

신금융투자상품의 구조와 활용

2011. 6.

연 구 위 원

박 철 호

연 구 위 원

김 형 욱

중앙대학교

박 연 우

명지대학교

빈 기 범



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

序 言

자본시장법의 시행으로 금융투자회사들은 다양한 업무영역에 걸쳐 경영이 가능해지고 새로운 금융투자상품들이 출현할 수 있는 토대가 마련되었다. 이에 따라 증권회사들의 선물업 진출이 활발해지는 등 일부 성과도 있었으나, 글로벌 금융위기와 금융투자회사 내외부 여건의 미비로 업무영역 확대나 신상품의 출현과 관련하여 아직까지 가시적인 성과는 나타나지 않고 있다.

금융투자회사들이 급변하는 금융환경변화의 영향을 최소화하면서 견실한 성장을 추구하기 위해서는 지금까지의 단순한 위탁매매업 중심의 업무구조를 탈피하여 사업영역을 더욱 다각화할 필요가 있다. 아울러 각 업무 내에서도 고부가가치를 창출할 수 있는 사업 또는 상품을 발굴해 내고 전문인력 및 인프라에 대한 투자를 확대하는 등 보다 적극적인 성장전략을 추진해야 한다. 중장기적으로는 각 회사가 나름의 강점을 가지고 있는 분야에 전문화하는 것을 통해 자체적인 역량을 강화할 필요성도 있다.

선진시장의 증권회사와 투자은행은 오래전부터 위탁매매업 위주의 수익구조를 개선하기 위해 IPO, M&A중개, 자산관리, 자기자본거래 등의 업무를 꾸준히 개척해 왔다. 특히 자기자본의 효율적인 운용을 위해 적극적인 위험인수를 통한 자기자본거래를 활발히 수행하여왔으며, 그 투자대상도 전통적인 투자자산에 머무르지 않고 외환·금리·신용·부동산·실물상품 등의 현물 및 장내외파생상품들을 두루 포함하고 있다. 이와는 대조적으로 국내 금융투자회사들은 주식과 채권 위주의 단기적인 자기자본거래에 치중함으로써 위험인수에 소극적인 모습을 보여 왔으며, 이에 따라 수익성 또한 관련 시장의 부침에 의해 크게 영향받아온 것이 사실이다.

다른 한편으로 금융투자회사들의 적정한 위험인수는 경제구성원들의 다양한 헤지 및 투자수요를 충족시키기 위해 반드시 필요한 것으로서, 금융투자회사는 이와 같은 고유의 기능을 활성화하는 것을 통해 국민경제의 효율성을 제고하는데 기여할 수 있다.

이러한 배경 하에 본보고서는 금융투자회사들이 자기자본거래에 활용할 수 있는 다양한 금융투자상품들을 소개하고 있다. 금리, 통화, 신용 등에 대한 스왑상품과 부동산 및 실물상품과 관련된 각종 금융투자상품들에 대해 각 상품의 개념과 거래구조, 국내외 시장현황, 거래 예시 또는 활용사례를 체계적으로 설명하고 있으며, 거래활성화를 위해 필요한 업계의 대응전략과 제도개선 방안을 구체적으로 제시하고 있다. 아무쪼록 본보고서가 금융투자업계와 정책당국에 의해 적절히 활용됨으로써 국내 자본시장의 발전에 큰 도움이 되었으면 하는 바람이다.

본보고서의 작성을 위해 노고를 아끼지 않은 본 연구원의 박철호 연구위원과 김형욱 연구위원, 중앙대 박연우 교수, 명지대 빈기범 교수께 감사의 뜻을 표한다. 또한 유익한 논평을 해주신 남길남 연구위원과 원고정리를 위해 수고해주신 임지영 연구조원에게도 감사드린다. 끝으로 본보고서의 내용은 연구진 개인의 의견이며 본 연구원의 공식 의견이 아님을 밝혀 둔다.

2011년 5월

자본시장연구원

원장 김형태

목 차

Executive Summary	xiii
Abstract	xxii
I. 서론	3
II. 실물상품	9
1. 실물상품 관련 금융투자상품	9
2. Managed Futures	50
III. 부동산	65
1. 부동산 간접투자상품	65
2. 부동산파생상품	92
IV. 신용	111
1. 신용부도스왑(CDS)	111
V. 금리	129
1. 금리스왑(IRS)	129
2. 구조화채권	139

VI. 외환	155
1. FX마진거래	155
2. 통화스왑(CRS)	169
VII. 결론	183
참 고 문 헌	189

표 목 차

<표 II-1> 주식시장 지수와 상품가격 간 상관관계	11
<표 II-2> 세계 주요 상품선물거래소	27
<표 II-3> 세계거래소연맹(WFE) 소속 상품선물거래소의 2009년 거래 현황	30
<표 III-1> 부동산투자회사의 설립 및 운용요건	69
<표 III-2> 부동산펀드의 설립 및 운용요건	74
<표 III-3> 주요 자산운용사별 부동산펀드 운용현황	79
<표 III-4> 미국 REITs 시장의 규모	81
<표 III-5> 역사적 연간 복리수익률 비교	83
<표 III-6> 미국 REITs의 배당수익률과 국채수익률	84
<표 III-7> 맥쿼리센트럴오피스 기업구조조정 투자회사	88
<표 III-8> 해외 파생상품시장 규모	97
<표 III-9> CME 주택가격지수 선물 및 옵션계약	100
<표 III-10> EPRA, EPEU 선물거래	102
<표 IV-1> 거래상대방별 CDS 거래잔액 및 비중 추이	116
<표 IV-2> 국내 금융회사 신용파생상품 거래잔액 현황	119
<표 V-1> 전세계 금리 관련 장외파생상품 거래 잔액 및 비중	131
<표 V-2> 국내 금융회사의 금리 관련 장외파생상품 거래 잔액 및 비중	132
<표 V-3> 국내 금융회사별 금리스왑거래 현황	133
<표 V-4> 구조화채권 발행금액 및 원화관련 금리스왑 거래금액	143
<표 V-5> 최근 3년간 유형별 금리연계구조화채권 발행 현황	145
<표 VI-1> 미국 FDM들의 조정순자본 현황	162

<표 VI-2> 전세계 통화 관련 장외파생상품 거래 잔액 및 비중	171
<표 VI-3> 국내 금융회사의 통화 관련 장외파생상품 거래 잔액 및 비중	172
<표 VI-4> 국내 금융회사별 통화스왑거래 현황	173

그 립 목 차

<그림 II-1> 미국 대형주, 한국 대형주 및 로저스 상품지수의 추이	12
<그림 II-2> 각종 S&P GSCI 지수의 추이	32
<그림 II-3> KRX 실물상품선물의 거래규모 추이	37
<그림 II-4> 엔선물, 유로선물, 달러선물 일일 거래대금 추이	38
<그림 II-5> 2010년 1분기 파생결합증권 발행 규모	39
<그림 II-6> 상품연계스왑의 거래구조	44
<그림 II-7> Barclays CTA Index 추이	52
<그림 II-8> Managed Futures 산업의 성장	53
<그림 II-9> 2010년 현재 국내 공모펀드 개수 현황	57
<그림 II-10> 2010년 현재 국내 공모펀드 설정액 현황	57
<그림 III-1> 부동산투자회사의 구조	70
<그림 III-2> 부동산펀드의 구조	75
<그림 III-3> 부동산 간접투자의 규모	76
<그림 III-4> 부동산투자회사 투자현황	78
<그림 III-5> 부동산펀드 수탁고 현황	79
<그림 III-6> 일본의 REITs 시장의 규모	82
<그림 III-7> 미국 REITs 수익률과 유동자산, 거시경제변수의 상관계수	85
<그림 III-8> 맥쿼리센트럴오피스기업구조조정부동산투자회사	87
<그림 III-9> 부동산지수 스왑(Real Estate Index Swap) 거래구조	94
<그림 III-10> IPD Korea Property Index	96
<그림 III-11> IPD 지수를 기초로 한 영국 파생상품시장 추이	98
<그림 III-12> 부동산파생상품 거래 참여자	103

<그림 III-13> Portable Alpha 전략의 예	106
<그림 IV-1> CDS 거래의 구조	112
<그림 IV-2> 전세계 CDS 거래잔액 추이	114
<그림 IV-3> 기초자산별 CDS 거래잔액 추이	115
<그림 IV-4> 만기별 CDS 거래잔액 추이	115
<그림 IV-5> 증권회사의 CLN 거래구조	121
<그림 IV-6> SPC의 ABCP 거래구조	122
<그림 IV-7> 산업은행과 JP Morgan의 CDS 거래구조	123
<그림 V-1> 일반적인 금리스왑 거래구조	130
<그림 V-2> 국내 금리 관련 장외파생상품 거래현황	132
<그림 V-3> 금리스왑을 통한 무위험차익 거래	134
<그림 V-4> 은행 ALM과 금리스왑의 활용	136
<그림 V-5> 변동금리부 국고채 발행과 금리스왑의 활용	137
<그림 V-6> 구조화채권의 일반적인 거래구조	141
<그림 V-7> 2008년 유형별 금리연계구조화채권 발행 현황	146
<그림 V-8> Inverse FRN 발행 및 거래구조	147
<그림 VI-1> FX마진 거래구조	156
<그림 VI-2> 국내 FX마진거래량 추이(분기별)	160
<그림 VI-3> 일본의 장외 FX마진거래량 추이(분기별)	164
<그림 VI-4> 통화스왑을 통한 해외투자자산의 원화자산으로의 전환	170
<그림 VI-5> 국내 통화 관련 장외파생상품 거래현황	172
<그림 VI-6> 통화스왑을 활용한 무위험차익 거래	174
<그림 VI-7> 통화스왑과 금리스왑을 동시에 활용한 무위험차익 거래	175
<그림 VI-8> 기업의 선물환 매도와 통화스왑 활용	176
<그림 VI-9> 해외 펀드 선물환 매도와 은행권의 통화스왑 거래	177

약 어 표

ABCP	Asset-Backed Commercial Paper
ABS	Asset-backed Securities
ALM	Asset Liability Management
AMC	Asset Management Company
AMEX	American Stock Exchange
AUM	Assets Under Management
BIS	Bank for International Settlement
BISONs	Bull Index Silver Opportunity Notes
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CBOT	Chicago Board Of Trade
CCP	Central Counterparty
CD	Certificate of Deposit
CDO	Synthetic Collateralized Debt Obligation
CDS	Credit Default Swap
CEA	Commodity Exchange Act
CFTC	Commodity Futures Trading Commission
CLN	Credit Linked Notes
CMBS	Commercial Mortgage Backed Securities
CME	Chicago Mercantile Exchange
CMS	Constant Maturity Swap
CMT	Constant Maturity Treasury
CPDO	Constant Proportion Debt Obligation
CPI	Consumer Price Index

CPOs	Commodity Pool Operators
CPPI	Constant Proportion Portfolio Insurance
CRA	CFTC Reauthorization Act of 2008
CRS	Currency Swap
CTAs	Commodity Trading Advisors
DCE	Dalian Commodity Exchange
DJ-AIGCI	Dow Jones-AIG Commodity Index
DJUSRE	Dow Jones U.S. Real Estate Index
DLS	Derivatives Linked Securities
ECM	Exempt Commercial Market
ELS	Equity Linked Securities
ELW	Equity-Linked Warrant
EPRA	European Public Real Estate Association
ETF	Exchange Traded Funds
EUREX	European Exchange
FCMs	Futures Commission Merchants
FDM	Foreign Exchange Dealer Member
FFAJ	Financial Futures Association of Japan
FICC	Fixed Income, Commodity and Currency
FRN	Floating Rate Note
FSA	Financial Services Agency
FTSE	Financial Times Stock Exchange
GSCI	Goldman Sachs Commodity Index
HKU-HRPI	University of Hong Kong Island Residential Price Index
IB	Investment Bank
IOSCO	International Organization of Securities Commissions

IPD	Investment Property Databank
IRS	Interest Rate Swap
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
KRX	Korea Exchange
LIBOR	London Inter-Bank Offered Rates
LIFFE	London International Financial Futures and Options Exchange
MBS	Mortgage-backed Securities
MLMI	Mount Lucas Management Index
MMF	Money Market Funds
MSCI	Morgan Stanley Capital International
NAREIT	National Association of Real Estate Investment Trusts
NCREIF	National Council of Real Estate Investment Fiduciaries
NFA	National Futures Association
NPI	NCREIF Property Index
NYMEX	New York Mercantile Exchange
NYSE	New York Stock Exchange
OSE	Osaka Securities Exchange
OTC	Over-the-Counter
PE	Private Equity
PEF	Private Equity Fund
PF	Project Financing
PFV	Project Finance Vehicle
PIF	Property Index Forward
PV	Present Value

REITs	Real Estate Investment Trusts
RFEDs	Retail Foreign Exchange Dealers
SEC	Securities and Exchange Commission
SEK	Svensk Export Kredit
SESC	Securities & Exchange Surveillance Commission
SHFE	Shanghai Futures Exchange
SPC	Special Purpose Company
SPCREX	S&P/GRA Commercial Real Estate Indexe
SPV	Special Purpose Vehicle
STP	Straight Through Processing
TFS	Tradition Financial Service
TFX	Tokyo Financial Exchange
TGE	Tokyo Grain Exchange
TIPS	Treasury Inflation Protected Securities
TOCOM	Tokyo Commodity Exchang
TRS	Total Return Swap
UP REITs	Umbrella Partnership REITs
WFE	World Federation of Exchanges
ZCE	Zhengzhou Commodity Exchange

《 Executive Summary 》

본보고서는 향후 금융투자회사들이 자기자본거래를 위해 활용할 수 있는 금융투자상품들에 대해 각 상품의 개념 및 거래구조, 국내외 시장 현황, 거래 예시 또는 활용사례 등을 체계적으로 조사하여 설명하고, 각 상품의 거래활성화를 위해 필요한 제도개선 방안 또는 시사점을 제시한다.

I. 실물상품

대체투자(alternative investment)의 중요한 영역 중 하나가 '상품(commodity)'이다. 현물상품 도매시장에서의 거래자는 생산자와 실수요자이지만, 상품가격의 변동을 기대 또는 대비하는 투기자(speculator) 및 헤저(hedger)로서의 투자자는 상품선물거래소를 기반으로 거래를 한다. 전세계적으로 다수의 상품선물거래소가 있고, 그 중 CME 그룹이 세계 최고의 거래량과 경쟁력을 자랑하고 있다. 한국거래소(KRX)에서는 금선물과 돈육선물이 거래되고 있으나, 거래량은 아직 미미한 실정이다.

상품연계채권은 채권의 지급액이 상품가격에 연계토록 구조화된 일종의 구조화채권으로, 관련 기업들에게는 낮은 자금조달 비용의 유용한 자금조달 수단이 될 수 있으며, 투자자들에게는 비교적 안정적인 투자 대안이 될 수 있다. 상품연계채권은 1980년 스위스에서 최초로 발행된 후, 유럽과 미국을 중심으로 많은 거래가 이루어져 왔다. 국내에서는 아직 자금조달주체가 상품연계채권을 발행한 사례가 없으므로 관련 기업이 파생결합증권으로서 상품연계채권을 발행할 수 있는 법적 근거를 명확히 할 필요가 있다.

현행 자본시장법하에서는 다양한 실물상품에 대한 ETF의 상장이 가능하다. 실물상품에 대한 투자자들의 관심이 높아져가는 최근 상황에서 KRX와 자산운용사들은 다양한 상품 ETF를 개발, 상장하는 노력을 기울여야 한다. 상품 ETF는 상품투자를 위한 좋은 대안이 될 수 있으며, 금융투자업의 측면에서는 운용상의 기술적인 문제로 인해 비교적 높은 수수료를 받을 수 있는 부문이다.

미국 선물산업을 대표하는 Managed Futures는 절대수익을 추구하며, 상품 외에도 다양한 기초자산의 선물·옵션에 대해 롱/숏을 수시로 오가는 '적극적 선물거래전략' 또는 펀드를 의미한다. CTA/CPO가 운용하는 Managed Futures는 그 형태가 헤지펀드와 거의 동일하다. 미국에서 2009년 현재 Managed Futures에 의해 운용되는 펀드의 총 규모는 무려 2천억달러 이상인 반면, 이와 유사한 국내 상품관련 사모커머디티형 펀드의 총 설정액 규모는 2,700억원에 불과하다. 상품 관련 펀드시장 및 산업의 발전을 위해서는 우선 미국에서처럼 상품 및 선물거래 전문가를 육성해야 한다. 상품 및 상품 관련 파생상품은 일반적인 금융상품과는 달리 글로벌 상품시장에 대한 안목과 전문가적 분석이 필요하기 때문이다.

사모펀드제도의 개선도 요구된다. 현재 자본시장법상 사모펀드인 사모집합투자기구, 적격투자자 사모집합투자기구가 있긴 하지만, 현행 법제상 금융감독 당국의 규제 범위에서 벗어난 헤지펀드의 결성이 사실상 불가능한 상태에서 상품 및 상품 파생상품을 투자 대상으로 자유롭게 거래하는 Managed Futures 전략 또는 펀드의 탄생 및 발달은 불가능하다. 사모펀드에 관한 한, 더욱 유연하고 전향적인 정책적 관점이 필요하다. 그런 의미에서 최근의 사모펀드 제도개선 움직임은 바람직한 현상이라 판단된다.

II. 부동산

부동산에 투자하는 방법은 일반적인 방법인 직접투자와 부동산 관련 유가증권 매입을 통한 간접투자, 그리고 부동산파생상품 투자가 있다. 부동산 간접투자는 부동산에 전문적으로 투자하는 ‘투자기구’에 투자하여 간접적인 부동산투자 수익을 올리는 방법으로서 부동산의 증권화를 통해 이루어지며, 국내에는 대표적으로 부동산투자회사와 부동산집합투자기구가 있다. 부동산 간접투자상품은 높은 수익성, 유동성 뿐 아니라 배당을 통한 지속적인 현금흐름이 있고 주가지수, 채권 등과의 낮은 수익률 상관관계 등의 장점이 있기 때문에 부동산 직접투자에 대한 대안으로 떠오르고 있다.

부동산투자회사는 주식을 발행하여 공모 또는 사모의 형태로 투자자들에게 자금을 모집하여 부동산이나 관련 유가증권에 투자하여 관리 및 운영하는 형태이다. 부동산투자회사의 종류는 일반부동산투자회사, 기업구조조정 부동산에 투자하는 기업구조조정부동산투자회사, 부동산 개발사업에 투자하는 개발전문 부동산투자회사가 있다.

부동산펀드는 자산운용사가 부동산펀드를 설정하여 은행이나 증권회사 등의 판매회사를 통해 일반 투자자들에게 자금을 모집하고 이를 부동산 및 관련 유가증권에 투자하는 형태로 부동산투자회사와 유사하지만 자본시장법에 근거한 금융상품으로 국토해양부의 인가 및 감독을 받는 부동산투자회사와는 법적요건 면에서 다소 차이가 있다. 부동산펀드는 투자 대상에 따라 프로젝트 파이낸싱형, 경공매형, 임대형, 해외투자형 등이 있다.

해외의 경우 REIT와 REITs, Property Fund 등 국가마다 사용

하는 용어가 다르지만 구조는 유사하며, 주로 REITs 주식이나 관련 채권 등에 투자하는 뮤추얼 펀드의 형태이다. 세계에서 REITs가 가장 발달한 미국의 REITs시장이 가장 큰 규모이며, 아시아 시장에서는 일본의 REITs가 가장 큰 비중을 차지하고 있다.

부동산파생상품(property derivatives)은 부동산이나 REITs, MBS, 부동산지수 등을 기초로 한 파생상품으로 스왑, 선도, 선물 및 옵션 등의 형태로 거래되며, 국내에는 아직 도입되지 않았다. 부동산파생상품의 도입을 위해서는 파생상품에 대한 헤지수요와 투기수요를 충분히 확보할 수 있을 만큼 부동산시장의 규모 및 부동산 수익률의 변동성이 커야 한다. 또한, 부동산시장의 변화를 잘 반영할 수 있는 신뢰성 있는 지수가 산출되어야 한다. 해외의 경우 미국, 영국, 호주, 홍콩 등에서 부동산파생상품이 거래되고 있으며, 470억달러에 이르는 전체 부동산파생상품시장 규모에서 영국이 약 90%를 차지하고 있다. 부동산파생상품은 불안정한 가격변동에 대한 위험 헤지가 가능하고, 관련 부동산을 시장에 노출시켜 가격투명성을 강화할 수 있다. 또한, 소액투자가 가능하고 세제 및 관리 비용이 절감되며, 높은 유동성을 가지고 있다는 장점이 있다.

III. 신용

1. 신용부도스왑(CDS)

CDS(Credit Default Swap)는 신용사건에 대한 일종의 보험 성격의 장외파생상품으로 금융자산에 내재되어 있는 신용위험(credit risk)을 분리하여 거래할 수 있는 대표적인 신용파생상품이다. 1990년대 초반 미국의 투자은행에 의해 도입된 신용파생상품은 최근의 금융위기 전까지 국제금융시장에서 신용위험 관리와 투자수단으로 널리 활용되면서 급격한 성장세를 시현해 왔으나 국내시장에서는 아직까지 CDS 거래가 활성화되어 있지 않다.

국내 CDS 거래활성화를 위해서는 시장참여자들을 확대하고 딜러기관을 육성하는 등 시장의 폭과 깊이를 동시에 확대해 나가야 한다. 원화표시 채권을 준거자산으로 하는 CDS 거래의 활성화를 위해 회사채 발행시장과 유통시장의 활성화가 선행되어야 하며, 신용사건의 종류, 준거기업 채무의 범위와 성격, 만기시점 등의 계약형태에 대한 기초적인 표준화 작업, 특히 부도(default)에 대한 명확한 기준 정립 등 시장인프라의 구축 및 개선 작업이 필요하다.

CDS거래의 청산을 위한 CCP(Central Counterparty)의 도입은 신용도가 낮은 금융투자회사들의 시장진입과 시장인프라 개선에 도움을 줄 수 있으므로 시장활성화를 위해 긍정적으로 검토되어야 한다. 그러나 다른 한편으로는 시장참여자들의 거래비용을 증가시킬 수도 있으므로 도입에 따른 실익을 충분히 고려할 필요가 있다. 금융투자회사들은 CDS를 활용한 다양한 투자상품의 개발과 수익률 제고를 위해 자본확충을 통한 신용도 보강에 힘써야 한다.

IV. 금리

1. 금리스왑(IRS)

금리스왑(Interest Rate Swap: IRS)이란 두 거래당사자가 각각의 채무에 대한 이자지급의무를 일정기간 동안 서로 바꾸어 부담하기로 약정한 거래를 말한다. 국제 금융시장에서 금리스왑은 금리변동위험을 헤지할 목적으로 개발되어 현재 중요한 금융수단으로 자리를 잡고 있으며 금리스왑거래는 금리변동위험 헤지에 대한 인식 제고 등으로 크게 증가하였다. 전세계 금리 관련 장외파생상품 거래는 거의 대부분 스왑거래 형태로 이루어지고 있다.

국내 금융시장에서도 금리변동성 확대 및 구조화채권 발행 증대 등으로 금리변동위험 헤지 수단의 금리스왑 거래가 크게 증가하였다. 금리스왑의 활용사례로 금리스왑을 활용한 무위험 차익거래, 구조화채권 발행과 금리스왑의 활용, 은행의 ALM과 금리스왑의 활용, 변동금리부국고채 발행과 금리스왑의 활용 등이 있다.

금리스왑 제도의 개선을 위해서는 스왑은행들이 거래상대방이 되어 시장에 유동성을 공급하는 시장조성 역할(market making)의 활성화가 절대적으로 필요하다. 금리스왑거래에서 국내 금융기관들의 경우 유동성을 주도적으로 공급하는 시장조성자로서의 역할이 크게 부진하다. 현재 국내 금리스왑시장은 은행들의 독과점 체제로 비은행권 금융기관의 시장 진입을 통한 경쟁 유도가 필요하다.

2. 구조화채권

구조화채권(structured note)은 채권(note)과 파생상품이 결합되어 만들어진 상품으로 채권의 원금 및 이자가 금리, 통화 및 주식 등의 기초자산과 연동되어 결정되도록 설계된 채권이다. 보통 콜(call), 캡(cap), 플로어(floor) 등 옵션성격의 파생상품이 내재되어 있어 일반적으로 투자자는 파생상품의 매도포지션, 발행자는 매수포지션을 취한다.

구조화채권의 최대시장은 현재 유럽이고 아시아에서도 구조화채권시장이 급격히 발전하고 있다. 미국과 마찬가지로 한국에서도 금융기관과 공기업 등의 구조화채권 발행과 고수익 증권에 대한 기관투자자들의 투자가 맞물리면서 구조화채권시장이 형성되었다. 구조화채권시장의 급성장 배경은 저금리 기조 고착화에 따른 고수익 증권에 대한 수요 증가, 파생상품시장 발전으로 구조화채권 설계의 용이, 스왑과 옵션 등의 파생상품 거래와 동일한 효과 등에 기인한다.

구조화채권시장은 채권시장, 스왑시장, 외환시장, Repo시장을 동시에 아우르므로 투자은행이 상대적으로 경쟁력을 가지고 있는 시장이다. 혁신적인 구조화채권은 투자은행에게 신성장 동력을 제공할 것으로 예상된다. 다만, 1994년 일부 MMF와 오렌지카운티 파산 사례에서 볼 수 있듯이, 구조화채권은 상품의 구조가 복잡하므로 전문투자자들도 상품에 내재된 위험에 대해 충분한 이해와 관리 없이 투기적인 투자행태를 보일 수 있다. 또한, 소매투자자들이 참여하는 소매시장의 성격이 강하므로 투자자교육, 설명의무 강화 등을 통해 시장의 안정성 제고에 힘써야 한다.

V. 외환

1. FX마진거래

장외소매외환거래(OTC retail foreign exchange transactions)인 FX마진거래는 2007년부터 거래량이 점차 증가하기 시작했으며, 2008~2009년에 걸쳐 크게 활성화되었다. FX마진거래에 관한 국내외 제도를 비교해 보면, 미국 및 일본 등에서는 금융투자회사들의 매매 및 중개업무가 가능한 데 반해 국내에서는 단지 중개업무만을 영위할 수 있다. 그 원인은 현행 자본시장법이 FX마진거래를 장내파생상품으로 규정하고 있기 때문이다. 금융투자회사가 소매외환 매매업을 할 수 없으므로 국내 고객들은 상대적으로 높은 거래비용을 지불해야 한다. 또한, 자본금 규모가 해외 외환딜러회사보다 훨씬 큰 국내 증권회사가 오히려 해외 외환딜러회사의 중개기관 역할을 하는 불합리한 현상도 발생하고 있다.

한편, 해외에서는 자국통화표시거래가 가장 활발하게 이루어지고 있는데 반해, 국내에서는 원화표시거래를 제외한 이중통화조합의 거래만 허용되고 있다. 투자자들의 수익성 개선과 거래활성화를 위해서는 원화표시거래가 추진되어야 하며, 해외에서처럼 국내 투자자들도 소액단위의 거래를 할 수 있어야 한다. 그렇지 않을 경우, 향후에도 적법하지 않는 해외딜러와의 직접거래는 지속적으로 증가할 전망이다. 금융투자회사들도 장기적인 관점에서 시장규모를 확대하기 위해서는 꾸준한 교육과 홍보, 고객서비스의 개선 등을 통해 건전한 투자관행이 정착될 수 있도록 노력해야 한다.

2. 통화스왑(CRS)

통화스왑(Currency Swap: CRS)은 양 거래당사자 간에 이중통화로 표시되고 서로 유사하거나 상이한 기준에 의하여 계산된 연속적인 현금흐름을 서로 교환하기로 약정한 계약이다. 국내 금융회사의 통화스왑 거래의 경우, 외화증권에 투자하면서 환위험을 헤지하기 위해 해외 금융기관과 통화스왑을 체결하는 경우와 자산유동화증권을 발행하면서 조달비용을 절감하기 위해 해외 금융기관과 통화스왑을 체결하는 경우가 대부분이다.

국내 통화스왑시장의 발전을 위해서 통화스왑을 포함하는 장외파생상품의 표준화와 거래 및 청산 과정의 선진화가 필요하다. 스왑은행들이 거래상대방이 되어 시장에 유동성을 공급하는 시장조성 역할의 활성화 또한 필요하다. 나아가 은행계 스왑은행과 반대포지션을 공급할 인센티브가 있는 IB계열 스왑은행의 스왑시장 진입이 필요하다.

« Abstract »

The Structure and Practical Use of Promising Financial Instruments for Financial Investment Companies

In this report we introduce a variety of financial instruments which can be used by financial investment companies in their proprietary trading. For each instrument we investigate the concept and trading structure, current market conditions both in Korea and abroad, and trading examples or strategies, and then propose innovative approaches to improve current regulatory schemes or trading practices together with some important implications.

I . Commodities

In alternative investment field, the term 'commodities' mean valuable physical resources such as crude oil, gold, wheat, etc. The commodity exchange where a number of derivatives such as futures and options are traded among investors with high liquidity is the major infrastructure in the commodity markets.

The basic and simple exposure to commodities is to purchase and hold those. The other way to take a exposure to the commodities includes (i) the purchase of the stocks of natural resources companies, (ii) commodity (index) futures and

option trading in commodity exchange, (iii) commodities forwards and swaps trading in OTC market, and (iv) the issue or purchase of commodities linked notes (CLN).

Among many commodity exchanges, CME group including CME CBOT, and Nymex is regarded as the top exchange. Its commodity products encompass energies, precious metals, non-ferrous metals, grains, dairy products, etc. In contrast, Korea Exchange is listing only two commodity futures, i.e. gold and lean hog, whose trading volumes have been very trivial.

The CLN is the structured bond with the payment related to commodity price. It can be a good external financing instrument for the firm to excavate, develop, produce, process or sell commodities. And it provides the relatively safe alternative to investors who can not access directly the commodity market.

The so-called Managed Futures which represents the U.S. futures industry means active investment strategies using futures and options with highly short-term long or short exposures. Sometimes it also refers to the private investment vehicle with those strategies. The total AUM managed by Managed Futures in U.S. was as much as 200 billion U.S. dollars in 2009. The CTAs/CPOs invest and trade the derivatives underlain by financial assets/indices and currencies as well as the commodity futures and options.

Korea is the one of the poorest countries in terms of natural

resources. So the sudden rise of the commodity price has threatened the Korean economy. Moreover recently the investors in Korea begin to be interested in the commodity investment. So, it is necessary that the policy change of Korean financial authority and the effort of the investment industry to develop commodity investment environment to meet the national necessity and investors' need.

First, further development of commodity derivative market in KRX should be promoted because the commodity exchange is the core in the commodity market and industry.

Second, The Capital Market Law in Korea should define explicitly the issuer of CLN. Although there is no prohibition code for corporations to write CLN, no corporations with natural resource business have issued CLNs or securities linked the commodity price.

Third, the codes of fund regulations in the Capital Markets Act are needed to be revised. While the CTAs and CPOs have managed the hedge fund type private investment pools so they can avoid the SEC regulations, the shape and management of private funds are restrictive in the Korean capital market.

Lastly, the experts for commodity and derivative trading should be nurtured since the expertises in the commodity markets are crucial. The license or certificate system of financial authority can be recommended.

II. Real Estates

Real estate investments are seen as an integral part of the asset allocation for many institutional investors. Increasing sophistication of private investors and their appreciation of diversification benefits has also led to broader asset allocations. The reasons typically mentioned why some should invest in real estate are as follow: favorable risk return characteristics, diversification benefits due to low correlation with other asset classes, stability, and consistency.

There are three ways to gain exposure in real estate: buying physical assets(i.e. investing directly), investing through funds (i.e. investing indirectly), and investing on property derivatives. Direct investments are illiquid, difficult to manage, and out of reach for most of small investors. Indirect investment, on the other hand, are typically traded conventionally than direct investments. Besides the eased trading and handling, their main advantage compared to direct investments is the diversification of specific risk to multiple properties.

In Korea, there are two main indirect investment vehicles. One is real estate investment trust(so called K-REIT) which is legal corporate to hold and manage properties. The first K-REIT permitted their establishment in 2001. There are 30 currently operating REITs and 4 of them are listed on Korea Exchange. The other is real estate fund which is a collective investment

vehicle to invest in properties or to lend money to project finance vehicles(PFV).

Property derivatives are financial instruments that are valued in relation to an underlying asset or price index. With property derivatives, investors have an efficient opportunity for protection in down markets. Derivatives only make sense if the underlying asset exhibits sufficient market risk that many participants are willing to transfer, hedge against, and speculate on. The three fundamental requirements for an asset class to be a suitable underlying asset for derivatives seem to be fulfilled by the real estate markets. First, the size of the market is sufficiently large to make a derivatives market desirable. Second, risk in terms of volatile returns is present, meaning that it makes sense to invest or hedge. Third, a credible index that is accepted as a common benchmark must exist in order to have a reference for payoffs.

Property derivatives are not introduced in Korea so far. However, environments in Korea real estate market have been changed enough to meet the qualifications for developing property derivatives. The property market is large enough for a derivatives market to face sufficient demand and supply. Several indices measuring property prices have been announced regularly. It is expected to be introduced property derivatives in the near future.

III. Credit

1. Credit Default Swaps(CDS)

A credit default swap(CDS) is a kind of insurance that can be used to hedge against credit risk. Using the swap a protection buyer and seller can separate credit risk from the financial product such as bonds or loans, and trade that risk. Since U.S. investment banks introduced credit derivatives in the early 1990s, they have been widely used for the purposes of credit risk management and investment in global financial markets. Although the global CDS market has grown tremendously, the Korean CDS market is not fully activated yet.

To boost the domestic CDS market further, width and depth of the market need to be increased through attracting more market participants and nurturing dealer institutions. Revitalizing the primary and secondary markets for corporate bonds is another prerequisite for activating CDS trades that reference won-denominated bonds and loans. Continuous improvements to the market infrastructure including the standardization of contract types are necessary in order to help market participants evaluate credit derivatives appropriately.

Establishing a CCP for clearing OTC derivatives will contribute to the improvement of market infrastructure, although

it may also result in higher transaction costs. Regulators, therefore, must be cautious in choosing the right time to introduce a CCP.

Finally, financial investment companies need to improve their credit ratings not only to facilitate the development of various CDS-related investment products but also to achieve better profit margins.

IV. Interest Rates

1. Interest Rate Swaps(IRS)

Interest rate swaps are contracts under which the counterparties agree to exchange interest payments of each other for a specific period of time. While initially developed to manage interest rate risks, interest rate swaps have become important financial tools and the trades of interest rate swaps have increased dramatically as the awareness of the interest rate risk has increased. Most of the interest rate related OTC derivate transactions are interest rate swaps.

In the domestic market, the trades of interest rate swaps increased greatly due to the increase in the interest rate volatility and the increase of the issuance of structured notes. Examples of the applications of the interest rate swaps are in

interest rate arbitrage trades, the design of structured notes, the asset liability management of banks and the government floating rate notes program.

In order to further improve the interest rate swap markets, swap banks must play the role of liquidity providers to the market by taking the counterparty positions against the client trades. In view of the fact that the interest rate swap markets are serviced exclusively by the commercial banks, it is recommended that investment banks enter into the interest rate swap markets as swap banks in order to provide trade positions opposite to those of swap banks which are the commercial banks.

2. Structured Notes

Structured notes are bonds with embedded derivatives and as such principals and interests are linked to market interest rates, currencies and stocks among others. Typically options such as calls, puts, caps and floors are embedded and investors tend to be option-sellers and issuers, option-buyers.

The largest structured notes market is Europe and the structured notes market is growing rapidly in Asia. As in the US, the development of the structured notes market in Korea is stimulated by the convergence of the issuance of structured notes

by the government owned companies and financial institutions and the demand of institutional investors for high-yield notes. The rapid development of the structured note markets in recent years in Korea is facilitated by the demand for high-yield notes due to the low interest rate environment, the ease of designing structured securities, the customization of structured notes to the needs of the investors, etc.

Since structures notes link bond markets, swap markets, currency markets and Repo markets at the same time, investment banks have a clear comparative advantages in this market. Innovative structured notes are expected to provide investment banks with new growth. However, in view of the fact that even institutional investors can take speculative positions using structured notes without proper understanding of the product or taking proper risk management measures as shown in the Orange County fiasco, it is important that the industry makes a concerted effort to protect the investors through adequate investor education and product explanation.

V. Foreign Exchanges

1. FX Margin Trading

Unlike in the U.S. and Japan, financial investment companies(FICs) in Korea cannot become a counterparty to retail customers in FX margin trading as leveraged retail FX transactions are classified into ‘exchange-traded’ derivatives in the Financial Investment Services and Capital Markets Act. As FICs are only allowed to conduct brokerage businesses through the foreign dealers, retail investors pay unreasonably high transaction costs with regard to bid-ask spreads. There is also an urgent need to improve the current situation in which domestic securities companies with more capital play as only an introducing broker for overseas retail FX dealers.

Meanwhile, Korean retail investors are not allowed to trade the Korean won(KRW)–denominated currency pairs but cross-currency pairs only. This may adversely affect investors’ profitability and trading volume because they generally have difficulties in predicting FX cross rates with limited information. Therefore, trading KRW–denominated currency pairs should be allowed together with flexible minimum trading units such as a 10,000 unit.

In order to vitalize the retail FX market in a long-term

perspective, FICs need to make efforts to establish sound investment practices through enhanced investor education, public relations and customer services.

2. Currency Swaps(CRS)

Currency swap is a contract under which the counterparties agree to exchange a stream of cash flows, which can be calculated on a similar or different basis. Typically, domestic financial institutions enter into currency swaps with foreign financial institutions when they invest in foreign currency denominated securities or when they issue asset backed securities in international financial markets.

For the further development of the currency swap markets in Korea, there is a need for the standardization of financial derivatives along with the modernization of transactions and settlement process. Swap banks must play the role of liquidity providers to the market to a greater extent than now by taking the counterparty positions against the client trades.

In view of the fact that there is only one type of swap banks which is the commercial banks, investment banks must be able to enter into the currency swap markets as swap banks in order to provide trade positions opposite to those of swap banks.

1. 서론

I. 서론

2009년 2월부터 시행된 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률(자본시장법)」은 금융투자회사들의 업무영역을 확대하고 다양한 신상품의 개발을 가능케 함으로써 우리나라 금융투자산업이 재도약할 수 있는 기틀을 제공하였다. 그러나 글로벌 금융위기의 여파와 법시행 초기에 따른 제반 문제, 위탁매매업으로 고착화된 금융투자회사들의 수익구조 등으로 인해 당초 기대했던 효과는 아직 나타나지 않고 있다.

금융투자협회(2010)의 자료에 따르면, 국내 증권회사의 수익구조는 지속적으로 개선되는 경향을 보이고 있으나 여전히 위탁매매 수익의 비중이 전체 수익의 50%를 차지하고 있다. 이는 미국 및 일본 증권회사들의 비중(각각 35%와 18%)에 비해 매우 높은 수준으로, 외국의 증권회사들은 자기자본투자, 투자은행 및 자산관리 부문의 수익 비중이 상대적으로 높은 것으로 나타났다.

금융투자상품에 대한 위탁매매업무는 시장의 부침에 따라 수익성이 큰 영향을 받을 뿐만 아니라 고객들에게 동질적인 서비스를 제공하는 것이므로 가격경쟁에도 쉽게 노출되는 특성을 지니고 있다. 이런 까닭에 국내 금융투자회사들의 경영효율성은 미국이나 일본의 금융투자회사들에 비해 훨씬 낮은 것으로 나타났으며, 적극적인 위험인수 노력없이 현재처럼 위탁매매업무에 과도하게 의존할 경우 향후에도 수익성은 개선되기 어려울 것으로 분석되고 있다(신보성 외, 2011).

금융투자회사의 업무 중 위험인수를 가장 능동적으로 구현할 수 있는 부문은 자기자본거래(proprietary trading)이다. 그동안 글로벌 투자은행들은 주식 외에 금리, 외환, 신용, 부동산, 실물상품(commodity) 등의 현물과 파생상품에 대해 적극적인 자기자본거래를 수행해온 반면, 국내 증권회사들의 대부분은 주식 현물 및 장내파생상품의 단기적인 거래에 지나

4 신금융투자상품의 구조와 활용

치게 의존하여 위험상품의 취급에 소극적인 모습을 보여 왔다. 국내 금융투자회사들의 경우, 자기자본금 수준이 낮고 전문인력과 인프라 등이 부족하여 각종 스왑 등의 장외파생상품을 거래하는데 있어 불리한 여건에 있는 것이 사실이다. 그러나 현재의 자기자본 수준하에서 더욱 많은 위험을 인수할 수 있음에도 저위험-저수익의 자기자본거래에 치중하고 있어 자기자본 활용의 효율성을 제고할 필요가 있는 것으로 지적되고 있다(강형철·조성훈, 2006).

한편, 금융투자회사의 중요한 경제적 기능 가운데 하나는 기업과 투자자들의 다양한 재무적 요구를 충족시킬 수 있는 금융상품을 제공하는 것이라 할 수 있다. 기업들은 경영환경이 날로 복잡해지면서 상시적으로 금리, 환율, 신용, 원자재 등의 가격변동위험에 노출되어 있으며, 이에 대한 적절한 위험관리 수단을 필요로 한다. 또한 선진시장에서처럼 포트폴리오를 다각화하거나 투자위험을 헤지하려는 투자자들도 점점하고 있다. 금융투자회사가 경제구성원들에게 적절한 헤지 및 투자 상품을 제공하는 본연의 기능에 충실하게 될 때 금융시장뿐만 아니라 국민경제 전체의 효율성도 함께 제고될 수 있을 것이다.

본보고서에서는 금융투자회사들의 자기자본거래를 통한 수익기반 확충과 기능 활성화에 적극 활용될 수 있는 금융투자상품들을 소개하고자 한다. 포함되는 상품들은 대부분 파생상품들로 구성되어 있으며, 기초자산에 따라 실물상품(실물상품(commodity) 선물·옵션을 포함한 다양한 금융투자수단들과 Managed Futures), 부동산(부동산 간접투자상품과 부동산파생상품), 신용(신용부도스왑(Credit Default Swap: CDS)), 금리(금리스왑(Interest Rate Swap: IRS) 및 구조화채권), 외환(통화스왑(Currency Swap: CRS)과 FX마진거래)으로 분류된다. 각 상품은 현재 국내에 제도적으로 도입되어 있거나 향후 도입될 가능성이 높은 것으로서 금융투자회사들의 상품개발과 투자가 상대적으로 부진한 금융상품들이다.

이하의 각 장에서는 개별상품에 대한 개념 및 거래구조, 국내외 시장 현황, 거래 예시 또는 활용사례(또는 활용전략)를 설명하고 거래활성화를 위해 필요한 제도개선 방안 및 시사점을 제시한다.

II. 실물상품

1. 실물상품 관련 금융투자상품
2. Managed Futures

II. 실물상품

1. 실물상품 관련 금융투자상품

대체투자(alternative investments)에서 부동산(real estate), PE(Private Equity) 및 신용파생상품(credit derivatives) 등과 함께 주요한 영역을 차지하는 분야가 “실물상품(commodity)”이다.¹⁾ 상품투자에 있어 상품이란 희소한 천연자원(natural resources)으로서의 실물을 의미한다. 예를 들어, 원유, 천연가스, 밀, 쌀, 보리, 옥수수, 금, 은, 동, 구리, 텅스텐 및 나아가 소, 돼지 등이다. 이들은 그 자체적으로 실물적 가치를 지니며 소비재(consumable)로 사용되어 소비되어 소진되기도 하지만 중간재(transformable), 즉 원료로 사용되어 추가적 부가가치를 창출하는 생산요소가 되기도 한다. 따라서 상품은 전통투자의 주요 대상이 되는 화폐, 주식, 채권과 같은 금융자산(financial asset) 또는 자본자산(capital asset)과는 달리 실물자산이 그 가치를 뒷받침하고 있거나, 미래 현금흐름에 대한 청구권을 나타내는 자산이 아닌 그 자체가 가치를 지니는 자산이다. 그러므로 이를 금융상품으로 분류하기는 어렵다. 하지만 전세계 주요 자본시장 특히 미국의 상품선물거래소에서는 이들 상품을 기초자산으로 하는 선물과 옵션의 거래가 매우 활발하다.

앞서 언급했듯이, 상품은 미래 현금흐름을 발생시키지 않는다. 반면, 주식이나 채권은 미래 현금흐름에 대한 청구권이며, 부동산도 임대 수익으로서의 현금흐름을 발생시킨다. 따라서 상품의 가치는 미래 현금흐름을 예상하여 이를 할인하는 방식, 즉 PV(Present Value)로 결정되지 않는다.²⁾ 이에 상품 가치에 대한 이자율의 영향력은 매우 미미하다. 상품은

1) 이하에서는 다른 금융투자상품과 혼동을 주지 않는 범위 내에서 실물상품과 상품을 같은 의미로 사용한다.

그 자체로 경제적 가치(economic value)를 지니는 재화(goods)이다. 상품은 궁극적으로 소비재로 소비되면서 효용(utility)을 발생시킨다.³⁾

일반적으로 주식이나 채권과 같은 유가증권의 가치를 도출할 때는 흔히 그 가치를 수요와 공급의 원리로 설명하지는 않는다.⁴⁾ 미래 현금 흐름 및 할인율을 감안하여 증권의 공정한 가치는 근원적으로 존재하며, 이를 반영한 공정가격(fair price)에 사고 팔리는 것이 이상적이라고 보는 것이다. 이러한 가치평가방식에서 수급은 가격에 따라갈 뿐이고, 수급이 가격에 영향을 미칠 여지는 없다. 하지만 상품의 경우 그 가치는 거의 전적으로 수요와 공급에 의해 결정된다. 즉, 상품에 대한 수요가 커지면 가격이 상승하고, 상품에 대한 공급이 커지면 가격이 하락한다. 또한, 특정 지역 시장에서의 수급이 상품가격에 영향을 미치는 것이 아니라, 글로벌 시장 즉 전세계적 수요와 공급이 상품가격에 영향을 미친다. 상품은 전세계적으로 장내외 시장에서 거래되고 있으며 상품의 장내 시장은 상품선물거래소이다.

대체자산의 주요한 특징 중 하나는 기존의 전통적 자산인 증권시장의 주식 또는 채권과의 상관관계가 낮거나 음(-)의 관계를 갖는다는 것이다. 따라서 이들 대체자산을 포트폴리오에 포함시키면 매우 높은 분산 투자 효과를 거둘 수 있다. 상품 역시 주식시장이나 채권시장과의 상관관계가 작고 심지어 음(-)인 경우도 빈번하다.

2) 금, 은, 백금 등은 리스 이자를 발생시키기도 한다.

3) 가치의 근원은 회소성과 소비를 통한 효용 증대 가능성이다. 주식과 채권의 경우에도 그 가치의 근원은 결국 소비로 귀결된다는 점이다. 즉, 현재 소득을 모두 소비하지 않고, 주식과 채권을 통해 안정적이고 확대된 미래 소비를 도모하고자 한다.

4) 물론 자본시장의 균형 모형인 CAPM(Capital Asset Pricing Model)은 모든 증권에 있어 수요와 공급이 일치하는 균형 상태를 묘사한다. 이러한 균형 상태에서 증권의 기대수익률, 즉 할인율이 도출되지만 가격이 도출되지는 않는다.

<표 II-1> 주식시장 지수와 상품가격 간 상관관계

	FTSE	NY Crude Oil	London Crude Oil
S&P500	87%	-24%	-20%
FTSE	-	-17%	-15%
NY Crude Oil	-	-	98%

주 : S&P500은 미국 S&P500 지수, FTSE는 영국 FTSE 지수, NY Crude Oil은 New York Mercantile Exchange의 원유가격, London Crude Oil은 International Petroleum Exchange in London의 원유가격을 나타낸다.

자료: Anson(2006)

하지만 상품이 주식시장과 항상 낮은 상관관계 또는 음(-)의 상관관계를 나타내는 것은 아니다. 아래 <그림 II-1>은 MSCI(Morgan Stanley Capital International) 미국 대형주 지수, MSCI 한국 대형주 지수, 로저스 종합상품지수(Rogers International Commodity Composite Index)의 추이를 나타내고 있다. 기간은 2004년 1월 1일부터 2009년 12월 1일까지이다. 그림에서 보듯, 세 가지 지수의 움직임은 상당히 동조화(comovement)되어 있는 것으로 보인다. 미국 대형주 지수와 로저스 지수 간 상관계수는 30.42%이며, 한국 대형주 지수와 로저스 지수 간 상관계수는 23.37%이다. 이는 미국 대형주 지수와 한국 대형주 지수 간 상관계수 18.09% 보다도 높은 수준이다.

<그림 II-1> 미국 대형주, 한국 대형주 및 로저스 상품지수의 추이



주 : 1) 세 지수 모두 단위는 미국 달러이다.
 2) 2004년 1월 1일부터 2009년 12월 1일까지의 일별 추이이며, 세 지수 공히 2004년 1월 1일을 100으로 정규화하였다.
 자료: Datastream, <http://www.rogersrawmaterials.com>

2000년 이후부터 2007년에 시작된 글로벌 금융위기 전까지 우리나라 주식시장을 포함한 전세계 주식시장은 꾸준히 상승세를 보여 왔고, 상품 시장은 이미 그 이전부터 상승세가 이어져오고 있었다. 역시 꾸준한 상승세를 보여 왔던 미국 주택시장 버블이 붕괴되자, 글로벌 금융위기가 도래하였다. 금융위기로 인한 경기침체가 가시화되면서, 주식시장은 물론 상품가격도 크게 폭락하였다. 경기침체가 예상되는 상황에서 상품에 대한 글로벌 수요가 침체될 것으로 예상되었기 때문이다. 그 당시 원유가는 배럴당 100달러를 넘어서 150달러에 근접한 후 금융위기와 함께 폭락했으나, 글로벌 경기가 호전되면서 최근 다시 크게 상승하여 100달러를 상회하고 있다.

금융위기 직전 유가 급등 시기의 경험은 상품투자의 필요성에 대한 투자자의 인식을 변화시켜가고 있다고 판단된다. 또한, 최근에는 미국 달러화 약세가 지속됨과 동시에 금가격이 상승하고 있어 또 다시 금과 같은 실물상품에 대한 관심이 높아지고 있다. 상품가격의 상승은 물가상승의 가장 근본적 원인이다. 이는 단순히 증대된 통화량에 기인하는 상대적 가치 변화일 수도 있고, 상품에 대한 투기적 수요 또는 실수요의 증대에 기인할 수 있다.

상품에 대한 투자는 물가상승의 위험, 즉 화폐가치 하락의 위험을 방어하는 상당히 적극적인 방법이다. 미국 재무부가 발행하는 TIPS (Treasury Inflation Protected Securities)와 같은 물가연동채권은 물가상승에 맞추어 이표와 원금을 지급하지만, 물가가 상승한다하여 그 가치가 상승하지는 않는다. 단지 물가상승 수준을 고려하여 실질수익률의 하락을 방지할 뿐이다. 하지만 상품에 대한 투자는 물가상승 시 이익을 거둘 수도 있다. 따라서 상품을 자산 포트폴리오에 포함시키는 것은 위험관리 측면에서 더욱 나은 성과를 가져올 여지가 크다. 앞서 보았듯이, 금융상품지수와 실물상품지수는 통상 음(-)의 상관관계에 있으며, 이러한 경우 투자기회 집합이 더욱 확대된다.

미국 및 유럽 등의 선진금융시장에서 상품은 이미 오래전부터 헤지펀드, PEF(Private Equity Fund) 등과 함께 주요 대안투자 대상으로 인식되어 왔고, 실제로 큰 규모의 투자가 이루어지면서 이른바 'Managed Futures' 산업이 발달해왔다. 반면, 우리나라에서는 아직은 상품투자가 매우 생소한 편이다. 하지만 실물상품에 대한 투자자들의 관심이 지속적으로 증대되고 있고, 자본시장법의 시행을 계기로 상품 관련 투자 및 거래는 더욱 자유롭게 되었다. 이러한 투자자들의 상품투자 수요 증대와 더욱 시장친화적인 자본시장법 체제를 바탕으로 향후 상품투자 산업이 크게 활성화될 가능성이 크며, 금융투자업계는 이를 적극적으로 대비할 필요가 있다.

가. 개념 및 거래구조

1) 실물상품 관련 기업의 증권

상품 자체를 매입하지 않고, 상품의 채굴, 유통 등으로 대부분의 수익을 창출하는 기업의 증권(주로 채권보다는 지분증권)을 매입·보유하는 것도 상품에 대한 투자 방법이다. 예를 들어, 원유를 탐사, 채굴, 정제하여 석유 제품을 판매하는 ExxonMobil의 주식을 매입·보유하는 것이다. 하지만 여기에도 여러 가지 복잡한 문제가 뒤따르게 된다.

첫째, ExxonMobil의 주식은 위험 자산으로서 이른바 체계적 위험(system risk)에 노출되어 있다. CAPM 이론에 따르면, 모든 위험 자산을 포함한 포트폴리오가 시장포트폴리오(market portfolio)이고 각 개별 위험자산은 시장포트폴리오에 얼마나 민감하게 연동되는가가 본질적 위험이며 체계적 위험으로 이는 β 로 측정된다. 하지만 현실적으로 이론적인 시장포트폴리오를 구성하기는 어렵다. 증권시장 포트폴리오라면 시장지수(market index)로 대리할 수 있다. 이러한 관점의 실증모형이 이른바 지수 모형(index model)이다. 하지만 상품시장까지 포괄하는 포트폴리오는 추상적으로 존재 가능하지만, 실제로 그러한 포트폴리오를 구체적으로 구성하기는 어렵다.

따라서 ExxonMobile의 정확한 시장위험을 측정하기는 어렵다. 하지만 시장포트폴리오를 주가지수로 대응하여 측정하거나, 시장포트폴리오를 유가를 대응하여 측정하는 방안이 고려될 수 있다. 문제는 ExxonMobile 주식이 유가에 대한 체계적 위험보다는 증권시장에 대한 체계적 위험이 더욱 높다는 것이다. 다시 말해서, ExxonMobile 주식은 원유시장과의 연관성보다는 증권시장내 주식으로 증권시장과의 연관성이 더욱 강하다는 것이다. Anson(2006)에 따르면, ExxonMobile 주식은 S&P500과의 상관계수는 86%, 베타는 0.67에 이르는 반면, Crude Oil과의 상관계수는 -4%,

베타는 -0.14이다.⁵⁾ 이는 기타 정유업체 주식인 Chevron/Texaco, Royal Dutch Shell, BP Amoco 등도 크게 다르지 않다. 결과적으로, 이러한 정유업체 주식에 대한 투자는 실제로 원유시장 또는 원유가격의 변동에 노출되는 정도는 미미한 반면, 증권시장의 변동에 노출되게 되는 셈이다.⁶⁾

아울러 정유업체는 원유가격 등락에 따른 회사 매출의 등락을 원치 않는다. 이에 자사 트레이딩 부서를 통해 원유가격의 등락에 따른 석유 제품 판매가격 등락을 헤지하여 안정적인 매출과 수익을 달성하고자 한다. 이는 앞서 이들 기업 주가가 원유가격보다는 증권시장 등락에 더욱 크게 연동되는 현상과 일맥상통한다.

2) 상품선물 및 옵션

상품을 기초자산으로 하는 파생상품으로서 선물 또는 옵션계약을 통해 상품에 노출을 취할 수 있다. 여기서, 상품선물 및 상품옵션은 상품선물거래소 장내에서 거래된다는 차원에서 뒤에서 논의하는 장외파생상품인 선도나 스왑과 구별된다. 물론, 장외에서도 두 주체 간 옵션계약이 가능하다. 하지만 장내 선물·옵션은 거래소가 특정 유형으로 표준화된 선물·옵션계약을 상장시키고, 이를 대상으로 투자자들이 롱 또는 숏 노

5) 상관계수는 각 가격 변수를 증가율로 변환한 후 계산한다. 베타는 상관계수에 ExxonMobile 주가 증감률의 표준편차를 곱하고 이를 시장 증감률(S&P500 증감률 또는 원유가격 증감률)의 표준편차로 나누어서 계산한다.

6) 정유업체 주식 투자에 따른 중요한 문제는 불필요한 기업 고유 위험을 감수해야 한다는 것이다. 원유가격에 대한 롱노출이 목적이었음에도 불구하고, 이와는 전혀 무관한 사건이 해당 기업에서 발생할 수 있다. 예를 들면, 기업이 환경, 노동, 인종차별 문제에 따른 소송에 말려들거나 M&A를 추진하거나 대상이 되거나 혹은 재무적인 곤경에 처하는 경우이다. 이는 원유가격과는 무관하게 해당 기업 주가에 영향을 미친다. 따라서 이들 기업 주식의 보유는 원유가격에 대한 노출이라는 목적 달성에 있어 상당히 실망스러운 결과를 가져올 가능성이 적지 않다.

출을 취하면서 거래한다는 점이 크게 다르다.

상품선물과 상품옵션은 기초자산이 상품이라는 것 외에는 우리나라 투자자들에게 익숙한 지수선물, 지수옵션과 크게 다르지 않다. 기초자산에 대한 노출 대신, 상관관계가 높은 선물·옵션에 대한 노출을 통해 기초자산에 대한 노출의 목표가 달성된다. 현물가격, 선물가격 및 콜옵션 가격은 동일 방향으로 움직이며, 풋옵션 가격은 이와는 반대로 움직인다. 또한 이들의 상관관계는 +1 또는 -1에 가까울 정도로 강하다. 따라서 기초자산을 매입·보유하는 것과 선물에 대해서 매수포지션, 콜옵션에 대해서 매수포지션, 풋옵션에 대해서는 매도포지션을 취하는 것은 동일한 노출 효과를 갖는다.⁷⁾

선물 및 옵션계약은 매우 적은 비용으로 투자자 누구나 쉽게 기초자산에 대한 노출을 가능하게 한다. 상품의 현물을 매입하여 보유하면 운반, 저장, 파손 등에 따른 비용이 발생하지만, 상품 선물 및 옵션에서는 그런 비용 문제를 걱정할 필요가 없다. 또한, 소액거래도 가능하며 선물의 경우 거래 명목금액의 5~15%에 해당하는 증거금(margin)만 필요하므로 개인투자자들이 쉽게 거래할 수 있다. 물론, 이에 따른 레버리지 효과는 상당히 크며 이에 상응하는 위험이 수반된다.⁸⁾

7) 물론, 1:1의 관계가 아니라 기초자산에 대해서 동일한 노출 효과를 달성하기 위해 선물계약, 옵션계약의 물량은 적정 수준으로 조절해야 한다.

8) 어떤 투자자가 선물가격 100원에 선물계약을 체결했다고 하자. 개시증거금률이 10%라면, 10원만 선물 계좌에 있으면 된다. 선물가격이 10% 올라서 110원이 되었다고 하자. 그러면 10원이 이 투자자의 계좌로 입금된다. 이 경우 10원의 비용을 들여 10원의 이익을 얻었으므로 100%의 수익률이 발생한다. 선물가격은 10% 올랐지만, 10%의 증거금률로 인해 100%로 불리는 효과가 발생한다. 반대로, 선물가격이 100원에서 95원으로 5% 하락한 경우, 5원이 계좌에서 인출된다. 10원의 비용을 들여 5원의 손실로 -50%의 손실이 실현된다. 이 역시 5%가 -50%로 불려지게 되는 것이다. 이 모두 증거금을 10%만 유지해도 되기 때문에 발생하는 레버리지 효과이다.

선물·옵션 투자의 또 다른 중요한 특징으로는 매도포지션을 취하기 용이하다는 점이다. 주식(또는 주가지수)이나 채권에 대해서 매도포지션을 취하려면 이러한 증권을 발행하거나, 발행할 수 없는 주체는 차입하여 매도해야 한다. 증권대차시장에 누구나 쉽게 접근할 수 있는 것이 아니기 때문에 증권의 가격하락을 노리는 매도포지션을 취하기가 쉽지 않다. 하지만 주식(또는 주가지수)이나 채권을 기초자산으로 하는 선물을 매도하거나, 콜옵션을 매도하거나, 풋옵션을 매수하여 기초자산가격의 하락에 베팅할 수 있다.⁹⁾

현물상품은 증권보다도 매도포지션을 취하기가 더욱 어렵다. 이는 부동산도 마찬가지다. 즉, 빌려서 매도하는 차입공매도를 해야 하는데 상품이나 부동산에 대해서 그러한 거래가 성사되기는 어려우며 역시 운반, 보관, 파손 등의 문제가 발생하고 법적 분쟁의 소지가 상당히 높다. 이 역시 비용이다. 하지만 상품선물 및 상품옵션 투자를 통해 쉽게 기초자산인 상품가격에 대한 숏노출, 즉 상품가격의 하락에 베팅하는 전략이 적은 비용으로 쉽게 가능하다. 이는 상품을 실제로 보유 또는 생산, 판매하거나 미래에 상품을 매입하거나 매도해야 하는 실수요자 및 상품공급자들의 위험관리를 가능케 한다. 물론, 이들은 선도나 스왑 등의 장외파생상품을 이용하기도 한다.

9) 이와 같이 쉽게 숏노출을 취할 수 있게 하는 선물·옵션은 자연스럽게 위험관리에 이용된다. 즉, 위험을 줄이기 위한 헤지 수단으로 선물·옵션이 이용된다. 예를 들어, 기초자산 매입·보유에 따른 손실을 방어하는 방어적 풋(protective put) 전략(풋옵션 매입)이 가능하며, 이 경우 콜옵션을 매도하거나, 선물을 매도하여 손실을 방어할 수도 있다. 기초자산을 매도하고 있는 경우에는 선물매입, 콜옵션 매입, 또는 풋옵션 매도를 통해 손실을 방어할 수 있다. 파생상품 포지션을 적절히 조절하면 포트폴리오 가치가 거의 변화하지 않는 헤지가 가능하다. 물론, 선물·옵션이 반드시 헤지에만 이용되어야 하는 것은 아니다. 노출을 완전히 상쇄할 만큼의 헤지를 할 것인지, 또는 순노출(naked exposure)을 남겨두어 투기(speculation)를 할 것인지는 투자자가 결정해야 한다.

선물·옵션이 거래소에 상장되었다고 해서 자동적으로 거래량이 많아지는 것은 아니다. 위에서 논의한 선물·옵션의 기능이 잘 발휘되기 위해서는 많은 투자자들이 상장된 선물과 옵션을 활발히 거래해야 한다. 즉, 유동성이 풍부해야 하며, 유동성이 없는 금융상품은 존재 가치가 없다. KRX (Korea Exchange)에서는 KOSPI200 선물·옵션의 거래는 세계 최고의 유동성을 자랑할 정도로 활발하다. 반면, KRX내 달러화 선물은 유동성이 상대적으로 작고, 기타 이종통화 선물 및 달러화 옵션은 거의 거래가 되지 않고 있다. 이는 KRX에 상장되어 있는 개별주식 옵션도 마찬가지이다. KRX에 상장된 상품 중 선물상품을 기초로 하는 선물·옵션은 돈육선물과 금선물 뿐이다.

미국 CME의 경우 다양한 선물상품을 기초자산으로 하는 선물과 옵션거래가 매우 활발하다. 또한 CME에서는 통화, 주가지수, 금리, 부동산지수, 날씨, 경제사건 등을 기초자산으로 하는 다양한 선물, 옵션, 선물옵션 등의 거래도 활발하다.

3) 상품선도(forwards) 및 상품스왑(swaps)

선도 및 스왑은 거래소에 상장되는 장내파생상품이 아니라 장외시장에서 거래된다. 즉, 이른바 '욕구의 이중적 일치(double coincidence of wants)'가 이루어진 두 주체 간 미래의 매매 행위에 대한 현재 시점에서의 양자 간 사적 계약이다. 이들은 선물·옵션과 함께 대표적인 파생상품으로 논의되고 결과적으로는 동일한 목적 달성에 이용될 수 있지만, 장내파생상품과는 큰 차이가 있음에 유의해야 한다. 그 주요한 차이는 다음과 같다.

첫째, 선도와 스왑은 두 투자자의 욕구를 서로 충족시키는 합의에 의해 탄생하는 계약으로 맞춤형 계약(custom tailored contract)이 가능하

다. 거래소 선물·옵션은 거래소가 일방적으로 표준화된 형태의 계약을 상장시켜 이것을 거래하게 한다.¹⁰⁾¹¹⁾ 하지만, 선도와 스왑은 장외시장에서 두 양자 간 필요를 충족시키는 사적 계약이다. 따라서 선도와 스왑 계약 양자 중 한쪽 또는 양쪽이 단순히 해당 기초자산에 대해서 단순히 노출을 취하고자 하는 투자자일 수도 있지만, 거의 대부분의 경우 기초자산에 대한 실수요자 또는 공급자이다. 또한, 이들간 신용을 바탕으로 한 도매거래가 주를 이룬다. 따라서 개인투자자의 소매·소액거래는 어렵다. 이는 신용이 약한 개인투자자도 쉽게 적은 비용으로 거래를 할 수 있는 장외파생상품과의 큰 차이이다. 아울러, 선물거래소의 장내 선물·옵션은 순식간에 계약이 체결되는데 반해, 선도 및 스왑 계약은 계약이 성사되는데 상대적으로 긴 시간과 협상이 필요하다.

둘째, 선도 및 스왑 계약은 계약 당사자들만의 이해관계가 맞춤형으로 반영되어 있기 때문에 다른 이들에게는 별로 필요가 없다. 따라서 유동성이 작다. 즉, 선도 및 스왑 계약을 체결하고 이를 다른 이에게 양도하기 어렵다. 양도 받을 자가 있다고 하더라도, 그 양도 가능 여부가 최초 계약에 포함되어야 한다. 양도가 불가능한 경우, 해당 계약으로 인한 노출을 쉽게 조정할 수 없다. 이 경우 계약 상대방과 재협상을 하거나, 다른 주체와 반대 방향의 선도 및 스왑 계약을 새로 체결해야 한다.

셋째, 장외파생상품 계약은 법적 분쟁에 휘말릴 소지가 크다. 최초 계약 시점에서는 양자 간 합의에 의해 계약이 성사되었으나, 시간이 지나면서 한쪽은 (평가)손실을 보기 마련이고, 이 때 손실을 입은 주체가 최초 계약의 불공정성, 부당성을 제기할 수 있고, 이것이 서로 합의가 되지 않으면 법정에서의 대립으로 이어질 수 있다. 이 때 법적 비용은

10) 물론 장외파생상품 중에서도 외환시장에서 선물환 거래와 같이 상당히 표준화된 경우도 있으나, 이 역시도 기본적으로 외환 달러 간 사적 계약이다.

11) CME의 경우 비교적 표준화된 장외파생상품계약의 청산·결제시스템을 제공하기도 한다.

상당히 크다. 물론, 자주 거래가 되는 유형의 선도 및 스왑 계약은 그러한 가능성이 적지만 없지 않은 편이며, 이와 다른 특이한 유형의 파생상품은 그러한 법적 분쟁이 발생할 소지가 큰 편이다. 최근 KIKO 계약에 따른 법정 분쟁이 그러한 사례이다.

넷째, 선도와 스왑은 장외시장에서의 사적 계약이므로 양 주체의 계약에 따른 포지션이 공개적으로 드러나지 않으며, 특별한 법적 규제가 없는 한 드러내야 할 의무도 없다. 하지만 거래소 선물·옵션은 거래 주체의 포지션이 완벽하게 드러나는 것은 아니지만, 상대적으로 거래 상황에 대해서 비밀을 유지하기 어렵다. 따라서 가격 형성에 있어서도 장외시장이 장내시장에 비해 투명성이 매우 낮다. 이러한 정보비대칭(information asymmetry)을 이용하여 장외시장 딜러가 비딜러를 경제적으로 착취할 수도 있다.¹²⁾

4) 상품연계채권(commodity-linked notes)

금융공학의 발달은 다양한 유형의 채권을 탄생시켰다. 그 중 채권의 이표(coupon) 및 원금(principal) 지급액을 특정 지수에 연동시키는 구조화채권(structured note) 기법이 있다. 미국 정부가 발행하는 TIPS는 원금이 소비자물가지수(Consumer Price Index: CPI)에 비례적으로 변화하는 물가연동채권(inflation protected bond)이다. 멕시코 정부는 유가에 의존하는 지급 구조를 가진 채권을 발행하기도 하였다. 이른바 변동금리부채권(floating-rate note)도 이표율을 시중금리에 연동시킨다. 상품연계채권은 채권의 지급 구조가 상품가격에 연동되도록 고안된 구조화채권이다.

상품연계채권은 통상 중장기 채권이지만 단기로 발행되기도 한다. 상

12) 장외시장인 우리나라 외환시장에서 현물환율 및 선물환율 정보가 외환딜러외의 주체에게는 제한적으로 공개된다.

상품연계채권의 만기 시 원금지급액은 상품가격 또는 상품지수의 함수가 된다. 구체적으로는, 통상적 이표 채권(coupon bond)에 동 채권과 만기가 동일한 상품이나 상품지수를 기초로 하는 콜옵션이나 선물을 부가하는 형태이다. 콜옵션을 부가하는 경우 만기에서의 상품가격이나 상품지수가 미리 약정된 행사가보다 높을 경우, 채권의 만기에서의 지급액이 채권 액면가보다 커진다. 선물을 부가하는 경우 만기에서의 상품가격이나 상품지수가 미리 약정된 가격보다 높을 경우, 만기 지급액이 액면가보다 크고, 낮을 경우 만기 지급액이 액면가보다 낮다. 이러한 상품연계채권은 옵션과 선물이 부가되지 않았다면 지급해야 할 이표율보다 낮은 이표율로 이표를 지급하게 된다. 이는 콜옵션을 부가한 경우 콜옵션 가치를 반영한 것이고, 선물을 부가한 경우 동 상품연계채권 발행자의 거래 및 관리 비용을 반영한 것이다.

이러한 상품연계채권의 중요한 특징은 회계적으로 부채증권(debt securities)이라는 것이다. 따라서 발행자의 대차대조표에는 부채로, 투자자의 대차대조표에는 채권 투자로 기록된다. 법적 제한 또는 자체 규정상 변동성이 큰 상품시장에 직접 투자하기 어려운 주체들이 상품시장에 노출을 취하기 위해 부채증권인 상품연계채권을 이용할 수 있다. 상품연계채권의 발행자는 주로 IB이고, 이들은 선물이나 옵션을 매입하여 이익이 있을 경우 이를 채권보유자에게 넘겨주는 구조가 된다. 투자자는 주로 연기금, 보험사, 재단 및 기타 기관투자자들이다. IB 외의 기타 주요 발행자는 상품의 생산 및 판매 기업들이다. 예를 들어, 정유업체는 원유 가격 연계 채권을 발행하여 낮은 이표율의 채권을 통해 자금조달을 하고자 할 수 있다. 앞서 멕시코 정부가 발행한 유가연계채권도 같은 맥락이다.

5) 상품지수(commodity index)

주가지수나 채권지수의 경우 현물 주식이나 현물 채권의 가격을 바탕으로 산출되지만, 주요 상품지수 대부분은 상품선물가격을 바탕으로 산출된다. 선물가격을 지수로 집계하는데 있어 통상적인 현물가격 지수와 개념적, 기술적으로 큰 차이가 있음에 유의해야 한다.

선물가격은 현물가격과 달리 현재로서는 존재하지 않는 미래 시점에서의 기초자산가격(즉, 미래시점에서의 현물가격)이다. 이는 선물이라는 계약의 가치가 아니다. 선물계약의 계약 시점 가치는 0이다. 선도 가격도 마찬가지다. 이와는 달리, 옵션 가격은 옵션이라는 증권의 가치를 가리킨다. 현물가격 역시 현물 증권의 가격을 의미한다. 하지만 선물가격, 선도가격은 해당 증권의 가치가 아니라 현재 평가한 미래시점에서의 기초자산의 (현물) 가격이며, 계약서의 현재가치는 0이다. 따라서 선물, 선도를 사고파는데 있어 현금이 오가지 않는다.

옵션의 경우, 옵션 가격에 상응하는 현금을 옵션 매입자는 옵션 매도자에게 지불한다. 현물 거래에서도 당연히 그렇다. 이러한 경우, 해당 증권에 대한 투자수익률 계산은 아주 명백하다. P_0 의 가격에 사서 P_1 의 가격에 팔거나 만기에 그 가격으로 확정되었으면, 그 수익률은 $\frac{P_1 - P_0}{P_0}$ 이다. 반면, 선도계약은 0의 비용으로 사서 만기에 양(+)이나 음(-)의 가격을 지니게 된다. 선도계약은 특별한 협의가 없는 한 만기 이전에 양도할 수 없다. 이 경우 수익률 계산은 모호하다.¹³⁾

13) 선도계약은 장외거래로 장외시장 딜러간 신용거래를 가정한 경우를 논의한 것이다. 하지만 신용이 약한 개인이나 중소기업에게는 선도계약 시 담보가 요구될 수 있다. 100% 담보가 요구되는 경우, 선도계약을 선도가격 f 에 매입한 이는 f 에 상응하는 가치의 담보를 쌓아야 한다. 이 경우 만기에서 기초자산가격이 S 라면 선도계약 매입자의 수익률은 $\frac{S-f}{f}$ 이다. 선물

선물계약은 상당히 다르다. 기본적으로 계약시점에서 선물계약의 가치는 0이지만, 거래소가 중간에서 결제이행을 확실히 하기 위해 계약금액의 일부에 해당하는 증거금을 요구한다. 이는 선물계약을 취하는데 있어 들어가는 비용으로 작용한다.¹⁴⁾ 거래소는 매 거래일마다 일일정산(mark to market)을 행하는데, 마치 가상적인 미래의 자산으로서 선물이라는 자산이 있고(미래 자산이므로 현재 실재하는 자산이 아님), 이를 사고팔았다는 관점에서 일일정산을 하게 된다. 따라서 선물을 선물가격 100원에 매입한 투자자는 선물가격이 105원이 되면 매도자로부터 5원을 받는다. 100원짜리 선물의 가치는 0이므로 초기투자금액은 0이 되어야 하나, 거래소가 증거금을 요구하기에 증거금률이 10%라면 10원의 투자금액이 소요된다. 결국, 10원을 투자해서 5원의 이득을 거두었으므로 50%의 수익률을 거둔 셈이다.

이와 같이, 선물에서는 레버리지 효과가 발생하게 된다. 일일정산은 선물이라는 가상적 자산을 사고 판 것처럼 이루어지지만, 계약에 요구되는 비용은 선물가격이 아니라 위의 예처럼 그 액면 가격의 1/10이다. 나머지 9/10은 사실상 레버리지인 셈이다. 따라서 증거금률이 c 이고 선물가격의 증감률이 r 인 경우, 선물 투자수익률은 r/c 가 되어 실제 선물가격 증감률보다 크게 부풀려지게 된다.¹⁵⁾ 이를 선물의 레버리지 효과라 한다. 따라서 선물의 액면가인 선물가격을 종합한 지수를 산출하는데 있어 이러한 레버리지 효과를 어떻게 처리해야 하는가의 문제가 발생한다.

계약에서는 증거금이 선도 거래상의 담보와 유사한 역할을 하지만, 그 요구 주체나 기능은 서로 다르다.

14) 현물과 옵션의 경우 계약 비용은 해당 증권의 가치가 된다.

15) 예를 들어, $c=10\%$, $r=10\%$ 인 경우 선물 투자수익률은 $100\%(=0.1/0.1)$ 가 된다. 통상적 의미의 레버리지 효과도 이와 크게 다르지 않다. 자기자본 100원, 부채 100원으로 200원짜리 자산을 매입하여 그 자산이 10% 상승하여 220원이 되었다고 하자. 이 경우 투자수익률은 $20\%(=20/100)$ 가 된다. 부채의 자본비용은 0을 가정하였다. ROA와 ROE의 관계를 상기하라.

만일, 이러한 레버리지 효과를 그대로 지수에 반영한다면 지수는 선물가격의 변화를 포착하는 것이 아니라 선물 투자 누적수익률을 따르게 될 것이다. 전자보다는 후자가 변동성이 훨씬 크다. 현물의 경우 이러한 괴리가 발생하지 않는다. 따라서 상품선물가격을 종합한 상품지수에서는 전자를 택하는 경우도 있고, 후자를 택하는 경우도 있다. 전자를 택한 상품지수를 Commodity Futures Index라 한다. 후자를 택한 지수를 Managed Futures Index라 한다. 비교적 많이 알려진 골드만 삭스 상품지수(Goldman Sachs Commodity Index: GSCI), 다우존스-AIG 상품지수(Dow Jones-AIG Commodity Index: DJ-AIGCI)가 전자에 속하며, 잘 알려지진 않았지만 Barclays Managed Futures Index가 후자에 속한다. 통상 상품지수라 하면 전자를 의미한다.

상품지수 산출시 레버리지 효과를 제거하기 위해 선물가격의 액면가를 T-bill로 백업한다.¹⁶⁾ 100원을 갖고 있다면, 100원으로 1,000원 어치의 선물을 사는 것이 아니라, 100원으로 T-bill을 사서 그것을 증거금으로 맡기고 100원어치의 선물을 사는 것이다. 이 같은 구조의 상품선물 투자의 누적수익률을 추적하는 것이 상품지수이다. 따라서 상품지수 증감률은 선물가격 증감률과 T-bill 금리를 합쳐서 반영한다.¹⁷⁾

상품지수는 선물가격 지수이기 때문에 또 다른 차원의 중요한 기술적인 문제가 발생한다. 선물은 모두 만기가 다르기 때문이다. 따라서 최근월물을 기준으로 상품지수를 산출하며, 최근월물 만기가 가까워지는 시기가 오면 차근월물로 롤오버한다. 이 과정에서 이른바 롤 손익(roll

16) 이를 T-bill로 fully support, fully collateralize 한다고 표현한다.

17) 예를 들어, 100원짜리 T-bill로 백업된 100원어치 선물을 매입한 경우(선물 증거금률은 0 가정)를 고려해 보자. T-bill 금리가 3%, 선물이 10% 상승하여 110원이 되었다고 하자. 이 경우 투자수익률은 13%(=(110+103-100)/100)가 되고, 상품지수는 13% 상승하게 된다. 여기서, 투자 기간 동안 선물의 롤오버는 없다고 가정하였다. 상품지수에 있어 롤오버에 따른 손익은 이후 논의한다.

yield)이 발생한다. 최근월물 가격이 차근월물 가격보다 비싸면 비싸게 팔아서 싸게 사니 양(+)의 롤오버 이득이 발생하고, 그 반대는 음(-)의 롤오버 손실이 발생한다.¹⁸⁾

결과적으로, 상품지수는 선물가격 증감률, T-bill 수익률, 롤오버 손익률을 모두 반영하여 이들을 합친 것이 상품지수 증감률이 된다. 이러한 상품지수를 total return commodity index라 한다. 때로는 T-bill 수익률을 고려하지 않은 상품지수를 사용하기도 하는데, 이를 excess return commodity index라 한다.

이상의 특성을 반영하는 상품지수를 long-only unleveraged index로 표현하기도 한다. 이러한 상품지수는 T-bill로 100% 백업되는 선물의 수동적인 매입·보유 전략(passive long-only futures strategy fully collateralized by T-bill)에 대한 벤치마크가 된다. 하지만 선물은 현물과 달리 매도포지션을 취하기가 쉽다. 현물의 경우 차입하여 매도를 해야 하지만, 선물은 매도계약을 통해 매도포지션을 취할 수 있다. 이러한 원활한 선물포지션의 변경을 반영하는 선물지수가 Mount Lucas Management Index(MLMI)이다.

MLMI는 현재 선물가격을 과거 12개월 간 선물가격의 이동평균과 비교하여 크면 선물에 롱을 취하고, 작으면 선물에 숏을 취하는 전략의 누적수익률을 추적하는 지수이다. 12개월 이동평균이라는 단순하고 기계적인 기준에 의해 롱과 숏을 오가는 전략을 나타낸다. 이는 이후에 설명할 적극적 선물전략(active strategy)로서의 Managed Futures 전략과는 다르며, 기계적으로 롱과 숏을 취하는 수동적 전략이라고 할 수 있다. MLMI는 Managed Futures Index의 벤치마크가 된다. MLMI는 상품(원유, 난방유, 천연가스, 구리, 금, 설탕 등) 선물뿐만 아니라 통화(호주 달러, 영

18) 시장의 백워드이션(backwardation) 상태에서는 전자의 상황이, 콘탱고(contango) 상태에서는 후자의 상황이 발생한다.

국 파운드, 스위스 프랑 등) 선물, 국제 채권(캐나다 정부채, 유로 채권, T-notes 등) 선물도 포함한 선물 투자 전략을 나타낸다.

나. 국내의 현황

1) 해외 현황

가) 거래 현황

주식시장의 핵심 인프라가 장내 주식거래소이듯, 상품시장의 핵심 인프라는 상품선물거래소이다.¹⁹⁾ 미국에서는 상품거래소 및 선물거래소를 아우르는 선물산업을 연방기관인 미국상품선물거래위원회(Commodity Futures Trading Commissions: CFTC)가 감독·관할하고 있으며, 그 설립 근거는 상품거래법(Commodity Exchange Act: CEA)이다. CFTC의 전신은 Commodity Exchange Authority이다.

상품거래소에서는 단지 현물상품만 거래되는 것이 아니라, 상품을 기초자산으로 하는 파생상품이 거래되며, 사실 현물보다는 파생상품의 거래규모가 훨씬 크다. 현물은 주로 해당 상품에 대한 실수요자간 거래가 주를 이루겠지만, 파생상품은 상품가격에 노출을 취하고자하는 다양한 목적을 가진 투자자들이 거래를 하기 때문이다. 한편, 최근 M&A를 통해 세계 최대 상품선물거래소가 된 CME 그룹의 선물거래소들(CME, CBOT, Nymex)에서는 상품은 물론 주식이나 해외 통화, 나아가 부동산 지수, 기후, 환경, CDS 지수, 거시지표 등을 기초자산으로 하는 파생상품도 거래되고 있다. 다음의 <표 II-2>는 세계의 주요 상품선물거래소를

19) 흔히 이를 상품거래소(commodity exchange), 선물거래소(futures exchange)라고 한다. 하지만 본 고에서는 혼동의 여지를 없애기 위해 상품선물거래소로 부르도록 한다.

나타내고 있다.

<표 II-2> 세계 주요 상품선물거래소

거래소명	국가	거래 상품 종류
Africa Mercantile Exchange	케냐	Agriculturals, equities and energy products
APX-ENDEX	네덜란드	Energy
Australian Securities Exchange	호주	Agriculturals, Electricity, Thermal Coal & Natural Gas
Bhatinda Om & Oil Exchange Ltd.	인도	Agriculturals
Brazilian Mercantile and Futures Exchange	브라질	Agriculturals, Biofuels, Precious Metals
Bursa Malaysia	말레이시아	Biofuels
Cambodian Mercantile Exchange	캄보디아	Energy, Industrial Metals, Rubber, Precious Metals, Agricultural
Central Japan Commodity Exchange	일본	Energy, Industrial Metals, Rubber
Chicago Board of Trade (CME Group)	미국	Grains, Ethanol, Treasuries, Equity Index, Metals
Chicago Climate Exchange	미국	Emissions
Chicago Mercantile Exchange (CME Group)	미국	Meats, Currencies, Eurodollars, Equity Index
Climex	네덜란드	Emissions
Commodities & Metal Exchange Nepal Ltd.	네팔	Gold, Silver
Commodity Exchange Bratislava, JSC	슬로바키아	Emissions, Agricultural
Dalian Commodity Exchange	중국	Agriculturals, Plastics, Energy, Industrial Metals, Bullions
Dubai Gold & Commodities Exchange	UAE	Precious Metals
Dubai Mercantile Exchange	UAE	Energy
Energy Exchange Austria	오스트리아	Electricity, Emission Allowances
Ethiopia Commodity Exchange	이디오피아	Agriculturals
European Climate Exchange(ECX)	영국	Emissions
European Energy Exchange(EEX)	독일	Energy, Emissions

<표 II-2> 세계 주요 상품선물거래소(계속)

거래소명	국가	거래 상품 종류
European Exchange(Eurex)	독일, 스위스	Inflation Index, Commodity Index, Agriculture, Gold, Silver, CO ₂ , Power, Property, Weather
HedgeStreet Exchange	미국	Energy, Industrial Metals
Hong Kong Mercantile Exchange	홍콩	Gold
Indian Commodity Exchange Limited	인도	Energy, Precious Metals, Base Metals, Agriculturals
Integrated Nano-Science Commodity Exchange	영국	Engineered Nanomaterials
Intercontinental Exchange	미국	Energy, Emissions, Agriculturals, Biofuels
Iranian oil bourse	이란	Oil, Gas, Petrochemicals
Kansai Commodities Exchange	일본	Agriculturals
Kansas City Board of Trade	미국	Agriculturals
London Metal Exchange	영국	Industrial Metals, Plastics
Memphis Cotton Exchange	미국	Agriculturals
Mercado a Termino de Buenos Aires	아르헨티나	Agriculturals
Mercantile Exchange Nepal Limited	네팔	Agriculturals, Bullion, Base Metals, Energy
Minneapolis Grain Exchange	미국	Agriculturals
Multi Commodity Exchange	인도	Precious Metals, Metals, Energy, Agricultural Products
National Commodity and Derivatives Exchange	인도	All
National Commodity Exchange Limited	파키스탄	Precious Metals, Agriculturals
National Multi-Commodity Exchange of India Ltd	인도	Precious Metals, Metals, Agriculturals
Nepal Derivative Exchange Limited	네팔	Agriculturals, Precious Metals, Base Metals, Energy
Nepal Spot Exchange Limited	네팔	Agriculturals, Bullion
New York Mercantile Exchange (CME Group)	미국	Energy, Precious Metals, Industrial Metals

<표 II-2> 세계 주요 상품선물거래소(계속)

거래소명	국가	거래 상품 종류
NYSE Liffe	미국, 유럽	Agriculturals
Risk Management Exchange	독일	Agriculturals
Shanghai Futures Exchange	중국	Industrial Metals, Fuel Oil, Rubber
Singapore Commodity Exchange	싱가폴	Agricultural, Rubber
Singapore Mercantile Exchange	싱가폴	Precious Metals, Agriculturals, Energy, Currencies, Commodity Indices
Tokyo Commodity Exchange	일본	Energy, Precious Metals, Industrial Metals, Agriculturals
Tokyo Grain Exchange	일본	Agriculturals
U.S. Futures Exchange	미국	Energy
Zhengzhou Commodity Exchange	중국	Agriculturals

아래 <표 II-3>은 세계거래소연맹(World Federation of Exchanges: WFE)에 소속된 전세계 상품선물거래소의 2009년 상품 파생상품 거래 현황을 나타내고 있다. 상품선물에서는 거래대금 측면에서 런던금속거래소(London Metal Exchange)가 최상위, 그 다음이 CME 그룹이다. 한편, 상품옵션에서는 CME 그룹이 최상위를 기록하고 있다. 하지만 모든 장내파생상품 거래규모를 합칠 경우 단연코 CME 그룹이 최고 거래규모를 자랑한다.

우리나라 KRX의 경우, 주가지수 옵션 및 선물의 거래규모에 있어 세계 최상위를 차지한다(2009년 각각 1위, 3위). 하지만 통화나 상품에 대한 파생상품 거래는 매우 적은 편이다. <표 II-3>에서 보듯, KRX는 상품선물에서는 하위권을 차지하고 있으며, 상품옵션은 아직 상장이 되어 있지 않다.

**<표 II-3> 세계거래소연맹(WFE) 소속 상품선물거래소의
2009년 거래 현황**

Panel A. 상품선물거래

	거래 계약수	거래대금 (달러)	미결제 계약수	거래수
Dalian Commodity Exchange	833,564,522	5,511	3,568,974	-
Shanghai Futures Exchange	434,864,068	-	-	-
CME Group	431,067,053	4,668,720	2,830,503	421,229,655
Zhengzhou Commodity Exchange	227,112,500	1,399,095	1,097,484	-
ICE Futures Europe	164,773,366	-	-	-
Multi Commodity Exchange of India	146,367,217	-	-	-
London Metal Exchange	106,463,839	7,022,927	2,010,512	-
ICE Futures U.S.	38,959,981	-	-	-
Mercado a Término de Buenos Aires	14,283,700	-	-	-
NYSE Liffe (European markets)	10,600,717	202,905	532,589	2,475,283
Tokyo Grain Exchange	4,829,183	-	-	-
Bursa Malaysia	4,008,882	63,560	76,366	-
ICE Futures Canada	3,483,271	-	-	-
TAIFEX	3,343,043	38,401	1,898	174,553
BM&FBOVESPA	1,885,552	22,937	58,805	344,224
Central Japan Commodity Exchange	1,773,603	-	-	-
Johannesburg SE	1,641,842	27,687	674,537	-
Thailand Futures Exchange	311,591	7,708	5,681	171,447
Australian Securities Exchange	194,669	8,765	53,349	18,173
Turkish Derivatives Exchange	113,022	363	234,657	-
Budapest SE	47,653	54	610	3 081
Eurex	17,761	453	-	6,975
Korea Exchange	15,434	101	65	7,602
Hong Kong Exchanges	6,773	752	119	1,879

**<표 II-3> 세계거래소연맹(WFE) 소속 상품선물거래소의
2009년 거래 현황(계속)**

Panel B. 상품옵션거래

	거래 계약수	거래대금 (달러)	미결제 계약수	거래수
CME Group	63,091,236	936,600	1,879,331	10,677,221
ICE Futures U.S.	11,088,811	-	-	-
TAIFEX	5,821,638	34,096	2,664	105,650
London Metal Exchange	5,466,989	384,389	832,112	-
Mercado a Término de Buenos Aires	3,802,800	-	-	-
NYSE Liffe (European markets)	1,540,313	1,416	361,947	16,592
ICE Futures Europe	952,122	-	-	-
BM&FBOVESPA	451,773	177	62,109	3,201
JohannesburgSE	266,738	291	489,308	-
ICE Futures Canada	86,075	-	-	-
Eurex	13,287	1,121	-	1,043
Australian Securities Exchange	10,303	3,288	3,675	529
Budapest SE	540	1	0	8

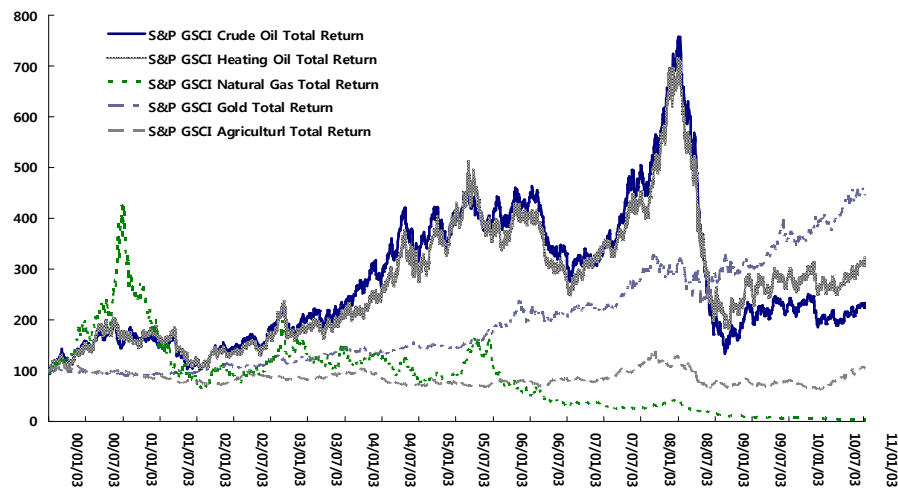
자료: WFE 홈페이지(<http://www.world-exchnages.org>)

나) 에너지 파생상품시장에 대한 규제 강화 움직임

앞서 <그림 II-1>에서 글로벌 금융위기의 시기 주식시장에 비해 상품시장의 변동성이 매우 크게 확대되었던 것을 볼 수 있다. 이러한 현상의 주원인으로 원유를 포함한 에너지 상품에 대한 투기거래가 지목되어 왔다. 아래 <그림 II-2>는 각종 S&P GSCI 지수 중 원유, 난방유, 금, 농산물 지수를 나타내고 있다. 그림에서 알 수 있듯이, 상품시장의 변동성을 확대시킨 것은 무엇보다도 원유와 난방유 등 에너지 부문이다. 당시 투자은행이나 헤지펀드가 미국 서브프라임 사태, 글로벌 신용위기로 인한 대규모 손실을 만회하기 위하여 상품시장에서 인위적으로 상품 가격

을 끌어올리는 투기적 거래를 한 것으로 추측되기도 한다. 그러나 이에 대한 명확한 근거는 없다.

<그림 II-2> 각종 S&P GSCI 지수의 추이



주 : 1) 세 지수 모두 미국 달러화 표시 지수이다.
 2) 2000년 1월 1일부터 2011년 1월 12일까지의 일별 추이이며, 세 지수 공히 2000년 1월 1일을 100으로 정규화하였다.

자료: Datastream

그럼에도 불구하고, 당시 그렇게까지 에너지 가격이 상승해야 할 이유 역시 찾기 어렵다. <그림 II-2>에서 보듯, 2009년 들어 에너지 가격이 거의 수직으로 폭락한 것을 보면, 그 이전 달러화 약세와 같은 기대가 형성되었다고 볼 수도 없다. 또한 당시 금융위기로 인한 실물경제의 위축까지도 충분히 예상되는 상황에서 에너지에 대한 수요 상승의 기대감이 있었다고 보기도 어렵다. 당시 급작스럽게 전세계적으로 에너지 수요가 급증한 것도 아니다. 이와는 달리, 글로벌 금융위기가 고조되어감에 따라 안전자산 선호현상으로 금 가격이 상승하고, 금융위기의 여파가

완전히 가지지 않은 여태까지도 금 가격이 꾸준한 강세를 보이는 것은 매우 자연스런 현상으로 볼 수 있다.

현재 우리나라를 포함한 에너지 다소비국 정부 및 금융감독당국의 진단은 당시 에너지 상품 시장에서 투기세력이 위협을 무릅쓰고 에너지 가격을 끌어올려 투기적 이익을 추구한 것으로 모아지는 듯하다. 이러한 인식은 최근 발표된 서울 G20 정상회의 합의문(THE SEOUL SUMMIT DOCUMENT)에서도 찾아볼 수 있다.²⁰⁾ 동 합의문에서는 세계경제성장

20) THE SEOUL SUMMIT DOCUMENT의 Fossil Fuel Price Volatility의 3가지 항목은 다음과 같다:

61. We recognize the importance of a well-functioning and transparent market in oil for world economic growth. We strongly support the Joint Oil Data Initiative (JODI) and ask the IEF, IEA and OPEC for a report suggesting specific steps in order to improve the quality, timeliness and reliability of the JODI Database. The report should include a proposed timeframe and implementation strategy, which will explore the ways to improve data availability on oil production, consumption, refining and stock levels, as appropriate. An intermediate report should be submitted to the February 2011 Finance Ministers' meeting, with the final report submitted to the April 2011 Finance Ministers' meeting. We also request the IEF, IEA, OPEC and IOSCO to produce a joint report, by the April 2011 Finance Ministers' meeting, on how the oil spot market prices are assessed by oil price reporting agencies and how this affects the transparency and functioning of oil markets.
62. We support the establishment of the IEF charter to strengthen the producer-consumer dialogue, and welcome the IEF plan, developed in cooperation with the IEA and OPEC, to hold an annual symposium with major relevant institutions on energy market outlooks. We call on the IEF, IEA and OPEC to produce a joint report and common communique, highlighting their respective outlooks and their short, medium and long-term forecasts for oil market supply and demand. We welcome their ongoing work on the linkages between oil physical and financial markets.
63. Welcoming the June and November 2010 IOSCO reports, we ask IOSCO to further monitor developments in the oil OTC markets and report to the FSB for consideration of next steps, for improved regulation and enhanced transparency of the oil financial market in April 2011 by Finance Ministers and other relevant Ministers, informed by the work of the Energy Experts Group. We ask the Energy Experts Group to extend its work on volatility to other fossil fuels as a second step.

을 위해 잘 기능하고 투명한 석유시장의 중요성 및 이를 달성하기 위한 IOSCO(International Organization of Securities Commissions)를 포함한 국제기구들의 협력과 노력, 규제 방안 마련을 위한 연구를 제안하고 있다. 한편, 이러한 국제석유시장의 투명성 및 안정성 제고를 위한 국제 공조에 관한 논의는 2009년 9월에 개최된 피츠버그 G20 정상회의에서도 다루어진 바 있다.

특히, 서울 G20 합의문에서는 IOSCO 보고서에 대한 환영과 지지를 밝혔으며, IOSCO의 지속적인 노력과 보고서 발간을 요청하고 있다. IOSCO는 이미 2008년경부터 원유 파생상품시장 투명성 및 안정성 제고를 위한 국제 공조에 기반을 둔 정책 대안의 아젠다를 지속적으로 연구하고 발표하고 있다. 2008년에는 미국 대통령 선거를 앞두고 민주당과 공화당이 상품 선물시장 규제를 놓고 첨예하게 대립하기도 하였다.

현재, 상품 시장 규제에 관한 구체적 규제 대안을 마련하고, 추진해 나가는 국가는 미국이다. 2010년 발효된 소위 '도드-프랭크법(Wall Street Reform and Consumer Protection Act)'은 장내외 파생상품시장에 광범위한 규제 체계를 담고 있다. 이 중 장외 파생상품시장에 대한 SEC와 CFTC의 규제 권한 강화, 대형 헤지펀드의 등록, 대형은행의 원자재 파생상품시장에 직접적 거래 금지 등은 상품 시장에 관한 것이다. 또한, 도드-프랭크법은 CFTC에 대하여 스왑시장 및 스왑달러에 대한 강력하고도 광범위한 규제 권한을 부여하고 있다.

이를 반영하여, CFTC는 현재 도드-프랭크법을 구현하기 위한 수단을 마련하기 위해 의견수렴 과정에 있으며, 이미 2009-2010년 규제면제거래소(이른바 ECM, Exempt Commercial Market), 장외파생상품시장에 대한 규제를 강화하였고, 장내외 파생상품시장에서 원유, 휘발유, 천연가스 파생상품에 대한 개별 거래주체의 포지션 한도를 제한하는 규제를 제안하기도 하였다.²¹⁾

하지만, 미국 정부 중심의 상품 시장 규제 의 앞날이 순탄해 보이지는 않는다. 미국 공화당 의원 대부분은 도드-프랭크법을 반대하였다. 또한, 원유 시장 포지션 한도 규제는 이미 2008년 민주당이 제안하였으나, 공화당이 강력히 반대하였다. 영국 FSA도 미국 CFTC와는 상품 시장 규제에 관한 견해를 달리하고 있다.

기본적으로 파생상품에 대한 투기거래가 과연 인위적인 시장조작(manipulation)인지 미래에 대한 예측과 기대의 반영인지 정확히 구별할 길은 없다. 2007-2008년 에너지 시장의 변동성 증폭도 인위적 투기거래가 원인이라는 심증만 있을 뿐 물증은 없다. 파생상품시장에서 현물에 대한 실수요자는 주로 헤지거래를 할 것이다. 아울러 현물가격 변화에 따른 손실 또는 비용 증대의 가능성에 노출된 주체, 즉 실수요자(상품의 경우 주로 기업)가 아니더라도 현물가격 변화에 노출을 취하고자 하는 주체(투기적 목적의 거래자)는 얼마든지 존재한다. 이들은 파생상품시장에 참여하여 미래에 대한 예측과 기대, 유동성 공급, 현물과 선물 가격 발견 등을 가능케 하는 중요한 원동력으로 작동한다.

현물상품 자체는 실수요자가 아니라면 이를 실제로 거래하기는 불가능하므로, 상품을 기초자산으로 하는 파생상품시장의 존재는 실수요자가 아닌 누구에게나 중요하다. 또한 실수요자 외의 주체는 파생상품시장에서 헤지거래보다는 현물 포지션과는 무관하게 투기거래를 하게 된다.²²⁾

따라서 미국 정부의 상품 시장에 대한 규제 의지 및 규제 체계를 강

- 21) 이러한 논의에 대한 자세한 사항은 김기정·김예진(2009), 박철호(2010), 윤지아(2010)를 참조하라.
- 22) 이 때 투기거래는 현물 포지션이 없다는 의미에서 투기거래이다. 하지만, 현물 포지션이 없는데 따른 위험을 헤지하기 위해 투기포지션을 취할 수도 있다. 또한 현물 포지션과는 무관하게 단순히 파생상품 가격 변화의 방향에 베팅하는 투기거래가 있을 수도 있다. 하지만, 이는 미래 가격을 반영하는 행위일 뿐 인위적인 가격 조작을 통한 투기거래와는 또 다른 개념이다.

력히 반대하는 투자은행, 상업은행, 헤지펀드, 상품선물거래소 또는 야당인 공화당의 주장을 충분하고도 신중하게 고려해야 할 필요가 있다. 이들은 무엇보다도 파생상품에 대한 포지션 한도 제한에 대하여 강하게 반발하고 있다. 이들 주장의 근거는 그러한 규제가 유동성을 감소시키고, 각 국가 간 규제 차익을 유발하며, 오히려 변동성을 심화한다는 것이다. 심지어, 상품시장의 실수요자인 제조업 기업도 상품 시장에 대한 규제 강화를 반대하고 있으며, 영국 FSA도 견해를 달리하여 상품 시장에 대한 국제 공조도 어렵다.

한편, 상품선물거래소 및 상품시장이 매우 취약한 우리나라의 경우 이상의 상품 시장 규제 움직임에 관한 논의는 현재로서는 상당히 먼 거리감이 있다. 물론, 해외 상품시장, 해외 상품선물거래소에서 거래하는 국내 기업이나 투자자에게는 중요한 이슈일 수 있다. 또한, 상품시장이 아닌 일반적 의미의 파생상품시장 및 장외파생상품시장에 관한 규제 및 국제 공조에 관한 논의와 실행은 국내 파생상품시장에 크게 영향을 미칠 수 있다.

2) 국내 현황

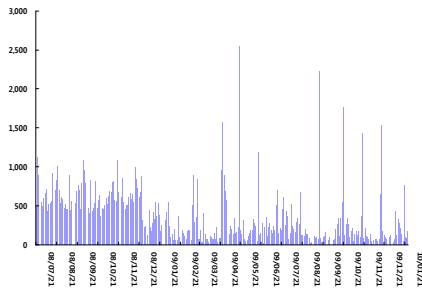
가) 국내 상품선물거래소

우리나라에서 상품투자 및 관련 산업이 발전하기에는 중대한 한계가 존재한다. 실물상품 및 이를 기초자산으로 하는 파생상품이 풍부한 유동성으로 거래되는 상품선물거래소가 없기 때문이다. 이는 우리나라가 원자재 생산 국가가 아닌 탓도 있다. 원자재의 국제적 거래는 국내에서 이루어지지 않는다. 실물 원자재의 현물 시장이 없으니 선물·옵션 시장이 존재하기 어렵다. 그나마 국내 수요에 따른 돈육과 금을 바탕으로 KRX에 돈육선물과 금선물이 상장되어 있으나, 돈육선물은 상장 이후 일평균

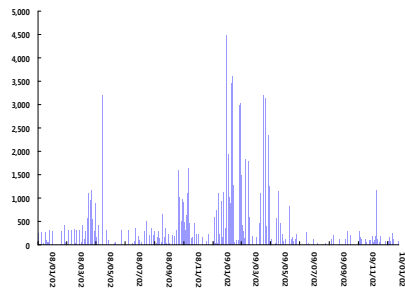
거래량이 약 3억 3,000만원, 금선물은 2008년 이후 일평균 거래량이 약 2억 1,000만원에 불과하며, 이마저도 거래가 전혀 없는 거래일도 적지 않다.²³⁾ 돈육선물은 아래 그림에서 보듯, 상장 초기에는 상당히 활발하게 거래가 된 편이나, 시간이 지날수록 거래규모가 크게 줄어들고 있다. 따라서 국내 KRX 선물시장에서 상품선물을 대상으로 거래하기는 어려운 환경이다.

<그림 II-3> KRX 실물상품선물의 거래규모 추이

(a) 돈육선물



(b) 금선물

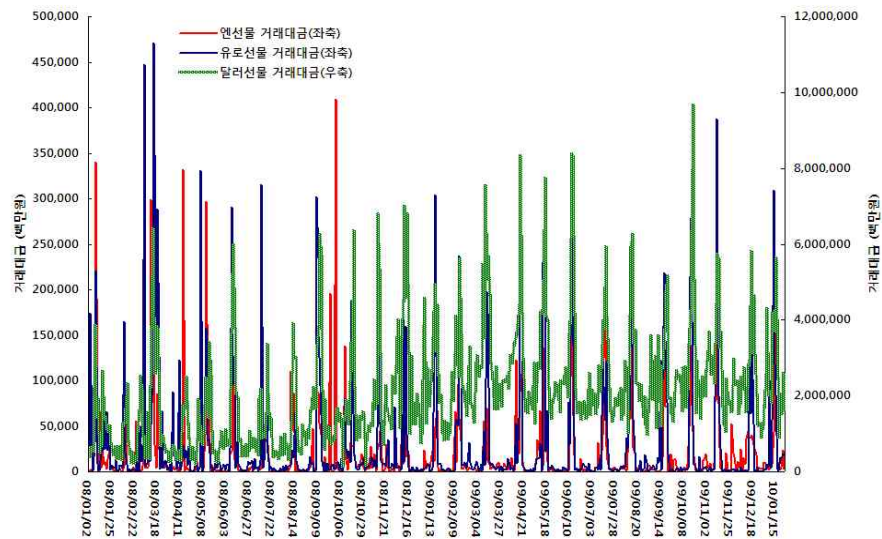


미국 시장에서 선물거래 전문가인 CPO나 CTA는 상품선물만 거래하는 것은 아니다. 이들은 유동성이 풍부하다면 농산물, 금융상품, 광물, 통화를 기초자산으로 하는 다양한 선물, 선도, 옵션에 투자한다. 이에 우리나라 통화선물시장을 살펴볼 필요가 있다. KRX에는 엔, 유로, 달러를 기초자산으로 하는 선물과 달러를 기초자산으로 하는 옵션이 상장되어 있다. 하지만 달러옵션은 현재 거래가 몇 년째 이루어지지 않고 있다. 2008년 이후 일평균거래량으로 엔선물은 약 200억원, 유로선물은 약 300

23) 2008년 이후 2010년 1월 25일까지 567거래일 중 거래량이 전혀 없었던 거래일 수가 무려 290일에 이른다.

억원 정도이다. 다만, 달러선물의 일평균거래량이 2조원에 이르며 꾸준히 거래규모가 커져가고 있다. 동 시기 현물환, 선물환(사실상 선도환)이 주로 거래되는 외환시장의 일평균 달러화 현물 거래규모인 8조원에 비하면 작은 편이지만, 발전 가능성은 충분하다고 판단된다.²⁴⁾

<그림 II-4> 엔선물, 유로선물, 달러선물 일일 거래대금 추이



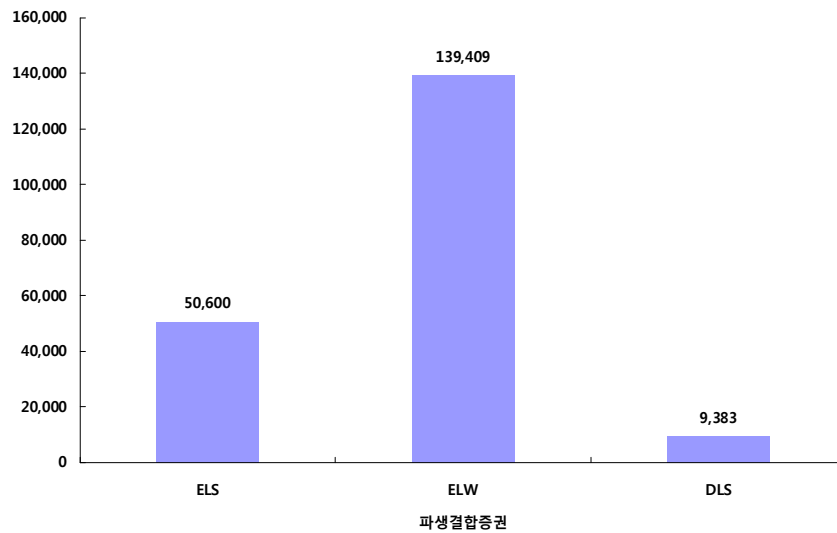
나) 국내 상품연계채권

국내에서 상품연계채권은 자본시장법상 파생결합증권으로 발행 가능하다. 보통 파생결합증권으로는 추가연계증권((Equity Linked Securities: ELS), 주식워런트증권(Equity-Linked Warrant: ELW)이 잘 알려져 있고, 이들이 거의 우리나라 파생결합증권의 대부분을 차지한다. 최근에는

24) 세계 최고의 거래규모를 자랑하는 KRX KOSPI200 선물의 일평균 거래량은 약 28조원이다. 반면, KOSPI200 현물의 일평균 거래량은 약 4.5조원이다.

DLS (Derivatives Linked Securities)로 불리우는 주가가 아닌 다른 가격이나 지표를 기초자산으로 하는 파생결합증권의 발행이 증가하는 추세에 있다. DLS의 기초자산으로서 자본시장법은 통화, 일반상품, 신용위험 등을 폭넓게 허용하고 있다. 따라서 흔히 신종채권, 구조화채권으로 알려진 금리연계채권, 신용연계채권, 주식연계채권, 통화연계채권뿐만 아니라 상품연계채권, 즉 채권 지급액이 상품가격의 함수인 채권도 개발 및 발행이 가능하다.

<그림 II-5> 2010년 1분기 파생결합증권 발행 규모



자료: 한국예탁결제원 보도자료(2010.4.13.)

위의 <그림 II-5>는 2010년 1분기 파생결합증권 발행 규모를 나타내고 있다. 해마다 파생결합증권의 발행 규모는 증가하는 추세이다. 하지만 그림에서 보듯, 국내에서 발행된 파생결합증권 중 ELW 및 ELS가 거

의 대부분을 차지하며 상품연계채권이 포함되는 DLS의 발행 규모는 아직은 미미하다. DLS는 금리연계채권, 신용연계채권, 통화연계채권 등까지도 포함하는 것이므로, 상품연계채권이 전체 파생결합증권에서 차지하는 비중은 더욱 미미하다.²⁵⁾ 최근 등장한 상품연계채권의 기초자산은 설탕, 백금, 금, 원유, 천연가스 등이며 주로 사모로 판매된다.

상품연계채권은 통상적인 채권에 상품을 기초자산으로 하는 선물이나 옵션이 합해진 형태이다. 따라서 실제로 이러한 형태의 채권을 기업이 발행할 수도 있고, IB가 구조화 기법을 통해 각종 증권을 이용하여 이러한 채권을 만들어 낼 수도 있다. 발행주체가 누구이던 간에 상품연계채권은 상품시장에 투자하고 싶으나, 그 위험성 또는 접근성 제약으로 인해 접근하지 못하는 주체들에게 유용한 대안이 된다. 이러한 투자자는 법적으로 안정된 자금 운용을 해야 하는 연기금일 수도 있고, 일반 개인 투자자일 수도 있다.

한편, 기업 입장에서는 실물상품 관련 사업(원자재 개발, 정제, 가공, 판매 등)을 영위할 경우, 상품연계채권 발행을 통해 낮은 비용으로 자금조달을 할 수 있고, 향후 기업의 성과가 좋을 경우 이를 상품연계채권 투자자와 성과를 공유할 수 있다. 하지만 우리나라에서 상품연계채권을 발행한 기업은 없으며, 모두 증권회사가 발행했다. 따라서 우리나라에서 기업의 상품연계증권 발행에 대한 특별한 명시적 규제는 없다고 판단되지만, 상품연계증권이 기업의 직접적인 자금조달 수단이 되지는 못하고 있다.

25) 우리나라에서 파생결합증권은 대부분 증권회사가 발행하는 ELS, ELW 형태로 발행되다 보니 파생상품과 증권이 결합되었다는 인식보다는 그 자체로 하나의 파생상품으로 인식되는 경향이 있다. 물론, 이론적 측면에서 이러한 관점이 틀리지 않으나 법적으로는 파생결합증권과 파생상품을 구분하는 것이 바람직하며, 자본시장법도 이를 따르고 있다.

다. 활용 사례

앞서 언급한 상품연계채권이 이를 포함하여 금리연계채권, 통화연계채권, 신용연계채권, 물가연계채권, 주가(주가지수)연계채권 등 다양한 구조화채권(structured note)에서 차지하는 비중이 크지는 않다. 상품연계채권의 시초는 미국 남북전쟁 당시 남부연맹(Confederacy of the South)이 발행한 면화(cotton)로 전환 가능한 20년 만기 채권이다. 본격적 의미의 상품연계채권은 1980년 스위스 자본시장에서 발행되었다. 당시 오일 워런트가 부가된 스위스 프랑 표시 채권이 다수 발행되었다. 1980년대 후반에는 오일 가격에 연계된 달러화 표시 채권이 크게 발행되었다. 상품연계채권은 구조화채권 중 전통적이며, 비교적 쉬운 구조화 기법에 속한다. 통상적인 채권과 상품을 기초자산으로 하는 선물 또는 옵션이 합쳐진 형태이기 때문이다.

하지만 상품연계채권은 중요한 장점을 지닌다. 거래규모로 인해 장내외 파생상품시장에 접근할 수 없는 투자자, 안정적 자금 관리를 위해 장내외 파생상품에 대한 직접거래가 바람직하지 않은 투자자들(예를 들어, 연기금)에게 상품가격 변화를 예측하고 이로부터 이익을 얻거나 헤지하는 수단을 제공한다. 상품 관련 기업(광산 기업, 정유 기업, 광물 가공 기업 등)의 경우 상품연계채권 발행을 통해 부채 조달 비용을 줄일 수 있다. IB 입장에서는 상품연계채권을 통해 이러한 상품 노출을 취하고자 하는 투자자와 자금 수요자 또는 상품선물시장을 중개하는 서비스를 제공하면서 수입을 거둘 수 있다.

다음의 스웨덴 금융회사인 SEK(Svensk Export Kredit)가 발행한 BISONs(Bull Index Silver Opportunity Notes)란 명칭의 상품연계채권을 보자. 동 채권은 Das(2001)에 자세히 소개되어 있다.

Amount	: 100,000,000미국달러
Term (year)	: 1
Coupon (% pa)	: 6.50
Redemption	: $\text{Amount} \times [1 + (\text{SPM} - 4.46) / 4.46]$
	Where:
	SPM=Silver Price (US\$/ounce) at maturity

동 상품연계채권은 1억달러를 1년간 빌리면서 이표 이자를 6.5% (6,500,000달러) 지급하고, 만기 상환액이 만기 시점의 은 가격에 의존하여 변화하는 구조의 채권이다. 예를 들어, 만기의 은 가격이 온스당 4.46달러가 되면, 상환액이 1억달러가 되면서 동 채권의 1년간 총 투자수익률이 6.5%가 된다. 만일 은 가격이 5.46달러가 되면, 상환액이 122,421,525달러가 되면서 이표를 포함한 투자수익률이 28.92%가 된다. 반면, 은 가격이 3.46달러가 되면, 상환액이 77,578,475달러가 되면서 이표를 포함한 투자수익률이 -15.92%가 된다. 이 채권은 액면가 1억달러, 이표율 6.5%의 채권에 은 22,421,525온스(=100,000,000/4.46)에 대한 선물(또는 선도)이 부가된 구조화채권으로 볼 수 있으며, 이러한 구조를 가진 채권이 1억달러에 발행되었던 것이다.

이러한 채권은 은 관련 기업이 자금 조달을 위해 발행할 수도 있고, IB가 개입하여 구조화하여 발행할 수도 있다. 하지만 당시 시장의 1년 만기 선물가격이 4.46달러보다 낮은 4.4달러로 형성되어 있었기 때문에 발행자나 중개금융기관은 이 차이를 이용해 재정차익(arbitrage gain)을 얻을 수 있었다. 발행자나 중개기관은 동 채권을 발행하면서 자동적으로 4.46달러의 선물에 대한 매도포지션을 취할 수 있었기에, 시장에서 22,421,525온스에 대한 선도 또는 선물계약을 4.4달러의 가격으로 매수포지션을 취하면, 불확실성 없이 1,345,292달러(=0.06달러×22,421,525)의 재

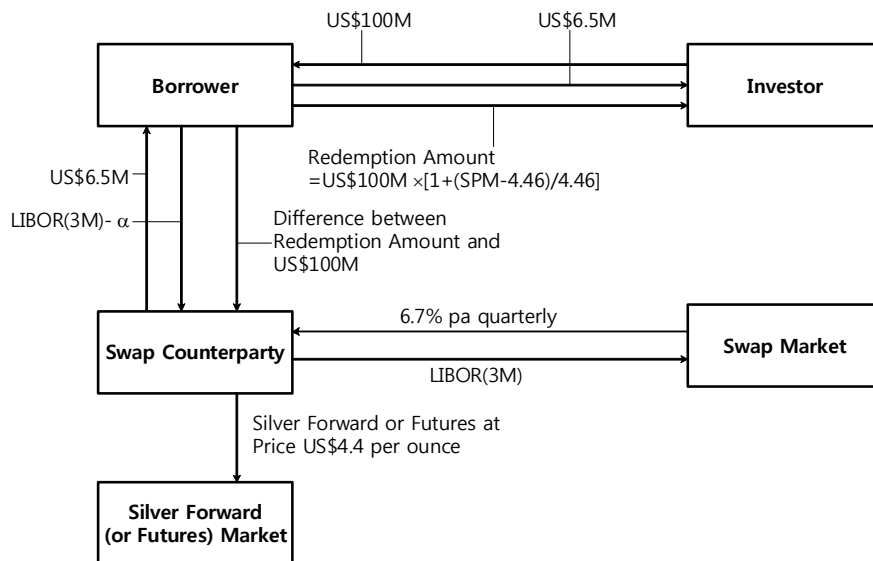
정차익을 거둘 수 있다. 문제는 이러한 선물가격의 프리미엄이 붙어 있는데도 불구하고, 투자자가 이 채권을 매입하느냐이다. 당시 골드만삭스가 인수자(underwriter)로서 동 채권을 중개하였다. 1년 후 시점에서 은에 대한 실수요자는 동 채권의 매입 의향이 있을 것이다. 또한 당시 은가격이 2년간 하락하였고, 경기회복 움직임과 맞물려 은가격이 상승할 것이라는 기대가 시장에 팽배하였다.

만일 발행자가 직접 위와 같은 채권을 발행하지 않는다 하더라도 발행자와 금리스왑 계약을 맺는 기관이 재정차익을 거둘 수도 있다. 어떤 구조를 통해서 가능한가를 아래 <그림 II-6>에 도해하였다. 발행자와 금리스왑을 체결하는 기관(swap counterparty)은 금리위험에 대해서는 스왑시장을 통해 헤지를 한다. 그리고 추가적으로 발행자와 1억달러 및 상환액(SEK가 발행한 채권의 상환액 공식에 따른다 하자)의 차이를 주고 받는 계약을 한다. 즉, 상환액이 1억달러를 넘어갈 경우 스왑기관은 발행자에게 그 차액을 지급하고(이 때 발행자는 이를 받아서 투자자에게 지급한다), 반대로 상환액이 1억달러에 못 미칠 경우 발행자는 스왑기관에 그 차액을 지불한다. 발행자 입장에서는 앞서 SEK의 상품연계채권과 동일한 입장에 놓이게 된다. 스왑기관은 발행자에게 4.46달러의 가격으로 22,421,525온스의 은에 대한 선도(또는 선물)계약을 매도한 상황이 된다.

이러한 구조하에서 스왑기관은 선도(또는 선물)시장에서 4.46달러의 가격에 22,421,525온스의 은에 대한 선도(또는 선물)계약을 매입하면 불확실성 없이 재정차익 1,345,292달러를 거둘 수 있다. 만일, 만기인 1년 후 은가격이 4.46달러라면, 발행자에게 지급할 금액은 0이고 선물시장에서 1,345,292달러($= (4.46 - 4.4) \times 22,421,525$)를 수취한다. 만기인 1년 후 은가격이 4.96달러라면, 스왑기관은 1억달러와 발행자의 상환액 111,210,762달러의 차이인 11,210,762달러를 발행자에게 지급해야 한다. 하지만 선물시장에서는 1,345,292달러($= (4.46 - 4.4) \times 22,421,525$)를 수취한다. 순현금흐름은 1,345,292달러로 앞서 은가격이 4.46달러인 경우와 동일하다. 마찬가지로

지 방식으로 은 가격이 3.96달러가 되는 경우, 발행자로부터 수취하는 금액과 선물시장에 지급해야 하는 금액을 서로 상계하면 역시 1,345,292 달러가 남게 된다. 결국, 동 스왑기관은 만기의 은 가격과 무관하게 항상 1,345,292달러의 재정 차익을 거둘 수 있는 것이다.

<그림 II-6> 상품연계스왑의 거래구조



라. 활성화 방안

1) 상품선물거래소의 발전

상품 및 상품을 기초자산으로 하는 파생상품 산업이 발전하는데 근간이 되는 가장 중요한 인프라는 무엇보다도 활성화된 장내시장으로서의 상품선물거래소이다. 하지만 우리나라는 이러한 기본적 환경면에서

한계가 크다. 우리나라가 원자재 생산국도 아니고, 자원이 풍부한 주변국, 즉 중국과 동남아의 원자재 현물, 선물, 선도가 거래되는 금융중심지도 아니다. 따라서 우리나라에서 국제적 상품선물거래소가 성장, 발전하기에는 현실적인 어려움이 크다는 점은 분명하다.

하지만 자원 부국이 아닌 일본에서도 도쿄상품거래소(Tokyo Commodity Exchange: TOCOM), 도쿄곡물거래소(Tokyo Grain Exchange: TGE)는 국제적 상품선물거래소이다. 중국도 다롄상품거래소(Dalian Commodity Exchange: DCE), 상하이선물거래소(Shanghai Futures Exchange: SHFE), 정저우상품거래소(Zhengzhou Commodity Exchange: ZCE) 등의 국제 상품선물거래소를 운영하고 있다. 따라서 KRX도 향후 국제적 상품선물거래소로서의 입지를 확보하고, 발전을 위한 노력을 경주해야 할 필요가 있다. 우리나라 KRX가 주가지수 선물·옵션 분야에서는 최고의 선물거래소를 보유한 점을 감안하면, 달성 불가능한 목표는 아닐 것이다.

이에 KRX는 원자재의 실수요 또는 실수요가 아니더라도 원자재 가격의 변화에 따른 위험에 노출되어 있는 투자자들의 수요를 면밀히 살펴 해당 원자재를 기초자산으로 하는 파생상품을 개발해야 할 것이다. 예를 들면, 철강제품은 국내 수요도 크지만 철강 수출국으로서 해외 수요도 크다. KRX에서 철강의 현물은 아니더라도 선물거래는 가능할 것이다. 조선업이나 건설업에 필요한 원자재도 선물거래의 기초자산이 될 수 있다. 원자력 발전의 연료인 우라늄도 선물거래가 가능할 수 있다. 이와 같은 기존의 원자재 외에도 미래 대체에너지, 녹색에너지 또는 그 원료를 기초자산으로 하는 파생상품을 준비해 나가야 한다. 아울러, 국제화를 겨냥한다면 달러화, 유로화 등 국제 통화 단위로 거래되어야 할 필요도 있다.

기타, 원자재는 아니지만 중국 위안화도 통화선물시장에서 필요성이 높아질 것이라고 판단된다. 아울러, 원자재는 국제시장에서 달러화로 표

시되고 매매되기 때문에, KRX 통화시장이 더욱 활성화되어야 하고, KRX 통화시장과 KRX 상품선물시장은 서로 선순환적으로 발전할 수 있다. 물론, 새로 개발하는 선물의 상품성, 시장성, 수요 등을 예비적으로 살펴보기 위해 철강, 우라늄, 광물, 통화, 통화바스켓 등의 다양한 ETF를 상장하고 홍보하는 것도 좋은 방안이다.

상품선물거래소의 궁극적인 성공 여부는 국제화, 즉 전세계 많은 투자자들이 누구나 쉽게 접근하여 상품 및 관련 파생상품을 거래하는 국제적 거래소로서의 성장 여부에 달려 있다. 국내 실수요자, 헤징 수요자, 투기 수요자만으로 상품선물거래소의 유동성을 충당하기에 한계가 있다.²⁶⁾ 또한, 상품은 글로벌 시장에서 글로벌 수요·공급에 따라 주로 달러화로 평가되어 거래되는 것이 관례이다. 따라서 CME 그룹과 같은 미국 상품선물거래소의 위상은 독보적이다.

정부는 완전한 외환자유화, 원화국제화에 대해서는 아직 유보적 입장을 갖고 있고, 이러한 인식하에 역내 외환시장이 통제되고 운영된다. 이로 인해, 외국인의 KRX에서의 증권 및 파생상품 거래에 있어 크진 않지만 원치 않는 불확실성과 마찰적 요인이 존재하는 것은 분명하다. 따라서 외국인의 KRX 유가증권시장이나 코스닥시장에서의 거래에 따른 통화교환에 대해서는 현행 규제를 유지한다고 하더라도, 상품선물거래소의 발전을 위해서는 궁극적으로 외국인의 통화교환 또는 거래소내 거래에서 존재하는 불편함을 완전히 제거해야 할 필요가 있다.²⁷⁾

26) 글로벌 상품가격에 노출을 취하고 싶은 내국인으로서의 헤지거래자나 투기거래자는 국내 거래소에 상장된 원화표시 파생상품 거래시 원치 않는 환율 변동에도 노출된다. 국제 금가격과 국내 금가격의 변화 방향이 반드시 동일 방향으로 움직이지 않는 것과 마찬가지로이다.

27) 궁극적으로 원화국제화와 같은 완전한 외환자유화가 되기 전에는 어려운 일이다. KRX 파생상품시장 거래를 입증하는 외국인에 대해서 통화거래상의 자유도를 높여주는 방안도 고려할 수 있으나, 이는 현행 외환정책과 크게 상충될 수 있다.

이러한 조치 없이는 KRX 상품선물시장의 성장은 한계에 봉착할 수 있으며, 현재 KRX 상품 관련 파생상품시장이 발달하지 못한 중요한 원인도 여기에 있을 가능성이 크다.

2) 파생결합증권으로서 상품연계채권의 발행

상품연계채권과 같은 구조화채권은 자본시장법상 “파생결합증권”이다. 자본시장법은 파생결합증권의 기초자산 범위로 실물상품을 포함하여 폭넓게 허용하고 있다. 따라서 금융투자업자는 상품가격에 연계된 채권을 발행할 수 있고, 이를 통상 ELS, ELW와 대비하여 DLS로 부르기도 한다. 하지만 파생결합증권으로 투자자에게 대중화된 증권은 ELS 및 ELW로 이들이 파생결합증권의 거의 대부분을 차지하고 있다.

상품연계채권은 상품가격에 연동되지만, 채권이 결합된다는 측면에서 ELS나 ELW보다 훨씬 낮은 위험의 금융상품으로 개발 가능하며, 한편으로는 그 구조를 이해하기도 상대적으로 쉽다. 이러한 좀 더 안전하고 이해하기 쉬운 파생결합증권을 선호하는 투자자들이 충분히 많을 것이라고 판단된다. 따라서 금융투자업자는 향후 투자자 수요에 부합하는 상품연계증권을 개발하여 ELS나 ELW 정도 수준으로 활성화되도록 하는 노력이 필요하다.

아울러, 우리나라 기업 중 상품연계채권을 발행한 기업은 없다. 하지만 앞서 논의했듯이 기업의 자금조달 측면에서도 상품연계채권은 그 비용을 줄이는데 기여할 수 있다. 또한, 상품 개발, 생산, 정제, 판매 기업은 더욱 그렇다. 현행 법제상 기업의 상품연계채권의 발행에 대한 명확한 금지도 허용도 없다. 따라서 기업은 자금조달 대안으로 상품연계채권을 고려할 필요가 있다. 하지만 기업의 상품연계채권 발행 자격에 대한 금융감독당국의 전향적인 해석이 있어야 할 것이다.

나아가, 반드시 원자재와 관련된 기업이 아니라 하더라도, 해당 기업의 영업 성과와 관련이 높은 지수가 있다면 이를 기초자산으로 하는 파생결합채권의 개발도 가능할 것이다. 예를 들어, 최근에는 스마트폰 지수도 국제자본시장에 등장하고 있다. IT 기업으로서 스마트폰 개발, 판매 업체, 관련 부품 공급 업체 등은 스마트폰 지수에 연계된 채권을 발행할 수 있을 것이다.

3) 상품 ETF의 개발 및 상장

앞서 언급했듯이, 우선적으로 상품으로 구성된 포트폴리오를 ETF로 상장하는 것은 상품선물거래소의 발전 가능성을 타진해 보는 좋은 방안이기도 하지만, 상품투자에 관한 투자자의 관심과 이해를 높이고, 접근성을 높이는 매우 좋은 방안이다. 자본시장법의 시행으로 다양한 ETF의 상장이 가능해졌다. 이미 실물자산 ETF에 대한 관심이 높아지고 있고, 자산운용사나 KRX도 다양한 실물자산 ETF를 개발하고 상장하기 위해 노력하고 있다. 자본시장법 시행 직후인 2009년 7월 국고채 ETF가 상장되어 거래되고 있다.

자본시장법 환경하에서는 다음과 같은 각종 상품에 대한 ETF가 가능하다: 금, 철강 (또는 철강 생산 및 판매 기업 관련), 광물, 원유(또는 원유기업 및 정유기업 관련), 우라늄, 천연자원, 달러화, 위안화, 주요 통화 바스켓, 와인, 부동산, 회사채(투자적격 등급 회사채, 투기등급 회사채), 한우.

물론, 이러한 ETF는 기존 지수를 추종하던 ETF와는 달리 여러 가지 기술적인 문제가 발생한다. 기초자산 운송·보관·파손·변질의 문제, 환위험의 문제 등이다. 따라서 실물 ETF는 현물을 포트폴리오에 포함하는 것 보다는 선물과 옵션을 활용해야 할 것이다. 이 경우 통상적인 ETF와

달리 자산운용사의 관리 노하우가 많이 필요하다. 선물은 주요 거래 대상이 될 경우, 레버리지 ETF와 비레버리지 ETF(이 경우 선물 액면 가격의 100%에 해당하는 위험이 낮은 채권으로 담보)가 가능할 수 있다. 하지만 상장펀드임을 감안하면 후자가 바람직할 것이지만, 레버리지 정도를 차별화하여 서로 다른 ETF를 개발할 수 있다. 또한, 선물을 근원물로 롤오버해 주어야 하는 관리 비용이 따르고, 환위험 관리를 하는 비용도 수반된다. 따라서 금융투자업자(집합투자업자, 자산운용사)가 부과하는 실물 ETF의 운용 및 관리 보수는 일반적 ETF에 비해 높아야 할 것이다. 금융투자산업으로서는 수익성이 큰 분야라 판단된다.

이러한 실물 ETF 운용상의 문제의 해결 및 비용의 최소화는 향후 ETF를 운용하는 자산운용사 및 ETF를 상장하는 KRX의 몫이다. 최대한 일반 투자자가 큰 불편 없이 다양한 ETF를 쉽게 이해하고 접근할 수 있도록 고안되어, 양질의 운용 서비스를 제공해야 하며, 이러한 고차원적 서비스에 상응하는 수수료를 책정할 수 있을 것이다.

기타, ETF를 반드시 유형자산만의 포트폴리오로 구성해야 할 필요는 없다고 판단된다. 실물자산이 반드시 유형자산만은 아니다. 넓은 의미의 실물은 무형자산까지 포함한다. 무형자산도 ETF의 구성 자산이 될 수 있다. 물론, 현행 자본시장법하에서는 불가능하다. 하지만 발명권, 특허권, 특정 기술, 특정 연구 프로젝트(예를 들어, 대체에너지 연구, 녹색에너지 연구 등) 등의 무형자산도 ETF의 구성자산이 되지 못할 이유는 없다. 물론, 정보비대칭이 심하기 때문에 무형자산 ETF의 경우 매우 강력한 투자자보호가 필요하다. 또한, 무형자산 가치 평가상 불확실성의 문제가 제기될 수도 있으나, 무형자산 ETF가 시장에서 거래된다면, 그것 자체로 무형자산의 가치 평가가 가능해진다.

무형자산 ETF는 일종의 공모형 벤처캐피탈 펀드라 할 수 있다. 이는 기술 거래, 기술 이전, 기술 평가 등을 더욱 용이하게 하여, 중소기업,

벤처기업 성장 및 발전, 나아가 과학 기술의 발전에 기여할 수도 있다. 장기적으로 무형자산 ETF의 제도화를 고려해볼 필요가 있다. 현재로서는 녹색기업, 벤처기업 주식을 포트폴리오에 포함하는 녹색기업 ETF, 벤처기업 ETF 등은 가능할 것으로 판단된다.

2. Managed Futures

가. 개념 및 거래구조

앞서 살펴본 주요 상품지수는 선물에 대한 단순한 매입·보유 전략을 나타낸다. GSCI나 DJ-AIGCI와는 다소 상이한 MLMI도 선물에 대한 매입, 매도포지션을 모두 고려하지만, 기계적 의사결정에 따르는 것이므로 적극적 선물 투자 전략은 아니다. 하지만 전문적 선물거래인들은 증거금률에 의한 레버리지의 사용은 물론이며 선물가격 추세를 분석하여 절대 수익률을 추구하면서 롱과 숏을 적극적으로 활용하는 적극적 전략(active management)을 취하기도 한다. 이러한 “적극적 선물거래 전략”을 Managed Futures라 한다.²⁸⁾ 물론 이러한 적극적 전략이 반드시 수동적 전략에 비해 더욱 높은 수익률을 얻는다는 보장은 없다.²⁹⁾ 하지만,

28) 이에 대한 국문 용어는 아직까지 개발되지 못했다. 따라서 본보고서에서는 ‘Managed Futures’, ‘Managed Futures 전략’, ‘Managed Futures (사모)펀드’ 등으로 칭하기로 한다.

29) 이는 주식 투자에서도 마찬가지다. 인덱스 펀드나 ETF와 같이 시장 지수를 단순히 추종하는 수동적 전략에 비해, 저평가·고평가 종목을 선별하고, 매도·매수 기회를 노리는 적극적 전략 나아가 레버리지 및 롱/숏까지 구사하는 헤지펀드 전략이 항상 높은 수익을 제공하는 것은 아니다. 이와 관계된 논의는 시장효율성 논의가 맞물려 금융경제학의 주요한 연구과제

이는 전문적 선물거래자의 지식과 경험을 이용하여 위험은 높지만 최대한 높은 수익을 거두는 것을 목표로 하는 전략이다. 이에 Managed Futures를 이른바 ‘숙련된 기술 기반 전략(skill-based strategy)’으로 표현하기도 한다.

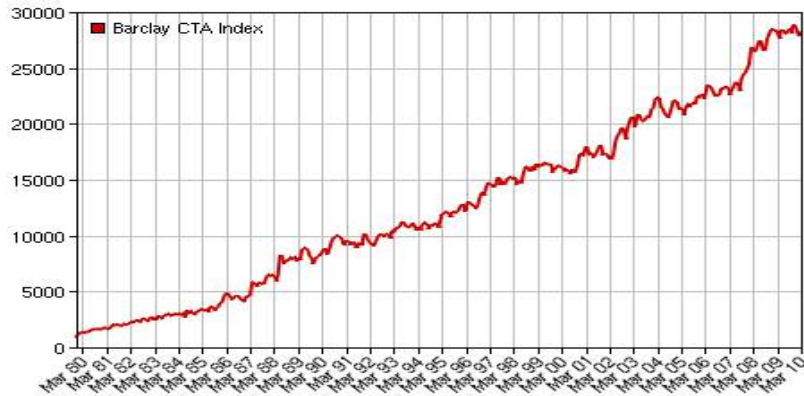
미국에서는 CFTC로부터 전문적 선물거래자로 자격을 인정받은 CTA(Commodity Trading Advisor) 또는 CPO(Commodity Pool Operator)가 Managed Futures 전략을 활용한다. 이는 “선물, 선도, 옵션 중 유동성 높은 파생상품에 대한 적극적 거래 전략”이라 할 수 있다. 하지만 이들의 투자 대상 파생상품의 기초자산이 단지 상품에만 국한되지 않는다. 즉, 금융자산(financials), 통화(currency) 등을 기초자산으로 하는 선물, 선도, 옵션까지도 이들의 투자 대상이 된다. 이들의 투자 대상 파생상품의 요건으로 중요한 것은 유동성이 풍부하여 시장 충격에 따른 비용 없이 언제라도 쉽게 매매가 가능한 상품이어야 한다는 것이다.

Barclays Managed Futures CTA Index는 이러한 CTA에 의한 Managed Futures 전략의 수익률을 반영하는 지수이다. 동 지수는 다음과 같은 4가지 유형의 CTA 지수로 세분되기도 한다: (i) Barclays Agricultural CTA Index, (ii) Barclays Currency CTA Index, (ii) Barclays Financial and Metals CTA Index, (iv) Barclays Diversified CTA Index. 이들 각 명칭으로부터 투자 대상이 무엇인지 알 수 있다.³⁰⁾

이기도 하다.

30) 네 번째 Barclays Diversified CTA Index는 농산물, 통화, 금융자산, 광물에 대한 선물의 포트폴리오를 투자 대상으로 한다.

<그림 II-7> Barclays CTA Index 추이



자료: BarclayHedge

CTA의 Managed Futures 전략의 성과를 평가하기 위해 Barclays Managed Futures CTA Index 또는 그 하위 지수를 분석할 수 있다. 이를 앞서 언급한 상품지수와 비교하는 것보다는 기계적인 기준을 적용해서라도 룡과 샷을 취하는 MLMI와 비교하는 것이 타당하다. 현재까지 적극적 선물거래 전략인 Managed Futures 전략이 수동적 전략에 비해 위험과 수익 또는 샵비율 측면에서 크게 우수하다는 특별한 증거는 나오지 않고 있다.

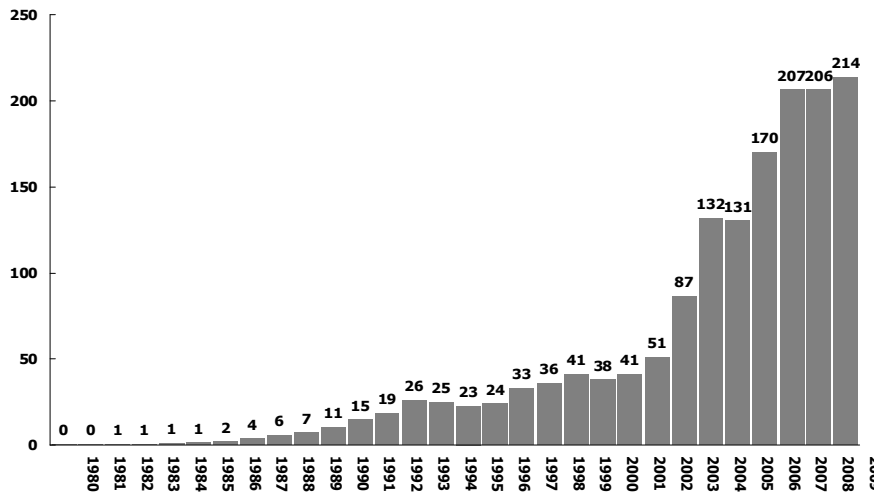
나. 국내외 현황

1) 미국 현황

미국에서 Managed Futures 산업의 규모는 지속적으로 크게 증대되어 가고 있다. 1980년 CTA가 운용하는 AUM(Assets Under Management)이 3억달러에 2007년 이후 2,000억달러 이상이 유지되고 있다.

미국 시장에서 CPO와 CTA는 CFTC 및 NFA(National Futures Association)에 등록하여 라이선스를 취득한 선물거래 전문가이다. CPO는 상품투자펀드(commodity pool)를 운용하는 운용사이고, CTA는 선물거래 자문인이다. CPO는 펀드의 무한책임사원(general partner)이 된다. CPO는 한 명 이상의 CTA를 고용하고, CTA는 CPO의 펀드를 운용한다. 때로는 Managed Futures 전략의 펀드를 운용하고자 하는 이가 CPO 및 CTA로 동시에 등록하기도 한다. 이 경우 무한책임사원과 자문인이 일치하게 된다.

<그림 II-8> Managed Futures 산업의 성장



주 : CTA가 운용 중인 Managed Futures Fund의 AUM을 나타냄
 자료: BarclayHedge

투자자는 크게 다음의 3가지 방법으로 Managed Futures 전략에 접근할 수 있다. (i) 공모상품펀드(public commodity pool), (ii) 사모상품펀드(private commodity pool), (iii) 개인상품거래계좌(individual managed

account). 상품펀드의 구조는 사모펀드의 경우 헤지펀드의 구조와 유사하다. 따라서 규제와 시장 측면에서 상품펀드 및 운용사는 헤지펀드 및 운용사와 겹치는 영역이 많다. 종종 CPO가 운용하는 상품 펀드가 헤지펀드로 인식되기도 한다. 이는 CPO가 운용하는 상품 펀드가 상품선물에만 국한하여 투자하는 것이 아니라, 금융자산 선물, 통화선물 등에도 투자하기 때문에 더욱 그렇다.

공모상품펀드는 통상적 공모펀드(미국에서는 뮤추얼 펀드)와 같이 펀드 지분을 일반에게 판매한다. 따라서 공모상품펀드는 SEC에 등록을 해야 한다. 공모상품펀드는 최소투자규모가 매우 작다는 점, 환매가 쉽게 이뤄진다는 점이 장점이다. 사모상품펀드는 개인 부호나 기관을 투자자로 하는 사모펀드이다. 따라서 SEC의 등록 요건을 피해갈 수 있으며 때로는 CFTC의 보고(reporting) 요건을 피해가기도 한다. 공모상품펀드나 사모상품펀드나 목적은 상품선물거래를 통해 수익을 창출하는 것이다. 사모상품펀드는 판매수수료가 적고, 투자전략의 유연성을 최대한 확보할 수 있다는 장점을 지닌다. 부호나 기관은 개인상품거래계좌를 CTA에 일임할 수도 있으며, 물론 직접 거래를 할 수도 있다.

1974년 공포된 미국 상품거래법(CEA)은 상품선물거래소를 포함한 선물산업 규제기관인 CFTC를 새롭게 정립하였고, CPO, CTA 및 관련 브로커의 등록, 공시, 보고, 회계 등에 대한 규정들을 정립하였다. CEA에서 CPO는 투자자로부터 자금을 모아 상품선물시장에 투자하는 이로 정의하고 있다. CPO가 헤지펀드 운용사와 겹치는 영역도 많다. 따라서 상품선물에 주로 투자하는 헤지펀드 운용사는 CPO로서 SEC에 등록과는 별개로 CFTC 및 NFA에 등록해야 한다. 물론, SEC의 등록상의 예외 규정이 있듯, CFTC 등록상의 예외 조항이 있다. 또한, 등록은 하더라도 공시, 보고, 회계 의무를 피해갈 수 있는 조항도 있다. 주로 규모가 작거나, 투자자가 적거나, 개인적으로 운용하는 경우, 그리고 투자자가 기관투자자와 같은 적격투자자인 경우 이러한 예외 규정이 적용된다. 이는 PEF나

헤지펀드 등의 사모펀드에 대한 SEC(Securities and Exchange Commission) 규제 예외 조항과 유사하다.³¹⁾

한편, 2010년 발효된 도드-프랭크법에서도 CTA, CPO 등이 운용하는 상품펀드에 대한 규제는 큰 틀에서 거의 변화가 없다. 하지만 앞서 언급했듯이, 장내외 파생상품시장에 대한 규제는 크게 강화되었다.

2) 국내 현황

자본시장법이 도입되면서 펀드의 투자 대상 자산이 폭넓게 허용되었다. 따라서 상품, 부동산, 선박 등의 실물 자산을 대상으로 투자하는 펀드가 가능하며 실제로 그러한 펀드가 다수 출시되고 있다. 자본시장법으로는 특별자산집합투자기구, 부동산집합투자기구, 혼합자산집합투자기구가 이러한 실물 자산에 투자할 수 있는 펀드이다. 이 중 상품을 투자 대상으로 하는 국내 펀드의 현황을 살펴보고자 한다.

이에 앞서 이른바 해외자원개발펀드라 불리는 투자기구가 있다. 이는 자본시장법상 투자회사 또는 사모투자전문회사를 준용하는 해외자원개발사업법상 해외자원개발투자회사, 해외자원개발투자전문회사이다. 전자는 공모 및 사모형 펀드, 후자는 사모형 펀드로 해외자원개발사업법에 도입된 것이다. 이들은 조달한 자금으로 실제로 해외 자원을 개발하는 프로젝트를 수행하는 펀드로 2010년 현재 해외자원개발투자회사는 5-6개가 KRX에 상장되어 있으며, 2010년 1월 최초로 해외자원개발투자전문회사가 결성되었다. 이들 펀드도 넓은 의미에서 상품투자 펀드로 볼 수 있다.

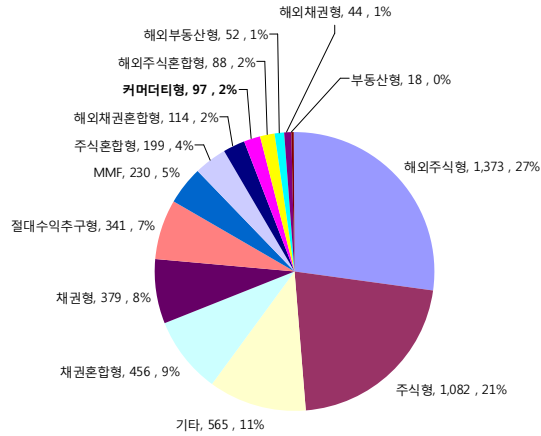
31) 미국 각 금융 법률은 사모펀드에 투자하는 적격투자자를 서로 다른 용어와 약간씩 다른 방식으로 정의하고 있다. The Securities Act of 1933에서는 Accredited Investors라 하고, The Investment Company of 1940에서는 Qualified Purchasers라 하며, CEA에서는 Qualified Eligible Participants라 하고 있다.

하지만 이들 해외자원개발펀드는 실제로 자원 개발 사업을 수행한다는 특성이 많은 투자자를 유도하기에는 어려움이 있을 것으로 판단된다. 실제 자원 개발상의 불확실성 요인이 다양하고 크기 때문이다. 또한, 일반투자자들이 상품가격 상승으로 인한 인플레이션을 헤지하거나, 글로벌 상품시장 전반에 대한 노출을 취하는데 적합한 투자수단은 아니기도 하다. 이들 펀드들은 상품시장 전반적인 체계적 위험보다는 해당 개발 프로젝트상의 고유한 위험에 크게 노출되는 특성이 있다.

현재 자본시장법상 특별자산집합투자기구로 공모펀드와 사모펀드(사모집합투자기구)가 가능하다. 상품 관련 공모펀드(커머리티형 펀드)로는 2010년 현재 13개 운용사(집합투자업자)가 약 100여개의 펀드를 운용하고 있다.³²⁾ 총 설정액 규모는 4,500억원 정도 규모이다. 이는 공모펀드(자본시장법상 사모집합투자기구 및 사모투자전문회사를 제외한 집합투자기구) 총개수나 총설정액에 비하면 미미한 비중이다.

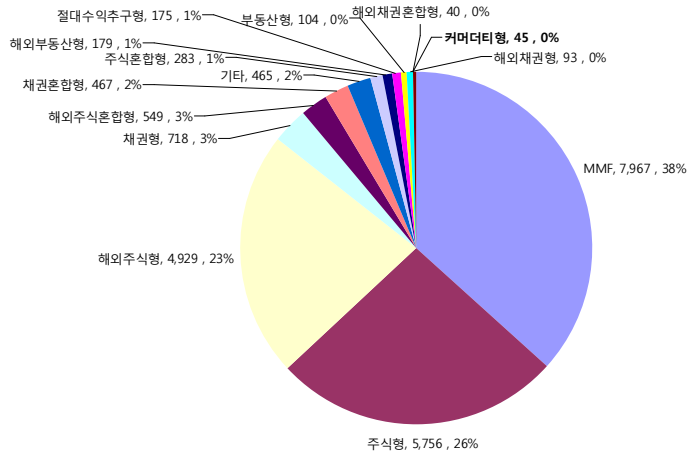
32) 이들은 모두 특별자산집합투자기구이며 자본시장법상 커머리티형 펀드는 없으므로 여기서 커머리티형 펀드란 펀드평가사인 (주)제로인의 Fund Doctor Pro의 분류에 따른 명칭이다.

<그림 II-9> 2010년 현재 국내 공모펀드 개수 현황



자료: Fund Doctor Pro

<그림 II-10> 2010년 현재 국내 공모펀드 설정액 현황



자료: Fund Doctor Pro

앞서 설명한 Managed Futures 전략은 사모펀드에서 구사할 수 있는 전략이다. 공모펀드에서는 펀드의 운용에 대한 각종 제약이 따르고, 공모펀드가 대안투자전략을 추구하는 것이 투자자보호 측면에서 바람직하지도 않다. 상품투자 관련 사모펀드(사모커머디티형)는 10개 운용사에서 35개 정도의 펀드를 운용하고 있다.³³⁾ 이들의 총 설정액 규모는 약 2,700억원 수준이다. 펀드수나 펀드 설정액에서나 전체 사모펀드(자본시장법상 사모집합투자기구, 사모투자전문회사 제외)에서 차지하는 비중은 역시 미미하다.

이상의 국내 상품 관련 공모펀드 및 사모펀드 대부분은 큰 비중으로 해외 장내시장에서 상품을 기초자산으로 하는 선물과 옵션 또는 ETF을 대상으로 거래하거나, 해외 장외시장에서 상품연계채권에 투자하는 펀드이다. 기타 커머디티형 펀드 외에 해외 주식형 펀드 중 천연자원의 개발, 정제, 판매 기업의 주식에 직접 투자하거나, 재간접 펀드 형태로 투자하는 펀드도 있다. 이 역시 전체 국내 펀드산업에서 차지하는 비중은 미미한 편이다.

정리하면, 국내 상품투자 관련 펀드의 규모는 아직 작은 편이다. 이는 투자자들이 상품투자에 관한 인식이 부족한 탓일 수도 있고, 국내 상품선물거래소인 KRX에서 KOSPI200 선물·옵션을 제외한 다양한 선물·옵션이 없는 탓일 수도 있고, 그렇다 보니 환위험을 감수하고 해외로 투자해야 하는 탓일 수도 있다.

33) 사모커머디티형 펀드도 (주)제로인의 Fund Doctor Pro의 분류 기준을 따른 명칭이다.

다. 활용 사례

언론보도를 통해 종종 Renaissance Technologies라는 헤지펀드를 접하게 된다. Renaissance Technologies의 사장인 전직 하버드대 수학교수 출신인 James Simons는 여러 해 세계에서 가장 돈을 많이 번 헤지펀드 매니저 1위로 랭크된 적이 많다.

Renaissance Technologies는 헤지펀드로 보아도 무방하지만, 이들의 주요 펀드인 Medallion Fund는 Managed Futures 전략을 구사하는 펀드이다.³⁴⁾ 즉, 이들은 전세계 장내파생상품 중 유동성이 풍부한 선물과 옵션을 주 투자대상으로 한다. 따라서 Renaissance Technologies는 CFTC 및 NFA에 CPO/CTA로 등록되어 있다. 헤지펀드로 잘 알려진 George Soros의 Soros Fund Management도 CPO이자 CTA이다. 따라서 헤지펀드와 Managed Futures 펀드가 잘 구분되지는 않는 편이다. 하지만 McCarty(2003)에 의하면 전체 헤지펀드 중 10% 정도가 상품 펀드로 파악되고 있다.

아래 Renaissance Technologies의 성과를 기술하지만, 이 정보만으로는 Managed Futures 펀드의 성과를 과대 평가할 수 있다. Schneeweis and Gupta(2006)에 의하면, CISDM(Center for International Securities and Derivatives Markets)에서 계산한 각종 CTA/CPO 지수는 S&P500 지수에 비해 변동성이 낮고, 왜도(skewness)가 양의 방향으로 큰 것으로 나타났다. 한편, S&P500과의 상관계수는 -13%에서 8% 이내인 것으로 나타났으며, 리먼브라더스 정부채지수와의 상관계수는 15%에서 33%인 것으로 나타났다. 이들 연구에서 흥미로운 사실은 수동적 상품선물거래

34) 앞서 언급했듯이, 상품선물에 주요 투자를 하지 않는 헤지펀드는 사모펀드로서 CFTC, SEC 규제를 면제받는다. 하지만 상품선물에 주로 투자하는 헤지펀드이자 Managed Futures 펀드의 운용사는 CPO, CTA로서 CFTC에 등록하고, 보고, 공시 등의 규제를 받아야 한다.

의 성과를 측정하는 GSCI보다도 CTA 지수가 변동성이 낮고, 왜도가 높게 나타난 것이다.

James Simons는 1982년 Renaissance Technologies을 설립하였고, 현재까지 대표이사이다. Renaissance Technologies가 운용하는 자산 규모는 무려 150억달러 이상이다. 동사는 관리 보수 5%, 성과 보수 36%를 부과하고 있으며, 이는 헤지펀드 업계에서 2-20 룰이라 불리는 관례적 보수 2%-20%보다 훨씬 높은 수준이다.

Renaissance Technologies는 Medallion Fund, Nova Fund, Renaissance Institutional Equities Fund의 3가지 펀드를 운용하고 있으며, 이중 가장 핵심 펀드는 Managed Futures 펀드인 Medallion Fund로 규모는 약 50억달러이다. Renaissance Technologies는 종업원수가 약 300명이지만, 주로 수학, 통계학, 천문학, 물리학, 전산과학 전공자가 핵심 매니저이며, 이들이 수학 및 통계학 모형을 이용한 컴퓨터 기반 거래를 하는 것으로 유명하다. 이들은 이를 통계적 차이거래(statistical arbitrage)라고 부르기도 한다.

1999년 이래 약 11년간 Medallion Fund는 무려 2,479%의 누적수익률을 거두어 헤지펀드 산업에서 가장 최상위를 기록하고 있다. 동 기간 그 다음의 좋은 성과를 거둔 펀드는 George Soros의 Quantum Fund로 약 1,710%의 수익률을 기록하고 있다. 한편, 2009년에는 Medallion Fund가 10억달러를 벌어들여 헤지펀드 중 가장 높은 성과를 거둔 펀드로 랭크되기도 하였다.

Renaissance Technologies와 같은 헤지펀드이자 CTA/CPO는 자산 운용에 있어, 특별한 규제를 받지 않는다. 그렇기에 헤지펀드로서의 전략도 가능하고, Managed Futures 전략도 가능하다. 우리나라 자본시장법 체제하에서는 사모집합투자기구에 대한 운용 규제가 여전히 존재하기에 이러한 규제에 대한 개선이 없이는 스스로의 과학적, 창의적 거래

기술을 바탕으로 한 절대수익률을 추구하는 펀드도 등장할 수 없으며, 자산운용사가 그러한 기술 개발에 노력할 유인도 없다. 후술하지만, 사모펀드에 관한 한, 과감한 규제의 해소가 필요하다.

라. 활성화 방안

1) 상품 및 상품 파생상품 거래 전문가 육성

개인이 선물거래 계좌로 상품선물에 직접 투자하는 것은 접근성, 전문성에서 크게 뒤떨어지기 때문에 위험이 높고, 손실 가능성이 크다. 따라서 상품투자에 있어서는 상품 및 파생상품거래 전문가가 운용하고 자문하는 펀드를 이용하는 것이 바람직하다고 판단된다. 상품 펀드는 앞서 언급한대로 공모 상품펀드와 사모 상품펀드가 가능하다. 어떤 유형이든 상품 펀드는 상품 및 선물거래 전문가가 운용해야 한다. 미국의 CPO, CTA는 자격시험을 통과하고 CFTC 및 NFA에 등록하여 자격을 취득할 뿐만 아니라 지속적인 교육을 받게 된다. 우리나라에서도 대안투자 분야에 있어 운용전문가로서 공인된 상품 및 선물거래전문가를 육성하는 것이 필요하다.

이를 위해, 금융위원회, 금융감독원 및 금융투자협회가 공인하는 상품 및 선물거래전문가 자격증이 있어야 할 것이며, 이를 취득하고자 하는 이에 대한 경력 제한 및 자격 시험이 필요할 것이다. 또한, 자격을 취득한 이에 대해서도 지속적인 교육이 필요하다. 각 대학에서도 경제학, 경영학 전공자에 대해서는 금융 및 대체투자에 대한 교육이 강화되면 더욱 좋을 것이다.

2) 사모펀드 제도의 개선

우리나라에서 공모상품펀드는 약 10여개가 이미 시중에 출시되어 판매되어 운용되고 있다. 특정 상품의 ETF 및 파생증권을 대상으로 하는 펀드, 특정 상품선물 지수를 추종하는 펀드 등이다. 사모상품펀드에 관해서는 그 논의가 다소 복잡하다. 사모상품펀드는 Managed Futures 전략까지도 포괄할 수 있어야 한다. 하지만 현행 자본시장법 체제하에서는 어려운 일이다.

앞서 언급했듯이, 미국에서 CPO, CTA의 Managed Futures는 헤지펀드와 영역이 겹치거나, 헤지펀드가 이를 포함한다고 볼 수도 있다. 헤지펀드 운용사라도 상품을 주요 투자 대상으로 한다면 CFTC 및 NFA에 등록해야 하고, 각종 보고, 공시, 회계 등의 의무가 부과된다. 우리나라에서는 헤지펀드와 Managed Futures에 대한 인식이 미약하고, 제도적으로도 이들이 도입되어 있지 않다. 현재 PEF, 헤지펀드 등 사모펀드를 좀 더 포괄적이면서 유연하게 규제할 수 있는 방안이 논의되고 있다.³⁵⁾ 따라서 사모펀드 체제가 좀 더 체계적·통합적으로 정비된 이후, 상품펀드도 여기에 포함시키면 될 것으로 판단된다. 이를 위해 자본시장법에서는 소수투자자 사모펀드, 적격투자자 사모펀드의 개념을 더욱 명확히 할 필요가 있다. 적격투자자 사모펀드에 대해서는 시스템 리스크 관리 차원의 규제만을 적용하는 것이 바람직할 것이다. 앞서 언급했듯이, 상품펀드 운용자 및 자문자는 공모펀드/사모펀드 여부와 무관하게 공인 자격을 취득해야 한다.

35) 노회진(2010).

Ⅲ. 부동산

1. 부동산 간접투자상품
2. 부동산파생상품

III. 부동산

1. 부동산 간접투자상품

가. 개념 및 거래구조

부동산에 투자하는 방법은 크게 세 가지로 나눌 수 있다. 가장 일반적인 방법인 직접 투자, 부동산관련 유가증권 매입을 통한 간접투자, 그리고 부동산파생상품(property derivatives) 투자가 있다. 부동산에 대한 직접투자는 자기자본을 이용하거나 해당 부동산을 담보로 모기지 또는 대출에 의하여 자금을 조달하여 부동산을 직접 소유하는 것으로 대부분의 주거용 부동산에 대한 투자가 이러한 방법으로 이루어진다. 부동산 직접투자와 관련된 금융상품으로는 해당 부동산에 대한 담보대출과 모기지가 있다.

부동산 간접투자는 부동산에 전문적으로 투자하는 '투자기구'에 투자함으로써 부동산 투자수익을 간접적으로 향유하는 투자방식으로 부동산 또는 부동산개발사업의 증권화를 통하여 이루어진다. 부동산 간접투자는 부동산 전문투자기구의 주식 또는 수익증권을 매입하거나, 유한책임 조합원(Limited Partner: LP)로 투자하는 것을 말한다. 부동산투자기구는 부동산 또는 부동산 개발사업, 그리고 관련 유가증권, 즉, 다른 부동산투자기구에 투자하거나 부동산담보 대출을 기초로 한 구조화채권 등에 투자해 수익을 내며, 이를 배당금 또는 수익금의 형태로 투자자들에게 분배한다. 국내에 존재하는 부동산 간접투자기구에는 부동산투자회사, 부동산펀드, 부동산 개발에 주로 이용되는 프로젝트 금융회사(Project Finance Vehicle: PFV), 자산유동화전문회사, 상법상의 부동산운영회사³⁶⁾

(real estate operating company)가 있다.

이 중, 프로젝트 금융회사, 자산유동화전문회사, 상법상의 부동산운영회사는 그 투자대상이 부동산으로 한정되지 않은 간접투자기구이므로 부동산 간접투자상품을 소개하는 이 장에서는 제외하기로 한다.

1) 부동산투자회사

가) 개념

부동산투자회사는 다수의 투자자로부터 투자자금을 모아 부동산 및 관련 유가증권에 투자하여 얻은 수익을 투자자에게 배당하는 것을 목적으로 하는 상법상의 주식회사로 부동산투자회사법에 그 근거를 두고 있다. 부동산투자회사의 설립은 국토해양부의 인가가 필요하며, 국토해양부와 금융감독원의 감독을 받는다. 공모 또는 사모 형태로 자금을 모집할 수 있으며 리츠(Real Estate Investment Trusts: REITs)라고도 한다.

나) 부동산투자회사의 종류

부동산투자회사는 2001년 구조조정 기업의 부동산을 증권화하여 쉽게 매각하려는 목적으로 도입되었고, 이후 자기관리 부동산투자회사, 개발전문 부동산투자회사가 차례로 도입되었다. 2010년 현재 부동산투자회사는 자산의 운용형태와 투자자산의 성격에 따라 4가지로 나눌 수 있다. 가장 먼저 도입된 기업구조조정용 부동산에만 투자할 수 있는 기업구조조정 부동산투자회사(CR REITs), 부동산 개발사업에 투자하는 개발전문 부동산투자회사, 그리고 일반적인 부동산에 투자하는 일반 부동산투자회

36) 상법상의 주식회사로 업종이 부동산 임대, 개발사업인 기업으로 일반 기업과 동일한 규제하에 운영된다.

사가 있으며, 이들 부동산투자회사는 다시 자산운용의 주체에 따라 위탁관리형과 자기관리형 부동산투자회사로 나뉜다. 위탁관리형 부동산투자회사의 경우 부동산투자회사는 그 실체가 없는 투자도관체(investment conduit)로서 배당가능이익의 90% 이상을 배당하여야 하며 법인세 면제 혜택을 받는다. 따라서 위탁관리형을 명목형, 자기관리형을 실체형 부동산투자회사로 구분하기도 한다.

(1) 기업구조조정 부동산투자회사

가장 먼저 도입된 부동산투자회사의 형태로 기업의 구조조정용 부동산에 투자할 수 있으며, 자산의 관리를 반드시 외부의 자산관리회사(Asset Management Company: AMC)에 위탁하여야 한다. 기업구조조정용 부동산에 투자하기 때문에 한시적이며, 배당가능이익의 90% 이상 배당할 경우 법인세를 면제받는다.

(2) 개발전문 부동산투자회사

개발전문 부동산투자회사는 2007년 처음 도입되었으며 호텔, 리조트 개발 등의 부동산 개발사업에 총자산의 30% 이상을 투자할 수 있는 전문 투자회사이다. 개발전문 부동산투자회사는 자기관리형과 위탁관리형이 모두 가능하며 그 지속기간도 한시적, 영속적 모두 가능하다.

(3) 일반 부동산투자회사

일반 부동산투자회사는 투자 대상 부동산에 제한이 없으며, 사업기간도 한시적, 영속적 모두 가능하다. 자산관리의 형태에 따라 위탁관리형과 자기관리형 부동산투자회사로 나눌 수 있다. 위탁관리형은 배당요건

을 충족하였을 때 법인세를 면제받지만, 자기관리형의 경우 법인세 면제 혜택이 주어지지 않는다.

다) 설립/운용 요건

부동산투자회사는 총자산의 80% 이상을 부동산 및 관련자산에 투자하여야 하며 일반적으로 순자산총액의 200% 이내에서 차입이 가능하지만 주주총회의 특별결의에 의하여 최대 1,000%까지 차입할 수 있다. 개발전문 부동산투자회사를 제외한 다른 부동산투자회사는 개발사업에 자기자본의 30% 이상 투자할 수 없다. 부동산투자회사의 설립 및 운용요건은 아래의 <표 III-1>과 같다.

<표 Ⅲ-1> 부동산투자회사의 설립 및 운용요건

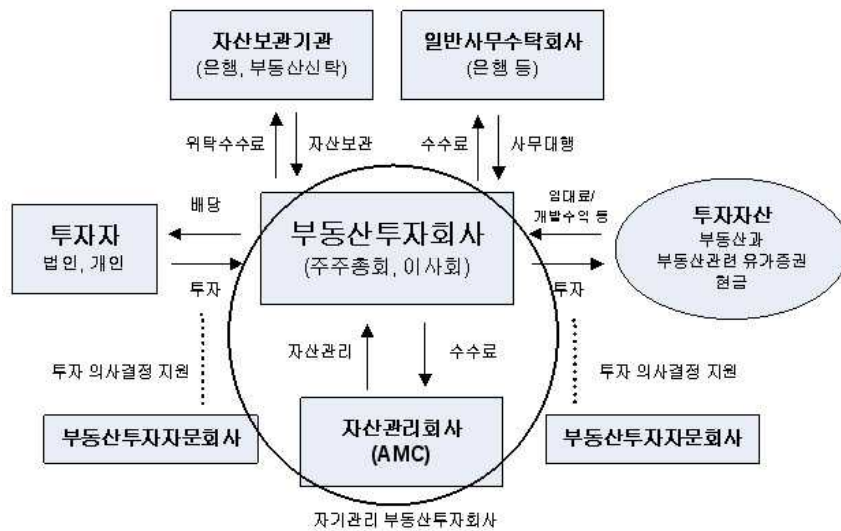
종 류	기업구조조정	개발전문	일반
투자대상	기업구조조정부동산	부동산 개발사업	일반부동산
영업개시	영업인가 (금융위 사전협의)	국토해양부 영업인가	국토해양부 영업인가
설립주체	발기인(발기설립)	발기인(발기설립)	발기인(발기설립)
감독	국토해양부, 금융위원회	국토해양부	국토해양부, 금융위원회
회사형	명목회사	실체회사 (상근임직원)	위탁: 명목형 자기관리: 실체형
주식분산	제한없음	1인당 30% 이내	1인당 30% 이내
주식공모	의무사항 아님 (사모가능)	자본금 30% 이상	자본금 30% 이상
상 장	의무사항 아님	요건충족시 즉시	요건충족시 즉시
현물출자	자본금의 50%내	자본금의 50%내	자본금의 50%내
자산구성 (매분기말)	기업구조조정부동산 : 70% 이상	부동산개발사업 100% 가능	부동산 : 70% 이상
자산운용 전문인력	AMC(5인)에 위탁운용	5인 상근 고용	위탁: AMC에 위탁 자기관리: 5인 상근 고용
배당	90% 이상 의무배당 (초과배당가능)	90% 이상 의무배당 (초과배당가능)	90% 이상 의무배당 (위탁은 초과배당가능)
개발사업	총자산의 30%	총자산의 100% 가능	총자산의 30%
처분제한	제한없음	개발사업 후 분양하는 경우에는 처분 제한기간 없음	3년
자금차입	자기자본의 10배내 (주총 특별결의시)		
회사존속	한시적	선택적	위탁: 선택적 자기관리: 영속적

자료: 국회 법률정보시스템

라) 부동산투자회사의 구조

부동산투자회사는 발기인이 국토해양부의 인가를 받아 개인과 기관 투자자로부터 자금을 조달하여 부동산과 유가증권에 투자하는 구조이다. 자산관리회사에 의하여 설립되는 경우가 많아, 주로 하나의 자산관리회사가 여러 개의 부동산투자회사를 설립, 운용한다. 아래의 <그림 III-1>은 부동산투자회사의 구조를 보여주고 있다. 위탁관리형은 자본시장법상 간접투자기구의 구조와 유사하여 자산관리회사와 자산보관기관이 독립적으로 존재한다. 자기관리 부동산투자회사의 경우 실체회사로 부동산투자회사가 자산관리와 자산의 보관을 내부적으로 수행하여 일반 주식회사와 유사한 구조를 가지고 있다.

<그림 III-1> 부동산투자회사의 구조



2) 부동산펀드

가) 개념

부동산펀드는 투자자들로부터 자금을 모아 다양한 수익성 부동산, 부동산 개발사업, 부동산 프로젝트 파이낸싱 및 자산유동화증권 등에 투자·운영·관리하고 이로 인하여 발생하는 수익금을 분배하는 간접투자 상품이다. 부동산펀드는 실체가 없는 투자도관체(investment conduit)로서 다수의 투자자로부터 소액자금을 모집하여 부동산 및 관련 유가증권에 투자하여 수익을 되돌려 주고 법인세 과세대상이 아니라는 측면에서 부동산투자회사와 유사하다. 부동산펀드는 자본시장법에 근거해 만들어지는 금융 투자상품으로 부동산펀드의 법적형태는 신탁, 주식회사, 유한회사, 합자회사 등이 모두 가능하며, 금융위원회에 신고하는 것으로 설립할 수 있다. 일반 펀드와는 달리 부동산펀드는 ‘폐쇄형(closed end fund)’으로 펀드가 지속되는 동안 투자자는 추가적인 납입이나 환매가 불가능하다. 따라서 유동성을 확보하기 위한 방안으로 공모된 부동산펀드는 반드시 상장하여 그 수익증권, 또는 주식이 거래되도록 하고 있다.

투자자 입장에서는 법인세 과세 면제를 통한 이중과세 회피, 부동산이라는 투자대상이라는 면에서 부동산펀드는 부동산투자회사와 매우 유사하다. 그러나 주로 임대를 목적으로 한 대형 오피스 빌딩에 투자하는 부동산투자회사와는 달리 부동산펀드는 그 투자대상이 다양하고 해외 부동산에 대한 투자 또한 가능하다. 펀드의 특성상 10년 이내의 단기투자에 특화되어 있고, 수익에 대한 배당이 의무화되어있지 않아 장기투자 또는 지속적인 현금흐름을 추구하는 투자자에게는 불리할 수 있다. 일반 펀드와 비교하여 부동산펀드는 순자산의 200%까지 차입할 수 있어, 분산투자효과 뿐 아니라 레버리지 효과를 얻을 수 있다. 또한 펀드의 청산 시 보유 부동산의 처분가치로부터 추가적인 이득을 얻을 수 있는 기회도 있다.

나) 부동산펀드의 종류

부동산펀드는 그 투자 대상에 따라 프로젝트 파이낸싱형(이하 PF형), 경공매형, 임대형, 해외투자형 등이 있다.

(1) PF형(대출형)

PF형 부동산펀드는 아파트, 상가, 오피스텔 등의 부동산 개발과 관련된 사업에 필요한 자금을 펀드에서 PFV가 발행한 채권을 매입하는 형식으로 빌려주고 미리 정한 금리에 따른 이자를 받아 투자자들에게 배당한다. 주로 시공사 또는 금융기관의 보증을 받은 채권에 투자하는 것으로 개발사업에 따른 위험에 직접노출되지 않는다.

(2) 임대형

임대가 가능한 부동산을 매입하여 임대수입을 바탕으로 투자자들에게 배당을 실시하는 부동산펀드로 만기 시 부동산 매각을 통한 시세차익까지 얻을 수 있다.

(3) 경공매형

법원 경매와 자산관리공사, 은행 등이 실시하는 공매 부동산을 매입한 후 임대하거나 매각함으로써 임대수입과 시세차익을 동시에 노리는 부동산펀드로 운용사의 역량에 따라 수익이 크게 달라질 수 있다.

(4) 해외 부동산펀드

해외 부동산펀드는 외국법령에 의해 상장된 부동산 관련 외국간접투자증권 등에 투자하는 해외 리츠 재간접펀드와 국내 운용사가 해외 부동산에 직접투자하는 펀드가 있다. 해외 리츠 재간접펀드의 경우는 국외 기업의 주식에 투자하는 것과 다르지 않지만, 해외 부동산에 직접투자하는 펀드의 경우 해당 국가의 부동산관련 규제 등에 크게 영향을 받을 수 있다.

다) 설립/운용요건

부동산펀드는 금융감독위원회의 신고에 의하여 설립할 수 있으며 최소 자본금의 요건이 없다. 공모 부동산펀드의 경우 90일 이내에 상장하여 유동성을 확보하여야 하며, 총자산의 200% 이내에서 차입이 가능하다. 부동산투자는 집합투자기구로 현물출자가 불가능하고 명목상의 회사로 법인세 과세대상이 아니다. 아래의 <표 III-2>는 부동산펀드의 설립요건을 보여주고 있다.

<표 III-2> 부동산펀드의 설립 및 운용요건

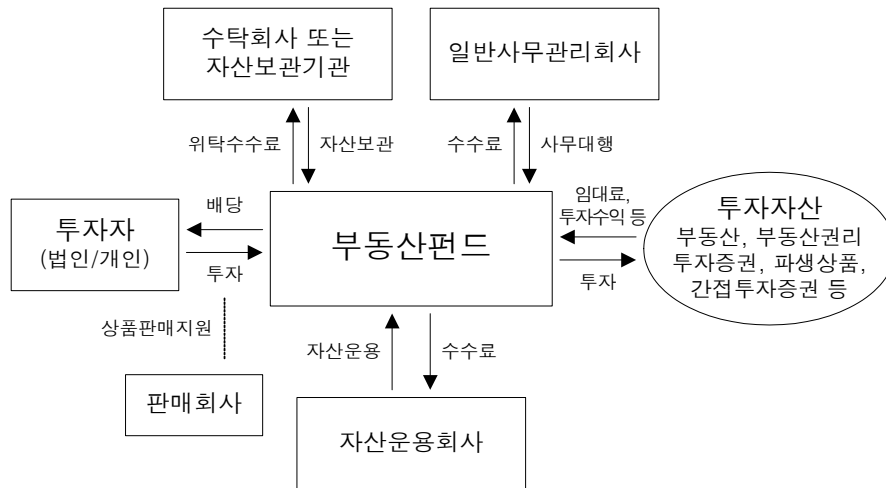
일반사항	근거법령	자본시장과 금융투자업에 관한 법률
	설립조건	금융위원회 신고
	감독기관	금융위원회
	법적성격	투자신탁, 투자회사, 유한회사, 합자회사, 익명조합, 투자조합, 사모투자전문회사
	설립시 최소자본금	최소자본금 요건 없음
	현물출자	현물출자 불가능
자산운용	자산구성	자산의 50% 이상 부동산 및 관련유가증권에 투자
	개발사업	제한 없음
	자금차입	자산총액의 200% 이내 가능
세제	법인세	법인세 과세 대상 아님

자료: 국회 법률정보시스템

라) 부동산펀드의 구조

부동산펀드는 자산운용회사가 명목상의 회사인 부동산펀드를 설립하여 투자자들에게 자금을 모집하여 운용하는 구조이다. 법률상으로는 부동산펀드가 자산의 운용을 자산운용사에 위탁하는 구조이지만, 실질적으로는 자산운용사에 의하여 설립, 운용된다는 점에서 대형자산관리회사에 의하여 설립, 운용되는 위탁관리형 부동산투자회사와 유사하다. (<그림 III-2> 참조)

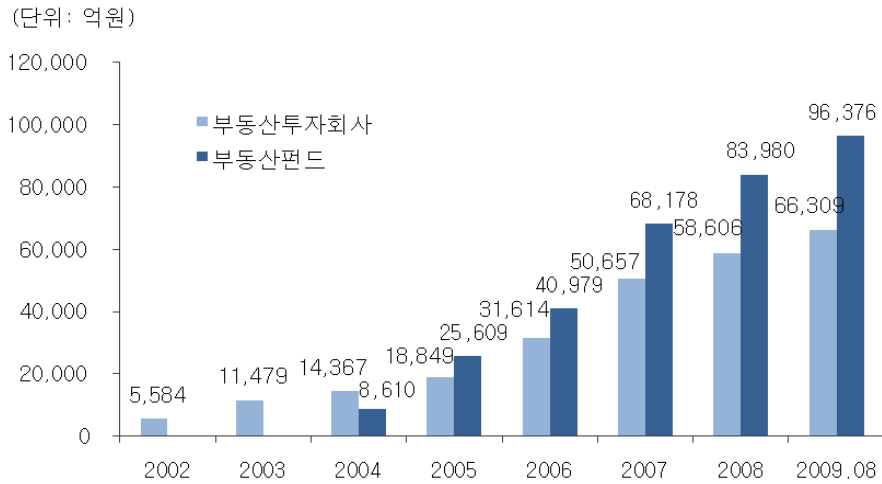
<그림 Ⅲ-2> 부동산펀드의 구조



나. 국내의 현황

위에서 서술한 바와 같이 우리나라의 부동산 간접투자자는 부동산투자회사와 부동산펀드로 나누어진다. 현재 우리나라의 부동산 간접투자시장은 부동산투자회사 30개(개발전문 2개 포함), 부동산펀드(공모)는 24개로 해외 다른 국가에 비해 비교적 작은 규모이지만 <그림 Ⅲ-3>에서 볼 수 있듯이 꾸준히 증가하고 있다. 2009년 8월 기준으로 부동산투자회사의 차입금을 포함한 자본금은 약 6.6조원 정도이며, 부동산펀드의 경우 9.6조원 규모이다.

<그림 III-3> 부동산 간접투자의 규모



자료: KORAMCO Market Review

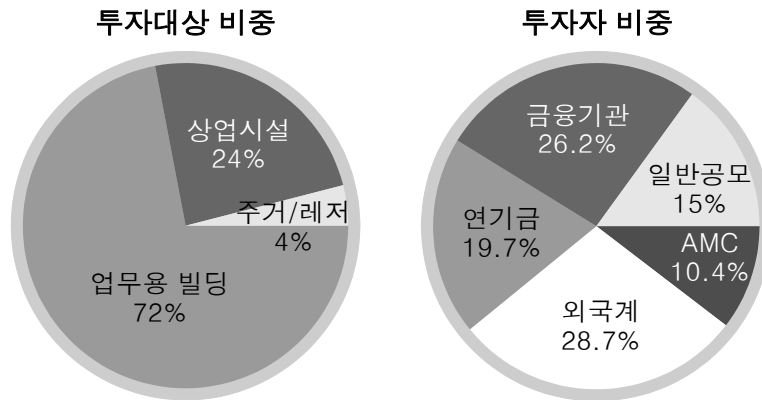
1) 부동산투자회사

2002년 부동산투자회사가 국내에 최초로 설립된 이후 2009년 8월 기준으로 30개의 부동산투자회사가 약 6조 6,309억원 규모의 자산을 운영하고 있고, 이 중 자기자본은 3조 644억원으로 평균 부채비율이 허용기준 보다 낮은 52% 정도이다. 30개의 부동산투자회사 중 4개만이 거래소에 상장되어 있고 26개는 사모의 형태이다. 종류별로는 기업구조조정 부동산투자회사가 19개, 위탁관리부동산투자회사가 9개, 그리고 자기관리 부동산투자회사가 2개이며, 위탁관리와 자기관리 부동산투자회사에는 각각 1개씩 2개의 개발전문 부동산투자회사가 포함되어 있다. 도입 이후 초기에는 기업구조조정 부동산투자회사가 대부분이었지만, 2008년 자기관리 부동산투자회사와 개발전문 부동산투자회사가 처음 인가를 받았으며, 투자 대상도 오피스, 상가, 미분양아파트, 비즈니스호텔 등 다양하게 운영되고 있다. 하지만 여전히 오피스가 21개로 가장 많은 비중을 차지

하고 있으며 비슷한 시기에 REITs를 도입한 일본과 비교하면, 시장규모가 작고 내용면에서도 기업구조조정용과 사모 부동산투자회사가 대부분으로 투자의 다양성과 일반투자자의 투자기회가 매우 제한적이다.

아래의 <그림 Ⅲ-4>는 부동산투자회사의 투자대상과 투자자 비중을 보여주고 있다. 부동산투자회사는 기업구조조정용이 대부분인 업무용빌딩에 대한 투자가 72%로 전체 부동산투자회사 투자의 상당부분을 차지하고 있으며, 상업시설과 주거/레저시설에 대한 투자는 각각 24%, 4%로 아직은 투자대상이 다양하지 않다. 부동산투자회사에 투자하는 투자자들은 외국계 자본이 28.7%, 국내 금융기관이 26.2%, 연기금이 19.7%, 그리고 자산관리회사가 10.4%으로 기관투자자 비중이 85%에 달하며, 공모에 의한 일반 투자자의 비중은 15%로 적은 비중을 차지하고 있다.

<그림 III-4> 부동산투자회사 투자현황



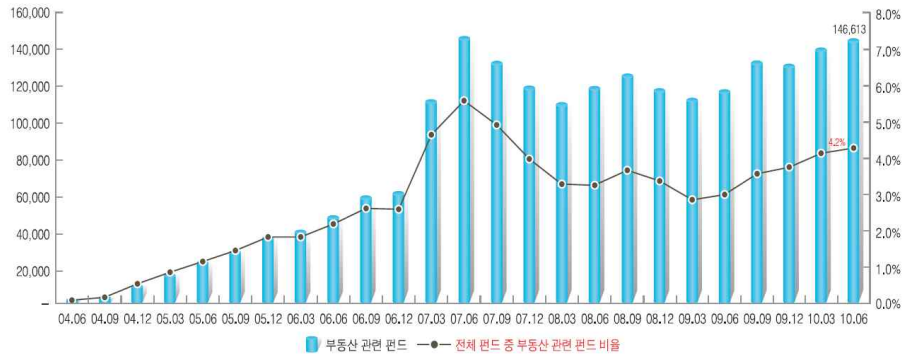
자료: 국토해양부

2) 부동산펀드

부동산투자회사는 주로 대형 오피스에 투자가 집중되는 반면 부동산펀드는 투자 대상이 다양한 편이지만 현재 우리나라의 부동산펀드는 부동산 개발 시행사에 자금을 대여해주고 분양대금으로 회수하는 프로젝트파이낸싱 펀드에 편중되어 있다.

<그림 III-5>는 부동산펀드 수탁고 현황을 나타낸 그래프이다. 부동산 관련 펀드의 규모는 2007년부터 급격히 증가하여 현재 우리나라의 부동산펀드의 규모는 2009년 4월 수탁고 기준 11조 7,255억원으로 전체 펀드 대비 3.03%를 차지하고 있다. 이 중 공모형은 20.7%이고, 사모형은 79.3%로 사모펀드의 비중이 더 높은 편이며 2009년 신규 설정된 부동산펀드가 모두 사모형태인 것을 보면 앞으로 사모형태의 부동산펀드 비중이 더 커질 것으로 예상된다.

<그림 III-5> 부동산펀드 수탁고 현황



자료: 신영에셋

<표 III-3>는 2009년 9월 기준 부동산펀드를 운용하는 자산운용사별로 정리하고 있다. 현재 미래에셋맵스자산운용이 2조 3,416억원으로 전체 운용사중 21.3%를 차지하고 있다. 그 다음으로 신한 BNP 파riba자산운용이 7.5%, KTB 자산운용과 다올부동산자산운용이 각각 6.4%를 차지하는 등 미래에셋맵스자산운용 외에 다른 자산운용사들은 10% 미만의 비중을 나타내고 있다.

<표 III-3> 주요 자산운용사별 부동산펀드 운용현황

(단위: 억원)

자산운용사	설정액	비중
미래에셋맵스자산운용	23,417	21.3%
신한 BNP 파riba자산운용	8,207	7.5%
KTB 자산운용	7,050	6.4%
다올부동산자산운용	6,991	6.4%
골든브릿지자산운용	6,274	5.7%
칸서스자산운용	6,257	5.7%

자료: 신영에셋, 2009.09 기준

3) 해외 현황

해외의 경우 부동산펀드를 REIT와 REITs, Property Fund 등 국가마다 사용하고 있는 용어가 다르지만 구조는 유사하다. 해외 부동산펀드는 주로 REITs의 주식, 또는 관련채권 등에 투자하는 뮤추얼 펀드의 형태로 부동산 개발 사업 등에 직접 투자할 수 있는 국내의 부동산펀드와는 그 성격이 다르다. 국내 부동산펀드는 미국의 Mortgage REITs, Hybrid REITs와 좀 더 유사한 성격을 가지고 있으므로, 여기서는 미국, 일본의 REITs 현황을 알아보기로 한다.

EPR(European Public Real Estate Association)에 따르면, 2008년 말 현재 34개국에 국내의 부동산투자회사 또는 REITs와 유사한 형태의 부동산간접투자기구가 존재한다. 2008년 8월 기준으로 전세계에 상장되어 있는 부동산의 가치는 1조 3,000억달러로 추정되며, 이것은 전체 부동산시장 규모의 8% 정도로 추정된다. 이 제도가 가장 먼저 발달한 미국의 REITs 시장이 가장 크며, 아시아에서는 우리나라와 비슷한 시기에 이 제도를 도입한 일본의 REITs 시장이 2009년 7월 현재 310억달러로 가장 크다.

1960년 도입된 미국의 REITs는 뮤추얼펀드와 유사하다. REITs의 지분은 주식의 형태로 다양한 부동산을 대상으로 거래되고 있으며 실체회사의 형태이다. 미국의 경우 자기관리형 REITs의 형태가 대부분으로 투자대상이 오피스, 주택, 상업시설, 호텔, 헬스케어 등 다양하다. 또한, 투자대상에 따라 지분형(equity), 모기지형(mortgage)형, 혼합형(hybrid)으로 나누어진다. 미국의 REITs는 도입된 이후 1990년대 중반부터 꾸준히 상승세를 이어왔으나, 금융위기의 여파로 2006년 183개에서 2008년 136개, 2009년 6월 현재 113개까지 줄어들었으며, 부동산 가격의 하락으로 2006년 시가총액이 4,381억달러였던 REITs 시장의 규모가 2009년 말 현재는 2,712억달러로 감소하였다.

<표 Ⅲ-4> 미국 REITs 시장의 규모

(단위: 십억달러)

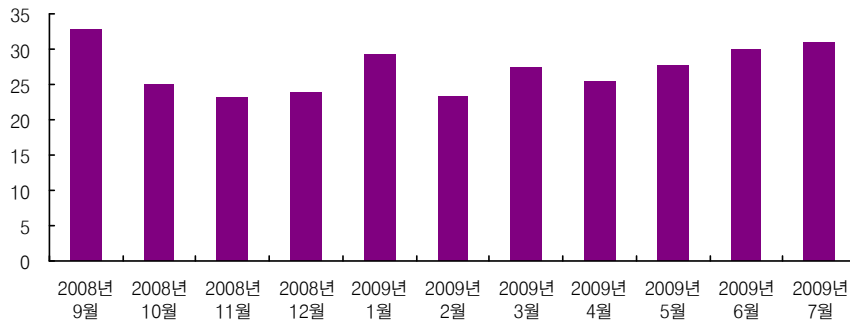
	Equity		Mortgage		Hybrid		합계	
	개수	시가총액	개수	시가총액	개수	시가총액	개수	시가총액
2006	138	400.74	38	29.19	7	8.14	183	438.07
2007	118	288.69	29	19.05	5	4.26	152	312.00
2008	113	176.24	20	14.28	3	1.13	136	191.65
2009(6월)	98	165.51	13	16.64	2	1.03	113	183.18

자료: NAREIT

일본의 부동산간접투자는 특수목적회사(SPC)를 통해 이루어지며 일본의 REITs는 2000년 일본 투자신탁법 개정으로 인해 2001년 도입되었다. 일본의 SPC는 ABS를 발행하여 특정자산을 취하고 그 자산으로부터 얻은 금전으로 원리금과 배당금을 지급하는 형태로 이루어진다. 아시아에서 가장 큰 규모인 일본의 REITs는 현재 시가총액 310억달러로 전체 아시아 REITs 시장의 약 52.5%를 차지한다. 일본의 REITs 시장 역시 미국에서 시작된 서브프라임 모기지 사태로 2008년 9월 이후로 시장 규모가 감소하는 등 영향을 받았으나 현재 꾸준히 회복세를 보이고 있다.

<그림 III-6> 일본의 REITs 시장의 규모

(단위: 십억달러)



자료: APREA

다. 활용전략

투자자 입장에서 부동산투자회사, 부동산펀드 등의 부동산 간접투자상품은 직접투자의 단점을 보완하는 여러 장점을 가지고 있다. 먼저 높은 수익성을 들 수 있다. 부동산 간접투자기구는 부동산 취득세, 등록세의 면제 또는 감면으로 인한 절세효과를 누릴 수 있다. 자기자본의 10배까지 차입이 가능하여 일반적인 은행담보 대출에 의존한 직접투자보다 큰 레버리지 효과를 누릴 수 있어 실제 수익을 높게 기대할 수 있다. 미국 REITs의 경우 배당을 포함한 누적수익률이 3년, 5년, 10년의 각각의 경우에 주가지수 수익률을 초과하는 것이 일반적인 결과이다. <표 III-5>는 2008년 3월 말 기준으로 FTSE NAREIT의 Equity REITs Index와 다양한 주가지수의 연간 복리수익률(compound annual rate)을 보여주고 있다. 부동산 지분투자를 전문으로 하는 Equity REITs는 2008년 3월 기준으로 3년 이상의 복리수익률이 대형주 위주의 S&P 500나 전통적인 산업주 위주의 Dow Jones Industrial Index, 기술주 위주의 Nasdaq, 소

형성장주 위주의 Russell 2000 보다 높은 것을 알 수 있다.

<표 III-5> 역사적 연간 복리수익률 비교

(단위: %)

기간	FTSE NAREIT	S&P 500	Dow Jones	Russell 2000	Nasdaq
1-Year	-17.37	-5.08	-0.74	-13.00	-5.89
3-Year	11.69	5.85	5.30	5.06	4.46
5-Year	18.34	11.32	8.94	14.9	11.19
10-Year	10.69	3.50	3.37	4.96	2.19
15-Year	11.66	9.45	8.85	9.04	8.29
20-Year	11.85	10.94	9.52	9.80	9.45
25-Year	12.68	11.86	10.01	9.62	8.89
30-Year	14.06	12.77	9.73	NA	10.76
35-Year	13.27	10.81	7.58	NA	8.84

주: 역사적 연간 복리수익률(historical compound annual rate)은 2008년 3월 말 기준임

자료: NAREIT Chart Book, April 2008

둘째로는 유동성을 들 수 있다. 비유동자산인 부동산을 증권화한 간접투자기구에 투자하여 증권의 매입과 처분을 통해 부동산투자의 시기와 규모를 추가적인 비용 없이 선택할 수 있다. 셋째로는 배당을 통한 지속적인 현금흐름을 들 수 있다. 부동산투자회사에 투자할 경우 배당가능 수익의 90% 이상을 배당받을 수 있어, 주식을 처분하지 않고도 상대적으로 높고 안정적인 현금흐름을 얻을 수 있다. 아래의 <표 III-6>은 미국 REITs의 배당수익률과 10년 만기 국채수익률을 보여주고 있다. 2002년부터 2007년까지 배당수익률은 평균 5%를 상회하여 미국 국채수익률을 연 1% 이상 초과하는 것을 알 수 있다. 즉, REITs 주식보유를 통하여 국채수익률 보다 높은 현금흐름을 얻는 것으로 안정적인 현금흐름을 목적으로 하는 투자자들에게 유리하다.

<표 III-6> 미국 REITs의 배당수익률과 국채수익률

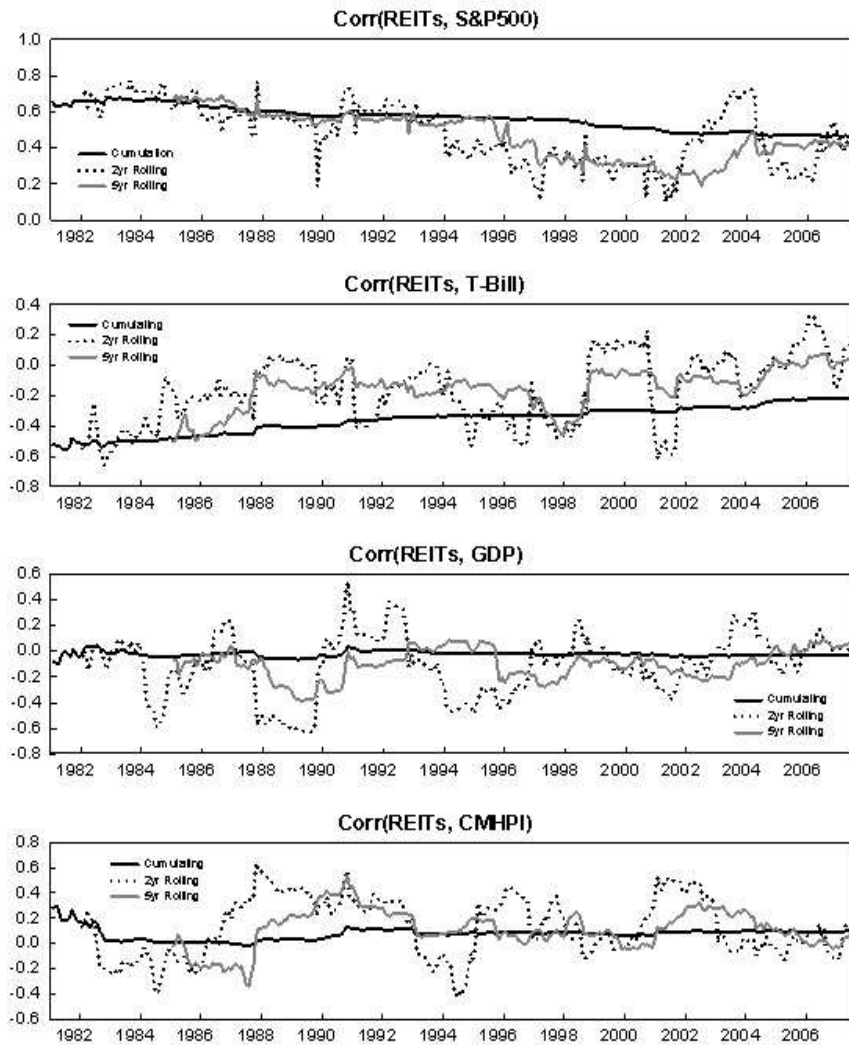
(단위: %)

기간	All	Equity	Mortgage	Hybrid	10yr T-Note
2002	7.32	7.05	12.34	8.94	3.82
2003	5.75	5.52	8.57	6.77	4.26
2004	4.97	4.66	8.15	6.24	4.22
2005	5.06	4.57	10.68	7.97	4.42
2006	4.06	3.69	9.19	6.33	4.71
2007	5.29	4.91	10.52	12.16	4.03

자료: NAREIT Chart Book, April 2008

마지막으로 주가지수, 채권 등과의 낮은 수익률 상관관계를 들 수 있다. 국내의 경우 상장 부동산투자회사의 수가 적어 수익률을 비교하기 어렵지만, 이 제도가 발달한 미국의 경우 REITs 수익률과 주가지수 수익률의 상관관계는 0.6, 미국 단기국채(T-Bill) 수익률과의 상관관계는 -0.3으로 상당히 낮으며, 거시경제변수인 국내총생산(GDP), 주택가격지수와의 상관관계도 0.2 미만으로 다른 자산과 포트폴리오 구성 시 분산 효과를 누릴 수 있다. <그림 III-7>은 REITs와 유동자산(S&P 500 지수, T-Bill 수익률) 수익률과 거시경제변수(GDP, 주택가격지수) 변화율의 상관관계를 나타내고 있다. REITs 누적수익률과 각 변수들의 상관관계가 일정하게 유지되는 것을 볼 수 있다.

<그림 III-7> 미국 REITs 수익률과 유동자산, 거시경제변수의 상관계수



주: 1982.1-2006.12의 월별 수익률 이용. REITs(CRSP/Ziman Real Estate Index), CMHPI(Conventional Mortgage Home Price Index, Freddie Mac), GDP(Gross Domestic Product, Bureau of Economic Analysis), T-Bill(Yield of 3 Month Treasury Bond)

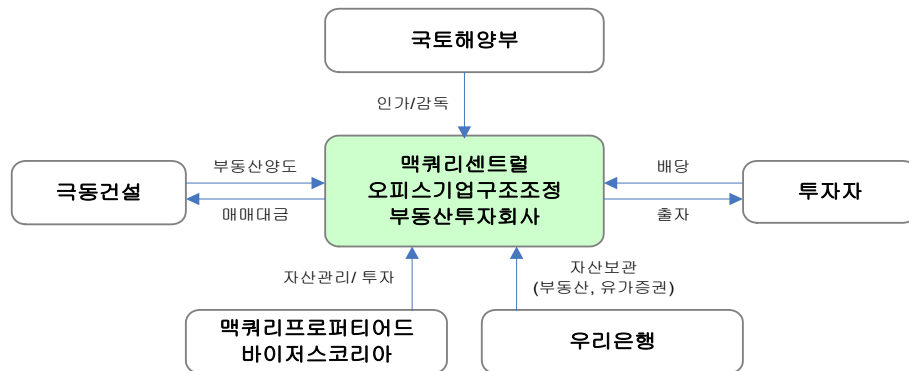
라. 사례연구

부동산투자회사법상 자산관리회사인 맥쿼리 프라퍼티 어드바이저스 코리아는 기업구조조정부동산투자회사를 투자구조로 하여 미국계 사모펀드 론스타가 소유하고 있던 서울 소재의 극동빌딩을 매입하였다. 부동산투자회사의 설립 이전에 발기인들이 론스타와 재산양수약정을 체결하여 2003년 12월에 국토해양부의 인가를 받아 설립되었다. 해당 부동산을 취득하기 위하여 자기자본과 차입금을 각각 760억원과 750억원 조달하여 부동산투자회사법에서 요구하는 자기자본 대비 차입금 비율한도인 200%를 준수하였다. 자본금 760억원 중 410억원은 발기인들이 납입하였으며, 나머지 350억원은 일반공모의 방식으로 조달하여 30% 이상 공모 의무 규정을 충족시켜 2004년 1월 8일 7년 기한으로 상장하였다.

투자 대상인 극동빌딩은 극동건설이 보유하던 것으로 2003년 5월 론스타는 극동건설 지분 98%를 매입함으로써 극동빌딩에 대한 지배권을 확보하였다. 그리고 같은 해 12월 극동빌딩을 맥쿼리센트럴오피스에 매각하였고, 기업구조조정 요건을 충족하기 위하여 부동산매각 대금의 50%를 기존의 부채를 상환하는 데 사용하였다.

<그림 III-8>은 맥쿼리센트럴오피스기업구조조정부동산투자회사의 구조를 보여주고 있다. 설립 당시 맥쿼리 은행, 삼성생명보험(주) 등이 주요 투자자로 참여했으며, 자산 보관기관으로 우리은행이 그 역할을 하였다.

<그림 III-8> 맥쿼리센트럴오피스기업구조조정부동산투자회사



2009년 6월 15일 맥쿼리센트럴오피스는 국민연금이 100% 출자한 위탁관리 부동산투자회사 '지이엔피에스 제1호'에 극동빌딩을 3,100억원에 매각하여 2009년 7월 현재 청산절차를 진행 중이다. 취득가액 대비 매각 차익은 1,500억원이 넘어 보유기간(5년 8개월) 투자수익률은 100%에 이른다. 극동빌딩은 연간임대료가 185억원 수준으로 최근 5년간 연평균 16.25%의 배당을 하였다. 아래의 표는 맥쿼리센트럴오피스의 지분소유 현황을 보여주고 있다.

<표 III-7> 맥쿼리센트럴오피스 기업구조조정 투자회사

지분 소유 현황

성명	관계	주식의 종류	주식수	지분율(%)
맥쿼리은행-BPG	최대주주	보통주	1,369,232	8.97
맥쿼리은행	특수관계인	보통주	1,216,038	7.97
(주)맥쿼리리얼에스테이트코리아	특수관계인	보통주	456,290	2.99
(주)맥쿼리센트럴오피스기업구조조정부동산투자회사	자사주	보통주	1,953,329	12.80
삼성생명보험(주)	5% 이상 보유	보통주	1,520,000	9.96
신한생명보험	5% 이상 보유	보통주	979,810	6.42
엔데버주식회사	5% 이상 보유	보통주	835,330	5.47
합계			8,330,029	54.58

주: 2009년 3월말 기준

마. 활성화 방안

1) 부동산투자회사

가) 대형화

2009년 말 현재 미국의 상장된 REITs 142개의 시가 총액이 2,712억 달러로 평균 자산규모가 19억 달러 이상(원화 환산 시 2조 2천억원) 수준이다. 반면 현재 상장된 부동산투자회사 평균 자산규모는 3,000억원으로 상당히 영세하다. 현재 서울 중심가의 적격 투자대상으로 분류되는 프라임급 빌딩의 가격이 3,000억원 이상인 것을 감안하면 각 부동산투자회사가 1개의 부동산만을 운용하고 있는 것이다.

이러한 부동산투자회사의 특성은 부동산투자회사가 하나의 대형 오

피스 빌딩에 투자하는 펀드로 인식되게 하여 ‘closed end’ 형태의 존속 기간 10년 미만의 부동산투자회사가 주를 이루게 되었다. 또한 단일 부동산에 대한 투자로 분산투자의 효과도 적고 자산운용사의 운용능력이 자산 수익률에 크게 반영되지 못하였다. 하나의 부동산에 투자하는 구조는 자산을 운용하는데 제약으로 작용하여 대부분의 부동산투자회사가 존속기간동안 부동산 시장의 움직임에 연동하는 단순하고 수동적인 형태로만 운용되도록 하고 있다. 이는 미국의 REITs 시장에서는 한해 평균 10여 건의 M&A가 발생하고, 각 REIT의 수익률이 각기 다른 것과 대조되고 있다.

따라서 부동산투자회사의 대형화를 통해 지역별 위험과 자산고유의 위험을 분산하여 더 나은 위험대비 수익률을 기대할 수 있도록 해야 한다. 이를 통해 각 자산운용사의 운용능력이 성과와 연동되고, 투자자 성향에 따라 공격적이거나 혹은 보수적인 투자를 가능하게 하여 다양한 투자기회를 제공하도록 할 필요가 있다.

나) 부동산투자회사의 운용범위 확대

국내 부동산투자회사는 상법상의 주식회사로 설립 전 투자대상을 규정하고, 설립 시 자금모집 규모를 확정해야 하는 폐쇄형 펀드이다. 부동산투자회사의 폐쇄적인 성격은 부동산투자회사가 시장의 변화에 대처하기 어렵게 할 뿐 아니라, 미리 정해진 투자대상에 투자하지 못할 경우 해당 부동산투자회사의 존립이 불가능해진다. 이는 투자대상 부동산 매입 시 불리한 요인으로 작용하기도 한다.

따라서 블라인드 펀드 형태의 자금모집을 허용하고, 다른 부동산투자회사에 대한 지분참여³⁷⁾ 등을 허용하여 분산투자가 가능하도록 해야 한다

37) 다른 리츠의 일부를 소유하는 이러한 리츠 구조를 UP REITs(Umbrella Partnership REITs), 자회사 형태로 소유하는 것을 Down REITs 라고 한다.

다. 즉, UP REITs, Down REITs 등의 다양한 구조의 부동산투자회사를 허용해야 한다. 또한 해당 부동산을 보유하는 지분형³⁸⁾과 개발을 전문으로 하는 개발전문 부동산 외에 부동산 담보대출사업을 할 수 있는 모기지형, 다양한 사업을 영위할 수 있는 혼합형 등을 도입하여 다양한 사업 형태를 영위할 수 있도록 해야 한다.

다) 자기관리형 부동산투자회사 활성화

자기관리형 부동산투자회사는 실체가 있는 회사로 배당가능 금액의 90%를 배당하여도 법인세 면제 혜택을 받지 못한다. 이는 자기관리형 부동산투자회사의 실질수익률을 떨어뜨려 자기관리형 부동산투자회사의 투자유인을 감소시킨다. 2009년 말 현재 상장된 부동산투자회사 중 자기관리형은 없으며, 국토해양부 인가를 받은 자기관리형 부동산투자회사도 2개 뿐이다.

반면 미국, 영국 등의 경우, 운용형태에 관계없이 REITs에 대한 법인세 과세를 면제하고 있으며 상장된 REITs의 대부분이 자기관리형으로 분류되고 있다. 미국은 1986년 세법개정으로 인하여 처음으로 자기관리형 REITs에 대한 법인세면제가 시행된 이후 경영진의 운용역량이 가장 크게 반영될 수 있는 지분형 REITs가 크게 증가하였다. 1986년 96개의 상장 REITs 중 45개가 지분형이었으나 2009년 148개 중 115개가 지분형으로 상장된 REITs의 대부분을 차지하고 있다. 특히 Ambros and Linneman(2001)은 1990년부터 1996년까지의 미국 상장 REITs의 성과를 비교한 결과 자기관리형 REITs의 수익률과 생존율이 더 높음을 보여 자기관리형 REITs의 활성화가 이유 있음을 증명하였다.

국내 REITs 시장의 발전을 위해서는 자기관리형 REITs의 활성화가

38) 개발전문 부동산투자회사를 제외한 구조조정용 일반 부동산투자회사를 말한다.

이루어져야 하며, 이를 위해서는 운용형태에 관계없이 세제혜택이 고려되어야 한다.

라) 참여자의 확대

대부분의 투자자들이 은행, 자산관리회사 등의 기관투자자이고, 현재 30개의 부동산투자회사 중 4개만이 상장되어 있어 일반투자자들이 부동산투자회사에 투자할 기회가 제한되어 있다. 1인당 주식소유 한도(최대 30%) 제한, 일반 부동산투자회사에 대한 주식공모의 의무(최소 30%), 현물출자기준을 완화하여 부동산투자회사의 설립이 가능하게 하여야 한다. 작은 규모의 폐쇄적인 지배구조의 부동산투자회사라 하더라도, 설립 후 운용여건에 따라 거래소에 상장하여 자금을 조달할 수 있도록 해 결과적으로는 투자자들의 투자기회를 확대할 수 있도록 해야 한다.

2) 부동산펀드

가) 장기부동산펀드 활성화

상대적으로 투자기간이 짧고 위험이 큰 부동산 PF(Project Financing)에 펀드가 집중되어 안정성을 추구하거나 거시변동성을 헤지하고자 하는 투자자들의 투자기회가 상대적으로 작다. 이는 은행, 보험 등의 금융기관 투자자의 비중이 높은 부동산펀드 시장 현황을 반영한다. 또한 5년 이하의 단기 투자위주로 장기투자에 유리한 부동산 간접투자의 장점을 살리지 못하고 있다. 따라서 장기간 투자할 수 있는 부동산펀드 상품의 개발을 통해 개인투자자를 포함한 다양한 투자자군을 확보할 수 있도록 해야 한다.

나) 투자분야의 확대

부동산펀드는 집합투자기구로 부동산을 직접 운영하는 자기관리 형태의 투자가 불가능하므로 장기적으로는 임대형보다는 부동산 담보대출을 전문으로 하는 모기지형, 경공매형에 이점이 있다. 부동산 PF형과 함께 모기지형과 경공매형의 투자확대 가능성이 있다. 현재 가장 큰 비중을 차지하는 부동산 PF형은 부동산 개발사업에 채무자로서 참여하는 것으로 부동산 개발이익의 제한적인 부분만을 갖는다. 부동산 개발사업에 지분 투자자로서 참여하여 개발이익을 얻을 수 있는 상품 개발이 필요하다.

다) 부동산 운용 전문가 양성

현재 부동산펀드의 유통 및 운용은 일부 증권회사와 자산운용사에 의하여 이루어지고 있다. 전문가 양성을 통해 여러 증권회사와 운용사가 참여할 수 있는 여건을 만들어 이들 사이의 경쟁을 유도해야 한다.

2. 부동산파생상품

가. 개념 및 거래구조

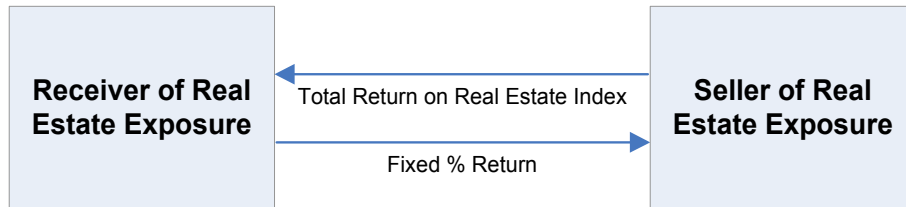
부동산파생상품(property derivatives)은 부동산이나 부동산 REITs, 주택저당대출유동화증권(MBS), 자산유동화증권(ABS), 부동산지수 등과 관련된 상품으로 부동산에 대해 직접 혹은 간접적으로 투자하는 데에서 발생하는 위험을 거래하는 것을 상품화한 것이다. 부동산파생상품은 부동산관련 자산을 기초로 한다는 점만 다를 뿐 일반 파생상품과 구조가

같다.

일반적으로 기초자산이 갖는 위험의 성질에 따라 상업용 부동산, 주거용 부동산, CMBS(Commercial Mortgage Backed Securities), REITs 등으로 세분하여 부동산파생상품이 발행된다. 부동산파생상품은 부동산지수를 기초로 부동산의 가치 변화로 인한 수익(capital growth)과 부동산 운용으로부터 오는 현금흐름(income return)을 스왑과 선도, 선물, 그리고 옵션 등의 형태로 거래되는 상품이다. 상업용 부동산을 기초로 한 파생상품은 스왑이 많으며 영국, 프랑스 등 유럽국가와 호주, 캐나다는 영국의 IPD(Investment Property Databank)가 제공하는 상업용 부동산지수를 이용하고, 미국은 NCREIF (National Council of Real Estate Investment Fiduciaries)가 계간으로 발표하는 NCREIF Property Index(NPI)를 주로 이용한다. 주거용 부동산을 기초로 한 파생상품은 주로 선도거래가 많으며 영국은 Halifax House Price Index를, 미국은 Radar Logic이 매달 발표하는 Residential Property Index를 주로 사용한다. 국내에서는 아직 거래되는 부동산파생상품이 존재하지 않는다.

아래의 <그림 III-9>는 부동산지수를 기초로 한 스왑 계약구조를 보여주고 있다. 부동산 가격 위험에 노출되어 있는 seller가 부동산지수 수익률을 스왑의 상대방(buyer 또는 receiver)에게 주고 buyer는 고정수익률을 seller에게 지급한다. 고정수익률은 주로 런던은행간 금리인 LIBOR에 스프레드를 더한 것을 사용한다. 계약 체결 시에는 현금흐름이 발생하지 않으며, 계약 구조에 따라 만기, 또는 정산일에 기초자산의 인수도 없이 차익만 거래한다. 선물과 옵션계약은 주가지수 선물·옵션과 같은 구조이다.

<그림 III-9> 부동산지수 스왑(Real Estate Index Swap) 거래구조



나. 국내의 현황

1) 국내 현황

부동산파생상품시장이 존재하기 위하여 다음의 세 가지 조건이 충족되어야 한다. 첫째는 부동산시장의 규모가 파생상품에 대한 수요와 공급을 창출할 만큼 커야 한다. 둘째는 부동산 수익률의 변동성이 헤지 수요나 투기 수요를 창출할 정도로 존재해야 한다. 마지막으로 부동산시장의 변화를 잘 반영하고 파생상품의 기초자산으로 사용할 수 있을 만큼 신뢰성 있는 부동산지수가 존재해야 한다.

국내 부동산파생상품이 아직 도입되지 않은 원인은 이러한 조건이 충족되지 못하였음을 의미한다. 국내 부동산시장의 규모는 크지만, 아파트로 대표되는 주거용 부동산이 대부분을 차지하고 있다. 국내 주거용 부동산 시장은 '부동산 불패신화'라 할 만큼 가격이 지속적으로 상승하여 헤지 수요가 작았다. 또한 주거용 부동산의 대부분이 직접 소유 또는 개인 투자자와의 장기 전세계약에 의해 이루어져 대규모 투자용 부동산 거래의 수요가 적은 것도 부동산파생상품의 수요가 작았던 요인이다. 그러나 국내 주택보급률이 100%에 근접하고 있고, 소득 대비 주택가격이 상승하면서 주거용 부동산 시장도 변화의 조짐이 보이고 있다. 소형을 위주로 한 임대시장이 중대형 주택으로 확산되고 있으며, 은행을 통한

부동산 담보대출에 의존하던 부동산 금융도 모기지, 역모기지 등 다양한 형태로 변하고 있어 부동산 임대업자와 채권 소유자의 잠재적인 헤지 수요가 증가하고 있다.

상업용 부동산의 경우 1997년 외환위기 당시 기업구조조정용 부동산 매물이 대거 쏟아져 큰 가격하락을 경험하였다. 당시 구조조정을 원활하게 하고 일반 투자자로부터 자금을 조달하기 위하여 자산유동화증권, 부동산투자회사 등을 도입하였다. 외국계 사모펀드들의 국내 부동산 매입도 이 때를 같이하여 활발히 이루어졌고 이는 국내 상업용 부동산 시장을 변화시켰다. 상업용 부동산의 임대차 계약이 전세에서 월세계약으로, 단기계약에서 장기계약으로 바뀌어 부동산투자로부터 지속적인 현금흐름을 기대할 수 있게 되었고 연기금 등 일정한 현금흐름을 추구하는 투자자들이 상업용 부동산에 투자하기 시작하였다.

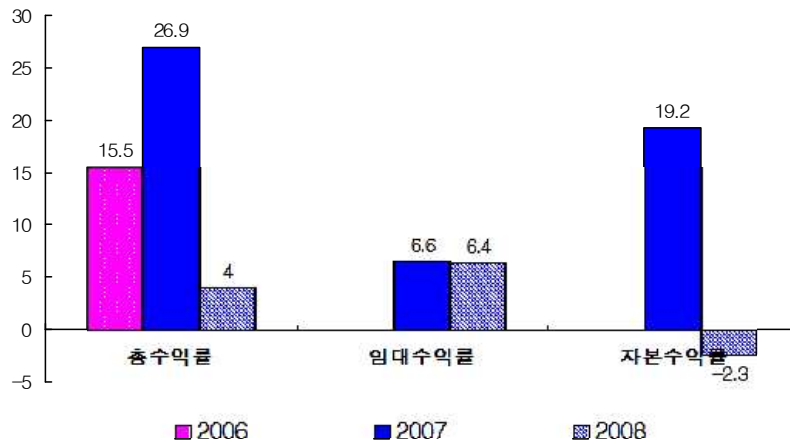
부동산 개발사업의 자금 조달을 원활히 하기 위해 도입된 프로젝트 금융투자회사(Project Financing Vehicle)가 활성화되면서, 부동산펀드 등을 통한 개인 및 기관의 개발사업 참여가 증가하였다. 부동산 개발사업은 사업이 진행되는 동안 현금흐름이 없고 부동산 지분투자에 비하여 위험이 커 투자자의 헤지 수요와 투기 수요가 증가하고 있다.

부동산파생상품의 기초자산으로 이용될 수 있는 부동산지수로는 IPD가 2006년부터 매년 4월 발표하고 있는 상업용 부동산지수와 국민은행의 부동산시세, 지난 6월부터 발표되기 시작한 국토해양부의 아파트 실거래가격지수 등이 있다. IPD 지수는 국내 122개의 상업용 부동산에 대한 임대수익률과 자본수익률을 지수화 한 것으로 지수 참여 부동산에 대한 회계자료와 감정평가 자료를 모두 이용하고 있다는 점에서 신뢰도를 인정받고 있다. 그러나 지수 발표가 연 1회인 것과 지수가 현재 3회만 발표되었다는 점에서 시장의 신뢰를 얻기엔 부족하다. 국민은행 부동산시세의 경우 부동산 중개인들에 대한 설문은 기초로 작성된 것으로

중개인들의 인센티브와 맞물려 그 신뢰성을 의심받고 있어 개선이 요구되고 있다. 국토해양부의 아파트 실거래가격지수는 역사가 짧아 그 부동산과생상품 기초지수로서의 잠재성은 있으나 아직 평가하기는 이른 단계이다.

<그림 III-10> IPD Korea Property Index

(단위: %)



자료: IPD

2) 해외 현황

부동산과생상품은 1994년 영국에서 처음으로 시작되어 같은 해 런던 상품거래시장(London International Financial Futures and Options Exchange: LIFFE)에 부동산 지수선물이 상장되었으나 거래량이 적어 5개월 만에 상장 폐지되었다. 이후 부동산과생상품은 10년동안 거의 거래가 일어나지 않다가 2005년 이후 영국을 중심으로 성장하고 있다. 현재

미국, 영국, 호주, 홍콩 등 10개국 이상에서 거래되고 있다. 해외 파생상품시장 규모는 총 470억달러로 시장규모 중 영국이 약 90% 정도를 차지하고 있다. 영국과 프랑스를 제외한 다른 유럽국가와 일본의 경우 부동산파생상품 거래가 거의 없으며 미국의 경우 현재 부동산시장 규모에 비하여 거래량이 적지만 서서히 성장하고 있다.

<표 III-8> 해외 파생상품시장 규모

(단위: 십억달러)

	상업용	주거용	계
영국	31.00	8.50	39.50
미국	2.00	1.60	3.60
프랑스	1.70	-	1.70
독일	1.70	-	1.70
홍콩	-	0.30	0.30
기타	0.30	-	0.30
계	37.00	10.00	47.00

자료: GFI Collier, 2009. 03 기준

가) 영국

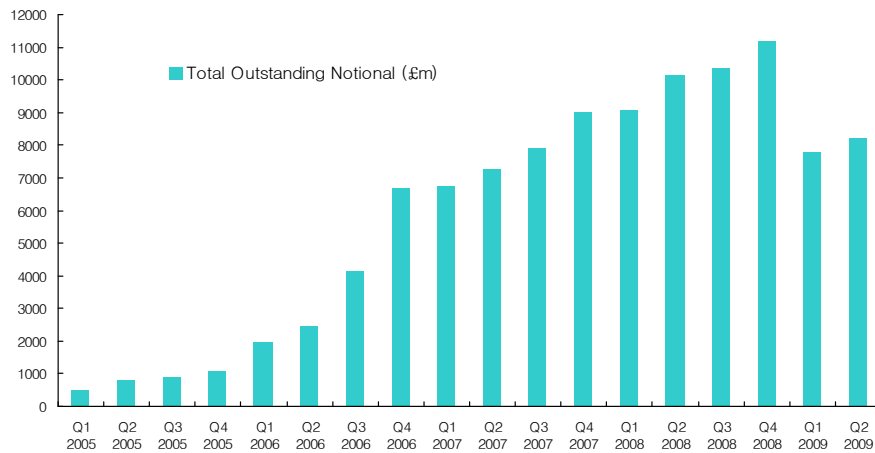
영국의 경우, 대표적인 상업용 부동산파생상품으로 IPD Capital Growth Index를 기초자산으로 하는 장외 선도계약(Property Index Forward: PIF)과 임대수익(income return)과 자본수익(capital growth) 위험을 함께 거래하는 TRS(Total Return Swap)이 있다. 장내파생상품으로는 2009년 2월 IPD Annual All Property Index를 기초로 한 선물이 유럽에서 가장 큰 파생상품 거래소인 EUREX(에 상장되어 거래를 시작하였다.

주거용 부동산파생상품으로는 Halifax House Price Index를 기초로 하는 선물 상품이 2007년부터 TFS(Tradition Financial Service)에 의해 만들

어져 거래되고 있다. Halifax House Price Index는 Lloyd 은행 그룹 산하의 모기지전문은행 Halifax가 매월 발표하는 영국의 주택가격지수로 TFS는 이 지수를 기초로 1년, 3년, 5년 만기의 선물을 매월 발행하고 있다.

<그림 III-11> IPD 지수를 기초로 한 영국 파생상품시장 추이

(단위: 백만파운드)



자료: IPD

IPD 지수를 기초로 한 상업용 부동산파생상품은 All Retail, All Office, All Industrial, All Property로 세분화되어 거래가 이루어지며, TRS 거래가 주를 이루고 있다. 2007년 이후 빠르게 성장하여 2008년 1분기에는 총 IPD 지수 거래량은 37억파운드를 기록하였다. 금융위기의 영향으로 2008년 4분기에는 5.5억파운드를 기록하며 2008년 총 IPD 지수 파생상품 거래량은 77억파운드로 전년 대비 약 6.8% 하락하였다. 그러나 2009년 1분기의 거래량은 6억만파운드로 다시 증가하는 추세이며 현재 영국의 부동산파생상품은 관련 부동산 지표가 질적으로 가장 우수

하다는 평가를 받고 있다.

스왑은 일반적으로 All Property와 LIBOR+spread로 이루어지며, 현물 인수도 없이 계약당사자 간에 차액을 현금으로 지급한다(<그림 III-9> 참고). 매수자는 부동산시장의 위험노출을 부담(즉 매수)하는 대신 IPD의 All Property의 연간 총수익률(total annual return, %)을 수취하고 LIBOR+spread(%)를 지급한다. 매도자는 부동산 시장의 위험노출을 상대방에게 매도하는 대신 LIBOR+spread(%)를 지급하고 IPD의 All Property 지수의 연간 총수익률(%)을 수취한다. LIBOR에 더해지는 spread는 스왑 기간 동안 IPD 지수의 움직임을 예측하여 매수와 매도 간의 현재가치를 동일하게 유지하기 위한 값이다.

나) 미국

미국은 2007년이 되어서야 부동산파생상품거래가 일어나기 시작하였다. 부동산파생상품의 기초가 되는 부동산 시장이 가장 발달한 국가인 미국은 부동산파생상품 거래가 영국에 비하여 늦게 시작되었지만, 상품의 다양성과 성장성은 이미 영국을 넘어서고 있다. 수익률에 기초한 상업용 부동산파생상품, 주택가격지수의 변화에 기초한 주거용 부동산파생상품 외에도 상장된 부동산관련 산업지수를 기초로 한 파생상품까지 거래되고 있어 규모와 다양성 면에서 영국을 앞선다.

상업용 부동산의 경우 NCREIF가 만드는 Property Index(NPI)를 기초로 상업용 부동산파생상품이 만들어져 거래중이며, Barclays Capital, Goldman Sachs, Merrill Lynch의 3개의 은행이 회원사로 참여하고 있다.³⁹⁾ 거래구조와 시장운영체계는 영국과 유사하다. NPI는 연 4회, 미국 전체, 4개 지역(동부, 서부, 중서부, 남부)과 5개의 업종지수(Retail,

39) 회원사들은 NPI를 기초로 하는 상품을 만들어 거래할 수 있음

Office, Industrial, Apartment) 로 나누어 발표되고 있다.

상업용 부동산파생상품으로는 2007년 10월부터 S&P/GRA Commercial Real Estate Indexes(SPCREX)를 기초로 시카고 상품거래소 (Chicago Mercantile Exchange: CME)에 상장되어 있는 선물이 있다. SPCREX는 상업용 부동산 실거래가를 이용하여 가격 변화를 추정한 지수로 감정가와 회계자료를 이용하여 임대수익과 자본수익을 추정한 NPI나 IPD 지수와는 성격이 달라 서로 보완하는 관계에 있다.

미국의 주거용 부동산파생상품으로는 2006년부터 CME에 상장되어 있는 S&P/Case-Shiller Home Price Index를 기초로 한 선물과 옵션이 있다. S&P/Case-Shiller Home Price Index는 매월 발표되는 지수로 미국 전체와 10개의 대도시⁴⁰⁾로 구분하여 발표되고 있다. 이 지수를 기초로 한 선물과 옵션은 2월, 5월, 8월, 11월 물로 계약이 이루어지며, 실물 인수도 없이 현금으로 정산한다.

<표 III-9> CME 주택가격지수 선물 및 옵션계약

	선물	옵션
계약단위	\$250*S&P Case-Shiller 주택가격지수	한 단위 선물계약
최소 가격변동	0.2*Index points(\$50)	0.2*Index points(\$12.5)
개장시간	월요일-목요일 오후5시- 익일 오후 2시	월요일-금요일 오전8시~오후 2시 공개호가방식(open outcry)
최종 결제일	계약월 마지막주 화요일 정오	계약월 마지막주 화요일 정오

40) 10개 도시: 보스톤, 시카고, 덴버, 라스베이거스, 로스앤젤레스, 마이애미, 뉴욕, 샌디에이고, 샌프란시스코, 워싱턴 D.C.

다) 홍콩

홍콩은 2007년부터 홍콩대학이 매월 발표하고 있는 University of Hong Kong Island Residential Price Index(HKU-HRPI) 지수에 기초한 스왑, 옵션 그리고 지수연계채권(index linked notes) 등이 거래되고 있다. HKU-HRPI는 주거용 부동산의 실거래가로부터 추정된 주택가격지수로 홍콩 전체와 3개의 지역으로 나누어 발표되고 있다. 3년 미만의 비교적 단기의 스왑계약이 주를 이루고 있고, 옵션은 중간청산이 되지 않는 유럽식 옵션으로 3년 이상의 장기 put option이 주를 이룬다. 지수연계채권은 안정성을 선호하는 bear note⁴¹⁾가 HKU-HRPI지수와 연계되어 거래되고 있다. 홍콩의 부동산파생상품은 6개 기관이 회원사로 참여하여 장외 거래되고 있으며, 유럽과 중동의 외국투자자들의 비중이 크게 증가하고 있다. 2009년 3월 기준으로 홍콩 전체 부동산파생상품시장 규모는 3억달러로 추정되고 있다.⁴²⁾

라) 그 외 REITs를 기초로 한 부동산파생상품

미국과 유럽의 REITs 시장은 전세계 REITs시장의 48.5%, 20.8%를 각각 차지한다. FTSE(Financial Times Stock Exchange)은 EPRA(European Public Real Estate Association), NAREIT(National Association of Real Estate Investment Trusts)과 함께 유럽, 미국, 아시아, 호주를 포함한 총 171개의 REITs 지수를 제공하고 있다. 이중 FTSE EPRA/NAREIT Europe Index(EPRA)와 TFSE EPRA/NAREIT Euro Zone Index(EPEU)를 기초로 한 선물이 유럽 상품거래소인 LIFFE에 2007년 10월에 상장되어 거래되기 시작하였다.

41)경기가 하락할 때 가격이 상승하는 증기 채권

42) 2009년 3월 GFI Collier 추정.

<표 III-10> EPRA, EPEU 선물거래

계약단위	FTSE EPRA/NAREIT Europe Index (initial margin: €1,800) TFSE EPRA/NAREIT Euro Zone Index (initial margin: €2,000)
최소 가격변동 (Ticks)	0.5*index point (€5)
계약월	3월, 6월, 9월, 12월
최종거래일	오후 5시 45분 파리시각(Central European Time)
결제	계약 만기 월 셋째주 금요일의 지수가격을 기준으로 계산되며, 실물 인수도 없이 차익을 현금결제

자료: LIFFE

미국에서는 2007년 2월 Dow Jones U.S. Real Estate Index(DJUSRE)와 FTSE EPRA/NARET Global Real Estate Index를 기초로 한 파생상품이 CME에서 거래되고 있다.

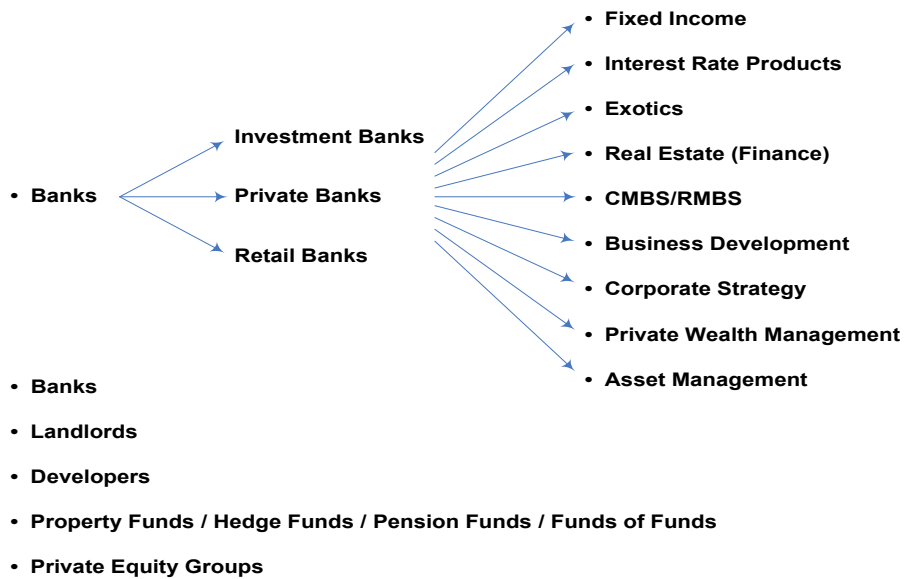
다. 활용전략

1) 부동산파생상품 거래 참여자

부동산파생상품은 <그림 III-12>에 나와 있는 것처럼, 은행, 부동산소유자, 부동산개발업자와 각종 펀드 운용자들에 의해 거래될 수 있다. 이러한 투자자는 부동산에 대한 기대수익이 시장이자율보다 높을 때 부동산파생상품의 매입포지션을 취하고, 기대수익이 시장이자율보다 낮을 때에는 매도포지션을 취하게 된다. 예를 들어, 단기간 퍼포먼스 향상을 위해 현금을 투자하는 펀드매니저는 매수포지션을 취하게 되며, 우수한 수익률의 포트폴리오를 락인(lock in)시키려는 펀드매니저와 투자, 투자

나 개발의 수익률을 헤지하려는 투자자는 매도포지션을 취하게 된다. 또한 전략적 자산배분을 선호하는 투자자와 레버리지 포지션을 이용하여 높은 성과를 추구하는 투자자는 매수나 매도포지션을 취할 수 있다.

<그림 III-12> 부동산파생상품 거래 참여자



자료: GFI

2) 부동산파생상품의 장점

가) 부동산가격 변동위험 헤지와 수익성

부동산파생상품은 부동산에 직접 투자하는 것에 비해 많은 장점이 있다. 우선 부동산파생상품의 가장 큰 장점은 부동산파생상품은 불안정한 가격변동에 대한 위험 헤지가 가능하다는 것이다. 부동산 가격의 급등은 일부 지역의 초과 수요를 노린 투기 수요 때문이다. 이런 경우 부

동산시장의 투기 수요를 억제하고 투자자들의 부동산투자효과를 위해서는 부동산파생상품을 이용하여 투기 수요를 억제하면 부동산가격의 하락 위험에 대비할 수 있는 등 부동산 가격을 안정시킬 수 있다.

부동산스왑의 경우, 시장위험과 시장 수익률은 상대방에게 전가시키고 그 대가로 고정수익 혹은 변동수익을 받을 수 있으며, 변동성은 변동금리로 대출을 받거나 채권발행을 통해 제거할 수 있다. 이로 인해 부동산 보유회사는 초과 수익률을 얻을 수 있으며 시장 리스크 헤지가 가능하고, 상대방은 자산 소유권 이동에 따른 거래비용 없이 부동산 시장수익률을 얻을 수 있다. 부동산스왑은 주가지수 선물, 채권의 이자수익 등 다양한 종류의 자산과 가능하다.

나) 가격투명성 강화

부동산파생상품의 개발은 해당 부동산을 시장에 노출시켜 가격 투명성을 강화하고 시장의 방향성을 예견해주는 장치 역할을 한다. 선물시장에서는 결제월의 상품에 대한 선물가격이 형성되기 때문에 이 때 형성되는 선물가격은 상품의 수요·공급에 관한 정보를 반영한 것으로 미리 부동산 가격을 예측할 수 있다. 미래 부동산 구매를 원하는 사람의 경우 부동산 가격지수 선물을 매입하고 가격이 상승할 때 수익을 얻고 이를 구매 시 활용할 수 있으며 부동산을 이미 소유하고 있는 사람의 경우 부동산의 가격이 하락하는 위험을 방지하기 위해 선물을 매도하고 가격이 하락할 경우 반대 매매하여 가격이 하락한 만큼 수익으로 확보할 수 있다. 이는 부동산 거래가 활성화되고 부동산 간접투자의 불투명성도 보완하여 가격의 투명성을 강화하는 목적으로 이용될 수 있으며 부동산시장 전반에 대한 헤지의 효과도 기대할 수 있다.

다) 레버리지 효과

부동산파생상품 투자는 소액으로 레버리지 효과를 얻을 수 있다. 부동산을 기초로 한 선물·선도·옵션을 매입함으로써 부동산 직접투자에서는 누릴 수 없는 높은 레버리지 효과를 소액투자 만으로도 누릴 수 있다. 부동산 간접투자기구의 경우 국내는 자기자본의 최대 10배를 차입할 수 있지만, 선물과 옵션을 이용할 경우 적은 증거금만으로도 투자가 가능하다. 장외 스왑거래나 선도거래도 계약체결 시에 자금의 거래가 없고 계약 만기 시 차액만 거래함으로써 레버리지를 극대화하는 투자를 할 수도 있다.

라) 낮은 거래비용

부동산을 취득할 경우 부과되는 취득세, 인지세 등의 세제 비용과 법적 비용, 대리 비용, 부동산 관리 비용과 같은 거래비용을 감소시킬 수 있다. 부동산 취·등록세와 인지세, 관리비용 등은 국가에 따라 다르지만 자산 가치의 약 6~8%로 추정된다. 부동산 간접투자기구를 이용하면 이중 일부를 면제받을 수 있으나, 부동산파생상품의 경우 이러한 비용을 일체 지불하지 않고 투자할 수 있어 큰 비용절감효과가 있다.

마) 유동성 확보

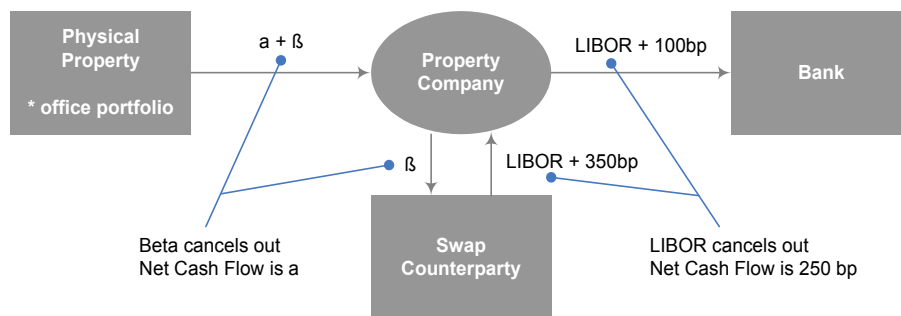
마지막으로 부동산파생상품 거래의 장점인 유동성은 기관투자자들이 변동성이 높은 시기에 부동산 수익률을 극대화할 수 있는 매력적인 도구라 할 수 있다. 또한 부동산 직접투자는 장기투자로서 유동성이 낮아 파생상품과 연계하면 유동성이 높아지기 때문에 단기투자가 용이해질 수 있다는 장점이 있다.

3) 활용 전략의 예: Portable Alpha

베타(β)요인을 완전히 배제하고 알파(α)요인만으로 성과를 내도록 설계하는 Portable Alpha 전략은 부동산파생상품 활용의 좋은 예이다. 예를 들어, 펀드매니저가 주식투자를 통해 15%의 수익을 달성했을 경우 같은 기간 지수 상승률이 10%라면 5%는 투자자의 능력으로 인한 초과이익, 즉 알파(α)라고 볼 수 있고, 지수가 10% 하락했을 경우 펀드매니저가 5%의 투자손실을 기록했다면 여기서 펀드매니저의 능력은 알파인 5%로 볼 수 있는 것이다. 이러한 전략을 통해 지수에 매도포지션을 취하고 펀드매니저가 운영하는 펀드에 매수포지션을 취하면 펀드매니저의 능력에 투자할 수 있게 된다.

<그림 III-13>에서와 같이 낮은 금리의 자금 조달이 이루어졌을 경우 이자율 차이인 250bp 만큼의 고정 수익을 얻을 수 있다. 또한, 부동산지수와 주가지수선물과의 스왑이라면 투자자는 주가지수선물 + (α)를 얻을 수 있다.

<그림 III-13> Portable Alpha 전략의 예



자료: GFI Collier

4) 부동산파생상품 활용의 어려움

가) 벤치마크 설정의 어려움

부동산의 주요 특성으로 자산의 이질성(heterogeneity), 불투명성, 그리고 비유동성을 들 수 있다. 부동산의 이와 같은 특성으로 인하여 개별 부동산을 기초로 한 파생상품을 거래할 때, 가격과 현금흐름에 대한 마땅한 벤치마크를 설정하기 어렵다. 특정 부동산이 아닌 부동산 시장의 움직임에 대한 파생상품을 구성하는 데에도 가격 관찰이 문제가 되고 있다. 영국의 IPD Index를 제외하고는 상업용 부동산 가격과 현금흐름에 대한 신뢰할만한 지수가 없어 파생상품 거래의 벤치마크 설정이 쉽지 않은 문제를 가지고 있다.

나) 상품의 인지도 문제

2007년 IPD가 일본의 주요 기관을 포함한 부동산투자자들을 상대로 한 설문조사에 의하면 이들 중 5%만이 부동산파생상품에 대해 잘 알고 있다고 응답하였고 '조금 안다(40%)', '거의 모른다(45%)'라는 응답이 주를 이루었다. 2006년 부동산에 특화된 자산운용사인 Hermes가 부동산 투자자와 투자은행을 상대로 한 설문조사에서도 이해부족이 부동산 파생상품 거래의 주된 어려움으로 꼽혔다.

다) 부동산의 이질성

개별 부동산에 대한 포지션을 헤지하기 위한 거래에서 개별 부동산의 이질성으로 인해 벤치마크로 사용된 지수와 추적오차(tracking error)가 발생할 수밖에 없어 헤지목적의 거래에 어려움이 따른다. 또한 특정 기초자산의 특성을 다른 장소나 유사한 부동산 등을 통해 재현하기 어

려위(lack of replicability) 차익거래의 기회가 한정되어 있다.

라. 국내 시사점

국내 부동산시장의 규모가 커지고 부동산 관련 금융상품시장이 커지면서 부동산파생상품시장을 개설할 필요성이 증가하고 있다. 특히 국민연금과 퇴직연금시장이 커지면서 안정적이고 단기 변동성에 제한적 영향을 받는 부동산투자자에 대한 관심이 확대되고 있다. 또한 부동산투자를 전문으로 하는 사모펀드 등이 생겨나 이들의 위험을 헤지하고 유동성을 확보할 수 있도록 하는 부동산파생상품에 대한 잠재수요가 증가하고 있다. 국내에서도 해외 부동산이나 부동산지수를 기초로 하는 파생상품에 투자가 가능하지만 포트폴리오 구성 시 국내 시장상황을 반영할 수 없기 때문에 헤지전략에 제한이 따르게 된다.

현재 부동산지수는 국민은행 주택동향지수와 국토해양부에서 발표하는 부동산 실거래 가격지수가 있지만 아직 이를 기초로 한 부동산파생상품은 없는 실정이다. 따라서 부동산관련 지수를 바탕으로 부동산파생상품을 개발할 필요가 있으며 그러기 위해서는 기초자산이 되는 부동산지수의 신뢰성을 더욱 높이는 방안이 필요하다. 부동산지수는 부동산시장에서 가격변화를 예측하고 투자자들에게 투자지표를 제공하는 것으로 이러한 부동산지수 산정과정을 명확하게 하여 신뢰성 높은 지수여야 이를 기초자산으로 하는 파생상품거래의 활성화를 기대할 수 있다.

국내의 부동산지수는 월별로 발표되고 있는데 더 짧은 주기로 발표하여 변동성을 민감하게 볼 수 있도록 하는 것도 파생상품 개발을 위해서는 중요하다. 또한 주택뿐만 아니라 상업용 부동산에 관한 분석이 이루어질 수 있도록 관련 부동산지수의 개발도 이루어져야 할 것이다.

IV. 신용

1. 신용부도스왑(CDS)

IV. 신용

1. 신용부도스왑(CDS)

가. 개념 및 거래구조

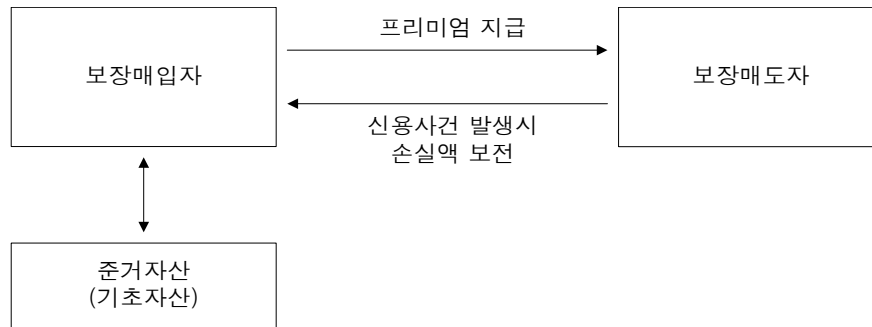
CDS(Credit Default Swap)는 채권이나 대출 등과 같은 금융자산에 내재되어 있는 신용위험(credit risk)을 분리하여 거래할 수 있도록 고안된 금융상품으로 대표적인 신용파생상품이라 할 수 있다.

CDS 거래에서 신용위험을 이전시키고자 하는 보장매입자(protection buyer)는 위험의 대가인 프리미엄(혹은 스프레드)을 주기적으로 만기까지 지불하고, 위험을 이전받은 보장매도자(protection seller)는 사전에 약속된 신용사건(credit event)이 만기 이전에 발생할 경우 그에 따른 손실액을 보장매입자에게 지불한다.⁴³⁾ 즉, 신용위험이 내재된 금융자산을 보유한 자는 CDS 거래(보장매입)를 통해 신용위험을 다른 자에게 이전할 수 있으며, 신용사건이 발생할 경우 지불해야 하는 손실을 회피할 수 있다. 신용위험을 인수한 자(보장매도자)는 신용사건이 발생하지 않을 경우, 수취한 프리미엄 만큼의 이익을 실현할 수 있다. 2008년부터 시행되기 시작한 바젤II 협약으로 신용파생상품을 활용한 금융기관의 신용위험 관리가 인정됨에 따라 신용파생상품은 새로운 신용위험 관리수단으로서

43) 신용사건은 보장매도자가 보장매입자에게 약속한 보장금액을 지급하게 하는 사건을 말하며, ISDA(International Swaps and Derivatives Association)의 2003년 정의에 따르면, 다음의 6가지로 구분된다: (1) 파산(bankruptcy), (2) 기한의 이익 상실(obligation acceleration), (3) 채무 불이행(obligation default), (4) 지급 불능(failure to pay), (5) 지급 거절/유예(repudiation/moratorium), (6) 채무 재조정(restructuring).

인식되고 있다.

<그림 IV-1> CDS 거래의 구조



CDS는 신용사건에 대한 일종의 보험 성격의 장외파생상품으로 주로 거래상대방 간에 직접적인 전화통화 등을 통해 계약내용을 협의한다. 그러나 장외파생상품의 성격상 계약내용이나 거래규모 등이 제대로 파악되지 않을 뿐 아니라 다수의 거래자들이 관련되어 있을 경우 특정 거래상대방의 파산이 연쇄적인 영향을 미칠 수 있어 금융시스템 전체에 위험을 초래할 수 있다. 2008년에 있었던 Lehman Brothers의 파산이나 AIG의 파산위기가 그 단적인 사례들이다. CDS 계약내용은 주로 ISDA Master Agreement와 지역별 표준계약서를 기준으로 작성되며, 세부적인 내용은 거래확인서(confirmation)를 통해 확정된다.

1990년대 초반 미국의 투자은행들에 의해 도입된 신용파생상품은 최근의 금융위기 전까지 국제금융시장에서 신용위험 관리와 투자수단으로 널리 활용되면서 급격한 성장을 시현해 왔다. 그러나 국내시장에서는 아직까지 거래가 활성화되어 있지 않을 뿐만 아니라 거래내용도 외국금융기관이 한국 기업에 대한 보증매입자로서 보증매도자인 국내 은행 및 증권회사에 신용위험을 이전시키는 형태가 주를 이루고 있다. 최근 들어

증권회사들의 CDS 거래가 꾸준히 증가하고 있고 중앙청산소(Central Counterparty: CCP)의 도입이 검토되는 등 제도적으로 유리한 여건이 조성되고 있어 향후 대형 금융투자회사들의 새로운 수익원으로 자리잡을 가능성이 높다.

CDS는 신용위험이 내재된 기초자산(underlying asset)의 발행기관 수에 따라 발행기관이 하나인 경우 single-name CDS라 칭하고, 발행기관이 다수인 경우는 multi-name CDS라 한다. Multi-name CDS는 일종의 CDS Index라 할 수 있다. CDS Index는 개별 CDS(single-name CDS)의 집합으로 개별 준거자산에 신용사건이 발생할 경우, 손실을 보상하는 구조이다. 예를 들어, CDS Index가 100개 회사채의 CDS로 구성되어 있고 개별 CDS의 명목금액이 1백만달러라면, CDS Index의 명목금액은 1억달러이다. 만일 Index 준거자산 중 1건에 대해 신용사건이 발생하면 보장매도자는 1백만달러를 지급하고 보장매입자는 신용사건이 발생한 기초자산을 보장매도자에 실물 이전해야 한다.

나. 국내외 CDS 시장 현황

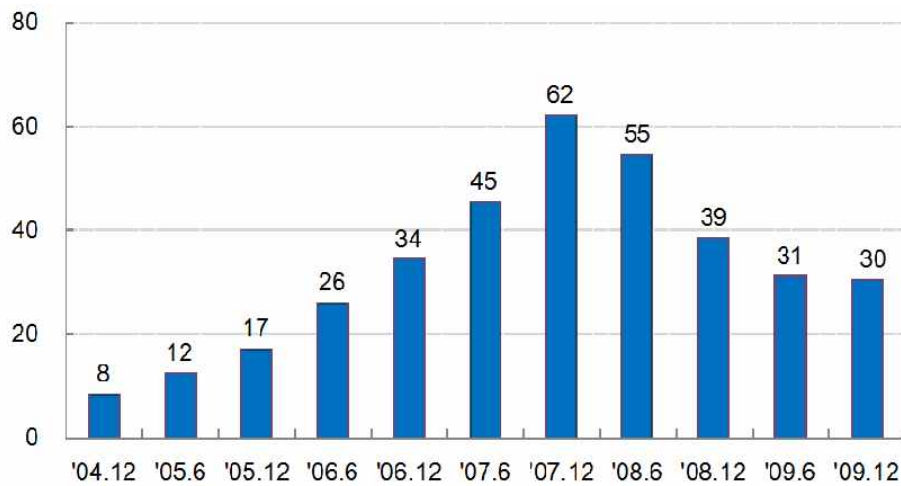
1) 전세계 현황

신용파생상품은 1990년대 초반부터 금융기관들의 신용위험 헤지수단으로 처음 사용되기 시작하였으며, 2000년대 초반까지는 은행 및 보험권의 거래가 대부분을 차지하였다. 그러나 2004년을 전후해 기존의 금융기관 외에도 고수익을 추구하는 헤지펀드들이 신용파생상품시장에 대거 참여하면서 급성장하게 되었다. 신용파생상품의 거래표준화 및 지수화가 함께 진행되면서 시장규모가 빠르게 확대되었으며, 특히 CDS 지수관련 거래가 본격적으로 증가하였다.

전세계 신용파생상품시장은 2007년 말 기준 거래잔액이 약 62조달러에 달할 만큼 급속히 성장했으나 미국의 서브프라임 주택대출 부실에 따른 CDS의 연쇄 부실화 문제가 대두되면서 2008년 상반기 이후부터 크게 위축되었으며, 2009년 말에는 거래잔액이 약 30조달러로 감소하게 되었다. BIS의 통계에 의하면, 글로벌 금융위기 이후 금융기관과 기업들의 신용위험이 높아짐에 따라 지수 CDS의 비중이 상대적으로 더욱 크게 감소한 것으로 나타났다. 만기별 거래잔액을 살펴보면, 1년에서 5년 사이의 만기를 가진 CDS의 비중(65%, 2009년 말 기준)이 가장 높은 것으로 나타났으며, 5년 이상(24%)과 1년 이하(11%)의 CDS 비중은 상대적으로 낮았다.

<그림 IV-2> 전세계 CDS 거래잔액 추이

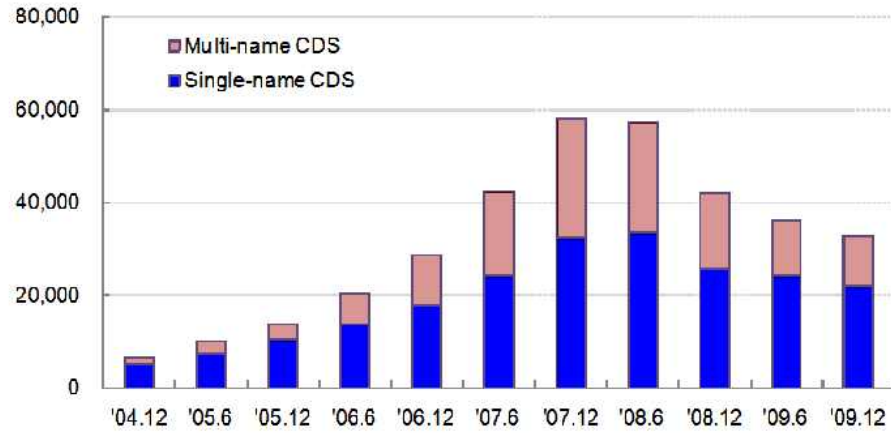
(단위: 조달러)



자료: ISDA Market Survey

<그림 IV-3> 기초자산별 CDS 거래잔액 추이

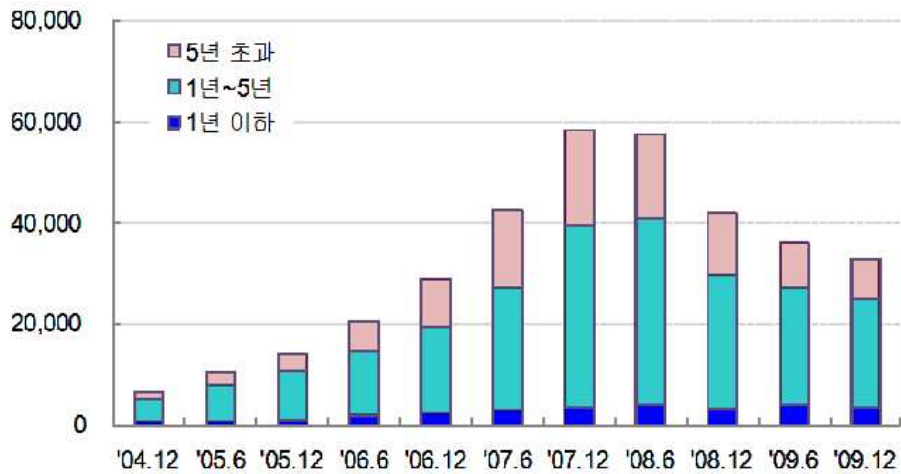
(단위: 십억달러)



자료: BIS Statistics

<그림 IV-4> 만기별 CDS 거래잔액 추이

(단위: 십억달러)



자료: BIS Statistics

금융위기 이후 비금융기관을 제외한 기타 시장참여자들의 CDS 거래 잔액은 모두 감소하였으며, 특히 헤지펀드의 감소폭이 큰 것으로 나타났다. 헤지펀드의 거래잔액 비중은 2006년 말 19.7%를 정점으로 하락하기 시작하여 2009년 말에는 9.5%까지 감소하였다. 보고딜러(reporting dealers)의 경우 54%~60% 비중을 꾸준히 유지하였으며, 은행 및 증권 회사의 거래잔액 비중은 오히려 증가(2007년 24.0% → 2009년 30.4%)한 것으로 나타났다.⁴⁴⁾

<표 IV-1> 거래상대방별 CDS 거래잔액 및 비중 추이

(단위: 십억달러, %)

	2005	2006	2007	2008	2009
보고딜러	6,938 (49.9)	16,292 (56.9)	32,276 (55.4)	25,035 (59.8)	17,717 (54.2)
기타금융기관	6,335 (45.5)	11,267 (39.3)	25,241 (43.3)	16,353 (39.0)	13,400 (41.0)
은행 및 증권회사	3,541 (25.5)	5,322 (18.6)	13,971 (24.0)	11,346 (27.1)	9,950 (30.4)
보험사 및 금융보증회사	235 (1.7)	306 (1.1)	493 (0.8)	399 (1.0)	331 (1.0)
(SPVs, SPCs, SPEs), 헤지펀드, 기타금융고객	2,559 (18.4)	5,639 (19.7)	10,779 (18.5)	4,608 (11.0)	3,119 (9.5)
비금융기관	636 (4.6)	1,091 (3.8)	726 (1.2)	495 (1.2)	1,575 (4.8)

주 : ()안의 숫자는 전체 거래잔액에서 차지하는 비중(%)을 나타냄
 자료: BIS Statistics

44) 보고딜러란 딜러간시장(inter-dealer market)에 참여해 대형고객(대기업, 정부, 기타 금융기관 등)을 상대로 적극적인 영업을 하는 대형 상업은행 및 투자은행, 증권회사 등을 일컫는다. 보고딜러들은 활발한 자기매매 및 위탁영업을 수행한다.

미국과 유럽 등의 정책당국들은 2008년을 전후해 발생했던 미국발 금융위기의 악화 원인으로 신용파생상품을 지목하고, 시스템 위험(systemic risk)을 방지하기 위해 장외(Over-The-Counter: OTC) CDS의 청산을 CCP를 통해 실행하도록 신용파생상품에 대한 규제를 개혁하는 작업을 지속하고 있다. CCP의 등장은 신용파생상품시장의 투명성 확보와 표준화 및 증권화를 촉진시키는 중요한 계기가 될 전망이다.

CDS는 전통적으로 거래당사자들에 의해 장외시장에서 거래되어 시장참여자들은 거래상대방의 신용위험에 직접적으로 노출된다. CDS 거래시 중앙청산소를 이용할 경우, 청산소가 각 거래의 거래상대방이 되어 거래상대방의 신용위험을 대신 떠안게 되며,⁴⁵⁾ 거래당사자들로부터 증거금(margin)을 수취하고 보증기금(guarantee funds)을 조성하여 거래의 안정성을 제고할 수 있다. 또한 시장참여자가 보유한 포지션은 매일 시가평가되어 현재의 시장위험을 적절히 통제할 수 있으며, 상계(netting)를 통한 순포지션의 감소는 상응하는 증거금을 감소시켜 자본의 효율성 및 시장의 유동성을 개선할 수 있을 것으로 평가되고 있다.

2) 국내 현황

2009년 말 현재 국내 신용파생상품 거래잔액은 약 15조원으로 금융위기 직후임에도 불구하고 2008년 말 전년대비 110% 증가한데 이어 2009년 말에도 15% 증가하였다. 그러나 해외 시장규모에 비해 국내 시장규모는 매우 작은 편이다. 2007년을 기준으로 국내 신용파생상품 거래잔액은 미국의 0.05%, 일본의 2.5%, 호주의 4.8%에 불과한 것으로 나타나고 있다.⁴⁶⁾

45) 이를 노베이션(novation)이라 한다.

46) 김인규·오종민(2008).

2010년 6월말 현재 국내 신용파생상품시장의 거래잔액은 CDS(55%), CLN(33%), 합성CDO(8%) 순서로 많은 비중을 나타내고 있다. CLN(Credit Linked Notes)은 일반채권에 CDS를 결합하여 증권화한 것이며, 합성 CDO(Synthetic Collateralized Debt Obligation)는 유동화자산에 대한 소유권과 신용위험을 분리한 CDO로서 자산유동화와 신용파생상품을 결합한 상품이다. 2008년부터 CDS 거래잔액이 크게 증가하였는데, 이는 은행의 경우 파생상품관련 회계규칙 개정으로 그동안 지급보증으로 처리되던 CDS를 신용파생상품으로 분류하여 시가평가하게 되었고, 증권회사도 외화 표시 신용파생상품거래가 가능하게 되었기 때문이다.

참가자별 거래잔액 비중을 살펴보면 증권회사(41%)가 가장 높고, 다음으로 보험회사(26%), 국내 은행(23%), 외은지점(10%)의 비중이 높은 것으로 나타났다. 은행의 거래잔액 비중이 상대적으로 낮은 것은 2010년 들어 CDS 보장매도 잔액이 크게 감소했기 때문이다. 2008년에 증권회사의 거래잔액은 전년대비 약 620% 증가하였으며, 2009년에도 다른 금융기관들은 음(-)의 성장률을 실현한 가운데 유일하게 100% 이상 증가하였다. 증권회사의 CDS 거래가 이처럼 크게 증가할 수 있었던 것은 글로벌 금융위기의 진행과 함께 해외 금융기관들이 가지고 있는 국내 기업들의 채권이 대폭 할인되자 증권회사들이 해당 채권에 대해 CDS 보장매도를 제공하는 것과 동시에 투자자들에게 CLN을 발행하여 판매하였기 때문이다. 2010년 상반기에도 증권회사의 CDS 및 CLN 거래잔액에는 두드러진 변화가 없었으나, 경기회복과 함께 국내 기업들의 신용위험이 감소하면서 거래대금은 급감(전년동기 대비 73% 감소)한 것으로 나타났다.⁴⁷⁾

47) 금융감독원의 자료에 따르면, 2009년 상반기 4조360억원에 이르던 CDS 거래대금은 2010년 상반기 1조870억원으로 감소하였다.

<표 IV-2> 국내 금융회사 신용파생상품 거래잔액 현황

(단위: 십억원)

구분	2008년 12월말		2009년 12월말		2010년 6월말		
	보장매도	보장매입	보장매도	보장매입	보장매도	보장매입	
국내은행	CDS	2,813	776	2,343	1,399	1,357	1,266
	TRS	38	0	0	0	0	0
	CLN	92	0	58	0	36	0
	합성CDO	856	0	589	0	280	0
	기타	25	0	76	0	0	9
	소계	3,825	776	3,066	1,399	1,674	1,275
외국지점	CDS	10	1,361	10	1,298	10	1,315
	TRS	0	7	0	6	0	6
	CLN	0	0	0	0	0	0
	합성CDO	0	0	0	0	0	0
	기타	35	0	0	34	0	12
	소계	45	1,368	10	1,338	10	1,333
증권	CDS	1,260	642	2,546	770	2,413	798
	TRS	0	0	0	0	24	0
	CLN	31	864	29	1,785	18	1,564
	합성CDO	0	0	0	0	0	0
	기타	0	0	0	477	0	475
	소계	1,291	1,506	2,575	3,032	2,454	2,836
보험	CDS	0	0	0	0	0	0
	TRS	0	0	0	0	0	0
	CLN	3,187	0	2,648	0	2,669	0
	합성CDO	877	0	763	0	738	0
	기타	35	0	45	0	12	0
	소계	4,099	0	3,457	0	3,419	0
합계	CDS	4,084	2,779	4,899	3,468	3,780	3,379
	TRS	38	7	0	6	24	6
	CLN	3,311	864	2,736	1,785	2,724	1,564
	합성CDO	1,733	0	1,353	0	1,018	0
	기타	95	0	121	510	12	495
	소계	9,260	3,649	9,109	5,769	7,557	5,444
총계	12,909		14,877		13,001		

주 : 외은지점의 본·지점간 거래는 제외됨
 자료: 금융감독원

다. 활용 사례

1) 신용연계채권(CLN) 연계 사례

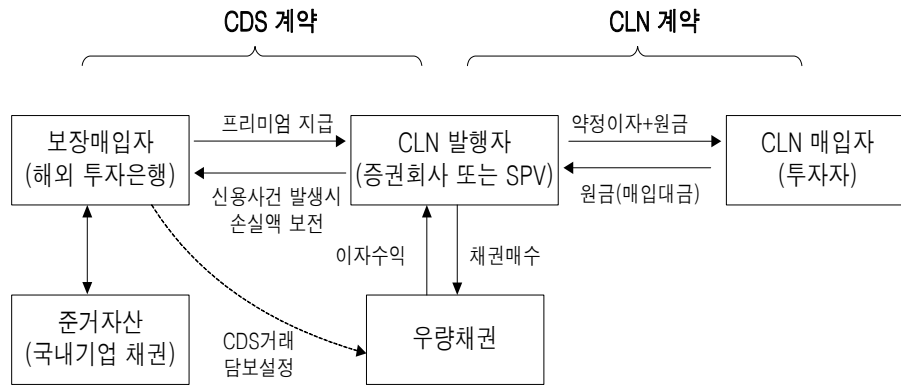
국내에서 활발하게 거래되고 있는 신용파생상품 가운데 하나는 CLN 형태로 공모발행되고 있는 파생결합증권(DLS)이다. CLN거래에서 CLN 발행자는 채권 등의 준거자산을 보유한 보장매입자와 CDS계약을 체결하고, CDS 거래에 따른 신용위험을 헤지하기 위한 수단으로서 CLN을 발행하여 이를 투자자(공극적인 보장매도자)들에게 판매한다. CLN발행자는 투자자들에게 고수익 약정이자를 지급하는 대신 신용사건이 발생했을 시 준거자산에서 발생하는 손실을 보장받는다.

원금교환이 일어나지 않는 CDS와는 달리, CLN거래에서는 투자자가 채권발행원금을 CLN발행자에게 지급하며, 이 원금은 보증 이행을 담보하는 역할을 한다. 신용사건이 발생할 경우, CLN투자자는 손실보상액을 공제한 잔액을 중도에 상환받거나(현금결제) 또는 기초자산을 액면가에 인수(실물결제)하며, 신용사건이 발생하지 않을 경우에는 원금을 상환받는다.

국내에서는 해외 투자은행이 보유한 국내 기업의 채권에 대해 국내 증권회사와 해외 투자은행 간의 CDS계약이 체결되고, 동시에 국내 증권회사가 DLS를 발행하여 투자자들에게 판매하고 있다. 이 때 CLN투자자는 준거기업 또는 준거자산으로부터 발생하는 신용위험뿐만 아니라 증권회사의 신용위험에도 함께 노출되게 된다. 국내 증권회사들이 상품개발 능력뿐만 아니라 자체신용등급을 향상시켜야 하는 이유이기도 하다. 다만, 증권회사가 SPC를 활용해 CLN을 발행할 경우 투자자들의 신용위험 노출 정도는 SPC를 활용하지 않은 경우보다 감소하게 된다.⁴⁸⁾

48) 남길남 외(2008).

<그림 IV-5> 증권회사의 CLN 거래구조



국내에서 공모발행된 CLN의 예로, 2009년 2월 대한항공을 준거기업으로 발행된 우리투자증권의 파생결합증권(DLS)을 들 수 있다. 이 상품은 만기 2년 내에 준거기업 또는 준거기업의 채무에 대해 파산, 지급불이행, 채무재조정과 같은 신용사건이 발생할 경우 원금의 20%만을 투자자에게 상환하며, 신용사건이 발생하지 않을 시 매 분기마다 연 8.3%의 수익을 투자자들에게 지급하는 구조로 설계되었다.

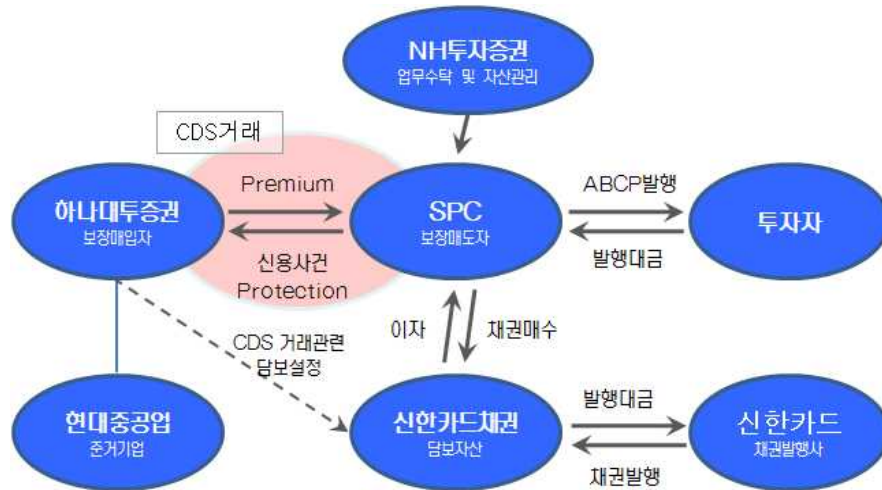
2) ABCP 연계 사례

ABCP(Asset-Backed Commercial Paper)와 연계된 CDS 거래는 자본시장법이 시행되면서 CP발행에 대한 규제가 완화됨으로써 가능해졌다.⁴⁹⁾ 발행구조는 CLN과 매우 유사하며, SPC가 특정 준거기업의 신용위험과 연계된 CDS 보장매도 계약을 체결하고 이 준거기업(또는 준거자산)을 기초로 ABCP를 발행하여 투자자들에게 신용위험을 이전하는 형태이다.

49) 구체적인 논의는 이동훈(2009)을 참조하기 바란다.

구체적인 사례로서 SPC인 뉴하이일드체이치가 NH투자증권을 자산 관리자로 하여 2009년 2월 발행한 ABCP를 들 수 있다. 이 SPC는 신한카드 무보증회사채 200억원과 현대중공업을 준거기업으로 하는 CDS 200억원을 기초로 2년 만기 ABCP를 발행하였다. SPC는 ABCP 발행대금으로 2년 만기 신한카드채권을 매입하였고 현대중공업을 준거기업으로 하는 2년 만기 CDS 보장매도계약을 체결하는 한편 신한카드채권을 CDS 보장매입에 대한 담보로 제공하였다. 이러한 발행구조는 CDS 거래와 유동화기법을 이용한 기업의 자금조달을 접목시킨 사례라 할 수 있다.

<그림 IV-6> SPC의 ABCP 거래구조



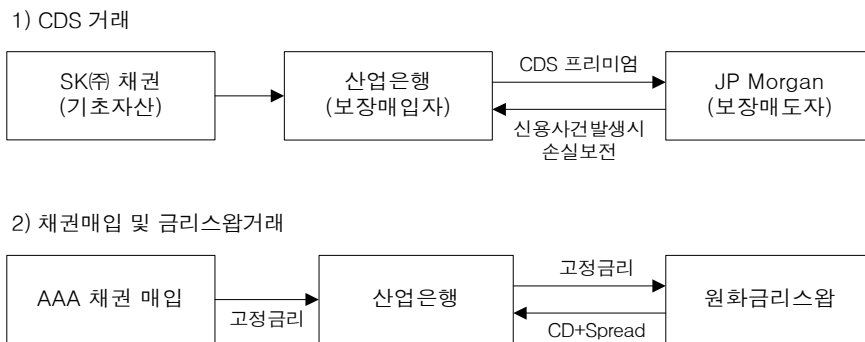
자료: 이동훈(2009)

3) 원화표시 CDS 사례

산업은행과 JP Morgan은 2006년 12월, 신용등급 AA의 SK채권 100억원을 준거자산으로 원화표시 CDS 계약을 체결했다. 보장매입자인 산

업은행은 보장매도자인 JP Morgan에 신용위험을 전가하는 대가로 연 0.3%에 해당하는 CDS 프리미엄을 지급하면서 신용위험을 헤지하였고, 채권매입에 따른 가격 위험은 이자율스왑(IRS)을 통해 헤지하였다. 당시에는 AA와 AAA 등급간의 회사채 신용스프레드가 역전된 상황으로 산업은행은 이 같은 CDS 거래를 통해 SK의 신용위험을 이전하고, AAA 채권매입 및 스왑거래를 통해 신용스프레드가 정상화되었을 때 이자수익도 얻을 수 있는 효과를 노렸다.⁵⁰⁾ 즉, 신용위험 이전 목적 외에도 CDS 프리미엄과 회사채 수익률 간의 차익거래를 시도한 것이다.

<그림 IV-7> 산업은행과 JP Morgan의 CDS 거래구조



자료: 박석민(2007)

50) 박석민(2007).

라. 활성화 방안

1) 금융투자회사의 자본규모 확대

국내 금융투자회사들은 외평채나 국내 기업의 외화채권에 대한 CLN 및 ABCP 연계거래를 통해 CDS 거래를 급격히 증가시켜 왔으나, 상대적으로 낮은 자본금 수준과 신용도로 인해 지속적인 성장에는 일정한 한계가 있을 전망이다. 예를 들어, CLN 투자자들은 준거기업 또는 준거자산의 신용사건 뿐만 아니라 발행자인 금융투자회사의 신용위험에도 노출되기 때문에 높은 투자수익률을 요구하게 되고 그만큼 금융투자회사들의 수익은 작아질 수밖에 없다. 금융투자회사의 낮은 신용도는 한편으로 담보부담을 증가시킴으로써 수익률을 떨어뜨리는 요인으로도 작용하고 있다. 금융투자회사들이 신용파생상품시장에서 좀 더 높은 수익을 추구하거나 위험을 보다 적극적으로 감수하고자하는 거래를 하기 위해서는 자본금 규모의 증가를 통해 신용등급을 보강하려는 노력이 절실히 요구된다.

2) 시장참여자의 확대

CDS 시장의 활성화를 위해서는 다수의 보장매도자와 보장매수자가 존재해야 하며, 금융업종(은행, 금융투자회사, 보험회사, 헤지펀드 등) 상호 간에 거래가 활성화될 수 있는 여건이 조성되어야 한다. 예를 들어, 해외 보험회사들의 경우 (해외) CDS 시장에서 활발한 거래활동을 보이고 있는 반면, 국내 보험회사들은 자산운용의 안정성(보험업법시행령 제 49조제3항제1호)과 채무보증금지 조항(보험업법 제113조)에 따라 CDS 거래가 불가능하다. 금융시장의 발전을 촉진하기 위해서는 금융기관들의 건전성을 해치지 않는 합리적인 범위 내에서 금융기관들이 파생상품거

래를 할 수 있도록 허용해 줄 필요가 있다.

또한 신용파생상품시장의 핵심적인 역할을 담당하는 딜러기관의 육성이 필요하다. 이를 위해서는 거래상대방 위험이 낮을 뿐만 아니라 다양한 대출채권을 보유하고 있는 국내 은행들 및 외국계 금융기관들의 시장조성 기능이 강화되어야 한다. 향후 헤지펀드 등이 도입될 경우 신용위험을 감수하는 CDS 보장매도에 대한 수요가 확대될 수 있을 것으로 전망된다.

3) 회사채시장의 활성화

앞서 살펴본 것처럼 현재 국내 CDS 시장은 외화표시 회사채에 대한 연계거래가 주를 이루고 있다. 원화표시 회사채를 준거자산으로 하는 CDS 거래의 활성화를 위해서는 회사채 발행시장과 유통시장의 활성화가 전제되어야 한다. 현재 발행되고 있는 CLN의 준거기업 대부분은 우량 공기업, 대기업, 그리고 금융기관에 국한되고 있다. CDS 거래가 본연의 기능인 신용위험을 헤지하기 위한 수단으로서 널리 활용되기 위해서는 신용도가 상대적으로 견실하지 못한 중소기업들의 채권발행이 보다 활발히 이루어져야 한다. CDS 시장의 활성화는 신용위험의 전가기능을 통해 채권시장의 활성화에도 도움을 주는 선순환 효과를 가져올 수 있다.

4) 시장인프라의 구축 및 개선

CDS 거래를 비롯한 장외파생상품 거래가 활성화되기 위해서는 많은 거래를 효율적으로 처리할 수 있는 시장인프라의 구축이 함께 이루어져야 한다. 해외의 경험에 비추어 볼 때, 거래체결과 확인절차의 표준화 및 자동화는 거래량이 증가하는 것과 함께 그 필요성이 확대됨으로써 자연스럽게 진전될 수 있을 것이다. 물론 신용사건의 종류, 준거기업 채

무의 범위와 성격, 그리고 만기시점 등의 계약형태에 대한 기초적인 표준화 작업은 선결될 필요가 있다.⁵¹⁾ 특히, CDS 가격결정에 결정적인 영향을 미칠 수 있는 '부도(default)'의 정의에 관련하여 명확한 기준을 마련하는 것이 요구된다. 현재 금융투자협회를 통해 제공되고 있는 기업 및 채권에 대한 부도율과 회수율에 대한 공시자료도 정보제공 참여기관 및 정보범위의 시·공간적 확대 등을 통해 자료의 신뢰도를 지속적으로 제고시켜 나가야 한다. 이와 같은 자료가 축적되어 널리 활용되었을 때 고수익채권에 대한 합리적인 가격결정이 이루어질 수 있으며, 결과적으로 신용파생상품에 대한 적절한 평가도 가능해질 수 있을 것이다.

CDS 거래의 청산을 위한 CCP의 도입은 거래상대방위험의 축소뿐만 아니라 거래체결 및 확인과정과 관련된 시장인프라를 개선할 수 있는 계기가 될 수 있으며, 신용등급이 낮은 금융투자회사들의 시장진입을 용이하게 할 수 있다. 그러나 달러의 부재와 거래유동성이 부족한 상황에서 중앙청산소에 대한 회원으로서의 보장기금 출연과 증거금 및 청산수수료 등의 부담은 거래비용을 증가시켜 자칫 장외파생상품의 거래활성화에 부정적인 영향을 미칠 수도 있다. 해외 사례에서 보듯이 CCP의 성공은 시장참여자들, 특히 딜러들의 적극적인 참여가 전제되었을 때에만 가능한 일이다. 그러므로 CCP의 도입은 시장여건의 성숙 정도를 충분히 고려한 후 그 도입여부를 신중히 결정할 필요가 있다.

51) 남길남 외(2008).

V. 금리

1. 금리스왑(IRS)
2. 구조화채권

V. 금리

1. 금리스왑(IRS)⁵²⁾

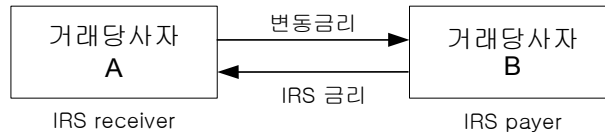
가. 개념 및 거래구조

금리스왑(Interest Rate Swap: IRS)이란 두 거래당사자가 각각의 채무에 대한 이자지급의무를 일정기간 동안 서로 바꾸어 부담하기로 약정한 거래를 말한다. 즉, 거래 주체 상호 간에 동일한 통화로 표시된 그러나 상이한 기준에 의하여 계산된 연속적인 현금흐름을 서로 교환하기로 약정한 계약이 금리스왑이다. 가장 일반적인 금리스왑의 형태는 고정금리(fixed rate)와 변동금리(floating rate)를 거래당사자 간에 주기적으로 교환하는 거래로 이때 교환되는 고정금리를 IRS 금리라고 한다. IRS 금리는 정해진 스왑계약기간 동안 단기 변동금리와 등가로 교환되는 고정금리 수준을 의미하며 이때 변동금리 지표는 해당 국가의 대표적인 단기 지표금리를 사용하는 것이 일반적이다. 미국의 경우 IRS 금리는 USD Libor(3개월)물과 교환되는 고정금리를 의미하고 한국의 경우 IRS 금리는 금융투자협회에서 발표하는 CD(3개월)물이 사용된다.

스왑의 교환기간은 장외파생상품 특성상 다양하게 설정 가능하지만 대개 1년에서 10년 사이로 설정되는 것이 일반적이며 IRS 금리수준이 스왑거래 기간별로 차이가 나타나기 때문에 금리기간구조(term structure)를 가지게 된다.

52) 이 절의 주요 내용은 다음의 보고서에서 일부 발췌함: 박연우·박태준, 2009, 『스왑시장, 채권시장 및 외환시장의 연계성 분석: IRS와 CRS를 중심으로』, 자본시장연구원 Issue Paper 09-02.

<그림 V-1> 일반적인 금리스왑 거래구조



나. 국내의 금리스왑시장 현황

1) 세계 금리스왑시장의 거래 현황

2009년 말 현재 국제 금융시장에서 금리스왑의 거래잔액은 349.2조달러로 2005년 말 대비 106.5% 증가하였다. 국제 금융시장에서 금리스왑은 금리변동위험을 헤지할 목적으로 개발되어 현재 중요한 금융수단으로 자리를 잡고 있으며 금리스왑거래는 금리변동위험 헤지에 대한 인식 제고 등으로 크게 증가하였다.

전세계 금리 관련 장외파생상품 거래는 거의 대부분 스왑거래 형태로 이루어지고 있다. 2009년 말 금리 관련 장외파생상품 중 스왑거래의 비중은 77.6%를 차지한다.

<표 V-1> 전세계 금리 관련 장외파생상품 거래 잔액 및 비중

(단위: 십억달러, %)

	2005년		2006년		2007년		2008년		2009년		
	잔액	비중	잔액	비중	잔액	비중	잔액	비중	잔액	비중	
금리관련 상품	211,970	100.0	291,582	100.0	393,138	100.0	385,896	100.0	449,793	100.0	
선도	14,269	6.7	18,668	6.4	26,599	6.8	35,002	9.1	51,749	11.5	
스왑	169,106	79.8	229,693	78.8	309,588	78.7	309,760	80.3	349,236	77.6	
옵션	28,596	13.5	43,221	14.8	56,951	14.5	41,134	10.7	48,808	10.9	
스왑	보고달러	70,801	41.9	96,279	41.9	119,638	38.6	115,651	37.3	87,962	25.2
	기타금융기관	77,247	45.7	102,811	44.8	156,948	50.7	162,064	52.3	231,003	66.1
	비금융고객	21,059	12.5	30,603	13.3	33,002	10.7	32,045	10.4	30,270	8.7

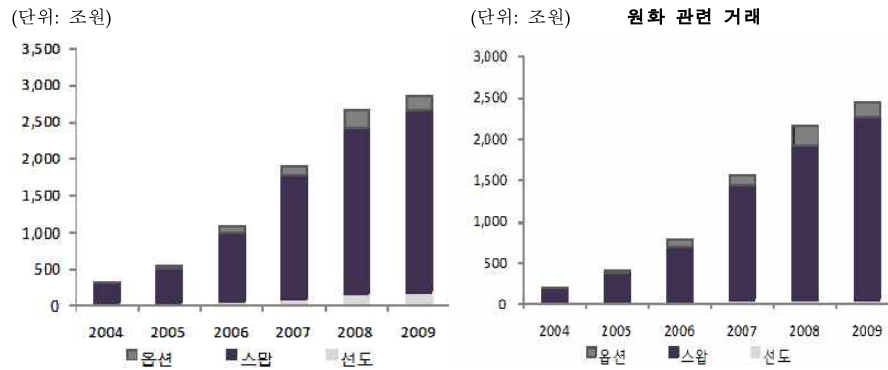
자료: BIS Derivative Statistics

2) 국내 금리스왑시장의 거래 현황

국내 금융시장에서도 금리변동성 확대 및 은행들의 구조화채권 발행 증대 등으로 금리변동위험 헤지 수단의 금리스왑 거래가 크게 증가하였다. 2009년 말 국내 금융회사의 금리스왑 거래잔액은 3,528.4조원으로 2005년 말 대비 3.8배 정도 성장하였다. 이러한 가운데 은행 등 국내 금융기관들은 만기가 장기인 구조화채권을 발행하면서 금리스왑을 통해 변동금리를 고정금리 부채로 전환함에 따라 변동금리(CD금리)로 장기자금을 조달하는 효과를 누리고 있다. 2002년부터 2008년 말까지 구조화채권⁵³⁾ 총 발행금액은 19.5조원으로 대부분 은행 등의 금융기관들에 의해 발행되었다. 한편, 현재 국내 금리 관련 장외파생상품 거래의 대부분은 스왑거래 형태로 주로 이루어지고 있으며 2009년 말 금리 관련 장외파생상품 중 스왑거래의 비중은 90.7%를 차지한다.

53) 만기가 1~3년인 일반금융채에 비해 구조화채권은 만기가 대부분 5~15년으로 장기자금 조달에 유리하다.

<그림 V-2> 국내 금리 관련 장외파생상품 거래현황



주 : 연간 거래금액 기준
 자료: 금융감독원 파생상품 거래 및 잔액 현황표

<표 V-2> 국내 금융회사의 금리 관련 장외파생상품 거래 잔액 및 비중

(단위: 조원, %)

	2005년		2006년		2007년		2008년		2009년	
	잔액	비중	잔액	비중	잔액	비중	잔액	비중	잔액	비중
거래규모	796.4	100.0	1,373.8	100.0	2,532.2	100.0	3,380.8	100.0	3,888.8	100.0
선도	18.3	2.3	16.2	1.2	25.1	1.0	29.5	0.9	16.9	0.4
스왑	726.0	91.2	1,245.1	90.6	2,331.8	92.1	3,044.4	90.0	3,528.4	90.7
옵션	52.0	6.5	112.5	8.2	175.3	6.9	306.9	9.1	343.5	8.8

자료: 금융감독원 파생상품 거래 및 잔액 현황표

국내 금리스왑거래에서 은행의 비중은 거래규모 및 거래잔액 모두에서 90% 이상을 차지하고 있고, 2009년의 경우에는 거래규모 및 거래잔액에서 은행의 비중이 각각 96.5%와 97.0%로 대부분을 차지하는 것으로 나타났다. 은행을 제외하면 증권회사의 비중이 높고, 다른 금융기관의 비중은 매우 미약한 수준이다.

<표 V-3> 국내 금융회사별 금리스왑거래 현황

(단위: 조원, %)

	2005년		2006년		2007년		2008년		2009년	
	잔액	비중	잔액	비중	잔액	비중	잔액	비중	잔액	비중
거래 규모	470.7	100.0	934.2	100.0	1,667.0	100.0	2,259.5	100.0	2,482.2	100.0
은행	457.3	97.2	850.2	91.0	1,579.2	94.7	2,032.9	90.0	2,394.2	96.5
증권	10.3	2.2	80.9	8.7	82.7	5.0	72.1	3.2	86.0	3.5
보험	0.5	0.1	0.2	0.0	0.1	0.0	1.0	0.0	0.5	0.0
신탁	2.4	0.5	2.1	0.2	3.1	0.2	152.6	6.7	1.4	0.1
기타	0.2	0.0	0.7	0.1	1.9	0.1	0.9	0.0	0.1	0.0
거래 잔액	726.0	100.0	1,245.1	100.0	2,331.8	100.0	3,044.4	100.0	3,528.4	100.0
은행	713.5	98.3	1,177.2	94.5	2,218.1	95.1	2,987.4	98.1	3,422.5	97.0
증권	9.6	1.3	63.9	5.1	108.8	4.7	50.9	1.7	101.4	2.9
보험	1.6	0.2	1.5	0.1	1.1	0.0	1.6	0.1	1.7	0.0
신탁	0.5	0.1	1.3	0.1	1.6	0.1	1.4	0.0	1.0	0.0
기타	0.8	0.1	1.3	0.1	2.1	0.1	3.0	0.1	1.7	0.0

자료: 금융감독원 파생상품 거래 및 잔액 현황표

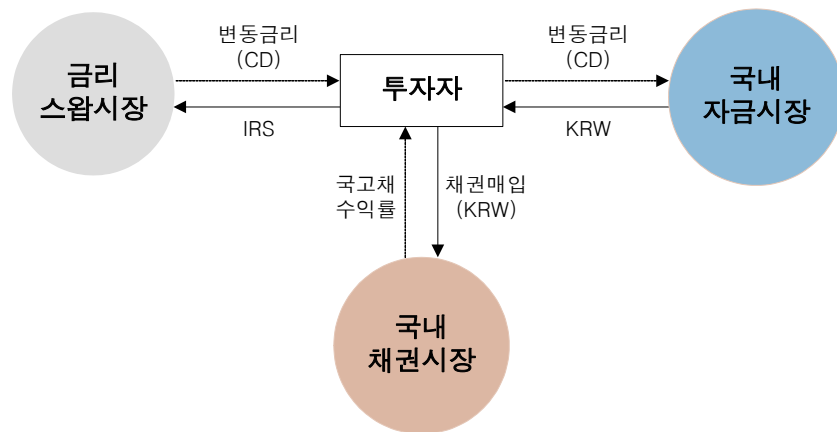
다. 금리스왑의 활용전략

금리스왑 계약당사자들은 원금의 포지션에 영향이 거의 없이 금리 기준을 스왑거래를 통해 전환한다. IRS pay 포지션은 고정금리를 지급하고 변동금리를 수취하는 것으로, 고정금리로 자금을 차입(채권 발행)하여 변동금리로 자산을 운용하는 것과 같은 효과를 얻게 된다. IRS receive 포지션은 그 반대의 경우이다. 금리스왑의 활용사례로 금리스왑을 활용한 무위험 차익거래, 구조화채권 발행과 금리스왑의 활용, 은행의 ALM(Asset Liability Management)과 금리스왑의 활용, 변동금리부국 고채 발행과 금리스왑의 활용을 살펴보기로 한다.

1) 금리스왑을 통한 무위험차익거래

국내에서 자금을 차입할 경우 IRS pay 계약을 통해 무위험 차익거래를 실현할 수 있다. 그동안 국내 스왑시장은 IRS receive 우위 시장이 구조적으로 형성되면서 IRS 금리가 국고채보다 낮은 수준을 지속해왔다. 고정금리를 지급하고 변동금리를 수취하는 IRS pay 포지션은 단기 자금 시장에서 콜머니 또는 CD(Certificate of Deposit) 발행으로 자금을 조달하여 국채를 매입한 뒤에 IRS pay 계약을 체결하면 자기자본 없이 무위험 차익을 실현할 수 있다. 콜머니 차입비용은 IRS receive에서 수취된 변동금리로 지급하고 보유 국고채에서 발생하는 이자는 IRS 금리 지급에 사용함으로써 국채수익률-IRS 금리만큼의 차익을 얻게 된다.

<그림 V-3> 금리스왑을 통한 무위험차익 거래



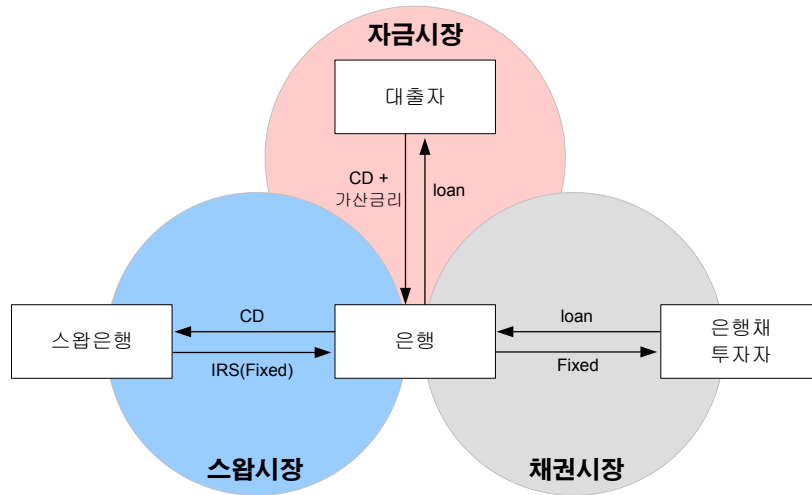
2) 구조화채권과 금리스왑의 활용

구조화채권은 대개 스왑거래를 수반하여 발행되는 구조로서, 일반 금융채보다 저렴한 자금조달비용으로 인해 다양한 유형으로 발행되어 왔다. 스왑은행은 구조화된 현금흐름을 설계하고 구조화채권 발행자는 투자자에게 이를 중개한다. 다양한 형태의 구조화채권 중 금리연계구조화채권은 이표금리가 준거자산의 성과에 따라 결정되는 구조로서 변동금리채권(floating rate note), 역변동금리채권(inverse floating rate note) power spread note 등 금리스왑이 내재되어 있는 경우 스왑은행은 다양한 금리스왑을 활용한다.

3) 은행의 ALM과 금리스왑의 활용

국내 은행들은 은행채 발행을 통해 고정금리로 조달한 자금을 CD연동 변동금리부 대출로 운용하고, 금리 하락 위험을 헤지하기 위해 IRS receive 포지션을 증가시킨다. 즉, 은행들은 ALM상의 조달 및 운용 금리 불일치 위험을 해소하기 위해 IRS거래에 참여한다.

<그림 V-4> 은행 ALM과 금리스왑의 활용

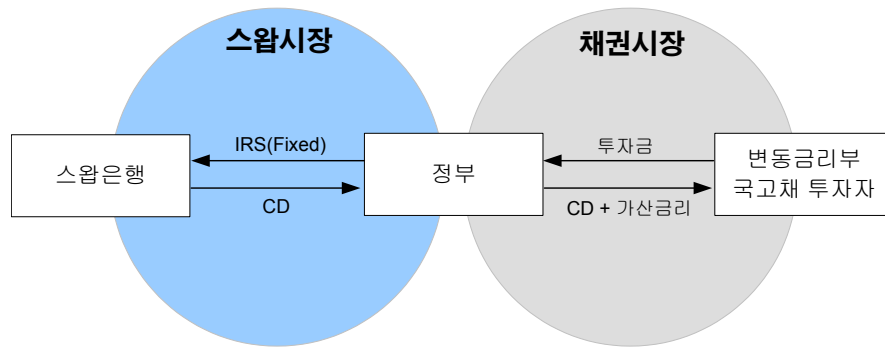


4) 변동금리부 국고채와 금리스왑의 활용

정부는 변동금리부 국고채⁵⁴⁾ 발행에 따라 정부가 부담하게 되는 금리변동위험을 헤지하기 위해 변동금리부 국고채 발행시에 금리스왑거래를 병행한다. 변동금리부 국고채 발행에 따른 정부의 금리스왑거래는 스왑스프레드(IRS-국고채)의 역전현상을 이용하여 국고채 조달비용 감소에 기여하고, 스왑스프레드가 급격히 확대되어 채권 및 스왑시장의 혼란이 발생할 경우에 시장 안정에 기여할 수 있다.

54) 변동금리부국고채는 지급이자 금리가 기준금리(CD 또는 국고채 유통금리)에 연계되어 이자지급 주기마다 변동하는 채권으로 금리상승기에 유리한 투자상품이다.

<그림 V-5> 변동금리부 국고채 발행과 금리스왑의 활용



라. 금리스왑 제도 개선

1) 시장조성자(market maker) 역할의 활성화

스왑은행들이 거래상대방이 되어 시장에 유동성을 공급하는 시장조성 역할(market making)의 활성화가 절대적으로 필요하다. 금리스왑거래에서 국내 금융기관들의 경우 유동성을 주도적으로 공급하는 시장조성자로서의 역할이 크게 부진하다. 현재 금리스왑시장에서 대부분의 국내 금융기관들은 유동성 공급자가 아닌 수요자로서의 역할만 수행하고 있는 실정이다. 따라서 국내 금융기관들은 유동성 수요 및 공급의 불균형을 해소하고 거래체결 가능성을 높여 주는 전문적인 시장조성자로서의 역할을 이행할 필요가 있다.

2) 국내 금융투자회사의 스왑시장 진입 유도

현재 국내 금리스왑시장은 은행들의 독과점 체제로 비은행권 금융기관의 시장 진입을 통한 경쟁 유도가 필요하다. 국내 스왑시장의 경우 은

행들의 과도한 CD 연동 금리 발행에 따른 IRS receive 포지션에 대한 과도한 수요 발생 구조로 인해 금리 역전 현상이 장기화되고 있으며, 그 결과로 해외 투기성 자금 유입으로 인한 환율 교란 등 시스템 위협의 발생가능성이 매우 높다. 따라서 은행계 스왑은행과 반대 포지션을 공급할 인센티브가 있는 비은행계 스왑은행의 스왑시장 진입이 필요하다. 이를 위해 금리스왑시장의 진입 장벽이 높은 상황에서 국내 금융투자회사가 금리스왑은행으로 금리스왑시장에 참여할 수 있도록 다양한 인센티브를 제공할 필요가 있다.

국내 금융투자회사, 즉, 국내 IB의 금리스왑시장 진입은 국내 IB가 세계 자본시장에서 경쟁력을 갖추는데 필수요소이다. 단지 금리스왑딜러가 되기 위해서는 AAA 신용등급이 기본적으로 필요하므로 대형 IB만이 시장진입과 상위 시장점유율 달성에 성공할 수 있다. 미국에서 1980년대 말기에 금융투자회사들은 자신의 신용등급이 A이므로 AAA 신용등급의 자회사를 설립하여 금리스왑시장에 진입하였으나 Goldman Sachs, Merrill Lynch, JP Morgan 등의 대형 금융투자회사만이 높은 시장점유율을 달성하는데 성공하였다. 따라서 자본력을 증대를 통한 금융투자회사의 국제 IB화 전략은 국내 금융투자회사가 비중 있는 금리스왑딜러로 자리 잡는데 피할 수 없는 과제로 보인다. 단지, 단기자금시장에 특화된 중소형 금융투자회사가 단기자금시장에서의 경쟁력을 적극 활용하여 금리스왑딜러로 특화하는 전략도 유효하다고 본다.

2. 구조화채권

가. 개념 및 거래구조

구조화채권(structured note)은 채권(note)과 파생상품이 결합되어 만들어진 상품으로 채권의 원금 및 이자가 금리, 통화 및 주식 등의 기초자산과 연동되어 결정되도록 설계된 채권이다. 보통 콜(call), 캡(cap), 플로어(floor) 등 옵션성격의 파생상품이 내재되어 있어 일반적으로 투자자는 파생상품의 매도포지션, 발행자는 매수포지션을 취한다.

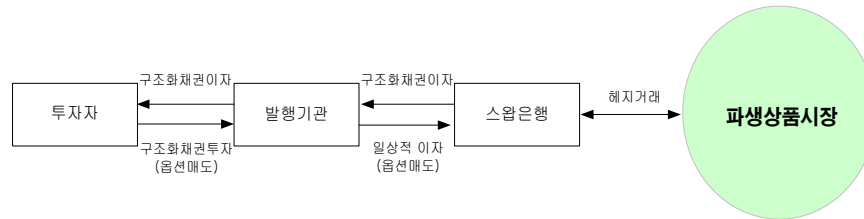
구조화채권은 기초자산의 종류에 따라 크게 금리연계구조화채권(interest rate linked note), 신용연계구조화채권, 주식연계구조화채권, 통화연계구조화채권, 상품연계구조화채권(commodity linked note)으로 분류된다. 금리연계구조화채권에는 역변동금리채(inverse FRN 혹은 inverse floater), 이중지표변동채(dual index FRN), CMS 변동금리채(constant maturity swap FRN), CMT 변동금리채(constant maturity treasury FRN), 스프레드승수채(power spread note), 구간변동금리채(range note) 등이 포함되고, 신용연계구조화채권에는 신용디폴트스왑채권(credit default swap note), 신용스프레드노트(credit spread note) 등이 포함된다. 주식연계구조화채권에는 개별주식연계채권(equity linked note), 주가지수연계채권(equity index linked note) 등이 포함된다.

구조화채권은 1980년대 중반에 미국에서 금리연계구조화채권으로 출발하였으며 이는 Eurodollar 선물시장과 스왑시장이 자리 잡기 시작하던 시점이다. 이 후 약 10년간 발행된 비교적 단순한 구조화채권을 1세대 구조화채권이라고 보면, 1세대 구조화채권은 대부분 비교적 설계가 단순한 금리연계구조화채권이였다. 대표적인 1세대 구조화채권에는 단순 변동금리채, 역변동금리채, 상한부 변동금리채(capped inverse FRN), 하한

부 변동금리채(floored inverse FRN), 상하한부 변동금리채(capped and floored inverse FRN), 초변동금리채(super floater) 등이 포함된다. 이 후보다 복잡한 이표구조가 나타나고, 이표 외에도 원금, 만기 등이 지표(준거 지수, reference index)실적에 연동되었으며, 금리 이외에 다양한 지표가 도입되었다. 이를 교차종목구조화채권(cross-category notes)이라 하며 여기에는 추가연계구조화채권, 신용연계구조화채권, 상품연계구조화채권이 포함된다.

구조화채권 시장참여자는 발행자, 투자자, 스왑은행 등으로 구성된다. 구조화채권 발행자는 조달비용의 절감 또는 채권의 발행을 위하여 구조화채권의 맞춤형 현금흐름을 투자자에게 제공하며 발행과 동시에 스왑계약 체결을 통해 구조화채권 관련 위험을 스왑은행에 전가하게 된다. 이때, 금리연계구조화채권의 경우 발행자는 최종적으로 부담하는 현금흐름을 스왑은행과의 거래를 통해 고정금리채 또는 단순 변동금리채, 즉 plain vanilla FRN으로 단순화한다. 구조화채권 투자자는 저금리 기조에 따른 고수익 추구, 포트폴리오의 다양화, 리스크 헤지 등 투자 목적에 맞게 구조화채권을 매입한다. 일반적으로 구조화채권 투자자들은 잠재적인 고수익 확보를 위해 구조화채권에 내재된 위험을 헤지하지 않는다. 스왑은행은 발행자와의 스왑계약을 통해 위험을 부담함과 동시에 구조화채권의 맞춤형 현금흐름을 창출하는 역할을 수행한다. 구조화채권에는 대개 스왑이 내재되어 있기 때문에 스왑은행이 투자자와 반대포지션에 노출되면서 이를 헤지하기 위해 스왑거래를 증가시킨다. 가령, 단순 변동금리채권의 경우 발행자는 스왑은행과 IRS 지급 계약을 맺고, 스왑은행은 IRS 지급 포지션을 헤지하기 위해 스왑시장에서 IRS 수취 포지션을 취한다. 일반적으로 투자자들은 헤지를 하지 않으므로 스왑은행의 헤지거래는 스왑시장에 큰 영향을 끼친다.

<그림 V-6> 구조화채권의 일반적인 거래구조



나. 국내외 구조화채권시장의 현황

1) 해외 구조화채권시장의 현황

현재 구조화채권의 최대시장은 유럽이고 아시아에서도 구조화채권 시장이 급격히 발전하고 있다. 1995년 이후로 독일을 중심으로 유럽에서 구조화채권의 발행이 급격히 증가하여 2006년 후반기에는 한 달에 평균 2만개 이상의 구조화채권이 발행되었고 2006년 6월 현재 총 미결제 구조화채권(notes outstanding) 종목수는 31만5천개가 넘었으며 발행잔액은 4.4조유로를 상회한 이후 금융위기의 여파로 2008년 현재 3.5조유로로 감소하였다.

2007년 발발한 금융위기 이전에는 미국에서도 구조화채권시장이 급격히 성장하고 있었고 특히 구조화채권 소매시장이 급성장을 이루고 있었다. 2007년 독일 구조화채권의 시가총액은 2천억유로를 상회하며 이는 총 금융투자자산의 6.8%에 해당된다. 스위스 구조화채권의 시가총액은 3,400억스위스프랑이며 이는 스위스의 총 금융투자자산의 7~8%에 해당된다. 구조화채권은 특히 유럽에서 소매 투자자의 참여도가 높는데 투자자들은 구조화채권을 우체국이나 대형마트 등에서도 구매할 수 있다. 2007년 미국의 구조화채권시장의 규모는 독일의 절반 정도이며 이는 구조화채권에 대한 보다 엄격한 미국감독당국의 규제 영향에 기인한다

고 보여진다.

Datastream에 따르면, 1995년 이후 2008년 말까지 유럽, 미국 및 일부 아시아 국가(싱가폴, 대만, 홍콩)에서 발행된 구조화채권의 종목수는 백만 개가 넘는다. 발행채권 종목수로 볼 때 주식연계구조화채권이 절대 다수를 차지하고 있으며 상품, 통화, 금리가 그 뒤를 따른다. 구조화채권 발행자 중 독일계 은행인 Deutsche Bank가 10만 건 이상의 가장 많은 구조화채권을 발행하였고 Commerzbank, Goldman Sachs, Citigroup, Dresdner, Société Générale, BNP Paribas 등이 그 뒤를 잇는다. 가장 많이 사용된 기준자산(reference asset)은 DAX지수로 약 10만 건의 구조화채권의 기준자산으로 사용되었다.

2004년 미국 AMEX(American Stock Exchange)에 상장된 구조화채권은 115개이며 2005년에는 136개로 증가하였고 시가총액은 130억달러를 상회하였다. 또한 2005년 NYSE(New York Stock Exchange)에도 상장된 구조화채권의 시가총액은 140억달러를 상회하였다.

2) 국내 구조화채권시장의 현황

미국과 마찬가지로 한국에서도 금융기관과 공기업 등의 구조화채권 발행과 고수익 증권에 대한 기관투자자들의 투자가 맞물리면서 구조화채권시장이 형성되었다. 구조화채권시장의 급성장 배경은 저금리 기조 고착화에 따른 고수익 증권에 대한 수요 증가, 파생상품 발전으로 구조화채권 설계의 용이, 스왑과 옵션 등의 파생상품 거래와 동일한 효과, 투자자들의 다양한 요구가 반영된 맞춤형 상품 등에 주로 기인한다. 구조화채권시장의 발전으로 연기금, 보험회사 등의 기관투자자들은 일반 금융채보다 구조화채권 발행금리가 더 높게 제시되므로 고수익 확보가 가능해졌다. 금리연계 구조화채권은 기관투자자 중심으로 자리 잡는데

비해 추가연계구조화채권은 ELS로 국내에 도입되어 개인투자자들을 위한 상품, 즉 소매상품으로 선순환적으로 발전해왔다.

금리연계구조화채권은 단순 변동금리채권(Floating Rate Note: FRN)의 형태로 IMF 외환위기 이후 부실자산 유동화 목적으로 발행되었고, 다른 유형의 금리연계구조화채권은 2001년부터 본격적으로 발행되었다. 금리연계구조화채권은 상품유형별로 특정 시기에 집중적으로 발행되는 경향이 있는데, 저금리 상황 하에서 2001년 후반기에는 역변동금리채권이 주로 발행되었으며, 2002년 상반기에는 장·단기 금리 간 차이가 지급이자를 결정짓는 이중지표변동금리채권이 집중적으로 발행되었다. 2002년 하반기에는 구간변동금리채, 해외금리에 기초하여 지급이자가 결정되는 quanto 변동금리채 등이 주종을 이루었다. 2003년에는 카드채 유동성 위기로 인한 채권시장의 동요로 금리연계구조화채권의 발행이 감소하였으나, 2004년부터 조기상환권부 변동금리채(callable flipper, callable range accrual 등)가 등장하였고 2007년 이후 스왑스프레드의 역전현상을 이용하는 power spread note가 본격적으로 발행되었다.

2001년 발행된 금리연계구조화채권은 2002년부터 크게 늘어나기 시작하여 2008년까지 누적금액으로 총 19.5조원이 발행되었다. 2008년 금리연계구조화채권의 발생금액은 6.3조원으로 그 중 만기가 1년인 plain vanilla FRN 형태가 절반 정도를 차지하였다.

<표 V-4> 구조화채권 발행금액 및 원화관련 금리스왑 거래금액

(단위: 조원)

구 분	2002년	2003년	2004년	2005년	2006년	2007년	2008년
구조화채권	0.1	0.2	0.4	1.0	4.9	6.5	6.3
원화관련 금리스왑	168.7	168.9	195.0	357.5	681.9	1,387.8	1,865.6

자료: KIS채권평가, 금융감독원

금리연계구조화채권은 plain vanilla FRN, inverse floater, range note, CMT spread accrual note, dual range accrual note, MSB spread accrual note, power spread note 등 현재까지 총 30종류의 다양한 형태로 발행되었다. 최근 3년간 금리연계구조화채권 발행 형태는 plain vanilla FRN(32.1%)이 가장 많고 CD range accrual note(14.1%), CMS spread accrual note(8.8%), power spread note(8.0%)순으로 많다. 금리연계구조화채권은 기존 상품의 응용과 결합, 기초상품 간의 결합을 통한 혼용된 상품 등으로 향후 보다 다양화 될 전망이다.

한편, 추가연계구조화채권은 금리연계구조화채권과 마찬가지로 2000년 이후 지속된 저금리 기조 하에서 투자처를 찾지 못한 과잉유동성을 배경으로 발행 첫해부터 지속적인 성장세를 보였다. 발행규모는 2003년 170종목(공모 52종목, 사모 118종목), 약 3조원 발행으로 출발해서 2008년 현재 4,822종목(사모 3,244종목, 공모 1,578종목), 약 20조원 발행을 보이고 있다. 추가연계구조화채권은 시장 참여자의 다양화로 개별 종목의 평균 발행 규모는 작아지는 추세를 보이고 있고 사모가 공모를 약 2대1의 비율로 앞지르고 있다.

<표 V-5> 최근 3년간 유형별 금리연계구조화채권 발행 현황

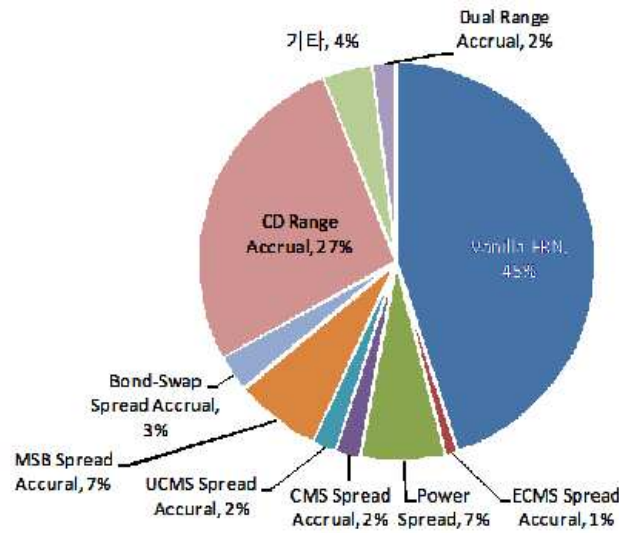
(단위: 억원, %)

상품별	발행금액	비중
plain vanilla FRN	57,066	32.1
CD range accrual	25,066	14.1
CMS spread accrual	15,610	8.8
power spread	14,300	8.0
MSB spread accrual	11,400	6.4
Dual range accrual	9,714	5.5
CMT spread accrual	7,800	4.4
Inverse FRN	5,000	2.8
CMS spread	4,700	2.6
Complex others	3,800	2.1
Power mix	3,800	2.1
ECMS spread accrual	3,500	2.0
Bond-swap spread accrual	3,100	1.7
기타	7,000	3.9

주 : 3년간 합계는 2006년에서 2008년까지 발행된 금리연계구조화채권 발행
금액의 합계

자료: KIS채권평가

<그림 V-7> 2008년 유형별 금리연계구조화채권 발행 현황



다. 구조화채권 혁신 사례

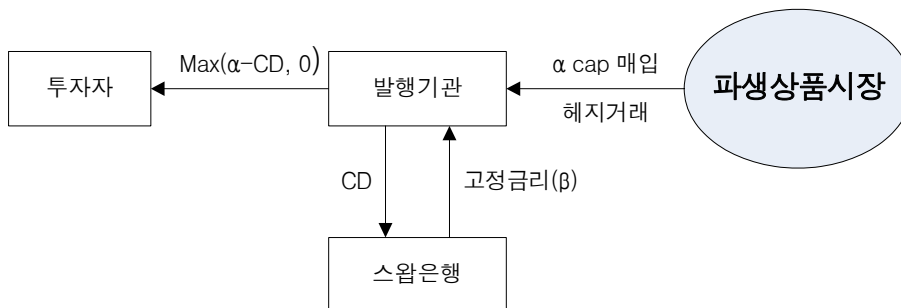
이하에서는 다양한 자산에 기초한 구조화상품의 혁신사례를 간략하게 소개한다. 여기에 소개하는 상품 중 다수의 상품은 국내에 이미 소개되었고 구조화 채권 중 일부 상품, 특히 신용연계 구조화채권 중 일부 상품은 금융위기를 통해 문제점이 드러나 시장에서 퇴출되거나 규제 대상이 되고 있다. 따라서 아래에서 기술하는 다양한 구조화상품을 혁신 사례로 소개함은 구조의 다양성과 창의성을 예시하기 위한 것이지 상품의 우수성을 강조하기 위한 것은 아니다.

1) 혁신적 금리연계구조화채권 설계 사례

가) 역변동금리채(inverse FRN)

역변동금리채의 금리구조는 고정금리에서 변동금리를 차감하는 형태이며 (고정금리 - CD금리), ((고정금리 - CD금리) x 승수) 등의 이표구조를 지닌다. ((고정금리 - CD금리) x 승수) 형태에서 금리변동의 효과를 높이기 위하여 승수가 1을 넘을 경우 이를 차입형 역변동금리채라고 한다. 투자자 측면에서 포지션은 고정금리채, IRS 수취(고정금리 수취/변동금리 지급)와 음(-)의 수익률 방지를 위한 캡 매입 세 가지 요소로 구성된다. 금리 하락 시 고정금리채 부분의 가격상승과 기대이표의 증가로 고수익이 가능하나 고정금리채 부분의 가격하락폭이 일반 고정금리채 보다 크다. 투자자는 IRS 지급 계약을 통해 역변동금리채를 실질적으로 고정금리채로 만들 수 있다. 따라서 금리상승이 예상되는 경우 투자자는 IRS 지급 포지션(변동금리 수취/고정금리 지급) 취득 또는 손절매(stop loss)를 고려할 수 있다.

<그림 V-8> Inverse FRN 발행 및 거래구조



나) 스프레드승수채(power spread note)

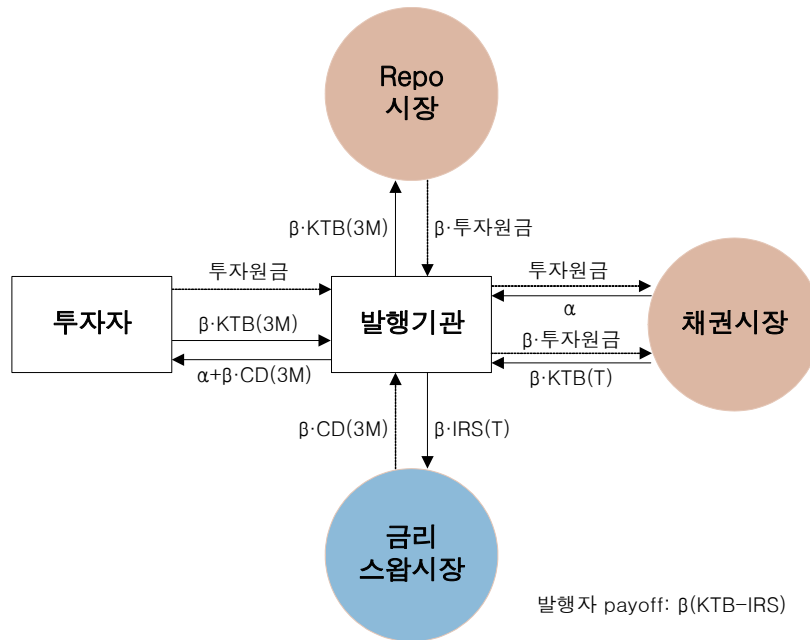
스프레드승수채의 원시적인 발행구조는 $\max[(\text{고정금리}-\text{단기금리})^2, 0\%]$ 등이다. 국내에 소개된 스프레드승수채는 많이 변형된 형태로 발행자가 투자자에게 '고정금리+(91일 CD금리-3개월 국고채수익률) \times 배수'를 지급하는 cap 및 floor 옵션이 내재해 있는 구조화채권의 일종이다. 투자자가 당면하는 위험요인은 (91일 CD금리-3개월 국고채수익률)이며 발행자는 위험 요인의 레버리지 승수를 적절히 조정해서 채권을 설계한다.

발행자는 채권시장에서 투자원금을 통해 수익률 α 의 채권을 매입하고, Repo시장에서 β 배의 레버리지를 취한 후, 해당 자금으로 해당 만기의 채권을 매입하여 스왑시장에서 해당 금액만큼 해당 만기 스왑 지급포지션을 취한다. 따라서 발행자의 순수익은 국고채(3개월)수익률에서 스왑금리(IRS)를 차감한 값의 β 배가 된다.

스프레드승수채가 기관투자자들 사이에서 인기를 끌고 있는 이유는 지급이자가 매력적이기 때문이다. 지급이자 가운데 고정금리는 투자자를 유인하기 위하여 은행채 발행금리보다 높게 제시되며 CD금리가 국고채금리보다 높아 추가적으로 수익이 발생하는 경우 이에 대한 지급이자는 승수배로 증가하게 되는데 스프레드승수채는 보통 7~12배 승수에 발행되고 있다.⁵⁵⁾ 그런데 발행자는 이와 같이 높은 금리를 제공하더라도 스왑계약을 통하여 일반 은행채에 비하여 발행비용을 절감할 수 있다. 이는 이자율스왑금리(IRS rate)가 국고채수익률을 하회하고 있는 국채대비 스왑금리 스프레드의 만성적인 역전현상에 기인한다.

55) 은행의 신용도가 국가신용도보다 낮으므로 CD스프레드에서 일반적으로 수익이 나는 구조이다.

<그림 V-9> Power spread note 발행 및 거래구조



2) 혁신적 신용연계구조화채권(CLN) 설계 사례

가) CDO

CDO(Collateralized Debt Obligation)는 비소비자금융자산 중 회사채(bond) 또는 대출채권(loan)을 기초자산으로 삼고 유동화자산의 현금흐름에 근거하여 발행한 유동화증권을 지칭한다.

신용위험의 이전이 true sale로 이루어지는 cash CDO와 CDS로 신용위험이 이전되는 synthetic CDO로 구분된다. cash CDO는 SPV(Special Purpose Vehicle)가 기초자산을 자산보유자로부터 직접 취득하여 자산에 대한 법적소유권이 SPV에 있는 전통적인 구조이고, synthetic CDO는 법적 소유권은 sponsor에 그대로 남아있으면서 CDS를 통해 신용위험만

SPV에 이전된 구조이다. 또한 CDO는 원리금 상환이 기초자산의 원리금에 전적으로 의존하는 cash CDO와 기초자산의 적극적인 자산운용으로 이루어지는 market value CDO로 구분되기도 한다.

나) CDO-squared

CDO-squared는 CDO를 기초로 하는 CDO로 일반적인 CDO와는 다르게 손실은 두겹(two-layer)으로 보호되는 특징을 지닌다. 즉, CDO-squared의 후순위 tranche와 내층 CDO의 각각의 후순위 tranche로 인하여 준거자산의 손실이 발생하더라도 일정 수준 이상을 초과하지 않으면 내층 tranche의 손실은 발생하지 않게 된다. 또한 내층 tranche의 후순위 tranche가 모두 손실이 발생하더라도 CDO-squared의 후순위 tranche가 손실을 흡수하므로 CDO-squared의 후순위 tranche가 모두 손실이 발생할 때까지 해당 tranche의 손실은 발생되지 않는다. CDO-squared는 일반적으로 100개 정도의 기초자산을 포함하는 single CDO에 비하여 기초자산을 300개 이상 포함하므로 분산효과가 상대적으로 높은 편이다. 따라서 CDO-squared의 투자자들은 개별 자산의 고유 위험(idiosyncratic credit risk)에는 노출이 낮은 반면 다수의 투자등급의 손실위험(systemic risk)에 노출 정도는 높다. CDO-squared에서는 개별 자산의 상관관계뿐만 아니라 tranche간의 상관관계 및 내층(inner) CDO의 손실경로(개별 집중, 분산 손실)도 외층(outer) CDO의 손실에 영향을 주는 요인이 된다.

라. 활성화 방안

국내 구조화채권시장은 저금리 기조 고착화에 따른 고수익 증권에 대한 수요 증가, 파생상품 발전으로 구조화채권 설계의 용이, 스왑과 옵션 등의 파생상품 거래와 동일한 효과, 투자자들의 다양한 요구가 반영된 맞춤형 상품 등에 기인하여 급성장하였다. 구조화채권시장의 발전으로 연기금, 보험회사 등의 기관투자자들은 일반 금융채보다 구조화채권 발행금리가 더 높게 제시되므로 고수익 확보가 가능해졌다.

글로벌 금융위기 이전 유럽과 아시아에서 급성장하고 있던 구조화채권의 수요는 전세계적으로 급증할 것으로 예견된다. 구조화채권시장은 채권시장, 스왑시장, 외환시장, Repo시장을 동시에 아우르므로 투자은행이 타 업권에 비해 상대적으로 경쟁력을 가지고 있는 시장이다. 혁신적인 구조화채권은 투자은행에게 신성장 동력을 제공할 것으로 예상된다. 단지 1994년 일부 MMF(Money Market Funds)와 오렌지카운티 파산⁵⁶⁾ 사례에서 볼 수 있듯이 구조화채권은 상품의 구조가 복잡하므로 전문투자자들도 상품에 내재된 위험에 대한 충분한 이해와 위험관리 없이 투기성의 투자행태를 보일 수 있고 소매투자자들이 참여하는 소매시장의 성격이 강해서 투자자교육, 설명의 의무강화 등을 통해 시장의 안정성 제고에 노력을 기울여야 한다.

금융위기 이후 CPDO(Constant Proportion Debt Obligation), Credit CPPI(Constant Proportion Portfolio Insurance)를 포함한 다수의 구조화채권이 설계의 복잡성 등을 이유로 시장에서 자취를 감추었으며, 국내에

56) 1994년 여름 다수의 MMF가 금리연계구조화채권투자에서 큰 손실을 입었으며, 1994년 12월 6일 오렌지카운티 재정담당인 로버트 시트론은 206억 달러 규모의 채권투자를 하다가 16억달러의 손실을 내고 연방법원에 파산보호신청을 하게 되었다. 이 두 사례는 무분별한 금리연계구조화채권의 대규모 손실 사례로 꼽힌다.

서도 ELS의 경우 시세조종혐의가 대두되어 규제가 강화되고 있다. 구조의 복잡성과 규제강화 등은 향후 구조화채권의 발전가능성에 제한요소로 작용할 것으로 보인다. 그러나 구조화채권은 금융투자회사가 제조업자로서, 시장조성자로서, 다른 권역에 비해 경쟁우위에 있고 사회적 순기능도 많으므로 구조화채권을 국내 금융투자회사의 중요한 '신성장' 동력으로 활용한다는 기본구상은 유효하며, 상품개발시 설계단순화·투명화를 통한 금융소비자 보호전략이 중요하다.

VI. 외 환

1. FX마진거래
2. 통화스왑(CRS)

VI. 외환

1. FX마진거래⁵⁷⁾

가. 개념 및 거래구조

FX마진거래(Foreign Exchange margin trading)는 장외(off-exchange 또는 over-the-counter)에서 증거금 또는 레버리지를 이용해 금융투자회사(증권회사 또는 선물회사)와 소매고객 간에 이루어지는 외환거래이다. 장외거래이므로 증권시장이나 선물시장처럼 정형화된 거래소를 통하지 않고 전화 등을 이용해 거래상대방과 직접 협상하거나 전자거래플랫폼(electronic trading platform)을 이용해 거래가 체결된다. 증거금은 고객의 거래이행을 담보하기 위해 딜러나 중개회사가 고객에게 부과하는 일종의 보증금이며, 국내 투자자들은 기준통화 거래단위(100,000 통화단위)당 5,000달러(거래대금의 약 5%) 이상을 개시증거금(initial margin)으로 예치해야 한다. 예를 들어, 100,000단위의 달러/유로 조합을 매수하려는 투자자는 5,000달러의 증거금을 금융투자회사에 예치해야 하는 것이다. 소매고객이란 일정규모(미국의 상품거래법이 정하는 바에 따르면 1,000만달러) 이하의 자산을 가진 개인이나 중소기업을 말한다.

국제결제은행의 2010년 4월 통계에 따르면, 글로벌 장외 외환시장의 일평균 거래량은 약 4조달러로, 그 중 FX마진거래와 관련된 현물환거래가 차지하는 비중은 약 1.5조달러에 달한다. 풍부한 유동성과 더불어 하루 24시간 인터넷을 통해 거래할 수 있는 편리함도 장점이다. FX마진거

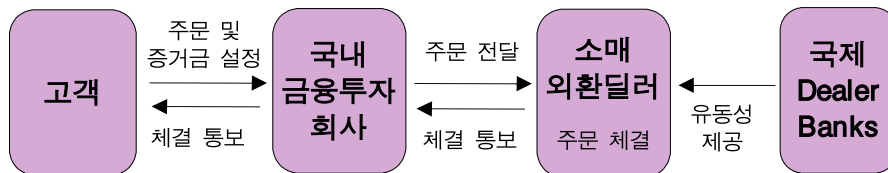
57) 이 절의 주요 내용은 다음의 보고서에서 일부 발췌함: 박철호, 2010, 『FX마진거래제도 개선방안』, 자본시장연구원 조사보고서 10-02.

래는 두 거래통화 간의 금리차이를 획득하기 위한 캐리트레이드(carry trade)의 수단으로 오래전부터 널리 활용되어 왔다. 또한 외환수익률은 통상 변동성이 클 뿐만 아니라 전통적인 투자수단인 주식 및 채권의 수익률과는 낮거나 음(-)의 상관관계를 가지고 있어 2008년 글로벌 금융 위기를 전후하여 대체투자상품으로서도 각광받고 있다.

FX마진거래 대상상품은 주요 국제통화와 신흥국들의 통화가 망라되어 있으며, 기준통화/표시통화의 조합을 매매하게 된다. 통화조합을 거래하는 것이므로 이를 구성하고 있는 두 통화 가운데 한 통화의 매수와 다른 통화의 매도가 동시에 일어나게 된다. 주요 통화조합들(유로/달러, 엔/달러, 유로/엔 등)은 유동성이 풍부해 호가스프레드(bid-ask spread) 또한 상대적으로 작은 경향이 있다. 통상적인 거래단위는 100,000단위(예를 들어, \$100,000/€)이나, 해외 달러들의 경우 미니(mini, 10,000단위) 또는 마이크로(micro, 100단위) 규격의 상품도 제공하고 있으며, 거래단위에 별다른 제약을 두지 않고 있는 달러들도 존재한다.

거래구조를 살펴보면 <그림 VI-1>과 같다. 먼저, 국내 소매고객이 국내 금융투자회사를 통해 낸 주문은 해외 소매외환딜러에게 전달되고, 해당 딜러는 국제 딜러은행들(dealer banks)로부터 유동성을 공급받아 최우리가격(best bid/ask prices)에서 고객의 주문을 체결한다.

<그림 VI-1> FX마진 거래 구조



해외 소매외환딜러는 FX마진영업을 하는 해외 선물회사 또는 전문외환딜러회사로서 소매고객들의 거래상대방(counterparty)이 되어 외환을 매매한다. 미국의 경우, 상품선물거래위원회(Commodity Futures Trading Commission: CFTC)에 등록된 미국선물협회(National Futures Association: NFA) 회원 중 일정규모 이상의 자본금 요건(2,000만달러 이상의 조정순자본)을 충족시킨 선물회사(Futures Commission Merchants: FCMs)나 소매외환딜러(Retail Foreign Exchange Dealers: RFEDs)가 이에 해당된다. NFA 규정에서는 FDM(Foreign Exchange Dealer Member)으로 정의된다.

소매외환딜러들에게 유동성을 제공해주는 국제 달러은행들은 은행간 시장에서 활동하는 대형 상업은행 및 투자은행들을 일컫는다. 2010년 유로머니(Euromoney)의 조사에 따르면, 국제 외환시장 점유율 상위 은행에는 Deutsche Bank, UBS, Barclays Capital, RBS, Citi 등이 포함되어 있다.

해외 소매외환딜러에 의해 체결된 주문은 다시 국내 금융투자회사를 통해 고객에게 통보되는데, 고객계좌에 손실이 발생하여 증거금이 일정 수준(유지증거금 수준) 이하로 내려갈 경우 금융투자회사는 고객의 추가적인 증거금납입을 허용하지 않고 즉시 반대매매를 통해 고객의 포지션을 청산한 후 나머지 증거금을 고객에게 반환한다. 환율이 급등락하는 경우, 고객계좌는 음(-)의 잔고를 가질 수도 있다.

FX마진거래는 포지션의 만기가 없으며, 자유로운 청산 및 롤오버(rollover)가 가능하다. 선물거래에서처럼 많은 레버리지를 이용할 수 있으면서도 고객이 원하는 시점까지 포지션을 유지할 수 있는 것이다. 고객의 미결제 포지션은 대부분 현물을 인수도(deliver)하는 것 없이 반대매매를 통해 청산되며, 그렇지 않을 경우 딜러회사는 고객의 포지션을 다음 영업일로 롤오버한다. 일반적으로 반대매매에 대한 정산일(settlement day)은 현물거래의 경우처럼 반대매매 후 이틀 이내이다. 이 때 롤오버는

매도한 통화를 빌려서 매입한 통화를 예금하는 것과 같은 효과를 가지므로, 고객은 여·수신 금리차이와 같은 스왑포인트(swap points)를 지불하거나 수취할 수 있다. 매도(매입)한 통화의 금리에 비해 매입(매도)한 통화의 금리가 상대적으로 높다면 투자자는 스왑포인트를 수취(지불)하게 된다.

국내제도는 1계약을 기준통화의 100,000단위로 설정하고 있고 정산은 현금결제만 가능하도록 해 다소 경직적으로 운영되고 있으나, 해외의 경우 외환달러에 따라 최소 1단위에서부터 최대 1,000만 단위에 이르기까지 포지션의 규모를 자유롭게 조정할 수 있으며, 고객이 원하는 경우에는 실물외환의 인수도도 가능하다.

나. 국내외 FX마진거래 현황

1) 한국

FX마진거래는 자본시장법하에서 장내파생상품으로 분류되고 있다. 2009년 2월 자본시장법이 시행됨으로써 2005년부터 시장개설과 함께 영업을 해왔던 기존의 선물회사 뿐만 아니라 증권회사도 FX마진시장에 새롭게 참여할 수 있게 되었다.

FX마진거래에 관한 보다 구체적인 사항은 금융투자협회의 「금융투자회사의 영업 및 업무에 관한 규정」에서 정하고 있다. 이 규정에서 FX마진거래는 “유사해외통화선물거래”로 정의된다. 거래대상은 원화를 제외한 이종통화이며, 거래단위는 기준통화의 100,000단위이다. 가령, 유로/달러 조합 1계약의 매수는 달러화로 표시되는 유로화 100,000단위를 매수하는 것이 된다. 투자자는 거래 시 거래단위당 5,000달러 이상을 금융투자회사에 위탁증거금으로 예치해야 하는데, 투자자의 예탁자산평가액

이 유지증거금 수준(위탁증거금의 100분의 60에 상당하는 금액)에 미달하는 경우 금융투자회사는 투자자의 미결제약정을 소멸시키는 거래를 할 수 있다.

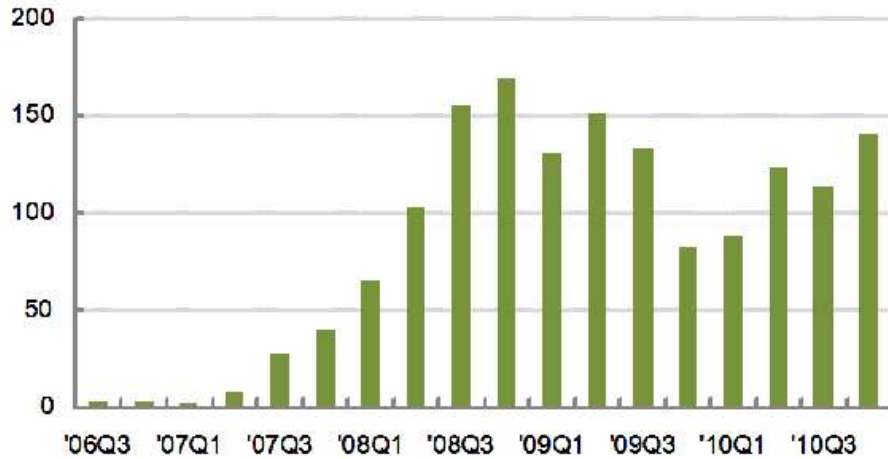
2010년 4월부터 금융투자회사는 2개 이상의 해외파생상품시장회원으로 부터 호가를 제공받아 투자자들에게 제시하도록 요구되고 있다. 해외 파생상품시장회원이란 해외 소매외환딜러를 지칭하는 것으로, 현재까지 대부분의 금융투자회사들은 미국과 일본의 소매외환딜러들로부터 호가를 제공하고 있다. 금융투자회사는 호가 제공 시 투자자에게 유리한 호가를 제공할 수 있도록 선량한 관리자로서의 주의 의무를 다해야 한다.

국내 FX마진거래 시장규모는 2009년 기준 일평균 약 20억달러 수준이다. 2007년부터 거래가 점차 증가하기 시작했으며, 특히 글로벌 금융 위기가 최고조에 달했던 2008년에는 거래량이 전년 대비 약 540% 증가하였다. 글로벌 경제위기로 인한 높은 외환변동성, 글로벌 저금리기조, 전통적인 투자수단들(주식, 채권, 부동산 등)의 성과 부진 등이 거래량 증가에 일조한 것으로 평가되고 있다.

FX마진시장이 단기간에 지나치게 과열되는 양상을 보이자 금융당국은 2009년 9월부터 증거금률을 기존의 2%에서 약 5%로 상향조정하였고 외환중개회사(금융투자회사)에 대한 검사, 광고규제, 투자권유규제 등을 강화하였으며, 이에 따라 거래량은 큰 폭으로 감소하였다. 2009년 11월 이후 증권회사들이 시장진입이 시작된 이후 거래량은 점차 회복되는 모습을 보이고 있다.

<그림 VI-2> 국내 FX마진거래량 추이(분기별)

(단위: 십억달러)



주 : 각 분기월의 거래량을 합산한 분기별 자료임
 자료: 금융투자협회

FX마진거래는 소매고객들을 대상으로 한 것인 만큼 시장참여자는 개인투자자들이 대부분을 차지하고 있다. 해외의 경우 개인투자자들뿐만 아니라 소규모 일반법인, 헤지펀드 매니저 및 기타 중소금융기관들의 시장참여가 활발하므로, 국내에서도 FX마진거래의 보급과 함께 헤지펀드 등이 도입될 경우 이들의 시장참여가 확대될 것으로 전망된다.

2) 미국

미국시장에서 FX마진거래는 상품거래법(Commodity Exchange Act: CEA)에 의해 규제되며, 규제기관은 상품선물거래위원회(CFTC)이다. 미국선물협회(NFA)는 CFTC로부터 권한을 위임받아 FX마진거래와 관련된 세부 규정을 제정하고, 소매외환중개회사들의 재무건전성 및 거래의 투

명성 감독, 등록, 공시, 투자자보호 업무 등을 관장하고 있다. 공식적인 거래규모의 집계는 이루어지지 않고 있으나, 외환딜러 및 중개회사들에 의해 보고되는 자료에 따르면 미국시장의 일평균거래량은 약 1,000억달러에 이를 것으로 추정되고 있다.

미국의회는 2008년 6월 CFTC를 재승인하기 위해 상품거래법을 개정하였다. 개정된 법(CFTC Reauthorization Act of 2008(CRA) 또는 Farm Bill)에는 FX마진거래에 대한 규제문제와 관련하여 CFTC가 Zelener(2004년) 및 Erskine(2007년)과의 소송에서 패소함으로써 발생한 규제공백을 보완하는 내용이 포함되었다. 두 소송사건에서 CFTC는 FX마진거래를 선물계약(futures contract)이라고 주장하였으나, 각 재판부는 '현물환의 롤오버 거래' 또는 '선도계약(forward contracts)'과 유사한 것으로 판단하여 장내파생상품의 규제에 국한된 CFTC의 관할권을 인정하지 않았다. 개정된 법은 CFTC로 하여금 선물회사(FCMs)나 소매외환딜러(RFEDs)들이 취급하는 모든 소매외환거래를 감독·관할 수 있게 함으로써 규제공백의 문제를 해결하였다.

CRA는 또한 소매외환거래가 본질적으로 장외에서 이루어지고 있는 점을 감안하여 딜러로서 역할을 하는 선물회사들과 그 관계인, 그리고 소매외환딜러들이 충분한 자본건전성을 유지할 수 있도록 자본금 요건을 강화하였다. 따라서 2008년 초 100만달러에 불과했던 최소 조정순자본(adjusted net capital) 요건을 2009년 5월 16일 이후부터는 2,000만달러로 증가시켰으며, 그 결과 당초 34개에 달하던 외환딜러회원(FDM) 수는 2011년 2월말 현재 15개로 크게 감소하였다. NFA는 2009년 하반기에 자본금 요건을 더욱 강화하였는데, 2009년 11월 30일 이후부터 소매외환딜러들은 2,000만달러에 더해 고객들에 대한 부채 중 1,000만달러를 초과하는 부분의 5%에 해당하는 금액을 추가적인 자본으로 확보해야 한다. 단, 고객들의 모든 거래에 대해 STP(Straight-Through-Processing) 거래시스템을 사용하여 자동적으로 헤지포지션을 취하는 딜러들은 이 요

건의 적용대상에서 제외된다.

그 외에도 CRA는 소매외환거래와 관련하여 상품거래법의 목적을 달성하기 위해 필요한 법률과 규정의 제정, 공포, 집행에 관한 권한을 CFTC에 부여하였으며, 명목상 선물회사들(shell FCMs)의 난립을 방지하는 규정과 소매외환딜러(RFEDs) 카테고리를 신설하였다.

<표 VI-1> 미국 FDM들의 조정순자본 현황

(단위: 달러)

	회사명	분류	조정순자본	순자본요건
1	Oanda Corporation	RFED	150,231,824	27,932,794
2	Forex Capital Markets LLC	RFED	82,725,462	26,500,031
3	Global Futures & Forex LTD	RFED	78,589,527	23,945,585
4	Gain Capital Group LLC	RFED	49,718,169	26,684,390
5	Peregrine Financial Group INC	FCM	36,018,094	21,438,778
6	FX Solutions LLC	RFED	34,001,538	20,596,277
7	IG Markets INC	FCM	28,859,019	20,000,000
8	FXDirectDealer LLC	RFED	26,176,690	21,474,391
9	MB Trading Futures INC	RFED	23,795,246	21,356,774
10	Interbank FX LLC	RFED	23,681,871	21,243,145
11	Tradestation Forex INC	RFED	22,653,315	20,000,000
12	Alpari (US) LLC	RFED	21,069,733	20,000,000
13	Institutional Liquidity LLC	FCM	20,932,375	20,000,000
14	Forex Club LLC	RFED	20,847,578	20,000,000
15	Advanced Markets LLC	RFED	20,177,732	20,000,000

자료: CFTC, 2011. 2

CFTC는 2010년 1월 CRA가 부여한 권한에 따라 기존의 법령과 규정을 바탕으로 관련거래에 대한 공시, 기록유지, 재무보고, 최소자본요건, 그리고 기타 운영기준 등을 포괄하는 법령을 제안하였으며, 2010년 8월

최종안을 확정·발표하였다. 제안된 법령에서 가장 논란이 되었던 부분은 현재의 레버리지 수준(100:1)을 큰 폭으로 축소해 10:1(10%의 증거금률)로 제안한 것이었다. 기존의 NFA 규정에 따르면, FDM들은 소매고객과의 외환거래에 대해 명목거래가치의 1% 이상에 해당하는 최소증거금을 고객들로부터 수취하여 유지해야 하며, 거래하는 통화조합 가운데 비선진국 통화가 포함된 경우 고객은 명목거래가치의 4% 이상을 증거금으로 예치해야 한다. 결국, 많은 논란 끝에 최종 증거금률은 2%(비선진국 통화가 포함된 경우 5%)로 결정되었으며, 이 증거금률은 2010년 10월 18일부터 적용되고 있다.

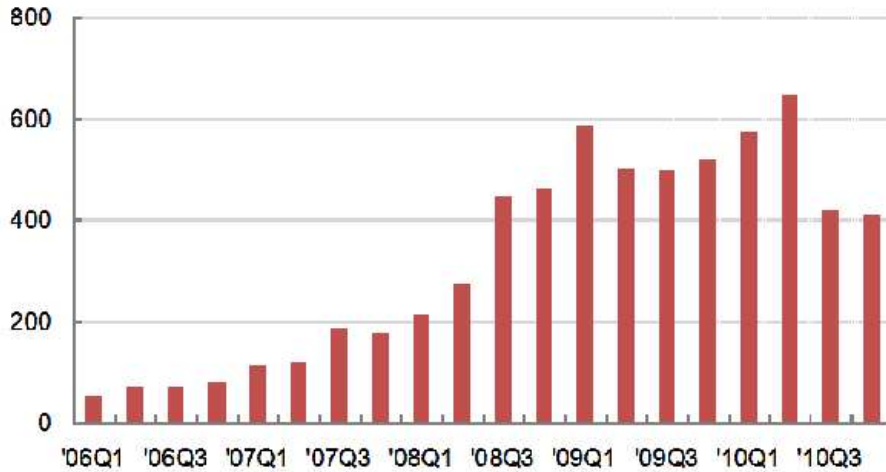
3) 일본

FX마진거래는 금융상품거래법에 의해 장외파생상품으로 분류되며, 금융감독청(Financial Services Agency: FSA)에 의해 감독·관리되고 있다. 증권거래감독위원회(Securities & Exchange Surveillance Commission: SESC)와 지역금융국(local finance bureaus)은 FSA로부터 권한을 위임받아 감독업무를 관장한다.

일본금융선물협회의 자료에 따르면, 장내외 FX마진거래 일평균거래량은 약 930억달러(2010년 기준)로 현물환시장 거래량의 약 10%를 차지하고 있다. 일본에서는 저금리 기조가 장기간 유지되어 오면서 뉴질랜드 달러나 호주 달러 등 고금리 통화에 대한 엔캐리트레이드(yen carry trades)가 활성화되었으며, 금융위기로 인한 엔화의 높은 변동성 등에 힘입어 FX마진거래가 비약적인 성장을 할 수 있었다. 현재 100여 개의 소매외환중개회사들이 영업을 하고 있고, 최근 활성화되고 있는 장내(거래소) FX마진거래량의 경우 장외거래량에 비해 절대적인 수준은 아직 미미한(장외거래량의 5% 미만) 편이다.

<그림 VI-3> 일본의 장외 FX마진거래량 추이(분기별)

(단위: 조엔)



주 : 각 분기월의 거래량을 합산한 분기별 자료임

자료: 일본금융선물협회(Financial Futures Association of Japan: FFAJ)

일본에서도 FX마진거래가 급증하게 되자 FSA는 기존 1%의 증거금률을 점진적으로 4%까지 상향하되 시장에 대한 충격을 완화하기 위해 일정기간 시행을 유예하는 방안을 발표하였다. 이 계획에 따르면 증거금률은 2010년 8월부터 2%로, 그리고 2011년 8월부터서는 4%로 상향된다.

한편, 일본의 증권 및 선물거래소들은 FX마진 상품의 거래를 활성화하려는 노력을 가속화하고 있다. 도쿄금융거래소(Tokyo Financial Exchange: TFX)는 그동안 거래가 부진했던 달러/엔 통화선물을 상장폐지하고, 2005년 7월과 10월에 걸쳐 7개 통화조합(엔화표시 미국 달러, 영국 파운드, 호주 달러, 스위스 프랑, 캐나다 달러, 뉴질랜드 달러)에 대한 FX마진거래를 시작하였다. 도쿄금융거래소는 2008년 10월 기존의 엔화표시 상품들 외에 이중통화상품을 포함한 16개 FX마진상품을 추가로 상장하였는데, 2009년 일평균거래량은 전년대비 64% 증가한 약 27만 계약

을 기록하였다. 오사카증권거래소(Osaka Securities Exchange: OSE)도 2009년 7월 9개 FX마진상품(엔화표시 미국 달러, 영국 파운드, 호주 달러, 스위스 프랑, 캐나다 달러, 뉴질랜드 달러, 유로/미국 달러, 파운드/미국 달러)을 상장하여 거래를 시작하였다.

다. 거래 예시

1) 포지션을 당일 청산하는 경우

투자자 A가 2010년 7월 20일(화요일) 향후 미국달러화(USD) 대비 유로화(EUR) 가치가 하락할 것으로 예상하고 100,000유로를 1.2945 EUR/USD 환율에 매도하였다고 가정해보자. 100,000유로를 달러화로 환산한 금액은 129,450달러이며, 이 포지션의 유지를 위해 필요한 개시증거금 및 유지증거금 수준은 각각 5,000달러와 3,000달러이다.

같은 거래일에 투자자 A는 EUR/USD 환율이 크게 하락하자 이익실현을 위해 기존 포지션을 청산하였다. 즉, 100,000유로를 1.2850 EUR/USD 환율로 매수하여 950달러(=129,450달러-128,500달러)의 수익을 올릴 수 있었다. 거래비용의 대부분은 호가(bid-ask spreads)에 선반영되므로, 투자자 A의 거래수익률은 19%(=950/5,000)에 이른다고 볼 수 있다.

만약 투자자 A가 예상한 바와 달리 EUR/USD 환율이 1.3040으로 상승했다면, 투자자 A의 계좌에서는 950달러의 손실이 발생했을 것이다. 특히, EUR/USD 환율이 계속 상승하여 손실액이 2,000달러를 초과한 경우(즉, EUR/USD 환율이 1.3145이상으로 상승하여 투자자 A의 계좌잔액이 유지증거금 수준인 3,000달러 미만으로 감소한 경우) 마진콜(margin call)이 발생하게 되며, 현재의 미결제 포지션은 고객의 동의 없이 자동적으로 반대매매를 통해 청산된다.

2) 포지션을 당일 청산하지 않은 경우

앞의 예에서 만약 투자자 A가 EUR/USD 매도포지션을 당일 결제시간 내에 청산하지 않고 롤오버하여 다음날인 수요일에 청산하였다면, A의 계좌에서는 진입포지션의 결제일 직후부터 거래한 통화들의 금리수준에 따라 이자수익 또는 비용이 발생하게 된다. 구체적으로, 화요일에 취한 포지션의 결제일은 목요일이므로, 목요일 결제시간 이후부터 청산한 포지션의 결제일인 금요일까지의 하루치 이자가 계산된다.

예를 들어, 투자자들이 유로화(매도통화)에 대해 지불해야 하는 금리가 연 4%이고 달러화(매수통화)에 대해 수취하는 금리가 연 2%라고 한다면, 수요일에도 1.2850 EUR/USD 환율로 포지션을 청산할 수 있었다고 가정할 경우, 거래수익은 다음과 같이 계산된다:

$$\begin{aligned}
 \text{거래수익} &= (129,450\text{달러} - 128,500\text{달러}) \\
 &\quad - [100,000 \text{ EUR} \times 0.04 \div (1/360)] \\
 &\quad + [129,450 \text{ USD} \times 0.02 \div (1/360)] \\
 &= 950\text{달러} - 11.11 \text{ EUR} + 7.19\text{달러} \\
 &= 950\text{달러} - 14.31\text{달러} + 7.19\text{달러} \\
 &= 942.88\text{달러}
 \end{aligned}$$

단, 이자 계산일은 1년 360일 기준이며, 유로화는 포지션 결제일의 종가환율 1.2880 EUR/USD를 적용하여 달러화로 환산되었다. 그러므로 매도한 통화의 금리가 매수한 통화의 금리보다 높은 경우 이자비용의 지불로 인해 거래수익이 감소하게 된다.

만일 투자자 A가 수요일에 매도포지션을 취하고 이를 목요일에 청산하였다면, 진입한 포지션의 결제일은 금요일이 되고 청산한 포지션의 결

제일은 월요일(토, 일요일 제외)이 되므로 토, 일, 월요일의 3일치 이자비용이 발생하게 된다. 포지션 진입일이 수요일을 제외한 나머지 요일들인 경우, 진입일 바로 다음날에 포지션을 청산하였다면 하루치의 이자비용만을 지불하면 될 것이다.

라. 활성화 방안

FX마진거래가 활성화되기 위해서는 몇 가지 제도적인 개선이 이루어져야 한다. 먼저, 미국 및 일본 등의 금융투자회사들은 매매 및 중개업무를 영위할 수 있는데 반해 국내 금융투자회사들은 단지 중개업무만을 영위할 수 있다. 현행 자본시장법이 FX마진거래를 장내파생상품으로 규정하고 있기 때문이다. 금융투자회사들이 외환매매업무를 취급할 수 있다면, 투자자들은 해외 딜러회사에게 별도의 거래비용을 지급하지 않아도 되므로 지금보다 거래비용을 훨씬 절약할 수 있고, 이는 거래활성화에 직접적으로 도움이 될 수 있다. 투자자들의 거래비용이 불필요하게 해외로 유출되고 있는 것 외에도, 자본금 규모면에서 해외 외환딜러회사보다 월등히 우위에 있을 뿐만 아니라 장외파생상품 투자매매업 면허를 가지고 있는 국내 증권회사들이 해외 외환딜러회사의 중개기관 역할을 하고 있는 모순된 현실은 조속히 시정될 필요가 있다.

다음으로, 원화표시거래가 허용되어야 한다. FX마진거래가 활성화된 대부분의 외국에서는 자국통화표시거래가 가장 활발하게 이루어지고 있는데 반해, 국내에서는 투자자들이 이중통화만을 거래할 수 있다. 이중통화거래에는 해당 통화조합의 환율 예측은 물론 달러/원 환율도 함께 고려해야 하는 거래의 복잡성이 내재되어 있어 투자자들의 거래수익성에 부정적인 영향을 미친다. 게다가 국내 투자자들은 이중통화보다는 원화환율과 관련된 정보에 보다 쉽게 접근할 수 있기 때문에 거래활성화

를 위해서는 무엇보다 원화표시거래가 추진되어야 한다. 원화를 차입(매도)하여 고금리 통화를 매수하는 원캐리트레이드(carry trade)는 적절한 포트폴리오 구성이 이루어질 경우 상당히 안정적인 수익을 제공할 수 있는 것으로 보고되고 있다(박철호, 2011).

아울러 해외에서처럼 국내 투자자들도 10,000단위나 1,000단위와 같은 소액단위의 거래를 할 수 있어야 한다. 소액단위의 거래는 투자자들에게 적은 비용으로 FX마진거래에 익숙해질 수 있는 기회를 제공할 것이다. 거래단위 및 레버리지에 대한 제약, 그리고 과도한 거래비용 등 국내외 규제차이에서 발생하는 문제들로 인해 투자자들이 국내 금융투자회사에 거래를 위탁하지 않고 해외 외환딜러회사와 직접 거래하는 현상이 확대되고 있다.⁵⁸⁾ 이 같은 해외 직접거래 현상은 부실한 투자자보호와 외화유출 등의 문제를 초래하고 있으므로 정책당국과 업계는 국내외 규제차이가 가능한 한 최소화될 수 있도록 해야 한다.

FX마진거래가 활성화될 경우, 높은 레버리지를 사용할 수 있는 상품의 특성상 개인투자자들의 과도한 투기거래와 금전적 손실 문제가 대두될 수 있으며, 이는 레버리지 비율의 축소 등을 포함한 금융당국의 더욱 강화된 규제를 초래할 수 있다. 따라서 금융투자회사들도 시장규모의 확대를 도모하기 위해서는 꾸준한 교육과 홍보, 고객서비스의 개선(대내외 환율관련 정보 분석 및 제공, 거래시스템의 개선, 고객계좌의 위험관리 강화 등)을 통해 투자자들의 수익률을 제고하고 건전한 투자관행이 정착될 수 있도록 함께 노력해야 한다.

58) 업계에 따르면 국내 투자자들의 해외직접거래는 전체 거래량의 약 40%에 이르는 것으로 알려지고 있다.

2. 통화스왑(CRS)⁵⁹⁾

가. 개념 및 거래구조

통화스왑(Currency Swap: CRS)은 양 거래당사자 간에 이종통화로 표시되고 서로 유사하거나 상이한 기준에 의하여 계산된 연속적인 현금흐름을 서로 교환하기로 약정한 계약이다. 그러므로 통화스왑의 가장 큰 특징은 두 거래당사자들이 주기적으로 교환하는 연속적인 현금흐름이 서로 다른 통화로 표시된다는 점이다.

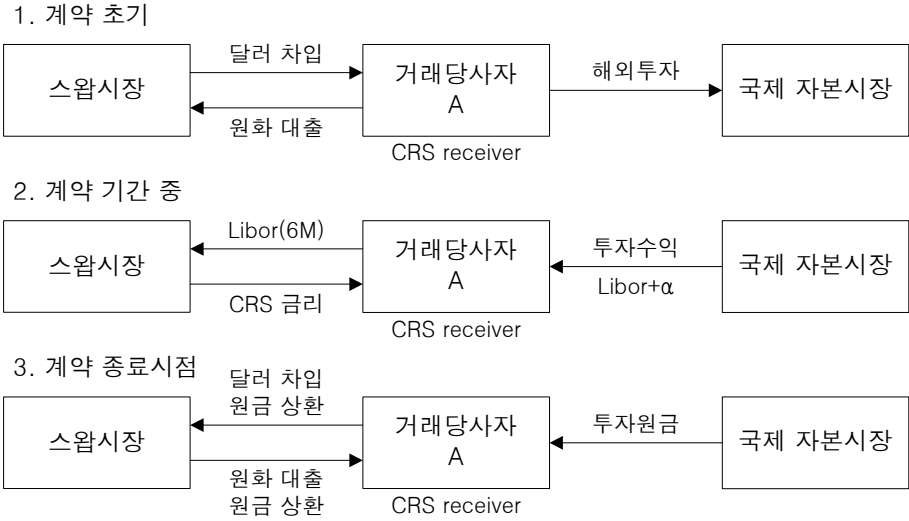
통화스왑 중에서 Libor(6개월)와 원화 고정금리 간의 교환을 가장 일반적인 형태로 보며, 이때 교환되는 원화 고정금리를 CRS 금리라고 한다. 여기에 금리 교환 형태에 따라 고정대 고정, 고정대 변동, 변동대 변동 등 다양한 유형으로 나뉜다.

통화스왑은 원금교환이 없는 금리스왑과는 다르게 거래 초기 및 종료 시점에 반대방향의 원금교환이 발생하게 된다. 계약초기 시점에는 달러 차입과 원화 대출, 계약기간 중에는 달러 차입이자 상환 및 원화 대출이자 수령, 계약 종료 시점에는 대출원금을 상환함으로써 차입 및 대출 포지션을 동시에 지니게 된다.

]

59) 이 절의 주요 내용은 다음의 보고서에서 일부 발췌함: 박연우·박태준, 2009, 『스왑시장, 채권시장 및 외환시장의 연계성 분석: IRS와 CRS를 중심으로』, 자본시장연구원 Issue Paper 09-02.

<그림 VI-4> 통화스왑을 통한 해외투자자산의 원화자산으로의 전환



나. 국내외 통화스왑시장 현황

1) 세계 통화스왑시장의 거래 현황

2009년 말 현재 국제 금융시장에서 통화스왑의 거래잔액은 16.5조달러로 2005년 말 대비 94% 증가하였다. 전세계 통화 관련 장외파생상품 거래는 선도 및 외국환 거래가 절반 정도를 차지하고 있고 스왑거래가 그 다음의 비중을 차지하고 있다. 2009년 말 현재 통화 관련 장외파생상품 중에서 스왑거래가 차지하는 비중은 33.6%이다.

<표 VI-2> 전세계 통화 관련 장외파생상품 거래 잔액 및 비중

(단위: 십억달러, %)

	2005년		2006년		2007년		2008년		2009년		
	잔액	비중	잔액	비중	잔액	비중	잔액	비중	잔액	비중	
통화 관련	31,360	100.0	40,271	100.0	56,238	100.0	44,200	100.0	49,196	100.0	
선도 및 외국환	15,873	50.6	19,882	49.4	29,144	51.8	21,266	48.1	23,129	47.0	
스왑	8,504	27.1	10,792	26.8	14,347	25.5	13,322	30.1	16,509	33.6	
옵션	6,984	22.3	9,597	23.8	12,748	22.7	9,612	21.7	9,558	19.4	
스왑	보고 달러	3,268	38.4	4,121	38.2	5,487	38.2	5,807	43.6	7,112	43.1
	기타 금융기관	3,669	43.1	4,594	42.6	6,625	46.2	5,610	42.1	7,282	44.1
	비금융고객	1,567	18.4	2,077	19.2	2,234	15.6	1,906	14.3	2,115	12.8

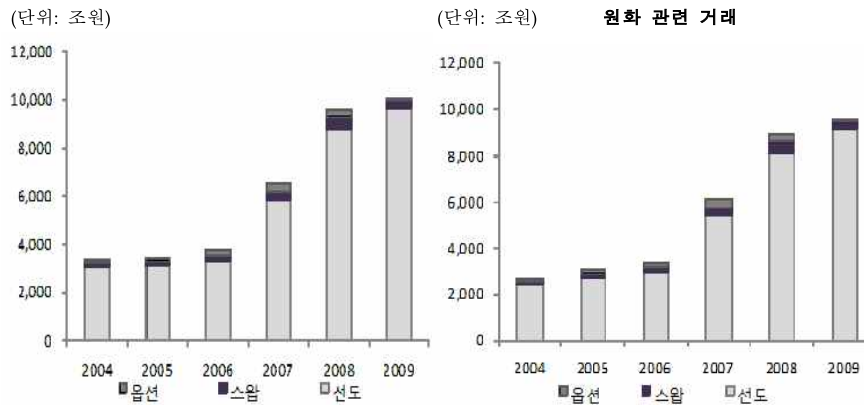
자료: BIS Derivative Statistics

2) 국내 통화스왑시장의 거래 현황

현재 국내 통화 관련 장외파생상품 거래를 보면, 전세계 시장과 마찬가지로 선도거래가 가장 큰 비중을 차지하고 있다. 스왑거래의 비중은 2004년 이후 꾸준히 증가하였으나 2009년에는 전년대비 35% 감소하였다.

국내 금융회사의 통화스왑 거래잔액도 2005년 이후 크게 늘어났으나, 2009년에는 거래의 감소로 잔액이 전년대비 감소하였으나, 통화 관련 장외파생상품 잔액중 비중은 39.3%로 전년대비 증가하였다. 국내 금융회사의 통화스왑 거래의 경우, 외화증권에 투자하면서 환위험을 헤지하기 위해 해외계열사와 직접 통화스왑을 체결하는 경우와 자산유동화증권을 발행하면서 조달비용을 절감하기 위해 해외 금융기관과 통화스왑을 체결하는 경우가 대부분이다. 아울러 국내의 금리차를 이용한 해외채권 발행과 통화스왑 간의 결합이 증가하였다.

<그림 VI-5> 국내 통화 관련 장외파생상품 거래현황



주 : 연간 거래금액 기준
 자료: 금융감독원 파생상품 거래 및 잔액 현황표

<표 VI-3> 국내 금융회사의 통화 관련 장외파생상품 거래 잔액 및 비중

(단위: 조원, %)

	2005년		2006년		2007년		2008년		2009년	
	잔액	비중	잔액	비중	잔액	비중	잔액	비중	잔액	비중
거래규모	853.0	100.0	1,125.1	100.0	2,060.8	100.0	2,586.2	100.0	2,204.8	100.0
선도	543.8	63.7	660.9	58.7	1,263.9	61.3	1,389.2	54.1	1,271.3	57.7
스왑	264.0	30.9	390.3	34.7	630.9	30.6	982.4	38.3	866.8	39.3
옵션	45.3	5.3	73.9	6.6	166.0	8.1	196.6	7.7	66.7	3.0

자료: 금융감독원 파생상품 거래 및 잔액 현황표

국내 통화스왑 거래주체에서 은행의 비중은 거래규모 및 거래잔액 모두에서 90% 이상의 절대적인 수준을 보인 가운데, 다른 금융기관의 비중은 아주 미약한 수준이다. 은행을 통한 통화스왑의 거래규모 및 거래잔액은 각각 325.7조원 및 829.7조원으로 통화스왑거래의 거의 대부분을 차지하고 있다.

<표 VI-4> 국내 금융회사별 통화스왑거래 현황

(단위: 조원, %)

	2005년		2006년		2007년		2008년		2009년	
	잔액	비중	잔액	비중	잔액	비중	잔액	비중	잔액	비중
거래규모	138.6	100.0	247.7	100.0	376.9	100.0	537.6	100.0	349.5	100.0
은행	124.9	90.2	209.3	84.5	358.1	95.0	518.4	96.4	325.7	93.2
증권	6.4	4.6	31.8	12.8	7.8	2.1	8.3	1.5	11.8	3.4
보험	5.9	4.3	4.9	2.0	5.2	1.4	4.7	0.9	8.5	2.4
신탁 ¹⁾	0.4	0.3	1.2	0.5	4.3	1.1	5.3	1.0	0.1	0.0
기타	0.9	0.6	0.5	0.2	1.5	0.4	0.8	0.1	3.3	0.9
거래잔액	264.0	100.0	390.3	100.0	630.9	100.0	982.4	100.0	866.8	100.0
은행	238.4	90.3	349.8	89.6	590.2	93.5	952.0	96.9	829.7	95.7
증권	8.1	3.1	21.9	5.6	19.3	3.1	6.2	0.6	14.1	1.6
보험	15.5	5.9	17.6	4.5	19.4	3.1	21.9	2.2	21.0	2.4
신탁 ¹⁾	0.1	0.0	0.4	0.1	0.9	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0
기타	1.8	0.7	0.6	0.2	1.1	0.2	2.4	0.2	2.0	0.2

주 : 1)신탁 =은행신탁+투자신탁

자료: 금융감독원 파생상품 거래 및 잔액 현황표

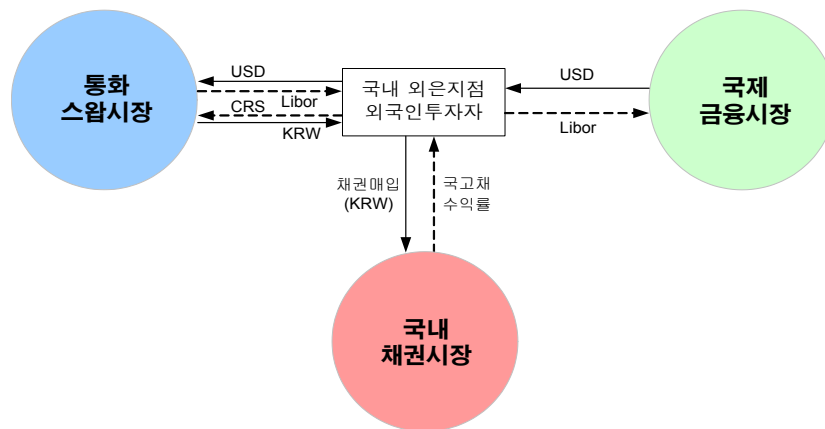
다. 통화스왑 활용사례

통화스왑은 거래당사자가 계약기간의 시점과 종점에 이중통화의 원금을 교환하고 계약기간 중에는 주기적으로 이자를 교환하는 거래로 계약기간 시점과 종점의 원금교환에 사용되는 환율은 일반적으로 현물환율이다. 국내 통화스왑시장에서는 계약시점의 CRS receive 포지션은 일반적으로 계약기간 중 CRS 금리(원화)를 수취하고 LIBOR(London Inter-Bank Offered Rates) 금리(달러)를 지급하는 방식으로 이자를 교환하게 된다. 통화스왑의 활용사례로 IRS금리가 국고채금리보다 낮은 금리 역전현상을 이용한 무위험 차익거래, 수출기업의 선물환매도와 통화스왑의 활용, ABS의 해외발행과 통화스왑의 활용, 해외펀드 환율위험 헤지와 통화스왑의 활용을 살펴보기로 한다.

1) 통화스왑을 활용한 무위험차익거래

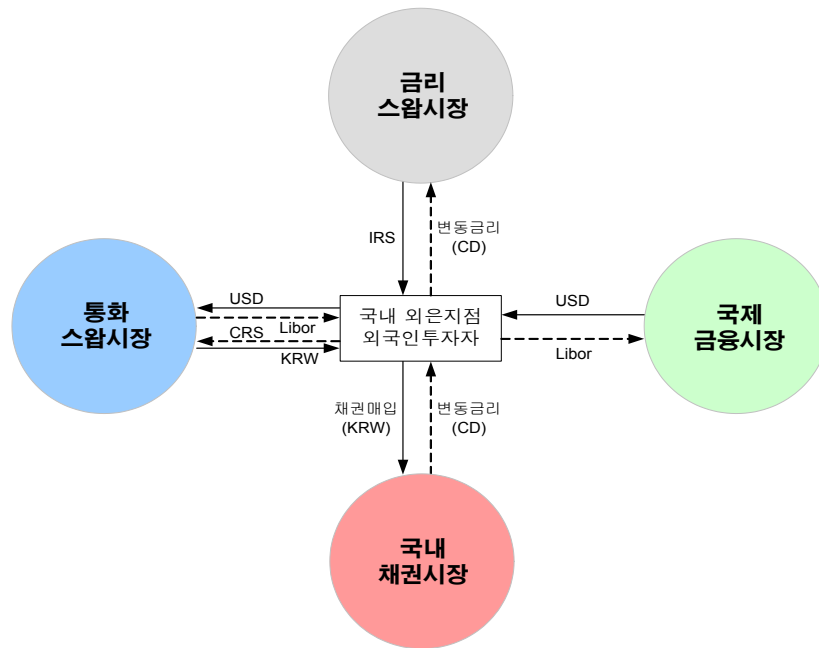
외국인투자자(국내 외은지점 포함)는 CRS pay 포지션을 취하여 계약 시점에서 달러대출을 하고 원화대출을 받으며 계약기간 중 CRS 금리를 지급하고 Libor 금리를 수취한다. 외국인 투자자는 수취한 원화원금으로 국내 채권을 매입함으로써 국내 국채수익률-CRS금리의 차익을 실현할 수 있다.

<그림 VI-6> 통화스왑을 활용한 무위험차익 거래



한편, 외국인투자자들은 국내 채권시장에서 변동금리(예, CD 등)를 수취하는 경우에는 IRS를 통해 IRS receive 포지션을 취함으로써 IRS 금리-CRS 금리 차이인 스왑베이스스 만큼의 차익을 얻을 수 있다.

<그림 VI-7> 통화스왑과 금리스왑을 동시에 활용한
무위험차익 거래



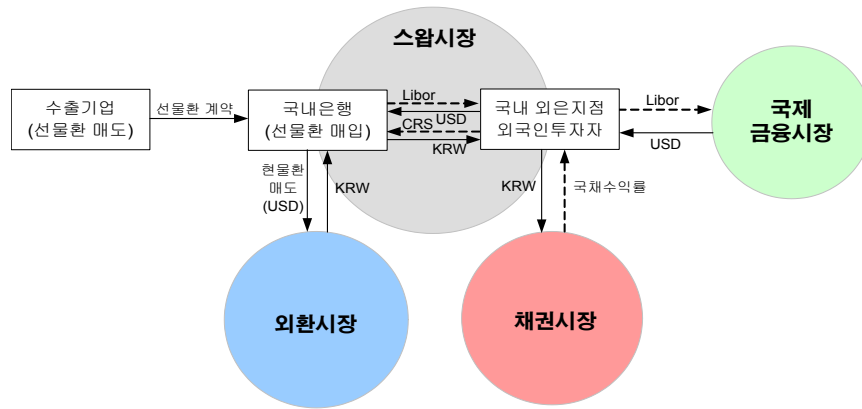
2) 수출기업의 선물환 매도와 통화스왑 활용사례

기업들의 선물환 매도와 이에 따른 국내 은행 및 외인지점들의 현물환 매도 포지션 변동으로 인한 외화 차입을 위해 스왑거래가 수반되어진다. 조선업체 등 수출기업들의 선물환 매도의 거래상대자가 되는 국내 은행은 통화스왑시장에서 외화자금 조달을 위해 CRS receive 거래를 하게 된다.

외국환거래규정에 의하면, 통화별 매입초과포지션 합계와 통화별 매도초과포지션 합계 중 큰 금액을 일별 종합포지션 관리대상으로 산정한다. 외환포지션은 은행의 현물환 및 선물환 거래를 포괄한 일정시점에서

의 외화자산에서 외화부채를 차감한 값을 의미한다. 외국환은행은 전월 말 자기자본의 20%이내라는 기준에 일별종합포지션을 맞추어야 한다.⁶⁰⁾ 국내 은행은 외환시장에서 현물환을 매도하기 위해 국내 외은지점으로 부터 통화스왑거래를 통해 외화를 차입한다. 국내 외은지점은 CRS 금리를 지급하고 수취한 원화로 국고채 매입을 통해 국고채에서 CRS 금리를 차감한 만큼의 무위험 차익을 얻을 수 있다.

<그림 VI-8> 기업의 선물환 매도와 통화스왑 활용



3) ABS의 해외 발행과 통화스왑 활용사례

카드채 및 자동차할부채권 등을 기초자산으로 한 ABS의 해외 발행 시 통화스왑을 활용한다. 특수목적회사(Special Purpose Company: SPC)는 ABS 해외 발행 시 통화스왑 거래를 실시하여 만기까지 금리 및 환율 변동 위험을 헤지한다. SPC는 ABS 해외 발행을 통해 받은 외화를 통화스왑을 통해 원화로 교환하여 자산양도자에게 지급한다. 그리고 유동화자산에서 발생하는 원금 및 이자(원화)를 스왑거래를 통해 달러로

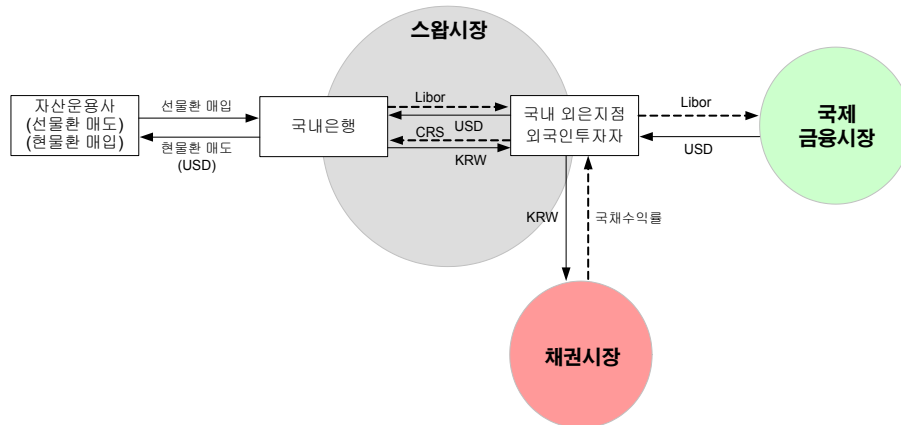
60) BIS 권고사항.

교환하여 투자자에게 ABS 원리금을 지급한다.

4) 해외 펀드의 헤지 거래와 통화스왑 활용

해외 펀드를 운용하는 자산운용사들은 보통 해외투자 종료 후 회수할 외화자금을 투자개시 시점에서 미리 선물환 매도 계약을 통해 환헤지를 한다. 자산운용사들의 환헤지 포지션은 현물환 매입 및 선물환 매도이다. 국내 은행은 자산운용사에게 현물환을 매도하기 위해 국내 외은지점으로부터 통화스왑거래를 통해 달러를 조달한다. 국내 외은지점은 CRS 금리를 지급하고 수취한 원화로 국내 채권 매입을 통해 무위험 차익(국고채-CRS)을 얻을 수 있다.

<그림 VI-9> 해외 펀드 선물환 매도와 은행권의 통화스왑 거래



라. 활성화 방안

1) 표준화 상품 및 거래지원 시스템의 개발

우리나라의 경우 전체 장외파생상품 중 통화 관련 상품의 규모도 상대적으로 큰 점을 고려하여, 비록 유동성 부족 등으로 서비스가 중단되긴 하였으나 시카고상품거래소(Chicago Mercantile Exchange: CME) 통화스왑시장의 FXMarketSpaceFM과 같은 거래시스템을 벤치마킹할 필요가 있다.

통화스왑을 포함하는 장외파생상품의 표준화와 관련하여 거래 및 청산 과정의 선진화도 병행할 필요가 있다. 이를 위해 거래를 제약하는 신용위험, 시장위험, 운영위험 등의 각종 위험 및 비효율을 감소시키고 거래의 완결을 담보할 수 있는 거래 과정상의 보장 조치가 요구되어진다. 전체 거래과정의 효율성, 안정성 및 투명성을 높이기 위해서는 자동화시스템인 STP(Straight Through Process)의 달성이 선행되어야 하며 특히, 결제상의 거래상대방 위험을 제거할 수 있는 중앙집중청산소(Central Counterparty: CCP) 제도의 도입을 적극적으로 고려할 필요가 있다.

2) 시장조성자(market maker) 역할의 활성화

스왑은행들이 거래상대방이 되어 시장에 유동성을 공급하는 시장조성 역할(market making)의 활성화가 절대적으로 필요하다. 통화스왑거래에서 국내 금융기관들의 경우 유동성을 주도적으로 공급하는 시장조성자로서의 역할이 크게 부진하다. 현재 통화스왑시장에서 대부분의 국내 금융기관들은 유동성 공급자가 아닌 수요자로서의 역할만 수행하고 있는 실정이다. 따라서 국내 금융기관들은 유동성 수요 및 공급의 불균형을 해소하고 거래체결 가능성을 높여 주는 전문적인 시장조성자로서

의 역할을 이행할 필요가 있다.

3) 국내 금융투자회사의 스왑시장 진입 유도

은행계 스왑은행과 반대 포지션을 공급할 인센티브가 있는 금융투자회사의 스왑시장 진입이 필요하다. 통화스왑 활용사례에서 볼 수 있듯이 우리나라에도 통화스왑의 다양한 수요가 있으나 국내 통화스왑시장은 은행들의 독과점 체제로 금융투자회사들의 시장 진입을 통한 경쟁 유도가 필요하다. 통화스왑시장의 진입 장벽이 높은 상황에서 국내 금융투자회사가 금리스왑은행으로 금리스왑시장에 참여할 수 있도록 금융정책당국은 국내 금융투자회사에게 다양한 인센티브를 제공할 필요가 있다.

국내 금융투자회사가 외국환은행의 자격을 갖지 않은 상태에서 통화스왑딜러의 역할을 수행하는 것은 근본적으로 불가능하다는 회의론이 있으나 대형 해외 IB(Investment Bank)의 경우에서 볼 수 있듯이 외국환은행지위의 확보만이 통화스왑딜러가 되는 유일한 방법은 아니며 다양한 방법으로 외국환을 확보할 수 있다. 예를 들어, 국내 금융투자회사가 보유하고 있는 국고채를 국제 Repo시장에서 Repo(매도)하여 Libor 금리로 달러를 차입할 수 있다. 이와 병행하여 국고채를 대량으로 보유하고 있는 연기금, 보험회사, 채권펀드, MMF, 자산운용사로 부터 국고채를 Reverse Repo(매입)하여 국고채를 확보한 후 국제 Repo시장에서 국고채를 Repo(매도)하여 Libor 금리로 달러를 차입할 수 있다.

국내 금융투자회사가 통화스왑딜러가 되기 위해 이미 기술한 상품시장 활성화, FX마진거래 활성화에 적극적으로 참여하는 전략이 바람직하다. 구체적으로, 국내 금융투자회사는 통화현물, 선물, 옵션을 거래하는 CTA(Commodity Trading Advisor), CPO(Commodity Pool Operator) 및 헤지펀드 산업에 진입하여 통화스왑딜러가 되기 위한 중요한 교두보

를 마련하는 전략을 구사할 수 있다. 특히, 통화현물, 선물, 옵션을 거래하는 CTA, CPO 및 헤지펀드가 활성화되면 국내 금융투자회사는 이들을 위한 Prime Brokerage 서비스를 제공할 기회를 얻게 되고 이 과정에서 발생하는 달러화 포지션을 적극 활용하여 통화스왑딜러의 역할수행에 필요한 달러자금을 낮은 자금조달비용으로 확보할 수 있을 것이다.

마지막으로, 국내 금융투자업계는 Repo업무와 통화스왑딜링을 포함한 모든 외환업무를 FICC(Fixed Income, Commodity and Currency)부서에 배치시키고 단기자금조달, 채권 Repo, 외환거래업무를 FICC부서에 One Stop으로 통일시켜 FICC부서가 통화스왑딜링을 감당할 수 있도록 FICC부서를 대대적으로 육성해야 한다. 우수한 인력을 배치하고 연수를 통해 FICC 인력의 전문화, 고급화를 적극 추진하는 적극적인 전략이 필요하다.

VII. 결론

VII. 결론

급변하는 금융환경 하에서 금융투자회사들이 생존해 나가기 위해서는 지금까지의 편중된 업무 및 투자 관행에서 벗어나 수익기반을 확충하고 경영효율성을 개선하려는 노력을 다각도로 기울여 나가야 한다. 특히 적극적인 위험인수를 통해 고부가가치를 창출할 수 있고 자기자본을 효율적으로 활용할 수 있는 '자기자본거래' 업무를 더욱 강화할 필요성이 있다. 따라서 본보고서에서는 그동안 국내 금융투자회사들의 관심이 상대적으로 부족했던 금융투자상품들을 실물상품, 부동산, 신용, 금리, 외환 등으로 분류하여 소개하고, 각 개별상품에 대한 개념 및 거래구조, 국내외 시장 현황, 거래 예시 또는 활용사례(또는 활용전략), 그리고 활성화 및 제도개선 방안 등을 제시하였다.

금융투자회사들이 자기자본거래의 대상과 기간을 확대하고 그로부터 적절한 수익을 얻기 위해서는 자체적인 역량을 강화하는 것과 함께 제도적인 여건을 개선하는 것이 필요하다. 금융투자회사의 역량은 전문인력의 확보와 인프라 구축을 통한 다양한 상품의 개발, 가치평가 및 위험관리 능력의 배양, 그리고 중장기적으로 자본금의 확충과 직접 관련된다. 실물상품·신용·통화·금리 등에 대한 스왑상품들과 구조화상품들은 대부분 맞춤형 상품이므로 전문인력을 통해 투자자들의 수요에 적극 부응하는 상품을 개발할 수 있어야 하며, 적절한 가치평가와 위험관리를 병행함으로써 안정적인 수익을 추구해야 한다. 전문인력의 육성은 개별 회사뿐만 아니라 업계 전반의 문제이므로 업계 차원에서도 전문가그룹을 육성할 수 있는 프로그램을 마련해야 하며, 관련 자격증 제도의 설치와 자격증소지자에 대한 지속적 관리 및 재교육이 함께 이루어져야 한다.

스왑 등의 장외파생상품 거래에서는 거래상대방의 신용도가 거래비용과 수익률에 큰 영향을 미칠 수 있으므로 금융투자회사들은 자본금의

지속적인 보강을 통해 현재보다 높은 수준의 신용등급을 확보하는 것이 중요하다. 구체적인 방안으로 자기자본거래에 강점을 가지고 있는 국내의 금융투자회사를 인수하거나 합병하는 것도 전문인력의 충원과 자본금 규모의 증가를 동시에 가져올 수 있는 유용한 전략이 될 수 있다.

아울러 상품개발에 필요한 기초자산시장의 활성화와 각종 지표의 개발이 활발히 추진되어야 한다. 예를 들어, 신용파생상품시장의 경우 원화 표시 회사채를 준거자산으로 하는 CDS 거래의 활성화를 위해 중소기업에 대한 회사채 발행 및 유통시장을 먼저 활성화할 필요가 있으며, 다양한 CDS 지수의 개발이 선행되어야 한다. 실물상품이나 부동산 등에서도 신뢰할 수 있는 지수의 개발은 상품개발과 거래활성화를 위해 필수불가결한 요소이다.

한편, 거래과정이나 처리에 따르는 각종 위험 및 비효율을 감소시키기 위해서는 거래체결과 확인절차를 표준화하고 자동화할 수 있는 시장인프라의 구축이 선행되어야 한다. 글로벌 금융위기 이후 미국과 유럽을 비롯한 선진시장에서는 거래투명성과 시장신뢰성의 확보를 위해 매매체결시스템 및 청산시스템의 이용을 의무화하는 법제가 속속 도입되고 있다. 국내에서는 우선 거래체결이나 청산과 관련된 시장인프라가 자유롭게 도입되고 서로 경쟁할 수 있는 여건이 마련되어야 하며, 시장의 발전 정도와 규모를 감안하여 단계적으로 이를 의무화하는 방안이 모색되어야 할 것이다.

국내 장외파생상품시장에서는 은행의 독과점 체제로 인해 포지션 수급의 불균형과 유동성공급자로서의 역할 부진 현상 등이 문제가 되고 있다. 그 중 포지션의 수급 불균형은 전체 금융시스템의 안정과도 밀접한 관련을 맺고 있으므로 이 문제를 완화하기 위해서는 은행과 반대포지션을 취할 수 있는 기타 금융기관들(금융투자회사, 보험회사, 헤지펀드 등)의 활발한 시장참여가 필요하다. 그런 의미에서 최근 논의되고 있는

헤지펀드의 도입은 매우 시의적절한 것으로 평가할 수 있으며, 금융투자회사나 보험회사 등의 시장 진입에 대한 규제도 더욱 완화되어야 한다.

끝으로, 소매투자자들의 금융상품에 대한 선호가 다변화되면서 주식 및 채권 관련 상품들뿐만 아니라 통화·신용·실물상품·부동산 등에 대한 파생상품거래가 점차 증가하고 있다. 그러나 장외파생상품이나 구조화채권 등은 상품구조가 매우 복잡할 수 있어 소매투자자들이 상품에 내재된 위험에 대해 충분한 이해와 위험관리 없이 맹목적인 투기성 거래행태를 보일 수 있다. 시장의 안정적인 성장을 위해서는 업계 스스로 거래의 투명성 및 공정성을 제고하고, 상품판매시 설명의무 및 적합성원칙을 보다 엄격히 적용하여 투자자 보호에 만전을 기해 나가야 할 것이다.

참 고 문 헌

참 고 문 헌

<국내문헌>

- 강형철·조성훈, 2006, 『자본시장통합법과 우리나라 자본시장 및 금융투자업 발전을 위한 과제』, 한국증권연구원(현 자본시장연구원) Issue Paper 06-02.
- 금융투자협회, 2009, 『금융투자회사의 영업 및 업무에 관한 규정』.
- 금융투자협회, 2010, 『한·미·일 금융투자회사 수익구조 비교』, (2010. 8).
- 김기정·김예진, 2009, 원유 파생상품시장 규제 움직임과 향후전망, 한은 조사연구 2009-13, 한국은행.
- 김기중, 2003, 『최근 스왑시장 발전이 채권시장 구조변화에 미친 영향』, 산은경제연구소.
- 김영광, 2008, 장외파생상품과 위험관리, 한국선물협회 『파생상품』 2008년 11월호, 4-13.
- 김윤경, 2008, CDS(Credit Default Swap)의 위험요인 점검, 한국선물협회 『선물시장』 2008년 5월호, 4-11.
- 김태선, 2008, IRS Curve 역전과 Swap Spread 전략, 한국선물협회 『파생상품』 2008년 12월호, 14-17.
- 김인규·오종민, 2008, 신용파생상품시장의 현황과 과제, 『한은조사연구』 2008-32, 한국은행.
- 김태선·이광엽·이승훈·정성윤, 2007, 구조화채권과 국채선물 시장 분석, 한국선물협회 『선물시장』 2007년 2월호, 10-15.
- 남길남·이석형·주윤신, 2008, 『세계 신용파생상품시장의 혁신과 시사

- 점』, 자본시장연구원 연구보고서 08-02.
- 남호연, 2008, 국채선물을 이용한 차익거래 수익성 실증연구: 국채선물과 이자율스왑을 이용한 매도차익거래 전략을 중심으로, 한국과학기술대학 학위논문.
- 노희진, 2010, 사모펀드 제도 선진화 방안, 『사모펀드 제도 선진화 방안』 공청회 발표 자료. (5.28.)
- 민재기, 2007, 국내금융회사의 신용파생상품 거래현황 분석 및 활성화 방안, 금융감독원.
- 박석민, 2007, 신용파생상품시장의 동향과 활성화 방안, 산은경제연구소.
- 박연우·박태준, 2009, 『스왑시장, 채권시장 및 외환시장의 연계성 분석: IRS와 CRS를 중심으로』, 자본시장연구원 Issue Paper 09-02.
- 박철호, 2010, 에너지 선물·옵션시장에 대한 투기포지션 규제와 시사점, Capital Market Perspective, Vol. 2, No. 1, 자본시장연구원.
- 박철호, 2010, 『FX마진거래제도 개선방안』, 자본시장연구원 조사보고서 10-02.
- 박철호, 2011, 장외소매외환거래 제도개선에 관한 연구, 한국증권학회지, 40(1), 85-107.
- 서병호·이윤석, 2010, 『외화표시 국내채권 CDS시장의 문제점과 정책적 시사점』, 한국금융연구원 금융VIP시리즈.
- 신보성·이석훈·이성훈·장정모, 2011, 『금융투자업의 시장구조에 대한 분석 및 시사점』, 자본시장연구원 연구보고서 11-01.
- 신성욱·장성우, 2006, 최근금리재정거래의 현황과 시사점, 한국은행 『외국국제금융 리뷰』 제8호, 18-42.
- 신영에셋, 2009, 『2/4분기 오피스 시장 동향 보고서』.

- 윤재근, 2007, CCS-IRS 베이스스, 한국선물협회 『선물시장』 2007년 4월호, 14-23.
- 윤지아, 2009, CFTC의 장외파생상품시장 규제 변화 및 향후 방향, Zoom-in, 자본시장 Weekly, 2009-24, 자본시장연구원.
- 이동훈, 2009, 신용상품 현황 및 전망, 『장외파생상품 시장동향 Report』, 금융투자협회.
- 정대용, 2008, 국내 금리파생상품시장의 발전을 위한 제안, 한국선물협회 『파생상품』 2008년 12월호, 4-13.
- 정진십, 2005, 『신용파생상품시장의 현황과 활용방안』, 산은경제연구소 연구보고서.
- 정해근, 1997, 금리스왑 가격결정에 관한 연구: Arrear LIBOR IRS를 중심으로, 산은경제연구소 『산업경제』 제19호, 18-32.
- 정해근, 2008, 『우리나라 금리스왑 스프레드에 관한 분석과 개선방안』, 국제금융센터.
- 코람코 자산신탁, 2009 『KORAMKO Market Review』 각호.
- 한국감정원, 2009, 『부동산 Focus』 각호.
- 한국예탁결제원 보도자료, 2010년 1분기 파생결합증권 약 20조원 발행, (2010.4.13.)
- 한국은행, 2008, 우리나라 외환통화스왑시장의 효율성 및 안정성 분석, 『조사통계월보』 2008년 11월호, 54-92.
- 한재준, 2008, 금리 급등과 스왑시장간 관계 및 시사점, 한국주택금융공사 『주택금융월보』 43호, 2-20.

<해의문헌>

- Ambrose, B., Linneman, P., 2001, REIT Organizational Structure and Operating Characteristics, *Journal of Real Estate Research*, Vol. 21 No. 3, 141-162.
- Anson, M., 2006, *Handbook of Alternative Assets*, 2nd ed., Wiley.
- APREA, 2009, *Weekly Asian REIT Report*.
- Bank for International Settlements, 2008, The euro interest rate swap market, *BIS Quarterly Review* (March), 47-86.
- Bergstresser, D., 2008, The retail market for structured notes: Issuance patterns and performance, 1995-2008, Working Paper, Harvard Business School.
- Bethel, J., Farrell, A., 2006, Policy issues raised by structured products, Discussion Paper No. 560, Harvard John M. Olin Center for Law, Economics and Business.
- Bodie, Z., Rosansky, V., 1980, Risk and return in commodity futures, *Financial Analysts Journal*, Vol. 36, 27-39.
- CFTC, *Regulation of off-exchange retail foreign exchange transactions and intermediaries; Final rules*, Federal Register, 2010 (August 30).
- Counterparty Risk Management Group, 1999, Improving counterparty risk management practices.
- CPSS, 2007, New developments in clearing and settlement arrangements for OTC derivatives, BIS CPSS Publications no. 77.
- Das, S., 2001, *Structured Products & Hybrid Securities*, Wiley.
- Dusak, K., 1973, Futures trading and investor returns: an investigation of commodity market risk premiums, *Journal of Political*

- Economy*, Vol. 81, 1387-1406.
- GFI Collier, 2009, *Property Derivatives*.
- Henderson, B.J., Pearson, N.D., 2007, Patterns in the payoff of structured equity derivatives, Working Paper, University of Alberta.
- Hens, T., Rieger, M.O., 2009, The dark side of the moon: structured products from the customer's perspective, Working Paper.
- Jang, B.-G., Yun, J.H., 2008, Valuation of range notes under an affine term structure model, Working Paper, POSTECH.
- Jobst, A.A., 2009, A primer on structured finance, *Journal of Derivatives and Hedge Funds*, 13, 199-213.
- Johannes, M., Sundaresan, S., 2007, The impact of collateralization on swap rates, *Journal of Finance* 62 (February), 383-410.
- Juerg, M.S., Paolo, V., 2009, property derivatives and the subprime crisis, FINRISK working papers No. 537.
- Khanna, A., 2008, Straight through processing for financial services - the complete guide.
- MacCann, K., Cilia, J., 1994, Structured notes, Federal Reserve Bank of Chicago.
- McCarty, P.J., 2003, SEC Hedge Fund Roundtable May 14-15, SEC.
- NAREIT, 2008, *NAREIT Chart Book*
- National Futures Association, 2010, *Forex Transactions: A Regulatory Guide*.
- Peng, S.Y., Dattatreya, R.E., 1995, *The Structured Note Market: The*

Definitive Guide for Investors, Traders and Issuers, Probus Publishing

Schneeweis, T., Gupta, B., 2006, Diversification benefit of managed futures, *Journal of Investment Consulting* 8, 53-62.

Su, H.C., Jhon, E., Ko, W., 2002, *Real Estate Investment Trusts: Structure, Performance, and Investment Opportunities*, Oxford University Press.

<웹사이트>

국제금융센터	www.kcif.or.kr
국회법률정보시스템	likms.assembly.go.kr/law/
금융감독원	www.fss.or.kr
금융위원회	www.fsc.go.kr
금융투자협회	www.kofia.or.kr
기획재정부	www.mosf.go.kr
대외경제정책연구원	www.kiep.go.kr
도쿄금융거래소(TFX)	www.tfx.co.jp
산업은행	www.kdb.co.kr
삼성투신운용	www.samsungfund.com
일본금융선물협회(FFAJ)	www.ffaj.or.jp
BarclayHedge	www.barclayhedge.com
BIS	www.bis.org

CFTC	www.cftc.gov
EURONEXT	www.euronext.com
IPD	www.ipd.com
ISDA	www.isda.org
NAREIT	www.reit.com
NFA	www.nfa.futures.org
WFE	www.world-exchnages.org