 사례

DF(Diamond Fund)가 JP(JP Morgan)와 체결한 계약은 신용 파생상품의 일종인 총수익스와프(Total Return Swap: TRS)이었다. TRS에서는 준거자산에서 발생하는 모든 경제적 성과인 총수익이 고정적인 현금흐름과 교환된다. 신용디폴트스와프(Credit Default Swap: CDS)에서는 신용사건 발생에 근거하여 현금교환이 이루어지는 것에 비해, TRS에서는 신용사건 발생 여부와 무관하게 거래당사자간에 지급이 발생한다.

1997년 2월 DF는 JP로부터 5,300만 달러를 대출받는 대가로 주식을 제공하고, 이 주식을 준거자산으로 하여 TRS 계약을 JP와 체결하였다. 대출 만기인 1998년 2월에 이 주식으로부터 발생하는 총수익을 대출상환액과 교환한다는 내용이었다. 즉 DF는 TRS 수취자로서 향후 DF의 주식으로부터 발생하는 총수익을 TRS 지급자인 JP로부터 수령하는 대신 사전에 약정한 대출상환액을 지급하기로 한 것이다.

만기에 JP가 받기로 약정된 대출상환액은 대출액에 대한 원리금으로 해석할 수 있다. 그리고 상환금액의 하한이 양수가 되도록 제한된 구조였는데, 이로부터 DF가 JP에 콜옵션을 매도하였음을 알 수 있다. 옵션의 비대칭적 수익구조에 따라 DF의 이익, 즉 JP의 손실은 대출액으로 제한되는 반면, DF의 손실규모는 이자율이 증가함에 따라 무제한으로 확대될 수 있었다.

한편 이자율의 결정요인은 세 가지로 구분할 수 있다. 첫 번째 요인은 바트/달

러 환율에 따라 결정되는 구조인데, 바트/달러 환율이 상승할 때 이자율이 증가하고 결과적으로 DF가 JP에 지급해야 하는 이자비용이 증가하는 구조였다. 이는 DF가 JP로부터 바트화에 대한 선도계약을 매입한 것과 유사한 포지션이다. 또한 이자율의 변화가 환율 변화의 5배수로 설정된 것으로부터 DF가 이 포지션에 대해 레버리지를 취하였음을 알 수 있다.

두 번째 요인은 엔/달러 환율에 따라 결정되는 구조인데, 엔/달러 환율이 상승할 때 이자율이 감소하고 결과적으로 DF가 JP에 지급해야 하는 이자비용도 감소함을 확인할 수 있다. 반면 환율이 하락하더라도 이자율의 크기가 0 이상이 될 수 없도록 상한이 설정되어 있으며, 이는 DF가 JP로부터 엔화에 대한 풋옵션을 매입한 것과 유사한 포지션이다.

세 번째 요인은 상수(-0.03)로 설정되어 차입 원금을 일정 정도 탕감하는 구조이다. 결과적으로 DF가 JP와 체결한 차입계약은 TRS 계약을 기본으로 하되 바트화 선도계약과 엔화 풋옵션을 부가한 구조였다.

이와 같이 복잡한 TRS 계약은 두 거래상대방의 이해요구를 충족시키기 위해 설계된 것으로 보인다. 우선 DF는 이 거래를 통해 저리로 자금을 차입할 수 있었다. JP로부터 달러화로 자금을 차입하면서 엔화 풋옵션을 같이 매입함에 따라 저리의 엔화로 자금을 조달한 것과 유사한 포지션을 취할 수 있었다.¹⁴⁾ 또한 환율의 움직임에 따라 대출액의 일부를 탕감받을 수도 있도록 설계된 상환구조는 DF에 상당히 매력적으로 보였을 것이다. 한편 JP는 이 거래를 통해 동남아 포지션을 축소할 수 있었다. 특히 바트화 선도계약을 TRS 계약에 포함함으로써 당시 거래비중이 높았던 바트화 포지션의 위험을 축소할 수 있었다.¹⁵⁾

14) 풋·콜·패리티(put-call-parity) 조건에 따르면, 달러로 차입하고 엔화 풋옵션을 매입하는 포지션은 엔화로 차입하고 엔화 콜옵션을 매입하는 포지션과 동일한 수익구조를 제공한다. 보다 자세한 내용은 김인준·변석준·윤창현(1998)을 참고.

15) DF에는 엔화 풋옵션에 대한 위험관리수단으로 바트화 선도계약을 제안하였을 것으로 추론된다. 계약 당시까지의 역사적 자료를 살펴보면, 바트화와 엔화의 상관관계가 높은 수준으로 유지되고

3) P&G 사례

1993년 11월 P&G(Proctor & Gamble)는 기존에 보유하고 있던 이자율 스와프의 만기가 도래하자 이를 대체하는 스와프계약을 BT(Bankers Trust)와 체결하였다. 새로운 스와프계약은 만기 5년, 액면금액 2억 달러, 반기 이자지급조건이었다. BT가 P&G에 5.30%의 고정이자를 지급하는 대신, P&G는 BT에 변동이자를 지급하기로 약정되어 있었다.

그런데 이 스와프계약의 변동이자 결정방식은 정형 이자율 스와프와 달리 복잡한 구조로 설계되었다. 변동이자는 스프레드를 포함하여 설정되었는데, 이 구조는 정형구조에 비해 몇 가지 특징을 가지고 있다. 우선 기존 이자율은 30일 평균 CP 이자율에 연동되었는데, 이는 변동이자를 LIBOR에 연동시키는 정형 스와프거래와 구별되는 특징이다. 또한 CP 이자율 산정도 특정일의 CP 이자율이 아니라 30일 평균 이자율이 사용되었다.

다음으로 스프레드는 5년 만기 채무부채권과 30년 만기 채무부채권의 가격차이에 의해 결정되는 구조이다.¹⁶⁾ 계약기간 5년 중 첫 반기 동안의 스프레드는 0으로 약정되었으며, 나머지 반기 동안에 적용될 9개 스프레드는 계약시점으로부터 6개월 후인 1994년 5월 4일의 채무부채권 시장가격을 기준으로 결정하기로 약정되었다. 그런데 5년 만기 및 30년 만기 채무부채권의 시장가격이 하락할수록 스프레드가 증가하는 구조였다.

한편 75bp 차감항목은 P&G가 BT에 매도한 옵션의 프리미엄으로 간주할 수 있다. 또한 채권가격 변화에 따른 스프레드 상승에는 제한이 없는 반면, 스프레드의 하한은 0으로 설정되어 있다. 따라서 P&G가 BT에 풋옵션을 매도한 것과 유사

있었다. 따라서 엔화 풋옵션을 통해 바트화 위험을 상쇄하는 것이 가능한 상황이었다. 보다 자세한 내용은 김인준·변석준·윤창현(1998)을 참고

16) 이처럼 스프레드가 5년/30년 만기 채무부채권의 수익률에 의해 결정되는 한편, 스프레드 결정방식이 이자율 변동을 확대한다는 점에서 이 계약은 “5/30 레버리지 스와프(leverage swap)”라 명명되었다. Smith(1997) 참고

한 포지션이다. 만약 계약 후 6개월(1993년 11월~1994년 5월)간 두 채권가격이 크게 하락하지 않으면 P&G가 75bp의 이익을 누릴 수 있는 조건이다.

요컨대 P&G가 체결한 이자율스왑의 수익구조는 고정금리를 받는 정형 이자율 스왑과 채무부채권에 대한 풋옵션을 합성함으로써 복제할 수 있다. P&G가 내재된 옵션으로부터 획득한 프리미엄을 이용하여 차입비용을 절감하려 했던 것으로 판단된다.

4) Gibson Greetings 사례

1990년대 초 회사의 재무상태가 악화되던 GG(Gibson Greetings)는 이자율스왑을 이용하여 이자비용을 절감하고 순이익을 증가시키려고 시도하였다. 향후 이자율이 하락할 것이라는 예상하에 고정채무를 변동채무로 대체하기 위해 1991~92년 사이 지속적으로 이자율스왑을 활용한 것이다. GG는 1992년 10월 1일에도 BT와 두 개의 스왑계약을 추가로 체결하였다. 두 스왑 모두 쿠폰이자율이 5.50%이고 액면금액은 3천만 달러였으며, 만기는 하나가 4.5년이고 다른 하나는 5년이었다.

GG가 BT와 체결한 스왑 계약은 새로운 형태의 변동이자 지급구조를 가지고 있었다. 일반적으로 변동이자 6개월 LIBOR에 연동되는 정형 스왑과 달리 GG가 체결한 스왑에서는 변동이자 $[LIBOR^2/6.0\%]$ 에 연동되었다. 이는 LIBOR가 하락할 때 GG가 지급해야 하는 이자비용이 체감하는 반면 반대의 경우에는 이자비용이 체증하는 구조로서, GG가 레버리지를 취한 것으로 볼 수 있다. GG는 이자비용 절감을 위해 레버리지가 첨가된 스왑계약을 수용한 것으로 보인다.

5) 오렌지카운티 사례

1993년 12월 OCIP(Orange County Investment Pool)는 100만 달러 규모의 1998년 만기 FNMA(Federal National Mortgage Association) 채권을 보유하고 있었다. OCIP는 이를 담보로 제공하고 30일 동안 고정이자율로 자금을 조달하는 Reverse Repo 계약을 CSFB(Credit Suisse First Boston)와 체결하였다. Repo 이자율이 3%이고 채권규모가 1억 달러라고 가정하면, OCIP는 CSFB에 30일 후에 이자 25만 달러를 포함하여 총 1억 25만 달러를 지급해야 하는 거래이다.

OCIP는 Reverse Repo를 통해 조달한 자금을 FNMA가 발행한 Inverse FRN에 투자하였다. 당시 OCIP가 투자한 Inverse FRN의 쿠폰은 준거이자율의 움직임과 역방향으로 재조정되는 구조로 되어 있었다. LIBOR에 레버리지 승수 2가 곱해져 있어 이자율 상승시 쿠폰이자율 하락 정도가 그만큼 확대되는 구조이다. 이와 같이 Reverse Repo를 통해 조달한 자금을 고정이자채권에 비해 이자율 위험이 높은 Inverse FRN에 투자하는 전략은 보유 포트폴리오의 유효 듀레이션을 크게 연장시키는 결과를 초래하였다. 즉 OCIP는 자금조달과 자산운용 양면에서 모두 이자율 위험을 확대하는 투자전략을 사용한 것이다.

OCIP가 듀레이션 확대전략을 구사한 이유는 향후 이자율이 지속적으로 하락할 것이라는 전망에 따라 투기적 수익을 추구한 때문이다. 1994년 이전에는 이러한 투자전략이 좋은 성과를 거두고 있었다. 1991~93년 당시 경기침체로 캘리포니아 지방자치단체의 평균 투자수익률이 5~6% 정도였던 것에 비해, OCIP는 8~9%라는 높은 수익률을 달성한 바 있다. 그러나 1994년 연방준비제도가 인플레이션을 방지하기 위해 여섯 차례나 이자율을 인상함에 따라 투자전략의 기본가정이 흔들리고 OCIP는 큰 손실을 입게 되었다.

3. 장외 파생금융상품 거래 관련 법적 위험

장외 파생금융상품 거래에서 법적 위험¹⁷⁾은 매우 중요한 위험요소이다. 장외 파생금융상품 거래에서는 새롭고 복잡한 상품구조가 지속적으로 도입되는 만큼, 극소수의 전문가를 제외하고는 계약조건을 제대로 이해하지 못하는 것이 일반적이다. 이로 인해 장외 파생금융상품 계약을 둘러싼 법적 분쟁이 발생할 가능성이 높으며, 계약내용 중 일부가 거래당사자의 원래 의도대로 집행되지 않거나 계약 자체가 무효화되는 사례가 종종 발생한다.

법적인 측면에서도 장외 파생금융상품의 구조가 새롭고 복잡한 만큼, 관련 규정이 사전에 완비되어 있지 않거나 법원의 판례가 충분히 축적되어 있지 못한 것이 일반적이다. 사전적으로 향후 개발 가능한 모든 상품구조를 예측하고 이에 대응하여 관련 법률을 준비하려는 것은 거의 불가능하다. 이러한 상황에서 분쟁 발생시 관할법원이 어떤 법을 적용하여 어떤 기준을 가지고 판단을 내릴지 예측하기 쉽지 않다.¹⁸⁾ 또한 사적 계약의 다양성이 충분히 존중받는다고 하더라도, 계약 만기가 도래하기 전에 법이 변경될 수 있다.

따라서 장외 파생금융상품 거래당사자는 법적 위험을 관리하기 위해 계약 준비 단계부터 법적인 소송의 발생 가능성을 충분히 고려할 필요가 있다. 장외 파생금융상품 거래에서 발행하는 법률적인 문제는 극히 다양하다. 본 장에서는 법률위험을 효과적으로 관리하기 위하여 유의할 법적 개념을 간략히 정리해보고자 한다.

17) 법적 위험(legal risk)은 향후 거래의 일부 또는 전부의 법적 효력이 부인되어 거래당사자가 손실을 입게 될 가능성을 의미한다. 많은 경우 법적 위험은 부적절하거나 부정확한 법률자문 또는 서류작성 등과 관련하여 발생하게 된다. 금융감독원(2002) 참고.

18) 미국에서 장외 파생금융상품이 거래되는 근거는 세 가지이다. 파생금융상품이 상품에 해당할 경우 CFTC의 면제를 조건으로 장외에서 거래될 수 있다. 파생금융상품이 증권에 해당하면 증권거래법의 적용을 받고, SEC의 감독하에 거래될 수 있다. 파생금융상품이 상품과 증권에 해당되지 않으면 각 주의 일반법(Common Law)의 적용을 받고 거래당사자의 감독기관이 감독한다. 오승현·오경희(2000)를 참고.

가. 사기

1) 사기의 내용

장의 파생금융상품 거래와 관련하여 자주 제기되는 소송은 사기에 기초한 청구이다. 사기는 금융회사가 고의¹⁹⁾로 사실을 속여서 거래상대방을 착오에 빠지게 하는 행위이다. 금융회사의 과대선전이나 과대광고는 모두 사실을 속이는 것이나 거래상대방에서 과장되어 있다는 것을 판단할 수 있는 경우에는 사기로 인정되지 않는 것이 보통이다.

거래상대방이 금융회사의 기망행위로 말미암아 착오에 빠지고 그 결과 장외 파생금융상품 거래가 이루어졌다면, 거래상대방은 그 거래를 취소할 수 있다(민법 제110조 제1항). 취소된 거래는 처음부터 무효로 되기 때문에(민법 제141조), 거래상대방은 계약 이행을 거절할 수 있으며 이미 의무를 이행하였다면 지급한 금액의 반환을 청구할 수 있다(민법 제110조 제3항). 또한 장외 파생금융상품 거래가 사기에 해당된다고 인정되면 금융회사의 불법행위책임이 제기되어 손해배상책임이 따를 수 있다. 즉 금융회사 직원이 사기라는 불법행위를 저지른 것에 대해 금융회사에게 사용자책임을 물을 수 있다.

2) 사기 적용사례

한국의 대한생명 등이 MG(Morgan Guaranty)라는 신탁회사를 상대로 뉴욕 남부지방법원(Southern District of New York)에 제기한 소송이 그 예이다. 1997년 대한생명은 SK증권 등과 함께 인도네시아에 DF(Diamond Fund)를 설립한 후, MG와 총수익스와프를 체결하였다. 이후 외환위기로 인하여 총수익스와프에서 대

19) 이때 고의라 함은 ‘상대방을 착오에 빠뜨리려는 고의’와 ‘그 착오에 의하여 의사표시를 하도록 시키려는 고의’라는 이중의 고의를 의미한다. 이와 같이 사기(fraud)가 성립하려면 금융회사의 고의가 필요한데 실제로 그러한 고의를 입증할 수 있는 경우는 흔하지 않다. 김준호(2003) 참고.

규모 손실이 발생하였고, 대한생명은 MG의 청구에 따라 관련 채무를 이행하였다.

대한생명은 사기 및 부주의에 의한 부실표시 등을 주장하면서 지급한 금전의 반환을 요청하는 소를 제기하였다.²⁰⁾ 즉 MG가 스와프거래를 권유하는 과정에서 바트화의 안정성을 허위로 표시하는 등 DF를 기만하였다는 것이다. 특히 대한생명의 주장에 따르면, MG는 태국중앙은행이 바트화의 평가절하를 준비하고 있다는 내부 정보를 가지고 있었음에도 불구하고 관련 정보를 은폐한 채 계약을 권유하였다.

그런데 MG의 사기를 증명하기 위해서는 대한생명이 다음과 같은 사실을 입증하여야 했다. 첫째, MG가 중요 사실에 관하여 허위표시를 행하였다. 둘째, MG가 그러한 사기에 의하여 대한생명을 사취하였다. 셋째, 대한생명이 그러한 허위표시를 합리적으로 신뢰하였다. 넷째, 대한생명이 그러한 신뢰의 결과 손해를 입었다.

그러나 법원은 대한생명이 MG를 합리적으로 신뢰하지 않았다고 판결하였다. 대한생명이 태국 바트화에 대한 붕괴위험을 이유로 거래규모를 1억 달러에서 2,500만 달러로 축소하였던 점이 그 판단근거였다. 결국 셋째 조건인 합리적 신뢰성이 충족되지 않은 것이다.

나. 신의성실의무

1) 신의성실의무의 내용

신의성실의무는 권리 행사와 의무 이행은 신의에 좇아 성실히 하여야 하며 권리는 남용하지 못한다는 것이다(민법 제2조). 신의나 성실의 구체적 내용은 때와 장소에 따라 변하는 것으로 결국 그 사회의 상식이나 일반통념에 따라 결정된다.

20) 사기 및 부주의에 의한 부실표시(negligent misrepresentations)와 더불어 당해 거래의 불법성(illegality), 당해 거래의 뉴욕주 도박금지법 위반, 계약 위반, 부당한 축재, 및 당해 거래의 상업적 실패 또는 실행 불가능성(commercial frustration or impracticability) 등도 주장되었다. 그러나 법원은 대한생명 사건을 판결하면서 증권법이나 상품법에 의한 공시 관련 논점은 취급하지 않았다. 최영렬(2005) 참고.

개인이나 일반회사 등은 금융회사를 통해서 장외 파생금융상품 거래를 하는 것이 일반적이지만, 자기책임원칙에 따라 이러한 거래에서 발생하는 손실은 거래주체인 고객이 스스로 부담해야 한다. 그런데 대규모 손실을 입게 된 거래 일방이 그 손실을 피하기 위하여 그 거래의 무효를 주장하는 사례가 적지 않다. 그 거래를 주선하거나 거래의 상대방이 된 금융회사에 대해서 손해배상을 요구하는 사례도 있다. 이처럼 투자자가 금융회사를 상대로 손해배상책임을 주장할 수 있는 근거는 금융회사가 신의성실의무를 위반했다는 것이다.

금융회사가 신의성실의무를 위반하였다고 인정되는 경우에 장외 파생금융상품 계약의 효력이 부인될 수 있다. 따라서 신의성실의무는 금융회사가 고객의 자기책임원칙을 주장할 수 있는 전제라고 할 수 있다. 신의성실의무의 위반 여부를 판단하기 위해 ‘합리적이고 분별력 있는 사람’ 기준이 적용된다.²¹⁾ 이 개념은 주의의무(duty of care)의 준수 여부를 판단하기 위한 법적 기준이 된다.

2) 신의성실의무 적용사례

1987년 MS(Morgan Stanley)와 체결한 주식거래로부터 대규모 손실을 입게 된 WV(West Virginia)주의 투자신탁기금이 MS를 대상으로 소송을 제기하였다. WV주의 핵심적인 주장은 MS가 주법을 위반하면서 투기적인 기대를 조장하였으며, 투자신탁기금의 직원이 범죄를 저지르도록 지원하고 편의를 제공하여 신의성실의무를 위반하였다는 것이었다. 이 사안에 ‘합리적이고 분별력 있는 사람’의 기준이 적용되었고, 배심원들은 분별력 있는 사람이라면 동일한 상황에서 WV주에 손실을 초래한 동일한 투기적인 투자전략을 제안했을 것인가를 판단하도록 주문받았다.

그러나 SEITA²²⁾가 SBIL²³⁾를 상대로 소송을 제기한 분쟁사례에서는 신의성실

21) ‘합리적이고 분별력 있는 사람(reasonable prudent man)’은 가치판단이나 행동 기준 등이 특정 시대 및 특정 사회의 보통사람으로서, 좀처럼 감정이 이성을 마비시키지 않으며 습관과 성격이 온화한 사람을 말한다. Gardner(2006) 참고.

의무 원칙이 적용되지 않았다. SEITA는 1994년과 1995년에 SBIL과 체결한 두 개의 스와프계약에서 2,900만 달러의 손실을 입게 되자, SBIL의 직원이 기만적인 행동을 했다고 주장하였다. 즉 SBIL이 제시하는 스와프계약에 투자하면 향후 수백만 달러의 이익을 얻게 될 것이라고 설득하면서 이 계약과 관련된 위험부문은 은폐하였다는 것이다. 그러나 뉴욕주 법원은 SBIL이 신의성실의무를 이행하기로 약속한 바 없다는 점을 들어 신의성실의무 위반에 해당되지 않는다고 판결하였다.

한편 P&G가 BT를 상대로 신의성실의무 위반을 근거로 제기한 약식심판 요청은 법원에 의해 받아들여졌다. P&G의 주장은 BT가 잠재적 신용위험규모를 의도적으로 축소하여 전달하였다는 것이다. BT의 직원이 전화통화에서 해당 스와프계약의 가치를 부정확하게 전달하였음을 증명하는 녹음기록이 증거로 제시되었다. 법원은 이 같은 주장을 받아들여 스와프거래에서 충분한 정보를 공개하도록 심판하였다.²⁴⁾ 주요 논거는 BT가 스와프계약 체결 전후에 중요한 정보를 P&G에게 모두 공개해야 할 의무, 즉 신의성실의무를 지켰어야 한다는 것이다.

다. 금융회사의 설명의무

1) 설명의무의 내용

사적 거래에서 일방이 상대방에 대해서 거래위험 등에 대해서 설명할 의무는 없다. 그러나 금융거래에서는 금융회사가 고객에 대해 설명의무를 부담한다는 점이 널리 받아들여지고 있다. 설명의무가 인정되는 구체적인 요인은 금융회사와 고객

22) SEITA(Societe Nationale d'Exploitation Industrielle des Tabacs et Allumettes)는 프랑스 국립 담배회사이다.

23) Salomon Brothers International Limited

24) 한편 법원은 해당 스와프 거래가 증권법과 증권거래법상의 증권은 아니라고 판결하였다. 결국 이 소송은 공판 전에 합의에 의해 해결되었으며, P&G는 BT에 총손실액(1억 600 달러) 중 일부(3,500만 달러)만을 지급하였다. 김형태·이현진(2003) 참고.

사이에 존재하는 정보의 격차, 그리고 금융회사는 당해 업무로부터 이익을 얻는다는 점이다. 즉 거래 일방이 특정 정보에 대해 우월한 지식을 갖고 있고, 그 상대방이 그 정보를 쉽게 구할 수 없으며, 상대방이 잘못된 지식을 갖고 행동하고 있음을 일방이 알고 있을 때에는 관련 정보를 공개해야 할 의무가 발생하게 된다.

금융회사가 거래에 대한 설명을 제대로 하였다면 투자결정에 대한 책임은 고객이 부담하게 된다. 금융회사의 설명의무 정도는 구체적인 사항에 따라 달라질 수 있다. 금융회사의 권유에 의한 거래, 투자경험이 적은 비전문가를 대상으로 하는 거래, 거래목적이 위험회피인 거래, 거래금액이 소액인 거래, 위험이 크고 상대적으로 생소한 거래 등의 경우에는 금융회사의 설명의무가 보다 커지게 된다.

금융감독위원회가 제정한 「증권업감독규정」에서는 고객이 선물·옵션 거래를 위한 계좌를 설정할 때 증권회사로 하여금 고객에 대해서 거래위험 등을 설명하도록 규정하고 있다(증권업감독규정 제4-17조 제2항). 그러나 이러한 하위규정을 근거로 고객이 증권회사의 설명의무 위반을 이유로 손해배상책임을 주장할 수 있는지는 명확하지 않다. 또한 이 규정은 거래소에서 거래되는 장내 선물·옵션 거래에만 적용되고 일반적인 장외 파생금융상품 거래에는 적용되지 않는다. 한편 금융감독원이 제시한 「금융기관의 파생금융상품 거래에 관한 모범규준」에서는 금융회사로 하여금 금융회사가 아닌 자와 장외 파생금융상품 계약을 체결할 때에는 상대방의 능력을 감안하여 거래상의 중요 정보를 충분히 고지하도록 규정하고 있다.

2) 설명의무 적용사례

장외 파생금융상품 거래에서 설명의무 위반이 문제되었던 사례는 1994년에 P&G가 BT를 상대로 제기한 이자율스왑프 관련 소송사건이다. 이 소송에서 P&G는 계약 체결 당시 BT가 스왑프거래에 내재된 위험을 적절하게 설명하지 않았다고 주장하였다. 그러나 당시 법원은 이러한 P&G의 주장을 받아들이지 않았다.

P&G가 이미 복잡한 장외 파생금융상품 거래를 여러 차례 경험하였기 때문에, 장외 파생금융상품의 특성 및 내재된 위험을 이해할 수 있을 정도로 충분히 숙련된 전문투자자(sophisticated party)로 간주한 것이다. 법원은 이 스와프계약의 내용이 전문투자자가 정확히 이해할 수 있을 만큼 명확하고 구체적이라고 판단하였다.

앞서 대한생명과 Morgan Guarantee 사이의 분쟁에서도 설명의무 위반에 대한 주장된 바 있으나, 법원이 그 주장을 받아들이지 않았다. 비록 TRS 거래의 구조가 복잡하고 난해하며 대한생명이 이전에 TRS 거래에 참여했던 경험이 없다고는 하지만, 법원은 대한생명을 이 거래를 충분히 이해할 수 있는 전문 투자자라고 간주한 것이다.

또한 SEITA가 SBIL을 상대로 제기한 설명의무 위반 주장도 법원에 의해 받아들여지지 않았다. SEITA는 SBIL이 고안한 스와프계약이 매우 복잡하여 전문적 투자자가 아닌 자신이 계약의 규모와 내재된 위험을 이해할 수 없었다고 주장하였다. 그러나 법원은 SEITA가 스와프거래와 관련된 위험을 인식할 수 있을 정도로 대규모이고 전문성을 갖춘 회사라고 판단하였다.

라. 적합성 원칙

1) 적합성 원칙의 내용

적합성 원칙은 투자자의 투자목적·재산상태·투자경험 등에 비추어 적합한 투자가 아니라고 판단될 경우 금융회사가 이 투자를 고객에게 권유해서는 안 된다는 원칙이다. 즉 금융회사는 고객의 수요에 적합한 거래를 권유해야 하며 고객이 자신의 수요에 부적합한 거래를 행한 책임을 금융회사가 부담한다. 따라서 금융회사로서는 먼저 당해 거래가 고객의 수요에 적합한 것인지 여부를 판단해서 부적합하다고 판단하는 경우에는 고객이 그 거래를 단념하도록 설득해야 한다. 적합하다고 판단하

는 경우에는 거래에 대한 충분한 설명을 함으로써 고객의 자기 판단을 도와야 한다.

적합성 원칙은 두 가지 영역으로 구분될 수 있다. 우선 금융회사가 거래상대방에게 장외 파생금융상품에 대한 투자 권유를 함에 있어 거래상대방의 재무상황 등에 비추어 이 거래가 거래상대방에게 적합하다고 볼 수 있는 경우에만 권유하여야 한다. 고객에 대한 정확한 파악을 전제조건으로 한다는 점에서 KYCR(Know Your Customer Rule)이라 한다. 다음으로 특정 장외 파생금융상품을 추천함에 있어 합리적인 근거를 가지고 있어야 한다. 금융회사는 고객에게 특정 거래의 이익 또는 손실에 대하여 단정적이거나 합리적인 근거가 없는 판단을 제공하여서는 안 된다는 것으로, 이를 KYPR(Know Your Product Rule)이라 한다.

우리나라에서도 최근 장외 파생금융상품 거래에 관한 적합성 원칙이 도입되고 있다. 금융감독원의 「금융기관의 파생금융상품 거래에 관한 모범규준」에서는 금융회사가 아닌 고객과 장외 파생금융상품 계약을 체결할 때에는 적합성 원칙이 적용됨을 명시하고 있다.²⁵⁾ 또한 금융감독원이 금융회사들과 함께 팀을 구성하여 마련한 「파생결합금융상품에 대한 감독 및 업무처리기준」에도, 금융회사가 투자자에게 파생결합금융상품 투자를 권유할 때 지켜야 할 영업행위준칙 중 하나로 적합성 원칙이 포함되고 있다(증권업감독규정 제4-4조 제1항 제4호).

2) 적합성 원칙 적용사례

적합성 원칙이 제기된 사례는 1999년 UBSIT(UBS International Trustees)가 MSDW(Morgan Stanley Dean Witter)를 상대로 제기한 소송이다. 이 사례에서 UBSIT는 스와프 계약에서 손실을 입은 위탁 투자자를 대리하여, 투자자가 레버리지 및 스와프 거래에 익숙하지 않은 일반투자자라고 주장하였다. 즉 MSDW가 일반 투자자에게 적합하지 않은 스와프 거래를 권유하였다는 것이다.

25) 금융감독원(2002) 중 5.(2). 참고

1999년 SN(Springwell Navigation)이 CMB(Chase Manhattan Bank)를 상대로 제기한 소송에서도 적합성 원칙 등이 주장되었다. 신흥시장 채권 관련 스와프가 매우 위험한 거래임에도 불구하고 CMB가 SN에 이 거래에 대한 투자를 권유하였으며, CMB가 해당 스와프 계약이 SN의 목적에 적합하지 않다는 점을 사전에 전달하지 않았다는 것이다.

마. 묵시적 계약위반

1) 묵시적 계약위반의 내용

장외 파생금융상품 거래는 계약위반과 관련될 수 있다. 장외 파생금융상품 계약에서도 다른 일반계약과 마찬가지로 거래당사자간에 서명한 계약서로부터 계약적 의무가 발생하리라는 점은 명백하다. 그런데 명시적인 계약내용은 아니라고 하더라도 묵시적 계약의무가 발생할 수도 있다. 묵시적 계약의무가 성립하기 위해서는 거래당사자들이 장외 파생금융상품 계약과 관련된 위험을 이해할 수 있을 정도로 충분히 전문적이어야 하며, 동일한 정보 및 협상능력을 보유하고 있어야 한다.

ISDA의 표준계약서는 묵시적 계약위반의 근거를 명시적으로 제시하고 있다. 표준계약서의 Section 4는 거래당사자 상호간에 특정한 정보를 제공할 것과 제공된 정보를 거래확인서에 구체적으로 명시할 것을 요구하고 있다. 이에 따르면 스와프 관련 위험에 대한 정보를 제공해야 하는 의무를 다하기 위해서는 이 위험을 표준계약서에 구체적으로 명기해야 한다.

장외 파생금융상품 거래에 참여한 일방이 계약을 위반한 것이 인정되는 경우 다른 일방은 채무불이행을 근거로 손해배상을 청구할 수 있다. 다만 소송을 제기하는 당사자는 성립된 계약관계를 전제로 상대방의 채무불이행 사실을 입증하여야 한다.

2) 묵시적 계약위반 적용사례

1997년 Maryland주에서 두 명의 사업가가 FX(FX Concepts)와 체결한 스와프 계약과 관련하여 소송을 제기하였다. 이들의 주장에 따르면, FX의 직원이 이 스와프계약의 위험에 대해 설명해주지 않아 그 위험을 제대로 이해할 수 없었고 결국은 손실을 입었다. 조사결과 FX가 소속직원에게 스와프계약 관련 위험을 거래상대방에게 설명해주도록 지시하였으나 그 직원이 실행하지 않은 것으로 드러났다. 법원은 이를 계약위반이라고 판결하였다.

BA(Bank Atlantic) 사례에서도 계약위반이 제기되었다. BA는 보유하고 있던 변동금리 부채로부터 발생할 수 있는 이자율위험을 회피하기 위해 HS(Homestead Savings)와 두 개의 이자율스와프 계약을 체결하였다. 이후 BA는 계약이 제대로 이행되지 않는 것을 이유로 기존의 재무상담회사인 PW(Paign Webber)와의 서비스계약을 종료하고, 다른 회사로부터 이자율스와프 관련 업무를 지원받으려 하였다. 그런데 이 시점에서 이자율이 급격하게 하락하여 BA가 3천만 달러의 손실을 입게 되었다. 이에 BA는 이자율스와프와 관련된 위험을 정확하게 공개하지 않았다는 이유로 PW를 상대로 소송을 제기한 것이다.

그러나 법원은 BA가 이자율스와프와 관련된 위험을 충분히 인식할 수 있었다고 판결하였다. 계약내용 중 BA가 PW를 제3자의 소송으로부터 면책시켜주기로 약정한 조항이 그 판단근거였다.

바. 거래당사자의 권리능력

1) 권리능력의 내용

장의 파생금융상품 거래 당사자가 법인이나 단체인 경우, 이 거래가 거래당사자의 권리능력 범위내에 속하는 것인지가 문제될 수 있다. 일반적으로 법인은 정관으

로 정한 목적의 범위내에서 권리능력을 갖기 때문이다(민법 제34조). 따라서 장외 파생금융상품 거래에 참여할 수 있다는 내용의 규정이 정관에 포함되어 있지 않는 일반 회사의 경우 법적 문제가 발생할 수 있다. 만약 법원이 정관에 명시적인 규정이 있는 회사만 장외 파생금융상품 거래에 참여할 수 있다고 해석한다면 장외 파생금융상품 거래가 권리능력 범위 외의 행위로 무효가 될 가능성이 커진다. 장외 파생금융상품 거래를 업무로 하는 금융회사의 경우에는 당연히 권리능력을 갖는다고 할 수 있다.

한편 장외 파생금융상품 거래와 관련하여 권한 밖의 행동이 문제가 될 수도 있다. 스와프 계약은 거래당사자간의 계약으로서, 거래당사자 일방이 계약을 체결할 수 있는 법적 권한이 없으면 그 계약은 구속력이 없다. 따라서 장외 파생금융상품 거래의 효력을 부인하고자 하는 거래당사자는 장외 파생금융상품 거래가 거래당사자의 대리권을 넘어서 이루어졌음을 주장하기도 한다. 그러나 거래당사자가 실질적인 권한이 없더라도 외관상 권한이 있으면 그 계약은 구속력을 갖는다.

2) 권리능력 적용사례

장외 파생금융상품 거래 분쟁과 관련하여 권한 밖의 행위가 문제되었던 사례는 영국의 HFLBC²⁶⁾ 사건이다. 이 사건에서 영국 법원은 지방정부가 은행과 체결한 수천 개의 스와프 계약은 권한 밖의 행위로서 무효라고 판결한 바 있다.

권한 밖의 행위가 문제된 또 다른 사례는, 2000년 Sumitomo와 J.P. Morgan 사이에 체결되었던 스와프계약이다. Sumitomo의 주장에 따르면, 동 회사의 직원이 재무부서 및 이사회의 승인 없이 Morgan과 스와프계약을 체결하였다. 스미토모는 재무부서만이 회사를 대표하는 계약을 승인할 수 있다는 점을 근거로 직원이 사전 승인 없이 체결한 스와프계약은 권한 없는 계약이라고 주장하였다. 이에 대하여 일

26) Hammersmith & Fulham London Borough Council

본 법원은 동 계약은 법을 위반한 계약으로 집행될 수 없다고 판결하였다. 상법에서 정한 이사회에 의해 승인받지 않은 계약은 권한 없이 행한 계약으로 불법이며 무효라는 취지였다.

4. 장외 파생금융상품 거래의 법적 위험관리방안

거래상대방이 계약내용을 약정한 바대로 이행하지 않아 손실을 입게 될 가능성을 의미하는 법률위험은 장외 파생금융상품을 거래할 때 직면하게 되는 가장 큰 위험 중 하나이다. 이는 장외 파생금융상품 거래의 경우 거래당사자들이 거래소를 거치지 않고 스스로 거래상대방과 협상하여 계약조건을 정하고 그 내용을 이행해야 하기 때문이다. 장내 파생금융상품과는 달리 거래소의 규칙 등에 따라 계약조건이 표준화되어 있지 않는 장외 파생금융상품의 경우, 거래당사자가 거래과정에서 발생 가능한 법률위험을 보다 적극적으로 관리할 필요가 있다. 본 장에서는 장외 파생금융상품 거래에 참여하는 금융회사와 일반투자자들이 법률위험을 효과적으로 관리할 수 있는 방안을 소개하고자 한다.

가. 명확한 투자목적 설정

장외 파생금융상품 거래로부터 발생하는 법률위험을 효과적으로 관리할 수 있는 가장 기본적인 방안은 거래당사자가 자신의 특성을 반영하여 투자목적을 명확하게 설정하는 것이다. 앞서 비정형 장외 파생금융상품 거래의 유인에서 확인한 바와 같이, 장외 파생금융상품 거래당사자가 자신의 특성에 부합하지 않는 투자 목적을 설정하고 부적절한 구조의 상품을 활용할 경우 실패할 가능성이 높다. 예를 들어 지방자치단체나 공기업은 당연히 원금 보장을 중요한 투자목적으로 설정해야

하는 만큼 비정형구조의 거래에 참여하는 것은 적합하지 않다.

다음으로 비정형구조의 장외 파생금융상품에 투자하는 거래당사자는 비정형 상품의 특성을 적절하게 활용해야 한다. 처음에는 자신의 능력으로 가치평가나 헤지가 가능한 정형구조의 거래에만 참여하며, 경험과 지식이 증대되는 것에 맞추어 비정형 구조의 거래로 점차 확대하는 것이 바람직하겠다. 특히 거래당사자는 계약 체결 이전에 거래상대방에게 장외 파생금융상품 거래에 참여할 수 있는 권리능력이 있는지 여부, 그리고 업무담당자가 권한 밖의 행동을 하고 있지 않는지 여부 등을 면밀히 검토해보아야 할 것이다.

다음으로 일반투자자는 장외 파생금융상품 거래시 손실 가능성을 제한하는 것이 바람직하며 이를 위해 필요한 경우 수익기회를 포기할 수도 있어야 한다. 예를 들어 일반투자자는 레버리지가 높거나 파생금융상품의 수익이 준거자산의 움직임과 역으로 결정되는 구조의 거래에는 참여하지 않는 것이 바람직하다. 레버리지가 포함된 구조를 활용하면 일정한 투자액으로 높은 수익률을 기대할 수 있는 반면, 자신의 예측이 틀릴 경우 그만큼 손실도 커질 수 있다.²⁷⁾ 또한 수익이 준거자산의 움직임과 반대로 결정되는 구조는 일반투자자가 이해하기 쉽지 않을 뿐만 아니라 그 유동성이 상대적으로 작기 때문에 주의를 기울일 필요가 있다. 자신이 상품구조를 분석할 능력이 부족하다고 판단되는 경우, 일반투자자는 계약 체결 이전에 외부 전문가로부터 자문을 구하는 것이 바람직하다.

나. 투자자보호 규율 준수

비정형 장외 파생금융상품은 기본적으로 유용한 금융거래이므로 그 거래가 활

27) 레버리지에 의한 위험증가는 상품구조뿐만 아니라 자금조달방식에서도 나타날 수 있다. 헤지펀드와 같이 장외 파생금융상품 거래에 익숙한 전문 투자자일지라도 LTCM의 경우에서와 같이 과도한 레버리지 사용은 위험하다. 이는 거래당사자 차원에서뿐만 아니라 금융시장 전반의 안정성 차원에서 법규정 등을 통해 통제될 필요가 있다. 김형태·이현진(2003) 참고.

성화되는 것이 바람직하다. 다만 잘못된 활용으로 인하여 대규모 손실이 발생할 수 있는 만큼, 비정형 거래의 보다 안전한 활용을 위해 적절한 규율 마련이 요구된다. 거래당사자는 투자목적을 명확히 하는 한편 위험관리시스템을 적절히 갖추었으며, 금융회사는 투자 권유과정에서 신의성실의무에 충실하고 일반투자자에 대한 공시에 철저하다면, 비정형 장외 파생금융상품 거래가 활성화되는 것이 바람직하다.

우리 금융감독당국도 이같은 시각을 받아들이고, 문제 발생시 장외 파생금융상품 자체에 대해 규제하기보다는 이를 잘못 활용하여 발생하는 문제를 해결하고자 노력하고 있다. 자금법은 이같은 태도를 반영하여 현행 법령에 다소 미흡하게 규정되어 있던 장외 파생금융상품 거래 관련 투자자보호 규정을 보다 강화하고 있다. 예를 들어 자금법하에서는 장외 파생금융상품 매매중개업이 금융투자업에 포함되므로 현행 법령하에서 관련 규율이 없었던 영역도 투자자보호를 위한 규제대상에 포괄된다.

한편 장외 파생금융상품 거래에 참여하는 금융회사가 투자자보호 규정을 제대로 준수하지 않는 경우 거래 자체가 무효화되거나 거래상대방의 손해를 배상해주어야 한다. 따라서 금융회사는 일반투자자와 거래할 경우 투자자보호 규정을 철저히 준수할 필요가 있으며 이것이 법적 위험을 관리하는 첫걸음이다. 자금법은 투자자보호 규정으로 설명의무, 적합성 원칙, 요청하지 않은 투자 권유의 규제, 투자광고 규제 등을 명시하고 있으며, 그 내용을 개관하자면 다음과 같다.

첫째, 금융투자회사가 투자자에게 금융투자상품의 투자를 권유하는 경우, 상품 내용과 위험 등을 투자자가 이해하도록 설명하여야 한다. 형식적 설명에 그치지 않도록 하기 위해 설명내용을 투자자가 이해하였음을 확인하는 서명을 받아야 한다. 투자자를 오도하는 행위를 막기 위하여 중요 사항의 설명에 허위나 누락이 없도록 할 것이 의무화된다. 다만 이 같은 설명의무는 금융투자상품에 대한 전문지식과 분석능력이 없는 일반투자자에 대해서만 적용하도록 하고, 전문투자자에게는 적용하

지 않는다. 한편 설명의무 미이행, 중요 사항에 대한 설명의 허위 누락으로 인한 손해 발생시 금융투자회사에 배상 책임이 부과될 수 있다. 이 경우 투자자의 원본 결손액을 금융투자회사의 불법행위로 인한 손해액으로 추정함으로써 투자자의 권리 구제를 두텁게 할 수 있다. 손해액 추정 규정으로 인해 손해의 인과관계가 없다는 입증책임이 금융업자에게 전가되는 효과가 발생한다.

둘째, 금융투자회사가 투자자의 특성에 적합하게 투자를 권유하도록 하는 적합성 원칙이 도입된다. 이에 따라 ‘KYCR’이 적용되어 금융투자회사는 투자자의 특성을 파악하기 위해 투자 권유를 하기 전에 투자목적, 재산상태, 투자경험 등을 면담 등을 통해 파악하여 서면으로 확인받아야 한다. 다만 적합성 원칙은 위험감수능력이 상대적으로 미약한 일반투자자에게만 적용된다.

셋째, 요청하지 않은 투자 권유(unsolicited call)의 규제는 투자자가 요청하지 않은 투자 권유를 금지한다. 투자자가 원하지 않는 투자 권유는 투자자의 사생활과 평온한 삶을 침해할 가능성이 크기 때문이다. 자택 또는 회사로의 방문, 전화, 길거리에서 호객행위 등 실시간대화에 의한 투자 권유는 투자자가 원할 경우에만 가능하다.

넷째, 금융투자회사의 광고가 무분별하게 이루어지는 것을 방지하여 투자자를 보호하기 위해 광고 규제가 도입된다. 투자광고는 ‘불특정 다수인을 상대로 하여 금융투자상품의 매매 혹은 그 밖의 거래를 유인할 목적으로 당해 금융투자회사의 업무 또는 금융투자상품에 관한 정보를 제공하는 행위’로 정의된다. 이러한 투자광고에는 금융투자상품의 위험 등에 대한 내용이 반드시 포함되어야 한다.

한편 투자광고는 금융투자회사(그 위탁을 받은 자 또는 협회 포함)만 할 수 있도록 허용된다. 따라서 외국 금융투자회사 등 국내에서 적법하게 금융투자업 인가 등을 받지 않은 자가 금융투자업 광고를 하는 것은 금지된다.

다. 표준계약서 활용

개별 장외 파생금융상품 거래를 체결할 때마다 두 거래당사자가 계약조건, 법적 사항,²⁸⁾ 기타 거래당사자간 관계를 정하는 사항 등에 일일이 합의하고 이를 반영하여 계약서를 작성하는 것은 비효율적이다. 계약조건을 합의하는 과정에 적지 않은 거래비용이 소요될 뿐더러, 향후 계약조건을 법적으로 해석하는 과정에서 이견이 발생할 가능성이 높다. 또한 장외 파생금융상품 거래에서는 거래상대방위험이 크기 때문에 이를 관리하기 위해 담보를 설정하는 것이 일반적인데, 담보 설정은 신용위험을 감소시키는 반면 법적 위험과 운영위험은 오히려 증가시키는 경향이 있다. 이는 담보 계약서를 추가로 작성해야 하며 그것의 법적 유효성을 평가받아야 하기 때문이다. 더욱이 담보가치를 평가하고 담보가치의 부족시 추가 담보를 요구하는 과정에서 운영위험도 증가할 수 있다.

이같은 비효율성을 피하고 관련 위험을 효과적으로 관리하기 위해, 장외 파생금융상품 거래당사자는 표준계약서를 활용하는 것이 바람직하다. 표준계약서는 여러 거래에 공통적으로 적용될 수 있는 기본 사항을 담고 있으며 일반적으로 본문과 부속서로 구성된다. 우선 본문은 계약관계를 표시하는 조항인 진술조항, 약속조항, 채무불이행사유 및 마감상계조건 등을 포함한다. 자동적 혹은 선택적 조기종료 등의 선택사항이 추가되기도 한다. 다음으로 부속서는 본문에 언급되어 있는 선택사항, 세금, 신용 및 법적 문제 등 다양한 협의내용을 포함하여 본문 내용을 보충한다. 장외 파생금융상품 거래가 이루어지는 지역시장의 특성을 반영하는 경우, 본문 내용은 그대로 유지하되 부속서의 내용을 수정하는 것이 일반적이다. 한편, 표준계약서의 부속사항 중 하나로서 장외 파생금융상품 거래를 위한 담보계약 내용을 포함하는 신용보강부속서가 존재한다. 최근 ISDA의 신용보강부속서가 많이 사용되

28) 두 거래당사자가 합의해야 할 대표적인 법률사항으로 준거법(governing law) 및 재판관할법원(jurisdiction) 등이 있을 수 있다. 황민택(2005) 참고.

는데, 이러한 부속서는 담보와 관련하여 발생하는 분쟁의 해결절차, 추가담보 요구의 절차, 담보로 설정될 수 있는 유가증권의 유형, 담보로 제공되는 유가증권의 재사용 허용 여부 등을 내용으로 한다.

이같은 표준계약서를 활용하여 장외 파생금융상품 거래가 이루어지는 경우, 거래비용이 줄어들고 거래상대방위험 및 법적 위험이 크게 감소할 수 있다. 우선 개별 거래에 특별하게 적용될 조건만을 추가로 합의하여 부속서에 포함하면 되므로 거래비용이 절감될 수 있다. 다음으로 특정한 거래상대방과 다수의 장외 파생금융상품 계약을 체결할 때 단일 표준계약서를 사용하면 모든 계약을 대상으로 마감상태를 광범위하게 적용함으로써 거래상대방위험을 최소화할 수 있다. 또한 표준계약서가 다수의 거래에서 활용되는 과정에서 주요 계약조건에 대한 법적 해석이 시장관행으로 정착되면 사후적으로 법적 문제가 발생할 가능성도 감소될 수 있다.

이러한 장점 때문에, 금융선진국에서는 금융회사들이 장외 파생금융상품 거래에 참여할 때 표준계약서를 사용하는 것이 일반화되어 있다. 자국 거래당사자간 거래에서는 각 지역시장의 관행을 반영하여 자국어로 작성된 표준계약서가 활용되며, 외국 및 국제적 거래상대방과의 거래에서는 ISDA에서 작성한 표준계약서가 활용되고 있다. 각국의 금융감독당국도 표준계약서에 서명이 완료된 후 이루어지는 장외 파생금융상품 거래에 대해서는 자본금 요건을 경감해주고 있다. 따라서 표준계약서를 사용하는 것이 금융회사 입장에서 보다 유리하므로, 거래당사자들은 계약 체결 이전에 표준계약서를 완성하고자 많은 노력을 기울이고 있다.

5. 소결

국내 파생금융상품시장의 활성화를 도모함과 동시에 건전한 시장질서를 유지하기 위해서는 비정형 장외 파생금융상품 거래의 특성을 정확히 이해하고 이에 부합

하는 투자자보호 규정을 정비할 필요가 있다. 특히 외국계 금융회사가 우월한 자본력 및 전문지식을 바탕으로 국내 파생금융상품시장을 주도하고 있는 현 상황에서, 국제 파생금융상품시장에서 확립된 거래관행 및 법적 해석에 대한 정확한 이해는 우리 자본시장이 동북아 금융허브로 성장하기 위한 선결조건이라고 생각한다.

이같은 문제의식하에서 본 연구는 장외 파생금융상품 거래의 법적 문제를 면밀히 검토하고 비정형 장외 파생금융상품 거래에 참여하는 일반투자자를 보호하기 위한 법적 위험 관리방안을 모색해보았다. 우선 제2절에서는 장외 파생금융상품 개념을 경제적 기능에 따라 정의하고 다양한 위험구조 설계를 가능하게 하는 파생금융상품을 장외 파생금융상품으로 간주할 것을 제안하였다. 이 경우 비정형구조는 장외 파생금융상품의 본질적 요소로서 맞춤형 위험구조 설계를 위해서는 비정형구조의 거래를 활성화시킬 필요가 있다. 따라서 비정형 장외 파생금융상품 거래 자체를 투기적인 것으로 간주하는 태도는 합리적이지 못하다고 생각한다.

다만 과거 실패사례를 분석한 결과 자금조달비용을 낮추거나 대규모 수익 실현을 목적으로 상품구조를 투기적으로 설계하면 대규모 손실이 발생할 수 있음을 확인하였다. 특히 일반투자자가 차입비용을 낮추려는 유인을 가지고 거래상대방의 손실 가능성은 제한하는 반면 자신의 손실에 대한 보호수단을 포기하는 것은 매우 위험한 선택이다. 이는 본 연구에서 검토한 공기업 사례, 다이아몬드펀드 사례, P&G 사례, Gibson Greetings 사례, 오렌지카운티 사례 등에서 공통적으로 나타난 실패이유였다. 이로부터 비정형 장외 파생금융상품 거래 자체가 문제라기보다 이를 활용하는 거래당사자들의 태도가 문제될 수 있음을 알 수 있다.

제3절에서는, 장외 파생금융상품 거래에서는 새롭고 복잡한 상품구조가 지속적으로 도입되는 만큼 장내 파생금융상품 거래에 비해 법적 위험이 보다 크게 나타남을 지적하였다. 비정형 계약조건을 둘러싼 법적 분쟁이 발생할 가능성이 높으며, 계약내용 중 일부가 거래당사자의 원래 의도대로 집행되지 않거나 계약 자체가 무

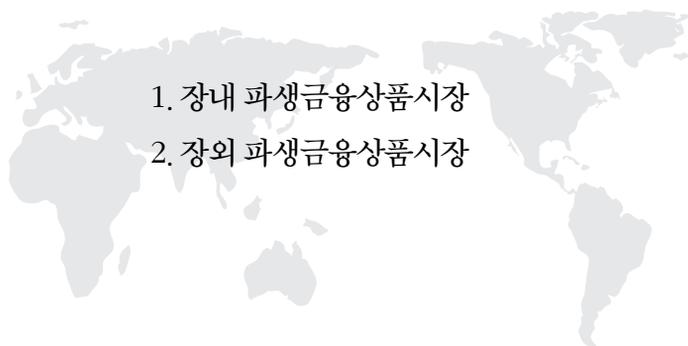
효화될 수 있다. 따라서 장외 파생금융상품 거래당사자는 법적 위험을 관리하기 위해 계약 준비단계부터 관련 법적 개념을 정확히 이해할 필요가 있다. 본 연구는 지금까지 법적 분쟁사례에서 자주 거론된 사기, 신의성실의무, 금융회사의 설명의무, 적합성 원칙, 묵시적 계약위반 및 거래당사자의 권리능력 등의 법적 개념을 검토하였다. 특히 금융회사는 일반투자자와의 거래에서 손실발생가능성에 대해 충분히 설명하지 않았을 경우 사후적으로 법적 책임을 져야 함을 명심할 필요가 있다.

제4절에서는 일반투자자가 장외 파생금융상품 거래에 참여할 때 고려해야 할 법적 위험 관리방안에 대해 검토해 보았다. 장외 파생금융상품 거래의 경우 거래당사자들이 거래소를 거치지 않고 스스로 거래상대방과 협상하여 계약조건을 정하고 그 내용을 이행해야 하기 때문에, 거래당사자가 거래과정에서 발생 가능한 법률위험을 보다 적극적으로 관리할 필요가 있다. 이를 위해 본 연구에서는 거래당사자가 자신의 투자목적에 명확히 설정할 것, 관련 법 규정에서 명시하고 있는 투자자보호 규율을 엄격히 준수할 것, 금융선진국에서 널리 활용되고 있는 표준계약서를 활용할 것 등을 제시하였다.

이상의 분석으로부터 얻을 수 있는 중요한 시사점 중 하나는 감독기준 설정에 관한 것이다. 비정형구조의 장외 파생금융상품은 기본적으로 맞춤형 위험구조 설계라는 중요한 경제적 기능을 담당한다. 따라서 그 자체를 투기적인 거래행위로 간주하여 규제하는 것은 바람직하지 않다. 다만 비합리적인 투자목적에 설정한 일부 거래당사자가 그 목적을 달성하기 위해 비정형구조를 투기적으로 활용하는 것은 적절히 규제할 필요가 있겠다. 이를 위해 감독당국은 일반투자자들이 투자목적에 명확히 하는 한편 적절한 위험관리시스템을 구축하도록 유도할 필요가 있다. 또한 금융회사에 대해서는 일반투자자에게 장외 파생금융상품 거래를 권유시 신의성실의무에 충실하고 관련 정보를 충분히 공시하도록 유도하여야 할 것이다.

제6장

주요 파생금융상품시장 발전 현황과 한국에의 시사점



1. 장내 파생금융상품시장
2. 장외 파생금융상품시장

1. 장내 파생금융상품시장

가. 파생금융상품

금융선물이란 전통적인 상품선물거래방법을 유가증권, 외국통화 또는 주가지수 등 금융상품의 거래에 적용한 금융기법의 하나이다. 금융선물거래는 거래대상의 기초자산에 따라 주요국 통화를 대상으로 하는 통화선물거래, 채권 등 금리상품을 대상으로 하는 금리선물거래, 주가지수를 대상으로 하는 주가지수선물거래로 구분되고, 금융선물거래에서 파생된 금융선물옵션거래가 있다.

파생금융상품시장은 대공황 직전 미국 뉴욕증권시장에 등장하였던 옵션의 일종인 신주인수권 거래를 시초로 볼 수 있으나 파생금융상품 거래가 본격화된 것은 제2차 세계대전 이후라고 할 수 있다. 전쟁 종료 이후 그 동안 제한되었던 국제자본이동이 늘어나면서 런던을 중심으로 은행간 선물환거래가 활발해졌는데 특히 1970년대 이후 변동환율제도로의 이행으로 금융자산가격 변동성이 확대됨에 따라 거래규모가 크게 증가하였다. 1972년에는 시카고상업거래소에 통화선물이 상장되었다. 주식 관련 파생금융상품은 1973년 시카고옵션거래소가 설립되면서 그동안 장외에서 당사자간에 직접 거래되던 주식옵션거래가 제도화되었으며, 1982년 캔사스시티상품거래소에 주가지수선물이, 1983년 시카고옵션거래소에 주가지수옵션이 거래되기 시작하였다. 1980년대 들어서 금리 관련 파생금융상품 거래가 급격히 늘어났는데 장외거래에서는 1980년대 초 금리스와프를 필두로 선도금리계약과 금리상한계약, 금리하한계약, 금리상하한계약과 같은 금리옵션이 등장하였으며 장내거래로는 주요국 장기국채, 유로달러채권 등의 금리를 대상으로 한 선물상품이 등장하였다. 1980년대 후반 이후에는 신종옵션(exotic options), 구조화채권(structured notes), 신용파생상품(credit derivatives) 등 새로운 상품이 등장하였다.

이처럼 파생금융상품시장이 빠르게 발전하게 된 것은 수요 측면에서 국제자본 이동 확대로 금융거래가 크게 증가하는 가운데 금융상품의 가격 변동폭이 확대됨에 따라 그 위험을 헤지할 필요가 생겼을 뿐만 아니라 공급 측면에서도 정보통신 기술의 급속한 발전 등에 힘입어 기초자산에 수반되는 위험의 평가·분리·이전이 용이해짐으로써 다양한 상품을 개발할 수 있게 되었기 때문이다.

1) 금리선물

금리선물거래가 활발한 대표적인 선물거래소로는 미국의 시카고상품거래소와 시카고상업거래소, 그리고 독일의 Eurex 등을 꼽을 수 있다. 독일 Eurex와 미국 시카고상품거래소는 해당 거래소에 상장된 모든 선물거래 가운데 국제선물거래가 차지하는 비중이 70%를 웃돌고 있으며 미국 시카고상업거래소는 3개월물 유로달러금리선물의 거래비중이 46%로 거의 절반에 가깝다. 시장참가자들은 금리변동위험의 헤지, 레버리지를 이용한 거래, 채권포트폴리오 관리 등의 목적으로 금리선물을 활용하고 있다. 구체적으로 살펴보면 금리선물은 향후 금리변동에 따른 위험을 관리할 수 있는 수단을 제공한다. 금리선물을 이용하여 현재시점에서 만기일에 인수·인도해야 할 채권가격이나 예금금리를 고정시킴으로써 만기시점의 금리수준에 관계없이 현재시점에서 금리위험을 축소할 수 있다. 예를 들어 현물채권을 보유한 기관은 금리선물을 매도하여 향후 금리상승으로 인한 채권가격 하락시 입게 될 손실을 줄일 수 있다. 또한 채권대차거래로 현물채권을 차입하여 자금을 조달한 경우 금리선물을 매수하여 금리 하락시 되갚아야 할 채권의 가격상승 위험을 줄일 수 있다. 즉 채권현물시장에서 발생하는 손익이 금리선물시장에서의 손익으로 상쇄되어 금리변동에 따른 위험을 제거할 수 있게 된다.

가) 중장기 금리선물

미국의 금리선물시장은 1975년 10월에 시카고상품거래소에서 최초로 미국정부 주택저당증서를 대상으로 한 금리선물이 거래되면서 비롯되었다. 그러나 본격적인 금리선물시장은 1977년 8월 시카고상품거래소에 상장된 장기국채선물이 성공적으로 거래되면서 형성되었다. 미국의 금리선물시장은 단기금리선물거래가 활발한 시카고상업거래소와 장기금리선물 위주의 시카고상품거래소로 양분되어 있다. 시카고상품거래소에 상장된 국채선물은 만기별로 2년물, 5년물, 10년물, 20년물이 있는데 2002년 중 거래량을 보면 10년물 국채선물이 가장 활발하게 거래되었다.

나) 단기금리선물

대표적인 단기금리선물로는 T-bill과 유로달러예금을 대상으로 하는 선물거래가 있다.

시카고상업거래소에 상장된 3개월물 유로달러금리선물의 거래량은 2002년 중 2억 208만 832계약으로 전 세계 거래소에 상장된 금리선물상품 중 단일품목으로는 최대를 기록하였다.

미국의 금리선물시장은 가장 오랜 역사에도 불구하고 최근 Eurex 등 다른 나라의 거래소가 빠른 속도로 성장하면서 전 세계 금리선물시장에서의 비중이 점차 줄어드는 추세에 있다. 이에 따라 2002년 중 미국의 금리선물시장 거래비중은 전 세계 금리선물시장의 절반에도 못 미치는 34.4%에 불과하며, 특히 국채선물거래의 경우 Eurex가 세계 국채선물거래의 61.3%를 차지하는 등 그동안 국채선물거래에서 우위를 나타냈던 시카고상품거래소를 크게 앞서고 있다. 이처럼 전 세계 금리선물거래에서 미국 거래소의 점유비중이 떨어지고 있는 것은 거래체결방식에 있어 전자매매방식을 택하고 있는 다른 나라와는 달리 아직도 높은 거래비용이 수반되는 전근대적인 공개호가방식에 의존하고 있어 거래 효율성이 저하된 데 주로 기인

하고 있다. 이에 따라 시카고상업거래소와 시카고상품거래소는 독일의 Eurex 및 프랑스의 MATIF 등 유럽 선물거래소와 협력하여 부분적으로 전자주문매매시스템의 도입을 추진 중에 있다. 또한 경쟁 거래소인 Eurex가 전문 청산기관과 청산협정을 체결한 데 자극받아 2003년 7월에는 시카고상업거래소와 시카고상품거래소가 공동청산협정을 맺는 등 거래소의 경쟁력을 높이기 위해 노력하고 있다.

2) 통화선물

통화선물거래는 매입자(매도자)가 약정일 현재의 특정 가격으로 일정액의 외환을 장래 특정일에 매입(매도)하는 계약을 의미한다. 현재 통화선물 상품은 시카고상업거래소(Chicago Mercantile Exchange: CME) 산하 국제통화시장(International Monetary Market: IMM)에서 주로 거래가 활발하게 이루어지고 있으며 여타 거래소에서는 거래가 부진하다. 상장품목으로는 영국파운드, 유로, 스위스프랑, 호주달러, 일본엔, 캐나다달러 등 주요국 통화이며 거래절차는 상품선물거래에서 이용되는 방법과 유사하다.

3) 주가지수선물

주가지수선물시장은 주식시장에 상장·등록된 일부 또는 전체 종목의 가격수준을 나타내는 주가지수를 대상으로 선물거래가 이루어지는 시장을 말한다. 주가지수선물시장은 주가변동에 대한 헤지(hedge)수단을 제공하기 위하여 1982년 2월 미국 캔사스시티상품거래소(Kansas City Board of Trade)에 최초로 개설되었으며 2002년 말 현재 24개국 35개 거래소에서 운영되고 있다. 우리나라의 경우 1996년 5월 한국증권거래소에 KOSPI 200 선물시장이 개설되었으며 2001년 1월 한국선물거래소에 코스닥 50 선물시장이 개설되었다.

표 6-1. 주요국의 주가지수선물시장 개요

국 가	대상지수	개설시기	거 래 소
미 국	S&P500	1982년 4월	시카고상업거래소(CME)
영 국	FTSE	1984년 5월	런던국제금융선물거래소(LIFFE)
일 본	Nikkei225	1988년 9월	오사카증권거래소(OSE)
프랑스	CAC40	1988년 11월	Euronext Paris
독 일	DAX	1990년 11월	Eurex

한편 한국증권거래소와 한국선물거래소 통합에 앞서 2004년 1월 1일부터는 KOSPI 200 선물시장이 한국선물거래소로 이관되어 거래되고 있다. 주가지수선물의 거래형태로는 헤지거래, 투기거래, 차익거래 및 스프레드거래 등이 있다. 헤지거래는 현물(주식)포지션과 반대방향으로 선물을 매수 또는 매도함으로써 현물시장에서의 주가변동에 따른 위험을 회피하는 것을 말한다. 헤지거래자는 주가변동 위험을 회피할 수 있지만 한편으로 헤지거래를 하지 않았다면 주가상승시 이익을 얻을 수 있는 기회도 상실하게 된다. 투기거래는 현물포지션 보유 여부에 관계없이 선물 자체의 매매차익을 겨냥하여 거래에 참여하는 것을 의미하며 기본적으로 약정대금의 15%만으로 선물을 매매할 수 있어 약 6.7배의 지렛대효과(leverage effect)가 발생함으로써 현물투자시에 비해 위험이 크다. 차익거래는 선물가격과 현물가격간 차이가 적정수준을 초과할 경우 선물과 현물 중 상대적으로 고평가된 것을 매도하고 저평가된 것을 매수한 후 양자간 가격차가 해소 또는 역전되었을 때 청산거래(반대매매)를 함으로써 무위험 차익을 얻는 기법으로서 현물포지션을 기준으로 매수차익거래 및 매도차익거래로 구분된다. 매수차익거래는 선물가격이 이론가격보다 고평가된 경우 고평가된 선물을 매도함과 동시에 저평가된 현물을 매수하는 거래이며 매도차익거래는 선물가격이 이론가격수준보다 저평가된 경우 저평가된 선물을 매수함과 동시에 고평가된 현물을 매도하는 거래이다. 이와 같은 차

익거래에 있어 현물은 KOSPI 200 구성종목 중 시가총액 상위 30개 종목 내외로 구성된다. 스프레드거래는 주가지수선물간의 가격차이를 이용하여 수익을 획득할 목적으로 양 종목의 매입·매도 포지션을 동시에 보유하는 것을 의미하며 기초자산이 동일한 주가지수선물의 결제월별 가격차이를 이용하는 만기간 스프레드거래와 KOSPI 200 선물 및 코스닥 50 선물과 같이 기초자산이 상이한 주가지수선물을 대상으로 하는 시장간 스프레드거래로 구분된다.

나. 금융선물거래소의 발전

1) 선물거래소

1971년 닉슨 독트린 발표로 환율제도가 고정에서 변동으로 전환되면서 환율변동위험이 증가하자, 미국 재무부와 연방준비제도가사회는 외환선물에 의해 환율안정이 이루어질 것이라는 프리드만의 주장을 받아들여 1972년 5월 시카고상업거래소(CME)의 국제통화시장(IMM)에서 통화선물거래 개설을 허용했다. 1975년에는 금과 담보채권선물, 1976년에는 국채선물, 1978년에는 원유선물이 도입되었고 1982년에는 통화옵션이 거래되기 시작했다.

초기 미국시장에서는 파생금융상품 거래를 도박과 구분하는 법적 장치로서 만기 현물결제를 의무화하였으나, 1976년 유로달러 이자율 선물거래에서는 이자율에 현물이 없기 때문에 차액의 현금결제가 최초로 인정되어 금융 역사상 일획을 긋는 혁신이 이루어졌다. 시카고선물거래위원회는 1981년에야 선물거래의 결제를 반드시 현물로 해야 한다는 규정을 삭제하고 현금결제를 인정하였다. 이로써 1982년 S&P 500 지수선물의 도입이 가능해졌다.

한편 유럽에서는 영국의 금융을 활성화시킬 목적으로 시카고 거래소를 모델로 런던금융선물거래소(London International Financial Futures & Options Exchange: LIFFE)가 1982년에 설립되었다.

2) 옵션거래소

옵션이 각광받게 된 것은 비교적 최근의 일이다. 1865년 이전 CBOT에서 옵션 거래가 미국 최초로 행해졌다고 전해지나, 1921~25년에는 불법적인 거래로 단정하여 거래가 중지되었다가 1926년에 재개되었다. 그러나 1933년 곡물가격 폭락이 발생하자 1936년 상품거래법(Commodity Exchange Act) 규정에 의해 투기거래로 단정되어 1936~74년간 다시 중단을 겪었다.

1973년에야 시카고옵션거래소(CBOE)에서 주식 현물에 대한 콜옵션이 시작되었다.

3) 우리나라의 증권선물거래소(Korea Exchange)

1995년 12월에 제정된 선물거래법은 주식 관련 상품을 포함한 모든 선물 및 옵션거래를 선물거래소에서 거래하도록 규정하였다. 다만 선물거래소가 없었던 당시 상황을 반영해 주가지수선물(KOSPI 200)은 증권거래소가 개발하되, 선물거래법에서 대통령령이 정하는 날까지 한시적으로 거래할 수 있도록 허용함으로써 1996년 5월 KOSPI 200의 상장이 가능했다. 부산선물거래소는 1999년 4월 23일에 개장하여 달러화, CD 금리, 금 선물거래를 개시하였다. 당시 선물거래소는 30개국 84개소가 존재했으므로 우리나라의 경제규모로 볼 때 다소 늦은 감이 있었다.

이후 2000년 말 대통령령으로 증권거래소의 주가지수선물에 대해 2003년 말로 시한을 규정하였다. 2004년 1월 29일 한국증권선물거래소법 제정에 따라 거래비용절감과 이용자 편의 제고를 위하여 기존의 3개 현·선물 거래소와 증권업협회내 코스닥위원회가 2004년 8월 31일 합병하여 한국증권선물거래소가 설립되었다. 한국증권선물거래소의 현물부문은 유가증권시장과 코스닥시장이 합치면서 상장회사 수가 1,571개(2004년 12월)로 증가했고, 거래대금이 813조 원으로 세계 10위권에 랭크되어 있으며 선물·옵션 부문은 총 19개 품목이 거래되고 선물거래량은 세계

9위, 옵션거래량은 KOSPI 200 옵션의 활발한 거래에 힘입어 세계 1위를 기록하고 있다(표 6-2 참고). 한국증권선물거래소는 2006년 1/4분기의 총거래량은 주식시장의 호황과 원재료시장의 강세 지속으로 주식, 개별 주식, 통화, 귀금속, 비철금속, 에너지 관련 상품의 증가세가 두드러져 전년동기대비 27.3% 증가한 약 29.3억 계약 기록하였다. 한국증권선물거래소의 상장상품도 주식 및 통화 관련 상품의 거래 증가세가 두드러진다(표 6-3 참고).

표 6-2. 상장상품의 거래량으로 본 10대 거래소

(단위: %)

순위	거래소	2005년 순위	2005년	2005년 1/4분기	2006년 1/4분기	증감률
1	KRX	1	2,593,088,445	562,612,352	715,240,100	27.1
2	EUREX	2	1,248,748,152	312,024,242	374,765,365	20.1
3	CME	3	1,090,351,711	242,519,444	317,356,252	30.9
4	CBOT	5	674,651,393	173,100,942	192,681,773	11.3
5	EURONEXT	4	757,926,860	193,792,403	182,194,716	-6.0
6	CBOE	6	468,249,301	104,263,835	154,291,347	48.0
7	ISE	7	448,695,669	105,687,303	147,815,120	39.9
8	MEXDER	16	108,177,276	40,956,407	68,896,576	68.2
9	BOVESPA	8	268,620,460	71,668,478	68,197,100	-4.8
10	BM&F	11	199,446,464	43,199,004	66,644,071	54.3

표 6-3. 2006년 1/4분기 한국증권거래소 상장상품의 거래량 및 순위

상장상품	거래량(전년동기대비)	품목별 순위(전년동기대비)
KOSPI 200 옵션	698,697,397계약(27.4%)	1위 (-)
KOSPI 200 선물	13,146,472계약(23.7%)	7위 (-1위)
3년국채선물	2,604,804계약(-9.0%)	23위 (-6위)
미국달러선물	701,346계약(19.1%)	12위 (-1위)

3) 세계 선물거래소간 통합 및 시스템 연계 추세

거래소간 통합은 주로 선물거래소끼리, 증권거래소끼리 이루어지고 있다. EurExchange는 독일선물거래소(Deutsche Terminbörse: DTB)와 스위스선물거래소(Swiss Options and Financial Futures Exchange: SOFFEX)가 합병한 것이며, 유럽의 단일시장 출범 이후 유럽 8개국의 증권거래소가 범유럽증권거래소 설립을 목표로 합병을 추진 중이다.

증권거래소와 선물거래소가 통합되는 경우는 극히 드물며, 오히려 지주회사를 설립하여 각 거래소가 독립된 자회사의 관계를 맺고 있다.

싱가포르거래소(SGX-DT, Singapore Exchange-Derivatives Trading)는 선물거래소(SIMEX, Singapore International Monetary Exchange)와 증권거래소(SES, Stock Exchange of Singapore)가 공동으로 설립한 지주회사이며, 두 거래소는 각각 독립된 법인격을 유지하면서 업무영역도 엄격히 구분되어 있다.

2002년 3월 6일 홍콩에서도 홍콩거래소 및 청산소(Hong Kong Exchange & Clearing Limited: HKEx)라는 지주회사가 출범하면서 선물거래소(Hong Kong Future Exchange: HKFE)와 증권거래소(Hong Kong Stock Exchange: HKSE)가 통합되었다. 이와 같은 통합은 각국이 처한 경제규모나 사회적인 배경의 차이에 의해 선택되는 것이다. 홍콩이나 싱가포르의 경우 상장된 상품이 대부분 국내상품이 아닌 외국상품이어서 해외거래소와의 경쟁이 불가피해 규모의 경제를 통한 경쟁력 확보 차원에서 이루어졌다.

한편 미국의 CME와 싱가포르, 프랑스, 브라질의 선물거래소가 GLOBEX2 시스템으로 연합하여 시장효율성을 높였고, 이에 대응하여 유럽의 EUREX와 미국의 CBOT가 연합을 시도하는 등 경쟁에 대비한 시장 재편이 이루어지고 있다.

싱가포르와 도쿄증권거래소도 일본국채 선물 및 옵션 등 상장상품의 유동성을 개선하기 위한 제휴를 2001년 가을에 발표했다. 이는 런던 LIFFE와 도쿄선물거래

소의 제휴에 자극받은 것이었다.

다. 전체 파생금융상품 거래량 추이

[표 6-4]은 선물·옵션별 파생금융상품 거래량의 추이를 보여주고 있다. 2005년 8월 기준 FIA(Futures Industry Association) 회원 파생금융상품거래소에서 거래되고 있는 전체 거래량은 총 64.10억 계약으로 2004년 동기(59.10억 계약)대비 8.5% 증가세를 보이면서 안정적인 성장세를 시현하였다.

표 6-4. 파생금융상품 거래량 증감률 추이

(단위: %)

구 분	1999년	2000년	2001년	2002년	2003년	2004년	2005년*
증감률	10.8	24.4	43.3	39.7	35.4	8.7	8.5

주: 2005년 증감률은 2004년도 1~8월 거래량 대비 증감률임.

자료: 한국증권선물거래소

[표 6-5]에서 보듯이 선물의 경우 전자거래방식을 통한 미니상품(E-Mini 상품)들의 꾸준한 거래량 증가와 신규상품 상장 등으로 2004년 동기(2,285백만 계약)대비 11.2% 증가한 2,541백만 계약을 기록하였으며, 옵션의 경우 전 세계 파생금융상품 거래량의 약 25%(2005년 1~8월 기준)를 차지하고 있는 KOSPI 200 옵션거래량은 감소세를 보이고 있으나 타옵션상품의 증가로 인해 2004년 동기(3,432백만 계약)대비 5.5% 증가한 3,619백만 계약을 기록하였다. 또한 선물옵션은 2004년 동기(193백만 계약)대비 29.2% 증가한 249백만 계약을 기록하였다. [그림 6-1]에는 선물·옵션별 파생금융상품 거래량의 연도별 월평균 추이를 그래프로 나타내었는데, 특히 월평균 옵션거래량은 2005년 중 450백만 계약을 넘어서고 있는 것으로 나타났다.

표 6-5. 선물·옵션별 파생금융상품 거래량 연도별 추이

(단위: 만 계약, %)

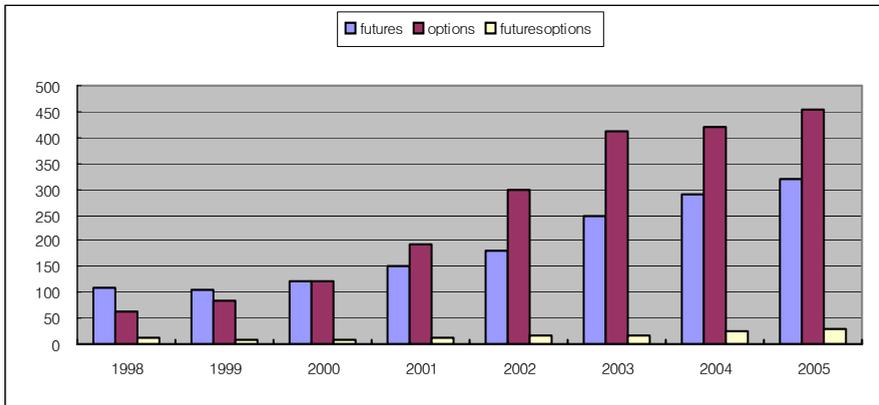
구 분	2004년		2005년		증감률
	거래량	비중	거래량	비 중	
선 물	228,545	38.7	254,138	39.6	11.2
옵 션	343,201	58.1	361,923	56.5	5.5
선물옵션	19,298	3.2	24,927	3.9	29.2
합 계	591,044	100.0	640,988	100.0	8.5

주: 각 연도별 1~8월까지의 거래량 합산임.

자료: 한국증권선물거래소.

그림 6-1. 선물·옵션별 파생금융상품 거래량 연도별 월평균 추이

(단위: 백만계약)



주: 연도별 추이를 비교하기 위해 월별로 평균한 데이터임.

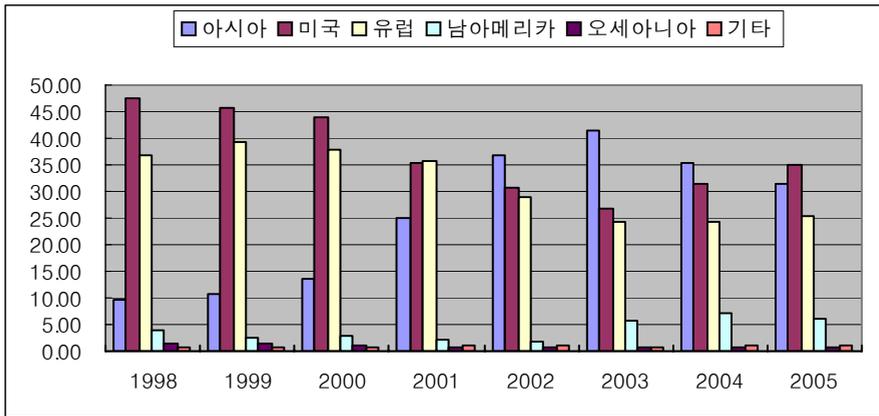
자료: 한국증권선물거래소.

한편 [그림 6-2]에 나타난 지역별 파생금융상품 거래비중을 보면 미국(35.0%), 아시아(31.4%), 유럽(25.3%), 남미(6.2%), 기타(1.2%), 오세아니아(0.9%)의 순으로 나타났으며, 특히 인도 중국 등 아시아의 신흥시장 성장세(29.6% → 31.4%)가 두드러진 것으로 나타났다. 미국은 전자거래소 활성화와 기타 파생금융상품 등(날씨,

에너지 등)이 활성화되면서 세계 최대 규모의 파생금융상품시장을 유지하고 있으며, 유럽의 경우 영국, 독일, 프랑스 등 기존 시장을 중심으로 신상품 개발을 통한 활로 모색과 규모의 경제 및 비용절감을 위한 거래소간 통합 움직임이 활발히 진행되고 있다. 남미는 브라질 및 멕시코를 중심으로 금융파생금융상품이 점차적으로 확대되고 있다.

그림 6-2. 연도별 · 대륙별 파생금융상품 점유율

(단위: %)



주: 2005년 증감률은 2004년도 1~8월대비 증감률임.

자료: 한국증권선물거래소

[표 6-6]에 나타난 거래소별 거래규모는 우리나라의 증권선물거래소(Korea Exchange: KRX)가 KOSPI 200 선물·옵션의 거래량 감소에도 불구하고 가장 많은 계약건수를 기록하였으며, E-Mini S&P 500 주가지수 거래량의 꾸준한 증가 추세로 시카고상품거래소(Chicago Mercantile Exchange: CME)가 2004년 동기(52,691만 계약)대비 높은 증가율(29.9%, 68,422만 계약)을 보였다.

표 6-6. 파생금융상품시장 거래소별 거래동향

(단위: 만 계약, %)

순위	거래소	국 가	2004년(순위)	2004년 1~8월	2005년 1~8월	증감률
1	KRX	한 국	258,682(1)	176,570	162,953	△7.7
2	EUREX	독 일	106,564(2)	70,440	82,136	16.6
3	CME	미 국	80,534(3)	52,691	68,442	29.9
4	CBOT	미 국	59,999(4)	39,154	46,718	19.3
5	CBOE	미 국	36,109(6)	23,585	29,378	24.6
6	ISE	미 국	36,085(7)	23,262	27,938	20.1
7	EURONEXT	영 국	38,696(5)	26,350	27,128	3.0
8	BOVESPA	브라질	23,535(9)	15,923	18,662	17.2
9	EURONEXT	프랑스	31,851(8)	22,418	18,472	△17.6
10	AMEX	미 국	20,268(11)	13,488	13,472	△0.1

주: 순위는 2005년 1~8월 거래량 기준임.

자료: 한국증권선물거래소.

[표 6-7]에 나타난 대상물별 거래규모를 보면 주가지수 및 금속을 제외한 모든 상품의 거래량은 동기대비 증가세를 보였다. 금융선물의 경우 통화상품이 57.7%, 주식 관련 상품이 19.7%, 금리 관련 상품이 12.5%로 전년도에 이어 증가세를 나타냈으나, 지수파생상품은 KOSPI 200 옵션 거래량의 감소로 전년도에 이어 감소세가 지속되었다. 상품선물의 경우 기타 상품이 100%, 에너지상품이 13.5%, 농산물상품이 11.9%의 성장세를 나타냈으나, 귀금속 및 비금속 상품은 감소세를 보였다. 품목별 거래비중은 주가지수 및 금리 관련 상품의 거래비중이 각각 64.5%, 26.3%로 전체 거래량의 대부분을 차지하였으며, 통화 및 기타 상품선물의 거래비중은 미미하였다

표 6-7. 파생금융상품시장 상품군별 거래량 비교

(단위: 만 계약, %)

구 분		2004년	2004년 1~8월	2005년 1~8월	증감률	비 중
금 용	지 수	377,543	255,939	254,846	△0.4	39.8
	주 식	197,587	132,195	158,264	19.7	24.7
	채권/금리	227,125	149,961	168,675	12.5	26.3
	통 화	10,537	6,403	10,103	57.7	1.6
	소 계	812,792	544,498	591,888	8.7	92.4
상 품	농산물	27,768	19,700	22,039	11.9	3.4
	에너지	24,346	15,388	17,469	13.5	2.7
	귀금속	6,056	4,253	3,163	△25.6	0.5
	비금속	10,523	7,152	6,324	△11.6	1.0
	기 타	86	53	106	100	0.01
	소 계	68,779	46,546	49,101	5.5	7.7
총 계		881,570	591,044	640,989	8.5	100.0

자료: 한국증권선물거래소

라. 주식 관련 상품 거래동향

1) 주가지수선물

미국의 주가지수선물시장은 주가변동위험에 대한 효율적인 관리수단을 제공할 목적으로 1982년 2월 캔사스시티상품거래소에 벨류라인종합주가지수를 기초자산으로 하여 최초로 도입되었다. 미국의 대표적 주가지수선물시장인 시카고상업거래소는 S&P 500, NASDAQ 100 등 20개 상품을 대상으로 하여 거래 체결 기준으로 정규시장과 시간외시장으로 구분된다.

거래 및 호가단위는 선물종목별로 다르며 S&P 500 선물의 경우 거래단위인 계

약이 0.1포인트를 최소변동폭으로 하여 포인트당 250달러에 의해 금액으로 환산되며 NASDAQ 100 선물은 0.5포인트를 최소변동폭으로 하여 포인트당 100달러에 의해 금액으로 환산된다. 한편 시카고상업거래소에는 소액투자자를 위해 S&P 500 선물과 NASDAQ 100 선물의 포인트당 금액환산치를 1/5로 축소한 E-mini S&P 500 선물 및 E-mini NASDAQ 100선물이 상장되어 있으며 이 E-mini형 주가지수선물은 주문수량이 30계약 이하일 경우에는 정규시장 중에도 전산시스템에 의해 매매가 이루어진다.

투자자보호장치에서는 일중 가격하락폭이 최대 20%로 제한되는 가운데 가격하락폭이 5%, 15%, 및 20% 도달시 10분간 그 가격수준 이상으로만 거래가 허용되고 10분이 지나서도 그 가격수준이 지속되면 2분간 거래를 정지한 후 다음 단계의 가격제한폭이 적용된다. 다만 시간외시장의 경우에는 가격제한폭이 정규시장종가의 상하 5%로 설정되고 있다. 한편 선물가격 하락폭이 10% 및 20%에 도달하고 뉴욕 증권거래소에서 서킷브레이커가 발동되면 선물시장의 거래도 동시에 중단된다.

일본의 주가지수선물시장은 1988년 9월 오사카증권거래소에 Nikkei 225 선물과 도쿄증권거래소에 TOPIX 선물이 상장되면서 도입되었으며 2003년 6월 말 현재 오사카증권거래소의 Nikkei 225, Nikkei 300, Dow Jones Industrial Average, MSCI Japan Index 및 FTSE Japan Index 선물과 도쿄증권거래소의 TOPIX 및 S&P/TOPIX 150 선물 등 7개 주가지수선물이 거래되고 있다.

거래 및 호가단위는 종목별로 차이를 보이고 있는데 Nikkei 225 선물의 경우 거래단위인 계약이 10엔을 최소변동폭으로 하여 포인트당 1만 엔에 의해 금액으로 환산된다.

투자자보호장치에서는 일중 가격변동제한폭을 전일 종가수준에 따라 4단계(단계별로 최소한 $\pm 5\%$ 적용)로 설정하고 있다. 서킷브레이커의 경우를 보면 전일 종가수준별로 4단계로 구분되는 가격변동폭 및 괴리값에 해당되면 15분간 선물거래

가 중단된다. 서킷브레이커의 발동은 1일 1회에 국한되며 14:45 이후에는 발동되지 않는다.

[표 6-8]에 나타난 주가지수선물 상품순위를 보면 큰 순위 변동은 없으나 아시아권에서 한국(KOSPI 200)과 인도(S&P CNX Nifty)의 거래규모가 상위권으로 나타났다. 그외 중국, 대만, 홍콩 등의 성장잠재력이 큰 것으로 나타났다. KOSPI 200 선물은 2004년 이후 거래량 감소세가 이어지며 같은 기간(3,757만 계약) 대비 25.8% 감소(2,786만 계약)세를 보였다. 독일 EUREX의 DJ Euro STOXX 50와 DAX는 동기 대비 각각 10.6%, 8.1%의 증가를 보인 반면 프랑스의 EURONEXT-PARIS, 영국의 EURONEXT-LIFFE는 소폭 증가에 그친 것으로 나타났다.

표 6-8. 주가지수선물 상품 순위

(단위: 만 계약, %)

순위	거래소	국 가	상 품 명	2004년	2004년 8월	2005년 8월	증감률
1	CME	미국	E-Mini S&P 500	16,720(1)	11,307	13,279	17.4
2	EUREX	독일	DJ Euro STOXX 50	12,166(2)	8,042	8,895	10.6
3	CME	미국	E-Mini NASDAQ100	7,717(3)	5,185	4,995	△3.6
4	KRX	한국	KOSPI 200	5,561(4)	3,757	2,786	△25.8
5	NSE	인도	S&P CNX Nifty	2,335(7)	1,810	2,397	32.4
6	EUREX	독일	DAX	2,923(5)	1,910	2,065	8.1
7	CME	미국	E-Mini Russell 2000	1,712(10)	1,115	1,829	64.0
8	CBOT	미국	Mini DJ Industrial	2,069(9)	1,363	1,621	18.9
9	EURONEXT	프랑스	CAC 40 10 Euro	2,046(6)	1,593	1,619	1.6
10	EURONEXT	영국	FT-SE 100	2,077(8)	1,322	1,339	1.3

주: () 안의 순위는 2005년 1~8월 거래량의 내림차순임.

자료: 한국증권선물거래소

2) 주가지수옵션

주가지수옵션시장은 주가지수선물시장과 마찬가지로 현물시장에서 거래되는 일부 또는 전체 종목의 가격수준을 나타내는 주가지수를 대상으로 하여 미래의 일정 시점에 약정 가격으로 매입·매도할 수 있는 권리가 거래되는 시장을 말한다. 주가지수옵션시장은 주가변동 헤지 등 다양한 투자동기를 충족시키기 위하여 1983년 3월 미국의 시카고옵션거래소(Chicago Board Options Exchange)에 S&P 100 지수를 대상으로 최초로 개설되었으며 2002년 말 현재 27개국 37개 거래소에서 운영되고 있다. 우리나라의 경우에는 1997년 7월 한국증권거래소에 KOSPI 200 옵션시장이 개설된 데 이어 2001년 11월 한국선물거래소에 코스닥 50 옵션시장이 개설되었으며 2002년 1월에는 기초자산을 주가지수가 아닌 개별 주식의 주가로 하는 주식옵션시장이 한국증권거래소에 개설되었다.

KOSPI 200 옵션시장은 개설 이후 KOSPI 200 선물시장과 연계하여 시장기능을 제고하고 투자자보호를 강화하는 방향으로 제도 개선이 이루어져 왔다. 시장기능 제고를 위해 기본예탁금 조정과 호가유형 다양화가 이루어졌으며 옵션 결제월별 권리행사가격의 수가 확대되었다.

주가지수옵션의 거래규모에서는 [표 6-9]에서 보듯이 아시아 시장의 성장세가 두드러진 것으로 나타났다. KOSPI 200 옵션은 전년동기대비 2위와 현격한 차를 보이며 거래량 감소세(△7.5%)에도 불구하고 세계 주가지수옵션시장에서 확고한 위치를 점하고 있는 것으로 나타났으며, 유럽의 경우 독일을 제외한 영국, 프랑스 등 기존 금융상품 강국들의 거래량이 부진하였다. 최근 거래량 부진 등 시장 활성화를 위해 유럽 전역에서 거래소간 합병의 물결이 활발한 상태이다.

표 6-9. 주가지수옵션 상품 순위

(단위: 만 계약, %)

순위	거래소	국 가	상 품 명	2004년	2004년 8월	2005년 8월	증감률
1	KRX	한국	KOSPI 200 Options	252,156(1)	172,157	159,257	△7.5
2	EUREX	독일	DJ Euro STOXX 50	7,141(2)	4,786	5,906	23.4
3	TAIFEX	대만	TAIEX Options	4,382(6)	2,862	4,777	66.9
4	CBOE	미국	ETF	5,126(4)	3,570	4,697	31.6
5	CBOE	미국	S&P 500 Index Options(SPX)	4,947(5)	3,108	4,372	40.7
6	TASE	이스라엘	TA-25 Index Options	3,692(8)	2,244	4,060	80.9
7	EUREX	독일	DAX Options	4,218(7)	2,713	3,595	32.5
8	EURONEXT	프랑스	CAC 40 1 EURO	6,315(3)	4,586	3,089	△32.6
9	EURONEXT	네덜란드	AEX STOCK INDEX Options(AEX)	1,787(10)	1,088	1,275	17.2
10	OSAKA	일본	NIKKEI225	1,656(11)	1,111	1,274	14.7

주: () 안의 순위는 2005년 1~8월 거래량 기준임.

자료: 한국증권선물거래소

3) 개별 주식 선물·옵션

주식옵션시장은 한국증권거래소에 상장되어 있는 보통주식 중에서 시가총액이 큰 삼성전자, 국민은행, SK텔레콤, 포스코, KT, 한국전력공사 및 현대자동차 등 7개 회사가 발행한 주식을 기초자산으로 하는 옵션시장이다. 주식옵션은 KOSPI 200 옵션과 옵션의 종류, 권리행사유형, 결제월물, 최종거래일, 호가의 종류 등은 같으나 기초자산이 보통주식임에 따라 행사가격 설정, 거래단위, 호가단위, 매매시간 및 결제방식 등 몇 가지 차이점이 있다. 예를 들어 주식옵션거래의 경우 기초주권의 가격수준이 각각 달라 KOSPI 200 옵션거래처럼 권리행사가격의 간격을 2.5포인트 또는 5포인트와 같이 일률적으로 설정할 수 없으므로 기초주권 권리행사가격의 수준에 따라 권리행사가격의 간격을 차등하여 설정하고 있다.

[표 6-10]과 [표 6-11]에서 보듯이 개별 주식 선물·옵션 거래에서는 인도 NSE가 같은 기간(2,778계약)대비 49.6%의 증가를 보이며 꾸준한 상승세를 보였다. badla²⁹⁾라는 인도 주식시장의 독특한 거래구조가 개별 주식 선물과 유사해 거래량 증가에 원동력이 되고 있다. SAFEX(남아프리카공화국)가 244%의 거래량 증가로 2위를 유지하고 있고, 스페인의 MEFF RV가 78.4%의 증가를 보였으며, 영국의 EURONEXT는 △11.7% 감소를 보이며 한 단계 하락을, 이탈리아 ISE는 같은 기간대비 341%의 급격한 증가세를 보였다.

공통된 특징은 개별 주식 선물 및 옵션은 타상품시장보다 상승률이 월등히 높은 것으로 나타나, 상품의 성격상 성장잠재력이 가장 높은 것으로 보이며, 최근 새롭게 상장된 한국증권거래소의 개별 주식옵션시장에도 시사하는 바가 큰 것으로 보인다.

표 6-10. 거래소별 개별 주식선물 거래 순위

(단위: 만 계약, %)

순위	거래소	국 가	2004년	2004년 8월	2005년 8월	증감률
1	NSE	인 도	4,405(1)	2,778	4,157	49.6
2	SAFEX	남아공	890(4)	382	1,315	244
3	MEFF RV	스페인	1,205(3)	588	1,049	78.4
4	EURONEXT	영 국	1,293(2)	1,120	989	△11.7
5	ISE*	이탈리아	173(7)	78	344	341

주: * 이탈리아의 ISE는 Italian Stock Exchange임.

자료: 한국증권선물거래소

개별 주식 옵션의 경우 미국은 ISE의 성공적인 정착으로 인해 당분간 독주가 예상되며, 브라질의 선전 속에서 EURONEXT 및 AMEX가 감소추세를 보였으며 같은 기간대비 순위 변동은 없는 것으로 나타났다.

29) 투자자들이 자신의 순매수·매도 포지션을 다음 결제일까지 이월할 수 있도록 허용해주는 거래구조로, 이를 통해 투자자들은 상당한 포지션을 구축한 채 몇 개월 동안 인도(Delivery)를 피할 수 있다. 우리나라 주식시장의 청산거래와 유사하다.

표 6-11. 거래소별 개별 주식옵션 거래 순위

(단위: 만 계약, %)

순위	거래소	국 가	2004년(순위)	2004년 5월	2005년 5월	증감률
1	ISE*	미국	36,077(1)	15,086	17,450	15.7
2	BOVESPA	브라질	23,376(2)	9,315	11,410	22.5
3	CBOE	미국	22,432(4)	9,587	10,871	13.4
4	EURONEXT	프랑스	23,086(3)	11,488	8,600	△25.4
5	AMEX	미국	19,540(5)	8,629	8,429	△2.3

주: * 미국의 ISE는 International Securities Exchange임.

자료: 한국증권선물거래소

4) 한국증권거래소 거래동향

가) 채권선물

한국증권거래소에 상장되어 있는 금리선물은 기초자산의 만기에 따라 3년국채선물, 5년국채선물 등 장기금리선물과 통화안정증권금리선물, CD 금리선물 등 단기금리선물로 구분한다.

국채선물의 거래대상채권은 최종결제일 현재 잔존만기 3년, 액면금액 1억 원으로 만기별로 이자를 지급하는 가상의 국고채권이다. 최종결제방법은 대다수의 선물거래소에서 채택하고 있는 현물인도결제방식이 아닌 현금결제방식을 택하고 있다. 만기일에 정하여진 거래대상채권 가격으로 현물채권을 직접 인도하는 대신 거래소가 정한 최종결제가격과 만기까지 보유한 선물가격과의 차액만을 정산하는 것이다. 국채선물 도입 당시 기초자산인 국채의 유동성 부족에 따른 실물인도의 어려움과 거래 편의성 등을 감안하여 호주 등 일부 국가에서 시행되는 현금결제방식을 채택하고 있다.

우리나라의 금리선물시장은 91일물 CD 금리선물이 1999년 4월 한국선물거래소에 처음으로 상장된 이후 3년국채선물, 364일물 통화안정증권금리선물, 5년국채

선물의 순으로 상장되면서 외형상으로는 다양한 만기의 금리선물시장이 형성되었다. 그러나 3년국채선물을 제외한 여타 금리선물거래는 활발하지 못한 실정이다.

91일물 CD 금리선물의 경우 상장 초기인 1999년에는 일평균 거래규모가 5천 계약을 넘어서기도 하였으나 같은 해 9월 3년국채선물이 도입되면서 거래가 급격히 위축되어 1999년 12월부터는 거래가 미미하게 이루어지다가 2003년에 들어서는 거래가 완전히 중단되어 있다. CD 금리선물의 거래가 사실상 중단된 것은 근본적으로 기초자산인 CD 시장이 발행시장 위주로 형성되어 유통시장에서 유동성이 크게 떨어지는 데다 발행주체인 은행간 신용등급의 차이로 거래대상인 CD의 동질성이 낮은 점 등에 기인한다. 이처럼 CD 금리선물이 단기금리선물상품으로서 명맥을 유지하기 어렵게 되자 한국선물거래소는 2002년 12월 364일물 통화안정증권 금리선물을 상장하였으나 2003년 중 일평균 거래량이 1천 계약에도 못 미치는 등 부진한 모습을 보이고 있다. 한편 2003년 8월에는 장기물 국채 발행의 증가에 따른 장기금리선물 거래수요를 감안하여 5년국채선물을 도입하였으나 거래량이 미미한 상황이다. 이는 기초자산인 만기 5년 국고채권의 주요 거래자인 연기금, 보험회사 등이 장기안전자산인 5년물 국채를 만기까지 보유하는 성향이 강하여 금리변동 위험에 대한 헤지수요가 크지 않은 데다 5년국채선물의 시장유동성도 아직은 낮아 투기거래자들의 시장 참여가 적은 데 기인한다.

반면 3년국채선물의 거래는 기초자산인 3년물 국고채권의 거래가 활성화되면서 더불어 성장하였다. 특히 2000년 7월에 채권시가평가제도가 전면 실시되면서 지표채권으로서 3년물 국고채권에 대한 수요가 커진 데다 이 채권의 발행규모가 지속적으로 확대됨에 따라 3년물 국고채권에 대한 유동성이 크게 향상되면서 3년국채선물의 거래도 크게 증가하였으며 우리나라 금리선물시장에서 가장 유동성이 좋은 대표적인 금리선물로 자리잡고 있다.

한편 국고채권시장과 국채선물시장을 비교할 때 국채선물시장이 상대적으로 더

빠른 성장세를 보여 왔다. 2000년에는 국채 선물거래량(거래대금 기준)이 현물거래량의 절반수준에 머물렀으나 2001년을 기점으로 현물시장의 거래규모를 앞지르고 있다. 특히 2002년에는 금리추이의 불확실성 증가, 다양한 구조채권의 발행 등으로 금리위험에 대한 헤지수요가 증가하면서 국채선물거래가 크게 증가하였다. 그러나 2003년에는 투자신탁운용회사의 수신감소로 선물매도 헤지수요가 위축되면서 전년에 비하여 국채선물거래가 일평균 1만 계약 정도 줄어들었다. 반면 현물시장의 거래는 발행물량 증가로 크게 늘어나 현물거래에 대한 선물거래비중이 크게 축소되었다.

[표 6-12]에서 보듯이 한국증권거래소 국채선물의 경우 같은 기간(5,019천 계약) 대비 45.4%의 증가세를 나타내면서 전년동기간 13위에서 3단계 상승한 10위를 기록하였으며, 미국 CBOT의 2YEAR T-NOTES가 156.5%의 높은 증가세를 보였다.

표 6-12. 거래소별 채권선물

(단위: 천 계약, %)

순위	거래소	국 가	상 품 명	2004년	2004년 8월	2005년 8월	증감률
1	EUREX	독 일	EURO-BUND	239,788(1)	150,429	202,183	34.4
2	CBOT	미 국	10 YEAR T-NOTES	196,119(2)	124,984	147,569	18.1
3	EUREX	독 일	EURO-BOBL	159,166(3)	105,208	103,502	△1.6
4	EUREX	독 일	EURO-SCHATZ	122,928(4)	82,716	89,570	8.3
5	CBOT	미 국	5Year Treasury Note	105,469(5)	67,018	83,381	24.4
6	CBOT	미 국	30Year Treasury Bond	72,949(6)	46,364	60,080	29.6
7	SYDNEY FUTURES EXCHANGE	오스트레일리아	3YEAR TREASURY BONDS	22,805(7)	14,335	16,451	14.8
8	CBOT	미 국	2YEAR T-NOTES	9,455(10)	5,310	13,620	156.5
9	EURONEXT	영 국	LONG GILT	14,045(8)	8,727	10,102	15.8
10	KRX	한 국	KTB	7,352(13)	5,019	7,297	45.4

주: 순위는 2005년 1~8월 거래량 내림차순임.

자료: 한국증권선물거래소

나) 통화선물

통화선물거래는 매입자(매도자)가 약정일 현재의 특정 가격으로 일정액의 외환을 장내 특정일에 매입(매도)하는 계약을 의미한다. 현재 통화선물상품은 시카고상업거래소 산하 국제통화시장에서 주로 거래가 활발하게 이루어지고 있으며 여타 거래소에서는 거래가 부진한 실정이다.

상장품목으로는 영국파운드, 유로, 스위스 프랑, 호주달러, 일본엔, 캐나다달러 등 주요국 통화 등이며 거래절차는 상품선물거래에서 이용되는 방법과 유사하다.

우리나라의 증권선물거래소를 포함하여 각국의 거래소별 통화선물 거래량은 [표 6-13]에서 보듯이 미국의 EURO FX가 동기(12,141천 계약)대비 86.2%의 증가세를 보였으며, 브라질의 미국달러 및 멕시코의 미국달러도 역시 높은 증가를 보였다. 한국증권거래소에 상장된 미국달러선물은 전년대비 29.5% 증가하였음에도 불구하고 전년대비 한 단계 하락한 전 세계 11위를 기록한 것으로 나타났다.

표 6-13. 거래소별 통화선물

(단위: 천 계약, %)

순위	거래소	국 가	상 품 명	2004년 (순위)	2004년 8월	2005년 8월	증감률
1	CME	미 국	EURO FX	20,457(2)	12,141	22,603	86.2
2	BM&F	브라질	U.S. DOLLAR	23,944(1)	15,401	21,779	41.4
3	CME	미 국	JAPANESE YEN	7,395(4)	4,233	7,568	78.8
4	ROFEX	멕시코	U.S. DOLLAR (DLR)	7,679(3)	4,477	6,940	55.0
5	CME	미 국	CANADIAN DOLLAR	5,611(5)	3,232	4,748	46.9
6	CME	미 국	SWISS FRANC	4,068(7)	2,816	4,564	62.1
7	CME	미 국	BRITISH POUND	4,677(6)	2,338	4,431	89.5
8	CME	미 국	AUSTRALIAN DOLLAR	2,673(9)	1,600	2,796	74.8
9	CME	미 국	MEXICAN PESO	3,247(8)	1,979	2,242	13.3
10	MEXDER	멕시코	U.S. DOLLAR	1,289(11)	304	1,883	51.9
11	KRX	한 국	US DOLLAR	2,090(10)	1,364	1,767	29.5

주: 순위는 2005년 1~8월 거래량 내림차순임.

자료: 한국증권선물거래소

다) 우리나라의 파생금융상품시장

우리나라의 파생금융상품시장은 최근 들어 주가지수 및 금리 관련 거래를 중심으로 발전하고 있으나 1990년대 중반 이전에는 선물환거래 이외에는 별다른 시장이 형성되지 못하였다. 이는 1990년대 중반에 이르기까지 금융자산가격이 경직성을 보여왔기 때문에 가격변동위험 해지를 위한 파생금융상품의 필요성이 크지 않았던 데 주로 기인하였다. 그러나 대외거래와 관련해서는 환율변동 위험을 헤지할 필요성이 상대적으로 일찍 대두되면서 1968년 외국환은행에 대해 선물환거래가 일부 허용된 이래 그 허용범위가 확대되었고 금리스와프나 선물, 옵션 등의 거래도 허용되었다.

우리나라의 파생금융상품시장을 장내거래와 장외거래로 나누어 살펴보면, 먼저 장내시장의 경우 한국증권거래소에서 1996년 5월과 1997년 7월에 주가지수(KOSPI 200)를 대상으로 선물과 옵션시장을 개설함에 따라 우리나라도 장내시장을 갖게 되었다. 또한 1999년 4월 한국선물거래소가 개설되면서 CD 금리선물, 달러선물, 달러옵션, 금선물이 도입된 데 이어 같은 해 9월에는 3년 국채선물, 2001년 1월에는 코스닥 50선물이 추가 도입되었다. 이에 더해 KOSPI 200 선물스프레드(2001년 9월), 코스닥 50 옵션(2001년 12월), 개별 주식옵션(2002년 1월), 3년 국채선물옵션(2002년 5월), 통화안정증권 금리선물(2002년 12월), 5년 국채선물(2003년 8월) 등도 추가로 도입되었다. 한편 한국증권거래소와 한국선물거래소의 통합에 앞서 2004년 1월 1일부터 한국증권거래소에서 거래되었던 주가지수 선물·옵션, 주가지수선물스프레드, 개별 주식 옵션 등이 한국선물거래소로 이관되어 거래되고 있다. 장내 파생금융상품의 거래를 살펴보면 KOSPI 200 선물 및 옵션은 매우 활발한 반면 기타 장내 파생금융상품 중에서는 국채선물만이 활발한 거래가 이루어지고 있을 뿐 나머지 상품거래는 매우 저조한 모습을 보이고 있다.

우리나라의 장외 파생금융상품시장으로는 통화 관련 시장과 금리 관련 시장이

활성화되어 있으나 주식 관련 시장은 부진한 상태이다. 통화 관련 시장의 주된 참가자는 외국환은행이며 선물환거래가 대부분을 차지하고 있다. 한편 2004년 1월부터 간접투자자산운용업법이 시행되면서 은행신탁, 투자신탁운용회사, 자산운용회사 등의 투자대상으로 선물, 옵션, 스와프 등 파생금융상품을 허용하였다.

이와 같이 우리나라의 파생금융상품시장은 최근 들어 크게 발전하고 있으나 외환파생금융상품을 제외하고는 주가지수를 대상으로 한 선물 및 옵션시장과 금리선물시장, 이자율 및 통화 스와프시장만이 크게 활성화되어 있다.

거래소별 거래량은 KRX가 2위 EUREX(독일)와 현격한 차를 보이며 1위를 유지하고 있으며, 주식 관련 상품의 비중이 64.5%를 유지하며 전체 거래량의 대부분을 차지하고 있다. 우리나라의 증권선물거래소 국제선물의 경우 45%의 거래량 증가세를 보이며 전 세계 10위를 기록한 것은 주목할 만한 일이며, 최근 선물시장은 미국 전자거래소의 활성화, 유럽지역의 합병, 합작 및 청산 기능의 집중화가 급속히 진행 중이다.

2. 장외 파생금융상품시장

가. 장외 파생금융상품시장

1) 규모

장외 파생금융상품 계약의 명목발행잔액은 2005년 6월 말 270조 달러에 달하였으며 지속적으로 증가하고 있다.

표 6-14. 전 세계 장외 파생금융상품의 상품별 거래규모

	2003년 12월	2005년 6월	2003년 12월	2005년 6월
	조 달러	조 달러	%	%
이자율	142.0	204.4	72.0	75.7
통 화	24.5	31.1	12.4	11.5
주식연계	3.8	5.1	1.9	1.9
상 품	1.4	1.7	0.7	0.6
기 타	25.5	27.8	12.9	10.3
합 계	197.2	270.1	100.0	100.0

주: 명목잔액 기준.

자료: Bank for International Settlements

이자율 관련 파생금융상품은 장외 파생금융상품의 주요 위험관리상품으로서 2005년 6월 기준 명목발행잔액(notional amounts outstanding)의 약 76%를 차지하며 통화, 주식연계를 기초자산으로 하는 장외 파생금융상품시장(Over the Counter Derivatives Market)도 전체 발행잔액의 약 12%와 2%를 점유하고 있다. 장외 파생금융상품시장의 거래통화는 유로와 미달러화이며 이 두 통화가 차지하는 세계 장외 파생금융상품시장에서의 비중은 2005년 6월 기준으로 72%에 이르는 것으로 나타났다.

표 6-15. 이자율 장외 파생금융상품의 통화별 거래규모

	조 달러	%
유 로	76.4	37.4
미달러	72.2	35.3
엔	25.2	12.3
영파운드	16.6	8.1
기 타	14.0	6.8
합 계	204.4	100.0

주: 2005년 6월 기준, 명목발행잔액 기준.

자료: Bank for International Settlements

2) 위치

장의 파생금융상품의 일평균 거래총액을 기준으로 한 시장점유율은 2004년을 기준으로 할 때, 미국과 영국이 약 66%를 차지하고 있다. 이어 프랑스가 10.2%, 독일 3.1%, 기타 일본, 벨기에, 네덜란드, 스위스 등이 1~2%대의 시장을 점하고 있다.

표 6-16. 세계 장외 파생금융상품시장의 일평균 거래총액과 시장점유율

	일평균 거래총액(십억 달러)				시장점유율(%)			
	1995년	1998년	2001년	2004년	1995년	1998년	2001년	2004년
영 국	74	171	275	643	27.4	36.0	36.0	42.6
미 국	53	90	135	355	19.6	18.9	17.7	23.5
프랑스	22	46	67	154	8.1	9.7	8.8	10.2
독 일	14	34	97	46	5.2	7.2	12.7	3.1
이탈리아	2	5	24	41	0.7	1.1	3.1	2.7
일 본	32	42	22	39	11.9	8.8	2.9	2.6
벨기에	6	6	14	32	2.2	1.3	1.8	2.1
네덜란드	5	6	25	22	1.9	1.3	3.3	1.5
스위스	4	16	15	18	1.5	3.4	2.0	1.2
기 타	58	59	90	158	21.5	12.4	11.8	10.5
합 계	270	475	764	1508	100.0	100.0	100.0	100.0

주: 4월중 일평균거래총액 기준.

자료: Bank for International Settlements

나. 장외 파생금융상품시장의 새로운 발전방향

1) 신용파생상품(credit derivatives)

신용 파생상품은 어떤 기초자산이나 포트폴리오의 위험을 헤지하기 위하여 신

용사건(credit events)에 대한 기준을 사전에 정하고 그 기준에 해당되는 일이 발생할 경우 보상이 되도록 하는 일종의 보증과 비슷한 개념이다. 즉 어느 한 시장 참여자가 준거자산의 신용위험을 하나 또는 다수의 거래상대방에게 이전하는 계약을 말한다. 채권이나 대출금처럼 차주의 신용에 따라 가치가 변동하는 기초자산에서 신용위험을 분리한 뒤, 이를 다른 거래상대방에게 이전하고 그 대가로 수수료를 지급하는 금융상품이다. 신용 파생상품은 1990년대 초반 통화 및 이자율 위험과 더불어 신용위험을 관리하기 위한 목적에서 유래하였다. 영국의 은행연합회(British Bankers' Association)는 신용 파생상품의 발행 잔액이 명목가치 기준으로 2001년 말의 9,190억 달러에서 2003년 말 3조 5천억 달러 증가한 것으로 추정하였으며, 2004년 말에는 6조 4천억 달러 규모로 성장한 것으로 보고 있다.

2) 신용 파생상품의 거래 현황

가) 신용 파생상품의 거래규모

1996년 중 1,800억 달러 수준에 머물렀던 신용 파생상품 거래규모(British Bankers' Association 발표 기준)는 2000년 중 8,930억 달러로 급증함으로써 연평균 50% 이상의 성장세를 보였으며 2006년 말까지는 계약 잔액이 20조 달러를 넘어서고 2008년 말에는 33조 달러에 달할 것으로 추정된다. 이 같은 높은 성장세는 금융기관(보장매입자)의 신용위험관리와 투자가(보장매도자)들의 고수익 추구 등과 함께 ISDA(International Swaps and Derivatives Association)의 신용 파생상품 거래 표준안 도입 등으로 신용 파생상품 거래가 보다 용이해지고 있는 데 주로 기인한다.

나) 신용 파생상품 종류별 거래 현황

신용 파생상품의 상품종류별 거래 현황을 살펴보면, 1999년 중 신용디폴트스프(CDS) 등 신용디폴트 관련 상품이 전체 거래의 38%를 차지하고 있는 가운데, 신

종 상품인 합성 CLO(synthetic collateralized loan obligations) 등의 거래가 크게 증가하여 전체의 18%를 차지하였다. 신용 파생상품시장에서의 상품종류는 빠르게 진화하고 있는데, 이는 시장참가자들이 수익률에 매우 민감하기 때문으로 보인다. [표 6-17] 신용 파생상품의 종류별 거래비중의 추이를 연도별로 나타낸 것이다.

표 6-17. 파생금융상품의 종류별 거래비중 추이

(단위: %)

	2006년	2008년
Credit Default Swaps	32.9	29.3
Credit Spread Options	1.3	2.1
Swaptions	0.8	1.0
Variance Swaps	0.4	0.1
Credit-linked Notes	3.1	3.3
Synthetic CDOs	3.7	2.9
Basket Products	1.8	1.1
Full Index Trades	30.1	29.4
Tranched Index Trades	7.6	9.9
Equity-Linked Credit Products	0.4	0.9
Credit Contingent Swaps	0.6	0.7
Constant Maturity Swaps	0.6	0.9
CPPI	1.3	2.0
Credit Option / Bond Option	0.3	0.3
Binary CDS	0.4	0.6
Recovery CDS	0.8	1.0
Other	0.3	0.3

자료: British Bankers' Association

다) 신용 파생상품의 시장참가자별 현황

시장참가자별로 살펴보면 은행, 증권사 및 보험사가 총거래의 80% 내외를 차지하고 있으며, 이 중에서 은행은 특히 거래비중이 50%를 상회하는 등 신용파생상품시장에서 주도적인 역할을 수행하고 있다. 은행은 미사용 여신한도의 효율적 활용 및 이에 따른 고수익기회 추구 등을 위해 신용 파생상품을 이용한 신용위험의 매입(보장매도)에도 적극적이나 고유업무인 대출로부터 발생하는 신용위험의 분산, 위험자산 축소를 통한 자기자본비율의 효율적 관리를 위하여 신용 파생상품을 주로 이용함으로써 보장매입규모가 보장매도규모를 상회하고 있다.

[표 6-18]는 보장매입자와 보장매도자의 주체를 기관별로 정리한 것이다.

표 6-18. 기관별 신용보장 매입

(단위: %)

유 형	2000년	2002년	2004년	2006년	2008년
은행-거래행위	81	73	67	39	36
은행-여신포트폴리오				20	18
헤지펀드	3	12	16	28	28
연 금	1	1	3	2	3
기 업	6	4	3	2	3
신용위험보험회사 (mono-line insurer)	7	3	2	2	2
재보험회사			3	2	2
기타 보험회사		3	2	2	2
뮤추얼펀드	1	2	3	2	3
기 타	1	2	1	1	2

표 6-19. 기관별 신용보장 매도

(단위: %)

유 형	2000년	2002년	2004년	2006년	2008년
은행-거래행위	63	55	54	35	33
은행-여신포트폴리오				9	7
헤지펀드	5	5	15	32	31
연 금	3	2	4	4	5
기 업	3	2	2	1	2
신용위험보험회사 (mono-line insurer)	23	21	10	8	8
재보험회사			7	4	4
기타 보험회사		12	3	5	6
뮤추얼펀드	2	3	4	3	3
기 타	1	0	1	1	1

라) 우리나라 금융시장에서의 거래 현황

국내에서 행해지는 파생금융거래의 대부분은 주식 파생금융 거래로서, 2005년 중 주식파생상품의 거래규모는 26.4억 달러로서 전체 파생금융거래 57.1억 달러의 46.1%를 차지하고 있다. 은행과 보험사를 중심으로 하는 우리나라 금융기관의 신용파생상품 거래규모는 외환위기 이후 거액의 투자실패사례 등에 따른 위험자산 투자기피 성향과 함께 신용 파생상품 거래에 대한 감독 강화 등의 영향으로 감소하였다. 한국은행의 허가를 통한 거주자와 비거주자간 신용 파생금융 거래규모는 1999년 중 1.2억 달러에 불과하였으나 2002년에는 12.1억 달러로 크게 증가하였다. 2003년에는 수익률 하락 등으로 투자규모가 7.0억 달러로 위축되기도 하였으나 2004년 들어서는 신용연계채권(Credit- Linked Note: CLN)과 합성담보부채권(Synthetic CDO)을 중심으로 다시 늘어나면서 2005년에는 19.2억 달러의 큰 폭 성장세를 기록하였으며, 2006년 들어서도 이 같은 추세가 이어지고 있다. 2006년

1/4분기 중 신용 파생금융 거래규모는 8.2억 달러로 이를 거래유형별로 보면 CLN 및 합성 CDO 거래가 각각 2.7억 달러 및 3.3억 달러로 대부분을 차지하고 있으며, 나머지는 총수익스와프(Total Return Swap: TRS) 거래와 기타 거래 등으로 되어 있다. 이처럼 2004년 이후 신용파생금융거래가 다시 증가한 것은 저금리구조의 지속으로 보험사 등을 중심으로 신용파생금융상품에 대한 거래수요가 늘어남과 함께 금융기관들도 수익률 제고를 위하여 최근 CLN과 더불어 합성 CDO 거래에 주력한 것에 기인한다.

국내 신용 파생상품시장은 CLN의 비중이 크며 신용 파생금융 거래의 주요 당사자도 일부 CDS 거래 및 TRS 거래 등을 제외하고는 거의 대부분 보장매도자로서 한 쪽 방향으로 지나치게 편중되어 있다. 따라서 금융기관들은 신바젤협약의 전면 시행을 앞두고 보유자산의 위험가중치를 낮추기 위해 CLN이나 합성 CDO를 매입하는 과정에서 리스크요소의 측정방식을 특정 시점이 아닌 경기사이클을 감안한 평균방식으로 개선할 필요가 있다는 지적도 있다.³⁰⁾

표 6-20. 국내 금융기관의 신용 파생상품 계약잔액 추이(국제금융시장 거래분)

(단위: 백만 달러, 건)

	2001년	2002년	2003년	2004년	2005년	2006년
CLN	708(25)	1,158(50)	605(28)	715(28)	719(28)	274(11)
CDS	-	50(5)	71(4)	100(1)	40(2)	-
TRS	-	-	9(1)	-	994(17)	113(2)
Synthetic CDO	-	-	15(5)	80(4)	160(9)	325(17)
기타	-	-	-	-	5(1)	107(7)
계	708(25)	1,208(55)	700(35)	895(33)	1,918(57)	819(37)

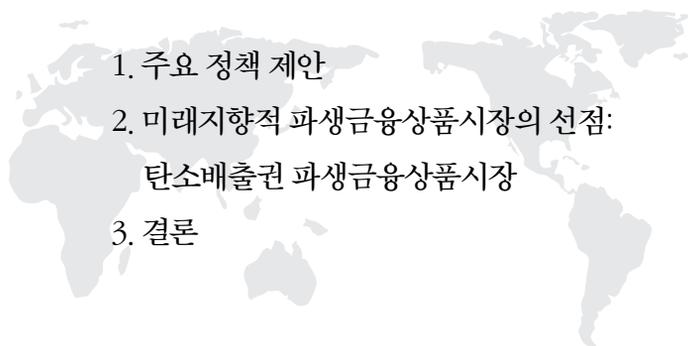
주: 외국환거래법에 의한 한국은행 신고 및 허가 기준임.

자료: 금융감독원

30) 김상호(2006), 「최근신용파생금융거래의 동향과 시사점」, 『외환국제금융 리뷰』.

제7장

결론 및 정책 제언



1. 주요 정책 제언

2. 미래지향적 파생금융상품시장의 선점:
탄소배출권 파생금융상품시장

3. 결론

1. 주요 정책 제언

가. 장내 파생금융상품시장

먼저 본 연구에서 제시된 장내 파생금융상품시장과 관련한 정책적 시사점을 정리하면 다음과 같다. 국내 장내 파생금융상품시장의 시작은 1996년 5월 증권거래소가 KOSPI 200 주가지수에 대해 주가지수선물을 상장시킴으로써 본격적으로 시작되었다. 1997년 7월에는 이 지수에 대한 주가지수옵션이 거래되기 시작하였으며, 1999년 2월에는 선물거래법에 의해 설립된 한국선물거래소가 개장하여 미국달러선물, CD 선물, 국채선물, 국채선물옵션 등의 상품을 상장 거래하기 시작하였다.

그 이후 국내 거래소 상장 파생금융상품의 규모는 주가지수 기초자산을 중심으로 비약적인 성장을 해왔으며 2006년 1분기 중 국내 금융회사의 파생금융상품 거래규모 1경 2,907조 원 중 약 92%인 1경 1,829조 원이 장내거래 그리고 나머지 1,078조 원이 장외거래로 파악되고 있어, 국내 파생금융상품시장의 거래규모 측면에서는 주식을 중심으로 한 장내거래가 압도적인 비중을 차지하고 있음을 알 수 있다.

국내 장내 파생금융상품시장이 세계적인 규모를 구축했다고 하는 것은 정량적인 측면에서는 맞는 말이나 거래규모의 대부분이 지수옵션에 집중되어 있고 또한 지수옵션 계약의 회전율이 3에 가까운 현상은 대부분의 거래가 개인 및 기관의 단기 투기성 거래임을 입증하고 있어 왜곡의 소지가 있음을 알 수 있다. 물론 이러한 투기적인 거래로 인해 지수 선물 및 옵션 시장에 풍부한 유동성을 공급하고 있다는 점은 긍정적인 요인으로 작용하고 있음을 또한 부정할 수는 없다. 이러한 유동성이 뒷받침되어 지수와 연동된 조건부 상품들을 발행하고 헤지할 수 있는 환경을 제공한 점은 긍정적인 측면이다. 이러한 바탕하에서 국내 금융기관들은 지난 몇 년

간 주가 및 주가지수 연계된 ELS(Equity-Linked Securities) 및 ELW(Equity-Linked Warrant)를 활발하게 발행하여 보다 다양한 위험 신호를 반영하는 투자욕구를 충족시켜왔고 국내 금융기관들의 수익 다변화에도 큰 기여를 하였다.

또한 주식시장에서의 투자가 개인들의 직접투자보다는 운용사를 통한 간접투자 형태로 진행되어가는 과정에서 주가지수선물은 주식시장의 체계적 위험을 관리하는 수단을 제공하여 운용사들의 위험관리에 대한 비용 및 부담을 완화시켜주는 역할을 하고 있어 국내 자산운용시장에의 대내외 기관투자자들의 참여를 늘리는 데 중요한 인프라를 제공한다고 하겠다.

그러나 주가지수 외의 기초자산인 금리 및 외환의 장내거래는 미미한 편이다. 전 세계적으로 외환의 경우는 장내보다는 장외 거래가 많으나 금리 및 채권의 경우에는 장내거래가 더 많다. 세계 10대 거래소 파생금융상품의 대부분이 금리 관련 상품임을 알 수 있다. 국내에서는 최근에 들어서야 3년 국채선물을 중심으로 기관투자수요가 확대되어 현선연계거래 및 포지션거래가 증가함을 알 수 있어 성숙된 기관중심시장으로 자리잡혀가고 있음을 알 수 있다. 외환의 경우도 미국달러선물을 중심으로 헤지성 원월물 거래가 실수요자 중심으로 늘어나며 위험관리라는 선물시장 본연의 목적에 충실한 시장으로 자리매김하고 있다.

파생금융상품시장의 발달은 기초 자본시장의 발달과 궤를 같이한다. 세계적인 거래소에서 가장 유동성이 풍부한 파생금융상품은 금리 관련 상품이다. 이는 런던과 같이 예전부터 규제가 적어서 거래비용이 저렴했던 역외시장(유로지상)의 발달과 이에 따른 국제적 금융기관의 대차시장 및 채권 발행·유통 시장의 참여와 거래량 증가 및 금리위험을 헤지하기 위해서 발달한 금리 관련 파생금융상품의 거래가 주를 이루고 있기 때문이다. 이는 파생금융상품시장의 발달 자체가 국제 금융허브를 구축하기 위한 목표가 아니라 규제 완화와 가격경쟁력을 기반으로 한 세계 우수 금융기관의 국내 자본 및 신용 시장에서의 참여 유도를 하기 위해 규제 완화에

따라 필연적으로 발생하는 가격변동성 및 위험의 증가를 효과적으로 관리할 수 있는 보조시장이라는 관점에서 파악해야 함을 의미한다.

따라서 국제 금융허브 구축에서의 핵심은 규제 완화를 통한 가격경쟁력 확보 및 이에 따른 국내 자본 및 신용 시장의 질적 제고가 더 높은 우선순위를 갖고 있고 이를 바탕으로 한 민간금융기관, 거래소 및 감독기구의 파생금융상품 운용 및 발달을 위한 제도적 개선이 이루어져야 하겠다. 이를 위해서는 파생금융상품시장의 역할 수행을 위한 기본 금융인프라 및 제도 확충이 필요한데 구체적인 정책방향은 다음과 같다.

1) 거래소 시장의 상품 기획력과 유동성 제고

- 다양한 위험군을 대표할 수 있는 인덱스 개발을 통해 유동성과 상품기획력을 개선하고 투자자의 위험헤징기능도 개선해나갈 필요가 있다.
- 거래 제한 없는 유동성 공급이 중요한데 이를 위해서 선진시장의 Lead Market Maker 제도와 같은 도입을 통해 유동성 공급을 확대할 필요가 있다. 이는 호가 스프레드 축소로 거래비용절감도 유도할 수 있는 장점도 있다.
- 거래비용 축소와 개선된 주문 처리를 위해 거래의 완전 전자화 시행을 추진하고 보다 다양화된 호가 테이블을 제공할 필요가 있다.
- 용이한 접근성 제공: 기존의 현물 혹은 선물 계좌로 파생금융상품의 주문을 가능케 하는 방안을 허용할 필요가 있다.

2) 전문인력 공급

- 파생금융상품시장이 실물경제, 금융, 수학/통계학 등의 방법론에 정통하면서 문제발생시 이에 효과적으로 대응할 수 있는 법률자문 등 비즈니스서비스의 지원이 중요하기 때문에 경제/경영/회계/법률 그리고 수학/통계학/전산 분야에

서 각각의 전문가가 필요하며 더 이상적인 경우는 두 분야에 대한 지식을 공유할 수 있는 전문가의 양성이 필수적이다.

- 미국 및 영국의 대학원 학위 과정에는 이러한 산업계의 필요를 간파한 학제간(interdisciplinary) 프로그램을 개발하여 경영 및 전산 그리고 계량적인 분석을 담당할 수 있는 전문인력을 배출해내고 있다.

3) 제도적 규제 완화

- 신파생금융상품의 도입을 위해 제반 법규를 대폭 재정비할 필요가 있는데 현재 진행되는 자본시장통합법에서 다룰 수 있다. 특히 감독 규제의 완화와 민간 부문의 해외파트너와의 협력관계를 중시하는 방향으로 규제 완화의 틀이 만들어져야 할 것이다.
- 이와 관련하여 금융감독기관이 수행하는 건전성 감독의 실효성을 보다 제고하여야 하는데, 건전성 감독의 △ 유연성, △ 법규 위반에 대한 강한 처벌을 원칙으로 하는 권위, △ 자율규범의 필요성을 강조하는 투명성과 도덕성이 중요한 행동 기준이 되어야 할 것이다.
- 유연성과 관련해서는 시장 조작을 방지하기 위해 투자목적이 투기인 경우에 최대 취할 수 있는 계약의 수를 상품특성에 맞게 서로 다르게 정할 수 있게 하는 것을 고려할 필요가 있다.
- 자율규범과 관련해서는 금융시장의 분야별로 존재하는 협회를 자율규범단체로 지정하고 이들을 중심으로 시장의 자율성을 강화하는 노력을 펼칠 필요가 있으며 감독기관은 이에 대해 정기적인 감사를 추진하는 미국식 방안을 원용하는 것을 고려할 필요가 있음.
- 법적 투명성과 일관성: 파생금융상품 거래는 기본적으로 당사자들간의 계약이기 때문에 계약이 실제 유지되고 실행될 수 있는 해당 당사국의 투명하고

일관성 있는 법적 체계가 유지되어야 한다. 기본적으로 거래소 거래는 일일 정산을 통해서 계약 불이행의 위험을 최소화시켜주는 장치가 있으나, 장외거래의 경우에는 이러한 자동장치가 없기 때문에 파생금융상품 전반에 대한 신뢰와 온전함을 유지하기 위해서는 선물 거래와 계약 불이행에 관한 법적 체계가 시장기능과 혁신을 가로막지 않는 범위내에서 투명하고 일관성 있게 잡혀 있어야 한다.

- 각국간 규제 공조의 필요성: 자본거래의 글로벌화에 따라서 거래대상시장의 국제적 범위와 상품의 다양성이 증가하므로 각국 감독기관간 상호 긴밀한 공조의 필요성이 증대하고 있다. 국제금융시장의 추세가 통합 및 시장 확대로 나아가고 있으므로 금융허브 원칙에 부응하는 동아시아 주식시장간의 연계방안을 적극 모색할 필요가 있다.

나. 장외 파생금융상품시장

본 연구에서 장외 파생금융상품시장과 관련한 정책적인 개선방향을 정리하면 다음과 같다. 국내 파생금융상품시장의 활성화를 도모함과 동시에 건전한 시장질서를 유지하기 위해서는 비정형 장외 파생금융상품 거래의 특성을 정확히 이해하고 이에 부합하는 투자자보호 규정을 정비할 필요가 있다. 특히 외국계 금융회사가 우월한 자본력 및 전문지식을 바탕으로 국내 파생금융상품시장을 주도하고 있는 현 상황에서, 국제 파생금융상품시장에서 확립된 거래관행 및 법적 해석에 대한 정확한 이해는 우리 자본시장이 동북아 금융허브로 성장하기 위한 선결조건이라고 생각한다.

이 같은 문제의식하에서, 본 연구는 장외 파생금융상품 거래의 법적 문제를 면밀히 검토하고 비정형 장외 파생금융상품 거래에 참여하는 일반투자자를 보호하기 위한 법적 위험관리방안을 모색해보았다. 우선 장외 파생금융상품 개념을 고객맞

춤형 계약조건을 제공할 수 있는 파생금융상품으로 정의하고 다양한 위험구조 설계를 파생금융상품을 적극적으로 활용하는 것이 가능하도록 허용해줄 것을 제안하였다. 이를 위해 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」에서 장외 파생금융상품에 대한 규정을 보다 명확히 할 필요가 있을 것이다.

고객맞춤형 계약구조는 장외 파생금융상품의 본질적 요소이다. 특히 고객맞춤형 계약구조의 제공은 효과적인 위험관리수단의 제공, 대안적인 투자수단 제공, 기업 금융 활성화 수단 제공, 새로운 성장동력 확보, 동북아 금융허브로의 성장 등에 기여할 수 있는 만큼 장외 파생금융상품 거래를 활성화시킬 필요가 있다. 이는 비정형 장외 파생금융상품 거래 자체를 투기적인 것으로 간주하는 태도는 합리적이지 못하다는 것을 시사한다. 따라서 파생금융상품에 대한 감독 기준을 정함에 있어 원칙적으로 거래당사자간의 재량에 의해 비정형 장외 파생금융상품을 거래할 수 있도록 허용하여야 할 것이다.

다만 과거의 실패사례들을 분석한 결과 자금조달비용을 낮추거나 대규모 수익 실현을 목적으로 상품구조를 투기적으로 설계하면 대규모 손실이 발생할 수 있음을 확인하였다. 특히 일반투자자가 차입비용을 낮추려는 유인을 가지고 거래 상대방의 손실 가능성은 제한하는 반면 자신의 손실에 대한 보호수단은 포기하는 것은 매우 위험한 선택이다. 이는 본 연구에서 검토한 공기업 사례, 다이아몬드펀드 사례, P&G 사례, Gibson Greetings 사례, 오렌지카운티 사례 등에서 공통적인 나타난 실패이유였다. 이로부터 비정형 장외 파생금융상품 거래 자체가 문제라기보다 이를 활용하는 거래당사자들의 태도가 문제될 수 있음을 알 수 있다. 따라서 비정형 파생금융상품 거래에 익숙하지 못한 일반투자자를 대상으로 교육을 강화할 필요가 있으며, 금융투자회사들이 신의성실의무, 설명의무, 적합성 원칙 등에 충실하도록 유도할 필요가 있겠다.

또한 본 연구는 장외 파생금융상품 거래에서는 새롭고 복잡한 상품구조가 지속

적으로 도입되는 만큼 장내 파생금융상품 거래에 비해 법적 위험이 보다 크게 나타남을 지적하였다. 비정형 계약조건을 둘러싼 법적 분쟁이 발생할 가능성이 높으며, 계약내용 중 일부가 거래당사자의 원래 의도대로 집행되지 않거나 계약 자체가 무효화될 수 있다. 따라서 장외 파생금융상품 거래당사자는 법적 위험을 관리하기 위해 계약 준비단계부터 관련 법적 개념들을 정확히 이해하여야 할 것이다. 금융감독당국은 영업용순자본비율을 중심으로 자기자본 규제를 집행함에 있어 파생금융상품의 법적 위험에 대해서도 고려하여야 할 것이다.

한편 일반투자자가 장외 파생금융상품 거래에 참여할 때 고려해야 할 법적 위험 관리방안은 다음과 같다. 장외 파생금융상품 거래의 경우 거래당사자들이 거래소를 거치지 않고 스스로 거래상대방과 협상하여 계약조건을 정하고 그 내용을 이행해야 하기 때문에, 거래당사자가 거래과정에서 발생 가능한 법률위험을 보다 적극적으로 관리하여야 할 것이다. 이를 위해 거래당사자가 자신의 투자목적을 명확히 설정하고, 관련 법 규정에서 명시하고 있는 투자자보호 규율을 엄격히 준수하는 한편 금융선진국에서 널리 활용되고 있는 표준계약서를 적극적으로 활용하여야 할 것이다.

결론적으로 기본적으로 고객맞춤형 계약구조를 제공하는 비정형구조의 장외 파생금융상품 거래 그 자체를 투기적인 거래행위로 간주하기보다는, 비합리적인 투자목적 설정한 일부 거래당사자가 그 목적을 달성하기 위해 비정형구조를 투기적으로 활용하는 것은 적절히 규제할 필요가 있겠다. 이를 위해 금융감독당국은 일반투자자를 대상으로 투자목적 설정을 명확히 하고 적절한 위험관리시스템을 구축하도록 교육을 강화할 필요가 있겠다. 또한 금융회사에 대해서는 일반투자자에게 장외 파생상품 거래를 권유시 신의성실의무에 충실하고 관련 정보를 충분히 공시하도록 유도하여야 할 것이다.

다. 해외시장 사례를 통한 정책적 시사점

파생금융상품시장은 대공황 직전 미국 뉴욕증권시장에 등장하였던 옵션의 일종인 신주인수권 거래를 시초로 볼 수 있으나 파생금융상품 거래가 본격화된 것은 제2차 세계대전 이후라고 할 수 있다. 전쟁 종료 이후 그동안 제한되었던 국제자본 이동이 늘어나면서 런던을 중심으로 은행간 선물환거래가 활발해졌는데 특히 1970년대 이후 변동환율제도로의 이행으로 금융자산가격 변동성이 확대됨에 따라 거래 규모가 크게 증가하였다. 1972년에는 시카고상업거래소에 통화선물이 상장되었고 주식 관련 파생금융상품은 1973년 시카고옵션거래소가 설립되면서 그동안 장외에서 당사자간에 직접 거래되던 주식옵션 거래가 제도화되었으며, 1982년 캔사스시티상품거래소에 주가지수선물, 1983년 시카고옵션거래소에 주가지수옵션이 거래되기 시작하였다. 1980년대 들어서 금리 관련 파생금융상품 거래가 급격히 늘어났는데 장외거래에서는 1980년대 초 금리스와프를 필두로 선도금리계약과 금리상한계약, 금리하한계약, 금리상하한계약과 같은 금리옵션이 등장하였으며 장내거래로는 주요국 장기국채, 유로달러채권 등의 금리를 대상으로 한 선물상품이 등장하였다. 1980년대 후반 이후에는 신종옵션(exotic options), 구조화채권(structured notes), 신용파생상품(credit derivatives) 등 새로운 상품이 등장하였다.

이처럼 파생금융상품시장이 빠르게 발전하게 된 것은 수요 측면에서 국제자본 이동 확대로 금융거래가 크게 증가하는 가운데 금융상품의 가격 변동폭이 확대됨에 따라 그 위험을 헤지할 필요가 생겼을 뿐만 아니라 공급 측면에서도 정보통신 기술의 급속한 발전 등에 힘입어 기초자산에 수반되는 위험의 평가·분리·이전이 용이해 짐으로써 다양한 상품을 개발할 수 있게 되었기 때문이다.

우리나라의 파생금융상품시장은 최근 들어 주가지수 및 금리 관련 거래를 중심으로 발전하고 있으나 1990년대 중반 이전에는 선물환거래 이외에는 별다른 시장

이 형성되지 못하였다. 이는 1990년대 중반에 이르기까지 금융자산가격이 경직성을 보여 왔기 때문에 가격변동 위험헤지를 위한 파생금융상품의 필요성이 크지 않았던 데 주로 기인하였다. 그러나 대외거래와 관련해서는 환율변동 위험을 헤지할 필요성이 상대적으로 일찍 대두되면서 1968년 외국환은행에 대해 선물환거래가 일부 허용된 이래 그 허용범위가 확대되었고 금리스와프나 선물, 옵션 등의 거래도 허용되었다.

우리나라의 파생금융상품시장을 장내거래와 장외거래로 나누어 살펴보면 먼저 장내시장의 경우 한국증권거래소에서 1996년 5월과 1997년 7월에 주가지수(KOSPI 200)를 대상으로 선물과 옵션 시장을 개설함에 따라 우리나라도 장내시장을 갖게 되었다. 또한 1999년 4월 한국선물거래소가 개설되면서 CD 금리선물, 달러선물, 달러옵션, 금선물이 도입된 데 이어 같은 해 9월에는 3년국채선물이, 2001년 1월에는 코스닥 50 선물이 추가 도입되었다. 이에 더해 KOSPI 200선물스프레드(2001년 9월), 코스닥 50 옵션(2001년 12월), 개별 주식옵션(2002년 1월), 3년국채선물옵션(2002년 5월), 통화안정증권 금리선물(2002년 12월), 5년국채선물(2003년 8월) 등도 추가로 도입되었다. 한편 한국증권거래소와 한국선물거래소의 통합에 앞서 2004년 1월 1일부터 한국증권거래소에서 거래되었던 주가지수선물·옵션, 주가지수선물스프레드, 개별 주식옵션 등이 한국선물거래소로 이관되어 거래되고 있다. 장내 파생금융상품 거래를 살펴보면 KOSPI 200 선물 및 옵션은 매우 활발한 반면 기타 장내 파생금융상품 중에서는 국채선물만이 활발한 거래가 이루어지고 있을 뿐 나머지 상품 거래는 매우 저조한 모습을 보이고 있다.

우리나라의 장외 파생금융상품시장으로는 통화 관련 시장과 금리 관련 시장이 활성화되어 있으나 주식 관련 시장은 부진한 상태이다. 통화 관련 시장의 주된 참가자는 외국환은행이며 선물환거래가 대부분을 차지하고 있다. 한편 2004년 1월부터 간접투자자산운용업법이 시행되면서 은행신탁, 투자신탁운용회사, 자산운용회사

등의 투자대상으로 선물, 옵션, 스와프 등 파생금융상품을 허용하였다.

이와 같이 우리나라의 파생금융상품시장은 최근 들어 크게 발전하고 있으나 외환파생상품을 제외하고는 주가지수를 대상으로 한 선물 및 옵션 시장과 금리선물 시장, 이자율 및 통화 스와프시장만이 크게 활성화되어 있다.

국내에서 행해지는 파생금융거래의 대부분은 주식파생금융거래로서, 2005년 중 주식파생상품의 거래규모는 26.4억 달러로서 전체 파생금융거래 57.1억 달러의 46.1%를 차지하고 있다. 은행과 보험사를 중심으로 하는 우리나라 금융기관의 신용파생상품 거래규모는 외환위기 이후 거액의 투자실패사례 등에 따른 위험자산 투자기피 성향과 함께 신용 파생상품 거래에 대한 감독 강화 등의 영향으로 감소하였다.

국내 신용 파생상품시장은 CLN의 비중이 크며 신용 파생금융 거래의 주요 당사자도 일부 CDS 거래 및 TRS 거래 등을 제외하고는 거의 대부분 보장매도자로서 한 쪽 방향으로 지나치게 편중되어 있다. 따라서 금융기관들은 신바젤협약의 전면 시행을 앞두고 보유자산의 위험가중치를 낮추기 위해 CLN이나 합성 CDO를 매입하는 과정에서 리스크요소의 측정방식을 특정 시점이 아닌 경기사이클을 감안한 평균방식으로 개선할 필요가 있다.

2. 미래지향적 파생금융상품시장의 선점: 탄소배출권 파생금융상품시장

가. 문제제기

교토의정서(Kyoto Protocol)는 온실가스 감축을 위해 시장 메커니즘을 도입시켜 온실가스의 효과적인 감축 목표를 달성하고자 하는데 이의 핵심인 탄소배출권

거래제(Emission Trading: ET)는 교토의정서의 핵심적 제도라 할 수 있다. 탄소배출권거래제는 환경 관련 파생금융상품의 새로운 중요한 예로서 향후 보다 많은 국가가 강제적으로 온실가스 감축의 의무를 충족해야 한다. 따라서 아직 관련 시장이 형성되지 못한 우리나라의 경우 이미 시장이 형성되어 거래가 시작된 선진시장의 향후 국내 진입에 대비하고 우리보다 후발국인 시장에는 적기에 진출하는 것을 목표로 하여 사전작업을 충실히 준비하는 것이 중요하다.

전 세계적인 탄소배출권 규제 추세가 단순한 환경 규제의 산물에 머물지 않고 탄소배출권의 파생금융상품화시장을 새로이 생성하고 있다는 사실로 볼 때 파생금융상품 허브를 추구하는 우리나라가 이와 관련한 파생금융상품시장 개발에 적극적으로 참여할 이유는 충분하다.

교토의정서의 정식 명칭은 「기후변화에 관한 UN기본협약(United Nations Framework Convention on Climate Change)」이고 지구의 온난화를 규제방지하기 위한 국제협약이다. 지구온난화 억제를 목표로 하는 국제협약인 기후변화협약의 구체적인 이행방안으로, 선진국의 온실가스 감축목표치를 규정한 것으로서 1997년 12월 일본 교토에서의 제3차 당사국총회에서 최종적으로 채택되었다. 의정서가 채택되기까지는 온실가스의 감축목표와 감축일정, 개발도상국의 참여문제에 관한 선진국간, 선진국개발도상국간의 의견차이로 심한 대립을 겪기도 했지만, 러시아가 2004년 11월 이를 최종 비준함으로써 2005년 2월 16일 공식 발효되게 되었다. 총 회원국은 156개국이고 원래 1차 의무이행 대상국은 미국, 일본, 호주, 캐나다, 유럽연합(EU) 회원국 등 총 38개국이었으나 이후 미국과 호주는 탈퇴를 선언한 상황이다. 교토의정서에 따르면 2008~12년 사이에 온실가스 총배출량을 1990년 수준보다 평균 5.2% 감축하여야 하며 각국의 감축목표량은 -8~+10%로 차별화하였고 1990년 이후의 토지 이용 변화와 산림에 의한 온실가스 제거를 의무이행 당사국의 감축량에 포함하도록 하였다. 그 예로 유럽연합-8%, 일본-6%의 온실가스를

2012년까지 줄여야 한다. 감축대상가스는 이산화탄소(CO₂), 메탄(CH₄), 아산화질소(N₂O), 불화탄소(PFC), 수소화불화탄소(HFC), 불화유황(SF₆) 등의 여섯 가지이다. 당사국은 온실가스 감축을 위한 정책과 조치를 취해야 하며, 그 분야는 에너지 효율 향상, 온실가스의 흡수원 및 저장원 보호, 신재생에너지 개발연구 등도 포함된다.

우리나라는 2013년부터 감축의무를 지는 2차 의무대상국이나 OECD 국가이자 온실가스 배출량 세계 9위이고³¹⁾ 세계 전체 배출량의 1.9%를 차지함으로써 국가 감축의무 부담에 대한 선진국들의 압력이 큰 상황이다. Post-2012 온실가스 감축 의무부담에 대한 국제논의가 제11차 당사국총회(2005년11월 26일-12월 9일)부터 본격화되면서 온실가스 국제협상에 대비한 국가 대응전략 수립이 필요한 시점이다.

한편 교토의정서에서 탈퇴한 미국, 호주와 교토의정서 1차 의무이행국가인 일본, 2차 의무이행국가인 한국, 교토의정서의 의무이행국가에 포함되지 않은 중국, 인도 등 4개의 아시아 국가가 2006년 1월에 출범시킨 「청정개발 및 기후에 관한 아태파트너십(Asia-Pacific Partnership on Clean Development and Climate: APPCDC)」은 교토의정서와 같은 의무이행조항을 배제하는 대신 청정에너지 기술 개발을 통해 온실가스 감축에 기여하여 기후변화협약 및 교토의정서를 보완하고자 하는 협력채널로서 온실가스 감축을 위한 기술협력을 목표로 하는 파트너십을 표방하고 있다.

6개국 중 미국과 호주는 교토의정서 가입을 거부했고, 중국과 인도는 교토의정서 가입국이지만 개도국으로 분류되어 2012년까지는 온실가스 감축의무가 없다. 우리나라는 교토의정서 가입국이지만 2012년까지는 온실가스 감축의무가 없는 선진 개도국이고, 일본은 엄연한 교토의정서 가입국으로 감축의무를 적용받고 있다.

31) 2002년 IEA(국제에너지 기구)의 통계에 따르면 한국의 연간 이산화탄소 배출량은 2000년 기준으로 4억 5,200만 톤으로 세계 9위이다.

이 6개국의 온실가스 배출은 전 세계 배출량의 절반을 차지하고 있으며, 앞으로 이 국가들이 전 세계 온실가스 배출에서 차지하는 비중은 더 커질 것으로 예상되고 있다. 또한 이 6개국은 『아·태 기후변화 파트너십』에 아세안의 참여를 환영한다고 해서 태국 등 여타 ASEAN 국가가 참여하게 될 것으로 예상된다.

미국의 입장에서는 현실적으로 수소연료 등의 청정에너지기술이 개발되지 않은 상황에서 이산화탄소(CO₂) 등 온실가스 감축목표를 맞출 방법은 생산을 줄이는 것 밖에 없기 때문에 경제에 악영향을 줄 것이며 경제개발을 해야 하는 개도국에도 교토의정서를 적용하는 것은 적절치 않다는 입장을 견지하면서 앞으로 10~20년에 걸쳐 수소연료기술 등을 개발해 장기적으로 온실가스를 줄이자고 제안하고 있다. 미국의 온실가스 배출량은 전 세계 배출량의 20.6%로서 세계 최대 규모이다. 또한 교토의정서는 EU에 유리하며 EU가 다른 나라에 교토의정서 가입을 재촉하는 것은 실질적인 이유에서라고 바라본다. 교토의정서대로라면 2010년에 일본이 줄여야 하는 온실가스량은 EU 국가 전체를 합친 것보다 많으며 미국의 감축 예상치는 EU 총량의 7배가 넘기 때문에 상대적인 비용 감수가 어렵다는 계산도 작용하였다.

중국, 인도의 경우 1차 의무부담국은 아니나 2차 감축기간 중 의무감축국가가 될 확률이 높으며 경제성장이 최우선과제로 남아 있는 두 국가는 성장지향 및 개발지향적인 접근에 찬성하는 이 파트너십에 가입하게 된 동기라고 보여진다. 이 협력체는 경제성장의 동력이 되는 화석연료 자원에 대한 개발 및 원자력 에너지 사용을 용인하고 있으므로 교토의정서 발효로 인해 두 국가가 입게 될 반성장방향에서의 피해를 줄이고자 하려는 의도로 풀이된다. 일본은 교토의정서를 적극 지지하였고 이 파트너십이 교토의정서와 부합되지 않는 특성을 들어 이에 대한 가입을 거부하였으나 파트너십이 교토의정서를 보완하는 방식으로 기후변화 관련 협력을 추진할 것이라는 2005년 6월 고위급회의에서 채택된 비전 성명을 확인하고 참여

를 결정하게 되었다. 우리나라의 경우 교토의정서의 온실가스 감축의무 부과가 경제성장에 막대한 손실을 줄 가능성이 높은 것으로 판단하고 있으며, 비구속적이고 원자력 에너지 사용을 용인하는 미국 주도의 「아·태 기후변화 파트너십」을 국제적 기후변화 협력의 대안으로 삼고자 하는 의도가 있는 것으로 보인다.

이렇듯 교토의정서와 아·태 파트너십의 충돌이 발생하면서 종전의 강제성을 띤 교토의정서 체제내에서의 통일된 온실가스 감축목표는 아·태 기후변화 파트너십이라는 자발적인 새로운 협력체의 등장으로 인해 각 체제의 회원국은 다양한 전략적 선택을 할 수 있는 선택권을 가지게 되었다. 아·태 기후변화 파트너십 비전 성명에 따르면, “파트너십은 기후변화협약에 부합하고, 교토의정서를 보완하나 대체하지는 않을것”을 명시하고 있으나 각 국가가 자국의 실리에 기반하여 의사결정을 할 것이라는 현실주의에 기반하여 볼 때 향후 두 체제 사이의 마찰은 불가피할 것으로 보인다.

이러한 혼선에도 불구하고 교토의정서 체제는 향후 계속해서 존속해가리라고 보는 것이 대세이다. 이의 배경에는 아·태 기후변화 파트너십의 명분과 실질적 내용이 국제사회를 설득할 만한 효력을 가지지 못한 부분이 큰데다 참여국가도 제한적이어서 대외적으로 큰 반발에 부딪히고 있기 때문이다. 이에 따라 우리나라의 경우 지속가능한 발전과 환경 정의적 관점에서 지지받을 수 있는 교토의정서 체제내에서 실천방안들을 지속적으로 모색해나갈필요가 충분하다고 보여진다. 특히 교토의정서에서 탈퇴한 미국, 호주의 경우에도 자국내에 탄소배출권 시장이 활성화되고 있는 추세는 탄소배출권 시장의 중요성을 반증해준다고 하겠다.

나. 탄소배출권 파생금융상품시장: 환경과 금융시장간의 결합

기초자산(underlying asset)으로서의 배출권이라 하면 크게 대기오염과 관련하

여 오염물질 발생 억제를 위한(주로 SO₂) 거래대상과 온실가스(Green House Gas) 감축을 위해 도입된 탄소배출권으로 구분할 수 있다. 탄소배출권 시장은 다음과 같은 형태로 형성된다.

구체적인 온실가스 감축의무를 가진 국가는 자국의 기업들에 기업별 배출가스 감축목표치를 고려하여 기업에게 배출권을 할당한다. 각 기업은 매년 할당된 배출권을 가지고 배출권 거래시장을 통해 감축목표치를 초과 달성한 기업은 초과 달성분에 따른 배출권을 판매하고, 목표치를 달성하지 못하는 기업은 배출권을 구매하여야 한다. 배출권의 자산으로서 상품화가 이루어지는 것이다. 이 상품의 경우 특히 기후변화와 같은 환경변화에 민감하게 반응할 것이고 이는 곧 자산의 위험요인으로 작용할 것이므로 이에 대한 위험헷징이 반드시 필요하게 된다. 우선 선물 또는 옵션 등의 형태로 파생금융상품화가 바로 이루어진다.

유럽연합은 2005년부터 이미 공식적으로 각국의 할당량을 정하고, 각국별로 구체적인 이행계획을 확정하여 2월부터는 에너지 사용량이 20MWh 이상인 1만 2천 개의 기업이 다양한 점두거래(OTC)와 라이프찌히의 EEX(European Energy Exchange), 노르웨이 오슬로의 NordPool 등의 거래소 시장을 통해 온실가스를 거래하는 공식적인 배출권 거래제가 시행되고 있다.

교토협약에서 탈퇴한 호주의 경우도 장기적인 온실가스 감축을 통해 국제거래 시장에 자국의 배출권을 판매하고 장기적으로 국제사회에 복귀하기 위한 대비책으로 자국 기업들을 대상으로 한 국내 배출권 거래제 시장을 설립하였다. 미국 또한 금융기업을 중심으로 NordPool을 비롯한 유럽의 탄소 거래소 시장에 활발히 참가하고 있고, 시카고 CCX(Chicago Climate Exchange) 거래소를 운영하며 교토의 정서 체제로의 국제사회 이동에 대비하고 있다.

구체적으로 감축되는 온실가스에 대해서는 거래가 가능한 credit이 주어지기 때문에 투자회사는 이의 매입을 통해 온실가스 감축량의 일부를 자신의 감축량으로

사용할 수 있어 저렴한 비용으로 감축목표를 달성할 수 있다. 유럽의 경우 올해부터 시작된 교토협약 조기이행을 위한 각국별 배출권 할당이 모두 끝나 현재 국별 할당에 이어 일정 기준 이상으로 에너지를 소비하는 기업에까지 감축규모 할당이 마무리된 상태이다. 이에 따라 유럽 전체 발전량의 50%를 차지하는 발전, 제철, 정유, 시멘트 부문 등 1만 2천여 개 기업은 2005년 자신들이 배출할 수 있는 온실가스 배출량을 할당받았다. 유럽연합의 할당계획에 동의하지 못한 영국, 체코 등은 유럽 법원에 자국의 할당분을 더 인정받기 위한 제소를 검토하고 있는 상황이다.

또한 자체 온실가스 절감 노력에 의해 할당된 목표를 초과달성할 수 있는 기업이 목표를 달성할 수 없는 기업에 배출권을 판매하는 배출권 시장(EU Emission Trading System: EU ETS)이 개설되었다. 이에 따르면 점두거래(OTC)와 거래소 시장에서의 거래가 동시에 진행되고, 주로 2006년물(EUA 2006), 2007년물 (EUA 2007) 배출권에 대한 거래가 진행되고 있으며, 2008년 및 2009년물 또한 거래되기 시작하고 있으며 현재는 이산화탄소 배출권만이 거래되고 있지만 추후로 교토 의정서에서 규정하는 온실가스 메탄(CH₄), 이산화질소(NO₂), 수소불화탄소(HFCs), 과불화탄소(PFCs), 육불화황(SF₆) 등 모든 온실가스에 대한 거래로 확장될 예정이다. 특히 가정, 수송, 산업에서 배출되는 이산화탄소 중 현재 가정, 수송 부문은 의무감축대상이 되지 않으나 자동차, 항공기 등의 수송부문에서 배출되는 배기가스량을 감안하여 볼 때 탄소배출권의 거래규모는 급증하리라 예상된다. 배출권의 선물가격을 살펴보면 2005년물을 기준으로 2005년 초 8.3유로에서 시작하여 4월 12일 15.60유로 2006년 3월 31유로에 달하였으나 4월 다시 14유로로 떨어졌다. 이러한 급락의 원인은 2005년 1월 각국이 EU에 제출하여 NAP (National Allocation Plan)에 의해 승인받은 배출할당량이 각국이 배출한 실제 배출량을 약간 초과하는 것으로 나타났기 때문인데 이는 EU의 각국에 대한 온실가스 할당규모가 향후 엄격하게 적용될 것임을 암시한다. 또한 사업체들이 온실가스 할당량을

준수하지 못할 경우에는 초과 배출하는 CO₂ 톤당 40유로의 벌금을 내야 한다.

미래의 기업활동에서 환경요인은 매우 중요하게 작용 될 것이다. 앞으로 탄소배출권이 경제적인 재화로서 갖는 중요성은 더욱 커질 것이다. 탄소배출권 시장과 같은 환경 관련 금융시장의 존재와 발전은 환경요인에 제약을 받을 수밖에 없는 기업의 활동에 유연성을 제공할 뿐만 아니라, 새로운 금융시장을 창출함으로써 실질 시장을 지원, 보완하게 된다.

다. 동아시아 탄소배출권 시장의 선두 진입의 필요성

탄소배출권 파생금융상품시장을 개발하고 우리나라가 이 분야에서 동아시아의 금융허브가 되기 위한 조건은 충분해보인다.

먼저 교토의정서의 2차 의무이행국가이면서 아·태 파트너십에 동시 가입되어 있는 한국으로서는 탄소배출량 감축의무를 이행하면서 청정기술 개발과 같은 미국 주도의 온실가스 감축 노력에도 참여해야 한다. 이에 대한 준비는 빠를수록 유리할 것으로 판단된다.

둘째, 미국, 중국, 일본, 호주, 인도 등 아·태 파트너십국가 중 미국과 호주는 이미 탄소배출권 시장을 보유하여 빠른 발전을 보이고 있으며 일본도 환경기업들을 중심으로 해외진출을 활발히 전개하고 있다. 우리나라의 경우 환경산업은 물론 관련 금융시장의 개발이 일천하다. 교토의정서 의무이행국가로서 의무이행기가 가까이 왔을 때 이미 이 선진 3국에 뒤져 있는 우리나라가 자체적으로 기초환경산업, 관련 금융시장 공히 이 국가들에 의존하게 될 것은 자명해보인다.

셋째, 우리나라가 위치하고 있는 동북아시아 지역은 전 세계적으로 가장 탄소배출 발생량이 큰 지역이다. 즉 주변국의 탄소배출량으로 인해 받는 피해도 작지 않을 것이며 이는 국제사회에서 우리나라가 적극적으로 탄소배출권 문제를 부각

시키고 이행과정에서도 앞장서면서 주변국들을 선도해나갈 필요가 높다는 것을 의미한다.

마지막으로 상기의 이유로 인하여 발전된 탄소배출권 국제시장을 보유하는 것은 매우 중요하며 강대국들의 중심에서 중심시장을 보유하는 것은 상대적으로 용이할 수 있다.

3. 결론

1990년대 후반에 제기되어 최근 정부와 민간에서 그 논의가 활성화되고 있는 동북아 금융허브 전략의 요지는 종래의 제조업 중심 성장전략하에서 실물지원 인프라로서의 기능에 주력했던 금융산업의 글로벌 경쟁력을 강화해서 금융산업을 그 자체로서 고부가가치를 창출하는 미래의 성장동력으로 발전시키자는 것이며, 이를 위해 다수의 국내외 금융기관이 우리나라를 중심으로 금융거래를 하게 함으로써 우리나라를 국제금융거래에서 중심적인 역할을 담당하는 지역으로 발전시키자는 것이다.

이와 같은 금융허브 구축의 과정에서 또는 그 결과로 필연적으로 수반되는 국제 금융거래 확대와 자본유출입 증대는 환율·금리·주가 등 금융시장 가격변수의 변동성을 확대시키며 그에 따른 금융리스크 증대를 야기한다. 따라서 증대되는 금융리스크를 원활하게 헤지할 수 있는 장치가 마련되어야만 우리가 계획하는 동북아 금융허브로의 도약이 가능할 것이다. 파생금융상품시장의 활성화가 금융허브 구축의 기본적인 인프라로서 중요시되는 것은 기본적으로 이 시장을 통해서 각종 금융리스크를 헤지할 수 있기 때문이다.

또한 파생금융상품은 비교적 소액의 증거금만으로 거래가 가능하기 때문에 높은 투자수익률을 추구하는 투자자에게 투자수단을 제공함으로써 금융상품의 수요

를 증대하게 된다. 한편 이 시장의 발달은 금융산업의 규제 완화 및 신상품 개발을 촉진하고, 다른 금융상품시장과의 연계 강화를 통해서 금융산업 전체의 발전을 선도하는 기능을 담당할 수 있게 한다.

우리나라는 외환위기 이후 환율제도를 종래의 시장평균환율제도로부터 자유변동환율제도로 변경함에 따라 환율 변동성이 크게 높아졌다. 환율변동성 증대는 환리스크를 헤지할 필요성이 그만큼 커짐을 의미한다. 또 외환위기 이후에는 채권·주식시장의 완전개방, 1단계·2단계 외환자유화, 자본유출에 대한 규제 완화 등의 정책들이 광범위하게 추진됨에 따라 주가, 금리 등의 움직임이 외국자본에 의해 더욱 증폭됨으로써 금융리스크 헤지의 필요성이 증대되었다.

이에 따라 우리나라의 파생금융상품시장도 괄목할 만한 성장세를 나타내었다. 장내거래의 규모는 세계적인 수준으로 발전하여 주가지수 옵션은 세계 1위, 주가지수선물은 세계 4위의 거래규모를 기록하고 있다. 그러나 우리나라의 파생금융상품시장은 미국·영국·싱가포르·홍콩 등 금융선진국에 비하면 양과 질 양면에서 아직 뒤떨어지고 있는 것으로 평가되고 있다. 장외거래의 경우 그 규모가 미미한 수준이어서 2006년 3월 말 현재 미국의 2%, 일본의 12%, BIS 가맹국의 0.7%에 불과한 실정이다. 특히 비교적 신상품인 신용 파생금융상품의 거래규모는 미국의 0.05%, 일본의 3.0%에 불과하여 향후 그 활성화가 요구되고 있다.

이런 상황에서 우리나라가 국제금융거래의 중심적 역할을 담당하는 동북아 금융허브로 도약하기 위해서는 금융기관과 기업의 리스크 관리에 대한 인식 제고와 함께 우리나라 파생금융상품시장을 그 규모나 거래상품의 다양성, 거래구조의 선진성 등 모든 측면에서 발전시키기 위한 정책적 노력이 경주되어야 할 것이다.

본 연구에서는 먼저 금융허브 정책과 파생금융상품시장 발전간의 관계를 살펴보고 파생금융상품시장의 발전이 금융허브를 달성하는 비전에 미치는 의의를 제시하였다. 이어서 국내의 장내 파생금융상품시장과 장외 파생금융상품시장에서 개선

되어야 하는 문제점을 살펴보고 개선방안을 모색하였다. 또한 해외사례를 통해 우리나라에 필요한 정책적인 시사점도 살펴보았다. 우리나라의 경우 주식 선물, 옵션 등 장내시장의 성장세가 괄목할 만하나 파생금융상품시장 본연의 목적인 위험의 헤징기능을 수행하지 못하고 투기적인 성격을 띠는 부작용을 노정하고 있다. 따라서 위험별로 상이한 성격을 지니는 보다 다양한 상품군의 개발을 통해 투자자가 원하는 위험헤징수단을 다양하게 제공할 필요가 있으며 이를 위해서는 현재 상장된 코스피 200 선물옵션인덱스 이외에 상장거래가 가능한 파생금융상품 인덱스를 보다 다양하게 개발할 필요가 있다. 또한 신용파생거래 활성화의 방안으로 국내 금융기관들의 신용보장 매수자로서의 기능 강화와 그를 위한 원화 CDS 시장 육성과 은행의 자기자본규제시 신용 파생상품을 통한 신용위험 경감의 필요성 등을 제시하였다. 마지막으로 파생금융상품 거래는 지나치게 투기적으로 이용될 경우 금융시스템의 안정을 위협할 가능성이 있기 때문에 금융기관에 대한 감독규정이 정비되어야 한다고 지적하고, 최근 관심이 높아지고 있는 신용 파생상품 거래에 대한 감독기준을 정리하였다. 장외거래를 육성하기 위해서는 전문인력 확충과 종합위험관리시스템의 구축이 중요함을 지적하였다. 특히 장외시장의 특성상 계약에 따른 맞춤형 계약구조가 필수불가결하기 때문에 법적 위험이 상대적으로 높은 시장이라는 점을 감안하여 법적 위험의 개선방안을 중심으로 정책적 시사점을 제안하였다. 또한 미래시장의 선점 차원에서 동아시아 탄소배출권 시장의 조속한 참여와 개발을 통해 환경 관련 미래 파생상품시장의 개발은 금융허브의 추진에 기여하는 바가 클 뿐만 아니라 환경과 경제, 금융시장의 결합이라는 차원에서 장기적인 국가발전 전략에도 중요한 시사점을 지니는 과제라고 판단된다.

참고문헌

[국문자료]

간접투자자산운용업법 · 시행령 · 시행규칙.

국민경제자문회의. 2006. 『동반성장을 위한 새로운 비전과 전략』.

금융감독원. 2002. 금융회사의 파생상품거래관련 자료집.

_____. 2003. 『신용파생상품 거래에 대한 감독기준 시행』. 정레브리핑 자료. (3월)

_____. 2005. 『도이치은행 서울지점 및 비엔피파리바은행 서울지점의 파생상품거래 부당취급에 대한 기관경고 등 제재조치』. 보도자료. (7. 22)

_____. 2006. 『2005년 1월~12월 국내 금융회사의 파생상품 거래현황』, 3월.

김건식. 2002. 『증권거래법』. 두성사.

김상호. 2006. 『최근 신용파생금융거래의 동향과 시사점』. 『외환국제금융 리뷰』, 제7호. 한국은행.

김인준 · 변석준 · 윤창현. 1998. 『역외펀드를 이용한 파생금융상품기법에 대한 분석: 다이아몬드 펀드를 중심으로』. 『재무관리학연구』, 제15권 제12호.

김정수. 2002. 『현대 증권법원론』. 박영사.

김종만 · 김용준 · 조종화 · 김경수 · 정창영. 2001. 『외환시장 발전 VISION』. 재정경제부 용역보고서.

김준호. 2003. 『민법강의-이론과 사례』. 박문사.

김혁황 · 오용협 · 윤덕룡 · 이형근 · 이호진. 2005. 『금융허브 기반 구축 방안에 관한 연구』. 한국투자공사 용역보고서. 대외경제정책연구원.

김형태 · 이현진. 2003. 『장의 파생상품 실패사례 분석과 시사점』. 조사보고서 03-0. 한국증권연구원.

서울시정개발연구원. 2003. 『서울을 국제금융거점도시로 육성하기 위한 기본계획』.

성태홍 · 정해근 · 최도성. 2002. 『파생금융상품과 금융위험관리』, 제2판. 경문사.

안형도 · 오용협. 2004. 『북아 금융허브: 주요국의 자산운용업 현황과 시사점』. 동북아허브전략연구 04-01. 대외경제정책연구원.

안형도 · 유재원 편. 2003. 『동북아 국제금융센터의 여건과 과제: 사례연구와 시사점』. 정책연구 03-04. 대외경제정책연구원.

양두용 · 조종화 · 안형도 · 송원호 · 정재식 · 김혁황 · 박대근. 2004. 『외환위기 이후 한국의 금

- 유국제화 진전과 향후 과제』. 정책연구 04-09. 대외경제정책연구원.
- 오승현·오경희. 2000. 『장의 파생상품 거래의 규제에 관한 연구』. 연구보고서 00-01. 한국증권연구원.
- 이상엽. 2004. 「파생금융거래의 국제비교와 위험평가」. 보도자료 2004-9-17호. 한국은행.
- 이원준. 2003. 「2003년중 국내 장외 파생금융거래 현황 및 시사점」. 보도자료 2003-2-11호. 한국은행.
- 임상규. 2006. 「2006년 1분기 국내금융회사의 파생상품 거래현황」. 보도자료. 금융감독원.
- 장택규. 2004. 「BIS의 세계 외환 및 장외 파생상품 거래규모 조사결과」. 보도자료 2004-10-3. 한국은행.
- 재정경제부. 2006. 「금융투자업과 자본시장에 관한 법률(가칭) 제정 방안」. 기자단 세미나 자료. 증권거래법·시행령·시행규칙.
- 진 익. 2006a. 「파생금융상품거래의 법적 문제」. 파생금융상품 전문연수 자료. 한국언론재단.
- _____. 2006b. 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률(안) 상의 파생상품 개념」. 『선물시장』, 2006년 9월호. 한국선물협회.
- 진 익·송원호. 2006. 「국내의 장외 파생상품 거래동향 및 성장가능성」. 『월간 KIEP세계경제』, 제9권, 제6호. 대외경제정책연구원.
- 진 익·한지연. 2006. 『장의 파생상품 자동거래시스템에 관한 연구』. 한국증권연구원.
- 최기원. 1999. 『신회사법론』. 박영사.
- 최문성·우신욱. 2004. 「최근 국내 장외파생금융거래의 동향과 시사점」. 『외환국제금융 리뷰』 (2004. 12). 한국은행.
- 최문성·우신욱. 2004. 「최근 국내 장외파생금융거래의 동향과 시사점」. 『외환국제금융리뷰』, 12월. 한국은행.
- 최영렬. 2005. 『장의신용파생상품에 대한 미국의 규제 동향과 시사점』.
- 한국은행. 2004. 『우리나라의 금융시장』.
- _____. 2004. 「BIS의 세계 외환 및 장외 파생상품 거래규모 조사결과」. 보도자료. (9. 24)
- 한국증권업협회. 2002. 『장의파생금융상품거래 계약서 권고안』.
- 한국증권연구원. 2005a. 증권 선물 시장 및 산업 발전을 위한 대토론회.
- _____. 2005b. 「한국 파생상품시장의 발전전략-세계적 신조류와 시사점」.
- 한성훈. 2003. 『신용파생상품 시장의 발전이 금융시장에 미치는 영향 및 통화신용정책에 대한 시사점』. 한국은행.

- 한정훈·김태준. 2003. 「신용파생상품의 거래위험과 가격결정원리에 대한 고찰」. 『외환국제금융리뷰』, 11월. 한국은행.
- 황민택. 2005. 「장의 파생금융거래 계약 실무 - ISDA Master Agreement를 중심으로」. 탐진.

[영문자료]

- Barrett, R. and J. Ewan. 2006. BBA Credit Derivatives Report 2006. British Bankers' Association.
- BIS. 2005. OTC Derivatives Market Activity in the First Half of 2005. Monetary and Economic Department.
- BIS. 2006. OTC Derivatives Market Activity in the Second Half of 2005. Monetary and Economic Department.
- BIS. Derivatives Statistics. www.bis.org.
- Bryan Gardner. 2006. Black's Law Dictionary 8th ed., West Group.
- Cravath, Swaine and Moore. 2001. Commodity futures modernization act of 2000, Memorandum for ISDA members.
- Donald Smith. 1997. Aggressive Corporate Finance: A Close Look at the Proctor&Gamble-Bankers Trust Leveraged Swap, Journal of Derivative, Summer.
- ERisk Case Study. 2006. Bankers Trust, Orange County, and LTCM, BankWare Risk, Sun Gard.
- IMF. 2006. *Global Financial Stability Report*. (April)
- Nick Cavalla. 1993. *OTC Markets in Derivative Instruments*. MacMillan.
- Paul Harding. 2002. *Mastering the ISDA Master Agreement - a Practical Guide for Negotiation*. Prentice Hall.
- President's Working Group on Financial Markets. 1999. "Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management."(April)
- Randall Dodd. 2002. "The Structure of OTC Derivatives Markets." *The Financier* Vol. 9, Nos. 1-4.
- Seoul Financial Forum. 2003. *Korea as an International Financial Center: Vision and Strategy*.
- Todd Petzel. 1990. *Financial Futures and Options*. Quorum Books.



Executive Summary

Derivatives Market Development in the Financial Hub Strategy

Yonghyup Oh, Jonghwa Cho, Deok Ryong Yoon, Won-Ho Song,
Ho Jin Lee, Inhyung Lee, and Ick Jin

The core vision behind the creation of a financial hub in Korea is to develop the financial sector as a new growth engine for the Korean economy. This strategy, if successfully realized, will attract more foreign financial intermediaries to Korea and stimulate the rapid internationalization of Korea's financial market. However, the potential instabilities that this strategy may cause make it extremely necessary to establish a sound risk management plan for the market. This study is motivated by the idea that development of Korea's derivative markets can satisfy this need.

Korea's derivative markets are one of the most dynamic markets in the world. The current trade volume of the KOSPI 200 index-based option alone marks the world largest index-based option trading at the national level and the KOSPI 200 index-based futures is the world's 4th largest trade in futures. While these examples reflect the rapid growth of this market, Korea's derivatives market has yet to realize its potential scale or quality. The size of the OTC market, for instance, is 0.7% compared to BIS member countries and credit derivatives or environment-

related derivative products are visibly underdeveloped.

This study consists of four parts. First, we look into the link between the development of Korea's derivative markets and Korea's financial hub strategy. Second, we attempt to identify problems in derivative products traded via Korea's stock exchange and policy proposals. We note that a greater number of indexes need to be developed to match diverse risk preferences and give more examples of such indexes. Third, we also list some of the main problems in Korea's OTC derivatives market and propose a supervisory measure tailored to Korea's market emphasizing the establishment of an integrated risk management system. We further note the need of an effective judiciary investor protection mechanism for the OTC market.

Whereas the issues cited above are related to existing markets, this study calls for the introduction of a market that is more forward-looking, namely the carbon derivative market - following the Kyoto protocol. Given the potential importance of this market for the region encompassing China and Japan, we find it extremely important for Korea to prepare for the imminent introduction of this market and to establish international cooperation with other regional countries, like Japan, for technology development, as well as regional market creation.

KIEP 발간자료목록(2005~06. 12)

■ 연구보고서

- 05-01 유럽지역 주요 환경라벨제도 분석 및 수출에 대한 시사점 / 윤창인·이재협
- 05-02 인도의 대외경제정책과 한·인도 경제협력 강화방안 / 유태환·최윤정·M. Pant·V. Balaji
- 05-03 무역상 기술장벽 분야의 WTO 논의동향과 대응 / 남상열 외
- 05-04 한·중·일 FTA의 경제적 파급효과 및 대응전략 / 이창재 외
- 05-05 한·중·일 FTA: 제조업 부문의 대응전략: 민감품목을 중심으로 / 김박수·이창재·박복영·이홍배·이홍식·임혜준·이형근·김혁황·방호경
- 05-06 한·중·일 FTA: 농업에 미치는 영향 및 대응방안 / 이창수·박지현·김용택
- 05-07 한·중·일 FTA: 경제의 서비스화 현황 및 서비스협상의 시사점 / 윤창인
- 05-08 한·미 FTA가 한국 농업에 미치는 경제적 파급효과 / 이창수·박지현·권오복
- 05-09 한·EU FTA의 경제적 효과 분석과 정책적 대응방안 / 김흥종·이창수·김균태·강준구·박순찬
- 05-10 APEC 보고르 목표 실행전략: 시나리오별 효과 분석 / 김상겸·박성훈·박순찬·박인원
- 05-11 최근 해외자본 유출의 원인 분석과 정책적 시사점 / 윤덕룡·양두용·오용협·송원호·백승관·신관호·전종규
- 05-12 한국의 물가안정목표제하의 환율정책 / 오용협·김은경
- 05-13 소규모 개방경제모형하에서의 통화정책 비교: 환율 중심의 안정화 정책의 검토 / 양두용·정용승·정재식
- 05-14 한국의 외환보유액 결정요인 분석과 적정 외환보유액 정책에 관한 연구 / 윤덕룡·이영섭
- 05-15 동북아 경제공동체 실현을 위한 단계적 추진전략 / 이창재·김성철·백 훈·한택환·이재영·방호경
- 05-16 ASEAN+3 협력체제의 성과와 정책과제 / 권 율·왕윤중·오쿠다 사토루·정재완
- 05-17 북한경제의 대중국 의존도 심화와 한국의 대응방안 / 조명철·양문수·정승호·박순찬
- 05-18 중국의 산업고도화 및 기업 성장의 현황과 시사점: 중국 위협의 재평가 / 지만수·최의현·이남주·김석진·백권호

KIEP 설립 이후 현재까지의 모든 발간자료 원문은 홈페이지(<http://www.kiep.go.kr>)에 수록되어 있습니다.

- 05-19 개성공단 진출기업 생산제품의 해외수출 가능성 및 확대 방안 / 조명철·정승호·윤정혁·우상민
- 05-20 일본정부 및 기업의 지식재산전략의 특징과 시사점 / 정성춘
- 05-21 북핵 해결 이후 국제사회의 대북 경제지원 활성화 방안: 양자간 지원을 중심으로 / 조명철·동용승·홍익표·이재영·이종운·정형곤
- 05-22 세계화와 개방정책: 평가와 과제 / 유재원·임혜준 편
- 05-23 전문직 및 비금융업의 자금세탁방지 의무: 주요국 운영사례와 제도 도입방안 / 안형도·김종혁
- 06-01 선진통상국가 실현을 위한 중장기 통상전략 연구 / 채욱·김세원·유재원 외
- 06-02 사회경제정책의 조화와 합의의 도출: 주요 선진국의 경험과 정책 시사점 / 김홍중·신정완·이상호
- 06-03 우리나라 대외원조정책의 선진화 방안 / 권을·김한성·박복영·황주성·홍수연
- 06-04 DDA 주요 의제별 평가와 대응전략 / 서진교·송백훈·송영관·정지원·박지현·이창수
- 06-05 APEC 무역원활화의 정책과제 및 파급효과 / 김상겸·박성훈·박인원·박순찬
- 06-06 서비스분야 외국인 직접투자 특성별 성과분석과 정책과제 / 이성봉·윤미경·현혜정
- 06-07 직접투자의 탈산업화에 대한 영향분석 / 이홍식·강성진
- 06-08 금융허브 기반구축을 위한 파생금융시장 활성화방안 / 오용협·조종화·윤덕룡·송원호·이호진·이인형·진 익
- 06-09 헤지펀드에 대한 주요국 규제동향과 정책적 시사점 / 이호진·송원호·장국현·정삼영
- 06-10 중국의 비즈니스환경 변화와 외자기업의 대응전략 / 박윌라·박현정·이근·은종학
- 06-11 중국의 FTA 추진 전략과 정책적 시사점 / 이장규·이인규·여지나·조현준
- 06-12 일본경제의 구조변화와 한국에 대한 시사점 / 정성춘·김양희·이홍배·이형근·김은지
- 06-13 러시아의 동부지역 개발 전략과 한국의 참여 확대 방안: 에너지 부문을 중심으로 / 이재영·이철원·신현준·Victor Kalashnikov
- 06-14 인도 진출 한국기업의 경영실태 및 현지화 전략 연구 / 이순철·정재완·최윤정·오민아
- 06-15 고유가시대의 중동경제와 대중동 경제협력 확대 방안 / 박복영·황주성·박철형
- 06-16 남미공동시장(MERCOSUR)의 FTA 협상 사례와 시사점 / 김원호·권기수·김진오·박수완·곽재성
- 06-17 지역무역협정에 따른 생산성 효과분석 / 이홍식·신관호·이종화·김형주

■ Policy Analyses

- 05-01 Korea-Japan FTA: Toward a Model Case for East Asian Economic Integration /

- Choong Yong AHN, InKyo CHEONG, Yukiko FUKAGAWA, and Takatoshi ITO eds.
- 05-02 Feasibility and Economic Effects of Korea-U.S. FTA / Hongshik Lee, and Junkyu Lee
- 05-03 Economic Effects of Korea-China FTA and Its Policy Implications / Hongshik Lee, Hyejoon Im, Inkoo Lee, Backhoon Song, and Soonchan Park
- 05-04 Rationale for a China-Japan-Korea FTA and Its Impact on the Korean Economy / Chang Jae Lee et al.
- 06-01 From East Asian FTAs to an EAFTA: Typology of East Asian FTAs and Implications for an EAFTA / Chang Jae Lee ed.
- 06-02 Global Imbalance and its Implication on East Asian Economies / Doo Yong Yang ed.

■ 연구자료

- 06-01 의료인력 자격 상호인정을 위한 정책방향: 한·미 면허관리체계 비교를 중심으로 / 김정곤
- 06-02 선진통상국가 실현을 위한 중장기 통상전략연구: 열린경제 / 강인수·한홍렬·김관호 외
- 06-03 선진통상국가 실현을 위한 중장기 통상전략연구: 협력경제 / 박성훈·박순찬·정재완 외
- 06-04 선진통상국가 실현을 위한 중장기 통상전략연구: 통상거버넌스 / 최병일 외
- 06-05 선진통상국가 실현을 위한 중장기 통상전략연구: 선진경제의 통상정책과 시사점 / 유진수 외

■ 정책자료

- 05-01 선진통상국가의 개념 정립 / 최낙균 외
- 05-02 동아시아내 제조업 분업 현황과 한국의 FTA 전략에 대한 시사점 / 강정실
- 05-03 동아시아 정상회의의 진로와 대응과제 / 권 울·홍수연
- 05-04 전 세계적 양극화 추세와 해외주요국의 대응 / 김홍중·김군태·오형범·나수엽·하유정
- 05-05 ASEAN 및 회원국들의 지식재산권 관련 현황과 한-ASEAN FTA의 시사점 / 엄부영
- 05-06 해외충격이 국내경기변동에 미치는 효과분석 / 김권식
- 05-07 WTO/DDA 협상 동향 및 향후전망 / 강문성·강준구·박지현·김정곤
- 05-08 2006년 세계경제 및 통상환경 전망 / 이준규 편
- 05-10 무역자유화가 고용 및 임금 양극화에 미친 영향: 한국 제조업을 중심으로 / 이창수·김우영·박순찬

- 06-01 NAFTA 이후 멕시코 경제의 변화와 시사점 / 이창수 · 김민성 · 윤창인 · 김진오
- 06-02 몽골경제와 한 · 몽골 경제협력 확대방향 / 정재완 · 유민우
- 06-03 아제르바이잔의 경제발전 현황과 경제협력 / 신현준
- 06-04 중국 방송산업 현황과 진출전략: TV 시장과 규제를 중심으로 / 여지나
- 06-05 일본의 적대적 M&A 방어지침과 시사점 / 정성춘 · 이형근
- 06-06 Prospects for Regional Financial and Monetary Integration in East Asia / Yung Chul Park and Doo Yong Yang

■ 지역연구시리즈

- 06-01 동아시아 자유무역지역의 성공조건 - 제도적 접근 / 김세원 · 박명호 · 김홍중

■ 정책토론회시리즈

- 05-01 동아시아 정상회의의 진로와 대응과제 / 권 율 · 홍수연
- 05-02 WTO/DDA 협상 동향 및 향후전망 / 강문성 · 강준구 · 박지현 · 김정곤

■ 세미나자료모음

- 05-01 Diversity in Development: Reconsidering the Washington Consensus / Jan Joost Teunissen and Age Akkerman eds.
- 05-02 Regionalism in Northeast Asia: Opportunities and Challenges / Hyungdo Ahn and Yong Shik Choo
- 05-03 세계화의 새로운 국면과 도전 - 한국과 독일의 경험을 중심으로 / 김홍중 · 박성훈 · 페터 가이 편
- 06-01 Road to Rpsperity and Cooperation: Financial Hub in Northeast Asia
- 06-02 Africa in the World Economy / Jan Joost Teunissen and Age Akkermn eds.
- 06-03 Global Imbalances and the US Debt Problem: Should Developing Countries Support the US Dollar? / Jan Joost Teunissen and Age Akkermn eds.
- 06-04 Emerging Financial Risk in East Asia / Doo Yong Yang ed.

■ APEC Study Series

- 05-01 APEC After Busan: New Direction / Andrew Elek
05-02 A Renewed Vision for APEC: Meeting New Challenges & Grasping New Opportunities
/ John McKay

■ OECD Study Series

- 05-01 Korea's Currency Crisis and Regulations on Merchant Banking Corporations / Doo
-Yull Choi

■ Discussion Papers

- 05-01 A Brief Appraisal of India's Economic and Political Relations with China, Japan,
ASEAN, the EU and the U.S. / Tae Hwan Yoo and V. Balaji Venkatachalam

■ Working Papers

- 05-01 Natural Resources, Governance, and Economic Growth in Africa / Bokyeong Park and
Kang-Kook Lee
05-02 Financial Market Integration in East Asia: Regional or Global? / Jongkyou Jeon,
Yonghyup Oh, and Doo Yong Yang
05-03 Have Efficiency and Integration Progressed in Real Capital Markets of Europe and
North America During 1988-1999? / Yonghyup Oh
05-04 A Roadmap for the Asian Exchange Rate Mechanism / Gongpil Choi and Deok
Ryong Yoon
05-05 Exchange Rates, Shocks and Inter-dependency in East Asia: Lessons from a
Multinational Model / Sophie Saglio, Yonghyup Oh, and Jacques Mazier
05-06 Exchange Rate System in India: Recent Reforms, Central Bank Policies and
Fundamental Determinants of the Rupee-Dollar Rates / Vivek Jayakumar, Tae
Hwan Yoo, and Yoon Jung Choi

- 06-01 Investment Stagnation in East Asia and Policy Implications / Hak k. Pyo
- 06-02 Does FDI Mode of Entry Matter for Economic Performance?: The Case of Korea / Seong-Bong Lee and Mikyung Yun
- 06-03 Regional Currency Unit in Asia: Property and Perspective / Woosik Moon, Yeongseop Rhee and Deokryong Yoon

■ 동북아연구시리즈/CNAEC Research Series

- 05-01 Korea and the Dual Chinese Challenge / Françoise NICOLAS
- 05-02 Did Efficiency Improve? Megamergers in the Japanese Banking Sector / Kimie Harada
- 05-03 Measuring the Efficiency of Banks: Successful Mergers in the Korean Banking Sector / Kimie Harada
- 05-04 Industrial Structural Interdependency in Northeast Asia: An International Input-Output? Analytical Approach / Sumio Kuribayashi
- 05-05 The illusive quest for an Asian Common Currency: economic mirage or realpolitik? / James H. Chan-Lee
- 05-06 中國 東北3省 진흥 및 中·韓 經濟協力の 새로운 구상 / 임 명
- 05-07 An East Asian Single Market? Lessons from the European Union / Simon Hix and Hae-Won Jun
- 06-01 한·중·일 FTA의 수산부문 효과와 대응방안 / 김남두
- 06-02 Regional Trade in Northeast Asia: Why do Trade Costs Matter? / Prabir DE
- 06-03 Bankruptcy Procedures and the Efficiency of Corporate Debt Restructuring in Korea and Japan / Kenya Fujiwara
- 06-04 Analysis on the Issues of and Prospects for a China-Korea FTA / Zhang Jianping

■ 지역리포트

- 05-01 터키의 국가 현황 및 경제협력 증진방안 / 이철원
- 05-02 우즈베키스탄의 정치·경제 현황과 경제협력 방안 / 이재영·신현준·김선영
- 05-03 중동 GCC와 EU간 FTA 추진 배경과 전망 / 배희연

- 05-04 최근 독일의 정치·경제 현황과 韓·獨 경제관계 / 김흥중·김군태·Bernhard Seliger
- 05-05 일본 M&A 시장의 최근 동향과 과제 / 정성춘
- 06-01 아프리카 주요 국가와의 경제협력 방향: 이집트·알제리·나이지리아 / 박복영·황주성
·박철형

■ 지역연구회시리즈

- 05-01 한·일 경제 개혁과 경제 활성화에 관한 비교분석 / 이종윤
- 05-02 러시아의 舊소련 루블화 표시 대외채권 처리에 관한 연구 / 장형수·정여천
- 05-03 중국의 기술산업화 모델 및 전략 / 박승찬
- 05-04 일본의 대북한 경제제재의 경제적 효과성 분석 / 미무라 미쓰히로
- 05-05 한·일 FTA와 대기업의 직면과제 / 유장희·김은미
- 06-01 The Success Story of Switzerland: How could Switzerland's Specific Political Institutions Contribute to the Country's Political Stability and Economic Wealth? / Won-hwa Park, Heungchong Kim, and Linda MADUz

■ 단행본

- 한·싱가포르 FTA의 주요내용 / 외교통상부·대외경제정책연구원
- 한·EFTA FTA의 주요 내용 / KIEP·외교통상부
- 제9차 한·중남미 협력 포럼 / KIEP·한중남미협회
- 비교방법론적 분석을 통해서 본 동북아 경제통합 / 김흥중·손병해 공편저
- 한·미 FTA 바로알기 2006 / 대외경제정책연구원

吳龍協

서울대학교 경제학과 졸업

벨기에 루뱅대 MBA 및 통계학 석사

런던 정경대 Centre for Economic Performance 객원연구원

프랑스 고등사회과학원 경제학 박사

대의경제정책연구원 부연구위원(現, E-mail: yho@kiep.go.kr)

著書 및 論文

“Financial Market Integration in East Asia: Regional or Global?”(공저, 2005)

“Have Efficiency and Integration Progressed in Real Capital Markets of Europe and North America During 1988-1999?”(2005) 외

曹琮和

고려대학교 경제학과 졸업

미국 워싱턴 주립대학교 경제학 박사

대의경제정책연구원 선임연구위원(現, E-mail: jhcho@kiep.go.kr)

著書 및 論文

『EMS의 운영성과와 동아시아에의 시사점』(공저, 2002)

『외환위기 이후 한국의 금융국제화 진전과 향후 과제』(공저, 2004) 외

尹德龍

독일 Kiel 대학교 경제학과 졸업

독일 Kiel 대학교 경제학 박사

대의경제정책연구원 연구위원(現, E-mail: dryoon@kiep.go.kr)

著書 및 論文

Monetary and Exchange Rate Arrangements in East Asia(공저, 2004)

A Roadmap for the Asian Exchange Rate Mechanism(공저, 2005) 외

宋源鎬

서울대학교 경제학과 졸업

서울대학교 경제학과 대학원 졸업

미국 라이스대학교 경제학 박사

대의경제정책연구원 부연구위원(現, E-mail: whsong@kiep.go.kr)

著書 및 論文

『금융국제화와 금융발전 및 경제성장』(2004)

『자본 유출의 현황』(2005) 외

李豪振

연세대학교 경제학과 졸업

서울대학교 경제학과 대학원 졸업

워싱턴 주립대학교 경제학 박사

Caxton Associates LLC. (美 Hedge Fund) Senior Economist

대의경제정책연구원 부연구위원(現, E-mail: hlee@kiep.go.kr)

著書 및 論文

『금융허브 기반 구축에 관한 연구』(공저, 2005)

“Nonlinearity in Valuation Ratio and Its Implication on Long-Horizon Stock Return Predictability”(2006) 외

李寅炯

서울대학교 국제경제학 학사
미주 브라운대학교 경제학 박사
LG 경제연구원 금융실장
수원대학교 경상대학 경상학부 부교수(現, ihlee999@suwon.ac.kr)

著書 및 論文

「KOSPI200 지수의 상태 가격 밀도 비교 분석」(『증권학회지』, 34권, 2호, 2005)
「실형변동성 추정과 KOSPI200 지수 옵션 가격 분석」(『증권학회지』, 34권, 2호, 2005) 외

陳 翼

미국 라이스대학 경제학박사, CFA
한국증권연구원 연구위원(現, E-mail: realwing@ksri.org)

著書 및 論文

「자기자본비율 변동에 대응한 은행의 대출조정」(『경제분석』, 제11권, 제1호, 2005)
『장외파생상품 자동거래시스템에 관한 연구』(공저, 2006) 외

연구보고서 06-08

**금융허브 기반구축을 위한 파생금융시장
활성화방안**

2006년 12월 20일 인쇄
2006년 12월 29일 발행

발행인 李景台

對外經濟政策研究院

발행처 137-747 서울특별시 서초구 염곡동 300-4
전화: 3460-1178, 1179 FAX: 3460-1144

인쇄 (주)현대에드컴 전화 2275-8125 대표 박홍표

등록 1990년 11월 7일 제16-375호

ISBN 978-89-322-1254-8 94320 정가 7,000원
978-89-322-1072-8(세트)

KIEP 발간자료회원제 안내

- 본 연구원에서는 본원의 연구성과에 관심있는 專門家, 企業 및 一般에 보다 개방적이고 효율적으로 연구 내용을 전달하기 위하여 「발간자료회원제」를 실시하고 있습니다.
- 발간자료회원으로 가입하시면 본 연구원에서 발간하는 모든 보고서 및 세미나자료 등을 대폭 할인된 가격으로 신속하게 구입하실 수 있습니다.

■ 회원종류 및 연회비

회원종류	배포자료	연간회비		
		기관회원	개인회원	연구자회원*
S	외부배포 발간물 일체	30만원	20만원	10만원
A	(반년간) 대외경제연구	1만 5천원		1만 2천원

*연구자회원: 교수, 연구원, 학생, 전문가풀 회원

■ 가입방법

우편 또는 FAX 이용하여 가입신청서 송부(수시접수)
 137-747 서초구 염곡동 300-4 대외경제정책연구원 지식정보실 출판팀
 연회비 납부 문의전화 : 02)3460-1179 FAX : 02)3460-1144
 E-mail : sklee@kiep.go.kr

■ 회원특전 및 유효기간

- S기관회원의 특전: 본 연구원 해외사무소(美 KEI) 발간자료 등 제공
- 자료가 출판되는 즉시 우편으로 회원에게 보급됩니다.
- 모든 회원은 회원가입 기간 동안 가격인상에 관계없이 신청하신 종류의 자료를 받아보실 수 있습니다.
- 본 연구원이 주최하는 국제세미나 및 정책토론회에 무료로 참여하실 수 있습니다.
- 연회유효기간은 加入月로부터 다음해 加入月까지입니다.

KIEP 발간자료회원제 가입신청서

기관명 (성명)	(한 글)	(한 문)
	(영 문: 약호 포함)	
대표자		
발간물 수령주소	우 편 번 호	
담당자 연락처	전 화: FAX:	E-mail:
회원소개 (간략히)		
사업자 등록번호	종 목	

회원분류(해당난에 V표시를 하여 주십시오)

기 관 회 원 <input type="checkbox"/> 개 인 회 원 <input type="checkbox"/> 연 구 자 회 원 <input type="checkbox"/>	S 발간물일체	A 반년간지

*회원번호

*갱신통보사항

(*는 기재하지 마십시오)

특기사항

Derivatives Market Development in the Financial Hub Strategy

Yonghyup Oh, Jonghwa Cho, Deok Ryong Yoon, Won-Ho Song, Ho Jin Lee, Inhyung Lee, and Ick Jin

본서에서는 금융허브정책과 파생금융상품시장 발전의 관계를 살펴보고 파생금융상품시장의 발전이 금융허브 달성에 기여하는 바를 제시하였다. 또한 국내의 장내 파생금융상품시장과 장외 파생금융상품시장에서 개선되어야 할 문제점을 살펴보고 개선방안을 모색하는 한편, 해외 사례를 통해 우리나라에 필요한 정책적 시사점을 제시하였다. 최근 관심이 높아지고 있는 신용파생상품 거래에 대한 감독기준을 정리하고, 장외거래를 육성하기 위해서는 전문인력의 확충과 종합위험관리 시스템의 구축이 중요함을 지적하였다. 또한 미래지향적 파생금융시장의 선정방안으로 탄소배출권 시장의 적극적인 육성을 제안한다.

KIEP 대외경제정책연구원
Korea Institute for International Economic Policy

137-747 서울특별시 서초구 영곡동 300-4
137-602 서울 서초우체국 사서함 235호
대표전화 02-3460-1001, 1114
Fax 02-3460-1122, 1199
Http://www.kiep.go.kr



9 788932 212548
ISBN 978-89-322-1254-8
978-89-322-1072-8(세트)

정가 7,000원