

파생상품시장의 규제 및 감독 방향:
CDS 및 장외 청산서비스의 국내 도입과 관련하여

연구위원 남길남

 자본시장연구원

Contents



서브프라임 위기와 신용파생상품



신용파생상품 규제강화 주요 동향



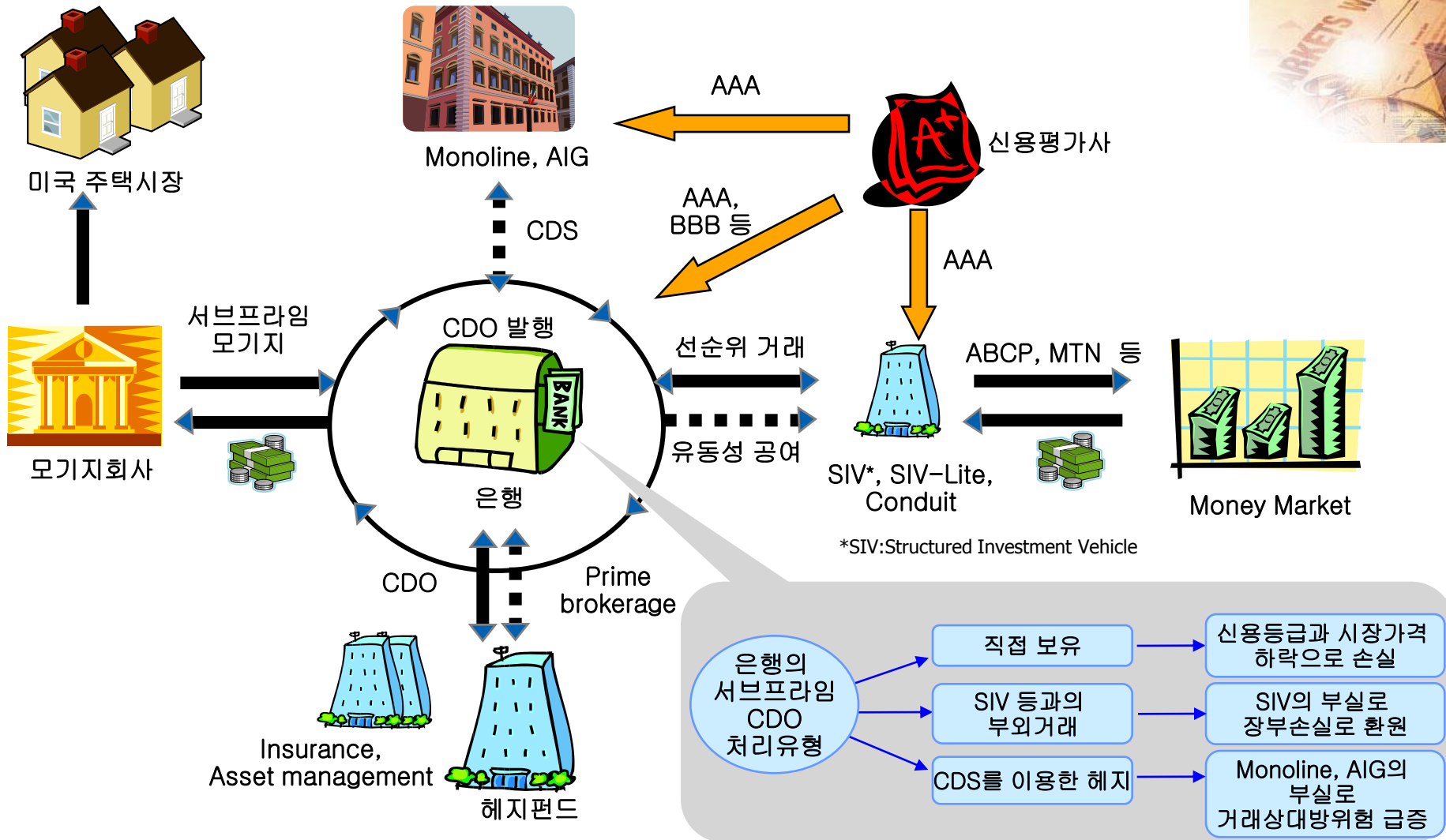
CDS 및 장외 청산서비스 도입 방향



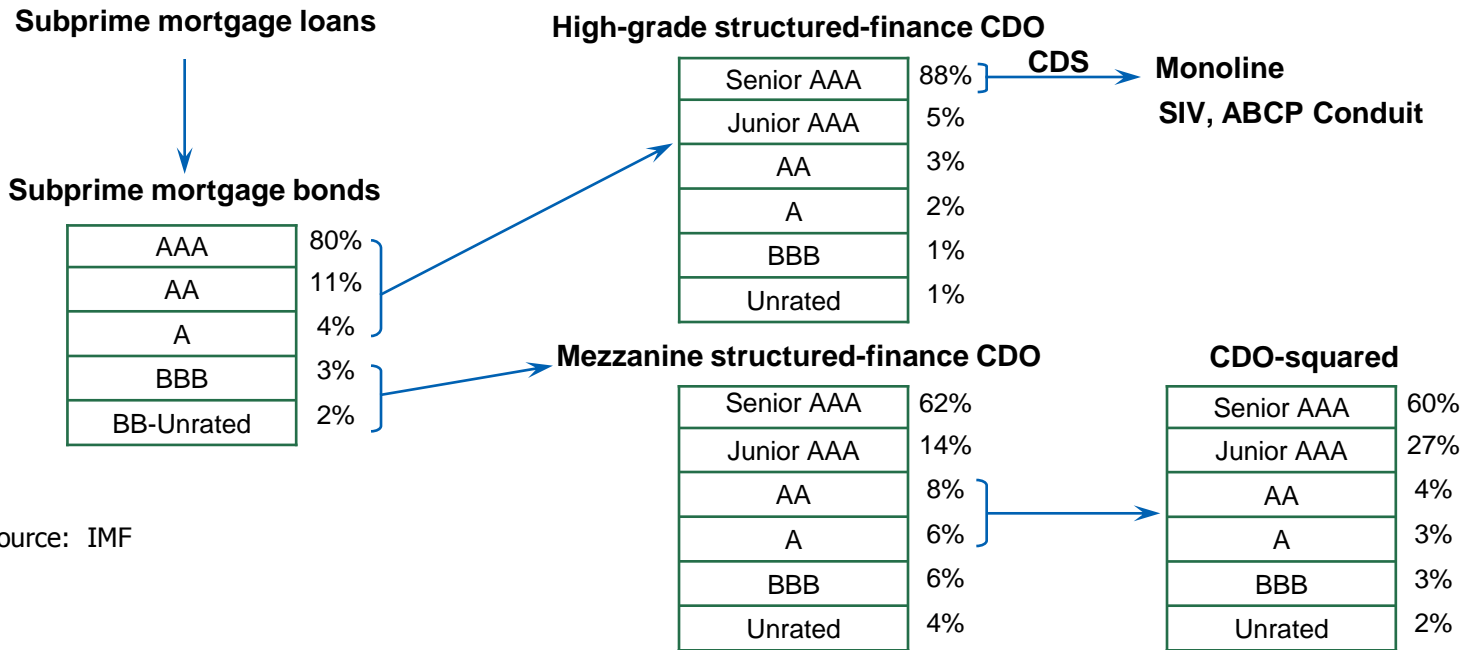
I. 서브프라임 위기와 신용파생상품



서브프라임 모기지의 유통경로



Multi-layer Securitization에 의한 서브프라임의 확대재생산



Source: IMF

Typical collateral composition of ABS CDOs

(percent)

	High grade ABS CDO	Mezzanine ABS CDO
Subprime RMBS	50	77
Other RMBS	25	12
CDO	19	6
Other	6	5

Source: Citi Group

BBB-rated subprime RMBS issuance and exposure of mezzanine ABS CDOs issued in 2005-07 to BBB-rated subprime RMBS

(\$billion)

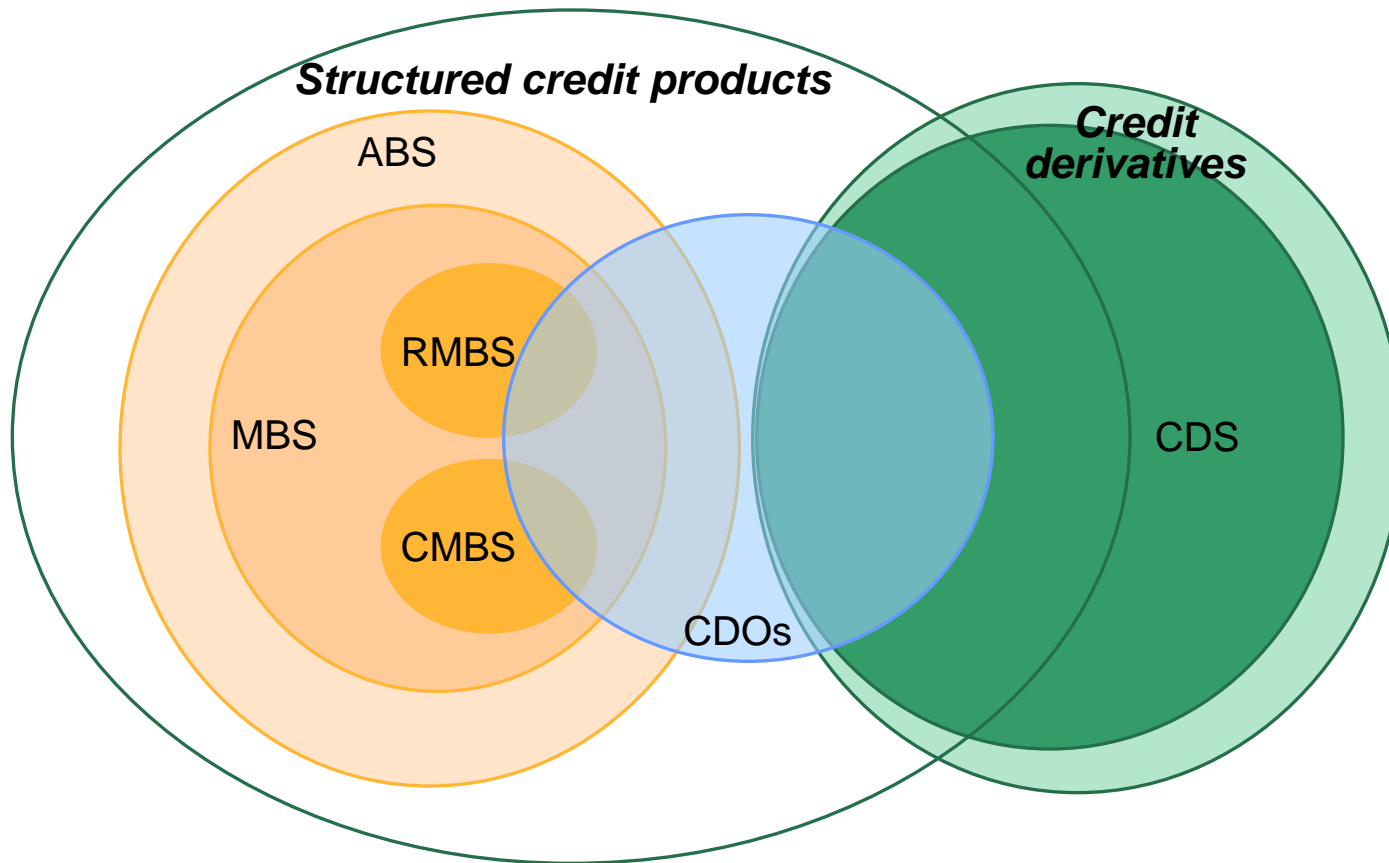
	Subprime RMBS vintage			
	2004	2005	2006	2007
BBB-rated subprime RMBS issuance	12.3	15.8	15.7	6.2
Exposure of mezzanine ABS CDOs issued in 2005-07	8.0	25.3	30.3	2.9
Exposure as a percent of issuance	65	160	193	48

Source: Federal Reserve calculations

금융위기의 주요 문제는 신용구조화상품에서 발생

□신용구조화상품은 “pooling & trenching”의 특징을 갖는 채권형태

- 신용위험의 slice & dice 과정을 통해 correlation structure로 구조화 됨
- CDS는 신용위험이전에 활용되는 형태로 일부 CDO에 편입되어 있음

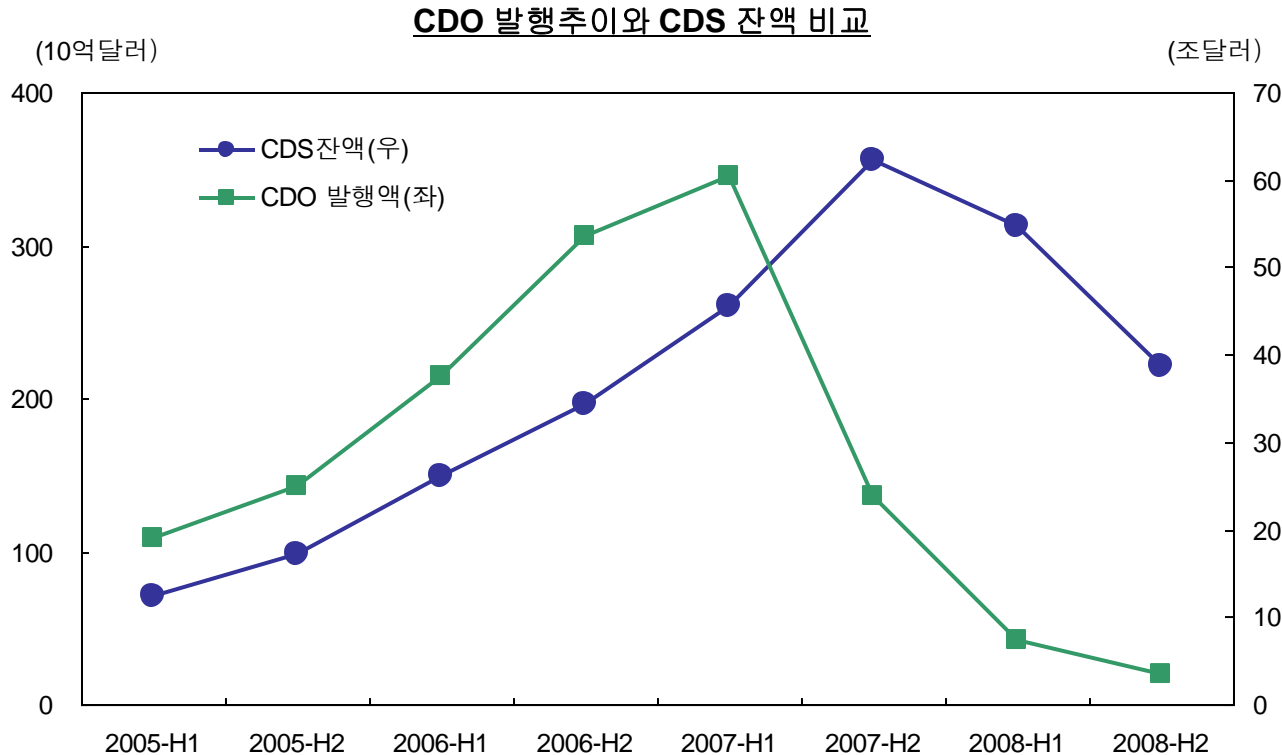


Source: IMF

Q1: CDS가 주택시장의 거품을 조장하였는가?

□CDO에 비하여 CDS는 견조한 유동성을 보임

- CDO는 신뢰를 상실하면서 사태이전 발행의 0.4%로 감소
- CDS의 잔액 감소는 거래자체의 부진보다 주요 딜러의 compression 작업 영향이 큼

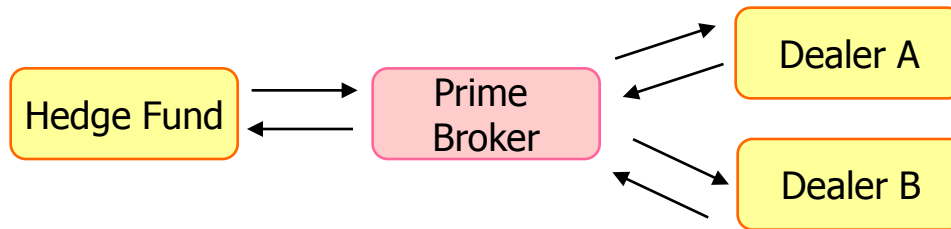


Source: SIFMA, ISDA

Q2: CDS가 대형 금융회사 부실의 배후인가?

□ Bear Stearns 사례

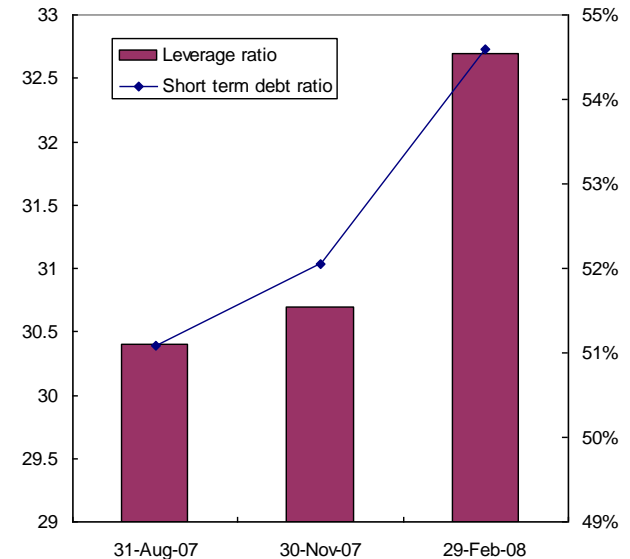
- 시장의 신뢰 상실로 자금 조달이 곤란해지면서 나타난 유동성 위기(Pickel(2009))
- 3대 prime broker의 부실로 장외파생상품 거래상대방위험에 대한 우려 증가



□ Lehman Brothers 사례

- 과도한 레버리지 사용과 지나친 단기부채 의존이 몰락의 주요 원인(Zingales(2008))
 - 레버리지 비율(32.7), 단기부채비율(54.59%)
- CDS 계약의 정산을 둘러싼 결제위험 우려 증가
 - 실제 정산은 52억 달러로 순조롭게 정리
- 거래상대방의 연쇄적 부실 가능성
 - 대형 거래상대방의 파산이 보고되지 않음

Lehman Brothers의 레버리지와 단기부채 비율



Source: Annual report

Q2: CDS가 대형 금융회사 부실의 배후인가?

□AIG 사례

- 부실원인1: 자회사 AIGFP가 맺은 모기지 관련 CDS의 추가 담보요청 급증
 - 2008년 8월말까지 추가로 담보금액 197억 달러 지급

AIG의 CDS 거래 내역

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

Source: AIG 2007 Form 10-K

- 부실원인2: 증권대여 부분의 현금담보 상환 요청 급증
 - 증권대여부분의 상환요청으로 85억 달러 소요
- AIG 부실은 모기지시장에 과도하게 집중되어 있는 투자 포트폴리오와 위험관리의 실패
 - CDS는 모기지 구조화상품에 대한 투자 수단으로 역할

Q3: CDS에 대한 감독의 실패가 있었는가?

□AIG 사례로 드러난 감독 실패

- 감독당국은 AIGFP의 잠재 손실 파악 실패
 - 주 정부 감독 대상인 보험회사의 건전성은 상대적으로 양호
 - 지주회사를 감독하는 저축기관 감독청(OTS)은 실제적 위험 파악 실패



□감독 실패의 주요 원인

- 불충분한 감독인력
- 피감기관이 규제차익을 위한 감독기관 선택 행태
- 감독기관이 시장 전체적인 관점에서 감독을 수행하지 못하게 만든 시장의 불투명성

□시스템위험 방지를 위한 신용파생상품시장의 불투명성 개선 요구 증대

- 감독당국이 시장 전체에 대한 complete picture를 가질 수 있어야 함
- 시장 인프라에 대한 근본적 변혁이 필요함

II. 신용파생상품 규제강화 주요 동향



G20: 장외파생상품 인프라 개선을 실천과제로 채택



□워싱턴 정상회의 (2008.11)

- CDS 및 장외파생상품의 시스템위험 감소조치 촉구
- CDS 청산소 (clearing house) 설립을 추진하는 국가는 추가적인 지원 방안을 마련하도록 함
 - CDS의 상장과 전자거래플랫폼 지원 방안 마련
 - 장외파생상품시장 투명성 확대 방안 마련
 - 장외파생상품의 거래량 급증에 대비한 인프라 구축 방안 마련

□런던 정상회의 (2009.04)

- 금융시스템 강화를 위한 8개 분야 합의사항 도출
- CDS 청산소의 설립과 규제·감독안 마련
- 2009년 가을까지 관련 업계에 신용파생상품계약 표준화를 위한 실천계획 수립을 촉구

미국: 장외파생상품시장 투명성 강화 입법안



□“Derivatives Trading Integrity Act of 2009”

- Tom Harkin 상원 농산물위원장 발의('09.01.15)
- 원칙적으로 모든 장외파생상품의 거래를 장내에서 수행

□“Derivatives Markets Transparency and Accountability Act of 2009”

- Collin Peterson 하원 농산물위원장 발의('09.01.28)
- 모든 장외파생상품은 지정된 청산소를 활용하거나 CFTC에 거래내역 보고
- 역외거래로 인한 규제회피 방지
- 파생상품 position limit 설정과 CDS 거래의 일시 정지 권한 CFTC에 부여

□“Financial System Stabilization and Reform Act of 2009”

- Susan Collins 상원의원과 Michael Castle 하원의원이 발의('09.03.23)
- 시스템위험을 감시하고 감독기관을 조율할 금융안정위원회(Financial Stability Council) 설립
- CDS 거래는 지정된 청산소를 활용하고 거래자에게 거래기록 유지 의무 부과

미국: 장외파생상품시장 투명성 강화 정부안

□ PWG의 4가지 정책목표 제시(2008.11)

1. CDS 시장의 투명성과 질의 향상: 가격, 거래량, 미결제계약 규모 공시와 감독정보 활용
2. 장외파생상품의 위험관리 개선: 청산소등 주요 인프라에 대한 정책 및 위험관리 방안
3. 장외파생상품시장의 인프라 강화: 청산소와 중앙등록소 활용의 의무화와 범위확대
4. 감독당국간의 지속적인 협력: 국내 및 외국 감독기관과의 유기적 협조체계 구축

□ Geithner 장관의 “New Rules of the Road”(2009.05)

1. 금융시스템에 과도한 위험 부과 방지
 - 표준적인 거래형태의 장외파생상품은 청산소 활용의무 부과
 - 비표준거래는 중앙등록소(repository)에 보고 → 거래집계정보의 공시 및 감독정보 활용
 - 거래상대방 적격요건 강화: 자본금 등
2. 시장의 효율성과 투명성 증진: 전자거래플랫폼, 정규거래소의 활용 독려
3. 시장조작, 사기, 지배적지위 남용 방지: 필요시 장외파생상품 position limit 부여
4. 비전문거래자의 부적절한 장외파생상품 거래 방지: 비전문거래자의 보호 강화

* 외국 감독기관의 협력으로 규제회피 노력 차단

장외파생상품 규제 강화안의 주요 이슈

장외파생상품 청산소 도입

- 거래상대방위험 관리의 개선
- 정보집중을 통한 불투명성 개선

장외파생상품 거래인프라 선진화

- 운영위험의 개선
 - STP: confirmation auto-matching
- 정보집중을 통한 불투명성 개선
 - Central trade repository

장외파생상품시장의 감독실패 재발 방지

- 거대 금융기관의 몰락으로 인한 시스템위험 방지
 - CCP, Central trade repository의 집적정보를 감독정보로 활용
 - 장외파생상품거래를 규제의 틀 안으로 이전하고자 하는 감독당국의 의지

주요국의 CDS 청산소 설립 방안

□미국: 4곳의 거래소가 서비스 준비 중

- CME/Citadel(CMDX), ICE-TCC, NYSE Euronext(Liffe와 LCH. Clearnet), Eurex에서 준비
 - Liffe는 '08년 12월부터 유럽에서 CDS 청산서비스를 시작
 - ICE는 '09년 3월부터 미국에서 서비스 시작

□EU: 미국과 독립적인 “EU Solution”을 구상

- 유럽위원회(European Commission)는 유럽의 주요 CDS 딜러로부터 EU 소재 CDS 청산소 활용에 대하여 확약(commitment)을 받음
- '09년 7월말까지 EU 소재의 CDS 청산소 설립

□일본: 2010년 상반기부터 IRS, CDS 청산서비스 시작 예정

- 사용자 그룹 중심으로 “Study Group on Post-Trade Processing of OTC Derivatives Trades” 구성('08년 9월)
- “Report on Improvements of Post-Trade Processing of OTC Derivatives Traded in Japan” 발표('09년 3월)

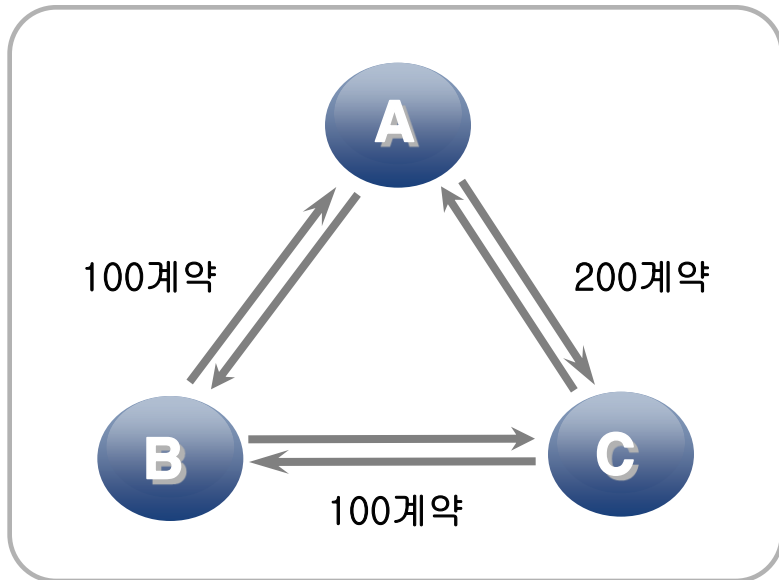
장외파생상품 청산서비스의 개념

□ Central Counterparty (CCP) 의 주요 기능

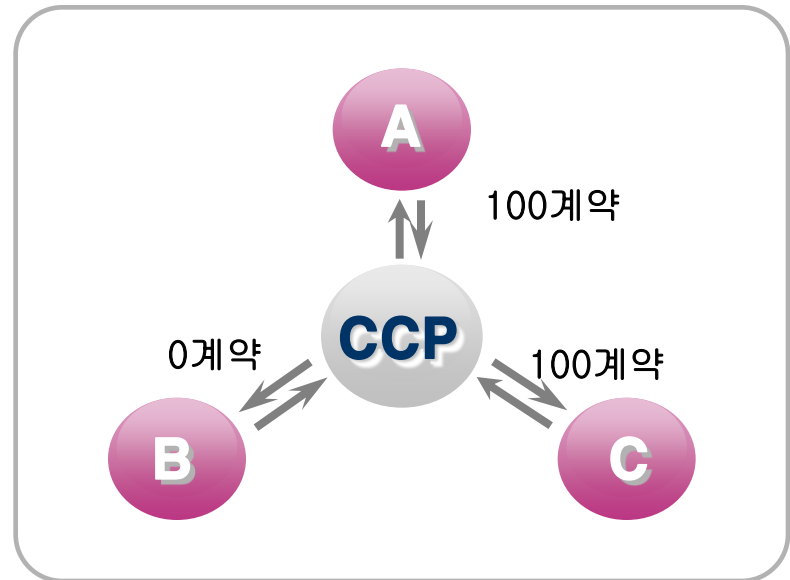
- ▶ 경계를 통해 모든 매도(수)자에게 매수(도)자가 되는 역할 수행
- ▶ 거래상대방 위험의 제거(감소) 가능
- ▶ 다자간 차감에 의한 순포지션 정리로 위험액 감소
- ▶ 결제불이행 위험 전이 차단



양자간 계약: 총 400계약



CCP 청산: 총 200계약



장외파생상품 청산서비스의 핵심 원리



□참가요건을 통한 청산회원의 자격제한

- CCP는 자본금비율이나 운영능력 등 일정한 기준으로 회원의 자격을 제한

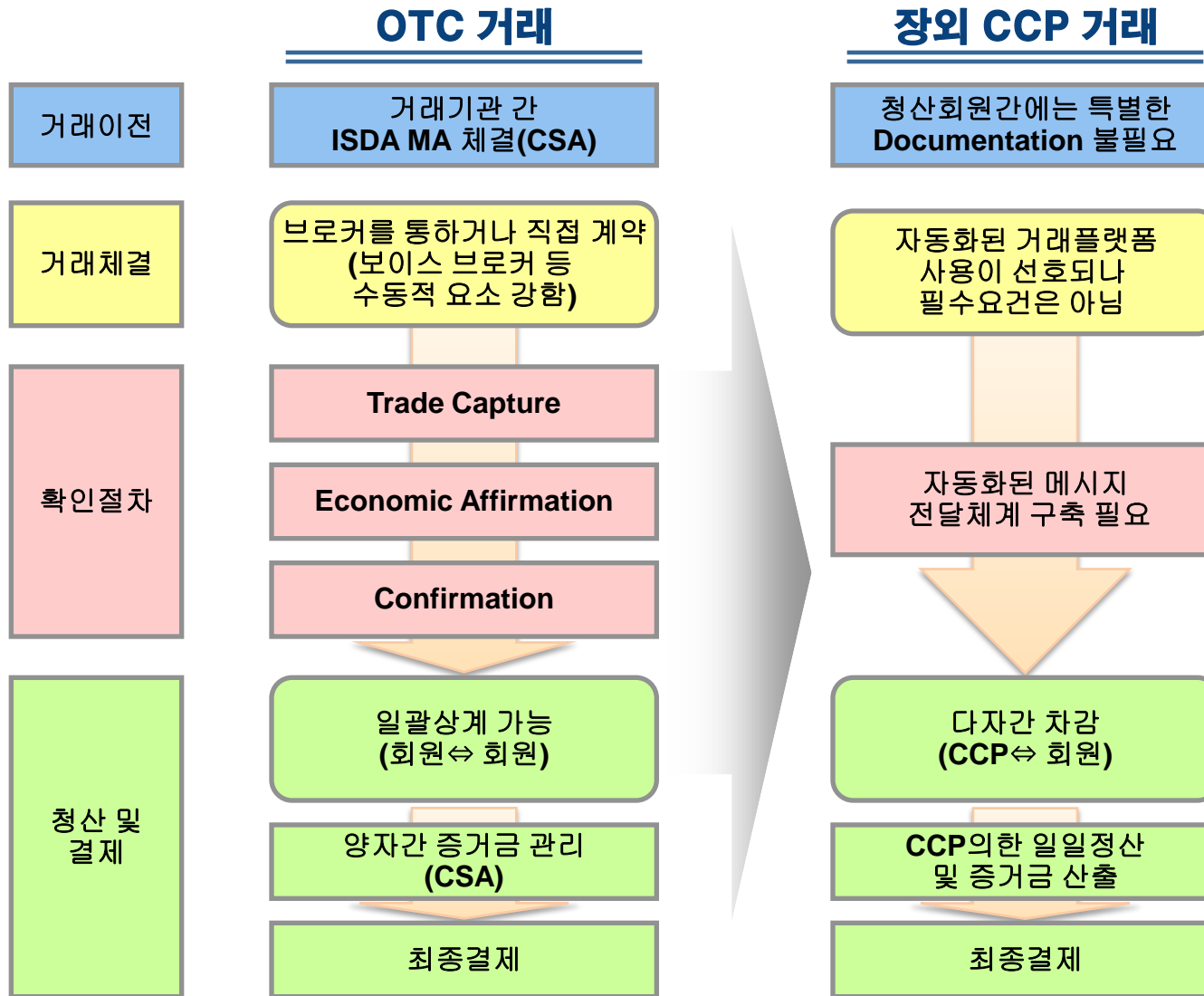
□증거금과 일일정산을 통한 위험관리

- 유지증거금, 개시증거금을 통한 신용위험의 통제, 일일정산을 위한 평가체계 확보

□청산회원의 결제불이행 처리절차의 수립

- 위험기금(**default fund**) 적립을 통한 극단적 상황 대비
 - 증거금만으로 손실의 보전이 되지 않는 상황 대비 위험기금 조성
- 결제불이행 청산회원의 미결제계약의 처리방안 수립

장외파생상품 청산서비스 프로세스



장외파생상품 청산서비스의 효과



□다자간 차감으로 신용위험의 감소

- ▶ 양자간 차감에 비해 80%~90%의 거래규모 감소 가능
- ▶ 개별 은행은 BIS비율 상승효과(BIS는 CCP 계약의 위험가중치를 “0”으로 설정)

□시장의 유동성 증대

- ▶ CCP는 시장참가자들의 시장출입을 보다 자유롭게 함으로써 유동성을 증가시킬 수 있음

□신용위험의 균질화(homogenized)로 정보의 비대칭 해소

- ▶ 각 회원은 거래상대방의 신용위험 모니터링을 CCP에 위임

□운영위험의 경감

- ▶ 거래확인이 부수적으로 수행되므로 Post-Trade 단계의 STP 달성
- ▶ 거래플랫폼과 연결되는 경우, 거래의 모든 과정에서 STP 가능

사례: LCH.Clearnet의 SwapClear

□ SwapClear는 IRS 대상 최초의 장외파생상품 CCP 서비스 제공

- 유럽의 독립 청산소인 LCH.Clearnet의 SwapClear는 1999년부터 IRS 대상 서비스 제공
- 취급 IRS의 범위
 - USD, EUR, JPY, GBP 등의 IRS는 30년 만기까지 취급
 - CHF, AUD, DKK, CAD, HKD, NOK, NZD, SEK, PLN, ZAR 등의 IRS는 10년 만기까지 취급
 - ISDA MA에 의거하여 상호 확인된 기존 거래도 청산가능

□ SwapClear는 장외파생상품시장의 거래관행을 최대한 유지

- 2006년 35.5조달러를 SwapClear로 청산
 - 달러간 거래의 40% 비중
- 달러 표준물 사용을 기본으로 ISDA 정의집의 옵션사항 서비스 가능
- 장외시장에서 거래체결 후, 자동화된 메시지 전달체계를 통해 정보를 전달받음
 - SWIFT, Markit Wire(구 SwapsWire), 자체 연결망

사례: NYSE, NYMEX, ICE, SGX의 서비스

□NYSE Liffe는 장외주식파생대상 통합서비스 (ABC) 제공

- 2005년부터 사전가격발견기능에서부터 매매체결 및 청산기능 제공



□NYMEX (CME 그룹)는 에너지상품을 대상으로 청산서비스 (ClearPort) 제공

- 엔론 파산으로 증대된 시장의 수요에 부응하여 2002년 서비스 시작
- 440여개의 에너지, 원자재 상품을 대상으로 서비스 제공

□ICE는 에너지 및 금속 대상으로 거래플랫폼 (eConfirm) 서비스 제공

- 2002년 eConfirm 출범, 최근 ICE Clear US 설립으로 독자적인 청산결제업무 시작
- 가격탐색기능부터 거래확인 및 자동매칭서비스 등의 STP를 제공

□SGX는 장외석유상품을 대상으로 CCP 서비스 (AsiaClear) 제공

- 2006년 서비스 시작, 2008년 상반기 청산규모는 38억 달러로 전기대비 3배 성장

III. CDS 및 장외 청산서비스 도입 방향



국내 장외파생상품 규제 방향



□ “파생상품 시장 감독체계 개선방안”에서 향후 규제 방향 제시

- 금융위원회 2008년 12월 19일 발표
- CDS의 취급 제한에 관해서 국제적 감독강화안과 공조 계획
 - G20의 차기 의장국으로서 금융시장 안정을 위한 국제적 공조에 적극적인 참여 입장
- 시스템 리스크 방지를 위한 인프라 개선을 추진
 - 장외파생상품의 장내화 유도
 - 장외파생상품 시장의 운영리스크 경감 인프라 구축
 - 장외파생상품 시장의 신용리스크 경감 인프라 구축

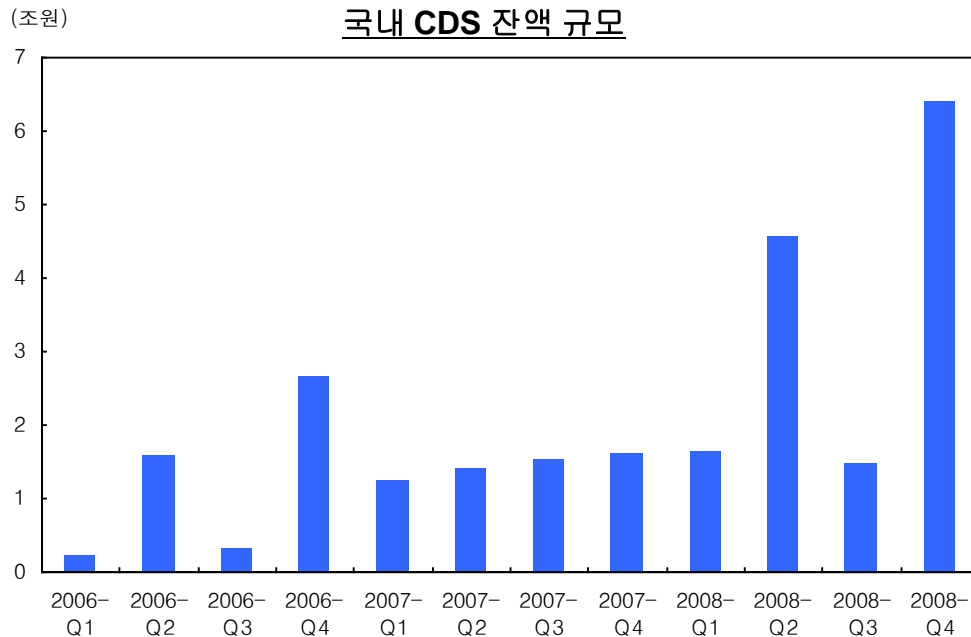
□ 국내 시장의 특수성을 고려하여 독자적인 규제 방향 수립 필요

- 국내시장의 여건에 맞는 CDS 및 장외파생상품 청산서비스 도입 필요

국내 신용파생상품시장의 취약성

□ 국내 신용파생상품시장은 선진시장과 양과 질 모든 면에서 큰 차이

- ▶ 미미한 시장규모 → CDS잔액이 6.4조원 규모이며, IRS 대비 0.15%에 머물고 있음
- ▶ 취급규제가 상대적으로 엄격함 → 미국과 달리 직접적인 규제 대상임



CDS/IRS 잔액 비율

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

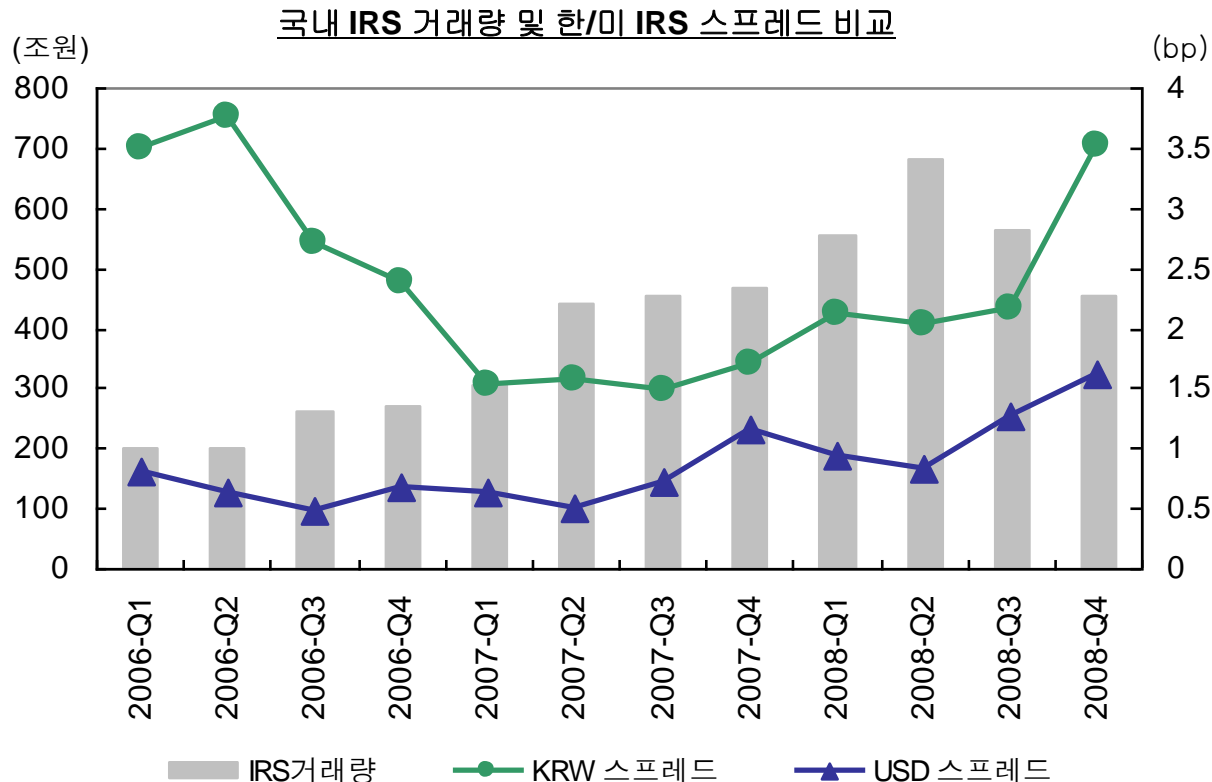
Source: 금융감독원, BIS

Source: 금융감독원

금융위기시 국내 장외파생상품시장의 특징

□딜러기능의 약화로 유동성 저하 발생

- 글로벌 금융회사의 몰락과 재편으로 적절한 유동성을 공급하지 못함
- 국내 금융회사는 낮은 신용등급으로 적극적인 역할 수행 못함



Source: 금융감독원, Bloomberg

국내 CDS 및 장외 청산서비스 도입의 원칙



□ 시장활성화의 관점 필요

- ▶ 국내 신용파생상품은 미국과 달리 규제 대상으로 아직 시장규모가 미미함
- ▶ 선진국의 규제를 일방적으로 추종하는 경우, 과도한 비용 발생과 거래 침체 가능성 존재
- ▶ 반면 장외파생상품 CCP의 신용위험 균질화 기능은 그 동안 글로벌 IB에 비하여 열위에 있던 국내 금융회사의 신용을 보강해주는 역할을 할 수 있음

□ 투명성 강화 및 시스템위험 방지 체계 구축

- ▶ 청산소에 집중된 정보가 공시됨으로써 시장의 거래투명성을 강화
- ▶ 감독당국은 거래내역, 집중도 등 시장의 complete picture를 파악하여 시스템위험을 방지

□ 시장 인프라의 질적 도약 달성

- ▶ 취약한 국내 장외파생상품시장의 거래체결단계, 거래체결이후단계 등의 업무자동화(STP)를 가속화하여 인프라를 개선하는 계기 마련

정책·감독당국의 역할



□법적 근거조항의 마련

- ▶ 현재 자본시장법에는 별도로 장외파생상품 청산서비스 관련 규정이 없음

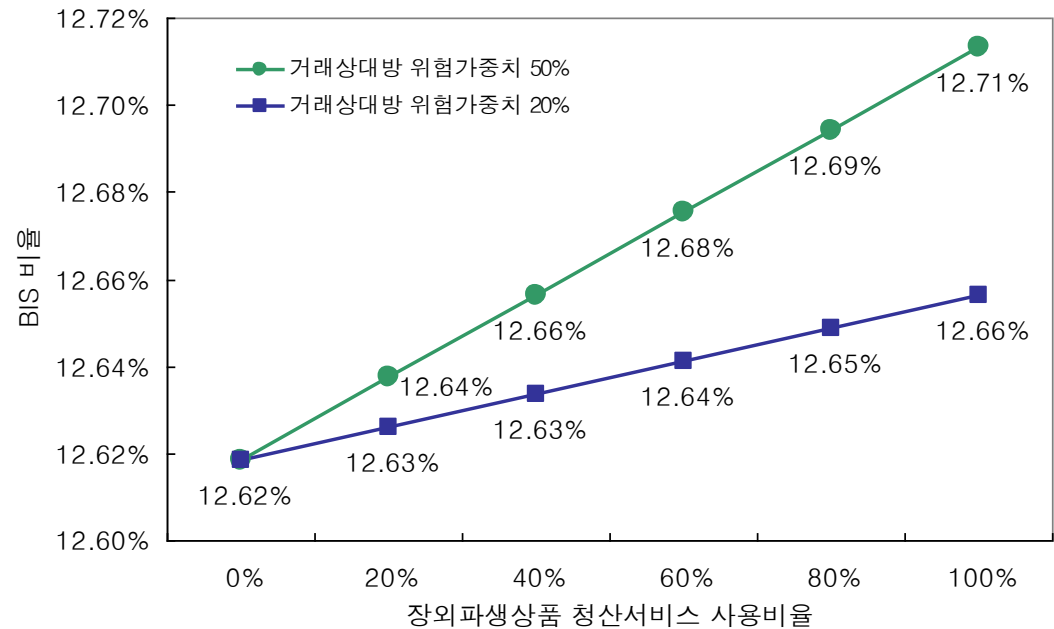
□인센티브 방안 마련

- ▶ 청산서비스 활용을 제고하기 위한 인센티브 방안 필요
 - CCP에 대한 위험가중치 면제

□감독정보 활용 방안 마련

- ▶ 청산소의 취합 정보를 감독정보로 활용할 수 있는 감독역량 필요

장외파생상품 청산서비스 활용에 따른 BIS 비율 변화 사례



딜러 및 서비스 제공기관의 역할



□딜러기관: 제도안 마련 단계부터 적극적 참여 필요

- CDS 및 장외 청산서비스의 도입은 시장의 거래 관행을 바꾸는 것으로 잠재적 청산회원인 은행 및 증권회사의 적극적인 참여가 필수적
 - 일본의 경우, 사용자 중심 스터디 그룹이 결성되어 도입 방향에 대한 연구결과를 발표
- 거래상대방위험과 운영위험의 경감을 위한 인프라 개선의 관점에서 참여

□서비스 제공기관: 현실적용이 가능한 서비스 구체안 마련 필요

- 서비스의 경제적 효과를 고려한 IT 시스템, 수수료 등 비용 구조 마련
- 서비스의 실질적 수혜자가 될 수 있는 딜러 이외 기관투자자의 호응 유도
- 딜러기관이 청산서비스의 의사결정과정에 참여할 수 있는 구조 필요

장외 청산서비스 도입은 감독 및 시장 선진화 도약 계기

감독능력의 한계

- 규제의 틀 안에 있음에도 인프라의 부족으로 전체 파생상품시장에 대한 효과적 대응 어려움



국내 금융회사의 딜러기반 취약

- 딜러시장에서 국내 금융회사의 역할이 낮음
- 딜러시장의 높은 진입장벽으로 새로운 기관의 참여가 어려움

거래지원 인프라의 부족

- 딜러시장의 미발달로 선진시장과 같은 거래지원인프라가 도입되지 못함
- 가격발견기능이 떨어지고 운영위험이 상존함

시장 친화적인 장외 청산서비스 도입

장외파생상품 문제 개선가능

- 전체 시장에 대한 complete picture를 갖는 감독체계 구축이 가능
- 거래를 활성화 시키는 계기를 마련할 수 있음
- 시장의 STP를 촉진하는 계기가 될 수 있음



Thank You!