場外派生金融商品 去來現況과 政策課題

1997. 4.

洪　範　教

KIPF 한국조세연구원

序　言

金融自律化, 開放化 등의 금융환경 변화 속에서 우리나라도 이제 派生商品에 대하여 본격적인 관심을 갖기 시작하였다. 1996년 5월 株價指數先物市場이 개설되었으며, 1998년에는 선물거래소가 설립될 예정이다. 그러나 국제금융거래의 증대와 시장의 개방은 이러한 場內派生金融商品去來보다 더욱 빠른 속도로 場外派生金融商品 去來의 증가를 가져올 수도 있을 것이다.

場外派生商品이란 거래소와 같은 일정한 물리적 장소를 거치지 않고 거래자간에 직접 거래되는 파생상품을 말한다. 場內派生商品이 규격화된 계약조건, 淸算機構의 존재로 인한 信用危險의 輕減 등의 특징을 가지고 있는 데 비하여 場外派生商品은 계약의 크기, 滿期 등의 조건을 거래자의 필요에 맞게 적절하게 조절할 수 있는 이점이 있다. 세계적으로 派生商品의 거래가 활발하게 일어나고 있는 나라들을 살펴보면 場外去來의 규모가 場內去來의 규모를 능가하고 있는데 이는 앞에서 언급한 장외거래의 이점 때문이다.

현재 우리나라의 가장 대표적인 場外派生金融商品 市場은 先物換市場이며, 금융기관을 중심으로 헤지위주의 場外派生商品 去來가 이루어지고 있기는 하나 아직 그 규모는 매우 미미한 수준에 지나지 않는다. 그러나 앞으로 自律化와 開放化가 진행됨에 따라 경제변수들의 변동성 증가와 금융기관간의 경쟁격화는 위험헤지와 수익성 제고를 위한 場外派生商品의 需要 增加를 가져올 것이다. 이것은 정책당국에 의한 人爲的인 活性化를 의미하는 것이 아니고, 경제환경이 시장경제 의존적으로 바뀜에 따라 民間經濟主體들의 자연스러운 수요 증가에 의하여 派生商品 去來가 活性化되는 것을 의미한다. 일단 派生商品 去來가 活性化되고 나면

조만간 우리나라에서도 場外去來의 규모가 場內去來의 규모보다 커질 것으로 예상할 수 있다. 이것은 場外派生商品이 갖는 柔軟性이 대량거래를 위한 보다 유리한 조건이 될 수 있기 때문이다.

따라서 場外派生金融商品 去來와 體系的 危險과의 관계 파악 및 금융시스템의 安定性을 위한 對備策 등은 우리가 곧 직면하게 될 과제라고 하겠다. 이러한 맥락에서 本 研究는 世界的인 場外派生金融商品 去來現況을 살펴보고, 場外派生金融商品 去來와 금융시스템의 안정성과의 관계를 검토해 본 후, 우리나라의 場外派生金融商品 去來 活性化에 대비한 政策課題를 짚어 보는 것을 목적으로 한다.

이 보고서는 本 研究院의 洪範教 研究委員에 의해 집필되었다. 著者는 원고를 읽고 유익한 조언을 해 준 익명의 논평자들께 감사드리며, 원고 작성시 자료정리 및 교정을 도와 준 李除憲 연구원, 廉世羅 · 尹惠順 연구조원에게도 감사의 뜻을 전하고 있다.

끝으로 本 報告書의 내용은 저자의 個人的 意見이며 本 研究院의 公式的인 見解가 아님을 밝혀 둔다.

1997年 4月

韓國租稅研究院

院長 崔 洸

目　次

Ⅰ. 序　論 ………………………………………… 9

Ⅱ. 場外派生金融商品 去來의 發展과 現況 ……………… 13

1. 場外派生金融商品 去來의 發展 ……………………… 13
2. 代表的인 場外派生商品 ……………………………… 16
가. 스왑 ……………………………………………… 16
나. 옵션 ……………………………………………… 21
다. 先渡金利契約(FRA) ……………………………… 26
라. 先渡去來 ………………………………………… 28
3. 世界 場外派生商品 去來 現況 ……………………… 29
가. 世界的 派生商品 去來 推移 ……………………… 31
나. 場外派生商品 名目元金 및 總市場價值 ………… 34
다. 場外派生商品 去來額 …………………………… 39

Ⅲ. 場外派生金融商品 去來와 金融시스템의 安定性 ……… 43

1. 場外派生商品 去來에 따르는 危險의 種類 ………… 44
2. 體系的 危險과 金融시스템의 安定性 ……………… 46
3. 危險管理와 監督 …………………………………… 50
가. 危險管理에 대한 報告書와 勸告 事項 ………… 51
1) Promisel 報告書 ……………………………… 51
2) G-30 報告書 …………………………………… 55
3) GAO 報告書 …………………………………… 56
4) DPG 報告書 …………………………………… 60

나. 個別 機關의 危險管理 …… 63
다. 監督 當局의 對應 …… 65

Ⅳ. 國內 場外去來 現況과 政策課題 …… 66
1. 國內 場外派生商品 去來 現況 …… 66
2. 國內去來 不振의 原因 및 問題點 …… 71
가. 金融部門의 規制 …… 72
나. 經濟主體들의 準備 未洽 …… 76
3. 本格的인 場外去來에 對備한 政策課題 …… 77
가. 法制度 및 規制의 整備 …… 78
나. 監督管轄權의 整備 …… 80
다. 業務領域의 調整 …… 82
라. 時價評價 會計制度의 導入과 公示制度의 改善 …… 82
마. 場外去來에 대한 統計의 作成과 危險의 測定 …… 83
바. 監督의 國際的 共助를 위한 努力 …… 84

Ⅴ. 要約 및 結論 …… 85

參考文獻 …… 90

〈附　錄〉 …… 93

表 目 次

〈表 Ⅱ－1〉 世界的 派生商品의 導入時期 ································· 14
〈表 Ⅱ－2〉 場內外 派生商品 去來殘高 推移 ····························· 32
〈表 Ⅱ－3〉 場內派生金融商品 年間 總去來金額 推移 ·················· 33
〈表 Ⅱ－4〉 全世界 OTC 名目元金 및 總市場價値 ····················· 34
〈表 Ⅱ－5〉 基礎商品別 名目元金 및 總市場價値 ······················· 36
〈表 Ⅱ－6〉 商品類型別 名目元金 및 總市場價値 ······················· 38
〈表 Ⅱ－7〉 OTC 商品의 滿期別 分布 ···································· 39
〈表 Ⅱ－8〉 全世界 OTC 外換 및 利子率 商品 去來額 ················ 40
〈表 Ⅲ－1〉 美國 15대 場外派生商品 딜러의 去來量 ··················· 47
〈表 Ⅲ－2〉 場外派生商品去來의 目的別 內譯 ··························· 47
〈表 Ⅳ－1〉 國內 派生外換商品 去來規模 推移 ························· 68
〈表 Ⅳ－2〉 日平均 派生金融商品 去來規模 比較 ······················ 69
〈表 Ⅳ－3〉 先物換 去來規模 推移 ·· 69
〈表 Ⅳ－4〉 金融先物 去來規模 推移 ····································· 70

圖 目 次

[圖 Ⅱ－1] 스왑 商品의 開發過程 …… 18

[圖 Ⅱ－2] 利子率 스왑의 例 …… 20

[圖 Ⅱ－3] 스왑利用의 長點 …… 21

[圖 Ⅱ－4] 옵션의 收益函數 …… 23

[圖 Ⅱ－5] 스왑션의 例 …… 26

[圖 Ⅱ－6] OTC 派生商品의 名目元金 및 總市場價値 分布 …… 37

[圖 Ⅱ－7] OTC 派生商品의 日平均 去來額 分布 …… 41

[圖 Ⅱ－8] OTC 外換 및 利子率 商品 國家別 去來額 및 名目元金 … 42

[圖 Ⅳ－1] 外國換管理規程上 派生外換商品 去來 種類 …… 66

Ⅰ. 序 論

場外去來란 일정한 구체적 장소인 去來所와 같이 물리적인 장소에 거래자들이 집합하여 거래를 행하는 場內去來와 대비되는 개념으로, 물리적인 집합장소 없이 전산망 등을 통하여 이루어지는 거래를 지칭한다.

場外市場으로 가장 먼저 떠오르는 것은 현물주식이 거래되고 있는 미국의 NASDAQ(National Association of Securities Dealers Automated Quotation)이다. 미국의 場外株式 去來는 1939년 美國證券業協會(National Association of Securities Dealers : NASD)가 설립되면서 조직화되기 시작하였다. 초기에는 고객으로부터 특정증권의 주문을 받은 증권업자가 장외거래종목 시세표 등을 참고하여 해당 증권을 취급하고 있는 다른 업자의 호가를 알아본 후 전화 등으로 상대방과 협상하여 매매시키는 방식을 택하였다. 그러나 이러한 매매방법은 공정한 시세 형성 및 투자자 보호차원에서 문제점을 안고 있어 場外去來에 대한 불신 및 거래부진을 초래하기도 하였다. 1960년대에 들어서면서 證市의 機關化 현상이 일어나 거래소 주식의 場外去來가 급증하게 됨에 따라, 투자정보가 제한된 場外市場에서의 사기행위도 빈발하여 SEC(Securities and Exchange Commission)는 1963년 「證券市場 特別調査報告書」를 작성하여 場外市場의 기능확충방법으로 NASD에 대하여 장외거래의 시세정보를 전달할 수 있는 방안을 강구하도록 권고하였다. 이에 NASD는 1971년 2월 NASDAQ 시스템을 개발하여 매매관련정보의 신속·정확한 제공을 통해 투자자를 보호하고 나아가 거래소시장과 동등한 정도로 조직화된 시장을 형성하기 위한 노력을 경주하였다. NASDAQ 시스템은 증권회사간의 賣渡·買收 呼價, 매매가격 등의 정보를 컴퓨터 화면을 통해 實時間으로 제공하며, 매매정보뿐만이 아니라

매매체결, 결제기관에의 통보, 매매감리, 해외시장에의 정보 제공 등의 기능을 수행한다[1]. 미국의 NASDAQ는 1995년 연간 거래대금 2조 3,900억달러를 기록하여 NYSE(New York Stock Exchange)의 약 78% 수준에 머물렀으나, 거래량은 1,112억주로 거래소 대비 거래량 비율이 116%에 이르며, 上場會社數는 5,122개로 NYSE의 약 2,700개를 훨씬 넘고 있다. 그러나 우리나라의 場外株式市場은 1987년에 개설되어 1995년 현재 연간거래대금 3,774억원, 등록 법인수 340개, 연간 거래량 3,200만주로 거래소시장 대비 거래량 비율이 0.4%에 그치고 있는 실정이다.

場內去來의 가장 큰 장점은 標準化된 거래로 인한 유동성의 확보와 청산기구를 통한 신용위험의 보증이라고 할 수 있고, 場外去來의 가장 큰 장점은 사용자의 필요에 가장 근접한 형태의 계약을 자유롭게 체결할 수 있다는 점이다. 파생상품 시장에서도 이러한 장점은 그대로 적용된다고 할 수 있는데, 先物去來는 장내에서 이루어지고 있고, 스왑・옵션・선도 거래는 場外去來의 형태로 이루어지고 있는 것은 상품의 특성이 거래형태와 조화를 이루고 있기 때문이라고 하겠다.

최근 세계적으로 場外派生商品의 거래가 場內派生商品 去來보다 활발히 이루어지고 있는 것은 위험이 전가되는 방법에 있어서의 두 거래간의 본질적인 차이 외에도[2] 場外派生商品은 거래기간, 거래액 등의 거래조건을 거래 당사자의 필요에 맞출 수 있고, 담보를 이용한 위험삭감기술이 발달하기 시작하여 장외거래에 따르는 위험을 감소시켜 주었으며, 표준화된 스왑계약서에서 보는 바와 같은 시장관행의 표준화 등이 유동성 증대에 기여하여 場外派生商品 市場의 都賣的 성격을 더욱 보강하였기 때문이다.

---

1) 韓國證券業協會(1994) 참조.

2) 개념적으로 場外(over-the-counter : OTC)계약의 청산은 일반적으로 새로운 계약을 맺으면 된다. 이에 반하여, 거래소의 포지션은 기존 계약의 반대거래를 통하여 청산된다.

그러나 場外派生商品 去來는 거래 당사자간에 직접 거래가 이루어지는 속성상 신용위험이 매우 크다. 따라서 신용도가 높은 소수의 딜러 즉 대형금융기관에 그 거래가 집중되는 경향이 있고 만일 이들 금융기관 중의 하나라도 지급불능에 빠지는 사태가 생긴다면 이것이 금융시스템 전체에 미치는 영향은 심대할 것이다. 장외거래가 급증한 미국에서 1990년대 들어 파생상품 거래에 따른 거액의 손실사건들이 잇달아 발생하자 장외거래에 따르는 體系的 危險(systemic risk)의 실현 가능성 증대에 대한 염려의 목소리가 높아졌고, 이에 대비하여 실질적인 논의가 이루어졌다[3]. 위험이 특정 금융기관에 집중되는 경향이 있음에도 불구하고, 파생상품 거래는 금융시스템의 안정성 및 거시경제에 심각한 영향을 미치지는 않는다는 최근의 일부 연구[4]가 있으나, 국제금융거래 결제시스템의 중요기관인 대형은행(money center banks)으로의 위험 집중과 은행간 시장을 포함하는 금융시장간의 연결이 긴밀해지는 최근의 금융시스템의 구조적 특징을 고려한다면, 장외거래가 금융시스템에 주는 영향에 대하여 낙관할 수만은 없는 실정이다. 따라서 場外派生商品 去來의 시장구조와 이것이 거시경제 및 금융시스템의 안정성에 미치는 영향은 우리의 매우 중요한 관심사라고 하겠다.

金融自律化, 開放化 등의 금융환경 변화 속에서 우리나라도 이제 파생상품에 대하여 본격적인 관심을 갖기 시작하였다. 1996년 5월 株價指數先物市場이 개설되었으며, 1998년에는 선물거래소가 설립될 예정이다. 그러나 국제금융거래의 증대와 시장의 개방은 이러한 場內派生商品 去來보다 더욱 빠른 속도로 場外派生商品의 이용증가를 가져올 수도 있을 것이다. 일단 거래가 활성화되고 나면 장외파생상품이 갖는 유연성이 대량거래를 위한 보다 유리한 조건이 될 수 있기 때문이다. 아직까지는 우리나라의 場外派生商品의 거래가 헤지위주의 소량거래에 머물고 있으

3) BIS(1992), G-30(1993), GAO(1994) 報告書들을 예로 들 수 있다.
4) BIS(1994,1995), 日本經濟企劃廳(1995), Edwards and Mishikin(1995).

나, 自律化와 開放化가 진행됨에 따라 경제변수들의 변동성 증가와 금융기관간의 경쟁격화는 위험헤지와 수익성 제고를 위한 場外派生商品의 수요 증가를 가져올 것이다. 따라서 場外派生商品 去來와 體系的 危險과의 관계 파악 및 금융시스템의 안정성을 위한 대비책 등은 우리가 곧 직면하게 될 과제라고 하겠다. 이러한 맥락에서 본 연구는 세계적인 場外派生商品 去來 現況을 살펴보고, 場外派生商品 去來와 금융시스템의 안정성과의 관계를 검토해 본 후, 우리나라의 場外派生商品 去來 活性化에 대비한 政策課題를 짚어 보는 것을 목적으로 한다.

Ⅱ. 場外派生金融商品 去來의 發展과 現況

1980년대 이래로 派生金融商品 去來가 급증하고 있다. 金融革新이 가져오는 新商品들은 대부분 派生商品의 분야에서 이루어졌다고 해도 과언이 아닐 정도이다. 따라서 本章에서는 場外派生金融商品 去來의 발전과 대표적인 場外派生金融商品에 대하여 알아보고, 세계 場外派生金融商品 去來 現況에 대하여 살펴보기로 하겠다.

1. 場外派生金融商品 去來의 發展

國際金融市場에 있어서 최근 가장 두드러진 변화의 하나는 派生商品 去來의 급격한 증가이다. 이렇게 파생상품 특히 場外派生商品 去來가 급격히 증가하게 된 배경으로는 다음과 같은 요인들을 들 수 있을 것이다.

첫째, 1970년대 이래의 變動換率制度로의 이행, 金利自由化의 진전, 외환 · 자본거래 등에 대한 규제의 완화와 철폐 등에 의하여 금리와 환율 등 금융상품의 가격변동이 확대되는 경향이 강해졌다. 둘째, 기업활동의 國際化, 거래규모의 증대에 따라 기업 또는 금융기관의 金融資産 保有가 늘어나고, 자산 · 부채구조가 대형화 · 복잡화되었다. 따라서 대기업과 기관투자가는 금융상품의 가격변동을 헤지할 필요가 높아졌다. 특히 機關投資家는 국제적으로 자산포트폴리오를 분산시켰기 때문에, 자산면에 있어서 통화구성 및 기간구성이 복잡화되고, 위험헤지 기술도 고도의 기술을 요하게 되는 등의 요인이 場外派生商品 去來 급증의 수요측 배경이 되고 있다.

그러나 급격히 확대된 場外去來, 특히 금리스왑의 대부분은 딜러 상호간에 거래되고 있는 것을 볼 때, 장외거래를 급증시킨 주원인은 수요측

보다도 오히려 공급측의 원인이 크다고 볼 수 있다. 즉 일부 대형은행들이 파생상품을 대량으로 공급할 내재적인 誘因이 있었고, 그것을 공급할 수 있는 조건이 정비되어 있었던 것이 주원인이 된 것이다. 그 조건들을 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 소위 전통적인 은행업무가 양적으로 크게 감소하였다. 둘째, 金融自律化, 國際化를 배경으로 은행간 경쟁이 격화되어 예대마진이 축소되었다. 셋째, 이에 따라 高危險分野에의 대출이 증가하였고, 信用危險이 증대되었다. 넷째, 1988년에 국제적으로 합의된 BIS(Bank for International Settlements) 자기자본비율규제에 의하여 은행이 총자산 수익률(ROA)과 자기자본 수익률(ROE)을 重視하게 되었다. 다섯째, 통신과 정보처리기술이 급속히 발전하여 金融革新이 전개될 수 있는 조건이 형성되었다는 점이다[1].

〈表 Ⅱ-1〉에서는 몇 가지 기본적인 場外派生商品의 도입시기를 보여주고 있다. 장외상품은 장외에서 거래당사자들간에 이루어지는 거래이므로 도입시기가 다소 정확하게 파악되기 어려운 측면이 있으나, 대체로 1981년 통화스왑을 필두로 이자율스왑, 통화옵션, FRA(Forward Rate

〈表 Ⅱ-1〉 世界的 派生商品의 導入時期

도입연도	상　품	도입연도	상　품
1972	통화선물(CME)	1983	OTC 통화옵션
1975	이자율선물(CBOT)		FRA
1981	OTC 통화스왑		통화옵션(PSE)
1982	주가지수 선물옵션(CME)	1986	OTC 상품옵션
	OTC 이자율스왑	1987	OTC 주가지수관련 상품
	채권선물옵션(CBOT)		

註 : 1. 장내상품의 경우에는 해당 거래소가 괄호 안에 나타나 있으며, 장외상품의 도입연도는 일반적으로 인식되는 시기를 말함.

資料 : Bank of Japan(1993)

1) 野下保利·勝悅子(1996), p. 111 참고.

Agreement), 상품스왑의 순으로 도입된 것으로 파악된다.

去來所 去來는 프리미엄과 거래비용이 높고, 거액의 포지션을 자유롭게 만들어 낼 수 없는 데 비하여, 需要者 中心(custom-made)의 場外去來는 거래소 거래보다 훨씬 탄력적이라는 점이 최근 場外派生商品 去來를 상대적으로 증가시키고 있는 원인이라고 하겠다. 場外派生商品 去來는 현금흐름(cash flow)을 자유롭게 만들어 내는 것이 가능하기 때문에, 개별 거래자의 필요에 적합한 소비자 위주의 상품을 공급하는 것이 가능하다. 이러한 측면에서 장외파생상품은 사용하는 경제주체에 대하여 서로 다른 기능을 하게 만든다. 즉 기업과 같은 最終需要者(end-user)와 계약의 仲介者 내지는 딜러로서의 금융기관과는 거래체결의 誘因, 자금조달과 위험관리의 성격에 현저한 차이점을 갖는다.

최종수요자인 企業, 機關投資家(年基金, mutual fund 등), 공공기관, 국제기관 및 금융기관은 장외거래를 함으로써 첫째, 자금조달비용을 줄일 수 있고 둘째, 자산의 수익을 증가시킬 수 있으며 셋째, 기업의 거래에 수반하는 금리・통화・상품・주식 등의 위험을 헤지할 수 있고 넷째, 시장가격의 움직임을 예상하여 투기적 포지션을 취할 수 있다. 최종수요자에게 있어서는 場外派生商品 去來는 金利와 換率變動에 수반되는 위험을 회피하는 수단으로서의 역할을 담당하고 있다. 특히 금융기관의 자산부채관리(ALM)에는 스왑, 옵션 등의 파생상품거래, 특히 헤지수단으로서 자유도가 높은 장외거래는 필요불가결한 수단이 되고 있다.

한편, 딜러로서의 금융기관에 있어서 場外去來의 意義는 위험헤지보다는 오히려 기초자산 자체에 대한 투자를 필요로 하지 않는 금융상품이라는 점에 있다고 하겠다. 派生商品을 중개하는 도매금융기관에 있어서는 기초자산의 가격과 금리를 바탕으로 현금흐름(cash flow)의 교환을 행하면서 기초자산 자체의 소유권을 이전시킨다든지 구입한다든지 할 필요가 없다. 이 때문에 장외파생상품 거래는 대출원금에 상당하는 부채와 자본을 필요로 하지 않고, 仲介量에 의해 금리수익을 확보할 수 있는 극히 投資收益이 높은 수익원이라고 하겠다[2]. 현재 전세계의 장외파생

품의 명목원금은 약 47조달러로 추정되는데 보다 자세한 통계는 제3절에 나와 있다.

2. 代表的인 場外派生商品

場外派生商品은 크게 先渡去來・FRA・스왑 등의 先渡型(forward-type)상품과 옵션 및 그 변형인 上限(caps)・下限(floors)・칼러(collars), 스왑션(swaptions) 등의 옵션형 상품으로 나눌 수 있다.

場外派生商品 去來의 대다수를 차지하는 외환 및 이자율거래의 경우, 스왑・선도・FRA 등의 상품이 많이 사용되며, 株式關聯 去來에서는 옵션의 비중이 높다. 여기서는 대표적인 場外派生商品이라고 할 수 있는 스왑・옵션・FRA・선도의 간단한 발전과정 및 그 구조 등에 대하여 살펴보기로 하자.

가. 스왑

스왑은 場外派生商品 중에서 총체적으로 볼 때, 名目元金 및 去來量 기준으로 가장 많이 이용되는 상품이다. 간단히 말하자면 스왑은 두 당사자간에 정기적인 지불을 하기로 하는 계약이다. 그 정기적인 지불의 대상이 서로 다른 형태의 利子일 경우를 利子率스왑(interest rate swap)이라 하며, 그 대상이 外換일 경우를 外換스왑(foreign exchange swap) 또는 通貨스왑(currency swap)이라고 한다[3]. 상품을 대상으로 하는 상품 스왑도 있다.

---

2) 野下保利・勝悅子(1996), pp. 109~110 참고.

3) 外換스왑과 通貨스왑은 다음과 같이 구별된다. 외환스왑은 두 통화간의 원금만을 미리 정해진 날짜 및 환율에 따라 교환하고 그 후에 다시 미리 정해진 날짜 및 환율에 따라 맞바꾸는 거래이다. 이에 비하여 통화스왑은 서로 다른 통화로 표시된 일련의 이자

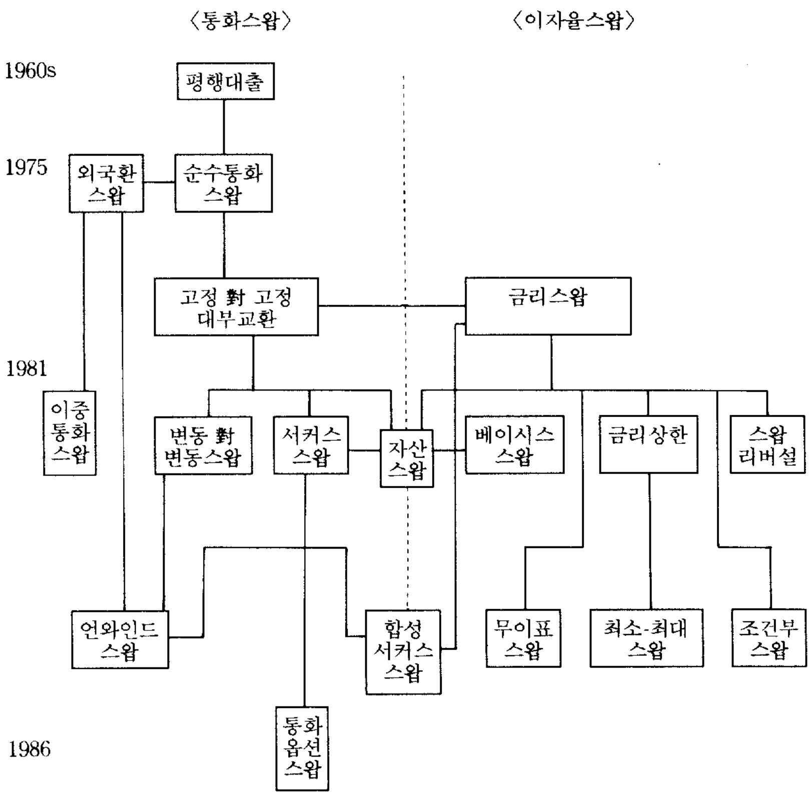
스왑의 초기 형태는 平行貸出(parallel loans)과 백투백 貸出(back-to-back loan)이다. 1960년대에서 1970년대에 걸쳐 英國에서는 資本流出을 막기 위해 파운드貨를 포함하는 외환거래에 세금을 부과하였다. 이 정책의 목적은 자본유출의 비용을 상승시켜 國內投資를 奬勵하기 위한 것이었다. 이러한 세금부과에 따른 높은 비용을 회피하기 위하여 발달한 것이 平行貸出이다. 평행대출은 외환의 직접교환 없이 서로 다른 두 나라에서 상대국 통화표시의 대응되는 자금수요를 가진 두 기업간의 합의에 의해 이루어지는데, 이러한 평행대출의 몇 가지 단점을 보완하여 발달한 것이 바로 통화스왑이다. 언제부터 현재와 같은 구조의 스왑거래가 이루어졌는지는 판단하기가 어려운 문제이나 일반적으로 1981년 8월 세계은행과 IBM간의 거래가 최초의 통화스왑으로 인정되고 있다([圖 Ⅱ-1] 참조).

스왑의 등장은 國際金融市場에 커다란 영향을 주었다[4]. 우선, 스왑시장이 존재함으로써 발행주체는 필요한 통화와 자금의 종류에 관계없이 자금조달이 가장 유리한 시장에서 起債하고, 스왑을 이용하여 필요한 자금으로 교체하는 것이 가능하게 되었다. 즉 발행주체에 대한 발행규제가 없는 모든 시장에서 자금을 조달하게 되었고, 스왑을 통한 시장간의 差益去來가 가능하게 되었다. 특히 신용력이 있는 발행주체는 여러 자본시장으로의 접근이 가능하게 되어 조달가능 자금량이 늘어남에 따라 그들의 관심사는 자금량에서 조달비용으로 옮겨지게 되었다. 이와 같이 스왑의 발달은 국제적인 자본시장에 있어서 본격적인 시장원리를 도입하게 하는 역할을 하였다.

지금을 미리 정해진 기간 동안 교환하고 만기에 미리 정해진 환율에 따라 異種 通貨間의 원금을 교환하는 스왑이다. 중앙은행이 국내 유동성 조절, 외환보유고 관리 등을 위하여 사용하는 스왑은 주로 외환스왑이다.

4) Marshall & Kapner(1990), pp. 34~41 참고.

[圖 Ⅱ－1] 스왑 商品의 開發過程



資料 : Walmsley(1988), p. 126.

둘째, 價格危險을 減少시키게 되었다. 선물이 상대적으로 短期의 가격위험을 헤지할 수 있는 수단으로 쓰이는 데 비하여 스왑은 보다 長期的인 위험회피용으로 적절하다. 헤지에 의해 企業의 자금흐름(cash flow)에 대한 불확실성을 줄임으로써 기업의 신용도가 올라가고 이는 부채비용의 감소와 企業株價 上昇에 기여한다.

셋째, 價格危險을 헤지함으로써 기업의 운영규모를 늘려 規模의 經濟를 이용할 수 있게 되었다. 예를 들어 연금지급회사가 40센트의 연간 이

윤변동에 대하여 1달러의 자기자본을 준비한다고 하자. 만일 헤지를 안 함으로써 1달러의 年金商品이 5센트의 이윤 변동성을 가져온다면 헤지 없이는 1달러의 자기자본으로 8달러의 年金商品을 팔 수 있다. 그러나 헤지를 함으로써 변동위험을 90% 줄일 수 있다면 1달러의 자기자본으로 80달러의 年金商品을 취급할 수 있다. 즉 10배의 규모로 영업을 할 수 있는 것이다. 특히 고정비용의 비중이 크고 상대적으로 가변비용의 비중이 작을수록, 규모의 확장에 따른 단위비용의 절감이 커질 것이다.

넷째, 새로운 市場에 接近할 수 있게 되었다. 예를 들어, 국제적으로 영업규모를 늘리고 싶어도 換危險의 적절한 회피수단이 없으면 새로운 市場을 개척할 수 없다. 스왑은 이러한 위험회피수단을 제공해 줌으로써 새로운 시장에의 접근을 가능하게 한다.

이자율스왑을 통하여 스왑의 구조에 대해 보다 자세히 살펴보기로 하자[5]. 이자율스왑의 가장 기본적인 형태로 固定利子와 變動利子를 교환하는 스왑(fixed-for-floating rate swap)을 들 수 있다. 계약의 한편이 고정이율이자를 다른 한편에게 지불하기로 약속하고, 그 상대방은 변동이율이자를 상대방에게 지불한다. 이때 고정이율이자를 스왑쿠폰(swap coupon)이라고 하고, 이자지불의 기준이 되는 개념적 원금을 名目元金(notional principal)이라고 한다. 名目元金은 교환되지 않으며 각기 지불해야 할 이자의 차액만을 상대방에게 지불한다.

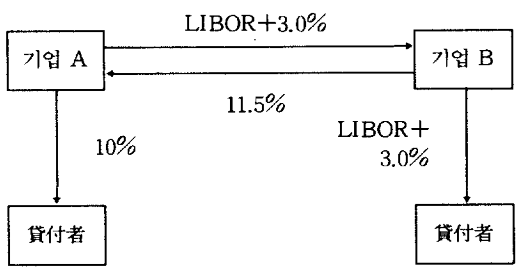
예를 들어, 기업 A는 1억달러를 5년간 變動利子로 조달하고 싶어한다. 기업 A는 고정이자로는 年 10%, 변동이자로는 LIBOR+2.0%로 조달할 수 있다. 기업 B는 1억달러를 5년간 固定利子로 조달하고 싶어한다. B 기업은 12%의 고정이자로 또는 LIBOR+3.0%의 변동이자로 조달할 수 있다. A 기업이 고정이자, 변동이자 양면에서 절대적인 우위에 있으나 B 기업은 변동이자 조달에 있어 相對的인 優位가 있음을 볼

---

5) 上揭書, pp. 15~19 참고.

수 있다. 구체적으로 만일 LIBOR가 6%라면, B 기업의 변동 대 고정의 비율은 9%/12%로 0.75이고, 기업 A의 변동 대 고정의 비율은 8%/10%로 0.8이다. 따라서 兩 企業은 각각 상대 우위에 있는 시장에서 조달하여 스왑거래를 함으로써 이득을 볼 수 있다. 기업 A는 10%의 固定利率로 자금을 조달한다. 동시에 기업 B는 變動金利(LIBOR+3.0%)로 자금을 조달한다. 다음 두 기업은 스왑거래를 체결하여 기업 B가 기업 A에게 1억달러에 대한 고정이자 11.5%를 지불하기로 하고, 기업 A는 기업 B에게 변동이자 LIBOR+3.0%를 지불하기로 한다.

[圖 Ⅱ-2] 利子率 스왑의 例



기업 A에 있어서 實質費用은 LIBOR+1.5%이다[6]. 기업 A는 기업 B로부터 받는 고정이자로 제3자에 대한 고정이자를 지불할 수 있기 때문에 기업 A의 의무는 기업 B에 대한 變動利子의 지급이다. 따라서 기업 A는 원하던 바와 같이 변동이자로 자금을 조달한 것과 마찬가지이며, 비용도 직접 변동이자시장을 통한 것보다 0.5% 낮은 LIBOR+1.5%이다. 기업 B의 경우는 제3자에 대한 지불은 기업 A로부터의 지급으로 충당되며, 기업 B의 의무는 기업 A에 대한 11.5%의 固定利子 지불이다. 이는 기업 B가 원하던 바이며, 그것도 직접 고정이자시장에서 조달하는 것보다 0.5% 낮은 비용의 조달이 스왑을 통해 가능한 것이다.

---

6) LIBOR+3.0%-(11.5%-10%)

[圖 Ⅱ-3] 스왑利用의 長點

i) 스왑을 이용하지 않을 때

	고정이자	변동이자
기업 A	10.0%	LIBOR+2.0%
기업 B	12.0%	LIBOR+3.0%

ii) 스왑을 이용할 때

기업 A	貸付者에 대한 지불	+10.0%
	기업 B에 대한 지불	+LIBOR+3.0%
	기업 B로부터 수취	−11.5%
	기업 A의 순비용	LIBOR+1.5%
	기업 A의 절약분 = 50 basis point	
기업 B	貸付者에 대한 지불	+LIBOR+3.0%
	기업 A에 대한 지불	+11.5%
	기업 A로부터 수취	−(LIBOR+3.0%)
	기업 B의 순비용	11.5%
	기업 B의 절약분 = 50 basis point	

나. 옵션

옵션은 그 기초상품에 따라 이자율옵션, 통화옵션, 주식 및 주가지수옵션 등으로 나눌 수 있으며, 기초상품이 선물인 선물옵션도 있다. 옵션도 절대액을 기준으로 보면 이자율이나 통화옵션 상품이 많다고 할 수 있으나 상대적인 비중으로 보면 주식 및 주가지수관련 상품 중에서 가장 두드러진 형태의 상품이다.

옵션이란 기본적으로 주어진 기간 안에 基礎資產(underlying assets)을 정해진 가격으로 사거나 팔 수 있는 權利를 말한다. 기초자산을 살 수 있는 권리를 콜옵션(call option), 팔 수 있는 권리를 풋옵션(put option)이라고 한다. 위에 언급한 정해진 가격을 行使價格(exercise price or striking price)이라고 하며, 옵션을 살 때 지불하는 가격을 옵션프리미엄이라고 한다. 다시 말하면 옵션프리미엄을 지급하고 기초자산을 살(팔) 수 있는 권리를 매입하여 기초자산가격이 행사가격보다 높을(낮을) 경우, 행사가격으로 해당 기초자산을 매입(매도)함으로써 가격변동에 따른 위험을 회피하는 것이다. 옵션에는 만기일 이전에 언제라도 권리를 행사할 수 있는 美國型 옵션과 만기일에만 행사할 수 있는 유럽형 옵션이 있다. 옵션은 권리이며, 의무가 아니기 때문에 保險의 성격을 띤 상품으로서 옵션의 所持者가 기초자산의 시장가격과 옵션의 행사가격을 비교하여 권리행사 여부를 결정한다.

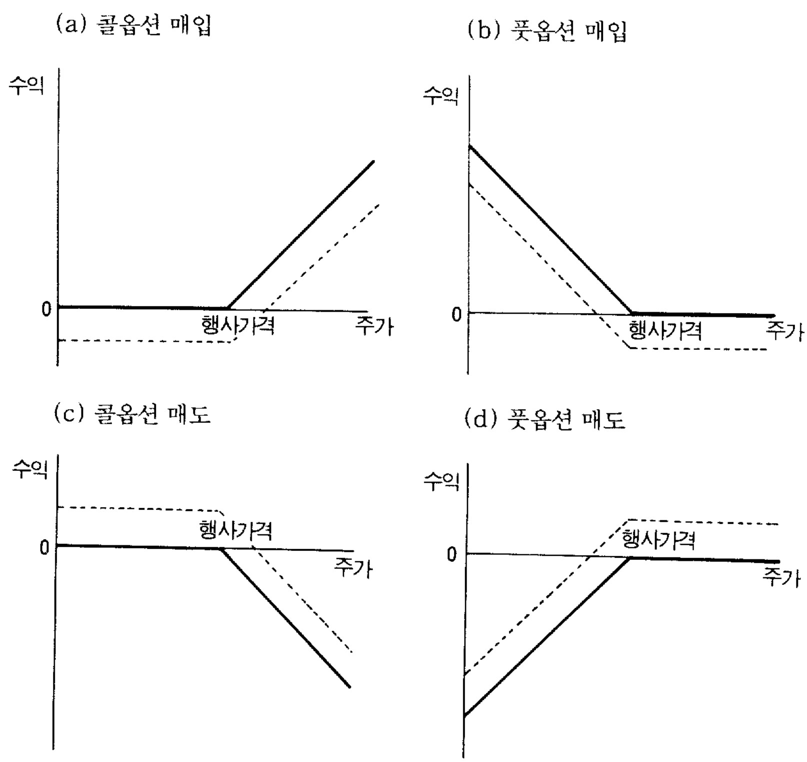
미국형 옵션의 예를 들어 보기로 하자. 현재 A社 주식가격이 56달러라고 하자. 옵션프리미엄 2달러를 지불하고 행사가격 60달러의 A社 콜옵션을 샀다고 하자. 정해진 기간 안에 A社 株價가 60달러를 초과할 경우, 옵션 소유자는 이 옵션을 행사함으로써 A社 株式을 60달러에 살 수 있다. 따라서 시장가격과 행사가격과의 차이만큼이 옵션매입자의 株當 이익이 된다. 純利益을 계산하기 위해서는 물론 옵션프리미엄을 差減해야 한다. 한편 주어진 기간 동안 A社 株價가 60달러를 넘지 못할 경우, 이 옵션은 아무 가치 없이 효력을 상실하고 매입자는 옵션프리미엄만큼의 손해를 보게 된다.

옵션프리미엄은 기초자산의 가격, 옵션의 행사가격, 만기까지의 殘餘期間, 無危險利子率, 기초자산의 가격변동률 등의 영향을 받아 결정된다. 특히, 「피셔 블랙」(Fischer Black)과 「마이론 숄즈」(Myron Scholes)가 개발한 옵션價格模型은 위의 變數들에 대한 최근 정보를 기초로 하여 이론적 옵션프리미엄을 정확하게 도출할 수 있게 하여, 이를 이용한 差益去來는 옵션거래를 더욱 활성화시켰다.

선물과 옵션은 모두 去來費用을 節減시킨다는 공통점이 있다. 기초자산을 직접 이용하는 것보다 선물이나 옵션을 이용함으로써 위험전가의 효과를 훨씬 낮은 비용으로 쉽게 얻을 수 있다. 그러나 그 차이점은 선물

이 권리와 의무를 동시에 수반하는 데 반해, 옵션은 권리일 뿐 의무는 아니라는 점이다. 즉 옵션의 收益函數는 비대칭적이다.

[圖 Ⅱ-4] 옵션의 收益函數



註 : ----- 은 프리미엄을 고려한 수익함수임.

[圖 Ⅱ-4]의 (a)는 株式을 基礎資産으로 하는 옵션을 상정하고, 콜옵션을 매입한 경우의 수익함수를 보여 준다. 추후 株價가 행사가격보다 커진다면 콜옵션 매입자는 옵션을 사용하여 행사가격으로 주식을 매입함으로써 주가와 행사가격의 차액만큼 수익을 얻게 된다. 그러나 옵션만기가 될 때까지 주가가 행사가격을 넘지 못한다면 그 옵션의 가치는 상

실되고 수익은 零(0)이 된다. 이러한 수익함수가 실선으로 나타나 있고, 콜옵션을 사기 위해 지불한 옵션프리미엄을 차감하여 순수익을 나타낸 것이 점선으로 표시된 수익함수이다. [圖 Ⅱ-4]의 (b)는 풋옵션을 買入했을 경우의 수익함수를 보여 준다. 풋옵션의 매입자는 추후, 주가가 행사가격보다 떨어졌을 경우 옵션을 이용하여 풋옵션 매도자에게 행사가격으로 그 주식을 팔게 된다. 따라서 행사가격과 주가의 차액만큼이 풋옵션 매입자의 수익이 된다. 반대로 옵션만기가 될 때까지 주가가 행사가격보다 떨어지지 않는다면 그 옵션은 가치를 상실하고 수익도 0이 된다. 풋옵션을 사기 위해 지불하는 옵션프리미엄을 차감한 純收益은 점선으로, 總收益은 실선으로 나타나 있다. [圖 Ⅱ-4]의 (c)와 (d)도 같은 방법으로 설명할 수 있다. 단 賣渡의 경우 옵션의 대가로 프리미엄을 수취하기 때문에 純收益函數를 나타낸 점선의 수익함수가 프리미엄만큼 위로 평행이동하였음을 볼 수 있다.

옵션의 변형된 형태로는 上限(caps), 下限(floors), 칼러(collars), 스왑션(swaptions) 등이 있다. 金利上限(interest rate caps)은 이자율의 상한을 정해 놓은 상품으로, 기준금리(reference rate)와 계약금리(strike rate), 名目元金, 기간을 정하여 계약만료시 그에 따른 지불이 이루어진다. 즉 계약만료시 기준금리가 계약금리보다 높을 경우 金利上限 구매자는 판매자로부터 '(기준금리-계약금리)×명목원금×기간' 만큼의 금액을 만기시에 현금으로 수령한다. 만일 계약만료 당시의 기준금리가 계약금리보다 낮으면 현금지불은 없다. 金利上限의 구매자는 판매자에게 명목원금의 일정률만큼의 프리미엄을 지불해야 한다. 金利上限은 변동부채에 대하여 지불되는 이자율에 상한을 주는 데 유용하게 쓰인다. 예를 들어 저축대부조합(S&L)이 상한 변동금리 주택저당증서(mortgage)를 발행하고, 그것을 단기 CD(Certificate of Deposit)로 충당하는 경우, 金利上限을 이용하여 단기 CD에 상한을 둘 수 있다. 金利下限(interest rate floors)은 금리의 상한 대신 하한을 설정한 金利上限과 같은 종류의 상품이다. 프리미엄을 지불하고 金利下限을 매입하

면, 계약만기시 기준금리가 계약금리보다 낮을 경우 판매자로부터 금리 차이에 명목원금과 기간을 곱한 만큼 현금을 지불받는다.

金利上限과 金利下限을 결합시킨 것이 金利칼러(interest rate collars)로서 이는 金利上限을 사는 동시에 金利下限을 판 것과 동일한 효과를 갖는다. 즉 이자율이 계약이자율보다 상승하면 칼러의 판매자가 구매자에게 그 차액을 지급하고, 만일 계약이자율보다 이자율이 낮아지면, 구매자가 판매자에게 차액을 지불한다. 따라서 이자율 상승을 예상하면 칼러를 구입함으로써 金利上限 매입의 프리미엄에서 金利下限 매도의 프리미엄을 차감한 만큼의 프리미엄 절감효과도 볼 수 있다. 이자율 예상이 반대인 경우에는 칼러를 매도한다.

스왑션은 스왑과 옵션을 合成한 것으로 미래의 어느 시점에서 이자율 스왑거래를 시작할 수 있는 권리이다. 옵션과 마찬가지로 美國型은 만기전에 언제라도 스왑거래에 들어갈 수 있으며, 유럽型은 만기시에 스왑거래에 들어갈 수 있다.

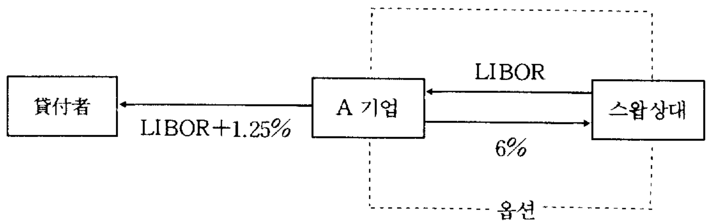
例를 들어, A기업이 10억달러를 LIBOR+1.25%의 변동금리로 조달하였다고 하자[7]. 만일 이 기업이 利子費用을 고정시키고 싶으면 현재 LIBOR에 대하여 6%의 고정이자로 스왑할 수 있다고 하자(현재 LIBOR+1.25%의 변동금리 계약을 가지고 있으므로 6%의 고정이자로 스왑했을 때의 실질 고정이자지불은 LIBOR에 더해진 1.25%의 계약을 포함하여 7.25%가 된다). 그러나 이 企業이 내년에 이자율이 떨어질 것으로 예상할 때, 현재 스왑거래를 행하는 것보다는 프리미엄을 지불하고 1년짜리 스왑션(6% 고정이자 對 LIBOR)을 매입하는 것이 유리하다. 1년 후(또는 미국형일 경우 1년 이내), 고정이자율이 상승했을 경우 스왑션을 행사함으로써 원하던 고정이자지불로 전환하고 그 비용도 7.25%로 확정지을 수 있다.

---

7) Rivett & Speak(1991), pp. 500~502 참고.

만일 이자율이 예상대로 하락한다면, 스왑션의 프리미엄만큼 손해를 보게 되지만 그 대신 낮은 이자율로 스왑거래를 함으로써 보다 적은 비용으로 固定利子支拂로 전환할 수 있다. 固定利子로 자금을 조달한 기업이 變動利子로 전환하고자 하지만 이자율의 상승이 예상될 때도, 스왑션을 이용함으로써 적은 비용으로 그때그때의 상황에 대처할 수 있다.

[圖 II-5] 스왑션의 例



다. 先渡金利契約(FRA)

FRA는 미래 어느 일정시점부터 시작될 지급이자율 및 수취이자율이 계약당시에 미리 정해지는 利子率 先渡去來를 의미한다. FRA는 그 이름에서도 알 수 있듯이 기초상품별로 볼 때 利子率 去來에서 가장 활발하게 이루어지고 있다. 예를 들어 '6개월물 對 9개월물(six against nine months)'이라고 하면 지금부터 6개월 후에 예상되는 3개월짜리 先渡 利子率(forward rate)에 대하여 계약을 맺는 것이다[8]. 향후 이자율이 올라가리라고 예상하는 편은 FRA를 사고, 반대로 예상하는 편은 FRA를 판다. 6개월 후 결제일이 되어 계약에서 제시된 基準率(주로 LIBOR)과 契約利子率間의 차이에다 名目元金을 곱한 액수만큼을 결제하게 된다. 원금은 교환하지 않고 그 차액만큼을 현금결제한다. 만일

8) 이 例에서 결제일(settlement date)은 6개월 후이고, 9개월 후를 만기일(maturity date)이라고 한다.

LIBOR가 계약이자율보다 높으면 FRA의 買收者가 그 차액을 받게 되고, LIBOR가 계약이자율보다 낮으면 賣渡者가 그 차액을 받게 된다.

구체적으로 한 은행이 고객에게 9개월間 대출을 해 주고자 할 때 다음과 같은 선택을 할 수 있다. 자금시장에서 LIBOR(8.5%)로 자금을 빌려서 대출해 주든가, 또는 처음 6개월은 자체자금으로 대출해 주고(예를 들어 조달비용은 8.2%라고 하면), 6개월 후에 3개월짜리 자금을 빌려서 대출해 주는 방법이 있을 수 있다. 이때 後者를 이용하면 현재는 비용이 적게 들지만, 6개월 후 이자율이 상승하면 오히려 前者보다 이자비용이 더 들 수도 있다. 따라서 '6개월 對 9개월' FRA를 이용하여 利子率 危險을 회피할 수 있다. 가령 '6개월 對 9개월' FRA를 8.6%로 살 수 있다면 6개월이 지난 후, 3개월짜리 LIBOR가 8.6% 이상으로 상승한 경우 그 차액만큼을 보상받을 수 있으며, LIBOR가 8.6% 이하일 경우에는 그 차액만큼을 보상해야 하나, 그 대신 낮은 금리로 자금을 조달할 수 있기 때문에 金利變動에 따른 不確實性을 제거할 수 있다.

FRA는 1984년 후반부터 활발하게 거래되기 시작하였다. FRA는 利子率 先物과 비교하여 볼 때, 우선 장외파생상품으로서 利子率 先物에 비하여 보다 단순·유연하며 증거금이 필요없고 수요자의 필요에 적합한 상품을 만들 수 있다. 그러나 선물보다 유동성이 떨어지고 신용위험이 크다는 단점이 있다. 다만 원금이 교환되지 않고 이자차액만이 거래된다는 측면에서는 信用危險이 그만큼 줄어든다고 하겠다. FRA는 주로 은행간 시장에서 거래되고 있는데, 그 이유는 장부에 나타나지 않으면서 利子率危險을 관리할 수단을 제공한다는 誘因 때문이다. 즉 은행들로서는 BIS규제 등에 대응하기 위하여 자본비율을 높이려는 誘因이 있으며, 동시에 계산상으로 나타난 資產收益率을 높이는 데 유용한 수단으로 쓰일 수 있기 때문이다.

라. 先渡去來

先渡去來는 기초상품별로 볼 때, 外換去來에서 가장 두드러진 거래이다. 先渡去來는 선물거래와 가장 비슷한 형태의 거래로서 미래의 가격변동에 따른 위험을 헤지하기 위하여 미리 정해진 가격으로 외환을 사고파는 거래이다. 선물거래와의 차이점이라고 한다면 첫째, 先物去來가 場內去來인 데 비해서 先渡去來는 場外去來이다. 따라서 선물거래에 비하여 선도거래는 신용위험이 보다 크다고 할 수 있다. 둘째, 선물거래는 標準化된 契約條件에 의하여 거래되는 데 비하여 선도거래는 고객의 필요에 맞게 계약조건이 조절될 수 있다. 따라서 외환헤지의 만기라든가 물량을 조절하기가 보다 용이하기 때문에 은행 및 기관투자가들이 선도거래를 선호한다. 셋째, 선물거래는 證據金制度 및 日日精算制度를 갖추고 있는 데 반하여, 선도거래는 그렇지 못하다. 넷째, 先物去來는 시장에서 반대거래(매도 또는 매수)를 함으로써 포지션의 청산을 쉽게 할 수 있으나, 선도거래에서는 만기시 계약물을 인수·인도하거나 또는 기존 계약의 만기시 현금흐름을 상쇄할 수 있는 새로운 계약을 다른 거래자와 맺어야만 실질적으로 청산이 가능하다. 따라서 선물거래의 경우 대부분의 포지션이 만기 전에 반대거래에 의해 청산되는 데 반해, 선도거래의 경우는 대부분 실물인도에 의하여 포지션이 청산된다. 이러한 면에서는 선물거래의 유동성이 뛰어나다고 하겠다.

外換市場에서는 선물거래보다 선도거래가 훨씬 활발하게 일어나고 있다. 이러한 현상은 아직 통화선물시장을 개설하지 않은 우리나라의 입장에서 볼 때, 상당히 흥미있는 관심거리가 아닐 수 없다. 先渡去來인 先物換市場에서의 거래조차 활발하지 않은 상태에서 通貨先物을 도입하였을 경우 과연 성공적으로 정착할 수 있을 것인가? 우리나라의 先物換 市場의 現況과 對策에 대해서는 제4장에서 살펴보기로 하겠다. 아무튼 세계적으로 先物換이 通貨先物보다 더 활발하게 거래되고 있는 이유로서는 다음과 같은 것들을 들 수 있겠다. 첫째, 外換市場의 規模에 비하여 先物

契約單位가 너무 작다. 하루 1조달러가 넘게 거래되는 외환시장에서 볼 때, 25만달러 또는 12만 5천달러 단위의 계약은 너무 작다는 의견이 지배적이다. 둘째, 그러다 보니 先物換市場에서의 은행간 네트워크(network)가 잘 발달하여 場外市場에서의 거래가 보다 효율적이 되었다. 은행간 시장에서는 24시간 거래가 가능하며, 거래비용이 오히려 적게 든다. 셋째, 先物換市場에서는 포지션 제한이나 각종 거래소 관련 규제가 없다. 예를 들어 필라델피아 거래소의 경우, 각 거래자들이 10만 계약까지 보유할 수 있다. 시카고 상업거래소(CME)의 경우는 포지션 제한은 없으나 각종 거래관련 보고의무가 부과되어 있다. 넷째, 淸算方法 등에 있어서는 선물거래가 유동성측면에서 유리하게 되어 있으나 실제로는 선물환시장의 규모가 훨씬 크기 때문에 선물환시장에서의 유동성이 오히려 낫다고 할 수 있다.

3. 世界 場外派生商品 去來 現況

場外派生商品 去來에 대한 정확한 자료는 집계하기 힘들다. 거래 자체가 거래소 거래와 같이 중앙집중적으로 일어나지 않으므로 모든 당사자간의 거래가 일일이 어떤 특정기관에 보고되지 않기 때문이다. 이런 의미에서 BIS에서는 1995년 각국 中央銀行을 통하여 全世界 派生商品 去來에 대한 설문조사를 실시하였다. 따라서 조사기관마다 다소의 차이가 있을 수 있는 성질의 통계인 만큼, BIS의 통계는 가장 신뢰성이 있는 통계의 하나라고 할 수 있겠다. 여기서는 BIS(1996)통계를 중심으로 世界派生商品 去來 現況에 대하여 살펴보겠다.

BIS통계는 1995년 3월 말 현재의 名目元金(notional amounts outstanding)과 市場價値(market values outstanding) 및 1995년 4월중의 去來額(turnover)에 대하여 외환, 이자율, 주식, 상품의 4가지 분야로 나누어 조사하였다. 총 26개 국가의 2,401개 금융기관이 참여하여 각국의 중앙은행에 보고한 자료를 모은 것으로, 이는 파생상품시장에 참

여하고 있는 중개기관의 90% 이상을 포함하는 것으로 추정된다. 여기서 市場價値란 현재의 계약(standing contracts)을 1995년 3월 말의 시장가격으로 다시 계약할 때 들어가는 비용으로서 gross positive market value와 gross negative market value의 합이다[9]. 옵션형의 상품은 가격모형에 의하여 시장가격을 평가하였다. 名目元金은 場外去來와 場內去來의 크기를 기초시장에 대비하여 비교하는 데 유용한 지표가 된다. 또한 기초시장에서의 가격변동에 의해 사용자들이 얼마나 위험에 노출되어 있는가를 측정하는 일차적인 지표가 될 수도 있다. 그러나 名目元金은 사용자들이 지불해야 할 실제 금액이라든지, 거래상대방이 파산했을 경우 위험에 처하는 액수가 얼마인지 등을 밝혀 주지는 않는다. 예를 들어 은행이 서로 상이한 현금흐름을 가진 두 스왑을 계약했을 경우 이들 현금흐름이 서로 상쇄될 수 있으나, 名目元金으로는 2배로 나타날 수 있다[10]. 또한 서로 다른 만기를 가진 상품들의 기초상품가격에 대한 가격탄력성을 고려하지 않은 채로 이들의 명목원금을 단순히 더하는 것도 적절한 위험의 지표가 되지 못한다. 그리고 다른 종류의 상품들이 갖는 위험의 구조도 서로 다르다. 이러한 이유들로 인하여 단순히 名目元金을 위험의 지표로 삼는 것은 부적절하고, 市場價値가 이러한 용도에 보다 적절하다고 하겠다. 여기서는 우선 場內外를 포괄하는 세계적 파생상품의 거래추이를 살펴보고, 장외파생상품의 세계적 거래현황에 대하여 살펴보기로 하겠다.

---

9) Gross positive market value는 거래상대방에 대한 請求權(claims)을 시장가격으로 평가한 것이고, gross negative market value는 상대방에 대한 負債(liabilities)를 시장가격으로 평가한 것이다.

10) 이러한 차이는 장내거래와 장외거래를 비교할 때도 문제가 된다. 즉 장내거래의 경우 상계거래(off-setting transaction)는 명목원금을 감소시키고, 장외거래의 경우는 명목원금을 증가시킨다. 이는 장외거래의 경우는 새로운 계약의 체결에 의해 기존계약의 상계거래를 행할 수 있고, 따라서 만기가 되기까지는 기존 계약의 명목원금이 그대로 남아 있기 때문이다. 따라서 명목원금을 기준으로 장내거래와 장외거래의 규모를 비교할 때는 이러한 면을 염두에 두어야 한다.

가. 世界的 派生商品 去來 推移

名目元金(notional principal) 잔액기준 派生金融商品 거래추이를 살펴본 것이 〈表 Ⅱ-2〉에 나타나 있다. 이미 1990년부터 장외상품의 거래잔고가 장내상품보다 크다는 것을 알 수 있다. 1995년 말 기준으로 場外去來殘高가 약 18조달러에 이르며 場內去來殘高는 그 절반에 근접한 약 9조달러에 머물고 있다. 장외거래의 경우, 집계된 상품의 종류[11)]라든가 집계의 어려움 등을 고려할 때 장내거래잔고와의 실제차이는 표에 나타난 것보다 더 크다고 말할 수 있다. 去來 增加率로 볼 때, 장외거래 증가율은 1993년부터 연차적으로 각각 56%, 33%, 59%의 높은 성장률을 기록하고 있다. 반면 장내거래의 경우는 1993년에 68%를 기록한 이래, 1994년에는 14%, 1995년에는 4%로 그 증가율이 대폭적으로 감소하고 있다. 장내상품 중에는 1995년 기준으로 금리선물이 64%, 금리옵션이 30%로 금리 상품이 전체거래액의 94%를 차지하여 단연 높은 비중을 보이고 있으며, 주가지수 상품이 5%, 통화관련 상품이 1%의 미미한 비중을 차지하고 있다. 통화관련 장내거래가 장외거래에 비하여 미미한 것은 이미 앞의 先渡去來 항목에서 설명한 바 있다.

한편 〈表 Ⅱ-3〉에서는 다음 항의 장외거래와 비교하기 위하여 場內派生商品 年間 總去來額 推移가 나타나 있다. 연간 總去來量에 계약단위(contract size)를 곱한 수치로서 1995년의 총거래금액은 대략 327조 6천만달러로 나타나 있다. 이 중 금리상품이 301조 9천만달러, 통화상품이 4조 2천만달러, 주가지수 상품이 21조 5천만달러로 나와 있다. 다음 항의 〈表 Ⅱ-8〉의 日平均 去來額에서 유추한 장외파생상품의 연간 거래액의 경우, 1995년 기준으로 통화상품이 180조달러로 장내거래보다 훨씬 많으나, 금리상품의 경우는 40조달러로 장내상품의 거래량이 훨씬

---

11) 통화옵션, 선도거래, 주식 및 상품관련 계약 등이 포함되지 않았다.

많은 것으로 나타났다. 1992년부터 장내거래액은 각각 35%, 24%, 52%의 높은 비율로 증가하다가 1995년에는 −4%로 오히려 감소하였다. 1995년 기준으로 보면 총계에서 금리선물이 차지하는 비중이 79%로 가장 높고, 금리옵션이 13%를 차지하여 금리관련상품이 전체의 92%를 차지하고 있다. 이에 비하여 주가지수관련 상품이 7%, 통화관련 상품이 1%의 비중을 차지하고 있다.

한편 地域別 去來分布를 보면 1995년 기준으로 북미지역이 162조 2천만달러로 전체거래의 약 50%를 차지하며 다음으로 유럽, 아시아가 각각 26%, 23%를 차지하고 있다. 다른 지역의 비중이 다소 늘어나고는 있으나 場內去來의 경우 역시 미국이 거래의 중심지라고 하겠다.

〈表 Ⅱ−2〉 場內外 派生商品 去來殘高 推移(名目金額 基準)[1]

(單位 : 10억달러)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
장내상품	2,290.4	3,519.3	4,634.4	7,771.1	8,862.5	9,185.3
금리선물	1,454.5	2,156.7	2,913.0	4,958.7	5,777.6	5,863.4
금리옵션[2]	599.5	1,072.6	1,385.4	2,362.4	2,623.6	2,741.7
통화선물	17.0	18.3	26.5	34.7	40.1	37.9
통화옵션[2]	56.5	62.9	71.1	75.6	55.6	43.2
주가지수선물	69.1	76.0	79.8	110.0	127.3	172.2
주가지수옵션[2]	93.7	132.8	158.6	229.7	238.3	326.9
장외상품[3]	3,450.3	4,449.4	5,345.7	8,474.6	11,303.2	17,990.0
금리스왑	2,311.5	3,065.1	3,850.8	6,177.3	8,815.6	−
통화스왑[4]	577.5	807.2	860.4	899.6	914.8	−
기타스왑관련 파생상품[5]	561.3	577.2	634.5	1,397.6	1,572.8	−

註 : 1) 각 연도 12월 말 현재 미결제약정에 계약단위(contract size)를 곱한 금액임.
2) 콜+풋
3) 국제스왑 및 파생상품협회(ISDA)만의 집계자료, ISDA회원간 거래는 일방의 보고만 집계한 것임.
4) 異種 通貨 금리스왑을 포함하여 거래 양측 통화에 대한 보고 조정.
5) 상한, 하한, 칼러, 스왑션.

資料 : The 66th Annual Report of BIS(1996).

〈表 Ⅱ－3〉 場內派生金融商品 年間 總去來金額 推移(名目金額 基準)[1]

(單位：1조달러)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1995년 말 현재 미결제포지션의 총명목금액[2]
금리선물	92.8	99.6	141.0	175.0	273.3	258.9	5.9
단기계약	67.6	75.2	113.3	137.2	223.2	212.3	5.5
3개월 유러달러금리[3]	39.4	41.7	66.9	70.2	113.6	104.1	2.5
3개월 유러엔금리[4]	11.3	12.9	14.0	24.1	44.4	41.7	1.4
3개월 유러DM금리[5]	2.1	3.2	7.5	12.4	19.1	18.0	0.7
3개월 PIBOR	1.9	2.9	5.8	10.1	12.3	15.8	0.2
장기계약	25.2	24.3	27.7	37.8	50.1	46.6	0.4
미국재무성채권[6]	7.8	6.9	7.1	8.0	10.1	8.7	0.0
일본국채[7]	12.2	10.3	9.7	13.9	13.9	14.6	0.2
독일국채[8]	1.6	2.0	2.9	4.0	8.3	7.8	0.1
프랑스국채[9]	1.6	2.0	2.8	3.1	4.7	3.4	0.0
금리옵션[10]	15.2	17.3	25.5	32.5	47.0	43.0	2.7
통화선물	2.7	2.7	2.3	2.7	3.3	3.2	0.0
통화옵션[10]	1.2	1.5	1.4	1.3	1.4	1.0	0.0
주가지수선물	5.6	7.8	6.0	7.2	9.4	11.4	0.2
주가지수옵션[10]	5.8	6.4	5.7	6.4	8.1	10.1	0.3
합계	123.4	135.2	181.9	225.1	342.5	327.6	9.2
북미	65.7	70.8	102.1	113.1	176.1	162.2	4.8
유럽	21.4	26.7	42.8	59.7	85.7	86.6	2.2
아시아[11]	36.2	37.7	36.9	52.0	78.3	74.5	2.0
기타	0.0	0.0	0.1	0.3	2.4	4.2	0.1

註： 1) 연간 총거래량에 계약단위를 곱한 금액임.
2) 1995년 말 현재 미결제약정수에 계약단위를 곱한 금액임.
3) CME(IMM), SIMEX, LIFFE, TIFFE, MIDAM의 거래를 합산한 것임.
4) TIFFE와 SIMEX의 거래를 합산한 것임.
5) MATIF, LIFFE, CME(IMM), SIMEX의 거래를 합산한 것임.
6) CBOT, MIDAM, LIFFE, NYFE, TSE(동경증권거래소)의 거래를 합산한 것임.
7) TSE, LIFFE, CBOT, SIMEX의 거래를 합산한 것임.
8) LIFFE와 DTB의 거래를 합산한 것임.
9) MATIF의 거래금액.
10) 콜＋풋
11) 호주와 뉴질랜드 포함.

資料：The 66th Annual Report of BIS(1996).

나. 場外派生商品 名目元金 및 總市場價値

BIS자료에 의하면 1995년 3월 말 현재, 지역(local) 및 越境(cross-border) 거래에 있어서의 二重 계산분을 제외하고[12] 全世界 장외파생상품 거래의 純去來 名目元金은 약 41조달러에 이르는 것으로 집계되었다. 여기에 당초 조사에서 누락되었던 영국의 외환선도 및 스왑거래를 포함하고, 非報告誤差(gaps in reporting)[13]를 고려할 때 세계 전체의 명목원금은 약 47조 5천억달러에 이르는 것으로 추정된다. 〈表 Ⅱ-4〉에서는 또 앞서 설명한 총시장가치가 약 2조 2천억달러에 달함을 보여주고 있다.

〈表 Ⅱ-4〉 全世界 OTC 名目元金 및 總市場價値(1995年 3月 末)

(單位 : 10억 미국달러)

	총 액	이중 계산분	순액	순 액 中		추정오차	추정액
				딜러間거래	해외거래		
명 목 원 금	63,763	23,125	40,637	23,125	22,256	6,893	47,530
총 시 장 가 치	2,713	940	1,773	914	999	432	2,205

資料 : BIS, *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity*, May 1996, p. 22.

---

12) BIS통계에서 이중계산분에 대한 조정이 이루어지지 않은 통계치에는 '總(gross-gross)'이라는 접두어가 붙고, 지역(local) 이중계산분에 대한 조정만이 이루어진 통계치에는 '純-總(net-gross)' 그리고 지역 및 越境 거래에 있어서 이중계산분이 차감된 통계치에는 '純(net-net)'이라는 접두어를 붙여 사용하였다.

13) 非報告誤差는 특정 딜러 또는 지역이 보고에서 누락됨으로써 발생하는 오차이다. 그러나 그 일부는 거래의 한쪽 당사자가 보고에 포함되어 있을 경우 쉽게 추정할 수 있다. 1995년도 설문조사에서는 각 참가국의 설문참여도(coverage)를 기준으로 하여 그 오차를 추정하였다. 예를 들어 한 국가의 설문참여도가 90%일 경우, 비보고오차 10%를 더하여 통계치를 추정하였다.

이 표에서 볼 수 있는 두 가지 특징을 들면, 첫째는 去來의 國際性이다. 전체 거래의 약 55%가 해외의 상대자들과 이루어졌다. 國際的 市場의 統合이 진행됨에 따라 국제적 거래의 비중이 커지는 것은 당연한 결과라고 하겠다. 둘째는 딜러간 거래가 전체 거래의 57%를 차지함으로써 그것이 고객과의 거래에서 생기는 위험에 대한 헤지거래를 포함하더라도, 金融仲介機關間의 거래가 중심이 되고 있다는 것을 의미한다.

〈表 Ⅱ-5〉와 [圖 Ⅱ-6]은 場外商品 名目元金과 總市場價値를 기초상품에 따라 분류하고 있다. 명목원금의 경우에는 이자율상품이 28조 9천억달러로 전체의 61%를 차지하고 있고 그 다음이 외환상품으로 17조 7천억달러로 37%를 차지하고 있다. 場外商品의 경우, 이자율 및 외환관련 상품이 전체의 98%로 대부분을 차지하고 있음을 알 수 있다. 주식관련 및 상품(commodity)은 각각 6천억달러와 4천억달러로 전체의 2%에 그치고 있다. 거래상대방을 볼 경우에는 딜러간 거래의 경우, 越境去來가 외환의 경우 지역거래의 1.8배, 이자율의 경우는 1.3배로 거래의 국제성을 확인할 수 있다.

한편 總市場價値의 측면에서는 [圖 Ⅱ-6]에서 보듯이 외환거래가 1조 4천억달러로 전체의 64%를 차지하고, 이자율거래가 7천억달러로 전체의 32%를 차지하여 名目元金의 경우와는 대조적인 차이를 보이고 있다. 이것은 부분적으로는 이자율의 경우 원금의 교환이 없는 경우가 많기 때문이며, 또한 外換市場의 변동성이 利子率市場의 변동성보다도 컸다는 것을 의미하기도 한다.

〈表 Ⅱ-6〉에서는 기초자산에 따른 분류를 좀더 구체적인 商品類型別로 하여 각각의 名目元金과 總市場價値를 나타내고 있다. 두 경우 모두 이자율 상품은 스왑거래가 69%, 외환 상품은 선도거래 및 외환스왑이 72%를 차지하여 각각 가장 대표적인 상품으로 이용되고 있는 반면, 통화스왑은 11%에 머물고 있다. 이와 같이 장외파생상품에서 그 거래 비중이 높은 이자율 및 외환의 경우 先渡型(forward-type) 거래가 주종을 이루는 반면, 주식의 경우는 옵션형의 비중이 名目元金과 總市場價値

〈表 Ⅱ－5〉 基礎商品別 名目元金 및 總市場價値(1995年 3月 末)

(單位 : 10억 미국달러)

	외 환		이 자 율		주식관련		상 품	
	명목원금	총시장가치[1)]	명목원금	총시장가치[1)]	명목원금	총시장가치[1)]	명목원금	총시장가치[1)]
총액(A)	20,217	1,624	42,377	982	780	74	389	32
지역이중계산분(B)	2,539	189	6,756	145	101	12	36	2
A－B＝C	17,678	1,435	35,621	837	679	62	353	30
越境이중계산분(D)	4,582	387	8,976	189	100	12	35	2
순액(E)＝C－D	13,095	1,048	26,645	647	579	50	318	28
딜러간거래	7,121	533	15,732	351	201	25	71	5
－지역	2,539	203	6,756	156	..	..	..	..
－越境	4,582	331	8,976	195	..	..	..	..
기타	5,974	515	10,913	295	373	25	245	23
－지역	3,144	252	5,493	124	..	..	..	..
－越境	2,830	263	5,420	171	..	..	..	..
추정오차(gaps)	4,605	372	2,205	53	51	5	32	2
추정액	17,700	1,420	28,850	700	630	55	350	30

註 : 1) 총시장가치는 gross positive market value와 gross negative market value와의 합계임(脚註 7) 참조).

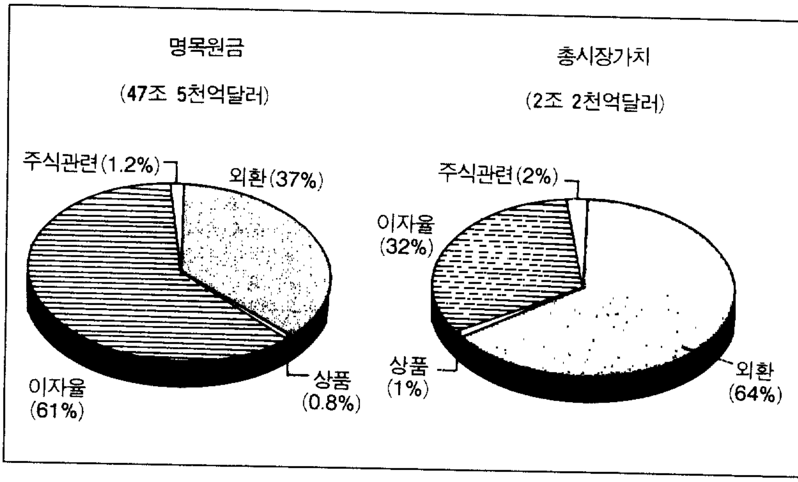
資料 : BIS, *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity,* May 1996, p. 23.

에서 각각 91%와 86%로 압도적이다. 이는 최종수요자들이 헤징의 목적으로 이들 상품을 사용하고 있음을 반영한다.

〈表 Ⅱ－6〉의 마지막 열은 總市場價値와 名目元金間의 비율을 나타낸다. 이 비율이 낮다는 것은 그 基礎商品의 변동성이 상대적으로 적다는 것을 의미한다. 이 表에는 1995년 초 外換市場에서의 변동성이 다소 컸던 것에 비하여, 利子率市場에서의 변동성은 비교적 안정적이었던 것이 반영되고 있다[14)].

14) 〈表 Ⅱ－6〉의 명목원금 및 총시장가치의 합계는 〈表 Ⅱ－5〉의 추정액에서 추정오차를 차감한 수치의 합계와 일치한다.

[圖 Ⅱ-6] OTC 派生商品의 名目元金 및 總市場價値 分布
(1995年 3月 末 現在)



資料 : BIS, *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity*, May 1996, p. 24.

去來表示通貨의 측면에서 보면 미국달러가 아직도 基軸通貨(reference currency)로서의 역할을 수행하고 있다. 名目元金의 경우 모든 외환거래의 82%가 적어도 한편이 미국달러 거래이며, 일본엔과 독일의 마르크는 각각 32%, 25%를 차지하고 있다. 이자율거래의 경우, 달러는 名目元金과 總市場價値에서 각각 35%, 28%를 차지하고 있다.

〈表 Ⅱ-7〉에서는 상품의 만기구조별 분포가 나타나 있다. 滿期構造의 측면에서 場外商品은 場內商品에 비하여 다양한 長期構造를 가지고 있으나, 場外商品 內에서의 분포를 본다면 역시 단기(1년 이하) 상품이 많은 것으로 나타났다. 外換의 경우 1년 이하의 계약이 79%, 상품의 경우는 1년 이하의 계약이 75%로 나타났다. 예외적으로 통화스왑의 경우는 만기 1년 이상이 75%로 장기적인 용도로 쓰이는 경우가 많은 것으로 나타났다. 이자율의 경우는 외환보다 만기구조가 다양하게 분포되어 44%만이 1년 이하의 단기용도로 쓰이며, 56%가 1년 이상의 장기구조를 갖는 것으로 나타났다. 그 중 FRA는 일반적으로 단기 포지션을 헤징하

는 데 쓰이며, 스왑과 옵션이 보다 다양한 만기구조를 갖는 것으로 나타났다. 주식관련상품의 경우에도 장내거래와 비교해 볼 때, 선도, 스왑 및 옵션 등이 상당히 中長期的인 滿期構造를 갖는 것으로 나타났다.

〈表 II -6〉 商品類型別 名目元金 및 總市場價値(1995年 3月 末)

(單位 : 10억 미국달러, %)

	명목원금(A)		총시장가치(B)		B/A
	금 액	비 중[1]	금 액	비 중[1]	
외환	13,095	100	1,048	100	8
선도 및 외환스왑[2]	8,699	72	622	71	7
통화스왑[3]	1,957	11	346	22	18
옵션[4]	2,379	17	71	7	3
기타	61	0	10	0	..
이자율	26,645	100	647	100	2
FRA	4,597	17	18	3	0
스왑	18,283	69	562	87	3
옵션	3,548	13	60	9	2
기타	216	1	7	1	..
주식관련	579	100	50	100	9
선도 및 스왑	52	9	7	14	13
옵션	527	91	43	86	8
상품	318	100	28	100	9
선도 및 스왑	208	66	21	78	10
옵션	109	34	6	22	6
합계	40,637	—	1,773	—	4

註 : 1) 외환상품을 동일한 기준으로 비교하기 위하여 영국딜러들이 보고한 통화스왑 및 옵션 자료는 제외하고 계산하였음.
2) 영국자료가 누락되었음.
3) 부분적인 영국자료를 제외한 명목원금은 1조 3,070억달러.
4) 부분적인 영국자료를 제외한 명목원금은 1조 9,950억달러.

資料 : BIS, *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity*, May 1996, p. 25.

〈表 Ⅱ－7〉 OTC商品의 滿期別 分布(1995年 3月 末)

(單位 : 10억 미국달러, %)

	합 계	1년이하	1~5년	5년 이상
		비 중		
외환	13,095	79	16	5
선도 및 외환스왑[1]	8,699	89	10	1
통화스왑[2]	1,957	25	51	24
옵션[3]	2,379	89	7	5
기타	61	..	..	..
이자율	26,645	44	43	13
FRA	4,597	88	12	0
스왑	18,283	35	49	16
옵션	3,548	36	50	14
기타	216	..	..	..
주식관련	579	61	38	1
선도 및 스왑	52	41	54	5
옵션	527	62	37	1
상품	318	75	24	1
선도 및 스왑	208	72	26	2
옵션	109	80	19	1
합계	40,637	56	34	10

註 : 1) 영국자료가 누락되었음.
2) 부분적인 영국자료를 제외한 명목원금은 1조 3,070억달러.
3) 부분적인 영국자료를 제외한 명목원금은 1조 9,950억달러.

資料 : BIS, *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity*, May 1996, p. 27.

다. 場外派生商品 去來額

앞서 장외상품 명목원금의 기초상품별 분류(〈表 Ⅱ－5〉 참조)에서 외환 및 이자율관련 상품이 전체의 98%를 차지하고 있음을 보았다. 따라서 BIS의 場外派生商品 去來額 調査에서는 외환과 이자율관련 상품에 대해서만 조사하였다. 二重計算分과 오차 등을 고려한 이들 두 상품의 日平均 去來額은 약 8,800억달러로 추정된다. 이 중에서 약 7,200억

달러가 外換去來額이고, 나머지 1,600억 달러가 利子率 去來額이다(〈表 Ⅱ-8〉 참조). 去來地域別로 보면 越境去來가 외환의 경우에는 55%, 이자율의 경우에는 52%를 차지하여 두 경우 모두 보고된 純去來(net-net)의 절반을 초과하고 있다. 즉 지역 내에서의 거래보다 國際的 去來가 다소 큰 비중을 차지하고 있음을 보여 준다. 거래상대별로 보면 딜러간 거래가 외환의 경우에 62%, 이자율의 경우에 68%를 차지하여 대부분의 거래가 대형 딜러를 중심으로 이루어지고 있음을 확인해 주고 있다.

〈表 Ⅱ-8〉의 추정액에서 추정오차를 제외한 외환 및 이자율 상품의 일평균 거래액은 각각 6,880억달러와 1,510억달러이다. 이들 거래액을 商品類型別로 나눠본 것이 [圖 Ⅱ-7]에 나타나 있다. 外換去來 중에는

〈表 Ⅱ-8〉 全世界 OTC 外換 및 利子率 商品 去來額(1995年 4月)

(單位 : 10억 미국달러, %)

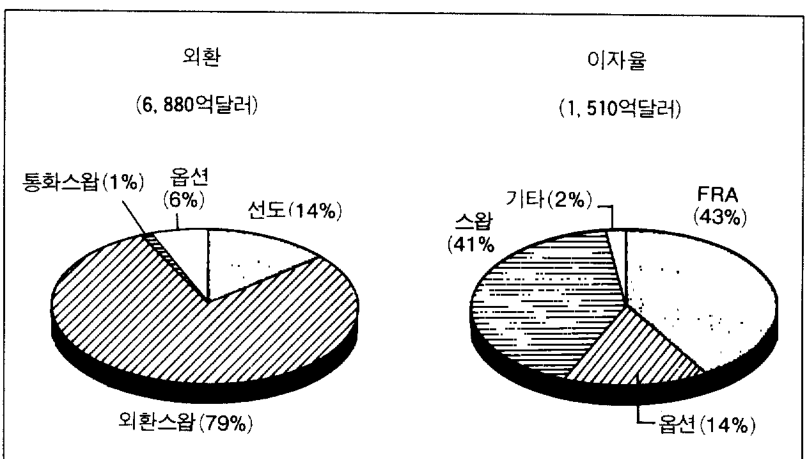
	총액		외환		이자율	
	일평균거래액	비중	일평균거래액	비중	일평균거래액	비중
총액(A)	1,368		1,114		254	
지역이중계산분(B)	206		161		45	
C=A-B	1,162		953		209	
越境이중계산분(D)	323		265		58	
순액(E)=C-D	839	100	688	100	151	100
딜러간거래	529	63	427	62	102	68
-지역	207	25	162	23	45	30
-越境	322	38	265	39	57	38
기타	310	37	261	38	49	32
-지역	179	21	151	22	28	18
-越境	131	16	110	16	21	14
추정오차(gaps)	41	5	32	5	9	6
추정액	880		720		160	

資料 : BIS, *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity*, May 1996, p. 28.

외환스왑의 일평균 거래액이 약 5,435억달러로 가장 큰 비중을 차지하고 있다(79%). 이어서 先渡去來가 14%, 옵션이 6%, 그리고 통화스왑이 1%의 비중을 보였다. 앞서 설명한 바와 같이 외환스왑은 두 통화간의 원금만을 교환하는 데 비하여, 통화스왑은 이자지급과 원금을 교환하는 것으로 中央銀行이 국내 유동성 조절, 외환보유고 관리를 위하여 사용하는 것은 외환스왑이다. 이러한 이유로 인하여 외환스왑과 통화스왑간의 거래액이 커다란 차이를 보이고 있다. 이자율 계약의 일평균 거래액 1,510억달러 가운데는 FRA가 649억달러로 43%, 스왑이 619억달러로 41%를 차지하여 가장 많이 사용되는 상품이며, 옵션은 약 14%, 기타 상품이 2%의 비중을 차지하는 것으로 나타났다. 참고로 이들 去來額을 표시 통화별로 보면 美國달러화가 모든 거래의 92%에 관련되어 아직까지 가장 중요한 기축통화로서의 역할을 하고 있음을 알 수 있고, 엔화와 마르크화는 각각 26%와 23%를 차지하고 있다.

[圖 Ⅱ－7] OTC 派生商品의 日平均 去來額 分布

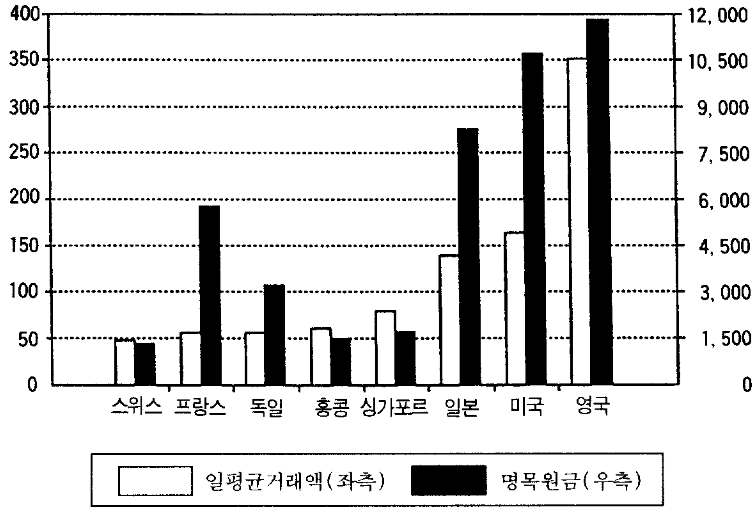
(1995年 3月 末 現在)



資料 : BIS, *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity*, May 1996, p. 29.

[圖 Ⅱ-8] OTC 外換 및 利子率 商品 國家別 去來額 및 名目元金

(單位 : 10억 미국달러)



註 : 지역 이중계산분을 차감한 수치

資料 : BIS, *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity*, May 1996, p. 30.

[圖 Ⅱ-8]은 場外派生商品의 國家別 日平均 去來額 및 名目元金을 나타낸다. 장내거래의 경우 미국의 거래소들이 가장 많은 거래를 성사시키고 있는 데 비하여, 장외거래의 경우에는 영국, 미국, 일본의 순으로 거래가 이루어지고 있다. 특히 일평균 거래액에 있어서 영국은 약 3,500억달러를 기록하여 2위인 미국의 2배가 넘는 활발한 거래를 보이고 있으며, 싱가포르와 홍콩이 유럽 국가들인 독일, 프랑스, 스위스보다 많은 거래액을 기록하고 있음은 주목할 만한 사실이다.

Ⅲ. 場外派生金融商品 去來와 金融시스템의 安定性

金融革新이라고 일컬어지는 금융산업에 있어서의 급격한 변화는 制度의 革新 및 新商品의 開發 등의 결과로 나타나고 있으며, 특히 新商品의 개발은 派生商品이 주도적으로 이끌어 가고 있다. 그 결과 앞 章에서 살펴본 바와 같이 派生商品 去來는 세계적으로 급속도로 증가하고 있다. 그런데 派生商品은 簿外去來商品으로서 貸借對照表上에 나타나지 않기 때문에 거래에 따른 손실이 제때에 파악되기 어려운 경향이 있고, 레버리지 효과에 의하여 이러한 위험에 따른 손실을 더욱 증폭시키게 된다. 더구나 場外派生商品은 거래소를 거치지 않고 거래당사자간에 직접 거래가 성립되기 때문에 신용위험이 높으며, 일부 대형금융기관에 거래가 집중되는 경향이 있기 때문에 만일 그 중 한 기관이라도 지급불능사태에 빠지게 된다면 이로 인한 연쇄적인 효과는 금융시스템을 커다란 혼란에 빠뜨릴 위험이 있다. 위험을 관리하기 위한 派生商品去來가 치밀한 내부관리 및 감독하에서 제대로 이루어지지 못할 경우, 오히려 위험을 증폭시키고 그러한 위험이 엄청난 파장을 불러일으킬 수 있는 것이다. 따라서 이러한 體系的 危險(systemic risk)은 당연히 감독당국의 최대의 관심사이다.

本章에서는 派生商品의 거래에 따른 위험의 종류에 대해서 살펴보고, 派生商品 去來의 증대와 함께 그 관심이 고조되고 있는 體系的 危險에 대해 살펴보기로 하겠다.

1. 場外派生商品 去來에 따르는 危險의 種類

派生商品 去來에 따르는 危險의 種類는 대체로 아래의 다섯 가지로 나누어 볼 수 있다.

① 信用危險(credit risk) : 거래의 상대방이 채무를 이행하지 못하게 됨으로써 손실을 입게 될 위험

② 市場危險(market risk) : 예상치 못한 시세변동에 의하여 손실을 입게 될 위험

③ 流動性危險(liquidity risk) : 유동성 부족으로 커다란 손해를 감수하지 않고서는 포지션을 빨리 처분할 수 없는 위험

④ 法律的危險(legal risk) : 계약의 법률적 상태에 관련된 위험으로 예를 들어 거래상대에게 파생금융상품을 거래할 법적 권한이 없기 때문에 거래가 무효가 된다든지, 혹은 법률과 행정, 세법상의 조치 따위에 의해서 거래가 무효 또는 취소됨으로써 손실을 입게 될 위험

⑤ 運營危險(operation risk) : 담당자의 실수, 사기 또는 시스템 장애와 같은 내부 관리체제의 결함에 의하여 손실을 입게 될 위험

이러한 위험은 전통적 금융거래에 따르는 위험과 형태상으로는 차이가 없으며, 장내외를 가릴 것 없이 모든 금융거래에 수반될 수 있는 위험이다. 그러나 장외거래에 있어서의 다음과 같은 특징은 이러한 위험을 일반적 금융거래에 따르는 위험과 다소 정도의 차이가 나게 만들고 있다. 우선 場外去來의 경우 규모가 크고, 복잡한 구조를 갖는 경우가 많다. 또한 딜러로서 활약하고 있는 소수의 금융기관에 위험이 과도하게 집중되어 있으며, 公示가 철저하지 않은 점과 시장가격이 여러 시장에 걸쳐서 결정되기 때문에 생기는 透明性의 缺如도 장외거래의 특징이라고 할 수 있다. 아울러 法制 및 會計面에서 국제적인 기준이 명확하지 않은 점 등도 특징으로 들 수 있다[1]. 예를 들어 전통적 은행 업무에 있어

---

1) Edwards and Mishkin(1995), FRB, FDIC & OCC(1993) 참조.

서의 시장거래는 어떻든 경제활동에 기초한 基礎資産의 현금흐름에 의거하는 데 비하여, 場外去來는 기초자산가격의 예측에만 의거하여 損益의 변동을 현저하게 증폭시킨다. 따라서 場外去來에 수반하는 위험은 전통적 은행업무에 따르는 위험과는 변동성과 그 정도에 있어 크게 다르다. 장외거래에 있어서 가장 중요한 위험이라고 할 수 있는 信用危險의 경우를 중심으로 이 차이를 살펴보면 다음과 같다.

① 貸出關聯 信用危險은 경기순환 등에 크게 영향을 받는 데 비하여 場外派生商品 去來 關聯 信用危險은 기업 자체의 신용도를 별개로 한다면, 가격변동의 예상에만 의존하기 때문에 양자간의 신용위험은 그 성격이 다르다. 장외거래에 있어서의 신용위험은 市場危險의 性格을 띤다고 하겠다.

② 場外去來의 信用危險은 전통적 은행업무와 달리 계약시에 고정되어 있지 않고, 기초자산가격의 변동과 계약 상대방의 파산 가능성에 따라 시간의 변화와 함께 크게 바뀐다. 이 때문에 전통적 업무와 달리 신용위험의 측정이 대단히 어렵다.

③ 장외거래는 장내거래와는 달리 양자간의 합의에 의해 이루어지고, 결제를 보증하는 清算機構가 존재하지 않기 때문에 신용위험이 보다 크다. 이러한 위험 때문에 장외거래에 참여하는 금융기관은 재무적으로 건실한 기관에 한정된다.

信用危險은 流動性危險과 크게 관련되어 있고, 유동성 자금의 조달은 거래 상대방의 신용력에 크게 의존한다. 따라서 금융위기시에 시장위험이 현실화되면 신용력을 손실시켜 流動性의 상실, 나아가서 信用危險의 現實化를 가져올 가능성이 크다. 이러한 위험들은 서로 복합적인 관계를 갖고 있으며, 궁극적으로 어떤 위험에 의하여 위기사태가 발생하든지 위험이 소수의 대형금융기관에 집중되어 있는 현상과 관련하여 만일 한 대형금융기관이라도 지급불능사태에 빠지게 된다면 다른 금융기관에 연쇄적인 영향을 미쳐 금융시스템 전체가 마비되는 體系的 危險에 빠지게 될 수도 있다.

2. 體系的 危險과 金融시스템의 安定性

派生商品의 이용증가와 함께 진행된 금융시장의 특징적인 변화 중의 하나가 證券化(securitization)현상이다. 銀行의 전통적인 仲介機能이 점차 수익성을 잃어 가면서 금융기관들이 證券의 發行과 去來에 눈을 돌리게 되었으며, 정부의 은행자산에 대한 규제 및 과세방향은 簿外去來의 증가에 일조를 하였다. 場外派生商品 去來가 신용위험이 높아 사기 및 불공정거래의 영향을 받기 쉬운 측면이 있음에도 불구하고 세계적 도매은행산업의 필수적인 요소로 부상한 것은 은행들이 派生商品을 통한 위험관리 및 자금조달 서비스를 기업, 정부, 기관투자가들에게 제공하지 않는다면 이들 고객들을 잃게 될 것이기 때문이다. 세계적으로 場外派生商品 딜러로서 활약하는 금융기관은 약 150개로 미국 및 영국의 은행들이 주축을 이루고 있으며 프랑스, 스위스 등의 은행이 그 다음을 차지하고 있다. 은행이 딜러로서의 중추적인 역할을 하는 것은 이러한 이유 때문이다.

美國 GAO(Government Accounting Office) 報告書(1994)에 의하면 15개 대형딜러를 중심으로 조사한 결과 상위 7개 은행이 은행들의 派生商品 去來의 90% 이상을 차지하고, 상위 5개 증권회사가 증권사 거래의 87%를 차지한 것으로 나타났다. 〈表 Ⅲ-1〉을 보면 Chemical, J.P. Morgan, Bankers Trust 등 도매금융에 특화한 은행들과 Citicorp의 거래량이 큰 것을 볼 수 있다. 증권회사 가운데는 Salomon Brothers, Merrill Lynch의 거래량이 상대적으로 큰 것으로 나타났다. Citicorp를 포함한 상위 4개 은행의 파생상품 거래수익은 전체 거래수익의 42%를 점하고 있고, 主收益源이 되고 있다.

한편 이들 銀行의 去來를 目的別로 보면 〈表 Ⅲ-2〉에서 보는 바와 같이 投機(trading) 및 헤지(ALM) 목적의 거래를 병행하고 있으나 투기목적의 거래가 더 많고, 상대적으로 규모가 작은 중소규모의 은행들은 주로 헤지 목적으로 파생상품을 이용하고 있음을 알 수 있다.

〈表 Ⅲ-1〉 美國 15大 場外派生商品 딜러의 去來量(1994年)

(單位 : 100만 미국달러)

은 행	Chemical	3,177,600
	Citicorp	2,664,600
	J. P. Morgan	2,472,500
	Bankers Trust	2,025,736
	BankAmerica	1,400,707
	Chase Manhattan	1,360,000
	First Chicago	622,100
증 권	Salomon Brothers	1,509,000
	Merrill Lynch	1,326,000
	Lehman Brothers	1,143,091
	Goldman Sachs	995,275
	Morgan Stanley	843,000
보 험	American International Group	376,869
	General Re Corporation	306,159
	Prudential Insurance	102,102
합 계		17,852,239

註 : 1. 명목원금 기준.
資料 : Edwards and Mishkin(1995), p. 35.

〈表 Ⅲ-2〉 場外派生商品 去來의 目的別 內譯(1994年 末)

(單位 : 10억 미국달러, %)

	투기목적	헤지목적	총 계
BankAmerica	1,333(95.0)	68 (5.0)	1,401
Bank One	0 (0.0)	45(100.0)	45
Bankers Trust	1,982(98.0)	44 (2.0)	2,026
Chase Manhattan	1,293(95.0)	67 (5.0)	1,360
Chemical	3,069(97.0)	109 (3.0)	3,178
Citicorp	2,449(92.0)	216 (8.0)	2,665
J.P. Morgan	2,180(88.0)	292 (12.0)	2,472
NationsBank	485(95.0)	26 (5.0)	511
총계/평균	12,791(94.0)	867 (6.0)	13,658

註 : 1. ( ) 안은 비율임.
資料 : Edwards and Mishkin(1995), p. 35.

場外去來에 있어서 體系的 危險의 가능성이 문제시되는 것은 이와 같이 소수의 금융기관에 거래가 집중되기 때문이다. 場外去來에서는 신용위험이 높기 때문에 자연히 신용도가 높은 대형금융기관에 거래가 몰리게 되고, 이러한 현상은 평상시에는 場外派生商品의 시장유동성을 높이는 방향으로 작용하지만 市況이 나빠져 하나의 결제기관이라도 지급불능에 빠지면 시장유동성이 급격히 감소하여 體系的 危險의 가능성을 증폭시키게 된다.

그 밖에도 장외거래에 있어서 은행딜러는 인수한 포지션을 헤지하기 위해서도 다른 여러 시장에서 포지션을 취하지 않을 수 없다. 이것이 각 파생상품 시장으로부터 거래소 그리고 短期資本市場을 포함한 市場間의 連繫性을 강화시키고, 金融商品價格間의 連動性을 증가시킨다. 시장연계성과 상품연동성의 증가는 거래기회의 증대와 대체시장의 제공을 통하여 자본이용의 효율성을 높이지만, 금융위기시에는 오히려 역으로 시장위험과 유동성위험이 각 시장간에 파급되는 위험성을 증가시킨다. 그 결과 決濟시스템이 영향받게 되면 전체 금융시스템의 안정성에 중대한 영향을 미치게 될 것이다.

또한 최종수요자 수준에서의 위험의 확산과 도매시장에서의 위험집중이 금융충격을 증폭시킬 가능성이 크다. 派生商品 市場에 새로 진입하는 금융기관이 銀行뿐 아니라 證券, 保險을 포함한 여러 분야에 걸쳐 증가할 것을 고려한다면 體系的 危險의 가능성은 보다 높아진다고 할 수 있다. 또한 越境去來의 증가를 고려하면 금융충격의 國際的 波及 可能性도 높아지고 있다[2].

장외시장에서 중심적으로 발생한 예는 아니지만 Darby(1994)는 1987년 미국 주식시장의 폭락 후 조직된 위기수습반의 재무성 대표로서의 경험을 토대로 체계적 위험의 실현 가능성이 결코 작지 않다는 것을 밝히고 있다. 당시 헤지포지션 커버를 위하여 자금지원을 신청한 대형금

2) 野下保利・勝悅子(1996), p. 121 참고.

융기관들도 은행들로부터 지원을 거절당하였고, 聯邦銀行과 財務省의 보증이 있은 후에야 위기를 수습할 수 있었던 예는 體系的 危險이 현실화될 뻔했던 경우라고 하겠다. 이러한 경험은 金融危機에 대처한 보다 완벽한 예방조치의 필요성을 느끼게 만들었다. 그러나 구체적인 지침에 대해서는 아직 풀어야 할 과제가 산적해 있다.

이와 같이 國際的 危險의 擴散, 각 시장간의 連繫性 強化, 信用危險의 集中이 이루어진 상황에서 통신시설 및 기술 등의 발달은 유동성 문제의 파급효과를 더욱 빨리하여 특정 방향으로의 움직임을 가속화시킬 수 있으며, 특히 금융위기시에 情報의 非對稱性의 존재가 위험을 조장할 가능성이 크다. 이러한 상황에 있어서는 금융기관의 신용도가 은행간 장외거래와 자금조달에 있어 결정적인 기준이 된다. 그러나 信用度는 급격히 악화될 염려가 있고 그것이 딜러에 의한 가격위험헤지를 곤란하게 할 뿐 아니라 신용위험을 급팽창시킨다. 이러한 경우에는 여러 시장에 걸쳐 연쇄적인 流動性 危機가 발생할 수 있다.

場外派生商品의 體系的 危險과 관련하여 최근 일부에서는 정책당국이 장외거래를 억제하고 거래소 거래를 장려해야 한다는 주장을 편 바 있다[3]. 그들의 논지는 거래소 상품과 장외파생상품과의 차이점이 줄어드는 추세이며, 이렇게 함으로써 透明性과 流動性을 증가시킬 수 있다는 것이다. 그러나 한편으로는 장외상품의 顧客型 契約(customized contract)이 주는 柔軟性(flexibility)을 잃게 됨으로써 거래 당사자들의 자율결정에서 오는 效率性을 감소시킬 수 있으며, 더욱이 대형은행들은 높은 신용도에서 오는 상대적인 우월적 지위를 잃게 될까 염려하고 있다.

場外去來에 수반하는 體系的 危險의 상승에 대하여 BIS를 중심으로 하는 정책당국은 인위적인 규제보다는 國際的 整合性을 가진 時價評價會計制度의 정비, 公示制度의 확충, 相計制度의 도입 등을 통하여 去來

---

3) *Financial Times*, 1994년 12월 30일자 기사 "Regulating Derivatives"에서 David Folkerts-Landau & Alfred Steinherr 등이 이러한 주장을 한 바 있다.

의 透明性을 높이는 것이 금융시스템의 安定을 꾀하는 길이라 생각하고 있다. 최근 미국에서 장외거래에 대한 자기자본규제가 일부 도입되었다고 하나 銀行業務의 收益源이 된 장외거래를 양적으로 억제하는 것은 곤란하고, 금융시스템의 安定性을 꾀하기 위해서는 기본적으로 민간부문의 위험관리수단의 향상에 위임하지 않을 수 없다. 그러나 동시에 민간수준에서의 위험 평가 관리능력에 모든 것을 위임하는 것으로 안정성을 확보하기에는 불충분한 면이 있는 것도 사실이다. 이러한 금융시스템의 안정을 위한 위험관리감독에 대하여 다음 절에서 전반적으로 살펴보기로 하겠다.

3. 危險管理와 監督

派生商品 去來에 따르는 위험과 이들 위험이 금융시스템 전체에 가져올 수 있는 體系的 危險에 대한 인식이 확산되고, 실제로 派生商品 去來를 둘러싼 일련의 대형 사고들이 일어남에 따라 危險管理와 監督에 관한 실질적인 연구 및 논의가 많이 이루어졌다. 해외의 학계, 감독 당국 그리고 실제로 거래에 참여하는 금융기관 등이 중심이 되어 개별 참여자의 입장 및 감독 당국의 입장에서 어떻게 하면 파생상품 거래에 따른 위험을 줄이고, 금융시스템의 안정을 확보할 수 있겠는가에 대하여 여러 가지 보고서 및 지침들을 발표하였다. 그 대표적인 것으로서 BIS의 Promisel 報告書(1992), G-30(Group of Thirty) 報告書(1993), GAO 報告書(1994), DPG(Derivatives Policy Group) 報告書(1995) 등을 들 수 있다[4]. 이들 보고서에서 권고하고 있는 危險管理指針에 대하여 각각 간단히 살펴본 후 위험관리와 감독을 위한 공통적인 요소들을 정리해 보기로 하겠다.

---

4) 이 밖에 OCC(1994), FRB(December 1993), FASB(1994), FDIC(1994), Basle Committe on Banking Supersivion & IOSCO(1994, 1995) 등이 있다.

가. 危險管理에 대한 報告書와 勸告 事項

1) Promisel 報告書

BIS의 'Promisel 報告書'의 요지는 場外派生商品의 이용증가가 體系的 危險을 증가시킨다는 점이다. Promisel 報告書에서 體系的 危險은 한 기업이나 일부 시장 또는 결제시스템의 문제가 다른 기업 및 다른 시장과 금융시스템 전반에 걸쳐 문제점을 야기할 수 있는 위험이라고 정의되어 있다. 즉 파생상품의 이용증가가 全的인 이유는 아닐지라도 금융시스템의 전반적인 붕괴에 상당부분 기여할지 모른다는 우려를 낳고 있다. 예를 들어 특정 기업의 財務構造가 투명하지 않아 복잡한 투자수단의 이용에 따른 위험이 제대로 계산되지 못하고 거래가 몇몇 딜러에게 집중될 때 매우 복잡한 포지션을 유지하기에 시장유동성이 부족한 사태가 발생할 수 있고, 이러한 경우 淸算危險(settlement risk)을 증가시킬 수 있다.

Promisel 報告書에서는 또한 銀行間 시장의 쇠퇴와 파생상품 시장 특히 場外派生商品 市場의 상대적인 浮上에 대하여 논하고 있다. 파생금융상품을 비롯한 새로운 금융상품 및 투자전략의 개발은 위험관리의 새로운 지평을 열었다고 하겠다. 새로운 상품 및 기회의 등장으로 말미암아 금융부문의 위험에 대한 민감도가 전반적으로 감소하였다고 말할 수도 있을 것이다.

그러나 이러한 현상은 동시에 금융기관들로 하여금 새로운 도전에 직면하게 하였다. 첫째, 銀行間 市場(interbank markets)과 都賣市場(wholesale markets)간의 구별이 모호해졌다. 銀行과 非銀行金融機關間의 거래가 증가하였고, 일부 시장에서는 市場造成者(market maker)의 역할이 몇몇 대형기관에 집중되고 있다. 이러한 시장 및 기관간의 긴밀한 연결성은 위기 발생시 문제를 보다 광범위하게 전파하게 될 것이다.

둘째, 일부국가에서는 非銀行金融機關들도 은행의 특별한 역할 중의

하나인 信用創造機能과 유사한 기능을 맡게 되었다. 따라서 새롭게 부각된 신용위험은 은행들로 하여금 부실기관에 대한 대출을 지극히 꺼리게 만들었다.

셋째, 금융거래의 복잡성이 기업장부의 透明性을 감소시켰으며 이는 위험의 소재파악을 어렵게 만들었다. 이러한 투명성의 결여는 부실발생시 不完全한 情報로 말미암아 신용의 위축을 가져오고 따라서 金融危機의 擴散을 가져올 가능성을 크게 한다.

넷째, 派生商品의 이용증가는 여러 시장에 걸쳐 복잡한 포지션을 취하는 것을 가능하게 만들었다. 이러한 전략은 이들 시장에서의 유동성이 지속적으로 유지된다는 가정하에서 채택되지만, 금융위기시에는 연쇄적인 역반응을 불러일으킬 수 있다.

다섯째, 新商品의 개발 및 통신기술의 발달은 金融衝擊에 대한 자산가격의 반응 속도를 매우 빠르게 만들었다. 따라서 金融危機가 발생하였을 경우, 中央銀行들이 초기에 이에 대응할 수 있는 시간이 매우 줄어들었다.

이러한 위험요소들을 줄이고, 한 부문에서 발생한 금융위기가 금융시스템 전체에 확산되지 않도록 하기 위한 안전장치로서 Promisel 報告書에서는 다음과 같이 제안하고 있다.

첫째, 市場參與者들의 危險管理에 대한 보다 철저한 인식이 있어야 한다. 여기에는 경영진들의 위험에 대한 보다 철저한 인식 및 이해 증진, 위험관리 시스템 개발을 위한 투자, 잠재적 노출위험도를 측정하는 보다 나은 방법의 개발, 위기에 대비한 수습대책의 수립 등을 포함한다. 경영진들이 보다 신경을 써야 할 또 다른 측면은 위험관리부서의 역할과 위치이다. 이들 부서는 운영부서와는 분리되어야 하며 위험을 효과적으로 통제할 수 있는 실질적인 권한이 주어져야 한다.

둘째, 市場의 下部構造를 개선하기 위한 法律的·制度的인 노력이 필요하다. 개별참여자들이 스스로의 위험관리와 자본축적을 해 나가는 것도 중요하지만, 제도적인 하부구조를 강화시켜 나가는 것도 중요하다. 거래표준 및 양식의 통일, 시장통계의 수집 및 정보의 유통 등이 그러한

예라고 하겠다. 場外派生商品 契約을 時價評價하는 표준적 방법을 제정하는 것은 또 다른 예로서 거래마찰소지를 줄이고 투명성을 제고시킬 것이다. 또한 은행감독기관과 다른 감독기관간의 국내외적 공조도 매우 중요하다. 이 밖에 법률적·제도적 개선과 관련해서는 다음의 세 가지 항목이 시급히 개선되어져야 할 것이다.

① 相計制度의 改善

相計制度에 의하여 거래자들의 위험노출도를 줄이는 것이 가능하다. 그러나 相計制度가 제대로 효과를 나타내기 위해서는 잘 고안되어야 할 것이다. 더욱이 相計協約에 포함된 당사자들의 신용위험을 줄일 수는 있지만, 相計協約이 생김으로 해서 非參與者들의 신용위험은 오히려 증가할 수도 있다. 특정한 相計의 경우는 나라에 따라 법률적으로 인정되지 않는 경우도 있다.

多者間 相計시스템의 경우에는 만일 도산한 기관이 있을 경우, 모든 참여자가 동일하게 부담한다든지 또는 中央銀行이 개입해서 위기를 수습할 것이라는 假定이 깔려 있다면 道德的 危害(moral hazard) 문제가 발생할 수 있다. 따라서 잘 고안된 상계시스템은 모든 참여자가 위험을 제대로 관리하려는 誘因을 갖추어야 한다. 多者間 相計시스템은 또한 담보나 다른 보완적인 자금조달 방안 등을 통하여 위기가 발생하였을 경우, 결제가 순조롭게 이루어질 수 있는 안전장치를 마련하여야 한다.

② 會計 및 公示基準의 改善

현재 簿外去來에 대한 會計 및 公示基準은 나라마다 다르다. 따라서 이들이 조화를 이룰 수 있게끔 개선하는 것이 금융시장에 있어서 투명성을 높이는 길이다. 파생상품의 時價評價 기준을 선정하는 작업이 國際會計標準委員會(International Accounting Standards Committee)에 의하여 진행중인데, 이것은 時價評價會計가 現 時價로서 派生商品에 의한 危險 露出度를 측정할 수 있는 중요한 수단이 되기 때문이다.

公示基準도 마찬가지의 상황인데 어떠한 정보가 공개되어야 하는지에 대한 통일된 기준이 존재하지 않고 이러한 정보의 부재는 투명성을 저하시키며, 거래 상대방에 대한 신용도를 측정하기 힘들게 함으로써 위험을 증가시키게 된다.

③ 法律的 模糊性의 解消

시장참여자에 대한 조사에 의하면 각국별로 자국 법률의 모호성과 국제적 거래에 있어서 이들 법률이 어떻게 적용되는가 하는 문제가 금융거래에 있어서 위험요소의 하나로 부각되고 있음이 밝혀졌다. 이러한 문제를 해결하기 위한 노력의 일환으로 영국을 중심으로 法律的 危險 檢討委員會(Legal Risk Review Committee)가 구성되어 해소방안을 강구하고 있는데, 이 위원회의 제안 가운데 하나는 실무자들이 常設 協議體를 설치하여 법률적 모호성에 대하여 논의할 포럼을 제공하고 이에 대한 교육과 지도를 펴나갈 것을 권하고 있다.

셋째, 모든 시장참여자, 中央銀行, 監督機關들이 급속하게 발전해 가는 새로운 파생상품에 대하여 보다 철저하게 이해하고 그러한 이해를 위하여 서로간의 적극적인 협력관계가 형성되어야 한다. 이러한 노력의 일환으로 簿外去來에 대한 통계의 수집이 보다 강조된다. 특히 보다 쉽게 집계될 수 있고 국제적으로도 일관성 있는 통계가 될 수 있도록 할 수 있는 통계 수집의 표준적인 방법이 개발되어야 할 것이다. 이러한 자료들은 또한 시장참여자들이 접근할 수 있게끔 최대한 개방되어야 할 것이다.

Promisel 報告書에서는 派生商品 去來에 따른 위험과 관련하여 특히 中央銀行의 역할에 대해서 강조하고 있다. 중앙은행의 임무는 금융시장의 안정성 유지와 이를 위하여 금융기관들이 충분한 자기자본을 유지하고, 위험관리를 위한 적절한 체제를 갖추고 있도록 도와주는 데 있다. 따라서 이러한 임무를 완수하기 위해서도 통합된 金融市場과 金融機關의 변화를 監督(monitoring)하는 일을 게을리해서는 안될 것이다.

McClintock(1996)은 한걸음 더 나아가 국가의 獨立性(sovereignty)을 어느 정도 희생하고 BIS와 같은 汎國家的인 機構에 국제적 금융거래에 대한 실질적인 감독 권한을 주어 體系的 危險에 대처하게 하자는 제안을 하고 있다.

2) G-30 報告書

G-30 報告書(1993)는 美國 聯邦銀行總裁였던 Paul Volcker를 의장으로 하고 학자나 감독기관보다는 시장 참여자(market participants)들이 중심이 되어 작성한 보고서로서 파생상품 특히 場外派生商品의 危險管理를 위한 勸告案을 주요 내용으로 하고 있다. 파생상품시장은 그 급속한 성장속도뿐 아니라 그것이 금융위험의 이해, 측정, 관리에 있어 새로운 방안을 제시하는 중요한 역할을 하고 있다. 그러나 場外派生商品이 지금까지의 전통적인 금융거래와는 다른 새로운 위험을 제시하는 것은 아니다. 장외파생상품은 이러한 위험들을 보다 복잡한 방식으로 결합하는 경향이 있지만 은행감독기관들의 연구에 의하면 파생상품이 체계적 위험을 심각하게 증가시키지는 않는 것으로 나타났다.

구체적으로 이 보고서는 危險管理를 위하여 다음과 같이 권고하고 있다[5]. 아울러 이 보고서는 파생상품의 별도 규제를 위하여 현행의 감독체계를 바꿀 만한 이유는 없으며, 오히려 그러한 별도 규제가 新商品의 개발을 저해할 염려가 있음을 지적하였다. 먼저 딜러와 最終需要者에 대한 勸告事項은 다음과 같다.

- ㅇ 파생상품의 거래 규모에 대하여 최고 경영층에서 결정할 것
- ㅇ 적어도 위험관리 목적의 거래만이라도 파생상품 포지션을 시장가치로 평가할 것
- ㅇ 시뮬레이션 등을 통하여 불리한 시황에서의 시장위험을 계량화해 볼 것

---

5) 보다 자세한 권고사항은 부록에 수록하였다.

ㅇ신용위험을 자주 평가해 볼 것
ㅇ相計 등을 통하여 신용위험을 줄일 것
ㅇ딜링 부서와 별도로 독립적인 권한을 가진 위험관리부서를 설치할 것
ㅇ경험과 기술을 가진 전문가들만 파생상품 거래를 취급하도록 허가할 것
ㅇ파생상품 거래에 따른 위험을 신속하고 정확하게 전달할 수 있는 정보시스템을 구축할 것
ㅇ국제적 정합성과 투명성을 위한 會計 및 公示基準을 채택할 것

이어서 감독당국에는 다음과 같이 권고하고 있다.
ㅇ相計制度를 인정할 것
ㅇ法律的 危險을 제거하기 위하여 시장 참여자들의 협조를 구할 것
ㅇ派生商品에 불리한 조세 규정을 고칠 것
ㅇ會計 및 公示에 있어 종합적이고 일관성 있는 지침을 마련할 것

3) GAO 報告書

美國 會計監査局(GAO)은 1994년에 2년여에 걸쳐 場外派生商品 市場에 대해 연구한 보고서를 의회에 보냈다. 본 보고서에서는 (i) 파생금융상품이 개별 기업과 금융시스템에 어떠한 위험을 야기하였으며, 기업과 감독당국은 어떻게 이러한 위험을 관리하고자 하는가 (ii) 美國 內 파생금융상품 감독규제에 대한 未備點과 非一貫性이 존재했는가 (iii) 기존의 회계준칙은 기업의 파생금융상품거래에 관한 충분한 정보를 시장 참여자와 투자자에게 제공하는 재무보고서의 작성을 가능하게 했는가 (iv) 派生金融商品의 국제간 거래는 美國 內 감독규제에 어떠한 의미를 가지는가 등을 평가해 보고자 했다.

研究結果 GAO는 場外派生商品 去來가 15개 주요 딜러에게 집중되어 있어 體系的 危險을 내포하고 있으며, 딜러가 적절한 위험관리 관례를

준수하도록 하는 포괄적인 감독규정이 부재하다는 것을 발견했다. 위에서 본 바와 같이 G-30의 연구결과, 위험관리를 위한 여러 가지 권고사항이 발표되었으나 주요 장외딜러가 이러한 권고와 지침을 준수하게 할 수 있는 감독 메커니즘이 전혀 없다. G-30 보고서가 발표된 후 대형딜러의 경우 危險管理體系에 상당한 개선이 있었다는 보고에도 불구하고 G-30 勸告案이 통제력을 갖고 있지 않다는 점은 문제이며, GAO 연구에서는 기업의 내부 통제제도가 약하다는 것이 도산한 금융기관의 공통적 현상이라는 것을 보여 주고 있다.

두번째 목적에 관해서는 聯邦監督機關이 다양한 수단을 통하여 파생금융활동을 규제감독하기 시작하였으나 여전히 상당한 미비점과 취약점이 존재한다고 결론짓고 있다. 예를 들면 場外派生金融商品을 거래하는 證券會社 出資會社의 금융활동은 증권감독기관에 의하여 제한된 범위 내에서 감독을 받고 있으며, 保險會社의 場外派生商品 出資會社도 제한된 범위에서 州政府의 감독규제만을 받게 되고 聯邦政府의 監督을 받지 않아도 된다. 이와는 대조적으로 銀行監督機關은 은행과 은행지주회사의 모든 금융활동에 대한 감독권한을 보유하고 있다. 또 은행 딜러와 달리 증권 및 보험 자회사의 경우, 派生金融商品과 관련된 잠재적인 손실을 충당하기 위한 특정액의 자기자본을 보유할 의무가 없다[6]. 그 결과 1990~1992년의 기간중 외환관련 장외파생상품 거래의 신장률이 은행은 41%인 반면 보험은 100%, 증권은 77%에 달하고 있다.

한편 감독기관의 문제점을 가중시키고 투자자, 자금공여자 그리고 기타 시장참여자들의 정보 부족을 야기하는 것은 바로 派生金融商品의 재무보고에 대한 준칙이 부족하다는 점이다. 특히 헤지거래에 대한 회계규칙은 불완전하고 비합리적이다. 派生商品에 대한 불충분한 회계준칙은

6) Basle Committee on Banking Supervision & IOSCO(May 1995)는 이러한 은행과 증권회사간의 자기자본비율에 대한 차별적인 관행을 시정하기 위한 논의를 담고 있다.

재무보고서가 이같이 복잡한 파생상품의 실체와 위험을 적정하게 반영하지 못할 가능성을 크게 하고 있다. 더욱이 특정 금융상품에 대한 회계준칙의 부재는 同 商品에 대한 회계의 일관성을 훼손시킴으로써 재무보고서의 상호비교 가능성을 크게 감소시키게 된다.

이 문제에 관하여 財務會計基準委員會(Financial Accounting Standards Board)에서는 헤지거래의 회계처리 문제를 해결하기 위한 하나의 수단으로 時價評價制度의 도입을 논의하여 왔다. GAO는 時價評價制度가 궁극적으로 파생상품을 포함한 모든 금융상품의 회계처리를 위한 最善의 解決策이 될 것으로 믿고 있으나, 현실적인 여러 가지 어려움으로 인하여 단시일 내에 포괄적인 時價評價制度가 도입되기는 어려울 것으로 보고 있다.

場外派生商品 딜러 및 시장간의 세계적인 상호 연관성은 파생상품관련 금융위기가 세계화될 가능성을 높게 하고 있다. GAO에 보고된 15개 주요 미국 딜러들의 거래를 보면 1992년 말 현재 이들의 장외파생상품 거래 중 약 24%가 해외딜러들과의 거래인 것으로 나타났다. 場外派生商品 딜러들이 받고 있는 규제의 형태는 스위스, 프랑스, 영국 등 국가별로 다르기 때문에 다른 나라의 관련정책과의 조정 및 조화 없이 미국의 파생상품 규제를 강화하는 것은 다음과 같은 위험을 내포한다. 미국의 규제가 건전하더라도 금융시장의 세계적 연계성으로 인하여 해외에서 발생한 金融危機가 미국에 전파될 위험과 미국의 규제가 상대적으로 심하다면 시장 참여자들이 거래를 해외로 가져갈 위험이 있다. 따라서 監督의 國際的 整合性을 위한 노력이 필요하다. 이상과 같은 결과에 근거하여 GAO에서는 다음과 같은 권고 사항을 제시하고 있다.

① 議會에 대한 勸告

- 議會가 미국의 모든 주요 장외파생상품 딜러들의 안전성과 건전성에 대한 연방차원에서의 규제를 의무화할 것.
- 이를 위하여 證券會社 및 保險會社의 出資會社들의 장외파생상품 거래를 하나 또는 그 이상의 기존 연방금융감독기관의 감독

하에 둠으로써 파생상품에 대한 규제가 일관되고 종합적으로 이루어질 수 있도록 할 것.

ㅇ그 방법으로는 현재 규제되고 있지 않은 기관들에 대한 감독을 SEC에 위임하고, 監督機關間의 調停機構(interagency commission)를 설치하여 감독기관간의 협조를 구하거나, 미국의 모든 주요 파생상품 딜러들에게 적용할 수 있는 원칙과 기준을 설정하는 주된 책임을 전문성과 직무를 기초로 하여 기존 감독기관간에 분담할 것.

ㅇ보다 장기적으로는 변화하는 세계적 금융환경에 대응하기 위하여 기존의 규제제도를 전면적으로 개편할 것.

② 金融監督機關에 대한 勸告

ㅇ모든 監督機關이 접근가능한 정확하고 최신의 집중된 情報를 개발하고 유지할 것. 이에는 주요 장외딜러들의 거래 상대방 집중도와 派生金融商品 관련 수입규모 및 그 원천에 관한 정보를 포함해야 함.

ㅇ場外派生金融商品 딜러에 대한 합리적인 自己資本 基準比率 체계를 개발하여 채택할 것. 이 기준비율은 파생금융상품과 관련된 모든 주요 위험을 충분히 반영하여야 함.

ㅇ모든 주요 場外派生金融商品 딜러에 대한 독립적이고 전문적인 監査委員會와 內部統制報告制度(internal control reporting)에 대한 구체적인 기준을 설정할 것. 理事會, 高位管理者 및 外部監査에 의한 내부통제보고는 파생금융상품 위험 관리시스템에 대한 평가를 포함해야 함.

ㅇ주요 場外派生金融商品 딜러들의 리스크 관리시스템이 적절한가에 대한 종합적인 검사를 매년 수행할 것. 여기에는 이를 위해 설정된 합리적인 기준들을 사용하여야 하며 이사회, 고위관리자 및 외부감사에 의해 수행된 內部統制報告制度의 평가를 감안하여야 함.

ㅇ파생금융상품에 대한 公示基準, 自己資本 基準比率, 檢査基準 및 會計基準의 조화를 도모하기 위한 산업계 대표 및 주요국 감독기관과의 협력에 있어서 주도적인 역할을 수행할 것.

③ FASB에 대한 勸告

ㅇ派生金融商品 公示에 관한 기존 초안의 제정을 조속히 추진할 것.

ㅇ派生金融商品에 대한 종합적이고 합리적인 회계규칙 마련을 위한 초안을 조속히 제정할 것. 이에는 派生金融商品 거래에 대한 公示義務의 확대가 포함됨.

ㅇ派生金融商品을 포함한 모든 금융상품에 대한 時價評價制度의 채택을 검토할 것.

④ SEC에 대한 勸告

ㅇ복잡한 파생금융상품의 주요 最終需要者인 證券去來委員會 등록 법인들이 독립적이고 전문적인 監査委員會와 內部統制報告制度에 대한 自體基準을 제정하고 시행하도록 지도할 것. 이사회와 고위관리자 및 외부감사에 의한 내부통제보고는 파생금융상품 위험 관리시스템에 대한 평가를 포함하여야 함.

ㅇ財務會計基準委員會(FASB)가 파생금융상품에 대한 종합적이고 합리적인 회계규칙 및 공시의무기준을 조속히 개발하여 채택하도록 지도할 것.

4) DPG 報告書

場外派生商品 去來가 증가함에 따라 美國 의회 및 정부기관들이 이들에 대한 정책적 이슈에 대하여 지대한 관심을 보이기 시작하였고, 이에 대응하여 6개의 證券會社[7]들이 SEC 및 CFTC(Commodity Futures Trading Commission)와의 협조하에 場外派生商品 市場에 대한 자율

---

7) CS First Boston, Merrill Lynch, Salomon Brothers, Goldman Sachs, Morgan Stanley and Lehman Brothers.

적인 규제방안에 대하여 논의한 바 있다. 이 보고서(DPG(1995))는 자율적인 규제를 위한 네 가지 측면에서의 틀을 제시하고 있다.

① 內部管理體制(internal management controls)

場外派生商品 去來에 따르는 여러 가지 위험을 통제하기 위한 內部管理體制를 구축하는 방법에 대하여 논하고 있다. 여기에는 외부감사제도를 포함하며, 이러한 관리시스템은 개별 기업 수준에서 실행되어야 할 것이다. 장외파생상품만을 대상으로 한 관리시스템을 별도로 마련해야 할 필요는 없으며 총체적인 위험관리시스템의 부분을 형성할 수도 있다. 특히 이러한 관리체제가 효과적이기 위해서는 각 기업이 처한 환경에 적합한 제도를 채택하여야 할 것이다. 각 기업들은 다음과 같은 요인들에 의해 각기 다른 환경에 처하게 된다: 所有構造, 理事會의 性格, 經營哲學, 危險管理 指針의 範圍와 性格, 場外派生商品의 去來比重, 딜링, 危險管理 및 監査를 맡고 있는 직원, 情報報告 시스템의 機能, 監視, 報告 및 監査 活動의 性格 및 頻度. 이러한 기업들의 성격에 맞는 종합적인 내부 위험관리제도를 갖추어 놓는 것이 장외파생상품 거래에 필수적인 안전장치이다.

② 報告體系의 改善

場外商品 去來로 인한 신용위험 노출정도를 포함하는 새로운 計量的(quantitative) 보고서를 SEC와 CFTC에 정기적으로 제출한다. DPG는 보고체계의 개선에 있어 실질적이고 종합적인 보고체계가 될 수 있도록 하며, 감독기관들이 시의적절하고 유용한 정보를 받아 시장을 감독할 수 있도록 할 수 있는 일련의 보고체계를 개발하는 것을 우선 목표로 삼고 있다. 특히 信用危險이 보고체계의 중축을 이루게 될 것이며, 이에는 潛在的 信用危險, 信用危險 集中度, 市場危險, 場外派生商品 去來와 관련된 月別 純收益, 總名目元金 등이 포함된다.

계량적 보고서는 특히 신용위험 집중도와 전반적인 포트폴리오의 健全性(quality)에 초점을 맞추게 될 것이다. 신용위험 집중도는 상위 20대 딜러들의 거래 상대방을 확인하여 별도로 측정하며, 포트폴리

오의 健全性에 대해서는 總代替費用(gross replacement value) 및 純代替費用 그리고 擔保 및 相計協定 등을 고려한 純露出(net exposure)로 측정한다[8].

③ 資本對比 危險度의 測定

場外派生商品 去來와 관련된 市場危險 및 信用危險의 노출 정도를 自己資本을 고려하여 평가하는 방법의 개발에 대하여 논의하고 있다. 資本은 流動性의 근원이 되고 손실을 흡수하는 防衛役割을 한다. 이러한 資本의 수준은 독립적이 아니라, 기업의 종합적인 資源管理의 차원에서 평가되어야 한다. 감독기관들도 장외파생상품 거래와 관련한 위험이 자기자본에 미치는 영향에 대하여 평가하고자 한다.

그러나 이러한 計量的 資本評價模型을 구축하기는 쉬운 일이 아니다. 우선 기업마다 그 평가모형이 다를 수 있다. 따라서 DPG는 서로 다른 모형들이 동일한 목적을 위하여 비교 가능한 수준에서 제대로, 엄격하게 제 기능을 다할 수 있는 방안을 모색하였고, 그 결과 場外派生商品 去來와 관련한 자본위험을 추정하기 위한 모형들이 공통적으로 충족시켜야 할 최소한의 기준과 검정 방법을 제시하였다. 이러한 기준은 場外派生商品의 거래와 관련하여 그 손실 위험이라든지 위험노출도 등을 평가하는 일반적으로 받아들여지는 방법과 병행하여 사용되어야 한다.

DPG가 제시하는 信用危險의 측정은 거래 상대방에 따른 純代替費用에다 거래 상대방의 파산확률을 곱한 것으로 계산된다. 잠재적인 신용위험은 과거의 통계에 기초한 파산확률을 이용하여 비슷한 방법으로 계산된다. 그러나 이렇게 계산된 수치에 대한 평가는 체계적인 틀 속에서 평가되어야 한다.

---

8) 총대체비용은 담보 및 상계협정의 영향을 전혀 고려하지 않은 대체비용이고, 순대체비용은 상계협정의 영향만을 고려한 대체비용이며, 순노출은 상계협정 및 담보의 적용을 모두 고려한 대체비용이라는 차이가 있다.

DPG案에 의하면 SEC와 CFTC는 참여 證券會社로부터 危險資產(capital at risk) 推定額, 각 시장위험요소에 대한 衝擊模型(stress scenario), 현재 및 잠재적 신용 노출도, 정기적인 모형의 유효성 확인 자료 등을 받게 되어 있다. 이러한 자료들은 감독기관에게 기업들에 대한 보다 나은 정보를 제공하게 될 것이므로 DPG의 참여자들은 證券會社에 대한 自己資本 충족요건을 당분간 유보시켜 주길 원하고 있다.

④ 非專門的인 거래 상대방과의 관계에 대하여 專門仲介機關이 취해야 할 지침

전문적인 딜러와 비전문적인 거래자간의 관계를 명확하게 하는 것은 公共政策(public policy)의 관점에서 매우 중요한 의미가 있다고 하겠다. 이러한 지침은 派生商品 去來에 대한 일반 대중의 신뢰 증진, 포괄적 위험 공시방법, 宣傳 팸플릿의 공급 등의 이슈를 포함한다.

DPG에 참여한 證券會社들은 非專門機關에게 場外派生商品 去來와 관련된 노하우를 전수하여 주기로 하였다. 이러한 지침은 場外派生商品 市場의 참여자들은 스스로 거래에 따른 위험을 평가하는 궁극적인 책임을 진다는 전제하에, 전문딜러들이 비전문기관에게 도움을 주는 관계를 형성하여 거래의 공정성을 증진시키기 위한 것이다. 궁극적으로는 경쟁에 의한 시장이 효율적이기 때문에 모든 전문기관이 참여하는 단일 보편의 원칙이 채택되는 것을 목표로 하고 있다.

나. 個別 機關의 危險管理

이상의 보고서를 검토하는 과정에서 우리는 派生商品 去來에 따르는 위험을 관리하기 위하여 個別 金融機關이 취해야 할 조치들과 監督當局이 취해야 할 조치들에 대한 각 보고서의 의견들이 수렴하고 있음을 알 수 있다. 이들 의견들을 個別 참여자의 입장과 監督 當局의 입장으로 나누어 정리해 보기로 하겠다. 우선 개별 참여자의 입장에서는 대체로 다

음과 같은 점들이 핵심사항으로 제기되고 있다.

첫째, 最高 經營層의 派生商品에 대한 理解가 중요하다. 파생상품은 위험을 헤지하기 위하여 이용되기 시작한 상품이다. 그러나 파생상품은 또한 그 레버리지 효과에 의하여 잘못 사용되었을 경우 위험을 증폭시킬 수 있다. 따라서 최종 결정을 내릴 경영자들이 派生商品의 構造 및 損益 實現이 가능한 상황 등에 대하여 철저하게 이해하고 있어야 할 것이다. 長短期的인 관점에서 파생상품 업무수행에 필요한 위험관리 지침 및 절차를 수립하고, 위험관리의 책임소재를 명확히 하며, 위험 허용한도를 설정하고 내부통제제도 및 위험 보고절차를 수립하는 일 등이 모두 최고 경영층에서 결정하여야 하는 일이다.

둘째, 잘 조직된 內部統制制度를 갖추어야 할 것이다. 파생상품의 딜링부서와 監督部署 및 決算部署는 철저하게 분리하고, 감독부서에는 그에 상응하는 권한을 주어야 할 것이다. 內部統制制度에 대한 감사시 내부 및 외부감사의 빈도, 범위 및 검사결과, 감사인의 감사능력을 점검하고, 취약점이나 중요한 문제가 발견되거나 商品構成, 模型構築方法, 危險管理節次, 內部統制制度 및 전반적인 위험상황에 대한 중대한 변화가 발생할 경우 검사대상범위를 확대하고 檢査週期를 단축하는 등의 조치를 취해야 할 것이다. 베어링 사태를 비롯한 많은 파생상품 사고가 내부통제의 허점 때문이었음은 결코 우연이 아닌 것이다.

셋째, 信用危險 및 市場危險 등을 추정할 수 있는 모형을 설정하고 이러한 모형에 의한 시뮬레이션 분석 등을 통하여 損失의 最大額 등을 계산해 보고, 이에 대한 대비책 등을 마련하여야 할 것이다. 최근 시장위험의 분석에는 시장변수의 변화에 따른 最大 損失額을 산정해 보는 VAR (Value at Risk) 모델이 널리 사용되고 있다.

다. 監督 當局의 對應

場外派生商品 市場의 監督에 있어서 가장 중요한 것은 派生商品 去來가 가져다 주는 市場 效率性의 증가와 금융시스템의 안정간에 적절한 균형을 찾는 것이다. 市場의 效率性을 높이기 위해서는 시장 기능을 방해하지 말아야 하며, 이러한 측면에서 거래기관들의 자율규제에 맡기는 것이 바람직할 것이다. 그러나 派生商品 去來가 갖는 레버리지 및 내부통제의 미흡에서 오는 위험성 등은 체계적인 위험으로 발전할 가능성이 있으며 道德的 危害 등 거래자들의 誘因 측면에서 규제를 自律規制에만 맡길 수 없는 경제학적인 이유가 있다. 따라서 감독당국으로서는 접근가능한 최신의 정보를 집중 개발·수집하여 파생상품 시장의 실상을 정확히 파악하여야 할 것이며, 장외파생상품 딜러에 대한 合理的인 自己資本比率 體系를 개발하여 활용하여야 할 것이다. 또한 주요 딜러들의 위험관리시스템의 적정성 여부를 평가하고 정기적·부정기적 감사를 실시하여 금융시스템의 안정성 확보를 위한 노력을 기울여야 할 것이다.

시스템의 안정과 관련하여 강조하고 싶은 것은 中央銀行의 役割이다. 급속히 증가한 장외거래에 따르는 體系的 危險의 제어 여부는 최종적으로는 사후적인 각국 中央銀行의 대규모 협조적 개입에 달려 있다. 문제는 장외시장의 특이성 때문에 거래실태가 용이하게 파악되지 않고 각국의 제도적·법률적인 차이가 존재함으로써 사전적인 협조가 극히 곤란하다는 데 있다. 특히 각국의 제도적·법률적인 차이는 단순히 역사적 잔존물이라기보다는 각국의 金融產業 競爭力 維持와 安定化 政策과 관련되어 있기 때문에 수렴하기 어려운 현상이기도 하다. 中央銀行은 금융시스템 유지의 최후의 보루로서 派生商品 去來를 자세히 감시하면서 외환시장 개입수단의 다양화 등을 통하여 위기시 國際的인 共助를 위한 대비책을 마련해 두어야 할 것이다.

Ⅳ. 國內 場外去來 現況과 政策課題

1. 國內 場外派生商品 去來 現況

앞서 우리는 場外派生商品 去來는 스왑, 선도, FRA 및 옵션거래가 대종을 이루고 있음을 보았다. [圖 Ⅳ-1]에서 볼 수 있는 바와 같이 우리나라의 外國換管理規程에서는 모든 파생금융상품 거래를 先物換과 金融先物로 나누어, 편의상 선물환을 제외한 모든 파생금융상품이 금융선물로 분류되고 있다. 금융선물거래는 다시 거래소에서 거래되는 場內去來와 그 밖의 場外去來로 나눌 수 있다. 장내 및 장외거래는 다시 기초상품에 따라 각각 이자율, 통화 및 주식관련거래로 나누어지며, 계약 형태별로 장내거래는 선물·옵션·선물옵션으로 나뉘고 장외거래는 선도·스왑·옵션·FRA가 주된 계약을 이루고 있음은 국제시장과 마찬가지라고 하겠다.

[圖 Ⅳ-1] 外國換管理規程上 派生外換商品 去來 種類

- 선물환거래(forwards)
- 금융선물거래 (financial futures)
  - 장내거래
    - 이자율관련거래 : 선물, 옵션, 선물옵션
    - 통화관련거래 : 선물, 옵션, 선물옵션
    - 주식관련거래 : 선물, 옵션, 선물옵션
  - 장외거래
    - 이자율관련거래 : 옵션, 스왑, FRA
    - 통화관련거래 : 옵션, 스왑

〈表 Ⅳ－1〉에서는 우리나라의 派生外換商品 去來規模 推移를 보여 주고 있는데, 1992년부터 매년 빠른 속도로 증가해 오다가, 1995년에 전년대비 31% 감소하여 3,100억달러의 거래 규모를 보이고 있다. 이렇게 1995년도에 거래량이 갑자기 감소한 것은 派生金融商品 취급과 관련한 국내외 금융기관들의 거액손실사고로 말미암아 은행들의 거래심리가 크게 위축되었기 때문으로 추정되고 있다. 또 한 가지 특징은 先物換去來의 비중이 기타 모든 파생금융상품 거래의 비중보다 압도적으로 크다는 점이다. 예를 들어 1995년중 선물환거래가 전체 파생금융상품 거래의 84%를 차지하고, 금융선물거래가 16%를 차지하고 있다. 이것은 국내 현물환거래와 관련하여 그나마 선물환거래가 상대적으로 일찍 허용되었기 때문이며, 對顧客去來의 경우는 외국인 주식투자자의 株式買入時點과 代金決濟時點간의 換差損 방지를 위한 1～2일물 거래가 대부분이고 은행간 거래의 경우는 換危險 防止 및 換差益 실현을 위한 overnight거래가 대부분으로 나타났다. 金融先物去來의 경우에는 금년에 株價指數先物市場이 개설되기 전까지는 우리나라에 파생상품거래소가 없었기 때문에 국내외국환은행 보유 외화자산과 부채의 換·金利 위험 헤지 및 노하우 축적을 위하여 해외시장을 조금씩 이용해 온 실태를 반영하는 것이다. 〈表 Ⅳ－1〉 및 〈表 Ⅳ－4〉에서의 금융선물거래는 선물환거래를 제외한 모든 거래를 지칭하는 外換管理規程上의 분류에 따른 포괄적인 의미이며, 일반적으로 쓰이는 선물계약형태만을 지칭하는 것이 아님을 주의할 필요가 있다.

金融先物去來를 다시 장내거래와 장외거래로 분류해 보면 절대액으로는 규모가 모두 작으나 비중으로 보면 장내거래가 장외거래보다 훨씬 크다고 할 수 있다. 통계를 수집하고 있는 韓國銀行의 기준에 따르면 場內去來란 「外國換管理法」上의 外國換 賣買仲介機關(자금중개실, 외환브로커회사 등)을 경유하여 실행된 거래 및 「外國換管理規程」 〈別表 5〉에서 지정하는 해외금융선물거래소에서의 거래를 지칭하며, 장내거래가 아닌 것은 모두 장외거래로 분류되고 있다. 따라서 韓國銀行의 기준에

〈表 Ⅳ－1〉 國內 派生外換商品 去來規模 推移

(單位 : 10億달러)

	1992	1993	1994	1995	1996. 1/4
현물환(a)[1]	455.4 〈71.6〉	516.5 〈63.6〉	811.7 〈64.5〉	1,040.4 〈77.0〉	251.1 〈73.8〉
파생외환상품(b)	180.8 (20.5) 〈28.4〉	295.0 (63.2) 〈36.4〉	477.0 (51.5) 〈35.5〉	310.6 (△30.5) 〈23.0〉	89.1 (21.7) 〈26.2〉
선물환거래	164.9 (28.5)	278.8 (22.3)	393.1 (31.8)	262.3 (△33.3)	74.0 (20.7)
금융선물거래	15.9 (△26.7)	16.1 (1.9)	53.9 (232.7)	48.3 (△10.4)	15.1 (26.9)
장내거래	10.0	12.2	40.2	30.1	8.9
장외거래	5.7	4.0	13.7	18.2	6.2
합계(a+b)	636.2 (54.9)	811.5 (27.6)	1,258.7 (55.1)	1,351.0 (7.3)	340.2 (16.1)

註 : 1. (　) 내는 전년대비 증감률(%), 〈　〉 내는 구성비(%)

1) 외국통화간거래 포함, 원화/외국통화간거래의 경우 1994년 11월 이전까지는 당일결제물, 1994년 11월～1996년 1월까지는 당일 및 익일결제물, 1996년 2월 이후에는 당일, 익일 및 익익일결제물을 포함한 수치임.

資料 : 韓國銀行 國際部,『派生金融商品市場의 成長과 政策的 示唆』, 1996. 6, p. 17.

따르면 자금중개실을 거치는 선물환거래는 장내거래로 분류되어야 하나, 국제적으로 선물환거래는 장외거래로 분류되고 있다. 선물환거래의 장내외 구분여부에 따라 장내외거래의 비중이 달라질 수는 있으나, 전체적으로 보아 현재 우리나라의 파생상품 거래는 선물환거래가 대부분을 차지하고 기타 거래는 미미하다고 이해하면 될 것이다. 이러한 사실은 〈表 Ⅳ－2〉의 국제비교에서도 잘 나타나 있다.

〈表 Ⅳ－2〉에서 國際的인 比較를 해 보면 우리나라의 파생금융상품 거래 비중이 1995년도에 경상거래의 1.4배에 그쳐 선진국과는 커다란 차이가 있음을 알 수 있다. 이 표에서는 外換市場만을 대상으로 하였는데, 스

왑과 다른 기초상품시장을 포함할 경우 전체적인 파생금융상품의 규모를 생각할 때 다른 나라와의 이 비율의 차이는 더욱 클 것으로 짐작된다.

〈表 Ⅳ-2〉 日平均 派生金融商品 去來規模[1] 比較

(單位 : 10億달러)

		런 던	뉴 욕	일 본	한 국
1992	파생금융상품거래(A)	142.3	71.8	72.1	0.6
	경상거래(B)	3.0	6.1	3.7	0.6
	A/B(배)	47.4	11.8	19.5	1.0
1995	파생금융상품거래(A)	278.7	110.0	106.5	1.1
	경상거래(B)	3.1	7.4	4.3	0.8
	A/B(배)	89.9	14.9	24.8	1.4

註 : 1) 선물환, 통화선물 · 옵션만 포함.
資料 : 韓國銀行 國際部, 『派生金融商品市場의 成長과 政策的 示唆』, 1996. 6, p. 18.

〈表 Ⅳ-3〉 先物換 去來規模 推移

(單位 : 10億달러)

		1992	1993	1994	1995	1996. 1/4
선물환거래		164.5 (28.5)	278.8 (69.1)	393.1 (41.0)	262.3 (△33.3)	74.0 (20.7)
통화별	원화/외국통화간	47.5 (24.3)	161.4 (160.5)	243.6 (42.2)	54.7 (△77.5)	7.2 (△49.3)
	외국통화간	117.4 (30.3)	117.4 (-)	149.5 (27.3)	207.5 (38.8)	66.8 (28.7)
만기별	만기 1개월 이내	119.6 〈72.7〉	227.7 〈81.7〉	323.5 〈82.3〉	207.1 〈79.0〉	59.9 〈80.9〉
	만기 1개월 초과	44.9 〈27.3〉	51.1 〈18.3〉	69.6 〈17.7〉	55.2 〈21.0〉	14.1 〈19.1〉
은 행 그룹별	국내은행	50.5 〈30.7〉	125.7 〈45.1〉	220.0 〈56.0〉	111.4 〈42.5〉	29.1 〈39.3〉
	외은지점	114.3 〈69.3〉	153.0 〈54.9〉	173.3 〈44.0〉	150.9 〈57.5〉	44.9 〈60.7〉

註 : 1. ( ) 내는 전년대비 증감률(%), 〈 〉 내는 구성비(%).
資料 : 韓國銀行 國際部, 『派生金融商品市場의 成長과 政策的 示唆』, 1996. 6, p. 19.

한편, 國內 先物換市場의 거래 규모와 기타 금융선물거래의 거래내역을 보다 자세히 살펴본 것이 각각 〈表 Ⅳ－3〉과 〈表 Ⅳ－4〉이다. 〈表 Ⅳ－3〉에서 선물환거래는 1992년부터 매년 급속히 증가하다가 1995년에 전년 대비 33.3% 감소하였으며 1996년부터 다시 증가하고 있다.

〈表 Ⅳ－4〉 金融先物 去來規模 推移

(單位 : 10億달러)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996. 1/4
통화관련상품(A)	5.9 (△18.0)	2.3 (△61.0)	1.6 (△30.4)	5.3 (231.3)	11.7 (120.8)	2.7 (22.7)
통화선물	0.4 (117.5)	0.1 (△75.0)	0.0 (△100.0)	0.1 (100.0)	0.6 (500.0)	0.1 (－)
통화선물옵션	0.0 (－)	0.0 (－)	0.0 (－)	0.0 (－)	0.2 (200.0)	0.0 (－)
통화스왑	5.4 (△12.9)	2.2 (△59.3)	1.5 (△31.8)	4.1 (173.3)	4.4 (7.3)	0.6 (△57.1)
통화옵션	0.1 (△93.3)	0.0 (△100.0)	0.1 (100.0)	1.1 (1,000.0)	6.5 (490.9)	2.0 (△23.1)
금리관련상품(B)	15.8 (52.6)	13.4 (△15.2)	14.5 (8.2)	47.9 (230.3)	35.9 (△25.1)	12.0 (25.0)
이자율선물	8.6 (17.8)	9.7 (12.8)	11.8 (21.6)	38.6 (227.1)	26.9 (△30.3)	8.0 (29.0)
이자율선물옵션	0.6 (△14.3)	0.2 (△66.7)	0.3 (△50.0)	0.8 (166.7)	1.7 (112.5)	0.4 (100.0)
이자율옵션	0.0 (－)	0.2 (200.0)	0.1 (△50.0)	0.2 (100.0)	0.1 (△50.0)	0.4 (400.0)
이자율스왑	5.8 (314.3)	3.0 (△48.3)	2.0 (△33.3)	3.7 (85.0)	4.7 (27.0)	2.7 (58.8)
선도금리계약	0.8 (△20.0)	0.3 (△62.5)	0.3 (－)	4.6 (1,433.3)	2.5 (△45.7)	0.5 (△66.7)
주가지수선물(C)	－ －	－ －	0.1 (－)	0.7 (600.0)	0.7 (－)	0.4 (300.0)
합계(A+B+C)	21.7 (24.0)	15.7 (△27.6)	16.2 (3.2)	53.9 (232.7)	48.3 (△10.4)	15.1 (26.9)

註 : 1. ( ) 내는 전기대비 증감률(%)임.
資料 : 韓國銀行 國際部, 『派生金融商品市場의 成長과 政策的 示唆』, 1996. 6, p. 20.

1995년중 특히 원화/외국통화간의 거래가 급격히 감소하였는데, 韓國銀行에서는 이는 하반기 들어 미달러화가 강세로 반전되면서 달러화의 지속적인 약세를 예상하고 先物換契約을 체결하였던 일부 기업 및 外國換銀行들의 評價損이 발생함에 따라 거래심리가 크게 위축되었기 때문이라고 분석하고 있다. 滿期構造로 보면 만기 1개월 이내의 단기거래가 대부분을 차지하고 있는데, 1996년 2월부터 국제기준에 맞춰 익익일 결제물(value spot)까지를 현물환으로 분류하였기 때문에 그나마 단기거래의 비중이 줄어들었다. 익일물(value tomorrow) 및 익익일물을 선물환으로 분류했던 시기에는 단기거래가 99%의 비중을 차지하였다. 은행그룹별로 보면 1994년을 제외하고는 외국은행 국내지점이 국내은행보다 활발하게 선물환거래에 참여하고 있는 것으로 나타났다.

〈表 Ⅳ－4〉에는 先物換을 제외한 파생금융상품의 거래 현황이 보다 자세하게 나와 있다. 전체적인 규모가 상당히 작다고 할 수 있는데 그 중 금리관련상품이 상대적으로 가장 많이 거래되고 있으며, 계약형태로는 이자율선물이 가장 많이 이용되고 있는 것으로 나타났다. 1996년 5월에 개설된 주가지수선물 시장의 통계는 여기에 포함되어 있지 않다.

2. 國內去來 不振의 原因 및 問題點

과거 우리나라의 경제는 정부주도로 운용됨에 따라 금융시장의 가격변수들이 시장의 수급상황에 따라 변하는 것이 아니라 인위적으로 안정적인 상태를 유지하였으며, 이러한 상태를 유지하기 위하여 여러 가지 規制가 필요하였다. 따라서 금융기관을 비롯한 경제주체들은 위험의 회피를 위한 派生商品의 必要性을 느끼지 못하였으며, 설사 필요하더라도 규제에 의하여 이용할 수 없는 처지였다. 그러나 金融自律化, 開放化가 진전되면서 경제운용을 보다 市場의 自律的 기능에 맡기는 방향으로 나아가게 되자 여러 경제 변수들의 변동성이 증가하였으며, 派生商品 利用의 필요성을 느끼게 되었다. 그럼에도 불구하고 거시경제의 급격한 움직

임에 대한 우려에서 여전히 파생상품의 이용에 대한 규제가 남아 있으며, 그나마 완화된 규제환경 속에서 경제주체들이 아직은 파생상품의 이용이 생소하여 이를 활발히 이용하지 못하는 轉換期的인 상황이라고 하겠다. 파생상품의 이용에 따른 경제적 영향에 대하여 충분한 고려와 안전장치를 마련해 놓지 않고 파생상품에 관한 모든 규제를 한꺼번에 제거하기는 어려울 것이다. 그러나 변화하는 환경 속에서 효율적인 파생상품의 이용에 걸림돌이 되는 규제는 없는가 하는 점을 살펴보아야 할 것이다.

가. 金融部門의 規制

국내 파생상품 거래 부진의 근본 원인이라고 할 수 있는 금융부문의 규제는 두 가지 측면에서 살펴볼 수 있다. 위에서 언급한 바와 같이 우리나라의 경제가 정부주도형으로 급속한 經濟成長을 이루어 오는 과정에서 産業資本의 造成을 위하여 전반적인 금융부문의 규제가 이루어졌다. 이러한 규제하에서 경제변수들의 변동이 안정적이었기 때문에 그 위험을 회피하기 위한 수단으로서의 파생상품에 대한 필요성 자체를 느끼지 못한 것이 첫번째 측면이다. 다른 한편으로는 파생상품 거래 자체가 세계적으로도 1980년대 이후에 들어 급성장을 보였기 때문에 그 이전에는 파생상품에 대한 필요성도 적었고, 그만큼 관심도 끌지 못하는 상태에서 파생상품 거래에 대한 法律的인 정비가 제대로 이루어지지 못한 것도 거래부진의 또다른 요인이라고 하겠다.

우선 대표적인 예로서 金利에 대한 規制를 들 수 있다. 經濟發展을 급속히 이루는 과정에서 낮은 금리로 産業資金을 조달하기 위하여 여러 가지 규제금리가 존재하였다. 따라서 금리위험의 회피를 위한 수단에 대한 수요가 있을 수 없었다. 현재는 金利측면에서 많은 自由化가 진전되어 요구불예금에 대한 이자를 제외한 모든 금리가 자유화되었으나, 실제로는 아직 長短期 金融市場이 제대로 발달하지 못한 관계로 金利가 시장수

급에 의해 자유롭게 결정되지 못하고 있다. 따라서 金利의 變動性이 적은 데다 금융상품이 다양하지 못하고 자본거래에 대한 규제 등도 상존하여 金利危險에 대한 헤지수요도 매우 적은 형편이다.

換率의 경우에도 과거에는 물론이고 현재의 市場平均換率制度下에서도 원화환율의 변동폭이 매우 작다. 換率變動 制限幅을 점차적으로 늘리고 있기는 하나 長期的으로 한 방향으로 변동되는 경향이 뚜렷하게 나타나기 때문에 환율의 예측이 가능하여 환위험 헤지수요가 상대적으로 크지 않았다. 또한 우리나라의 輸出入規模를 고려할 때 外換市場의 규모가 매우 작은 편이어서 환율이 가격기능을 제대로 발휘하지 못하고 있다. 이와 같이 규제로 인한 금융변수들의 安定性이 거래 부진의 첫번째 원인이라고 하겠다.

法制度的인 측면에서 보면 1968년 7월 外國換銀行에 대한 外國通貨間 對顧客 先物換 買入去來가 처음 허용된 이래, 1980년이 되어서야 원화/외국통화간의 선물환거래가 도입되었으며, 1984년에 이자율 스왑 거래가 허용되고, 1987년에 선물, 옵션, 선도금리계약(FRA) 거래 등이 차례로 허용되었다. 우리나라의 資本去來에 대한 法體系는 포지티브 시스템을 따르기 때문에 법률에서 명시적으로 허용되지 않은 거래는 이루어질 수 없다. 따라서 금융환경의 변화에 따른 法律的인 整備가 지연되어 온 것이 우리나라의 파생상품 거래 부진의 또 하나의 요인이라고 할 수 있겠다.

派生商品에 대한 현행의 規制는 대부분 外換管理法과 先物去來法에서 찾아볼 수 있다. 금년에 株價指數 先物市場이 개설되기 전까지는 원화표시 파생상품 시장이 존재하지 않았기 때문에 파생상품에 대한 규제는 주로 外國換管理法에서 취급되었다. 이는 지금까지의 파생상품 거래가 외환을 포함하는 거래였기 때문이다.

外國換管理規程을 보면 거주자는 외국환은행과 실수요 범위 내에서 통화옵션, 이자율옵션, 선도금리계약, 스왑금융의 場外派生商品 去來를 할 수 있게 되어 있다. 또한 과거에 외국은행 국내지점과 국내 기업간에

파생상품을 이용한 변칙적인 거래가 행해지고 있음이 銀行監督院에 의해 적발된 결과(〈例 Ⅳ－1〉 참조), 파생상품의 변칙거래에 따른 폐단을 막기 위해 이들 계약의 거래허용범위가 규정되어 있다[1]. 통화옵션의 프리미엄은 계약시점에서 수수하도록 한 규정이라든지, 기존의 통화스왑거래에서 발생한 환차액을 결산하지 않고 새로운 통화스왑계약의 환율 또는 이자율에 반영하는 방법으로 보상하는 것을 금지한 규정 등이 포함되어 있다. 實需要 證憑提出義務는 폐지되었으나 實需要原則은 여전히 유효하다[2]. 派生商品 去來에 있어서 實需要原則을 부과하는 것은 投機的인 去來의 부정적인 영향을 막기 위한 것이나, 그와 함께 유동성을 제약하여 去來의 活性化에 커다란 제약조건이 될 수 있다. 현재의 우리나라 여건상 아직 場外派生商品 거래 규모가 작고, 그나마 外國換銀行을 제외한 거주자의 거래는 미미하므로 현 단계에서는 커다란 문제가 되지 않을 수 있으나, 實需要原則의 고수는 앞으로 派生商品 去來의 발전과정에 있어 커다란 장애요인이 될 수 있다.

한편 外國換銀行이 지나치게 환위험에 노출되는 것을 막기 위해 外國換管理規程에서 外國換 매입초과 포지션은 前月 末 자기자본의 15%, 外國換 매각초과 포지션은 同 10%로 제한하고 있는데, 이러한 외국환 포지션의 한도규제도 外換派生商品의 거래를 제약하는 요인이 되고 있다.

外國換管理法 이외에 1996년의 株價指數 先物市場의 개설에 대비하여 1995년 말 先物去來法이 제정되었다. 이 법은 원화파생상품에 대한 최초의 종합적인 법이라는 데 의의가 있으나, 場內去來인 先物을 대상으로 하였기 때문에 장외파생상품과 관련해서는 법 제93조에서 場外去來가 先物去來法의 취지에 위배되거나 공익 또는 건전한 거래질서를 해할 우려가 있다고 판단되는 경우에는 당해 거래에 관련된 자에 대하여 대통령

---

1) 자세한 상품별 거래허용범위 등은 「외국환관리규정 제13장 제3절 장외금융선물거래」를 참조할 것.

2) 즉 사후적으로 실수요 증거서류를 제출하게 할 수 있음을 의미한다.

〈例 Ⅳ－1〉 通貨옵션을 利用한 變則去來

ㅇ개요 : 외은지점이 기업에 풋옵션을 매도하고 기업은 매입한 옵션을 즉시 행사하여 환차익을 취득한다. 옵션 프리미엄은 계약만기에 수취한다.

ㅇ효과 : 대출과 같은 효과

ㅇ문제점 : 지급 프리미엄이 수수료로 처리되므로 대기업은 여신규제회피가 가능하고, 해외부문을 통한 통화증발의 우려가 있으며, 기업의 자금난 타개를 위한 무리한 통화옵션 매도계약에 따른 손실을 초래할 위험이 있다.

ㅇ구조 :

① 계약시
3개월후 수출대금 135만엔을 취득예정인 A기업이 외은지점으로부터 엔화 풋옵션을 매입함.
현물환율 : 130엔 / 1달러
행사가격 : 115엔 / 1달러
프리미엄 : 1,761달러(만기일 지급)

② 계약 익일
A기업이 풋옵션을 행사
이 날의 현물환율을 그대로 130엔 / 1달러로 가정하면
135만엔＝10,385달러임.
따라서 행사가격(115엔 / 1달러로 135만엔은 11,739달러에 해당)과 현물 환율과의 환차익 1,354달러(11,739달러－10,385달러)를 외은지점으로부터 취득함.

③ 계약 만기일(3개월후)
A기업은 외은지점에 프리미엄 1,761달러를 지급함.

資料 : 韓國銀行 銀行監督院(1990), pp. 73~74에서 정리함.

령이 정하는 바에 의하여 거래에 따른 정보를 공시하도록 하거나 내부통제기구를 설치하도록 하는 등 필요한 명령을 할 수 있도록 규정하는데 그치고 있다. 이와 더불어 證券會社의 株價指數 先物去來 業務와 관련된 「證券管理委員會規程」 제22조에 따르면 證券會社는 外國換管理法

및 先物去來法에 의한 金融先物去來를 제외하고는 場外去來를 할 수 없도록 제한받고 있다.

이상에서 볼 수 있는 바와 같이 場外派生商品에 대해서는 몇몇 상품을 포괄적으로 허용하는 데 그치고 있음을 알 수 있는데, 이러한 법률적 규제 환경이 派生商品去來 및 開發 不振의 중요한 원인인 것이다.

나. 經濟主體들의 準備 未洽

派生商品 去來가 부진한 또다른 이유로는 경제주체들의 준비 미흡을 들 수 있을 것이다. 金融部門에 대한 정부의 규제가 시장 기능을 약화시킨 반면, 문제가 발생하였을 경우에는 정부의 인위적인 조치에 의해 그 수습이 가능하였기 때문에 그러한 환경에 젖어 있던 經濟主體들은 갑자기 빠른 속도로 진전되고 있는 金融自律化, 開放化에 미리 대비하지 못하고 지금에 이르러서야 그 준비를 서두르고 있는 형편이라고 하겠다.

韓國銀行(1996)에 따르면 우리나라의 기업 및 금융기관은 대부분 위험 헤지 목적의 소극적 동기에서 주로 先物換을 중심으로 派生外換商品을 이용하고 있다. 기업은 수출입 및 무역외거래로부터 발생하는 換率變動危險와 海外借入 등의 자본거래로부터 발생하는 환율 및 금리변동 위험을 헤지하며, 금융기관은 대고객거래분의 커버거래와 자체보유 외화자산 부채의 환율 및 금리변동위험 헤지가 주목적이며 일부 단기차익의 획득 및 노하우 축적을 위한 시험거래를 하고 있는 실정이다.

우리나라의 대표적인 파생상품 이용자인 금융기관들조차 派生金融商品去來에 대한 국내영업기반이 취약한 관계로 거래경험이 풍부한 專門人力이 부족하고, 派生商品에 대한 경영층의 인식이 낮으며 관심도 낮은 상태이다. 급속히 변화하는 국내외 금융시장의 동향을 정밀 분석하고 앞으로의 시장전망에 대한 정보를 고객에게 제공할 수 있는 체제가 갖추어지지 않은 것을 비롯하여 전반적인 대응태세가 미흡하다고 하겠다.

同 자료는 經營層의 위험관리 개념 및 파생금융상품 거래에 대한 인식

부족이 거래 담당자들의 적극적인 헤지 거래 활동을 저해하는 측면이 있음도 지적하고 있다. 최근 파생금융상품 거래와 관련한 국내외의 잇따른 사고 여파로 파생금융상품을 막연히 위험한 도박성 거래로 인식하는 분위기가 일반적이며, 대개의 경영층은 헤지거래로부터 발생한 손실 또는 기회이익의 상실을 實務者의 책임으로 인식하려는 경향이 강하다. 이와 관련하여 派生商品去來에 따른 危險統制制度가 너무 융통성 없게 시행됨으로써 去來의 活性化를 제약하는 것도 지적할 수 있겠다. 예를 들면, 딜러들의 거래한도를 정해 주고, 일정액 이상의 손실을 보면 거래를 청산하게 만든 제도 등을 안전장치로서 金融機關들이 많이 채용하고 있는데, 이러한 제도는 딜러들의 재량권을 제약하게 되어 단기적인 성과에 급급하게 만들고, 그 결과 거래에 소극적인 자세를 취하게 하는 경향이 있다. 또한 거래의 難解性과 複雜性으로 고도의 수학이론과 컴퓨터시스템에 의해서만 파생상품 거래가 가능하다는 일반의 인식도 거래의 活性化를 制約하는 요인으로 작용한다.

3. 本格的인 場外去來에 對備한 政策課題

市場經濟體制下에서 어떤 상품에 대한 수요가 존재하지 않는다면 억지로 수요를 만들어서 시장을 형성할 수는 없을 것이다. 지금까지 우리나라에서는 여러 가지 금융규제하에서 가격변수들의 움직임이 상대적으로 안정적이었고, 그러한 환경하에서 금융기관을 비롯한 경제주체들이 스스로 危險管理를 할 준비가 미흡했다고 말할 수 있다. 그러나 급격히 변화하고 있는 國際的 金融環境 속에서 파생상품 특히 場外派生商品에 대한 수요가 증가할 것임은 분명히 말할 수 있겠다. 金融自律化, 開放化를 통하여 시장의 자율기능을 중시하게 됨으로써 가격변수들의 변동이 커졌고, 이러한 위험을 경제주체들이 스스로 관리해야 하는 시기가 도래했기 때문이다. 그리고 이러한 목적을 위하여 탄생한 것이 바로 파생상품이라고 하여도 과언이 아닐 것이다.

場外派生商品의 이용 여부는 각 경제주체들이 그들의 필요에 의해 결정할 것이다. 비록 場外派生商品이 생소하여 경제주체들이 당장 이용하지는 못한다고 할지라도 필요성이 존재하는 한 준비를 위한 시간이 소요된 후 그 이용이 증가할 것이다. 따라서 政策·監督當局으로서는 앞으로 그 이용의 증가가 확실시되는 場外派生商品의 원활한 거래를 위한 法律的·制度的 環境을 조성해 주는 것이 중요하다. 이를 포함하여 감독 당국이 본격적인 장외파생상품의 거래에 대비하여 생각하여야 할 政策課題로서 다음과 같은 것들을 들 수 있을 것이다.

가. 法制度 및 規制의 整備

앞서 언급한 바와 같이 場外派生商品에 대해서는 外國換管理法에서 외국환과 관련된 장외파생상품의 종류, 허용범위 등을 언급하고 있는 것이 거의 전부라고 할 수 있다. 따라서 원화표시 장외파생상품 거래에 대한 관련 법규의 정비가 필요한 실정이다. 법규의 정비는 가장 기초적인 작업이라고 할 수 있으며, 구체적으로 법규의 정비가 없이는 파생상품거래에 따른 法律的 危險이 커지기 때문에 去來의 活性化에 장애가 될 것이다. 법률적 위험이란 주지하다시피 법률에 의하여 예상치 못하게 거래가 무효화되었다든지 하였을 경우 손실을 입게 될 위험을 지칭한다. 특히 국제거래에 있어서는 나라마다 다른 법률체계하에서 適法한 거래 여부에 커다란 차이가 있을 수 있고, 이러한 불확실성은 매우 중요한 위험요소이다. 따라서 적법한 장외파생상품의 종류, 거래 자격 등에 대하여 법률적인 정비가 있어야 할 것이다.

파생상품 거래가 가장 활발하게 이루어지고 있는 美國에서조차 場外派生商品 去來에 관한 법규정이 서로 모순되고 애매모호한 점이 많이 남아있는 실정이다. 예를 들자면 商品去來法(Commodity Exchange Act)에 의하여 商品(commodity)관련 스왑거래는 場外에서의 취급이 금지되었으나, 1992년에 제정된 先物去來實施法(Futures Trading Practices Act)에 의거하여 CFTC가 규정한 일정조건을 충족한 거래의 경우 商品去來法의 적용을 받지 않는다는 근거조항이 신설됨에 따라 상품스왑과 다른 혼합(hybrid) 상품이 명시적으로 선물계약에서 제외되어 장외거래가 이루어지고 CFTC의 규제를 받지 않게 되었다. 한편, 英國에서는 1991년에 지방공공단체인 Hammersmith와 Fulham Borough Council의 금리스왑거래가 지방공공단체의 권한을 벗어난 위법행위라는 법원의 판결이 있었다. 이로 인하여 금융시장에 동요가 일자, 영국에서는 법률적 위험의 축소를 통하여 國際金融 中心地로서의 영국의 지위향상을 위하여 1991년 4월 英蘭銀行을 중심으로 法律的 危險 檢討委員會가 설립되었으며, 同 委員會의 제안에 따라 1992년 10월 상설기구인 金融法委員會(Financial Law Panel)가 발족하여 법률적 위험의 감소를 위한 노력을 지속하고 있다.

현재로서는 거래가 허용된 외환관련 장외상품의 거래도 그다지 활발하지 않은 상태인 것으로 보아 법률적인 제도 정비의 미비가 거래 활성화에 커다란 제약이 된다고 보기는 힘드나 조만간 본격화될 場外派生商品 去來를 대비한 기초 환경으로서의 법률적 정비는 필수적이다.

한편 場外派生商品에 대한 규제는 네거티브 시스템을 취할 수밖에 없을 것이다. 특히 場外派生商品은 그 革新性이 생명이라고 할 수 있겠다. 스왑, FRA, 옵션 등은 이미 잘 알려져 있지만 그 변형들은 무수히 새로운 모습으로 나타날 수 있다. 따라서 이러한 新商品들의 종류를 미리 예견하기도 곤란할 뿐 아니라, 이러한 新商品의 거래에 수반하는 위험이라든지 또는 발생가능한 모든 변칙거래에 대하여 미리 사전적으로 규제하는 것도 불가능하다. 또 그러한 사전적이며 포괄적인 규제는 금융산업 중에서 가장 선도적인 분야의 발전을 가로막는 일이 될 것이다. 과거의 경험에 의하면 종종 엄격한 규제를 회피하기 위한 변칙적인 거래들이 일어났고, 이러한 변칙거래가 새로운 규제를 만들어 내는 바람직하지 못한 현상이 일어나기도 했다. 場外商品이 갖는 유연성을 최대한으로 이용하기 위해서는 그 革新性을 최대한으로 수용할 수 있는 시스템을 채택하여

야 할 것이다.

나. 監督管轄權의 整備

현재의 先物去來法에서는 先物去來委員會가 선물거래에 대한 감독을 맡게 되어 있으나, 場外派生商品에 대한 監督에 대해서는 아직 정해진 바가 없다. 현행 美國의 감독제도를 살펴보면 선물은 CFTC, 옵션은 SEC, 기타 장외파생상품은 각 금융기관의 主監督機關이 맡게 되어 있다[3].

이 문제와 관련하여 場外派生商品 市場에 대한 추가규제가 필요한지의 여부와 證券, 先物, 場外派生商品을 포괄하는 연방차원의 단일 규제기구 설치가 적절한지의 여부에 대하여 검토한 CFTC의 보고서(1993)를 참고로 할 수 있을 것이다. 美國 聯邦準備委員會(FRB)와 SEC의 협조를 얻어 작성한 이 보고서는 결론적으로 현재의 상황에서 기본적인 규제의 골격을 바꿀 필요는 없으며, 기존의 연방 금융규제당국간의 협력을 증진시키는 것으로 충분하며 이를 위하여 규제당국간 조정위원회(interagency council)를 설치할 것을 권고하고 있다. 장외파생상품에서 비롯된 체계적·공공정책적 차원의 문제들은 어느 단일 시장이나 단일 규제기구의 관할에 한정된 것이 아님을 지적하면서 조정위원회에서는 다음과 같은 사안들을 중점적으로 다룰 것을 제안하고 있다.

(i) 市場情報에의 접근 : 場外派生商品 市場 監督에 있어서 가장 어려운 문제는 종합적인 정보와 통계를 얻기 힘들다는 점이다. 따라서 조정위원회는 어떤 종류의 정보와 통계가 필요한가를 결정하고, 현재 획득가능한 정보와 수집원의 확보(identification), 정보의 표준화 문제, 그리고 정보의 수집, 교환, 감시를 위한 규제를 강화한다면 그것이 정보의

---

3) 美 하원의원 Leach는 파생금융상품에 대한 감독 강화를 법제화하기 위하여 파생상품을 취급하는 은행, 증권회사, 보험회사, 선물거래업자 등을 동일한 기준으로 감독할 새로운 감독기관인 연방파생금융상품위원회의 설치를 제안한 바 있다.

유용성과 접근성을 향상시킬 수 있는가를 검토해 보아야 한다.

(ii) 市場 透明性 : 장외파생상품시장의 불투명성이 위험관리에 어떠한 영향을 미치는가에 대하여 검토해 보고, 시장참여자들의 재무공시가 충분한지 여부를 검토하여야 할 것이다.

(iii) 內部 統制 : 규제대상인 참여자들에 대한 지도를 통하여 최종수요자들에게도 기본적인 위험통제수단을 확대하도록 할 수 있는 최선의 방법을 고려하여야 할 것이다.

(iv) 場外派生商品의 決濟機構 設置 問題 : 다양한 종류의 장외파생상품을 결제하기 위한 기구의 설치를 위해서는 여러 시장의 청산기구간의 연계, 대형 참여자간의 이해관계, 시장참여자들의 여러 시장에 대한 중복참여 등의 문제가 충분히 논의되어야 한다.

(v) 規制監督의 範圍 : 어떠한 연방 감독기관의 규제도 받지 않는 장외파생상품 딜러의 존재로 인하여 야기되는 문제에 대한 논의가 필요하다. 현재 규제받고 있지 않은 최종수요자나 중개기능을 수행하고 있는 외국법인이나 비등록법인에 대한 규제감독이 기존의 규제기구로 충분한가 등에 대하여 검토하여야 할 것이다.

우리나라는 현재 株價指數先物을 증권거래소에서 거래하고 있으며, 상품과 금융을 포함한 綜合先物去來所의 1998년 개설을 목표로 준비를 하고 있다. 따라서 선물의 감독은 先物去來委員會에서 통합적으로 감독하는 것으로 방향이 정해졌고, 장외파생상품의 경우에는 그 종류가 다양하고 변형이 쉬우며 빠른 속도로 개발되어 왔기 때문에 모든 종류의 場外派生商品에 대한 監督・管轄權을 상품별로 세세하게 정비하는 것은 어려울 것으로 보이며, 미국과 같이 상품보다는 금융기관별 감독체계를 따르는 것이 나을 것으로 생각된다. 즉 銀行, 證券, 保險 등 각 분야별 감독기관이 각각 해당 금융기관의 장외상품관련 감독을 맡는 것이 바람직할 것으로 생각되며, 감독기관간의 정보교환, 공조체계의 구축이 중요함은 말할 필요도 없겠다.

다. 業務領域의 調整

현행의 우리나라 금융시스템에서는 업무영역이 세분되어 각 금융기관은 주어진 분야에서만 업무를 영위할 수 있었다. 최근 세계적인 兼業化 추세와 더불어 우리나라에서도 業務領域의 緩和가 주로 子會社 방식으로 점진적으로 이루어지고 있다.

그러나 場外派生商品의 경우에는 이자율, 환율, 주가의 변동을 복합적으로 회피하기 위한 상품이 많다. 예를 들어 주가수익률과 이자율을 교환하는 상품이라든지, 환차손을 막기 위해 환율변화와 이자율을 결합시킨 상품들은 여러 영역에 걸친 상품이라고 하겠다. 따라서 場外派生商品을 다루는 딜러들의 업무영역을 세분할 경우, 거래의 活性化를 막는 장애요인이 될 것이다.

따라서 業務領域의 調整에 있어서는 각 금융기관들이 그들이 영위하는 영업의 성격상 가장 비교우위가 있는 상품들을 주로 취급하게 될 것으로 예상되는바, 인위적으로 업무영역을 제한하지 않는 것이 거래를 活性化하고 場外派生商品 市場을 效率化시키는 방향이 될 것으로 생각한다. 국제적으로 외환관련 장외거래는 대부분 은행간 시장(interbank market)에서 일어나는 것이 그 예라고 하겠다.

라. 時價評價 會計制度의 導入과 公示制度의 改善

Promisel 報告書에서는 去來의 透明性을 높이기 위해서도 국제적으로 整合性 있는 時價評價 會計制度의 채택이 필수적이라고 지적하고 있다. 美國에서는 투기목적의 파생상품 거래에 대하여 이미 時價評價 會計制度를 도입하였으며, 유럽에서도 그러한 노력이 지속되고 있다. 日本의 경우에는 위험관리 목적의 管理會計(management accounting)와 재무보고 목적의 財務會計(financial accounting)간의 일관성의 결여가 時價評價 會計制度로의 전환에 걸림돌이 되고 있다. 즉 簿外去來에 채택

되고 있는 재무회계상으로는 옵션프리미엄이나 스왑거래에 있어서의 이자지급 등 실현된 현금흐름만이 재무보고서에 기재되고, 시장가치가 변화하였으나 당기에 현금흐름이 없는 대부분의 거래는 보고되지 않는다. 따라서 현행의 재무회계상으로는 시가평가에 대응하기 위한 거래가 제대로 재무보고서에 나타나지 않기 때문에 일부 금융기관에서는 그러한 헤지거래를 꺼리는 경향까지 나타나고 있다.

時價評價 會計制度와 公示制度의 개선은 場外派生商品의 透明性을 제고시키게 되는 만큼, 우리나라도 國際的인 整合性을 고려하여 많은 기술적인 어려움에도 불구하고 이러한 제도의 개선을 위한 노력을 기울여야 할 것이며, 이러한 제도개선의 노력은 정책당국의 몫이라고 하겠다.

마. 場外去來에 대한 統計의 作成과 危險의 測定

場外派生商品의 경우, 그 성격상 공공연한 종합적 통계는 존재하지 않으며 수집 자체가 용이하지는 않다. 그러나 이러한 통계가 있다면 거래자들이 자신들의 시장 점유율에 대하여 보다 정확하게 파악할 수 있을 것이며, 위험관리에도 도움이 될 것이다. 監督當局의 입장에서도 이러한 統計는 市場 集中度, 위험관련 자기자본 비율 등을 파악하는 데 매우 중요한 정보를 제공할 것이다.

우리나라의 경우에는 아직 본격적으로 場外派生商品 去來가 시작되기 이전이라고 볼 수 있기 때문에, 수집 통계의 종류, 수집 방법, 대상 기관 등을 잘 선정하고 최대한 良質의 統計를 얻기 위한 체계적인 틀을 구축한다면 오히려 선진국보다 나은 조건에서 출발한다고 볼 수도 있을 것이다. 國際的인 共助下에 場外派生商品에 대한 統計 構築을 위한 노력 또한 정책당국의 몫이라고 하겠다.

한편 監督當局은 각 경제주체들이 나름대로 危險管理模型을 수립하고 운용하는 것을 도와 주어야 할 것이다. 경제주체들이 독자적으로 위험평가모형을 세우고 이에 근거하여 스스로의 위험을 관리할 일차적인 책임

이 있다. 그러나 파생상품과 관련된 구체적 위험은 일부 파생상품의 복잡성과 위험 측정상의 어려움 때문에 상대적으로 관리하기 어려운 실정이다. 예를 들면 파생상품이 여타 자산이나 채무와 함께 거래되기 때문에 파생상품의 시장위험을 추정하는 것만으로는 총체적인 시장위험의 파악이 어렵다. 거래 상대방의 신용도를 측정하는 데 있어서도 감독당국은 당사자보다 우월한 정보를 갖고 있을 수도 있다. 따라서 監督當局은 개별 금융기관이 가지고 있는 危險評價模型의 適正性 등을 평가하고 이를 보완해 준다든지, 정보 및 통계를 제공해 주는 일 등을 통하여 금융시스템 전반에 걸친 안정성을 도모하여야 할 것이다.

바. 監督의 國際的 共助를 위한 노력

금융시장이 國際的으로 統合되어 감에 따라 감독의 국제적 정합성이 점차 중요해지는 것은 금융시장간의 연계성이 강화됨에 따라 다른 나라에서 발생한 사고라도 自國에 커다란 영향을 미칠 수 있기 때문이다. 파생상품의 거래가 금융시장의 국제적 통합의 가장 중요한 촉진제가 되었음은 주지의 사실이다. 파생상품 거래의 국제적인 성격을 고려할 때 自國의 규제만을 강화시킬 경우에는 거래가 해외로 유출되는 현상을 보게 될 것이다. 결국 監督의 國際的인 共助를 통하여 금융시스템의 안정성을 확보하는 동시에 派生商品産業의 革新性을 저해하지 않는 것이 場外派生商品의 본격적인 거래에 대비한 준비의 일환이 된다는 것을 항상 염두에 두어야 할 것이다.

V. 要約 및 結論

場外派生商品 去來의 증가는 세계적인 추세이다. 세계적으로 대형은행과 투자은행, 증권사 등은 장외파생상품 거래를 통하여 그들의 금융거래에 따른 위험을 회피하고, 딜링을 통하여 수익을 올리고 있다. 1980년대 말부터 급증한 場外去來가 안고 있는 최대의 문제는 場外去來라고 하는 收益의 變動性이 극히 높은 거래가 위험의 정확한 評價手段, 會計處理의 統一基準 또는 公示基準도 없이 결제기구의 중추를 담당하는 은행조직, 특히 신용도가 높은 소수의 대형은행(money center banks)을 중심으로 이루어지고 있다는 점이다. 場外去來는 투자효율이 높기 때문에 내외의 각종시장에서 용이하게 포지션을 만드는 것이 가능하여 시장간의 연계성을 강화시킨다. 그것은 기초시장의 流動性을 높이는 측면이 있으나, 일단 한 시장에서 충격이 일어나면 각 시장의 流動性을 급속히 저하시켜 體系的 危險의 가능성을 증대시킨다. 물론 場外去來를 통하여 결제시스템의 고도화에 따르는 금융관련업무의 비용절감은 사회적으로 배분된다. 그러나 이러한 사회적 비용의 절감은 體系的 危險의 가능성을 높이는 형태로 이루어졌다. 만일 場外去來가 수반하는 體系的 危險의 증대가 심각한 금융불안을 가져온다면, 그것을 피하기 위하여 늘어난 사회적 비용은 최종적으로는 납세자가 부담하게 될 것이다.

場外派生商品 去來와 관련한 體系的 危險은 그 영향이 단순히 파생상품 거래 자체에서 끝나는 것이 아니라 전체 金融市場의 安定性에 영향을 미칠 수 있기 때문에 감독당국의 지대한 관심을 끌어왔고, 그동안 국제적으로 많은 논의가 이루어졌다. 이러한 논의는 금융시스템의 안정을 위하여 個別 金融機關과 監督當局에 다음과 같은 사안들을 지적하고 있다.

우선 개별 참여자들의 危險管理에 대한 보다 철저한 인식이 있어야 하겠다. 이러한 인식을 바탕으로 효율적인 內部統制制度를 수립하여 딜링 업무와 결제업무 그리고 감독업무를 철저히 分離·運營하며, 파생상품 거래에 따르는 위험을 신속하고 정확하게 전달할 수 있는 情報시스템을 구축하여야 할 것이다. 또한 독자적인 危險評價模型을 개발하여 수시로 파생상품 거래 포지션을 時價評價해 보고, 시뮬레이션을 통한 시장위험의 계량화 등을 통하여 위험관리에 만전을 기하여야 할 것이다. 그동안 종종 발생하였던 파생상품관련 대형사고의 대부분이 內部統制制度가 제대로 작동하지 않아 발생하였음은 우리에게 많은 示唆點을 줄 수 있다.

한편 감독당국은 우선 法律的 制度를 정비하여 派生商品 去來에 있어서 법률적 모호성을 제거하여 주는 것이 가장 중요한 임무의 하나라고 하겠다. 아울러 會計制度 및 公示制度의 개선을 통하여 거래의 투명성을 높이도록 하고, 相計制度의 도입을 통하여 거래 참여자들의 위험 부담을 덜어 주어야 할 것이다.

현재 우리나라의 場外派生商品 去來는 매우 미미한 상태이다. 短期 先物換去來가 場外派生商品 去來의 대부분을 차지하고 그 밖의 거래는 매우 적은 비중을 차지하고 있다. 우리나라의 파생상품 거래가 부진한 것은 과거 경제성장을 이루는 과정에서 산업자본을 조성하기 위하여 금융부문에 대한 규제가 심하였기 때문이다. 인위적인 규제에 의하여 利子率이나 換率 등의 경제변수들이 상대적으로 안정적인 수준을 유지하였고, 은행은 자금운용에 제한을 받는 대신 안정된 예대마진에 의하여 수익을 올릴 수 있었다. 따라서 이러한 규제환경에 익숙해진 경제주체들은 派生商品을 이용할 필요성을 느끼지 못하였으며, 金融市場이 개방되지 않아 외국 금융기관과의 경쟁으로부터도 보호받아 왔다. 그 결과 경제주체들도 변화하는 환경에 대비한 준비에 소홀하였다고 말할 수 있을 것이다.

그러나 1980년대부터 세계적으로 파생상품을 중심으로 한 新金融商品이 쏟아져 나오기 시작하였고, 세계 각국에서 금융환경의 변화도 빠른 속도로 이루어졌다. 우리나라도 경제의 效率性 提高를 위하여 金融自律

化와 開放化를 추진하게 되었고, OECD 회원국이 된 지금 그러한 움직임은 더욱 빠른 속도로 일어날 것이 예상된다. 따라서 경제변수들의 변동성이 증가하게 될 것이고, 이에 따른 위험을 회피하기 위하여 파생상품의 이용도 급속히 증가할 것으로 예상된다. 특히 場外派生商品은 그 특성상 수요자의 필요에 맞게 계약조건을 조절할 수 있기 때문에 신용도가 높은 금융기관의 거래수요는 場內派生商品보다 오히려 더 빠르게 증가할 것으로 예상된다. 장외파생상품의 이용이 가져오는 시장의 效率性 증가와 體系的 危險의 增加間의 적절한 균형을 찾기 위하여 앞으로 정책당국이 풀어야 할 과제로는 다음과 같은 것들을 들 수 있다.

첫째, 法的·制度的 整備이다. 현재 場外派生商品에 대해서는 外國換管理法에서 외국환과 관련된 장외파생상품의 종류, 허용범위 등을 언급하고 있는 것이 거의 전부라고 할 수 있다. 따라서 원화표시 장외파생상품 거래에 대한 관련 법규의 정비가 필요하다. 구체적인 법규의 정비가 없이는 파생상품거래에 따른 법률적 위험이 커지기 때문에 去來의 活性化를 기대하기 힘들 것이다. 따라서 적법한 장외파생상품의 종류, 거래자격 등에 대하여 법률적인 정비가 있어야 할 것이다. 이러한 법규의 정비과정에서 유념할 것은 場外派生商品이 갖는 革新性을 최대한으로 수용할 수 있는 시스템을 채택하여야 할 것이라는 점이다.

둘째는 監督管轄權의 정비이다. 현재의 先物去來法에서는 先物去來委員會가 선물거래에 대한 감독을 맡게 되어 있으나, 場外派生商品에 대한 감독에 대해서는 아직 정해진 바가 없다. 현행 美國의 감독제도를 살펴보면 선물은 CFTC, 옵션은 SEC, 기타 장외파생상품은 각 금융기관의 主監督機關이 맡게 되어 있다. 이 문제와 관련하여 GAO 報告書(1994)에서는 감독제도의 전면적인 개편을 주장하고 있으나, CFTC 報告書(1993)를 비롯한 다수의 의견은 현행 감독제도의 골격을 바꿀 필요는 없으며, 다만 감독기관간의 유기적인 협력을 증진시키는 것이 바람직할 것으로 보고 있다. 場外派生商品의 경우에는 그 종류가 다양하고 변형이 쉬우며 빠른 속도로 개발되어 왔기 때문에 모든 종류의 場外派生商品에

대한 감독 관할권을 상품별로 세세하게 정비하는 것은 어려울 것으로 보이며, 美國과 같이 상품보다는 금융기관별 감독체계를 따르는 것이 나을 것으로 생각된다. 즉 銀行, 證券, 保險 등 각 분야별 감독기관이 각각 해당 금융기관의 장외상품관련 감독을 맡는 것이 바람직할 것으로 생각되며, 감독기관간의 정보 교환, 공조체계의 구축이 중요함은 말할 필요도 없다.

셋째는 業務領域의 非細分化이다. 현행의 우리나라 금융시스템에서는 업무영역이 세분되어 각 금융기관은 주어진 분야에서만 업무를 영위할 수 있었다. 최근 세계적인 겸업화 추세와 더불어 우리나라에서도 業務領域의 緩和가 주로 子會社 方式으로 점진적으로 이루어지고 있다. 그러나 장외파생상품의 경우에는 이자율, 환율, 주가의 변동을 복합적으로 회피하기 위한 상품이 많다. 따라서 장외파생상품을 다루는 딜러들의 업무영역을 세분할 경우 去來의 活性化를 막는 障碍要因이 될 것이다. 업무영역의 조정에 있어서는 각 금융기관이 영위하는 영업의 성격상 가장 비교우위가 있는 상품들을 주로 취급하게 될 것으로 예상되는바, 인위적으로 업무영역을 제한하지 않는 것이 去來를 活性化하고 場外派生商品 市場을 效率化시키는 방향이 될 것으로 생각한다.

넷째는 時價評價 會計制度의 導入과 公示制度의 改善이다. 거래의 투명성을 높일 수 있는 國際的 整合性을 갖춘 時價評價 會計制度의 채택과 情報 公示制度의 개선은 장외파생상품의 본격적인 거래에 대비한 필수적인 조치라고 할 수 있다. 파생상품은 簿外去來로서 거래위험을 평가하기가 매우 어려우며, 국제적인 회계제도 및 조세제도의 불일치도 파생상품 거래의 활성화를 막는 장애요인이 되고 있다. 현실적으로 단기간 안에 時價評價制度로 전환하는 것은 많은 기술적인 어려움이 예상됨에도 불구하고 國際的 整合性을 위해서도 이러한 제도의 개선을 위한 노력을 기울여야 할 것이며, 이러한 제도 개선의 노력은 정책당국의 몫이라고 하겠다.

다섯째는 場外去來에 대한 統計의 作成이다. 장외파생상품의 경우, 그

성격상 공공연한 종합적 통계는 존재하지 않으며 수집 자체가 용이하지 않다. 그러나 이러한 통계가 있다면 거래자들이 자신들의 市場 占有率에 대하여 보다 정확하게 파악할 수 있을 것이며, 危險管理에도 도움이 될 것이다. 監督當局의 입장에서도 이러한 통계는 시장 집중도, 위험관련 자기자본 비율 등을 파악하는 데 매우 중요한 정보를 제공할 것이기 때문에 국제적인 공조하에 장외파생상품에 대한 통계 구축을 위한 노력을 기울여야 할 것이다.

마지막으로 監督의 國際的 共助를 위한 노력을 기울여야 할 것이다. 금융시장이 국제적으로 통합되어 감에 따라 감독의 國際的 整合性이 점차 중요해지는 것은 금융시장간의 연계성이 강화됨에 따라 다른 나라에서 발생한 사고라도 자국에 커다란 영향을 미칠 수 있기 때문이다. 파생상품의 거래가 금융시장의 國際的 統合의 가장 중요한 촉진제가 되었음은 주지의 사실이다. 파생상품거래의 국제적인 성격을 고려할 때 자국의 규제만을 강화시킬 경우에는 거래가 해외로 유출되는 현상을 보게 될 것이다. 결국 監督의 國際的인 共助를 통하여 금융시스템의 안정성을 확보하는 동시에 파생상품산업의 혁신성을 저해하지 않는 것이 장외파생상품의 본격적인 거래에 대비한 방편이라는 것을 항상 염두에 두어야 할 것이다.

參 考 文 獻

韓國銀行, 『派生金融商品市場의 成長과 政策的 示唆』, 業務參考資料 96-10, 1996. 6.

韓國銀行 銀行監督院, 『先物換 및 옵션去來』, 業務資料 : 監調-16, 1990. 5.

韓國證券業協會, 『美國株式場外市場 調査報告書』, 1994. 8.

經濟企劃廳, 『平成7年度年次經濟報告』, 1995.

野下保利・勝悅子, 「OTCデリバティブズと金融システム」, 『證券研究』, 1996. 2.

Bank of Japan, "Expansion of Off-Balance-Sheet Transactions and Issues Facing Japanese Financial Markets," *Quarterly Bulletin*, May 1993, pp. 25~50.

Basle Committee on Banking Supervision & IOSCO, *Risk Management Guideline for Derivatives*, July 1994.

______, *Framework for Supervisory Information about the Derivatives Activities of Banks and Securities Firms*, May 1995.

BIS, *Recent Innovations in International Banking*, April 1986.

______, *Recent Developments in International Interbank Relations*, October 1992.

______, *Macroeconomic and Monetary Policy Issues by the Growth of Derivatives Markets*, 1994.

______, *Issues of Measurement Related to Market Size and Macro-*

prudential Risks in Derivatives Markets, 1995.

———, *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 1995*, May 1996.

CFTC, *OTC Derivative Markets and Their Regulation*, October 1993.

Chorafas, D., *Managing Derivatives Risk*, Chicago : Irwin, 1995.

Darby, M, *Over-the-Counter Derivatives and Systemic Risk to the Global Financial System*, NBER Working Paper No. 4801, 1994.

DPG, *Framework for Voluntary Oversight*, March 1995.

Edwards, F. and F. Mishkin, "The Decline of Traditional Banking : Implications for Financial Stability and Regulatory Policy," *Economic Policy Review of FRB of New York*, Vol. 1, No. 2, July 1995.

FASB, *Disclosure about Derivative Financial Instruments and Fair Value of Financial Instruments*, April 1994.

FDIC, *Financial Derivatives—Examination Guidance for Financial Derivatives*, May 1994.

FRB, *Responses to Questions on Financial Derivatives Posed by Congressman James A. Leach, Committee on Banking, Finance, and Urban Affairs, U.S. House of Representatives*, October 1993.

———, *Examining Risk Management and Internal Controls for Trading Activities in Banking Organization*, December 1993.

FRB, FDIC & OCC, *Derivative Product Activities of Commercial Banks*, January 1993.

GAO, *Financial Derivatives : Actions Needed to Protect the Financial System*, May 1994.

G-30, *Derivatives : Practices and Principles*, July 1993.

Marshall, J. and K. Kapner, *Understanding Swap Finance*, Cincinnati : South-Western Publishing Co., 1990.

McClintock, B., "International Financial Instability and the Financial Derivatives Market," *Journal of Economic Issues*, March 1996, pp. 13~33.

OCC, *Risk Management of Financial Derivatives*, October 1994.

Rivett, P. and P. Speak(eds.), *The Financial Jungle*, London : IFR Publishing Ltd., 1991.

Scholes, M., "Global Financial Markets, Derivative Securities, and Systemic Risks," *Journal of Risk and Uncertainty*, Vol. 12, 1996, pp. 271~286.

Walmsley, J., *The New Financial Instruments*, New York : John Wiley & Sons, 1988.

〈附錄〉 G-30의 危險管理에 대한 勸告事項

1. 딜러와 最終需要者(End-Users)에 대한 勸告

가. 一般政策(General Policies)

권고 1. 最高 經營層의 役割 (the Role of Senior Management)

딜러와 최종수요자는 이사회에서 승인된 전반적 위험관리 및 자금운용 방침에 맞춰 파생상품을 이용하여야 한다. 이러한 방침들은 경영 환경 및 시장 환경에 변화가 있을 때마다 재검토되어야 하며, 파생상품의 사용에 대한 방침은 그 목적을 위시하여 명확하게 정의되어야 한다. 최고 경영층은 이러한 방침의 집행을 감독·승인하여야 하며, 모든 계층의 관리자들도 이를 준수하여야 한다.

나. 價値評價와 市場危險管理(Valuation and Market Risk Management)

권고 2. 日日精算 (Marking to Market)

딜러들은 위험관리를 위하여 보유하고 있는 파생상품 포지션을 매일 시장가격으로 평가하여야 한다.

권고 3. 市場價格 評價方法 (Market Valuation Methods)

딜러의 파생상품 포지션은 시장매매중간가격(mid-market value)을

기준으로 최소한 신용위험(unearned credit spread)과 포트폴리오 관리 비용(administrative costs)을 차감하여 측정되어야 한다.

권고 4. 收益源泉의 把握 (Identifying Revenue Sources)

딜러들은 수익의 원천을 정기적으로 파악하고 있어야 하며, 위험요소에 대해서도 충분히 이해하고 있어야 한다.

권고 5. 市場危險의 測定 (Measuring Market Risk)

딜러들은 파생상품 포지션의 시장위험을 매일 일관성 있는 방법으로 측정하여야 하며, 그것을 시장위험 한도와 비교하여야 한다.

- 시장위험은 동일한 신뢰구간과 日別 간격에 기초한 확률분석인 'Value at Risk'로 측정하는 것이 가장 우수하다.
- 기간구조(term structure)에 걸쳐 고려되어야 할 시장위험의 요소로는 델타(δ), 감마(γ), 베가(ν), 세타(θ), 로(ρ) 등이 있다[1].

권고 6. 市場衝擊 模擬實驗 (Stress Simulations)

딜러들은 정기적으로 가상적 시장충격 모의실험을 수행하여 여러 가지 상황에서 그들의 포트폴리오 가치가 어떻게 변할 것인가를 파악하고

---

1) 델타 위험은 기초상품의 가격변화에 따른 포트폴리오 가치의 변화에서 오는 위험이고, 감마 위험은 기초상품의 가격과 포트폴리오 가치와의 관계가 線型 관계가 아님에서 오는 위험으로 이러한 볼록성(convexity)이 클수록 위험이 커진다. 베가 위험은 옵션과 관련된 위험으로 기초상품 가격의 예상 변동성의 변화에 수반하는 포트폴리오 가치의 변화를 의미한다. 세타 위험도 옵션과 관련된 위험으로 시간가치가 감소하는데 따른 위험이다. 베이시스 위험은 헤지하고자 하는 상품과 이 헤지에 이용되는 파생상품간의 차이에서 오는 위험이며, 로 위험은 미래 현금수익을 현재가치로 전환하는데 쓰는 할인율의 변화에 따른 위험을 지칭한다.

있어야 한다.

권고 7. 投資資金需要 및 資金調達 豫測 (Investing and Funding Forecasts)

딜러들은 정기적으로 보유하고 있는 파생상품 포트폴리오에 의해 야기될 투자수요와 자금조달에 대해 예측하여야 한다.

권고 8. 獨立的인 市場危險 管理 (Independent Market Risk Management)

딜러들은 명확한 독립성과 권한을 가지고 다음과 같은 시장위험 관리의 책무를 다할 수 있는 部署 내지는 인력을 가지고 있어야 한다.

· 위험한도 설정에 관한 정책을 개발하고 이에 맞게 거래 및 포지션의 유지 감독
· 시장충격의 효과를 측정할 수 있는 모의실험의 개발
· 여러 가지 위험 요소들이 수익에 미치는 영향을 계량화할 수 있는 방법을 개발하고, 'Value at Risk'와 같이 시장가치를 측정할 수 있는 여러 측정방법을 고안
· 예측된 포트폴리오의 변동과 실제 변동의 차이를 항상 관찰
· 회사 내의 각 부서에서 사용하고 있는 가격결정모형과 평가 시스템을 검토 · 평가하고, 만일 부서별로 다른 시스템이 사용되고 있을 때에는 이의 조정 · 화합

권고 9. 最終需要者에 대한 勸告 (Practices by End-Users)

최종수요자의 파생상품 시장 참여도, 크기, 성격 등에 따라 다소 차이가 있으나, 일반적으로 최종수요자에게도 딜러에게 권고된 바와 같은 평

가 시스템 및 시장 위험관리 방안들을 권고할 수 있다.

· 정기적으로 위험관리를 위해 시장가치에 의한 평가를 해야 한다.
· 파생상품 거래와 관련된 투자수요 및 자금조달에 관한 예측을 하여야 한다.
· 건전한 위험관리 한도를 설정하고 이를 지켜야 한다.

다. 信用危險의 測定과 管理(Credit Risk Measurement and Management)

권고 10. 信用危險의 測定 (Measuring Credit Exposure)

딜러와 최종수요자는 파생상품의 신용위험에 대하여 다음의 두 가지 측면에서 측정하여야 한다.

· 현재가치 노출(current exposure) : 파생금융상품 거래의 대체비용을 현재 시장가격으로 측정하는 방법
· 잠재적 노출(potential exposure) : 잔존기간에 걸쳐 미래의 대체 원가를 가정하여 측정하는 방법

권고 11. 信用危險 露出의 合算 (Aggregating Credit Exposure)

실행가능한 相計協約을 고려하여 거래 상대방에 대한 모든 신용위험의 총합을 파악하고 있어야 한다. 이러한 신용위험 노출은 정기적으로 측정하여야 하며, 위험 한도와 비교하여야 한다.

권고 12. 獨立的인 信用危險 管理 (Independent Credit Risk Management)

딜러와 최종수요자들은 명확한 독립성과 권한을 가지고 다음과 같은

책임을 다할 수 있는 분석 능력이 있는 **部署** 내지는 인력을 갖고 있어야 한다.

- 신용위험의 평가기준 마련
- 거래상대방별 신용한도를 설정하고 감독
- 신용에 대한 검토와 신용위험의 집중 감시
- 위험삭감을 위한 방안의 검토 및 감독

권고 13. 包括的 合議書 (Master Agreements)

딜러와 최종수요자는 거래 상대방과의 모든 파생상품거래를 하나의 포괄적 합의서로 계약하는 것이 좋다. 포괄적 합의서는 상계지불을 포함함으로써 법률적 불확실성을 감소시킬 수 있다.

권고 14. 信用 補强 (credit enhancement)

딜러와 최종수요자는 증권담보 또는 제3자 보증 등을 통한 신용보강의 편익과 비용 및 관련된 위험삭감 방안들에 대하여 파악하고 있어야 한다. 신용하락에 따른 계약의 조기 종결, 담보 요구 등의 사태가 발생할 경우에는 그 결과 발생할 수 있는 잠재적 자금수요에 대비하여야 한다.

라. 執行 可能性(Enforceability)

권고 15. 執行 可能性의 提高 (Promoting Enforceability)

딜러와 최종수요자는 새로운 종류의 거래가 계속 생겨남에 따라 이들 거래의 법률적인 집행 가능성에 관한 문제점과 해법을 찾는 노력을 함께 기울여야 할 것이다.

마. 制度 · 運用 · 統制

권고 16. 專門性 (Professional Expertise)

딜러와 최종수요자들은 그들의 파생상품거래가 충분한 수의 전문가들에 의하여 이루어지도록 하여야 할 것이다. 이러한 전문가들은 거래, 위험관리, 감독, 보고, 통제, 회계 등의 각 분야에서 필요로 한다.

권고 17. 制度 (System)

딜러와 최종수요자들은 자료 수집, 주문 처리, 결제, 관리 보고 등의 업무가 경영 방침에 맞추어 질서 있고 효율적으로 이루어지도록 적절한 제도를 구축하여야 할 것이다. 딜러는 시장위험, 신용위험 등 거래에 수반하는 위험을 측정하는 위험관리시스템을 갖추어야 하고, 최종수요자는 그들 거래의 성격, 크기, 복잡성에 기초하여 적절한 위험관리시스템을 준비하여야 할 것이다.

권고 18. 權限 (Authority)

딜러와 최종수요자는 내부적으로 파생상품 거래에 대한 권한과 책임의 소재를 명확히 해야 한다.

바. 會計處理와 公示

권고 19. 會計 制度 (Accounting Practices)

파생상품 회계에 대한 국제적인 통합이 요구되고 있는 상황이나 아직은 통일된 기준이 마련되어 있지 않으며, 다음과 같은 관행이 권고된다.

· 딜러는 기간별로 시가평가를 하여야 한다.
· 최종수요자는 위험관리용 파생상품을 회계에 포함시켜 헤지대상물(현물자산)의 손익과 헤지수단(파생상품)의 손익을 연계시켜야 한다.
· 위험관리용이 아닌 경우에는 시가평가를 하도록 권장한다.
· 거래 상대방과의 상호 채무관계는 합법적이거나 상계협약이 있는 경우에만 상쇄할 수 있다.

권고 20. 公示 (Disclosure)

재무제표에는 파생상품 거래의 목적, 규모, 위험의 정도, 회계처리방법 등에 대한 충분한 정보가 반영되어야 한다. 통일된 회계 표준이 채택될 때까지는 다음과 같은 사항들이 공시되어야 한다.

· 재무위험에 대한 경영진의 태도, 어떠한 위험관리 수단이 어떻게 이용되었는가, 위험이 어떻게 감시되고 통제되는가에 대한 정보
· 회계처리방식과 대차대조표 작성일의 포지션 분석, 신용위험 분석
· 딜러인 경우에는 그들의 거래 활동에 있어서 금융상품(financial instruments) 활용 정도가 얼마나 되는지에 관한 추가적인 정보

2. 立法機關, 規制機關, 監督機關에 대한 勸告

권고 21. 相計의 認定 (Recognizing Netting)

규제기관과 감독기관은 상계처리의 편익을 인정하고, 집행될 수 있는 한 최대한으로 이용될 수 있게 한다. 자본 적정성 기준에 이를 반영한다든지, 은행자본규제에 있어서 쌍방간 순액 결산 계약(bilateral close-out netting)을 인정해 줌으로써 상계처리의 이용을 장려할 수 있다.

권고 22. 法規 또는 規制의 不確實性 (Legal and Regulatory Uncertainties)

입법기관, 규제기관, 그리고 중앙은행을 포함하는 감독기관은 파생상품 거래에 따르는 법규 및 규제의 불확실성을 인식하고 감소시키기 위하여 딜러, 최종수요자와 함께 공동 노력을 해야 한다.

· 법적 집행이 가능한 계약이 되도록 하는 데 필요한 계약서의 형식 마련
· 정부기관이나 보험회사, 연금, 건축조합 등의 특정 당사자들이 파생상품거래를 체결할 수 있는 자격의 판정
· 파산시 쌍방간 순액 결산 계약, 담보처리, 다자간 상계 협약의 집행 절차
· 파생상품 거래의 합법성

권고 23. 稅金 (Tax Treatment)

입법기관이나 세무당국은 위험관리 목적으로 파생상품을 이용하는 데 불리하게 작용하는 세법이나 규제를 검토·변경·보완하여야 한다. 보완사항에는 파생상품 거래의 손익에 대한 과세처리가 일관성이 없고 불확실한 면이 많은 것을 지적할 수 있다.

권고 24. 會計基準 (Accounting Standards)

각국은 파생상품을 포함한 금융상품 거래의 회계처리에 대한 종합적인 지침을 마련하여야 하며, 국제적인 정합성을 갖추도록 함께 노력하여야 한다. 이러한 노력의 일환으로 국제회계표준위원회(International Accounting Standards Committee)는 조속히 금융상품에 대한 회계기준을 확정하여야 한다.

〈국문요약〉

場外派生金融商品 去來 現況과 政策課題

場外派生商品이란 去來所와 같은 물리적 장소를 거치지 않고 去來者간에 직접 거래되는 派生商品을 말한다. 去來所에서 거래되는 場內派生商品이 규격화된 계약조건, 청산기구의 존재로 인한 信用危險의 輕減 등의 특성을 가지고 있는 데 비하여 場外派生商品은 계약의 크기, 만기 등의 조건을 去來者의 必要에 맞게 적절하게 조절할 수 있는 이점이 있다.

世界的으로 場外派生商品은 場內派生商品의 거래 규모를 능가할 정도로 활발하게 거래되고 있다. 대표적인 場外派生金融商品으로는 스왑, 옵션, FRA, 선도거래 등이 있으며, 基礎商品으로 보면 이자율, 통화관련 상품이 중심을 이루고 있다.

金融自律化, 開放化가 추진되면서 우리나라에서도 場外派生金融商品에 대한 관심이 높아지고 있으나 아직은 금융기관을 중심으로 헤지위주의 場外派生金融商品 去來가 소규모로 이루어지고 있는 단계이다. 그러나 앞으로 自律化와 開放化의 진행에 따른 경제변수들의 變動性 增加와 금융기관간의 競爭激化는 위험헤지와 수익성 제고를 위한 場外派生金融商品의 需要增加를 가져올 것으로 예상된다.

따라서 場外派生金融商品 去來의 活性化에 對備하여 법적 제도 및 규제를 정비하고 監督管轄權을 정비해 두어야 할 것이다. 금융시스템의 안정성을 위하여 時價評價 會計制度의 도입과 公示制度의 改善을 위한 준비도 필요하나, 場外派生金融商品의 업무영역은 지나치게 세분화할 필요가 없다. 그 밖에 場外去來에 대한 統計의 작성과 危險의 측정에 대한 감독당국 나름대로의 대비가 있어야 할 것이고 감독의 國際的 共助를 위한 노력도 함께 요구된다.

〈Abstract〉

OTC Derivative Market and Its Policy Issues in Korea

Beomgyo Hong

While the global OTC financial derivative transactions are exceeding those of exchange-traded derivatives, OTC financial derivative markets in Korea are in their infant stage. But as financial market liberalization and market opening are currently under way, the demand for OTC financial derivatives by Korean financial institutions and corporations is expected to increase. With those expected increases of OTC derivative transactions in mind, the following policy issues should be taken care of by Korean government authority.

First, necessary laws and regulations concerning the OTC financial derivatives should be enacted and streamlined. Second, an appropriate regulatory body should be designated to monitor the OTC activity. Third, it would be better not to restrict the kinds of OTC products which different financial institutions can deal in. Fourth, market-value accounting system should be introduced and disclosure system should be improved. Fifth, a systematic way to collect OTC-related statistics should be devised. Lastly, regulatory oversight should be done in harmony with international efforts.