



서브프라임 모기지 사태의 逆교훈: 국내 금융투자업의 새로운 가능성*

연구위원 남길남

최근 국내 자본시장의 주요 이슈 중 두 가지를 선택하라면 서서히 그 전모가 드러나는 서브프라임 모기지 사태의 종결여부와 2009년 2월 시행될 “자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 자본시장통합법)”의 대응방안 수립이라고 하겠다. 뉴스의 가치가 점점 퇴색하는 서브프라임 모기지 사태에 비해서 자본시장통합법에 대한 열기는 시행령의 입법예고안 발표 후 열린 공청회 및 설명회가 연일 문전성시를 이룬 점에서도 알 수 있듯이 현재 진행형이라고 할 수 있다. 각 언론에서도 미래 금융투자업의 발전방향에 대한 특집을 마련하면서 다양한 비전을 제시하고 있다. 그중에서도 서브프라임 모기지 사태 속에서 과감한 반대투자(contrarian investment)로 대규모 이익을 거둔 것으로 알려진 골드만삭스를 향후 등장할 국내 금융투자회사의 전범으로 삼는 경우를 흔히 볼 수 있다. 사실 골드만삭스와 같은 투자은행의 성공모델이 국내에도 등장할 수 있다면 자본시장통합법을 통한 금융개혁의 성공을 알리는 중요한 지표가 될 것이 분명하다.

그러나 후발주자의 입장에서 보면 선발주자의 성공보다 실패사례가 때로는 더욱 값질 때가 있다. 그들의 실패를 통해 외부로 드러나지 않던 내면의 작동기제를 엿볼 수 있기 때문이다. 이번 서브프라임 모기지 사태도 우리에게 잘 알려지지 않았던 비즈니스 모델들이 몇몇의 주요한 사건들 속에서 등장하고 있다. 헤지펀드와 다른 금융기관 사이의 연결고리인 프라임브로커(prime broker)의 역할이나 신용파생상품시장에서 점점 중요한 위치를 차지하는 신용파생상품전문회사(credit derivative product company)의 특징들은 베어스턴스의 몰락과 모노라인 보증업체의 부실에서 외부로 드러난 경우라고 할 수 있다.

베어스턴스의 몰락과 프라임 브로커

서브프라임 모기지 사태의 실질적인 시작과 위기의 정점을 알린 사건에는 공통적으로 베어스턴스가 자리잡고 있다. 2007년 6월 베어스턴스가 투자한 2개의 헤지펀드의 파산우려로 세계적인 신용경색 국면이 시작되었으며, 2008년초 베어스턴스 자체의 위기는 각종 시장위험지표를 기록적인 수치로 상승시켰다. 결국 베어스턴스는 2008년 3월 JP모

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 한국증권연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.



건에 인수됨으로써 시장에서 퇴장하는 비운을 겪었다.

베어스텐스가 해온 영업의 특성을 알기 위해서는 구제금융을 통해 JP모건의 베어스텐스 인수를 유도하였던 미국 연방준비제도이사회(이하 FRB)의 다급함이 어디에 기인하였는가를 살펴보면 된다. FRB의 긴급조치에는 베어스텐스의 파산이 가져올 장외파생상품시장의 혼란이 크게 영향을 미친 것으로 알려져 있다. 이런 우려의 직접적인 근거로 제시되고 있는 것이 프라임 브로커리지(prime brokerage)라는 우리에게 다소 생소한 업무분야에서 베어스텐스가 갖는 비중이다. 사태이전까지 베어스텐스는 골드만삭스, 모건스탠리 다음으로 시장에서 부동의 3위를 차지하는 대형 프라임 브로커였다.

프라임 브로커리지는 기존의 브로커리지 업무와는 달리 헤지펀드를 대상으로 중개, 주선업무 이외에 청산, 결제, 자금 및 증권대여 업무 등 일체의 업무를 대행해주는 서비스업무이다. 일반 금융기관과 같이 백오피스를 완비하지 못한 대부분의 헤지펀드는 프라임 브로커를 선정하여 해당업무를 위탁하고 있다. 특히, 장외파생상품의 거래에 있어서는 프라임 브로커의 역할이 더욱 중요한데, 이는 거래 상대방위험을 통제하고자 담보거래가 보편화되어있는 데다가 거래의 종결까지 여러 단계의 작업이 필요하기 때문이다. 이런 거래에서 헤지펀드와 같이 신용위험이 높고 백오피스 기능이 미비한 기관의 거래를 프라임 브로커가 대행함으로써 헤지펀드의 거래상대방은 직접적으로 헤지펀드의 신용위험에 노출되지 않

게 되고 헤지펀드 또한 프라임 브로커를 통해 대부분의 거래를 체결함으로써 백오피스업무를 위탁하여 처리할 수 있게 된다. 이뿐만 아니라 프라임 브로커가 자연스럽게 헤지펀드의 중앙집중거래상대방(central counterparty)의 역할을 맡게 됨으로써 헤지펀드는 상계(netting)를 통해 개별 거래에서 필요한 담보를 감소시켜 궁극적으로 거래비용을 절감하는 이점을 얻는다. 그 대신 헤지펀드는 프라임 브로커에게 일반 수수료보다 훨씬 높은 수수료를 지불해야 한다.

물론, 베어스텐스의 경우에서 보듯이 프라임 브로커가 황금알을 낳는 사업은 결코 아니다. 프라임 브로커는 헤지펀드와의 집중적인 거래와 여러 가지 부대서비스 요청을 감당하기 위해서 많은 위험을 부담해야 하고 베어스텐스 몰락이후에는 보다 까다로워진 헤지펀드의 요구(2개 이상의 프라임 브로커를 선정하는 경향)로 수익성이 저하될 것으로 예상되고 있다. 그럼에도 JP모건의 베어스텐스 인수 목적이 단순히 프라임 브로커리지 시장의 강자가 되기 위함이라는 주요 외신의 보도에서 볼 수 있듯이 프라임 브로커리지는 투자은행의 매력적인 비즈니스 모델임에는 변함이 없어 보인다.

국내에서는 빠르면 2009년부터 헤지펀드가 도입될 전망이다. 그동안 헤지펀드의 운용 기법과 특징에 대한 소개는 많이 이루어졌지만 기존의 금융기관과 헤지펀드 사이의 거래 방식에 대한 정보는 많지 않았다. 국내 금융기관이 헤지펀드를 통해 이익을 얻는 방법은 직접투자 이외에도 그들과의 거래를 통한 방



법이 있을 수 있다. 이러한 거래가 효과적으로 이루어지기 위해서는 선진시장에서와 같이 프라임 브로커의 존재가 필수적일 것이다. 따라서 국내에서도 금융투자회사의 프라임 브로커리지에 대한 인식제고와 금융당국의 감독방안 마련이 시급하다고 하겠다.

모노라인 사태와 신용파생상품전문회사

서브프라임 모기지 사태를 통해 국내에 잘 알려진 금융기관으로 모노라인 보증업체들이 있다. 이들은 본래 일정 규모의 자본금에 기반하여 지방채와 회사채에 보증을 제공하고 보증수수료를 수취함으로써 수익을 얻어왔다. 그러다가 시장의 규모가 급격히 커진 CDO로 대표되는 신용구조화채권의 보증과 신용위험의 보장매도에도 적극적으로 참여를 하였다. 이들이 문제가 된 것은 보증을 제공하거나 보장을 매도한 신용구조화채권이 부실화되면서 모노라인 보증업체 자신의 부실가능성 증가로 신용경색을 한층 심화시켰기 때문이다. 현재 모노라인 보증업체들은 사업부분을 기존 지방채나 회사채의 보증부분과 신용구조화채권 및 신용파생상품시장 부분으로 분리하고 자본금도 각 사업부분 별로 분리하여 적립하는 방향으로 해결을 모색하고 있다.

모노라인 사태에서 국내 금융기관이 주목할 부분은 신용파생상품을 전문적으로 취급하는 신용파생상품전문회사의 영업방식이다. 신용파생상품전문회사는 2002년부터 시장에 등장하여 국내에는 잘 소개되지 않았지만 신용파생상품시장에서 상대적으로 소규모의 자본금(최소 1억달러 정도)을 갖고도 AAA의 신

용등급을 기반으로 기업의 신용위험에 대한 보장매도를 전문적으로 취급하는 사업을 하고 있다. 표면적으로 신용파생상품전문회사는 모노라인 보증업체와 구별하기 힘든 수익 모델을 갖고 있어 이들 또한 업무가 크게 위축되어 있다. 위기를 극복하고자 각 신용파생상품전문회사는 레버리지 비율, 파생상품업무의 전문성 등에서 모노라인 보증업체와의 차이점을 부각시켜 차별화를 꾀하고 있다.

신용파생상품전문회사의 사례가 우리에게 시사하는 점은 비즈니스 모델로서의 전문적인 파생상품취급회사의 가능성이다. 국내의 경우 장외파생상품결영인가를 획득하는 증권사가 점차 증가하면서 적극적으로 장외파생상품거래를 시도하고 있으나 은행에 비하여 낮은 신용등급이 거래활성화에 큰 장애가 되고 있다. 이러한 문제를 해결하는 한 가지 방법으로 신용파생상품전문회사와 같은 파생상품전문회사의 설립을 고려할 수 있다. 자본시장통합법의 도입으로 장외파생매매업의 별도인가(전문투자자대상인 경우 최저자기자본 225억원)가 가능하므로 기존 금융투자회사가 별도의 파생상품전문회사를 설립하는 방안도 검토될 수 있을 것이다. 단, 파생상품전문회사는 AAA의 신용등급이 중요한 사업기반이 되므로 국내 신용평가사의 평가기준 마련이 선행되어야 할 것이다.