ISSN 1226—458X
Journal of Business Research
Vol. 29 No. 2 (2014) pp.125~150
Korean Association
of Industrial Business Administration

금융투자회사의 FICC 비즈니스 현황과 발전방향*

- 신용부도스왑(CDS)과 파생결합증권(DLS)을 중심으로 -

홍 창 수 **
백 재 승 ***
류 두 진****

<요 약>

금융위기 이후 글로벌 투자은행에 대한 규제강화 법안이 국내 증권산업의 수익성 악화에 간접적으로 영향을 미치고 있는 상황이다. 이러한 규제와 내수부진으로 수익성 악화가 더욱 가속화 되고 있는 국내 증권산업의 성장을 위해 투자은행 업무 중 하나인 FICC분야(Fixed Income, Currency, and Commodity; 이하, FICC)에 대한 육성이 시급한 시점이다. 본 논문은 FICC분야의 성장을 통해 증권회사가 처해 있는 어려움을 극복하고 글로벌 투자은행으로 성장하기 위한 도약의 발판을 마련하기 위해 FICC 비즈니스의 현황과 발전방향에 대해 논의하고자 하였다. 이를 위한 해결책으로 자본시장 통합법 하에서의 투자자 구분에 대한 새로운 분류체계가 필요하다. 우선, 전문성이 있는 투자자에 대해서는 규제를 완화하여 FICC 분야를 육성하여야 하며, 반면, 개인투자자의 경우 불완전판매가 증가하고 있는 상황임을 고려하여, 투자자보호를 위한 규제의 강화가 진행되어야 한다. 투자자 보호제도도, 투자경험이나 포괄적인 상품 위험정도에 따라 분류하던 것에서 벗어나 상품구조와 기초자산의 성질에 따라 투자할 수 있는 세부 기준을 마련할 필요가 있다. 국내 자본시장에서 FICC 비즈니스 성장을 모색하기 위한 정책적 시사점으로는 현재와 같이 일부 장내 및 장외 파생상품에 대해 거래를 원천적으로 차단하는 일괄규제의 방식에서 벗어나, 금융당국은 금융투자회사의 정기보고와 전산시스템을 통한 상시모니터링 체계 구축, 고위험상품 거래에 대한 위험가중치 부과 등 정교한 방식의 규제방안을 강구할 필요성이 있다고 판단된다.

한글 색인어 : FICC, 신용부도스왑(CDS), 파생결합증권(DLS), 불완전판매

논문접수 : 2014.1.13 1차수정 : 2014.4.11 게재확정 : 2014.4.16

* : 본 논문은 한국파생상품학회 2013년 추계학술연구발표회에서 발표되었습니다. 연구의 완성을 위하여 유익한 조언해주신 홍우선 대표이사님(NICE P&I), 안청희 팀장님(NICE P&I 금융공학연구소), 김경호 팀장님(우리은행)께 감사드립니다. 본 논문의 일부 내용은 홍창수의 저서 '장외파생상품 실무입문(서울경제경영, 2014)'을 참조하였음을 밝혀둡니다. 백재승 교수는 2013년도 한국외국어대학교 교내학술연구비의 지원을 받았음.

** : 한국외국어대학교 국제경영학과 박사과정 (E-mail : cshong@nicepni.co.kr) : 제1저자
*** : 한국외국어대학교 국제경영학과 교수 (E-mail : jbaek@hufs.ac.kr) : 공동저자
**** : 중앙대학교 경제학부 교수 (E-mail : sharpjin@cau.ac.kr) : 교신저자

교보문고 KYOBO Book Centre

I. 서 론

투자은행(Investment Banking) 업무는 순수 투자은행업무, 자산관리업무 및 기타업무의 분야로 구분될 수 있는데 이중에서 핵심 분야는 순수 투자은행업무(이하, IB업무)이다. 이러한 IB업무를 세분화 해보면 전통업무(M&A 및 자본시장 중개 등), 주식업무, FICC업무[1] (Fixed Income, Currency, and Commodity; 이하, FICC)로 구분이 가능하다. 글로벌 금융위기 이후 생존력이 강한 글로벌 투자은행들은 경제여건 및 규제환경 변화에 적절히 대응하면서 그 영향력을 강화하고 있으며, 시장점유 기반을 높이는데 주력하고 있다. 금융규제에서 가장 영향을 많이 받게 될 FICC분야에서 현재 동향은 UBS와 같은 투자은행의 FICC분야 철수로 다른 투자은행의 시장점유율이 높아 질 수 있다고 보도되고 있다.[2] 최근 국내에서 구조화상품(structured products)을 분류하는 새로운 방법은 주식파생상품(equity derivatives)과 비주식 파생상품(non-equity derivatives)으로의 구분이다.[3] 본 논문은 이러한 주가연계증권(ELS), 워런트증권(ELW)과 같은 주식 구조화상품에서 탈피하여 비주식 파생상품인 FICC 비즈니스 측면에서 향후 성장전략과 규제방향에 대해 논의 해 보고자 한다. 현재 증권업계 차세대 사업으로 고려되는 FICC 분야는 대고객 플로우 비즈니스를 대상으로 한다. 이것은 안정적인 수익원이면서 고부가가치 수익모형이기 때문에 성장 잠재력이 높다고 할 수 있다. 다만, 초기 구축까지 많은 자원이 소모되는 단점이 있으며, 전문인력, 트레이딩 시스템, 리스크 관리능력, 효율적인 영업 네트워크가 필요하다. 개인투자자를 위한 상품 공급도 하고 있으나, 기업간 비즈니스 모형이기 때문에 개인보다는 기업 혹은 금융기관을 주요한 대상으로 하고 있다. 이를 위해서는 상품을 개발하고 관리할 수 있는 전문인력과 시스템이 필요하다. 또한, 장외파생상품시장에 참여하려면 상당한 신용도와 명성이 필수적이다.

글로벌 금융기관들이 향후 사업전략을 수립하는데 있어 직면하고 있는 주요 이슈는 금융위기 재발방지, 강력한 금융규제, 일부 국가들의 재발위기, 그리고 금융기관과 금융고객과의 신뢰회복이 중요한 문제이다. 금융위기 재발 방지 및 원인에 대한 해결안으로 제시되고

1) 주식파생상품이 아닌 금리, 통화, 원자재 관련 투자은행의 파생상품 비즈니스를 말한다.

2) 상위 5개 글로벌 투자은행(골드만삭스, 도이치뱅크, 바클레이즈, 시티그룹, 뱅크오브아메리카)이 글로벌 FICC시장에서 차지하는 비중이 2012년 상반기 기준으로 47%였고, 향후에는 50%이상으로 상승할 것으로 전망되고 있다.

3) 본고에서 FICC는 자본시장법상 정의하고 있는 장내 및 장외 파생상품과 파생결합증권 중 기초자산이 주식이 아닌 상품을 취급하는 사업을 포괄하는 의미로 사용한다. 파생결합증권에 대한 법적 구분에 대해서는 정승화(2011a, 2011b)의 연구를 참조하였다.

교보문고 KYOBO Book Centre

있는 바젤 Ⅲ규약과 미국 월가를 겨냥한 "Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act(이하, 도드-프랭크법)" 규제안이 2010년에 각각 G20 서울의회와 미국 의회에서 통과되었다. 이러한 규제안의 세부적 기준이나 강제성 수준은 각국의 이해관계나 정치 및 경제의 상황에 따라 다르게 전개될 가능성이 높다. 한편, Dodd-Frank Act규제안과 더불어 바젤 Ⅲ규약으로 타격을 가장 많이 받을 사업분야로는 트레이딩, 무역금융, 구조화상품, 부외거래 부문 등으로 파악되고 있으며, 해당 사업영역에 주력하고 있는 글로벌 투자은행들은 바젤 Ⅲ규약에 의해 세계 무역량 감소, 각국 GDP감소가 발생할 것이라고 주장하고 있다. 이러한 규제안의 세부적인 요건이 어떻게 수립되느냐에 관계없이 바젤 Ⅲ, 도드-프랭크법과 같은 정책안이 금융기관들의 비즈니스 모형 및 수익성에 큰 영향을 미칠 것으로 전망되고 있다.[4)]

파생결합증권과 구조화상품에 대한 주요연구로는 본 상품이 일반투자자에게 적합한가에 대한 연구가 국내외적으로 진행되고 있다. McCann and Luo(2006)는 구조화상품의 유형인 주가연계채권(Equity Linked Note)이 평가, 모니터링, 비용, 유동성 면에서 일반투자자에 적합하지 않다고 주장하였으며, Bethel and Ferrell(2007)은 구조화상품의 복잡성, 비유동성의 문제로 투자자보호의 필요성을 주장하였다. Bernard and Boyle(2008)은 소매 구조화상품에 대한 투자자의 선택에 대해서 투자자가 더 단순한 상품보다 복잡한 상품에 투자하는지에 대해 연구하였다. Fischer(2007)는 800명의 독일 투자자를 대상으로 구조화상품 구매의 합리성을 연구하였는데 투자자는 투자분산과 비용절감의 이유에서 구조화상품을 선택하고 있으나 상당부분은 비합리적으로 상품구매를 한다고 조사하였다. 마지막으로, Ahn, Choi, Kim, and Liu(2010)의 연구에서는 소매 주식 구조화상품 규제방향에 대해 연구하였는데 주요내용으로는 지식비대칭, 정보비대칭, 델타 헤지포지션의 해지(unwind)위험에 초점을 맞추어 규제방향을 정해야 한다고 주장하였다. 국내의 구조화상품의 연구를 살펴보면 엄세용(2010)의 연구에서 주가연계증권의 헤지거래의 엄격한 규제를 주장하였으며, 윤선중(2012)의 연구는 주가연계증권의 헤지과정에서 발생한 비정상적 거래와 금융 분쟁에 대해 최소가격변동폭(tick size)을 고려한 구조화상품의 최대델타와 상품의 판매량을 고려한 최대헤지물량을 계산함으로써 구조화상품에 대한 가이드라인을 제시하였다.

본 연구는 IB분야 및 파생상품분야의 규제와 활성화라는 두 가지 관점 즉, 금융투자회사의 경쟁력을 높이고 투자자에게는 불완전 판매요소를 줄이는 방향을 모색해 보고자 하였다.[5)]

4) Financial Stability Board (2012)는 장외파생상품시장의 개혁 분야 보고서를 발표하였다. 이 보고서에는 G20회원국의 확정된 이행과 기 합의된 장외파생상품 개혁을 실행에 옮기기 위한 이행일정 약속이 포함되어 있다.

교보문고 KYOBO Book Centre

아울러, 국내의 연구가 소매투자자보호의 측면에서 주식관련 구조화 상품 측면에서의 연구가 진행되었기에, 본 연구는 비주식 구조화상품의 측면에서 상품 및 제도적인 측면을 고찰해 보았다는데 의의가 있다.

II. 금융투자회사의 FICC 비즈니스 현황

1. FICC의 정의 및 자본시장법상 분류

<표 1> 글로벌 투자은행의 주요 업무

IB (핵심업무)	전통업무	M&A 기업구조조정자문 주식 및 채권 발행시장 업무
	주식업무	주식, 파생상품, 선물옵션 거래
	FICC	신용, 외환, 금리, 원자재, 이머징마켓 증권화 상품거래 등
자산관리	Asset Management, 펀드 판매	
기타	위탁매매, Private Banking, 벤처캐피탈, 프로젝트 파이낸스	

출처: Coaliation, JP Morgan 등

앞서 설명했듯이 FICC란 'Fixed Income, Currency, and Commodity'의 약어이다. FICC팀은 주로 외환과 금리 그리고 원자재 등과 관련된 현물과 파생상품의 개발, 운용, 마케팅을 하는 부서를 말한다. 즉, 이자율, F/X, Credit, 그리고 Commodity 등을 기반으로 각종 Swap 및 Option 파생상품을 설계 및 구조화를 통해 맞춤형 상품을 제공하는 업무를 담당한다.[6] 아울러, FICC상품은 자본시장법상 정의하고 있는 파생상품(장내 및 장외파생상품)과 파생결합증권 중 기초자산이 주식이 아닌 상품을 포괄하는 의미이다. 현재 골드만삭스(Goldman Sachs)와 같은 외국계의 상당부분이 FICC에서 수익을 발생시키고 있어 국내 금융투자회사도 외국계 투자은행을 벤치마크 하여 조직을 신설하고 운영하고 있다.[7] FICC에서는 원화표시채권 운용과 판매, F/X관련 상품, 대고객 구조화거래, 파생상품 매매를 통한

5) 2013년 자본시장연구원장은 '한국경제의 성장 동력모색, 금융 산업과 자본시장의 역할' 관한 국제컨퍼런스에서 자본시장발전 핵심과제로 '투자은행(IB)과 파생상품시장 활성화'를 꼽았다(2013.9.25, 헤럴드경제 기사).

6) FICC에 대한 일반 분류는 Macquarie Group Limited(2013)의 IR Presentation자료인 'Fixed Income, Currencies and Commodities'를 참조하였다.

7) 골드만삭스(Goldman Sachs)의 경우 금융위기 이후에는 순이익이 많이 줄어들었으나, FICC분야에서 전체매출의 34.9%발생한다고 보도되었다(2004.9.3, 헤럴드경제 기사).

교보문고 KYOBO Book Centre

증권화 등을 취급할 수 있다. 최근에 국내 증권사 FICC부서에서 주로 신용부도스왑(Credit Default Swap; 이하, CDS)을 통한 거래로 많은 수익을 확보하였으며, Power Spread Note와 같은 이자율 구조화채권을 자체발행하기도 하였다.

이같이 FICC부서는 자체적인 Sales Desk와 Trading Desk를 동시에 운용하고 있다. 또한, FICC에서 트레이딩을 위해 자기매매(proprietary trading)로 운용하기도 하지만, 주로 고객자산(client book)을 운용한다. 고객자산 운용의 주요 업무는 상품발행을 통해 자금을 조달한 후 고객에게 이자율을 지급하고 북(book)에서 초과수익(alpha)을 내는 것을 말한다. 즉, 세일즈와 트레이딩이 동시에 진행된다고 볼 수 있다. FICC부서의 초기 단계에서는 자체 트레이딩으로 상품을 복제할 수 없는 경우 다른 기관에서 동일한 구조의 상품을 사서 판매해 왔으나, 점차 운용능력이 강화되면서 자체 상품운용을 통해 고객에게 상품을 제공하고 있는 추세이다.

2. 금융투자회사의 FICC 비즈니스의 성장요인

1) 저금리 구조와 규제완화

<표 2> 구조화채권 전체 발행동향

(단위: 발행건수)

발행 년도	Plain Vanilla	Power Spread	Range Note	Single Range Accrual	Dual Range Accrual	Spread Range Accrual	Ratio Note	Vol Note	Hybrid Note	계
2005년	–	–	–	–	–	21	–	–	–	21
2006년	–	7	–	1	–	36	–	–	–	44
2007년	–	–	–		–	9	3	4	3	19
2008년	1	14	–		–	2	3		2	22
2009년	8	3	–	6	2		2		2	23
2010년	32	10	–	2	1	10	2	7	9	73
2011년	72	7	1	57	6	1	4	1	3	152
2012년	182	3	156	52	27	21	7		1	449
2013년	9	3	94	5	3	6	–	–	–	120
									계	923

출처: NICE P&I(주)

국내 FICC상품으로 자리매김한 파생결합증권(DLS)와 신용파생 유동화상품은 저금리 시대의 대안상품으로 인기를 얻었다. 국내증권사들이 2008년 금융위기를 전후해 기존 주식 위

교보문고 KYOBO Book Centre

탁매매 중심의 수익구조를 대체할 사업으로 역량을 집중해 왔다. 이는 서브프라임 금융위기 이후 해외투자자의 경우 한국기업에 대한 준거기업의 신용위험도 평가 가 더 보수적으로 변한데 반해, 국내투자자는 한국기업 신용부도스왑의 준거기업 신용위험을 상대적으로 높지 않게 봄으로써 신용부도스왑(CDS)연계 ABCP의 발행수요가 증가하였다. 아울러 저금리 시장 환경 하에서 조금 더 나은 수익을 추구하고자 하는 투자자의 확대와 신용파생상품 등을 취급할 수 있는 규제완화의 영향이다. <표 2>는 구조화채권 전체발행동향을 <표 3>에서는 이에 대한 유형별 예시와 정의를 보여 주고 있다. <표 2>에서 구조화채권의 경우 2011년과 2012년에 발행건수가 증가한 경향을 살펴볼 수 있다.

2) 투자상품의 저변확대

저금리 현상과 동일하게 투자자의 수익확대를 위해 주식위주의 상품에서 신용, 원자재,

<표 3> 구조화채권 유형별 예시 및 정의

유 형	쿠폰구조 예시 및 설명
Plain Vanilla FRN	CD 91(또는 국고채금리)+스프레드, 일반적인 변동금리채(FRN)유형
Power Spread	Min[2.7%+15×(CD 91−KTB), 7.5%], 동종 혹은 이종 Curve의 평균 혹은 하루 관찰 스프레드에 승수를 곱하고 가산금리를 더하는 유형의 채권
Range Note	4.0%≤CD91≤6.3%, 특정일에 Index 금리가 기준금리를 초과하면 가산금리 지급
Single Range Accrual	4%×n/N(n : 0≤CD91≤6%) 15NC2, 하나의 레인지를 둔 기준금리로 그 범위 내에 있을 경우 Range에 있는 일수를 계산하여 수익률을 지급
Dual Range Accrual	4.6%×n/N, n≤CD91 and Libor3M≤5.5%, 두의 레인지를 둔 기준금리로 그 범위 내에 있을 경우 Range에 있는 일수를 계산하여 수익률을 지급
Spread Range Accrual	4.71%×n/N(n : KRW IRS 10Y−USD IRS≥−0.3%) CMS, CMT 등 동종 혹은 이종 Curve의 스프레드가 정해진 범위 안에 들어온 일수를 세어 해당 이자지급구간에서 그 일수 비율만큼을 표면금리에 곱하여 이자지급
Ratio Note	(KRW IRS 10Y / KRW IRS 5Y−1)×100%+1.05%, Cap: 7%, Floor: 0%, 10NC1 기대쿠폰이 장단기 금리비율로 결정되거나, 기준지표가 스왑은행의 투자전략에 표면금리가 결정되는 유형의 채권
Vol Note	3M : 5.1%, 6M~ : 4.3%×ABS(CMS10Y분기종료일−CMS10Y분기시작일) 금리의 방향성과 무관한 변동성에 투자, CMS금리 변동폭의 절대값에 쿠폰지급
Hybrid Note	5.85%×n/N, (n : KTB 5Y−IRS 3Y≥0), Max[0.00, Min(5.85%, 1.2%+28×Average(MSB2y−MSB1y))], 15NC3 기존 Index가 채권의 잔존만기에 맞춰 감소하는 등 여러구조가 복합되어 있는 채권

출처: NICE P&I(주)

교보문고 KYOBO Book Centre

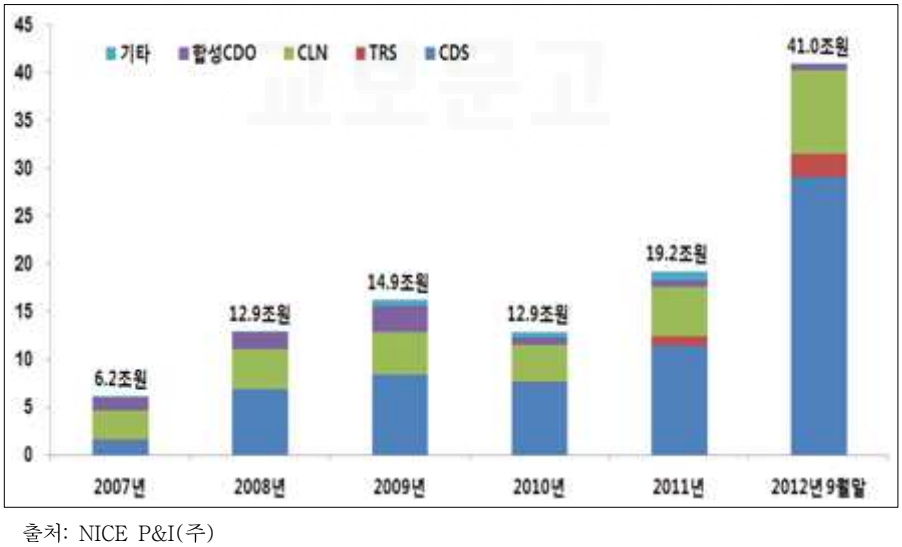
외환까지 투자자의 저변확대가 이루어졌다. 이는 파생결합증권의 기초자산 확대와 연관되며 자연스럽게 FICC 비즈니스에 대한 관심의 증가가 높아졌다. 아울러 국내 연기금의 투자자산도 점차 대체투자관련 비중이 높아지고 있으며 해당 비즈니스의 성장 잠재력이 높아진 상황이다.

3) 신용부도스왑(Credit Default Swap) 위주의 시장 발전

기업의 부도위험을 사고 팔수 있는 신용부도스왑(CDS)의 경우 국내에서는 유동화전문회사가 매출채권, 리스채권, 회사채 등 자산을 담보로 발행하는 자산담보부 기업어음(Asset Backed Commercial Paper; 이하, ABCP)의 형태로 팔리고 있다. 신용파생 ABCP투자자는 신용사건 발생에 따른 손실을 보전해주는 대가로 받는 보험료 성격의 CDS프리미엄과 담보자산에서 발생하는 이자를 동시에 누릴 수 있으나 준거기업 부도 시 담보자산이 외국계 투자은행의 손실보전에 사용되므로 손실을 입게 될 수 있다.

3. 금융투자회사의 주요 FICC 비즈니스 모형

금융투자회사의 주요 FICC 업무는 <표 4>와 같다. 앞서 설명하였듯이 FICC부서는 자체적인 Sales Desk와 Trading Desk를 동시에 운용하고 있다. Trading Desk는 이자율, 원자재, 신

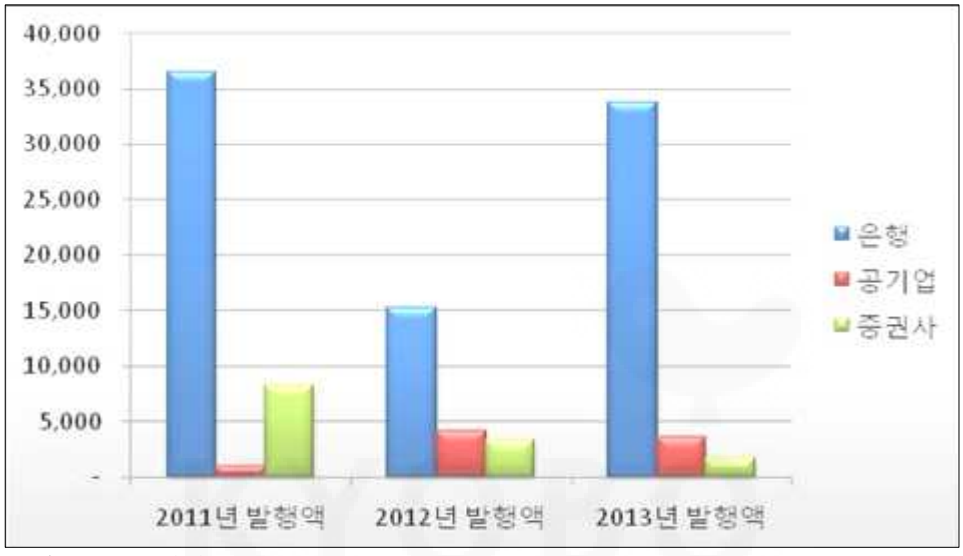


출처: NICE P&I(주)

<그림 1> 국내 신용파생상품 시장 현황

교보문고 KYOBO Book Centre

용, 옵션북등 다양하게 book운용을 하고 있으며, Sales Desk는 자체 헤지 book으로 운용하는 상품 외에 다른 회사(주로 외국계 투자은행)에서 가져온 상품을 고객에게 중개하는 'Back to back(이하 BTB)거래'를 주로 수행한다. Sales Desk는 구조화채권 중개, CDS연계 ABCP상품 발행을 위한 CDS BTB 중개거래, 파생결합증권 영업을 주로 하며, IB부서에서 일반법인을 대상으로 구조화채권 발행 및 장외파생상품 중개 업무를 수행하기도 한다.



출처: NICE P&I(주)

<그림 2> 구조화채권 발행사별 발행액 (단위: 억원)

<표 4> 국내 금융투자회사 FICC 비즈니스 주요업무

거래 및 업무구분	주요상품
구조화상품 업무	– 구조화채권, CDS연계 구조화상품 설계 : CMS Spread Note 등 구조화채권 – 시장가격 괴리 상품 투자 후 Retail 상품화 : Korean Paper투자+CRS헤지 상품설계
파생결합증권 업무	– 신용, 이자율, 원자재, 환율 등 연계상품 – 파생결합증권 상품제공 : 은행, 운용사 등 – 구조화상품의 파생결합증권 통한 Book활성화
IB연계 대고객 업무	– IB연계 부서와 유기적인 협조체제 구축 – 선물환, CRS, FX Swap등 IB연계 OTC상품 – 일반 법인을 대상으로 한 구조화채권 발행
거래상대방 확대업무 (상품공급 능력 강화)	– ISDA/CSA체결 : ISDA/CSA체결로 상품공급 – 장외파생 담보관리업무(유동성 리스크)

출처: 홍창수(2014)

교보문고 KYOBO Book Centre

상품공급 강화를 위해 ISDA표준계약서(ISDA Master Agreement)와 담보약정서(Credit Support Annex)체결 확대가 필요하다. 거래상대방과의 신뢰를 쌓기 위해서는 회사자체의 평판과 신용이 있어야하며, 그 외적인 요소로는 거래체결과 결제과정의 업무프로세스, 내부통제 관리가 무엇보다도 중요하다.

4. 금융투자회사 주요 FICC비즈니스 : DLS와 CDS BTB거래

1) 파생결합증권(DLS) 발행 현황

일반적으로 자본시장통합법상 파생결합증권(Derivatives Linked Securities; 이하, DLS)은 주가연계증권(Equity Linked Securities; 이하, ELS)을 포함하고 있는 개념이지만, 실제 사용에 있어서 ELS의 경우, 주가지수나 개별주식에 연동되어 수익이 결정되는 유가증권으로 분류하고 DLS는 주가가 아닌 금리, 원자재 가격, 환율 등에 연동되어 수익률을 지급하는 유가증권으로 분류하여 사용하고 있다.

<표 5> 연도별 파생결합증권(DLS)발행 현황

(단위: 억원)

구분	공모		사모		금 액
	금액	비중	금액	비중	
2008년	2,701	21%	9,948	79%	12,649
2009년	6,396	25%	19,257	75%	25,653
2010년	9,566	13%	65,760	87%	75,326
2011년	22,267	17%	107,485	83%	129,752
2012년	29,910	13%	204,944	87%	234,854

출처: 한국예탁결제원 보도자료(2013.1.10)

이것은 2003년 주가연계증권(ELS)의 거래가 허용되고, 이후 자본시장통합법상 다른 기초자산을 포괄하는 파생결합증권(DLS)거래가 허용되면서 이러한 분류방식이 사용되고 있다. <표 5>는 연도별 파생결합증권(DLS)발행현황을 보여주고 있다. 2008년 공모와 사모 발행금액이 1.2조였던 DLS는 2011년과 2012년에 큰 폭의 성장세를 보이고 있음을 알 수 있다. 2012년 DLS발행액은 23조원으로 사상 최대 규모를 기록하였다. 2012년도 발행형태별 DLS 발행실적을 살펴보면 사모 DLS발행은 20조 4,944억 원으로 전체 발행금액의 87%를 차지하였고, 공모발행은 2조 9,910억 원을 기록하였다. 이러한 DLS발행의 급증은 금융위기 이후 전반적으로 증시가 침체돼 있는 가운데 일반채권보다 높은 수익을 얻을 수 있는 금융투자

교보문고 KYOBO Book Centre

상품에 대한 인기도가 높아진 원인이 있다. 또한, DLS에 대한 퇴직연금 등 기관투자자의 수요가 증가하였다는 점을 들 수 있다. 아울러, 주식시장의 변동성 하락에 따라 ELS상품으로 투자자의 수익률을 맞추기 어려워지자 주식이 아닌 다른 FICC기초자산을 발행 상품으로 선정하였기 때문이다.[8)]

2) 금융투자회사 CDS BTB거래 리스크 분석[9)]

통상 국내증권사는 외국계 IB와 달러 CDS계약을 맺어 상품을 공급하는 것이 보통이다. 이후 고객에게 받은 돈으로 채권을 매수한 후 'CDS수취프리미엄'과 '채권수익률'을 결합하여 신용파생결합증권 혹은 신용파생유동화상품을 발행하게 된다. 이때 증권사는 외화 CDS와 원화 DLS발행에서 환리스크에 노출되게 된다.[10)] 즉, 1천만 달러 상당의 달러 CDS를 발행하였는데 신용사건이 발생하게 된다면 달러환율에 따라 증권사가 가지는 위험노출은 고객에게 받은 원화 DLS의 액면금액보다 크게 될 때 손실이 발생하게 된다. 이것은 증권사 입장에서 신용사건 발생 여부에 따른 조건부 달러매도 포지션을 취한 결과와 같다고 할 수 있다. 물론 신용사건이 발생하지 않는다면 달러환율변동에 따른 손실 위험은 없지만, 환율이 급격하게 상승된 시점에서 신용사건이 발생한다면 환율 상승분에 따라 그 위험액의 크기는 달라진다고 할 수 있다. 아울러 이 시점에서 손실은 환율변동분과 회수율의 함수로 결정되며 아래 <표 6>과 같이 위험손실을 산출 할 수 있다.

<표 6> 신용사건 발생 시 회수율과 환율변동에 따른 증권사 손실금액

(환율: 1,170원 거래기준)

구분	1,300원	1,500원	1,700원	1,800원	1,900원	2,000원
회수율20%	손실없음	−15.38%	−25.2%	−32.6%	−39.9%	−47.3%
회수율30%	손실없음	손실없음	−9.58%	−16.0%	−22.4%	−28.9%
회수율40%	손실없음	손실없음	손실없음	손실없음	손실없음	−10.5%

출처: 홍창수(2014)

8) 파생결합증권(DLS)의 성장에 대한 설명은 한국예탁결제원 보도자료 '12년 DLS(파생결합증권) 사상 최대 발행'을 참조하였다.

9) 본 절은 홍창수의 저서인 '장외파생상품 실무입문(2014)'의 내용을 학술논문의 형태로 수정 보완한 것이다.

10) 국내의 CDS거래는 주로 외화표시 CDS거래만이 존재함에 따라, 서병호, 이윤석(2010)은 이러한 위험의 본질적인 해결책인 원화표시 CDS시장의 적극적 육성과 이를 위한 제도적 기반 마련을 주장하였다.

교보문고 KYOBO Book Centre

이러한 환리스크에 따른 위험노출을 줄이기 위해 담보를 100%이상으로 보강하는 증권사도 있다. 또한 부도율만큼 FX옵션을 매수하여 환리스크를 일정부분 헤지하기도 한다. 무엇보다도 이러한 환율과 회수율에 따른 증권사의 손실위험액을 산정한 후 적정한 마진이 확보될 때 거래를 하는 것이 필요하다.

(1) 조건부 환율 리스크(Contingent FX Risk)

조건부 환율 리스크는 앞에서 설명했듯이 외화 CDS거래에 따라 신용사건 발생여부에 따라 환율리스크노출여부가 결정되는 구조를 가지고 있다. 신용사건이 발생하지 않는다면 환율이 높아지더라도 증권사의 손실이 발생하지 않지만 신용사건이 발생한 후 환율이 상승한다면 환율수준에 따라 손실금액이 결정되는 구조이다. 즉 이때 회수율이 증가가면 손실이 감소하며 환율이 상승하면 손실이 증가하는 구조가 된다.

(2) 스왑거래상대방 위험분석

CDS의 거래상대방으로 증권사는 외국계 투자은행과 CDS를 체결한다. 외국계 투자은행 입장에서는 보장매수(protection buy)거래가 되며, 증권사 입장에서는 보장매도(protection sell)거래가 된다. 증권사 입장에서 보장매도의 구조이므로 외국계 거래상대방이 도산 시 입는 손실은 프리미엄 손실에 해당되므로 리스크측면에서 작다고 판단할 수 있다.

(3) CDS 준거기업 위험분석

CDS의 원천적인 신용위험은 준거기업에서 발생한다. 따라서 준거기업에 대한 신용분석이 필요하며 회사별로 준거기업의 신용등급별 한도, 동일기업별 한도를 정해 거래를 실시하고 있다. 국내 준거기업의 종류로는 한국기업 Single Name CDS, 한국기업 Multi-Name(First to Default, Second to Default) CDS, 외국계 투자은행 Single Name CDS, 외국계투자은행 FTD CDS, 국가 CDS(Sovereign CDS)등 다양하게 진화되고 있는 실정이다. 이러한 준거기업에 대한 신용분석이 선행되어야지만 투자자에 대한 보호를 넘어 발행증권사에 미칠 수 있는 신용위험의 정도를 가늠할 수 있다.

(4) 담보자산 위험분석

담보자산은 준거기업의 신용사건 발생 시 보장매수자(외국계 투자은행)의 손실을 보전할 재원 역할을 한다. 따라서 담보자산은 국공채 위주의 안전자산으로 구성하는 것이 일반적인 원칙이다. 다만, SPC투자자(Special Purpose Company; 이하, SPC)가 동의하는 상황에서

교보문고 KYOBO Book Centre

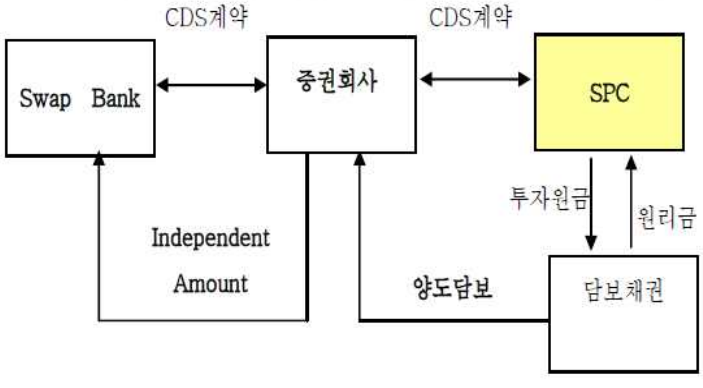
신용연계 ABCP의 수익률을 높이기 위해 여신전문회사채(카드채)를 사용하는 것이 보편화되어 있다. 현재 수준에서 여신전문회사채의 등급이 AA-이상으로 우량한 편이나 향후 경기변동에 따라 담보자산으로서의 역할을 못할 수도 있으므로 지속적인 모니터링이 필요하다. 아울러 준거기업보다 담보자산이 먼저 부도가 발생 시에는 'SPC의 기한 전 이익상실 사유'가 발생하므로 법률적인 확인도 중요하다. 담보채권 부도 시 증권사 입장에서 취할 수 있는 행동은 CDS상품을 재발행하거나, CDS의 해지거래(unwind)를 하거나, CDS를 만기까지 보유 - CDS의 준거기업이 안전하다는 판단 하에 - 하는 3가지의 대안을 선택할 수 있다.

(5) CDS 해지거래(Unwind) 리스크

일반적으로 기초자산의 신용사건이 발생하지 않는 한 CDS계약을 종결시킬 필요는 없으나 앞서 설명한 담보자산의 부도로 인해 CDS를 종결시킬 필요성이 있다. 최초 계약시점에는 부여되어 있지 않으나 CDS계약 기간 중 거래상대방 한쪽이 CDS계약을 종결시키고자 하는 경우 다른 상대방이 제시하는 해지비용(unwinding cost)을 지불하고 CDS를 종결 시킬 수 있다. 다만 CDS 해지거래 시 담보자산의 회수율, 환율 변동분(해지거래 시 환율-최초거래 시 환율), CDS Premium 변동분, Duration에 따라 CDS를 중개한 증권회사에 손실이 발생할 수 있다.

(6) 유동성 리스크: CDS BTB거래에 따른 담보제공 방식

국내 금융투자회사의 FICC 비즈니스 리스크는 시장, 신용, 운영, 법률리스크 등 다양하게 발생할 수 있지만, 담보관리에서 발생하는 유동성 리스크가 가장 큰 문제이다. 아래와 같이



출처: 홍창수(2014)

<그림 3> CDS BTB거래에 따른 담보제공방식 및 관리

교보문고 KYOBO Book Centre

신용부도스왑계약에 따른 담보관리에 있어 국내 금융투자회사는 향후 신용사건 발생에 대해 SPC에 대해 담보권을 설정하거나 양도담보를 받을 수 있다.양도담보계약을 설정하는 경우 담보채권을 활용하여 외국계 IB에 대한 독립담보금액을 제공해 줄 수 있다는 점에서 여러 가지 장점이 발생한다.

홍창수(2014)의 경우, 양도담보의 경우 국내증권회사의 신용등급이 하락하면 투자자에게 양도담보 반환의무가 생기는 Rating Trigger가 발생할 수 있기 때문에 담보제공방식에 따른 유동성 리스크의 문제가 향후 FICC 비지니스의 큰 이슈가 될 것으로 판단하고 있다.

III. 국내외 FICC 관련 제도 및 최근 규제변화

1. FICC 상품 관련 해외 규제동향

글로벌 금융위기 이후 미국, 영국 등 주요국은 위기 재발방지를 위해 금융규제방안에 대한 논의를 시작하였다. 금융위기 이후 금융겸업화에 대한 재점검이 있었는데 논의 결과 미국은 볼커룰(Volker Rule), 영국에서는 소매은행업 분리(retail ring-fence) 등 겸업을 제한하는 조치가 추진되고 있다. 2010년 오바마 대통령의 서명으로 제정된 도드-프랭크법은 2007년 여름 미국 주택시장의 거품이 붕괴하면서 세계적 금융위기와 같은 사태의 재발을 막고자 여러분야에 걸친 금융규제를 개혁하였다.[11] 김홍기(2010)는 도드-프랭크법의 주요내용과 시사점에 대해 소개하였는데, 동법의 주요 내용은 금융위기의 직접적인 원인을 제공한 모기지 시장을 비롯하여 연방준비시스템, 은행, 보험, 헤지펀드, 투자자 및 금융소비자 보호 등 금융의 각 분야를 총 16개의 타이틀로 구분하고 있고 그 중 장외파생상품 규제는 “Wall Street Transparency and Accountability Act of 2010”이란 별도의 이름을 갖고 있는 7번째 타이틀에서 다루고 있다. 도드-프랭크법의 장외파생상품 규제는 금융위기 악화에 큰 역할을 한 것으로 알려진 장외파생상품 시장을 규제함으로써 장외파생상품으로 인한 시스템 위험의 촉발을 방지하고자 제정되었다. 이로써 장외파생상품이 규제의 틀 안으로 들어오게 되었다고 할수 있다. 한편, 바젤Ⅰ과 바젤Ⅱ에 이어 금융위기 이후 기존문제에 대한 비판의식 속에서 바젤 Ⅲ가 합의 되었다. 바젤 Ⅲ의 주요내용은 미시건전성 감독체계와 거시건전

11) 노진영(2011)의 문헌에 따르면 도드-프랭크법 이후 미국 장외파생상품 시장에 대한 세부규제를 통해 해결해야할 사항으로 대형 금융회사에의 리스크 집중, 거래의 불투명성, 과도한 레버리지, 거래당사자의 동시 파산가능성을 문제점으로 삼았다.

교보문고 KYOBO Book Centre

성 감독체계로 나뉠 수 있다. 미시건전성 감독체계는 규제자본의 질적 양적 강화, 규제자본의 위험인식 범위 확대, 레버리지 비율 규제의 도입, 글로벌 유동성 기준 도입, 감독 · 리스크관리 및 공시의 강화 등을 포함한다. 거시 건전성 감독체계는 경기대응 완충자본의 도입, 레버리지 비율 규제의 도입, 시스템적으로 중요한 은행에 대한 규제 강화 등을 포함한다. 아울러, 이러한 해외 규제 동향에 따라 국내에서도 FICC 비롯한 파생상품에 대한 규제 논의가 계속 진행되고 있다.

<표 7> 금융위기 이후 주요 글로벌 금융규제 현황

범 세계적 규제	SIFI 규제	시스템적으로 중요한 금융회사에 대한 특별지정 및 관리제도
	CCP 의무화	장외거래상품 중앙청산 강제화
	BASEL Ⅲ 시행	은행의 자기자본 요건 강화
미국내 규제	볼커룰	은행에 대한 자기매매 금지
	링컨조항	스왑딜러에 대한 정부지원 금지
	PSOC설치	금융시장 거시건전성 감독강화
	CFPB설치	금융소비자 보호 강화
	헤지펀드 등록규제	헤지펀드에 대한 SEC등록 의무화
	Broker-Dealer 신인의무 도입	증권회사에 대고객 신인의무를 도입하여 투자자 보호 강화
	FATCA	해외 금융기관이 보유한 미국인 및 법인 계좌정보 보고 제도
유럽내 규제	ESPB 설치	유럽시스템 리스크위원회 설치
	MiFID Ⅱ도입	EU 금융투자 단일허가제도 도입
	CRD Ⅵ 도입	EU 금융기관 자본규제제도 도입
	EMIR 도입	EU 시장인프라 규제제도 도입

출처: 금융투자협회, "글로벌 증권 산업 환경변화와 전략적 시사점", 2012.5

2. FICC 상품 관련 국내 규제동향

국내 FICC상품 중 많은 인기를 끈 상품인 신용부도스왑(CDS)은 주로 신용파생 유동화상품(신용파생 ABCP)의 형태로 발행하였다. ABCP란 자산유동화기업어음으로 유동화전문회사(SPC)가 부동산 등 자산을 담보로 발행하는 어음을 말한다. ABCP의 기초자산으로 프로젝트 파이낸싱(project financing)이 차지하는 비중이 높으며, 2012년 12월말 ABCP잔액이 74조원으로 사상최대를 기록하였다. 신용파생상품의 경우도 비공개 거래 선호와 규제회피 효과로

교보문고 KYOBO Book Centre

인해 유동화형태의 ABCP로 발행되고 있으며 시장통계가 잡히지 않는 단점이 있었다. 이에 금융위원회는 2011년 12월 1차 규제로 증권사가 취급하는 모든 ABCP의 신용등급을 공시하도록 하였으나 시장에 큰 영향이 없는 것으로 판단하고 2012년 9월 2차 규제안을 발표하였다. 즉 금융당국이 실체를 확인하기 힘든 CP형태의 그림자금융(shadow banking) 폭증을 막기 위해 증권신고서(만기 1년 이상 기업어음(CP)발행 시 증권신고서 제출을 의무화) 카드를 꺼내들면서 신규 신용파생유동화상품 발행에 제동이 걸렸다.

IV. FICC 관련 유동화와 그림자 금융(Shadow Banking)

1. 국내 FICC 유동화 상품 : 신용파생상품 위주 발전

1999년부터 자산유동화가 국내에 도입된 후 양적인 질적인 변화를 거쳐 왔다. 다양한 기초자산을 통한 유동화상품 거래가 진행되었고, 특히 신용파생상품인 신용부도스왑은 기존에 자산유동화법상 기초자산에 해당되지 않아 유동화를 할 수 없었다. 그러나 2007년부터 상법상 유동화를 통해 국내 유동화시장에 등장하여 2011년부터 성장세를 나타내다가 2012년과 2013년 상반기에 큰 폭으로 성장하여 상법상 유동화에서 큰 비중을 차지하는 기초자산으로 자리 잡게 되었다. 이와 같이 FICC 비즈니스사업이 가파르게 성장했던 비결은 신용파생상품 및 이와 연계된 유동화 증권의 폭발적인 성장세에 기인했다고 볼 수 있다.[12]

1) 신용부도스왑(CDS) 연계 유동화상품[13]

신용부도스왑의 SPC유동화는 CDS계약을 통해 자산보유자로부터 준거자산의 신용위험을 이전받고 ABCP를 발행한 후 해당 대금으로 유동성이 좋은 유가증권을 매입하게 된다. 보통 ABCP가 CD(Certificate of Deposit; 이하, CD)연동의 변동금리인 반면, CDS프리미엄 및 담보로 매입한 유가증권의 이자는 고정금리 이므로 이자율 스왑을 체결한다. 또한 ABCP의

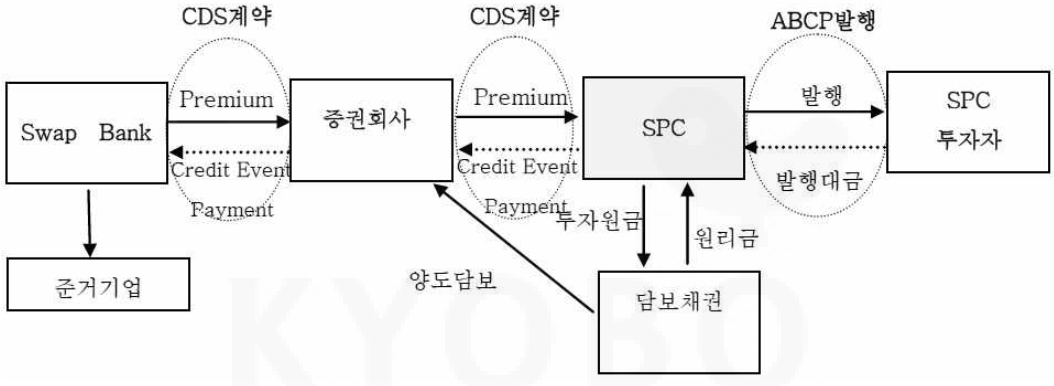
12) 이와 더불어 보험업법 시행령의 개정(2011.1.24 시행)상 명시된 보험회사의 채무보증금지의 원칙의 예외로서 국내에서 보험회사가 CDS상품매매관련 보장매수자와 보장매도자, 양자의 포지션을 보유할 수 있게 되었다는 점도 국내 신용파생상품 활성화의 요인이라 할 수 있다.

13) 신용 파생결합증권(DLS)보다 신용연계 ABCP의 폭발적인 성장은 서브프라임 금융위기 이후 거래상대방위험을 줄이려는 동기에서 시작되었다. 즉, 신용파생결합증권보다 신용연계ABCP를 투자하는 발행대금이 담보채권의 형태로 보유하고 있기 때문에 발행사 파산(리먼브라더스 파산 등)에 따른 투자원금회수 불가능성을 감소시킬 수 있다.

교보문고 KYOBO Book Centre

짧은 만기로 인한 차환 위험을 해지하기 위해 증권사가 매입약정을 체결하여 진행하기도 한다.

ABCP투자자는 신용사건이 발생하지 않는 이상 해당 기초자산에 대한 CDS프리미엄과 담보자산(예를 들어 AA+여신전문채권)에서 나오는 현금흐름을 계속적으로 수령하게 되며 FTD준거기업의 신용사건이 발생하게 된다면 담보자산의 신용이 중요한 요소로 작용하게 된다. 이 경우 CDS준거기업보다 신용도가 낮은 담보자산일 경우 담보자산이 먼저 부도가 발생하게 될 수 있는데 이는 '기한 전 이익상실 사유'로 인해 일정한 절차에 따라 CDS계약을 unwind하는 사례(조기종료 사유)가 된다.



출처: 홍창수(2014)

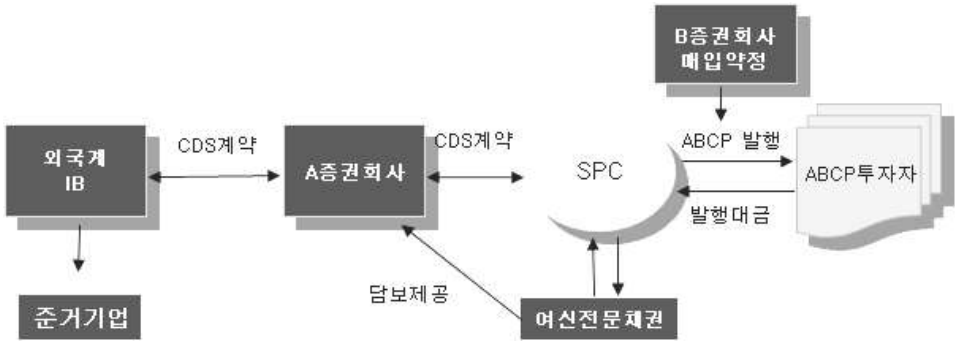
<그림 4> 신용부도스왑(CDS) 유동화 BTB거래 구조도

2) 신용부도스왑(CDS) 연계 매입약정

<그림 5>는 신용파생상품 유동화 ABCP의 매입약정으로 ABCP의 유동화 리스크를 제거하기 위해 SPC계획에 따라 발행하는 ABCP 중 발행 당일 판매되지 않는 전량을 매입약정 증권사(<그림 5>에서 B증권회사)가 매입하기로 약정하는 계약을 말한다.[14]

14) 그림자금융(shadow banking)을 방지하기 위해 금융감독원이 2013년 4월 25일 보도자료로 발표한 '만기1년 이상의 CP에 대한 증권신고서 제출의무'에 따라, 5년만기 등 장기의 CDS거래가 감소하였다. 그러나 현재 긴 만기의 CDS를 3개월로 매입약정하는 형태의 CDS(3개월 만기의 신용연계 ABCP)로 발행하여 규제를 회피하고 있는 실정이다.

교보문고 KYOBO Book Centre

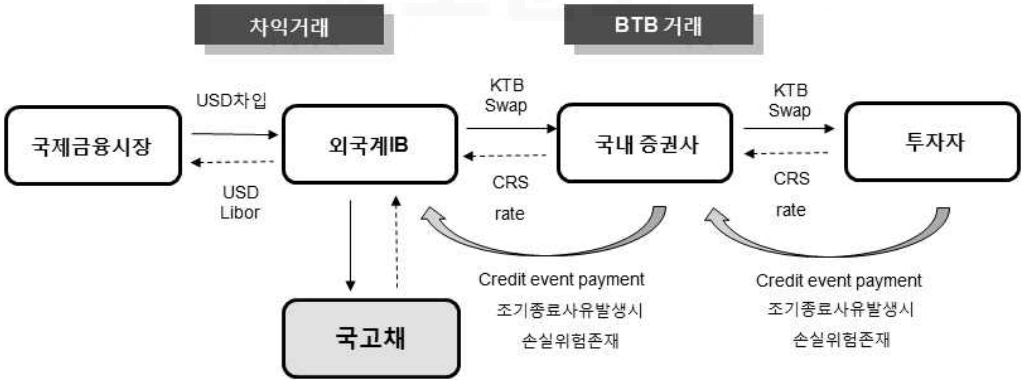


출처: 홍창수(2014)

<그림 5> 신용부도스왑(CDS) 유동화 매입약정 거래 구조도

3) 국채연계 스왑(KTB Linked Swap) 유동화상품

KTB Index Swap 혹은 KTB Linked TRS 등 여러 이름으로 불리는 본 상품은 원달러 통화스왑(CRS)과 국고채(KTB) 대상 CDS 거래의 혼합상품이다. 이 상품은 일반적인 원달러 통화스왑거래와 더불어 국고채(혹은 통안채) 대상 신용파생스왑거래가 동반한다는 것이 일반적인 특징이다. 일반적으로 통화스왑금리는 높지 않기 때문에 원화고정금리를 수취하려는 투자자들의 거래가 저조하다. 이러한 측면에서 통화스왑거래에 국고채를 대상으로 한 CDS거래를 첨가하여 거래조건을 즉 국내기관들은 신용도가 좋은 일부 외은권의 통화스왑 거래상대방에 대한 신용위험 및 국채관련 신용위험을 감당할 수 있다면 국고채 금리와 통화스왑금리 격차만큼의 차익거래가 가능하게 된다.



출처: 홍창수(2014)

<그림 6> 국채연계스왑(KTB Linked Swap) BTB거래 구조도

교보문고 KYOBO Book Centre

4) IB연계 구조화 유동화상품

IB연계 구조화상품은 IB관련 부서와 유기적인 협조체계 구축으로 이루어진 상품이다. 일반 법인을 대상으로 선물환(FX forwards), 통화스왑(CRS), 외환스왑(FX Swap)을 체결하여 장외파생상품 거래를 진행할 수도 있으며, 구조화채권 발행으로 저리의 자금을 조달하는 역할을 담당한다. FICC 비지니스의 진화된 형태이며 국내 FICC부서가 점차 확대해나가야 할 사업 분야이다.

V. FICC의 합리적 발전방향

우리나라 금융투자회사의 수익률이 저조해지고 있는 상황에서 FICC 관련 비즈니스가 성장하게 되면 시장 성장 및 효율성을 제고할 수 있으며 새로운 대체투자 시장의 창출로 금융투자 및 자산운용산업의 양적 성장을 도모할 수 있을 것이다. 본 절에서는 FICC 비즈니스의 규제영향과 합리적인 발전방안에 대해 고찰해 보기로 한다.

1. 바젤Ⅲ시행에 따른 투자은행 FICC부문 영향

한국은행(2012, 2013)과 박태준(2011)의 연구에 따르면 금융위기 이후 글로벌 또는 국가별 규제개혁에 대한 논의가 지속되어 왔으며, 주요 금융규제법안이 2013년부터 단계적으로 시행되는 과정에서 글로벌 투자은행의 성장에 상당한 위축을 초래할 것으로 전망하였다. 조정삼(2012)의 연구에서 바젤 Ⅲ에 대한 주요내용을 국내에 잘 소개하였는데, 그 내용을 살펴보면, 우선 규제자본의 강화가 시행되었다는 점을 알 수 있다. 즉, 바젤위원회는 자본비율규제를 2013년 1월부터 단계적으로 도입하여 2019년 1월부터 전면 시행하도록 하고 있다. 이에 따라 규제자본비율은 2013년부터 점진적으로 증가하여 최종적으로 보통주 자본비율 4.5%, Tier1비율은 6.0%, 총 자기자본비율은 8.0%로 규제하게 된다. 여기에 자본보전완충비율은 2016년부터 점진적으로 도입하여 2019년에 2.5%를 추가로 설정하도록 하고 있으며 경기대응완충자본비율도 2016년부터 단계적으로 도입하여 0~2.5%를 국가별로 설정하도록 하고 있다. 이처럼 2012년 말 기준으로 바젤 Ⅲ 방식이 적용되면 대다수의 글로벌 투자은행들은 최소비율을 충족하기 위해 규제자본을 확충하거나 위험가중자산을 줄여야 하는 상황에 직면했다.[15]

15) 한국은행은 BIS 보통주자본비율이 1.8%p에서 최대 11.5%p까지 하락할 것으로 분석하고 있다(한국은행, 글로벌 투자은행에 대한 규제환경 변화와 대응, 2013).

교보문고 KYOBO Book Centre

2. 국내 FICC거래의 규제 문제점과 개선방안

국제 금융위기 발생 원인으로 지적받고 있는 신용파생상품의 준거자산(reference entity) 평가에 대한 신용평가사의 '도덕적 해이(moral hazard)'요인을 고려하여 향후 신흥시장으로 분류되는 국내 자본시장의 경우에 이와 유사한 문제가 발생할 위험이 상존해 있다고 할 수 있다. 따라서 국내 자본시장도 금융위기 이후 선진국 각국이 추구하는 규제의 큰 흐름은 회피할 수 없을 것으로 판단되며 이러한 유사 상황의 방지를 위한 금융당국의 금융규제가 진행되고 있는 실정이다. 다만, 정부가 추구하는 대형 투자은행의 육성과 금융 산업의 선진화를 위해 우리나라가 추구해야 하는 규제의 방향은 선진국과 같이 방향으로 동일하게 진행될 필요는 없다고 판단된다. 예를 들어 현재 신용부도스왑연계 ABCP와 같은 유동화 CP상품의 경우 금융당국이 그림자 금융으로 정의하고 만기 1년 이상의 상품에 대해서는 일괄적으로 규제하고 있는 실정이다.[16] 일괄규제방식에 대한 부분은 총량적인 규제방식 혹은 고위험상품에 대한 위험가중치를 추가하는 합리적인 방식으로 규제방식 전환이 필요하다. 아울러 시스템위험을 낮추는 점도 중요하지만 금융상품에 대한 투명성 증대와 투자자 보호, 정기적인 보고와 전산시스템을 통한 상시감독 체계를 구축하는 것이 더욱 필요한 상황이다.

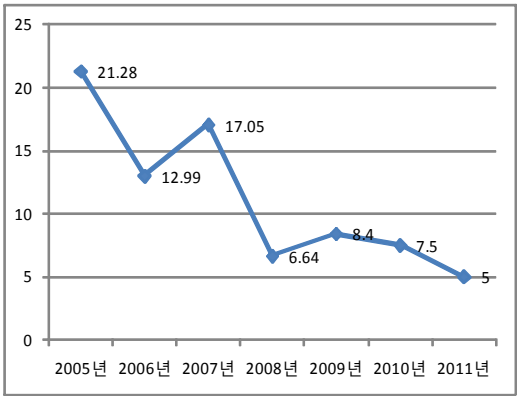
3. 국내 FICC거래의 합리적 규제방안

1) 국내 증권회사의 수익성과 건전성

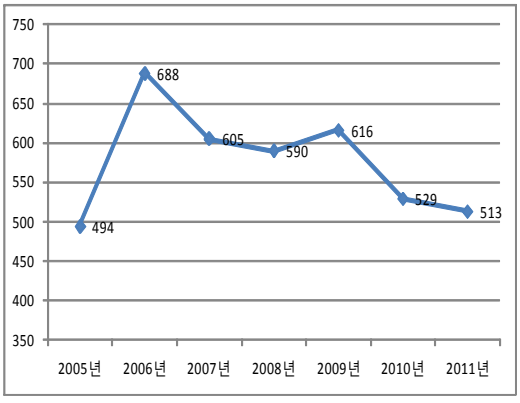
<그림 7>과 같이 2009년 자본시장통합법 이후에도 증권 산업 발전을 위한 노력에도 불구하고 산업 경쟁은 심화되고 경쟁력은 약화되어 2005년 국내증권사의 ROE는 21.28%에서 2011년 5.0%로 감소한 상황이다. 한편, 증권회사의 건전성을 나타내는 지표인 영업용순자본비율은 2006년 688%에서 2011년 513%로 점차 낮아지고 있으나, 절대적인 수치에 있어 평균적 자산건전성은 높다고 할 수 있다.

16) 파생상품에 대한 일괄규제의 사례로는 KOSPI200옵션 승수인상, 주가워런트증권(ELW)호가범위 제한, 만기 1년 이상의 CP발행 신고서제출 등이 있다. 이에 따라 점진적인 거래량 감소(KOSPI200옵션의 경우)와 거래량 급감(ELW, CDS의 경우)현상을 보이고 있는 상황이다.

교보문고 KYOBO Book Centre



국내증권사 수익성(ROE, %)



국내증권사 건전성(NCR, %)

출처: 금융감독원 FSS 금융통계정보시스템

<그림 7> 국내증권사의 수익성과 건전성

이러한 대내외적인 환경에서 일괄적인 장외파생상품 및 구조화상품 규제는 국내 증권 산업의 경쟁력을 약화시키고, 금융 산업의 체질을 허약하게 만들 수 있기 때문에 합리적인 규제의 틀을 만들 필요성이 있다.

2) 법인(Wholesale) 전문투자자 상품 : 신용심사강화에 따른 추가 규제완화

기관투자자로 분류되는 전문투자자의 경우 개별상품에 대한 전문적인 위험분석 인력을 두어 상품계약을 진행하고 있으므로 FICC관련 장외파생 및 구조화상품에 대한 규제 완화를 추가로 진행할 필요성이 있다. 기존 자본시장통합법상 일반투자자는 전문투자자가 아닌 투자자로서 자본시장법은 전문투자자에 대해 규제를 완화하고 일반투자자에 대해 보호장치를 강화하였다. 다만, 현재와 같은 구분은 전문 지식이 낮은 개인과 일반법인도 전문투자자로 분류될 수 있어 투자자보호에 문제성이 있을 수 있다.[17] 따라서, 전문투자자의 세부적인 분류를 통해 전문투자자로 분류된 경우 기존의 규제보다 한층 더 규제완화를 시행할 필요성이 있다고 판단된다.[18]

17) KIKO 통화옵션에 의한 중소기업의 부도 혹은 대규모 손실의 교훈에 따라 일반법인의 경우 자본시장통합법하의 투자자구분(제9조제5항)에 있어 전문투자자의 지정과 관리를 더욱 강화해야 한다.
18) 전문투자자의 규제에 관한 논의는 오성근(2010)과 금융연구원(2008)의 연구를 참조하였다.

교보문고 KYOBO Book Centre

<표 8> 자본시장통합법하의 투자자 구분 현황

구 분	내 용
전문투자자 (제9조제5항)	금융투자상품에 관한 전문성 구비여부, 소유자산 규모 등에 비추어 투자에 따른 위험감수능력이 있는 일정한 투자자 – 국가, 중앙은행, 금융기관 등 기관투자자, 상장법인 등은 원칙적으로 전문투자자로 인정 – 비상장법인은 외부평가를 받은 경우에 한해 전문투자자로 인정 – 개인은 순자산이 일정금액 이상인 경우에 한해 전문투자자로 인정
일반 투자자 (제9조제6항)	전문투자자 이외의 개인과 법인

출처: 자본시장과 금융투자업에 관한 법률

3) 소매(Retail) 일반투자자 상품 : 불완전 판매 증가에 따른 규제강화

남길남(2012)과 남길남, 한민, 정순섭(2012)의 연구에서는 유럽의 일반투자자 보호 강화와 시사점에 대해 국내에 소개하였다. 유럽은 구조화상품을 우리나라 보다 먼저 도입하고 투자자에게 판매하고 있는데 특히 개인투자자를 대상으로 판매하는 구조화 상품에 대한 감독을 강화하고 있다.[19] Committee of European Securities Regulator(2010)는 패키지 소매투자상품(packaged retail investment products)이라는 범주를 만들어 소매구조화상품, 생명보험상품 연계 패키지 투자상품, 공모펀드, 구조화 예금을 포함하였다. 우리나라도 자본시장법 시행과 함께 투자자보호를 위한 기본적인 제도를 마련하고 있으나, 파생결합증권은 기관투자자에게 판매되는 유형의 상품을 일반투자자에게 확대여 판매하고 있으며, 기초자산도 확대되어 해외 IB의 자체 인덱스나 ETF로 다양해지고 있는 추세이다. 소매 구조화상품의 경우 현행 투자자보호 제도 보다 훨씬 빠른 속도로 상품이 다변화되고 있어 불완전 판매가 증가하고 있는 실정이다. 또한, 현 실정에서 투자자보호를 위한 제도도 투자경험이나 포괄적인 상품 위험정도에 따라 분류하던 것에서 상품구조와 기초자산의 성질에 따라 투자할 수 있는 세부 기준을 마련할 필요성이 있다.[20]

19) 영국 Financial Service Authority(2009)의 경우 거래마다 수수료를 지급하는 보상방식이 개인 금융상품의 판매과정에 바람직하지 않는 동기를 발생시킨다며 '개인대상 판매 체계'를 점검하였다.

20) 한편, 김홍미(2012)의 경우 불완전 판매를 방지하기 위해 해외 신용평가사의 파생결합증권 신용등급 부여를 예로 들어 국내에서도 상대적으로 신용위험이 큰 투자상품의 경우에는 신용평가를 통한 투자자 보호장치를 주장하였다.

교보문고 KYOBO Book Centre

4. 신용부도스왑(CDS) 위주 비지니스 탈피

앞서 국내 FICC 비즈니스가 CDS와 DLS 위주로 성장하였다는 점에 대해 설명하였다. FICC의 핵심은 Fixed Income, Currency, Commodity에 대한 sales 기능과 trading 기능이 상호 복합작용을 하면서 성장할 수 있다. 현재 글로벌 규제 체제하에서 CDS와 DLS위주의 국내 FICC 비지니스의 위축이 불가피 할 것으로 생각된다. 따라서 기존 수익사업으로 생각했던 CDS와 DLS 중개거래에서 벗어나 DLS 기초자산의 확대와 트레이딩 능력 배양, 거래상대방 확대, 리스크관리 능력 강화로 FICC 성장을 모색하여야 한다.

VI. 시사점 및 결론

증권사의 경영악화라는 위기 한 가운데서 선전하고 있어 더욱 성장가능성을 기대하고 있는 분야가 FICC비즈니스 분야이다. 국내자본시장에서 경쟁력을 키울 수 있는 시간은 길지 않았지만 FICC 비즈니스의 성장에 업계가 주목을 하고 있는 것 사실이다. 따라서, 다음과 같이 금융규제 당국과 금융투자회사는 공동의 합의점을 찾아 FICC분야의 성장을 통해 국내 증권회사가 현재 처해 있는 경영악화라는 문제를 해결하고 글로벌 투자은행으로 성장하기 위한 도약의 발판을 마련하는 해결책을 찾아야 한다.

1. FICC 관련 상품의 거래 활성화 필요성

기존 주식 장외파생상품 및 구조화상품위주의 규제 및 활성화체계에서 FICC 관점의 상품거래 활성화가 필요하다. 아울러, 아직 시장이 미발달한 국내의 경우 글로벌 규제적 측면에서의 접근 보다는 시장 활성화 측면에서 제도의 정비가 필요하다. 해외 투자은행의 경우에도 글로벌 금융규제 환경 속에서 시장지위를 찾기 위한 노력을 벌이고 있으며, 미래의 지속적인 성장세가 전망되는 분야에서의 경쟁력 강화에 집중하고 있다. 따라서 국내에서도 주식파생상품 위주에서 비 주식파생상품의 거래 활성화를 위한 시장제도 개선 작업이 필요하다.

교보문고 KYOBO Book Centre

2. FICC 관련 복합상품에 대한 투자자 보호

국내 금융투자회사의 레버리지는 높지 않아 시스템리스크의 문제는 낮으며, 전문투자자의 세부적인 분류체계를 바꾼다면 전문투자자에 대한 금융상품투자 및 헤지상품 가입의 범위를 넓힐 수 있다고 판단된다. 다만, 최근 동양 및 STX그룹 법정관리 등에 따른 CP투자자의 손실 확대 가능성 등 일반 개인투자자에 대한 불완전 판매와 같은 규제강화의 필요성이 높다고 판단된다. 따라서 앞서 설명했듯이 소매 구조화상품 투자자 보호를 위해 유럽과 미국 등의 제도를 벤치마크하여 기초자산별, 상품별 세부 규제체계를 정비하여야 한다.

3. FICC 관련 인프라구축 및 규제·감독당국의 과제

국내 FICC 관련 장외파생 및 구조화상품이 점차 발전하고 있지만 상품관련 헤지를 위한 시장은 아직 초보단계를 벗어나지 못하고 있다. 구조화상품의 경우 해외 투자은행에 BTB거래에 의존하고 있으며, 장외파생상품 헤지를 위한 기초시장의 발전단계도 낮은 수준이다. 아울러, 국내 금융투자의 경우 2005년 이후 FICC 비즈니스를 시행했으므로 운용능력과 트레이딩 시스템 관련 인프라 체계도 낮은 수준이다. 전 세계적인 금융위기 이후 점차 수익력이 약화되어 가는 증권 산업의 블루오션으로 창출되기 위해서 전문인력과 트레이딩시스템, 리스크관리 능력과 같은 금융투자회사의 인프라 구축에 대한 투자가 절실하다. 다만, 서브프라임 및 유럽 재정위기 이후 장외파생상품을 비롯한 금융상품의 규제강화 움직임도 피할 수 없는 환경이 되었으며, 자본시장법 발효 이후 금융상품을 포괄적으로 정의하고 있어 신상품에 대한 규제공백의 우려가 높아진 상황이다. 따라서 FICC 활성화를 위한 금융당국을 위한 정책적 시사점은 장내·외 파생상품거래를 원천적으로 차단하는 일괄규제의 방식에서 벗어나 금융투자회사의 정기보고와 전산시스템을 통한 상시모니터링 체계 구축, 고위험상품 거래에 대한 위험가중치 부과 등의 방식으로 정교한 방식의 금융규제가 필요하다고 할 수 있다.

교보문고 KYOBO Book Centre

참 고 문 헌

금융연구원(2008), '자본시장통합법하의 투자자구분제도 현황 및 시사점,' 주간금융브리프.

금융위원회, 금융감독원(2011), '증권회사 취급 ABCP에 대한 관리감독개선,' 보도자료.

_____(2012), 'CP시장 현황 및 대응방안,' 보도자료.

금융투자협회(2012), '글로벌 증권산업 환경변화와 전략적 시사점'.

한국은행(2012), '글로벌 금융위기 이후의 금융겸업 논의와 시사점,' BOK이슈노트.

_____(2013), '글로벌 투자은행에 대한 규제환경 변화와 대응,' 해외경제포커스.

한국예탁결제원(2013), '12년 DLS(파생결합증권) 사상최대 발행,' 보도자료.

김홍기(2010), '미국 도드-프랭크법의 주요 내용 및 우리나라에서의 시사점,' 한국금융법학회지, 14, 45-90.

김홍미(2012), '파생결합증권 발행규제완화와 투자자보호에 관한 소고,' KIS Credit Monitor, 한국신용평가.

남길남(2012), '유럽의 일반투자자보호 강화와 시사점 : EU의 PRIPs 및 영국의 RDR을 중심으로,' 유럽금융시장포커스, 자본시장연구원.

남길남, 한민, 정순섭(2012), 'ELS·DLS 투자자보호 강화방안,' 금융위원회 학술용역보고서, 자본시장연구원.

노진영(2011), '미국 장외파생상품시장 세부규제방안의 최근 논의,' 해외경제포커스, 한국은행.

박태준(2011), '최근 글로벌 투자은행의 FICC현황과 전망,' 자본시장연구원, 자본시장Weekly.

서병호, 이윤석(2010), '외화표시 국내채권 CDS 시장의 문제점과 정책적 시사점,' 한국금융연구원.

엄세용(2010), '자본시장에서의 ELS 규제 및 감독방향,' 한국거래소.

오성근(2010), '전문투자자 규제에 관한 비교법적 고찰 및 입법적 개선과제,' 증권법연구, 11, 43-99.

윤선중(2012), '투자자보호를 위한 구조화상품의 규제방안에 대한 연구,' 재무연구, 25, 521-557.

정승화(2011a), '자본시장법상 파생결합증권에 관한 법적 소고,' 금융법연구, 15, 415-462.

_____(2011b), '파생결합증권 발행제도에 관한 법적 과제,' 금융법연구, 16, 25-67.

조정삼(2012), '바젤Ⅲ 도입의 주요내용과 시사점,' KIS Credit Monitor, 한국신용평가.

홍창수(2014), '장외파생상품 실무입문,' 서울경제경영.

교보문고 KYOBO Book Centre

Committee of European Securities Regulator (2010), 'Report of 313 task force on Packaged Retail Investment Products(PRIPs)'

Financial Service Authority (2009), 'Distribution of retail investment: Delivering the RDR,' Consultant Paper.

Financial Stability Board (2012), 'OTC Derivatives Market Reforms: Progress report on Implementation'

JP Morgan (2009), 'Regulatory Proposal Analysis: Structural IB Profitability Decline'

ISDA (2003), '2003 ISDA Credit Derivatives Definition'

Macquarie Group Limited (2013), 'Fixed Income, Currencies and Commodities,' IR Presentation Material.

Ahn, D-.H., Choi, Y-.M., Kim, Y-.S., and Liu, W-.S. (2010), 'Engineering for whom? Evidence in retail structured equity products,' Working Paper.

Bernard, C. and Boyle, P. (2008), 'Structured investment products and the retail investor,' working paper.

Bethel, J.E. and Ferrell, A. (2007), 'Policy issue raised by structured products,' selected chapter from New Financial Instruments and Institutions, The Brookings Institution, 167-193.

McCann, C. and Luo, D. (2006), 'Are structured products suitable for retail investors?,' Securities Litigation and Consulting Group, Inc.

Fischer, R. (2007), 'Do investors in structured products act rationally?,' Technical report, European Business School.

교보문고 KYOBO Book Centre

A Study on the Korean Structured Products Market : Trends and Prospects

Changsoo Hong *
Jae-Seung Baek **
Doojin Ryu***

<Abstract>

The business of investment banking (IB) can be divided into traditional business (M&A, Capital market intermediation), equity related business, and FICC (Fixed Income, Currency and Commodity). This study suggests the recent trends and prospects of the FICC, which is regarded as the most important part of the IB business and is expected to improve the overall profitability of Korean securities industry.

Key Words : FICC, Credit Default Swap, Derivatives Linked Securities, Mis-selling

* : Ph.D. Candidate, Department of International Business, Hankuk University of Foreign Studies
** : Professor, Department of International Business, Hankuk University of Foreign Studies
*** : Professor, School of Economics, College of Business & Economics, Chung-Ang University : Corresponding author

교보문고 KYOBO Book Centre