

장외파생상품시장의 투명성제고와 활성화  
-중앙청산소 도입을 중심으로-

홍정훈 (국민대학교)

차 례

- I. 서론
- II. CCP의 의의
- III. 우리나라의 장외파생상품시장 인프라 개편 동향
- IV. CCP의 산업조직과 소유·지배구조
- V. 해외 주요국의 증권시장구조와 CCP
- VI. CCP 도입의 기본 방향

2010. 6.

한국금융학회

# 장외파생상품시장의 투명성제고와 활성화

## -중앙청산소 도입을 중심으로-

### I. 서론

2000년대 이후 장외파생상품시장의 규모가 급격히 확대되면서 세계 주요국의 금융감독당국은 장외파생상품의 투명성과 안전성을 제고하기 위해 지속적으로 노력해왔다. 더욱이 2008년 미국의 서브프라임 모기지 부실화로 인한 금융위기를 증폭시킨 원인으로 2000년대 들어 급속히 성장하고 있는 장외파생상품인 신용파생상품이 지목되면서, 이러한 움직임은 가속화되고 있다. 미국 재무부는 2009년 6월 17일 「A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation」이라는 제목의 금융규제개혁안에서, 장외파생시장에 대한 종합적인 규제체제를 확립할 것임을 밝힌 바 있다. 또한 G20 정상회담에서도 금융위기 재발 방지를 위한 금융시스템 규제를 결의했으며, 구체적으로 장외파생상품의 경우 2012년 말까지 청산소를 통해 거래하기로 합의한 것으로 알려졌다. 이러한 배경하에 미국 상원은 지난 5월 20일 하원의 금융규제개혁입법안인 월가개혁법안을 통과시켰는데 여기에는 장외파생상품의 청산소를 통한 거래 등 장외파생상품시장의 투명성을 제고하기 위한 조치가 구체적으로 포함되어 있다.

이 같이 장외파생상품시장의 투명성을 제고하기 위한 규제가 미국을 비롯한 세계 주요국에서 논의에 대상이 되고 있는 것은 2008년의 글로벌 금융위기가 이전의 금융위기와는 상이하다는 점 때문이다. 전통적으로 금융위기가 주로 상업은행의 대출에서 비롯된데 비해 2008년 금융위기는 장외파생상품 거래에 기인하였다는데 큰 차이점이 있다. 이러한 차이점은 투자은행의 손실 규모가 과거 금융위기에 비해 절대적으로 큰 수준이라는 점에서도 나타나고 있다. 2008년의 금융위기의 원인은 두 가지 차원에서 살펴볼 수 있다. 첫 번째는 미국 주택시장의 거품붕괴이다. 1990년말 이후 미국의 저금리정책에 따라 축적되어 온 미국의 주택가격에서의 거품붕괴는 주택담보대출의 부실화

를 심화시켰다. 특히 주택가격 거품이 지속되는 가운데 비우량대출이 크게 확대되었던 것은 상황을 더욱 악화시키는 요인이 되었다. 다음은 이러한 비우량 주택담보대출은 과거와는 달리 CDO 및 CDS 등 보다 복잡한 새로운 형태의 장외파생상품을 통해 유동화 되었는데 주택가격의 거품붕괴는 CDS 및 CDO 등의 형태로 이루어진 장외파생상품 시장의 급격한 신용경색을 초래하였고 이에 따라 금융기관의 부실이 폭넓게 확산되었다는 것이다. 장외파생상품거래는 규제와 감독을 받을 의무가 없기 때문에 거래시스템의 이상이 발생할 경우, 장외파생상품거래가 지나는 불투명성으로 인해 경제전반에 미치는 파급효과가 클 수밖에 없다.

앞서 언급한 바와 같이 이러한 인식하에 세계 각국은 장외파생상품시장의 투명성 및 안정성을 제고하기 위해 장외파생상품에 대한 감독과 규제를 강화하기 위한 조치를 취하고 있다. 특히 장외파생상품시장에 대한 투명성 및 안정성 제고를 위해 중앙청산소(CCP, Central counterparty)와 거래정보저장소(Trade repository) 등의 장외파생상품시장 인프라 구축에 대한 관심이 증대하고 있다. 즉, 장외파생상품거래에 대한 규제 및 감독에서 장외파생상품과 관련된 위험을 줄이는 것이 가장 큰 이슈로 부각되고 있는데, 이에 대한 방안으로 CCP 및 Repository를 활용하는 것이 핵심이 되고 있다.

우리나라 금융시장의 경우 장외파생상품의 거래 비중은 아직 크지 않은 편이며 특히 글로벌 금융위기 확산의 주요인으로 지적되고 있는 CDS의 거래는 미미하다고 할 수 있다. 또한 장외파생상품시장에 대한 감독도 한국은행과 금융감독원을 중심으로 폭넓게 이루어지고 있다. 이러한 점을 고려할 때 우리나라 금융시장에서 장외파생상품이 시스템 리스크를 야기 시키는 요소로 작용하기는 어려울 것으로 판단된다. 따라서 규제 또는 감독 차원에서 현재 주요 선진국에서 논의되는 CCP와 Repository 등 장외파생상품시장의 투명성과 안정성을 강화하기 위한 장치의 필요성은 당장에는 높지 않은 것으로 평가될 수 있다.

그럼에도 불구하고 우리나라에서는 장외파생상품시장의 활성화라는 측면에서 인프라 구축이 필요하다. 즉, 자본시장 통합에 따른 금융환경 변화에 대한 대응과 국제경쟁력 있는 금융시장을 달성하기 위해서 장외파생상품거래의 불안정성이 필수적으로 개선되어야 할 것이다. 장외파생상품시장 인프

라 구축이 성공적으로 정착될 경우, 거래의 안정성을 높여 장외파생금융상품 시장의 활성화를 기대해 볼 수 있으며 향후 예상되는 장외파생상품거래에서 발생할 수 있는 시스템 위험에 대한 효과적인 대응이 가능해질 것이다. 더불어 금융인프라 구축을 통한 파생금융상품거래의 안정성 개선은 거래시스템의 질적 도약을 가져와, 아시아 금융시장에서의 주도권 확보에 용이하게 작용할 수 있을 것으로 기대한다. 이러한 측면에서 우리나라에서도 CCP 도입 등 장외파생상품시장 인프라 구축을 추진해야 할 것이다.

이러한 배경하에 본 연구는 우리나라 장외파생상품시장의 투명성 및 안정성 제고를 통한 활성화를 위한 인프라 구축 방향을 제시한다. 넓은 의미에서 증권시장의 인프라는 매매체결, 매매확인, 청산 및 결제와 관련된 시스템 모두를 지칭하는 것이나 본 연구에서는 최근 전세계적으로 주요 이슈가 되고 있는 청산단계에서의 인프라 구축에 대해 논의를 집중한다. 현재 우리나라에는 청산만을 전담하는 기구는 존재하지 않고 있으나 1990년대 이후 주요 거래소는 별도의 기구를 설립하여 청산을 전담하게 하고 있으며 청산기구는 모든 거래의 거래상대방(counterparty)으로서의 역할, 즉 CCP 기능을 수행하고 있다. 여기서는 CCP의 기능, 효익과 비용에 대해 살펴보고 CCP와 관련된 산업조직과 소유 및 지배구조 관련 이슈를 소개하고 분석한다. 이를 바탕으로 우리나라에 CCP를 도입하기 위한 기본 방향을 제시한다.

## II. CCP의 의의

### 1. CCP의 기능과 성격

거래후 프로세스 (post-trading process)는 청산(clearing)과 결제(settlement)의 두 단계로 구성된다. 청산은 거래당사자의 채권과 채무(obligation)가 확정되는 단계이다. 청산 단계에서 청산소가 거래참가자의 법적인 거래상대방의 역할을 수행하는 경우, 청산소는 CCP의 역할을 수행하게 된다. 청산 단계에서 CCP가 이용되는 경우 거래상대방의 신용리스크는 CCP의 신용리스크로 대체된다. 즉, CCP는 거래에서 발생하는 거래상대방 리스크를 집중시키고 이를 재할당하는 역할을 하는데 이 과정에서 CCP는 시장안정성을 제고시키는 기능을 수행한다. 이 같은 측면에서 CCP의 핵심 기능은 거래상대방리스크의 감축을 통한 시장안정성 제고라고 할 수 있다. 이러한 CCP의 기능은 CCP의 산업조직 및 지배구조에 중요한 시사점을 주고 있다. 즉, CCP 산업에서 독점체제와 경쟁체제 가운데 어느 것이 바람직한가, CCP를 영리조직화하는 것과 비영리조직화하는 것 가운데 무엇이 바람직한가, 또한 CCP의 소유구조와 지배구조는 어떠한 방식으로 설계되어야 하는가 등을 결정하는데 CCP의 기능은 주요한 고려 사항이 된다.

CCP는 모든 거래에서 법적인 거래상대방 (legal counterparty) 역할을 수행하는데 CCP의 거래상대방 역할은 경개(novation)를 통해 실행된다. 이러한 CCP의 역할은 CCP에게 거래참가자를 모니터할 뿐만 아니라 CCP로 하여금 리스크를 통제하기 위한 정보를 획득하게 하는 인센티브를 부여한다. 이에 비해 시장참가자는 본질적으로 CCP외에 다른 시장참가자의 신용리스크를 동질적인 것으로 평가할 수 있으며 이에 따라 리스크평가 비용을 대폭 감소시킬 수 있다. 이는 CCP의 가장 중요한 기능이며 소위 “리스크관리에 대한 시장 전체의 집합적인 투자”로 일컬어진다.

이 같이 CCP의 기능은 리스크관리로 집약될 수 있으며 CCP는 리스크의 효과적이고 효율적인 관리를 위해 다양한 리스크관리 수단을 사용한다. CCP의 리스크관리 수단은 다음과 같은 것들이 있다. 첫 번째가 회원자격제도로써 여기에는 자기자본 요건 등이 포함된다. 가장 보편적인 리스크관리 수단

은 담보로서 CCP는 시장변동에 대한 안전장치로 개시증거금(initial margin)을 부과하며 시장변화에 따른 참가자의 포지션을 모니터하고 추가적인 담보, 즉 변동증거금(variation margin)을 부과한다. 이에 따라 담보관리(collateral facility)는 CCP의 리스크관리에서 핵심적인 요소로 간주된다. CCP는 또한 참가자의 담보 이상의 손실이 발생하는 경우에 대비하여 손실분담제도를 마련하고 있다. 이러한 손실의 상호화(mutualization of losses)는 CCP의 기능을 보장하기 위한 마지막 안전장치이다. 이는 특정 참가자의 실패가 다른 참가자에게 전이되는 소위 잠재적인 spill-over effect를 축소하는 역할을 한다. 그러나 손실의 상호화는 CCP를 이용하는 시장참가자로 하여금 포지션을 확대하게 하는 요인으로 작용하여 잠재적인 CCP의 리스크를 확대시키는 등 시장 전체의 리스크 수준을 높일 수 있다.

이외에 CCP의 효익으로 다자간 차감을 들 수 있음. 다자간 차감은 리스크 노출을 상당 부분 축소할 수 있다. 이는 유동성을 제고하고 시장의 깊이를 확대하는데 도움이 된다. 한편 정보흐름의 중앙집중화와 표준화로 CCP는 리스크관리에서 규모 및 범위의 경제를 누릴 수 있다. 또한 거래에 대한 일반 관리 측면에서도 규모의 경제로 비용을 절감할 수 있다. 예를 들어 한 참가자의 실패가 발생하는 경우 해당 참가자의 거래상대방이 되는 모든 참가자가 실패 처리 비용을 부담해야 했으나 CCP가 존재하는 경우 실패 처리 비용은 CCP만이 부담하여 전체적인 비용 절감 효과를 누릴 수 있다. 마지막으로 CCP는 trade capture, trade matching, reporting requirements, 차감계산 담보평가 등의 후선업무를 중앙집중화함으로써 비용을 절감시키는 기능을 수행한다.

이 같은 CCP의 기능과 성격은 CCP가 공공재적 성격을 갖고 있다는 것을 시사한다. CCP는 거래소의 한 기능으로 발전해 왔으며 거래소의 주식회사화 및 영리화에 따라 CCP도 영리화하는 경향을 보이기도 한다. 미국 및 유럽에서는 일부 동일한 상품에 대해 복수의 CCP가 경쟁관계에서 운영되고 있기도 하다. 그러나 CCP의 기능이 시장 전체의 리스크를 축소하여 시장 안정성을 제고하는데 있다는 점에서 CCP의 공공적 측면을 살펴볼 수 있으며 CCP가 전형적인 규모의 경제 혜택을 볼 수 있는 점에서 CCP의 자연독점적 성격을 살펴볼 수 있다. 현재 유럽에서는 증권시장 하부구조인 증권결제기구

(CSD)와 CCP의 통합 움직임이 활발히 이루어지고 있으며 통합의 방향과 효익에 대한 논의도 심도 깊게 진행되고 있다. 이러한 움직임은 유럽에서의 증권거래의 안정성을 제고하고 거래비용을 감축하려는 것이 목적이거나 CCP도 CSD와 같이 utility의 성격이 있음을 시사하는 것이다. 실제 CCP는 전통적으로 한 국가의 한 시장에서 서비스를 제공해왔으나 최근 들어 국경간 다수의 시장에서 서비스를 제공하는 방향으로 확장되고 있다. 이러한 추세는 보다 효율적인 담보관리를 선호하는 시장참가자에 의해 강화되고 있다.

## 2. CCP 도입의 효익과 비용

CCP를 도입하는 경우 바람직한 산업조직과 소유 및 지배구조가 무엇인가를 결정하는데 고려해야 하는 또 하나의 사항은 CCP의 효익과 비용이다. CCP는 리스크를 집중화시켜 관리함으로써 시장안정성을 제고한다는 효익을 제공하지만 거래비용이 증가하는 등의 비용이 소요된다. 여기서는 CCP의 효익과 비용을 평가하고 CCP의 효익을 극대화하고 비용을 최소화하는 CCP의 산업조직과 소유 및 지배구조의 논의에 대한 기본 자료를 제시한다.

### 가. CCP의 효익

CCP를 통한 거래의 가장 큰 효익은 신용리스크, 즉 거래상대방 리스크의 감축이다. CCP를 통하는 경우 우선 차감을 통해 시장 전체의 신용리스크 노출을 축소할 수 있다. 또한 양자간 리스크 노출을 단일의 낮은 리스크 노출로 전환할 수 있다.

다음으로 CCP를 통해 거래하는 경우 금융회사는 자기자본 부담 감축을 통한 수익성 제고의 혜택을 볼 수 있다. CCP를 통한 거래는 거래상대방 리스크를 감축 또는 제거할 수 있어 자기자본 확보에 대한 부담을 축소할 수 있으며 감축된 자기자본 부담은 수익성 제고를 위해 사용될 수 있다.

한편 CCP를 이용할 경우 운용리스크를 축소할 수 있으며 업무 부담을 줄어들어 후선업무의 전반적인 효율성을 제고하는데 도움이 될 수 있다. CCP를 통한 거래는 후선업무 부담을 줄일 수 있어 back-office의 효율성을 제고

할 수 있으며 STP 등의 적용으로 운영리스크를 축소할 수 있다.

CCP의 도입은 거래의 익명성을 제고할 수 있는 장점이 있다. CCP의 등장으로 CCP가 거래상대방 리스크를 부담함에 따라 시장참가자는 거래상대방을 확인할 필요가 없게 된다. 유동성이 풍부한 시장의 경우 이는 실질적으로 거래의 익명성을 제고하는 효과를 가져오며 이에 따라 거래가 활성화되고 시장의 깊이가 깊어짐에 따라 거래비용의 감소와 연결될 수 있다. 그러나 CCP의 익명성 제고 효과는 불분명한 측면이 있다. 모든 장외파생상품 거래를 CCP를 통해 실시할 경우 이전에 금융기관간 양자간 거래에 관련된 거래 내역이 모두 CCP에 보고되므로 CCP가 거래참가자 익명성 보호장치 장치를 완벽히 마련해놓지 않는다면 오히려 양자간 거래시보다 익명성이 훼손될 우려도 존재한다. 이 경우 CCP는 장외파생상품거래를 위축시키는 요인으로 작용할 가능성이 있다.

다음으로 시장참가자의 확대를 들 수 있다. CCP의 도입은 그 동안 신용이 부족하여 시장참가가 어려웠던 소규모 시장참가자의 시장참여가 가능해질 수 있다. 양자간 거래에서는 거래상대방에 대한 신용 리스크에 대한 검증에 상대적으로 많은 비용이 소요되고 거래당 거래후 프로세스 비용이 높아 딜러들은 소규모 시장참가자의 소액거래를 회피하게 된다. 이에 따라 양자간 거래에 소규모 시장참가자가 장외파생상품 거래에 참여하기는 어렵다고 할 수 있다. CCP는 거래후 프로세스 비용을 감축하고 참가자의 신용을 균질화 시킴으로써 소규모 거래가 가능하게 하는 역할을 할 수 있다.

## 나. CCP의 비용

CCP의 도입에 긍정적인 효과만 있는 것은 아니다. 시장참가자들이 CCP 도입에 대해 가장 우려하는 사항은 오히려 거래 비용이 증가할 수 있다는 점일 것이다. CCP가 도입되는 경우 일반적으로 CCP의 리스크관리의 일환으로 CCP에 참가하는 회원의 자격은 엄격히 제한된다. CCP 회원은 회원의 파산 등으로 인한 시장 혼란을 방지하기 위해 파산기금(Default fund)에 기여하여야 한다. 또한 복수의 CCP가 존재하는 경우 시장참가자는 복수의 CCP에 모두 회원으로 참가해야 할 필요가 있을 수 있는데 이 경우 CCP 회원



관리 비용이 소요된다. 한편 시장참가자가 가장 부담스럽게 느끼는 비용은 담보와 관련된 것이다. CCP는 리스크관리 차원에서 시장참가자에게 개시증거금(initial margin)과 변동증거금(variation margin)이라는 형태로 증거금(margin)을 부과하고 이를 매일 조정하는데 증거금 납부는 시장참가자에게 상당한 부담으로 작용할 수 있다.

CCP와 관련된 보다 심각한 비용은 집중리스크(concentration risk)의 확대라는 점이다. 2008년 금융위기 이후의 CCP 도입 논의는 시장을 투명화하고 시장참가자의 리스크를 통제하여 시스템리스크 발생 가능성을 축소하자는데 목표하에 진행되어 왔다. CCP의 기능 가운데 하나는 리스크의 집중으로 리스크 집중에 따라 전체적인 시스템 리스크가 확대될 수 있다. 특히 CCP의 리스크관리의 실패는 재앙적인 결과를 초래할 수 있다.

리스크의 집중과 관련하여 CCP는 한 시장의 시장 불안 문제를 시장간에 이전시키는 소위 전염효과(contagion effects)를 확대할 수도 있으며 이는 급속히 시스템리스크로 확산될 수 있다. CCP에 의한 전염효과는 교차청산 및 교차증거금에 의해 발생한다. 교차청산 또는 상품간 청산(cross product clearing)이 이루어지는 경우, 상품별 청산의 경우보다 리스크의 집중은 보다 확대된다. 이는 특히 시장참가자가 상품별로 구분되어 있는 경우 보다 현저하게 나타날 수 있다. 특정 시장에서 시장참가자의 파산이 발생하는 경우 교차청산하에서는 그 영향은 곧바로 다른 시장으로 전파될 수 있는데 이는 특정 시장참가자의 그룹이 다른 참가자 그룹에 영향을 미친다는 것을 의미한다. 이 경우 시장참가자 그룹간에 신용도 차이가 있다면 결국 교차청산은 우량참가자가 비우량참가자의 리스크를 분담하는 것이며 나아가 우량 참가자가 비우량 참가자에게 보조금(subsidy)을 지급하는 것으로 해석될 수 있다. 다. 교차증거금(cross margin)의 경우도 동일한 부작용이 발생할 수 있는데 사실상 교차청산은 교차증거금과 동일한 의미를 갖는 것으로 볼 수 있다.

리스크가 CCP로 집중된다는 측면에서 CCP의 도덕적 해이는 시장 안정성을 저해하는 것은 물론 시장효율성을 악화시키는 요인이 될 수 있다. 리스크의 과도한 집중은 CCP의 실패를 허용하는 것이 곤란한 상황으로 연결될 수 있으며 이는 CCP의 도덕적 해이 문제를 야기한다. 이는 특히 CCP가 영리조직으로 운영될 때 보다 심각하다. CCP는 CSD와 같이 utility적 성격이 강한

산업이나 역사적으로 거래소의 한 부문으로 발전해오는 가운데 거래소의 주식회사화(demutualization)과 더불어 영리조직화 된 사례를 미국 및 유럽 등지에서 쉽게 찾아 볼 수 있다. 이 같이 영리조직화된 CCP가 CCP의 이익을 과도하게 추구하는 경우에도 CCP의 실패가 시스템리스크와 직접 연결되는 것을 우려하여 이에 대한 통제가 어려울 수도 있다.

CCP 도입과 관련하여 다음으로 지적할 수 있는 문제는 시장 전체의 리스크 부담 수준의 증가 가능성이다. 물론 리스크 부담 수준의 증가가 반드시 문제가 되는 것은 아니나 CCP로 인해 시장의 리스크 부담 수준이 과도하게 높아질 가능성이 있다. 리스크를 손쉽게 CCP에 이전하는 것이 가능해짐에 따라 일부 시장참가자는 보다 높은 수준의 리스크를 부담할 수 있지만 거래로부터의 비용 및 손실을 모두 부담하지 않는 경우도 있을 수 있다. 이에 따라 시장 전체의 리스크 수준이 확대될 수 있다.

복수의 CCP간 존재하는 경우 CCP간의 경쟁 역시 시장 전체의 리스크 부담 수준을 증가시키고 결국 경제 전체적으로 높은 비용 부담 요인이 될 수 있다. 복수의 CCP가 존재하는 경우 각 CCP는 경쟁 상대 대비 경쟁력 강화를 위해 보다 완화된 리스크관리를 적용할 수 있다. 증거금 수준의 인하 등 완화된 리스크관리는 시장참가자의 거래비용을 낮추는 요인이 되므로 시장참가자는 보다 완화된 리스크관리가 적용되는 CCP를 선호할 것이다. 따라서 경쟁관계에 있는 CCP는 고객 확보를 위해 리스크관리 수준을 완화할 가능성이 있다. 이는 CCP의 부실화를 초래할 수 있으며 CCP의 부실화는 시장에 보다 높은 비용 부담 요인이 될 수 있다.

#### 다. 평가

이상에서 살펴본 바와 같이 CCP는 거래상대방 리스크를 집중화시켜 관리한다는 효익을 시장에 제공해주는 반면 리스크관리와 관련된 시장참가자의 비용이 증가하고 잘못 운영되는 경우 오히려 시스템리스크를 확대시킬 수도 있다는 문제점을 안고 있다. 현재 전세계적으로 장외파생상품에 대해 CCP 도입이 논의되는 것은 2008년 세계 금융위기 이후 거래상대방 리스크를 축소하여 일부 시장참가자의 파산이 시스템 리스크로 확산되는 것을 방지할

필요가 있다는 것을 경험하였기 때문이다. 그런데 미국 및 유럽에서 표준화된 장외파생상품에 대한 CCP 거래 의무화에 대해서는 일부 금융회사가 강한 반대를 표시하는 등 논란이 있는 것은 역시 비용과 관련된 문제 때문이다.

그러나 이보다 문제가 되는 것은 CCP 산업의 산업조직과 소유 및 지배구조에서 발생될 수 있는 문제점이다. 앞에서 언급된 CCP의 문제점 가운데 일부는 특히 CCP가 역사적으로 존립해왔던 미국과 유럽에서 보다 심각하게 나타나는 문제점이다. 이미 언급된 바와 같이 미국 및 유럽에서 CCP는 거래소와 더불어 발전해왔으며 이에 따라 CCP의 공공적 성격에도 불구하고 영리목적의 사적 소유형태와 공공적 소유 형태가 공존하고 있으며 산업조직 측면에서 독점적 체제와 경쟁적 체제가 병립하고 있다. 앞에서 언급된 완화된 리스크관리와 이로 인한 시스템리스크의 확대, CCP의 도덕적 해이 등은 이러한 환경에서 보다 심각하다.

우리나라와 같이 CCP가 존재하지 않는 상황에서 CCP를 새로이 도입하는 경우 CCP의 효익을 극대화하고 CCP로 인한 문제점 및 비용을 최소화하는 방향으로 제도를 도입할 필요가 있다. CCP와 관련된 많은 문제는 CCP 산업의 산업조직과 소유 및 지배구조에서 발생하고 있다는 사실을 앞에서 확인할 수 있는 바 CCP를 신규 도입하는 상황에서 이러한 문제는 충분히 해결할 수 있는 것으로 보인다. 다만 증거금 부담, 파산기금에 대한 기여, 회원제 적용에 따른 일부 기관의 시장접근 제한 및 비용 증가 가능성은 시장투명성 및 안정성 제고의 비용으로 인식해야할 필요가 있다. 또한 이러한 비용은 CCP로 인해 실제적으로 시장참가자의 후선업무 운영 비용 지출 감소로 상쇄될 수 있다.

### Ⅲ. 우리나라의 장외파생상품시장 인프라 개편 동향

#### 1. 우리나라에서의 장외파생상품시장과 시스템 리스크<sup>1)</sup>

국내 장외파생상품시장 규모는 2008년말 잔액 기준으로 4조 7,870억 달러에 이르고 있으나 이는 전세계시장 규모인 592.0조 달러의 1%에 못미치는 작은 규모이다. 국내 장외파생상품시장은 주로 금리 및 통화 관련 상품에 집중되어 있으며 세계적으로 문제가 되고 있는 CDS시장은 잔액 6.4조원으로 매우 미미한 수준이다. 세계적으로 CDS 시장의 규모는 스왑시장 대비 10%를 크게 상회하는 수준이나 우리나라의 경우 0.2% 수준으로 아직 초보단계이다. 우리나라 장외파생상품 시장의 이러한 현황은 적어도 우리나라에서 장외파생상품이 시스템 리스크를 유발하는 요인이 될 가능성이 높지 않다는 것을 시사한다.

더불어 우리나라의 장외파생상품시장은 해외의 경우와는 달리 이미 강력한 직접적인 규제 하에 있다는 점도 장외파생상품시장이 시스템 리스크 발생의 요인이 되기 어렵다는 것을 의미한다. 자본시장법에서는 금융투자업자에 대한 규제, 집합투자업자의 장외파생상품 거래 제한, 투자자 보호 등에 관련된 조항이 규정되어 있어 이미 장외파생상품에 대한 높은 수준의 규제가 이루어지고 있는 상황이다. 또한 장외파생상품에 대한 강력한 보고체계를 가지고 있어 적어도 규제 차원에서는 장외파생상품시장의 투명성을 상당 부분 확보하고 있는 것으로 볼 수 있다. 자세히 부연하면 국내 장외파생상품에 대한 거래정보 보고체계는 자본시장법에 근거한 파생상품 업무보고 체계와 외국환거래법에 근거한 외화전산망에 의한 파생상품 보고 체계가 있다. 파생상품 업무보고서는 자본시장법 제33조와 시행령 제36조에 의해 금융투자업자가 금융위원회에 업무보고서를 보고하도록 한 것이 근거 규정이다. 현행 파생상품 업무보고서로 보고되는 내용은 파생상품 거래현황, 장외파생상품 거래현황, 신용파생상품 및 비정형파생상품 현황, 파생결합증권 거래현황, 기초자산별 상품별 잔액현황, 기타 부속명세 등이다. 업무보고서의 주요한 특

1) 남길남, 거래정보저장소와 국내 파생상품 보고체계의 비교 및 시사점, KCMF Capital Market Perspective, 2009 vol. 1, no. 2

정은 신용익스포저 현황과 스트레스 테스트를 측정하여 보고하도록 하고 있다는 점이다. 그리고 신용파생상품에 내재하는 준거차주에 대한 상세한 정보를 파악하여 이자율·통화파생상품 세부상품별로 상품 쏠림 현상을 알 수 있도록 모니터링을 하고 있다. 현행 국내 파생상품 업무보고는 개별 거래정보 자체를 받기 보다는 사전에 정해진 분석틀(상품별/만기별 잔액, 스트레스 상황, 신용익스포저 등)을 각 회사가 가공하여 보고하도록 하고 있다는 특징이 있다.

**<표 1> 자본시장법에 근거한 파생상품 업무보고 내용**

내용	보고주기	
	장외파생 인가사	미인가사
이자율, 통화, 주식, 신용, 귀금속, 기타 금속, 농축수산물, 에너지, 기타 거래현황	분기	분기
장외거래 신용익스포저 등	월	분기
장외거래 스트레스 테스트	분기	-
신용파생상품 잔액, 신용사건 등 조기종결 조건 현황, 비정형파생상품 거래명세	월	분기
파생결합증권 잔액·상환·만기, 장외파생상품 증개주선 거래명세	월	-
신용파생상품 준거 차주별 잔액	월	분기
이자율·통화 상품별 잔액, 통화만기도래현황, 파생결합상품 기초자산별 잔액	월	-
파생상품관련 영업부문 손익현황	분기	분기
파생상품관련 대차대조표 잔액현황	월	분기
장외파생거래 투자자(전문, 일반) 구분 현황	분기	-

자료 : 금융감독원

외환전산망은 외국환거래법 제25조 및 외국환거래법 시행령 제39조에 의해 외국환거래, 지급 또는 수령에 관한 자료를 중계·집중·교환 또는 분석하는 기관인 외환정보 집중기관이 외환정보를 집중할 수 있도록 하기 위해 1999년 4월에 처음 구축되었다. 외환정보 집중기관은 외환전산망을 운영하는 기관으로 한국은행이 담당하고 있다. 외환전산망에 보고되는 자료 중 장외파생상품은 통화파생상품뿐만 아니라 이자율, 주식, 원자재, 신용, 파생결합상

품, 비정형상품 등 실질적으로 모든 상품을 포괄하고 있다. 장외파생상품의 보고 자료는 요약정보가 아니라 계약별 상세정보이며, 보고주기는 일별 보고를 원칙으로 하되 파생결합상품, 비정형파생상품, 신용파생상품에 대해서는 월별 보고를 받고 있다.

**<표 2> 외환전산망 참가기관 현황**

참가기관		기관수	중계기관	
보고 의무 기관	직접연결기관	국내은행	18	-
		외은지점	37	
		종금사	4	
		선물회사	12	
		외국환중개회사	8	
		기타	19	
	간접연결기관	자산운용회사	53	한국예탁결제원
		생명보험회사	21	생명보험협회
		손해보험회사	28	손해보험협회
		증권회사	54	KOSCOM
		한국거래소	1	
		여신전문회사	32	여신전문금융업협회
		지역농협	94	농업협동조합중앙회
이용기관	한국은행, 기획재정부, 국세청, 관세청, 금융감독원, 금융정보분석원, 예금보험공사, 국제금융센터	8	-	
합 계		388		

자료 : 남길남, 거래정보저장소와 국내 파생상품 보고체계의 비교 및 시사점, KCMICapital Market Perspective, 2009 vol. 1, no. 2

## 2. 우리나라의 장외파생상품시장 구조 및 인프라의 문제점

우리나라 장외파생상품시장에서 현저한 문제점 가운데 하나는 딜러 기능이 취약하다는 것이다. 딜러 기능이 미미함에 따라 시장은 브로커 중심으로 움직이게 되는데 특히 장외파생상품시장과 같이 거래량이 풍부하지 않고 시장의 깊이가 얇은 경우 작은 충격에도 시장이 쉽게 마비되는 현상이 발생할 수 있다. 또한 딜러 기능이 미미하다는 것은 시장에 딜러에 의한 유동성 공

급이 충분치 않다는 것으로 의미하는데 이 경우 가격변동성은 보다 확대될 가능성이 높으며 달러의 완충 역할 부재로 일부 참가자의 계약 불이행은 물론 이보다 작은 충격에도 시장은 혼란에 빠질 가능성이 매우 높다. 시장 유동성이 풍부하지 않은 상황에서 달러 기능이 미흡하다는 것은 거래비용이 높아질 가능성이 크다는 것을 의미한다. 이러한 점들은 고려할 때 우리나라 장외파생상품시장은 구조적으로 취약한 상황이라고 할 수 있다. 물론 그 규모가 상대적으로 매우 작아 장외파생상품시장에서의 문제가 전체 금융시장으로 파급될 가능성은 낮으나 장외파생상품시장 자체가 제 기능을 수행하지 못할 가능성은 충분히 있다고 할 수 있다.

한편 레버리지가 높다는 파생상품의 특성으로 인해 우리나라에서 장외파생상품거래에 대한 규제는 엄격히 시행되고 있으나 장외파생상품거래를 위한 인프라는 미미한 수준이다. 이에 따라 장외파생상품 거래에서 참가자의 운영리스크는 상대적으로 높은 수준에 있으며 거래상대방 리스크에 대한 관리도 제대로 이루어지지 않고 있다. 즉, 장외파생상품 거래에 대해서는 담보 관리가 제대로 이루어지지 않아 거래상대방 리스크에 노출되어 있으며 매매 확인 등 후선업무가 수작업으로 이루어지고 있어 운영리스크에도 노출되어 있다. 한편 거래의 불투명성으로 법적 분쟁 발생 여지가 높아 법적리스크 노출도 큰 편이라 할 수 있다. 이러한 문제는 향후 우리나라의 금융산업 선진화에 걸림돌이 될 수 있다. 따라서 현재 장외파생상품시장의 규모는 미미한 편이나 관련 제도를 정비하여 장외파생상품시장이 보다 활성화될 수 있는 기반을 구축할 필요가 있다.

### 3. 우리나라 장외파생상품시장 인프라 구축 동향

금융위기 이후 전세계적으로 장외파생상품시장에 대한 규제 강화에 대한 논의가 진행되는 가운데 우리나라에서도 장외파생상품시장의 인프라 구축을 위한 움직임이 시작되었다. 이미 여러 차례 논의된 바와 같이 우리나라 장외파생상품시장의 규모는 상대적으로 작은 수준이며 선진 주요국에 비해 감시 및 감독이 철저히 이루어지고 있어 사실상 시스템 리스크를 유발하는 요인이 되기 어렵다. 이는 사실상 선진 주요국에서와는 달리 우리나라에서 CCP

<표 3>

장외파생상품 인프라 개선 협의회 권고안

- 권고사항 1: 국내 장외파생상품시장의 거래상대방리스크와 시스템리스크의 감소를 위하여 원칙적으로 모든 표준적인 장외파생상품이 CCP 청산서비스를 이용하도록 한다.
- 권고사항 2: 장외파생상품 CCP 청산서비스 대상 상품을 중심으로 거래확인자동화시스템을 구축한다.
- 권고사항 3: 자본시장법을 개정하여 장외파생상품 CCP 청산의 법률적 근거를 마련한다.
- 권고사항 4: 장외파생상품 CCP 청산의 접근성과 개방성을 보장하기 위하여 청산회원이 아닌 시장참여자가 CCP 청산서비스를 이용할 수 있도록 자본시장법을 개정하여 장외파생상품 CCP 청산주선의 법률적 근거를 마련한다.
- 권고사항 5: 장외파생상품 CCP 운용주체는 서비스의 공익성을 확보할 수 있는 제도적 장치를 마련해야한다.
- 권고사항 6: 표준화가 용이하고 유동성이 상대적으로 풍부한 원화 IRS를 CCP 청산서비스의 일차 대상으로 한다.
- 권고사항 7: 준거대상(reference entity)이 국내 기업인 CDS에 대해서 CCP 청산서비스가 조속히 가능하도록 협의회가 적극적으로 노력한다.
- 권고사항 8: 장외파생상품 CCP의 청산회원은 CCP 운영의 안정성과 유동성을 고려하여 각 상품의 딜러와 핵심적 시장 참여자를 포함할 수 있도록 구성한다.
- 권고사항 9: 증거금과 일일정산은 참여회사의 급격한 유동성 부담과 평가불일치에 따른 위험부담 가능성이 있으므로 시장 참여자의 합의에 기초한 평가모형의 구축을 전제로 설계되어야 한다.
- 권고사항 10: 장외파생상품 CCP 운영주체는 위험기금의 적립방식, 적립규모, 사용방법을 합리적이고 투명한 방법으로 산출하고 이를 외부에 알려야 한다.
- 권고사항 11: 장외파생상품 CCP 운영주체는 딜러와 주요 시장참여자로 구성된 참여자대표기구(국제단체 포함가능)의 의견을 CCP 운영에 제도적으로 반영할 수 있도록 CCP 운영방침을 제정한다.
- 권고사항 12: 장외파생상품 CCP 운영주체는 서비스와 관련된 직·간접적인 비용체계를 투명하게 제시하여야 하며, 비용산정에 사용자의 이해를 담보할 수 있는 제도적 장치를 마련한다.
- 권고사항 13: 장외파생상품 CCP 운영주체는 해외 장외파생상품 CCP와 연계 서비스가 가능하도록 적극적으로 준비한다.



는 거래비용을 증가시키는 요인으로 작용할 뿐 시장안정성 제고라는 목적을 달성하는 수단이 아닐 수도 있다는 점을 시사하는 것이다.

그럼에도 불구하고 우리나라에서 장외파생상품시장에 대한 매칭서비스 이용, CCP 및 repository 설립 등이 논의되는 것은 규제의 국제 공조라는 측면에서 찾아볼 수 있다. 또한 CCP를 통하지 않은 장외파생상품거래에 대한 자기자본 부과는 금융회사의 경쟁력을 약화시키고 우리나라 장외파생상품시장의 발전을 제약할 수 있는 요인이기 때문에 시장 활성화라는 측면에서도 CCP 등의 설립이 필요하다. 이에 2009년 정부는 장외파생상품시장에 대한 CCP 및 Repository 도입 등 인프라 구축을 위해 업계, 학계 및 유관기관이 포함된 장외파생상품 인프라개선 협의회를 구성하여 2010년 2월 표준화된 장외파생상품을 대상으로 하는 CCP 서비스 도입에 대한 13개의 권고사항을 발표하였다. 권고안의 주요 내용은 <표 3>과 같다.

#### 4. 우리나라 장외파생상품시장 인프라 구축의 기본 방향

우리나라에서도 국제 흐름에 맞추어 2008년 12월 금융위원회는 '파생상품 시장 감독체계 개선 방안'을 발표하였는데 여기에는 CDS의 취급 제한에 관해서 국제 규제안과 공조한다는 내용과 파생상품으로 인한 시스템 리스크 발생 방지를 위해 인프라의 개선을 추진한다는 내용이 포함되어 있다. 인프라 개선에는 장외파생상품의 장내화 유도, 운영리스크 및 신용리스크 경감을 위한 인프라 구축 등 G20의 규제안과 유사한 내용을 담고 있다.

그런데 우리나라에서 제도 구축에서 특히 주의해야 할 점은 장외파생상품 시장의 활성화를 강조할 필요가 있다는 것이다. 이미 여러 차례 언급된 바와 같이 선진국에 비해 우리나라의 장외파생상품시장은 여러 측면에서 미흡하다고 할 수 있으며 아직까지 금융시장에 크게 문제가 되고 있지 않다. 이러한 상황에서 선진국 수준의 규제 강화는 자칫 시장참가자의 부담 증가로 인한 시장 침체로 이어질 가능성이 있다. 이는 국제적 공조 강화라는 측면에서 최근 논의되고 있는 국제기구 등의 장외파생상품시장 규제안을 가능한 많이 충족시킬 필요는 있으나 새로운 제도 도입이 시장참가자의 과도한 비용 증가로 이어지는 것은 피해야 한다는 것이다. 예를 들어 우리나라에서도 규제

의 국제적 공조라는 측면에서 CCP와 Repository의 설립이 필요할 이는 보이나 시장참가자들의 이들 기구 설립 비용 부담을 최소화할 필요가 있다. 다음으로 장외상품에 대한 과도한 장내화는 피하는 것이 바람직하다. 장외시장이 특히 미약한 우리나라 금융시장 상황에서 과도한 장내화 유도는 장외시장을 침체시키고 나아가 혁신적인 금융상품의 개발을 위축시키는 결과를 가져올 수도 있다. 따라서 장외상품의 장내화보다는 매칭 시스템의 도입 등 매매체결 이후 후선업무의 자동화를 통해 시장을 보다 투명화하는 것이 바람직하다.

## IV. CCP의 산업조직과 소유·지배구조

### 1. CCP의 산업조직과 이해상충 문제

CCP가 utility적 성격을 갖는다는데 대해서는 큰 이론의 여지가 없는 것으로 보인다. 일부에서 CCP를 유사 utility(quasi-utility)로 지칭하기도 하나 이는 역사적 발전 과정에서 일부 CCP가 거래소의 자회사로서 영리조직형태를 취하고 있기 때문인 것으로 추정된다. CCP는 거래소의 청산기능을 분리하면서 설립되기 시작하였는데 점차 독립기구화되면서 거래소상품은 물론 장외상품에 대한 청산기능도 수행하고 있다. CCP는 그 업무영역을 거래소 파생상품, 장외채권 등 장외현물상품에서 장외파생상품을 확대시켜나가고 있으며 일부 CCP는 거래소 현물상품에 대한 청산을 실시하고 있다. CCP는 이용자, 거래소, 중앙예탁기구 및 타 CCP와 밀접한 이해관계를 갖고 있으며 여기에서 여러 가지 이해상충의 문제가 발생한다. 이해상충의 문제는 CCP 제도의 효익을 축소하고 비용 및 리스크를 확대시키는 요인이 된다. 이러한 이해상충의 문제 가운데 상당 부분은 CCP의 산업조직과 소유 및 지배구조를 통해 해소될 수 있는 것들이다. 따라서 새로이 도입되는 CCP의 효익을 극대화하고 비용을 최소화하는 방향으로 설계되어야 하는 바 여기서는 CCP의 이해상충 문제와 산업조직의 문제에 대해 논의한다.

#### 가. CCP의 이해상충 문제

##### 1) 리스크관리와 관련된 잠재적 갈등

CCP는 시장에서의 거래를 촉진하고 시스템 참가자의 신용도를 제고하기 위해 설립된 제도이다. 즉, 여러 차례 논의된 바와 같이, CCP의 주요 기능 가운데 하나는 증권거래에서의 거래양방의 신용리스크를 부담하고 관리하는 것이다. CCP를 통한 거래에서 거래참가자의 신용리스크는 CCP에 이전된다. 따라서 CCP의 리스크관리는 필수적이며 리스크관리는 CCP의 핵심 기능이라 할 수 있다. 시장참가자의 신용리스크가 CCP에 집중됨에 따라 CCP의 리

스크관리 실패는 CCP 자체뿐만 아니라 참가자, CSD 등 관련 기관 및 전체 금융시스템에 심대한 영향을 미치게 된다.

이는 CCP의 리스크관리에 대해서는 공공의 이해가 관련되어 있다는 것을 의미하며 따라서 효과적인 지배구조에서는 리스크관리 프로그램이 반영되어야 한다는 것을 시사한다. 그런데 유럽 및 미국에서의 일부 CCP에서 보는 바와 같이 이 같은 사항은 CCP가 독립적인 법적 기관이 아니라 거래소의 한 부분으로 존재할 때 보다 특히 중요하다. 이것은 CCP에서의 엄격한 리스크관리가 거래소에 대한 수요를 감소시킬 수 있는 바 이에 대한 우려 때문에 거래소가 CCP의 리스크관리를 보다 완화된 수준에서 실시하도록 할 가능성이 있기 때문이다. 이러한 이해상충 문제는 최근 거래소의 주식회사화가 진전되면서 보다 심각해질 가능성이 있다.

리스크관리와 관련된 이해상충 문제를 해결하기 위한 주요 사항은 다음과 같다. 우선 리스크관리와 관련된 실질적인 의사결정이 CCP 및 관련 기관 또는 부문의 다른 기능과 관련된 고려에 의해 영향을 받지 않아야 한다. 이는 리스크관리와 관련된 CCP의 자원이 다른 활동에 필요한 자원과는 명료하고 분명히 법적으로 분리가 되어야 한다는 것을 의미한다. 또한 CCP의 시장참가자에 대한 파산 절차 적용을 지배하는 의사결정 프로세스도 독립적이어야 한다. 만일 CCP가 이용자에 의해 소유되고 있으며 또한 이들이 파산기금(default fund)에 기여하고 있는 경우, 파산 선언 및 파산기금의 사용과 관련된 의사결정 프로세스는 의사결정 지연 등 이용자의 부적절한 영향력 행사를 배제하는 방향으로 설계되어야 한다.

## 2) 지주회사 관련 이슈

최근 유럽에서의 매매, 청산 및 결제 하부구조의 통합으로 유럽에서는 매매부터 청산, 결제단계에 이르는 증권거래의 전단계를 운영하는 복합적인 그룹이 구축되고 있다. 이러한 그룹내에서 CCP는 실제적인 또는 잠재적인 이해상충의 문제를 갖고 있다. 즉 CCP의 이익의 희생하에 그룹내의 모회사 또는 다른 자회사의 이익이 추구되는 경우가 발생할 수 있다. 따라서 CCP의 지배구조는 그룹 전체의 지배구조에 대한 분석하에 설계되어야 한다.

이러한 증권결제 인프라에서 그룹의 전형적인 사례는 소위 사일로(silo)라고 불리는 것으로 거래소가 청산과 결제를 수직적으로 보유하고 있는 경우이다. 이 같이 수직적인 구조하에서의 이해상충의 사례는 다음과 같다. 첫째 이익배분이나 투자결정에서 거래소의 이익이 CCP 및 이용자의 이익에 우선될 수 있다. 둘째 매매, 청산 및 결제에 대한 각각의 IT 인프라가 그룹 전체의 동일한 IT 시스템에 근거하여 구축된 경우 CCP에 가장 적합하고 바람직한 IT 투자가 이루어지지 않아 보다 효율적인 CCP IT 시스템 구축이 저해되고 이에 이용자에게 대한 비용이 증가될 수 있다. 즉, 단일의 통합 IT 시스템이 각각의 별도의 전문 IT 시스템보다 비효율적일 수 있다. 셋째, 수직적 통합하에서는 서비스에 대한 가격 번들링(price bundling)이 가능한데 이는 한 서비스의 공급에 대한 보조금 지급이 가능하다. 예를 들어 매매체결 수수료는 낮게 받으며 매매후 프로세싱에 대한 수수료는 높게 받는 것이 가능하다. 이 경우 특정 서비스와 관련된 고정비용은 다른 서비스에 대한 수수료 부과를 통해 커버될 수 있다. 이러한 체제는 독점 또는 유사 독점(quasi-monopoly) 하에 있는 서비스에 대한 과도한 수수료 부과를 가능하게 한다. 넷째, 파산이 발생하는 경우 CCP 시스템 운영기관은 비소유자 또는 비회원의 희생하에 소유자 또는 거래소 회원 등 특정 집단에게 특혜를 줄 수 있다. 수평적으로 통합된 그룹 역시 단일의 독립적인 기관의 경우보다 그 정도는 낮으나 유사한 이해상충의 문제를 야기시킬 수 있다.

### 3) 공공 이익과 사적 이익간의 이해상충

청산시스템 또는 결제시스템은 독점 또는 유사독점(quasi-monopoly) 지위에 있는 경우가 빈번하다. 이는 공공의 이해와 이용자의 이해가 상충될 수 있는 요인이 된다. 유럽에서 증권결제 하부구조 개편과 관련된 논의에서 감독기관은 다음과 같은 두 가지 이슈에 주목하고 있는 것으로 알려져 있다.

첫 번째는 증권결제 인프라가 제공하는 서비스의 발전에 관한 것이다. 현재 CSD에서 제공하는 일부 서비스는 과거에는 경쟁체제하에서 제공되던 서비스였다. 예를 들어 최근 CSD는 신용 및 담보관리 서비스를 제공하고 있는데 이는 전통적으로 은행이나 보관기관(custodian)에 의해 제공되던 서비스

였다. CSD는 이러한 서비스를 결제서비스와 번들링하여 제공할 수 있는데 이는 앞에서 논의한 이해상충의 경우와 유사한 문제를 야기한다. 이는 CCP의 경우도 마찬가지로 CCP의 서비스 범위가 확대되는 경우 번들링에 의해 이해상충문제가 발생할 수 있음을 시사한다.

다음의 이슈는 그룹에 의해 제공되는 서로 다른 서비스 사이에 반경쟁적인 연계를 구축할 수 있다는 사실이다. 예를 들어 거래소 참가자에게만 CCP 서비스에 대한 접근을 허용하도록 하는 것이다. 이는 특히 거래소의 주식회사화가 진전됨에 따라 보다 심각한 문제가 될 수 있다. 거래소의 주식회사화에 따라 거래소 그룹의 목표는 주주의 부의 극대화가 될 것이며 이는 주주의 이익을 위해 공적 서비스의 이용을 제한하는 경우가 발생할 수도 있기 때문이다.

#### 나. CCP의 산업조직

이상에서 보는 바와 같이 CCP 제도의 도입에 의한 효과를 극대화하기 위해서는 CCP의 이해상충을 최소화하는 방향으로 제도를 설계해야 할 것이다. 이해상충과 관련된 여러 이슈는 CCP의 산업조직과 밀접히 관련이 되어 있다. 여기서는 CCP의 효익을 극대화하고 비용 및 문제점을 최소화하기 위한 CCP의 산업조직 형태에 대해 논의한다.

##### 1) 유럽에서의 CCP 경쟁체제 현황

현재 유럽에서는 동일한 시장에 다수의 CCP가 존재하고 있다. 이는 역사적으로 유럽의 금융시장이 국가별 및 상품별로 분리되어 있다가 유로화 도입 등으로 경제통합이 진행되면서 나타나는 문제이다. 경제 통합이 진전됨에 따라 시장참가자는 유럽 각국의 여러 시장에 광범위하게 참여하게 되었는데 이에 따라 시장참가자는 각각의 CCP의 회원으로 참가하여야 하는 문제가 발생하고 있다. 이는 한 금융회사가 다수의 CCP에 참여하여 시장에서의 활동이 증가함에 따라 비용이 증가하는 문제를 야기한다. 예를 들어 추가적인 담보가 필요할 수 있으며 법적 환경, 통제, 준법 절차 등에서 서로 다른 하

부구조를 마련하고 운영함에 따른 일반관리 비용의 증가가 있을 수 있다.

따라서 거래후 프로세스 비용 감축을 위해 CCP의 이질성을 축소할 필요가 강하게 대두되고 있다. CCP의 이질성 해소 방안으로 통합(consolidation), 업무처리 통일(process harmonization), CCP간 연계(linkage), 교차회원제도 등이 거론되고 있다. 이 가운데 가장 바람직한 방안은 CCP를 통합하는 것이라 할 수 있다. CCP간 통합은 잠재적인 규모의 경제와 범위의 경제를 실현할 수 있는 방안으로 현재 유럽에서 CCP간 통합은 가장 중요한 현안 가운데 하나가 되고 있다. CCP의 통합에 대한 논의는 거래소간 경쟁이 심화되면서 거래소의 합병 및 연합이 확산되는 가운데 CSD의 통합과 아울러 급속히 진행되고 있다.

유럽의 증권시장이 미국의 증권시장에 비해 거래비용이 높다는 점이 약점으로 지적되고 있는데 이러한 높은 거래비용은 대부분 청산 및 결제와 같은 후선업무 부문에서 발생하고 있는 것으로 파악되고 있다. 이에 딸 유럽에서 경제적 통합이 가속화되는 가운데 증권시장간 경쟁이 심화되면서 유럽의 증권시장의 경쟁력을 강화하려는 다양한 조치가 시도되고 있는데 CCP의 통합은 이러한 맥락에서 살펴볼 수 있다.

## 2) 유럽에서의 CCP 통합에 대한 논의

이제까지의 논의에 의하면 CCP의 통합은 바람직한 것으로 보인다. 그러나 유럽에서는 CCP의 통합 필요성 자체에 대한 논란도 있어 왔다. 이에 대한 논란은 주로 CCP 산업에서 제기해왔다. 이론적인 측면에서 CCP의 통합, 나아가서는 독점적 CCP의 출현이 바람직하다는 주장이 있다. 이러한 주장의 배경은 CCP의 비용은 고정비용적 성격이 강하며 청산에 대한 한계비용은 이론적으로 0이라고 할 수 있다는 데 있다. 이러한 주장에 의하면 CCP는 자연독점의 교과서적 특성을 갖고 있는 산업이라 할 수 있다. 그러나 CCP의 모든 비용이 고정비용은 아니며 비록 낮기는 하지만 한계비용이 0이 아니라는 반론이 존재한다. 이러한 주장은 특히 CCP의 기능이 확대됨에 따라 혁신과 관련된 비용은 커질 수 있다는 것으로 연결되고 있다. 앞서 언급한 바와 같이 이러한 주장은 주로 CCP 산업에서 제기되고 있다.

현재 유럽에서는 다수의 CCP가 존재하고 있으며 전술한 바와 같이 이는 거래비용을 증가시키는 요인 가운데 하나로 지적되고 있다. 앞서서와 같이 CCP 통합에 대한 논란이 있기는 하나 대부분 CCP는 자연독점적인 성격을 갖고 있으며 통합이 필요하다는 인식을 하고 있는 것으로 보인다. 특히 유럽에서 대다수의 시장참가자는 단일의 CCP를 목표로 하는 국경간 및 상품간 CCP 통합에 대해 찬성하고 있는 것으로 조사되고 있다.

이에 따라 유럽에서 CCP의 통합 방식에 대한 논의가 진행되고 있다. 유럽에서 현재 논의되고 있는 통합 방식은 상호경쟁을 통한 합병과 규제에 의한 통합이다. 그런데 이 논의에 의하면 유럽에서 경쟁을 통한 통합은 그 추진이 쉽지 않은 것으로 보인다. 그 이유로 우선 유럽에서 CCP 통합을 추진하는 규제기관이 필요한지는 불분명하다는 것이다. 이러한 주장에 의하면 자신의 이익을 추구하는 사적 기관인 CCP는 통합이 이해관계자에게 도움이 되는가를 스스로 판단하여 통합을 추진할 필요가 있다는 것이다. 이에 비해 규제에 의한 통합이 필요하다는 측의 주장을 살펴보면 CCP산업에서 실질적인 경쟁이 현재 어려운 상태이기 때문에 시장에 의한 통합이 진전되기 어렵다는 것이다. 이 같은 주장은 현재 유럽에서 상당수의 CCP 거래소와 청산 및 결제 기구의 수직적 통합 형태인 사일로(silo)로 발전되었다는데 근거를 두고 있다. 이에 따라 CCP는 해당 시장에서 독점적인 통제권을 보유하고 있으며 이는 CCP간의 실질적인 경쟁이 실현되기 어렵다는 것을 의미하고 있다.

이제까지의 논의를 정리하면 통합 논쟁에서 기본적인 인식의 차이는 효율성에 있다는 것을 알 수 있다. 이는 우리나라에서 새로이 CCP제도를 도입하는데 중요한 시사점을 주는 것으로 CCP산업에서 독점과 경쟁 가운데 어느 것이 더 효율적인가 하는 것이다. 여기서 효율성은 기술적 또는 운영적 측면의 효율성이다. CCP 통합에 대한 찬성의견의 근거는 자연독점적 특성을 갖고 있는 CCP의 통합으로 규모의 경제로 비용을 축소할 수 있다는 것이다. 한편 반대주장은 통합이 규모의 경제를 통한 비용 절감이라는 효익이 있으나 기술적 효율성 또는 운영상 효율성이 희생된다는 문제가 있다는데 그 근거를 두고 있다. 다시 말해 이는 독점에 따른 비용 증가가 규모의 경제에 의한 효익보다 클 가능성이 높다는 것이다.

이러한 논쟁에서의 문제는 리스크가 고려되지 않고 있다는 것이다. 유럽에



서의 논의는 기존의 분할적인 CCP 산업을 보다 효율화하는 것을 목적으로 하고 있다. 그러나 우리나라에서와 같이 기존의 CCP가 존재하지 않는 상황에서 새로이 제도를 도입하는데 있어서는 반드시 리스크에 대한 고려가 필요하다.

### 3) CCP 경쟁체제의 비용

Duffie and Zhu (2009)는 특정 파생상품 자산군에 대한 CCP의 소개는 거래상대방 리스크를 축소하고 담보에 대한 수요를 축소시키거나 하나 이상의 CCP가 존재하는 경우, 즉 경쟁체제가 도입되는 경우 효율성과 안정성을 모두 악화시킬 수도 있다고 주장하였다.

이들에 의하면 하나의 자산군에 대해 추가적으로 CCP를 도입하는 것은 차감 효율성을 축소할 수 있으며 따라서 담보에 대한 수요를 증가시키고 거래상대방 파산에 대한 노출을 확대할 수 있다. 단일의 CCP가 이미 양자간 차감에 비해 평균적으로 거래상대방 노출을 축소하고 있는 경우 동일 자산군에 대해 CCP를 추가하는 것은 효율성을 악화시킨다. 현재 미국의 경우는 CDS에 대해 ICE와 CME(Citadel과 joint venture) 등 2개의 CCP가 승인되었으며 유럽의 경우에는 NYSE-Liffe-LCH.Clearnet, Eurex, ICE Trust Europe, LCH.Clearnet SA 및 CME Group 등 5개의 CCP가 제안되고 있는데 이는 전반적으로 차감효율성을 축소하고 리스크를 확대할 우려가 있는 것으로 평가된다.

한편, 주식, 금리, 상품, 외환, 신용등에 대한 파생상품에 있어 CCP는 다자간 차감의 기회가 양자간 차감 기회의 상실분을 지배하는 경우에만 효과적이다. 또한 CCP는 특정 파생상품군에 대해서는 딜러의 수가 충분히 큰 경우에만 거래상대방 노출을 축소시켜 주는 것으로 나타났다. 현재 미국의 경우도 CDS에 대한 CCP는 이러한 조건을 충족하지 못하는 것으로 나타났다. 이는 CDS에 대해 CCP가 도입되더라도 거래상대방 리스크를 축소하지 못할 것이라는 것을 시사한다. 그러나, CDS와 IRS를 모두 청산하는 단일의 CCP는 상대적으로 낮은 수의 딜러에 대해서도 거래상대방 노출을 크게 줄일 수 있는 것으로 나타났다.

## 다. 평가

이제까지의 논의에 의하면 CCP는 금융시장의 하부구조로서 자연독점적인 성격이 강한 산업이라는데 큰 이견은 없는 것으로 보인다. 이론적인 측면에서 CCP가 독점적으로 운영될 때 효율성이 높다는 것은 여러 연구에서 지적되고 있다. 또한 경쟁체제에서의 CCP는 리스크관리에서의 이해상충으로 안정성을 오히려 악화시킬 수 있다는 점도 지적되고 있다. 실무적인 측면에서도 CCP의 통합은 필요한 것으로 지적되고 있으나 다만 독점적 CCP의 운영 효율성에 대한 염려도 존재하고 있다.

CCP는 원래 거래소 파생상품의 청산을 위해 도입되었으며 거래소별로 CCP 제공을 해오면서 발전하여 왔다. 이에 따라 현재 유럽에는 다수의 CCP가 존재하고 있으며 유럽의 경제적 통합, 특히 통화통합의 진전으로 금융시장의 통합이 가속화되면서 CCP산업에서도 국경간 경쟁이 이루지고 있다. 이러한 배경에서 유럽에서는 CCP의 통합에 대한 논의가 진행중인 바 대체적으로 단일의 CCP 설립은 어렵지만 기존 CCP의 통합은 필요한 것으로 인식되고 있다. 한편 CCP가 거래소 등을 포함하는 그룹의 일원으로 운영될 때 발생하는 이해상충의 문제는 시장 전반의 효율성을 악화시키고 나아가 시장 안정성에도 문제를 야기할 수 있는 것으로 지적되고 있다.

이러한 점들은 CCP의 역사적 배경을 갖고 있지 않은 우리나라에 CCP를 도입하는데 중요한 시사점을 주고 있다. CCP 도입에서 먼저 고려되어야 할 것은 CCP의 산업조직이다. 우리나라에서 CCP 제도 도입에 있어서 경쟁체제 방식을 취하는 것은 여러 가지 문제를 야기할 것으로 예상된다. 특히 우리나라의 장외파생상품시장 규모를 고려할 때 상품별 CCP의 도입도 규모의 경제 측면에서 매우 비효율적인 것으로 판단된다. 따라서 CCP는 독점적 형태로 도입되는 것이 바람직한 것으로 보이나 이 경우 운영 효율성 또는 기술적 효율성을 어떻게 확보할 것인가 하는 문제가 대두된다. 이 문제는 다음에서 보는 바와 같이 CCP의 소유 및 지배구조를 통해 어느 정도 해결될 수 있을 것이다.

다음은 CCP의 조직형태에 관한 이슈이다. 앞에서 논의한 바와 같이 CCP

와 관련하여 몇가지 이해상충의 이슈가 있는 바 이러한 문제는 CCP 도입이 오히려 시장효율성과 안정성을 악화시키는 요인이 될 수 있다. CCP를 거래소 또는 CSD의 일부 기능으로 도입하는 것은 CCP 도입의 비용을 축소하는데 큰 도움이 될 것으로 예상된다. 그러나 이 경우 이해상충의 문제를 해결하기 위한 여러 가지 장치를 마련할 필요가 있다. CCP를 기존의 거래소 또는 CSD와 지주회사 형태로 도입하는 방안 역시 비용 측면에서는 바람직한 방안으로 평가되지만 이 역시 이해상충 이슈에서 자유로울 수 없다는 문제가 있다. 특히 utility적 성격을 갖고 있는 CCP를 영리조직과 하나로 묶는 데는 보다 세심한 주의가 필요하다. CCP를 법적 독립 기관으로 도입하는 것은 이해상충 이슈를 최소화할 수 있는 방안으로 평가되나 소유 및 지배구조에 대한 설계가 필요하며 보다 많은 비용이 소요될 수 있다는 것이 문제점으로 지적될 수 있다. 또한 이 경우 시장참가자가 CCP 설립 비용을 부담해야 하는 이슈가 제기될 수 있다.

## 2. CCP의 조직형태와 소유 및 지배구조

### 가. CCP의 조직 형태

CCP와 CSD는 증권시장의 하부구조로서 조직형태 및 소유구조 관련된 여러 이슈를 공유하고 있다. CSD의 조직형태와 마찬가지로 CCP의 조직형태도 국가별로 상이하다. 그러나 은행법에 의해 은행으로 인가받아 운영되고 있는 LCH.Clearnet Group Limited의 자회사인 LCH.Clearnet, S.A. (프랑스)를 제외한 대부분은 CCP는 일반 상업기관(commercial entity) (일반 주식회사) 형태로 조직되어 있다. 미국과 영국의 경우 CCP는 법률 또는 감독당국에 의해 청산기관으로 지정을 받아야 한다. 우리나라의 경우 우리나라의 CSD인 한국예탁결제원(KSD)는 현재 주식회사 형태로 조직되어 있으며 비영리조직이다. 우리나라에서 은행법상 은행은 상당히 한정된 형태로 규정이 되어 있으며 현실적으로 CCP를 은행법에 의해 설립하는 것은 여러 가지 문제가 있다. 따라서 우리나라의 경우 CCP는 상업기관 즉 일반 주식회사 형태를 갖는 것이 바람직한 것으로 평가된다. 또한 우리나라에서도 자본시장법 또는 다른 규제

수단에 청사기관의 지위를 부여하는 것이 필요한데 특히 CCP가 제도화되는 경우 CCP는 이러한 조치에 의해 청산기관의 지위를 부여받아야 한다.

## 나. CCP의 소유구조와 지배구조

CSD의 경우와 같이 CCP의 소유구조는 지배구조와 관련이 깊으며 각국의 CCP의 소유구조는 다양하게 나타나고 있다. CCP는 시스템을 이용하는 시장 참가자에 의해 소유될 수 있으며 또는 제3자에 의해 소유될 수도 있다. 경우 모두 비영리(not-for-profit) 또는 영리(for-profit)으로 운영될 수 있다. 한편 CCP는 거래체결, 청산, 결제 등을 수행하는 기관에 소유할 수도 있으며 지주회사 그룹의 전부 또는 일부 소유 자회사로 구성될 수 있다.

일반적으로 CCP의 지배구조는 해당 국가의 기업지배구조 메카니즘이 반영되어 있다. 대개 CCP에 대해서는 일반기업과 동일한 회계기준이 적용되며 이사회 구성도 일반적인 기업지배구조 형태를 따르고 있다. CCP의 지배구조 상에서 발생하는 이해상충의 문제는 보다 복잡하기는 하지만, 일반적인 기업 지배구조에서 나타나는 이해상충의 문제, 즉, 소유자와 경영자간의 문제와 유사하다. 일반기업의 지배구조와 CCP의 지배구조에서 특히 차이가 나는 점은 CCP의 지배구조에는 이용자(시장참가자) 및 그 고객과 감독당국이라는 이해집단의 이해가 반영되어야 한다는 것이다.

기업지배구조는 일반적으로 이사회와 경영진의 책무 (accountability)를 보장하기 위한 내부 견제 및 균형 시스템을 구축하는 것이다. CCP는 관련 법 체계내에서 일반적인 기업지배구조 메카니즘을 수용하고 있다. 이러한 메카니즘은 기본적인 목표 가운데 하나는 주주로 하여금 이사회와 경영진의 성과를 평가할 수 있게 하는 것이다.

CCP의 조직형태와 소유 및 지배구조에 관한 이슈는 CCP의 산업조직과 더불어 CCP 도입의 효익 극대화와 관련하여 핵심적인 사항이다. CCP의 소유 및 지배구조는 CCP의 조직형태 및 산업조직과 관련이 깊다. 만일 CCP의 지배구조가 이용자와 감독기구의 이해를 완벽히 반영할 수 있다면 CCP의 소유구조는 크게 문제가 되지 않을 수 있다. 그러나 아무리 완벽한 제도를 구축하더라도 지배구조를 소유구조에서 완전히 분리하는 것으로 어려운 과

제라는 것은 경험적으로 잘 알려져 있다. 따라서 금융시스템의 안정성 확보에 필수적인 역할을 수행하여야 하는 CCP의 경우 소유구조는 매우 중요한 이슈이다. 특히 CCP가 독점적 형태로 제도화되는 경우 CCP의 운영 효율성 확보에 있어 소유 및 지배구조에 이용자가 직접 참가하는 것은 필수적이다. 이러한 형태는 적절한 규제가 있는 경우 이해상충의 문제를 가장 쉽게 해소할 수 있는 방안이 될 것이다.

#### 다. 거래소-CCP 관계에 대한 논의

현재 유럽과 미국을 중심으로 CCP와 관련하여 논란이 되고 있는 것 가운데 하나가 거래소와 CCP간의 관계이다. 역사적으로 거래소는 특히 거래소 파생상품에 대해 CCP 역할을 수행해왔다. 그런데 거래소의 주식회사화가 일반적인 추세가 되는 가운데 CCP의 역할이 장외파생상품으로까지 확대되면서 거래소와 CCP의 관계 정립에 대한 논의가 진행되고 있다.

현재 전세계적으로 거래소의 주식회사화(demutualization) 및 영리화(for-profit)가 진행되고 있으며 이에 따라 일부 거래소에 의해 소유되고 있었던 청산 및 결제기구도 영리화되고 있다. 이러한 추세는 해당 기구의 인센티브 구조 및 리스크 회피 정도에 큰 영향을 미치고 있다. 이와 관련하여 과연 지배구조가 리스크 프로파일의 서로 상이한 광범위한 서비스를 통합 제공하는 단일의 법적기관에 대해 적절한 경영을 보장할 수 있는 적합한 통제장치인가에 논쟁이 유럽에서 진행되고 있다. 일반적으로 리스크 노출 통제, 참가자 포지션 모니터링, 가격변화 등과 관련하여 거래소와 CCP 사이에는 밀접한 의사소통과 협력이 필요하다. 거래소와 CCP에는 잠재적인 갈등 요인이 있는데, 예를 들어 리스크관리를 위한 재원이 통합되어 있는 경우에 이해상충 문제는 심각한 이슈가 된다.

그런데 최근의 탈상호화는 상황을 보다 복잡하게 하고 있다. 일부 참가자가 거래소의 대주주가 되는 것이 가능하며 이 경우 해당 참가자는 CCP가 보유하고 있는 자원을 회수하는 방안을 모색할 가능성이 있다. 향후 거래소와의 관계에서 고려될 수 있는 거래소-CCP의 소유구조 모형의 대안으로 비영리조직화(not for profit), 상호소유(mutual ownership), 영리조직화

(for-profit) 및 복합적 구조(hybrids) 등을 들 수 있다. 상호지배모형(mutual governance model)과 관련된 주요 장점은 사용자들은 CCP의 존립과 관련된 장기적 이해를 보유하고 있으며 단기적 이득을 위해 이를 희생하지 않으리라는 것이다. 상호지배모형은 금융시장이 공공정책 목표와 부합되는 방향으로 운영되는 것을 보장하는 것으로 고려되어 왔으며 이러한 지배구조모형에서 벗어나는 경우 공공의 이익과 사적 이익을 일치시키는 것은 보다 어려운 과제라고 생각되어 왔다. 그러나 상호지배모형하에서도 여러 가지 문제가 있을 수 있으며 이 모형하에서도 공공의 이익과 사적 이익의 일치라는 혜택이 실현되지 않을 가능성이 있다.

이 같은 논의가 특히 유럽을 중심으로 진행되는 것은 CCP가 거래소의 한 부분으로 발전해 왔다는 역사적 배경에 기인한다. 따라서 새로이 CCP를 도입하는 경우에는 이와 같은 문제를 최대한 회피하는 것이 가능하면 CCP 도입에 반드시 고려되어야 할 사항이다.

## V. 해외 주요국의 증권시장구조와 CCP

파생상품을 포함한 증권거래는 크게 매매체결, 청산 및 결제의 단계를 거쳐 완료된다. 매매체결은 거래소, 전자거래플랫폼, 금융회사간 직접거래 등을 통해 이루어지며 청산은 CCP, 그리고 결제는 증권결제기구인 CSD (Central Securities Depository)에 의해 실시된다. 주요국의 증권시장구조는 매매체결, CCP 그리고 CSD간의 관계에 따라 크게 미국식, 영국식, 그리고 독일식으로 구분할 수 있다. 미국은 매매체결은 복수거래소와 장외시장이 경쟁하고 있으며 거래소별로 자회사 형태의 CCP를 보유하고 있는 경우도 있지만 전체적으로 독점적 지위를 갖는 CCP와 CSD가 하나의 지주회사에 속해 있는 구조로 간주할 수 있다. 영국의 경우는 미국과 같이 매매체결은 경쟁적으로 이루어지는 반면 CCP와 CSD는 별개의 독점적 독립조직이 수평적으로 통합되어 있는 형태이다. 이에 비해 독일은 지주회사가 거래소, CCP 및 CSD를 수직적인 형태로 보유하고 있는 구조이다. 특히 독일과 같은 형태의 증권시장구조는 사일로(silo)라고 불리운다.

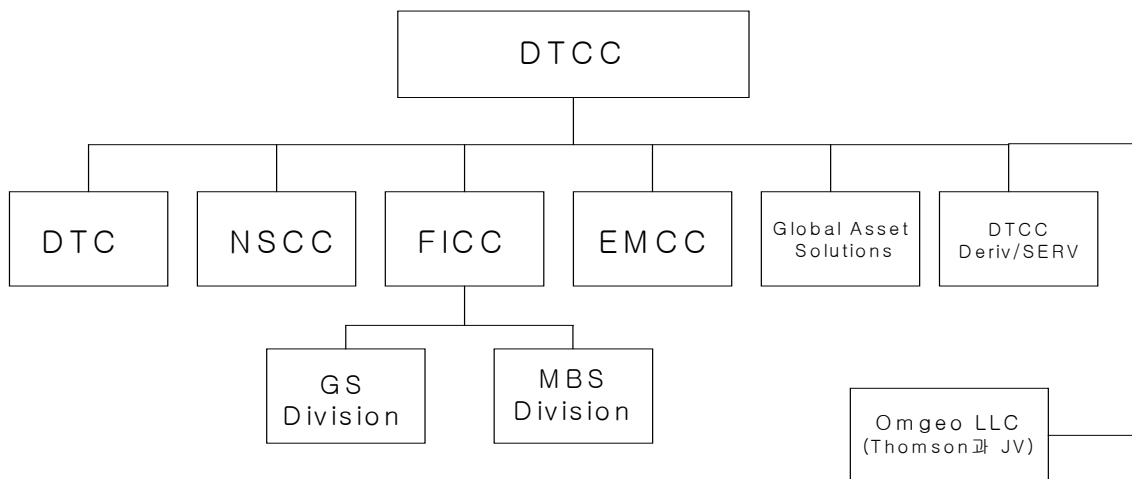
### 1. 미국

미국의 청산기관은 결제기구와 청산기구가 하나의 지주회사 아래 자회사로 편입되어 있는 구조이다. 지주회사는 청산기구를 100% 소유하고 있다. 미국의 청산 및 결제기구는 DTCC이라고 할 수 있는 바, DTCC는 지주회사로서 결제기구인 DTC와 청산기구인 NSCC와 FICC(Fixed Income Clearing Corporation) 등을 자회사로 편입하여 1999년 설립되었다. DTCC는 금융산업내의 이해관계자에 의해 소유된 비영리 utility(not-for-profit utility)로서 해당 업무에서 독점적 지위를 유지하고 있다. DTCC의 규제구조를 살펴보면 DTC는 뉴욕 은행법에 의해 제한적 목적의 신탁회사(limited purpose trust company)로 설립되었으며 NSCC와 FICC는 뉴욕 회사법(New York Corporation Law)에 근거하여 설립되었다. 이들은 모두 SEC에 청산기구로 등록되어 있다.

현재 DTCC의 자회사인 NSCC와 DTC는 서로 다른 소유 구조 형태로 뉴

육에서 1970년 대에 설립되었다. 당시에 각 거래소별로 여러 개의 청산기관과 예탁기구가 이미 설립되어 있었다. 1990년대들어 Midwest Securities Trust Company와 Midwest Clearing Corporation, Philadelphia Depository Trust Company와 Midwest Clearing Corporation, 그리고 MBS를 대상으로 하는 Participants Trust compny (PTC) 등 청산 및 예탁기구간 합병이 진행되었다. 1995년에 MBSCC는 NSCC의 시설을 이용하여 운영을 시작하였는데, 이들은 1999년 서로 독립적으로 경영되는 지주회사 형태로 합병이 되었다. 추후, MBSCC 와 GSCC는 DTCC의 자회사로 편입되었는데, 2003년 1월 1일부터 이 두 기관은 신규 설립된 FICC의 사업부문으로 편입되었다. PTC의 MBS와 관련된 사업은 Fedwire에 양도되었다.

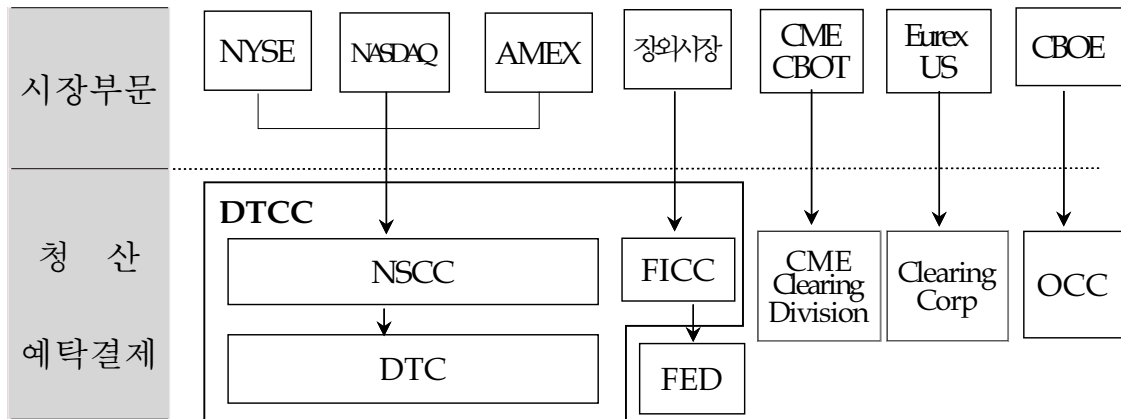
<그림 1> DTCC의 구성



미국의 증권시장을 살펴보면 청산 및 결제기관은 증권별로 이원화되어 있다. 주식과 회사채에 대해서는 NSCC 청산기관의 역할을 수행하고, DTC가 결제기관의 역할을 수행하고 있다. 한편, MBS를 포함한 국채에 대해서는 FICC가 청산기관의 역할을 수행하고, Fed가 결제기관의 역할을 수행하고 있다.

<그림 2> 미국 증권시장의 운영구조





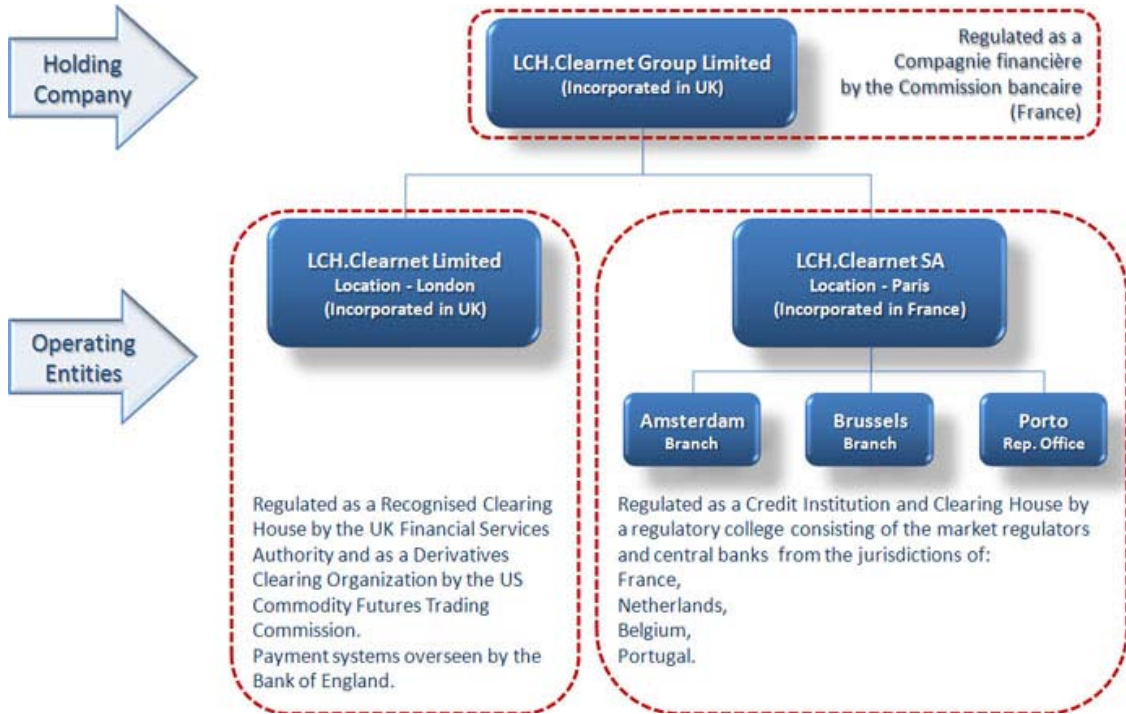
## 2. 영국

영국은 증권시장은 거래소, 청산기구, 결제기구가 수평적으로 조직되어 있는 구조이다. 증권시장의 하부구조라 할 수 있는 청산기구와 결제기구는 수평적으로 통합되어 하나의 기관이 독점적으로 해당 업무를 수행하고 있다. 영국의 증권시장 후선업무 운영구조를 보면 현물증권·선물시장의 청산은 LCH.Clearnet Group의 자회사인 LCH.Clearnet Ltd에서 담당하고 있으며 증권시장의 예탁결제는 Euroclear Bank의 자회사인 Euroclear UK & Ireland(EUI)에서 담당하고 있다.

LCH.Clearnet group은 2003년 LCH와 프랑스의 Clearnet의 합병으로 성립되었다. LCH와 Clearnet은 지주회사인 LCH.Clearnet Group을 설립하고 각각 자회사인 LCH.Clearnet Ltd와 LCH.Clearnet SA로 상호를 변경하였으며 주주는 Euronext Group 41.5%, LME·IPE 3.6%, 이용자 45.1%, Euroclear 9.8% 등으로 분포되어있다.

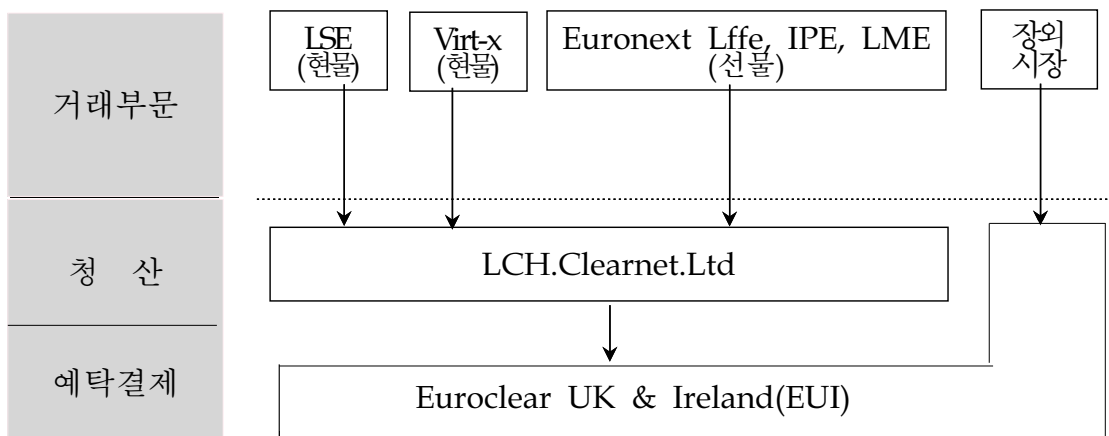
이와 같이 영국의 증권시장 후선업무는 현선물이 수평적으로 통합된 반면 청산과 결제의 수직적 기능은 분리된 기관들이 담당하는 구조를 가지고 있다. 한편 LCH.Clearnet Ltd.는 런던증권거래소의 거래 뿐 아니라 룩셈부르크 증권거래소, NYSE.Euronext, 스위스증권거래소인 SWX Europe Ltd의 거래에 대해서도 CCP 서비스를 제공하고 있어 국제적인 청산기관의 역할을 하고 있다.

<그림 3> LCH.Clearnet Group의 조직구조



자료 : LCH.Clearnet

<그림 4> 영국의 청산·결제제도 운영구조



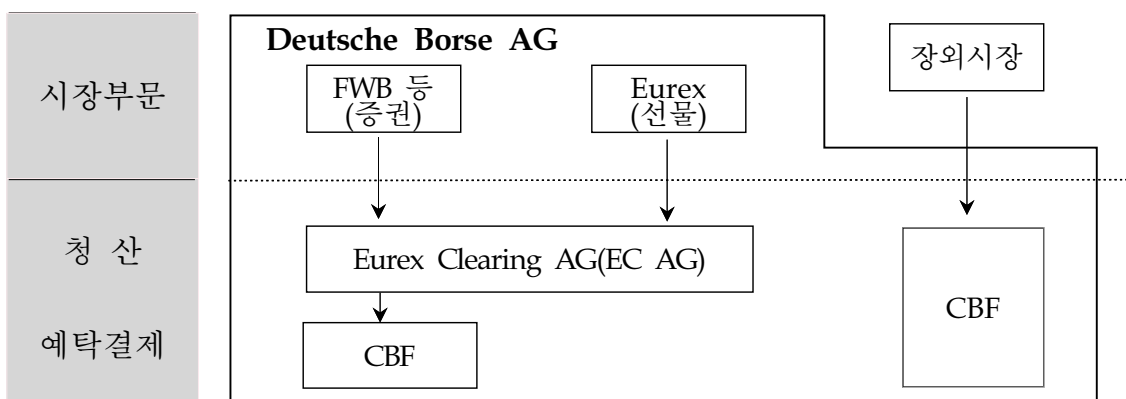
자료 : 한국예탁결제원

한편, LCH.Clearnet Ltd와 Euroclear UK & Ireland 양 기관은 공통적으로 영국 금융서비스법(Financial Service Act 1986)에 의한 공인 청산기관 (recognized clearing house)으로 지정되어 있다. 영국의 청산·결제 기관은 법적 정의 뿐 아니라 실제 업무담당 측면에서도 엄밀한 구별 보다는 상호 협력적인 업무분담을 수행하고 있다. LCH.Clearnet Ltd는 런던증권거래소의 SETS 거래에 대하여 CCP 역할을 수행하지만 다른 나라와는 달리 결제기관인 EUI가 청산업무의 일부를 수행하고 있다. 즉, LCH.Clearnet Ltd는 마진콜, 담보관리, buy-in 등 리스크관리 업무에 집중하는 반면, CCP 기능의 일부인 결제지시(Central Sponsor Service)와 결제차감(settlement netting) 서비스는 EUI가 제공하고 있다.

### 3. 독일

독일의 증권거래와 관련된 기관 측면에서의 특징은 거래소, 청산기관 및 결제기관이 지주회사인 Deutsche Börse AG에 의해 소유되고 있다는 것이다. 독일의 증권거래는 프랑크푸르트 증권거래소 (증권), Eurex (선물 및 옵션), 장외채권전자거래시스템 (Eurex Bonds GmbH), 장외Repo거래시스템 (Eurex Repo GmbH) 및 장외시장 등에서 이루어지고 있다. 프랑크푸르트 증권거래소 (FWB)는 독일에서 가장 큰 증권거래소이며 민간영리기업인 Deutsche Börse AG가 운영한다. Deutsche Börse AG는 주식회사로서 프랑크푸르트 거래소에 상장되어 있다.

<그림 5> 독일의 증권시장 운영 구조

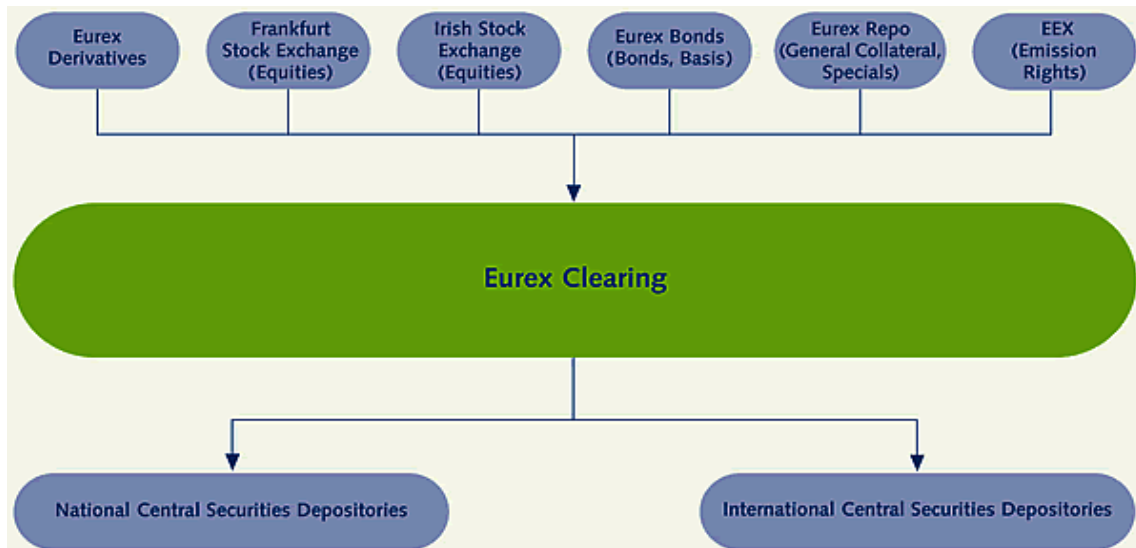


자료 : 한국예탁결제원

독일의 청산기관은 Eurex Clearing AG로서 독일의 선물옵션거래소인 Eurex Frankfurt AG의 100% 자회사이다. Eurex Clearing AG는 프랑크푸르트 거래소, Eurex, Eurex Bonds GmbH, Eurex Repo GmbH 등의 거래에 대한 CCP 역할을 수행한다. 독일과 국제 자본시장을 위한 청산·결제 및 보관 서비스를 제공하는 중앙예탁기관은 Clearstream International Luxembourg의 자회사인 Clearstream Banking AG, Frankfurt(CBF)이다. Clearstream International Luxembourg는 2002년 7월 Deutsche Börse Group에 인수되어 Deutsche Börse AG의 자회사로 편입되었다.

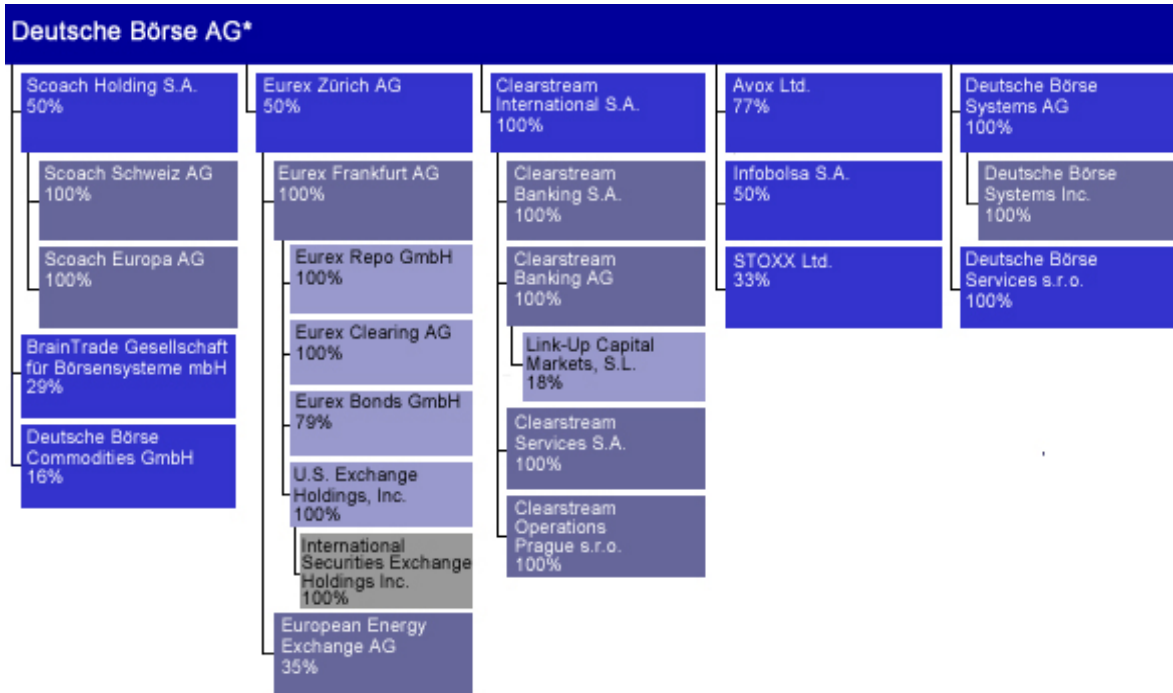
이들은 모두 Deutsche Börse AG의 자회사들로 독일의 증권거래 관련 기구는 거래소, 청산기관 및 결제기관이 수직적으로 통합되어 있는 형태이다. 이는 독일 이외의 주요 유럽국가들 사이에 진행되고 있는 거래소, 청산기관 및 결제기관 각각의 수평적 통합과는 차이가 있는 것이다.

<그림 6> Eurex Clearing의 서비스 개요



자료 : Eurex Clearing

<그림 7> Deutsche Borse AG의 조직구조



자료 : Deutsche Borse AG

## VI. CCP 도입의 기본 방향

CCP의 도입을 위해서는 이제까지 논의한 바와 같은 여러 가지 요소를 고려하여야 한다. 이 같은 요소는 국내에 CCP를 도입의 기본 원칙으로 이용될 수 있다. 여기에는 다음과 같은 것이 포함된다. 우선 금융시스템의 안정성 제고이다. 이는 현재 전세계적으로는 물론 우리나라에서도 장외파생상품 CCP 도입 논의의 첫 번째 근거이다. 다음으로 고려되어야 하는 사항은 국제정합성의 준수이다. 국제적 정합성을 갖추지 못한 CCP는 제 기능을 다하지 못할 가능성이 매우 높으며 이는 CCP 도입의 근거와 배치되는 것이다. 다음으로 공공성의 확보이다. 이는 CCP의 자연독점적 성격과 밀접한 관련이 있다. 또한 CCP는 이용자, 소유자 및 감독기구 등의 이해관계자의 이해를 반영하여야 하는데 이 또한 공공성의 근거가 된다. 다음은 운영 효율성의 확보이다. 공공성이 과도하게 강조되는 경우 운영 효율성이 희생될 수 있는데 이는 CCP의 국제경쟁력을 저해하여 우리나라 금융시장의 선진화에 걸림돌이 될 수 있다. 따라서 CCP의 국제경쟁력 확보도 CCP 도입에서 고려해야할 원칙이라 할 수 있다.

### 1. 안정성 확보

이미 여러 차례 강조한 바와 같이 장외파생상품에 대한 CCP 도입의 1차적 목표는 거래상대방 리스크의 감축을 통한 시장안정성의 제고이다. 따라서 CCP는 앞에서 언급된 부정적 효과 가운데 시장안정성을 해치거나 시스템리스크를 확대하는 요인을 최대한 억제하는 방향으로 설계되어야 할 것이다. 특히 CCP의 도덕적 해이와 전염효과를 방지하여야 한다. CCP의 도덕적 해이는 CCP의 공공성 및 투명성 제고를 통해 방지할 수 있다. 전염효과를 방지하기 위해 CCP의 도입 초기에는 교차마진, 상품간 청산 등을 허용하지 말아야 할 필요가 있다. 특히 우리나라에서 거래소 파생상품과 장외파생상품은 각각 금융투자회사와 은행이 주로 다루고 있어 시장이 분리되어 있다고 할 수 있다. 이는 교차마진 또는 상품간 청산의 효과가 크지 않을 것이라는 것을 의미한다. 특히 향후 CDS와 같이 기존의 IRS와 리스크 측면에서 성격이

다른 상품을 CCP가 청산하는 경우 이러한 상품사이에 교차마진을 허용하는 문제에 대해서는 세심한 접근이 필요하다.

또한 CCP간 경쟁체제의 도입은 운영효율성을 제고할 수 있다는 장점이 있으나 부적절한 리스크관리로 인한 CCP의 실패 및 시스템리스크 초래의 가능성이 있다. 따라서 리스크 측면에서 CCP의 경쟁체제는 바람직하지 않은 것으로 평가된다. 복수의 CCP를 허용하더라도 상품당 단일 CCP 체제를 유지하는 것이 바람직하다. 그러나 이 경우 중복투자 등으로 CCP의 운영효율성이 낮아지는 문제가 발생할 수 있다. 우리나라와 같이 장외파생상품 시장의 규모가 크지 않은 상황에서 상품별 CCP 별도 설립은 적절한 수준의 CCP의 수익성 확보가 불가능할 가능성도 높으며 이는 오히려 시장안정성을 저해할 수도 있다.

한편 시장참가자의 신용리스크가 CCP에 집중된다는 측면에서 CCP의 실패는 곧바로 시스템 리스크로 연결될 수 있다. 따라서 CCP에 대해서는 감독 당국의 면밀한 감독(supervision)과 중앙은행의 세심한 감시(oversight)가 필요하다. 나아가 참가자의 연쇄적인 결제불이행 등으로 CCP가 어려움에 처하는 경우에 대한 대비책이 필요한데 여기에는 정부 및 중앙은행의 지원이 포함되어야 할 것으로 보인다. 이와 같은 CCP의 안전성 확보를 위한 강화된 감독 및 감시와 지원대책은 곧 CCP가 강한 공공적 성격을 갖고 있다는 것을 의미한다.

## 2. 국제 정합성 준수

장외파생상품의 거래당사자는 국내금융회사와 외국계 금융회사가 서로 얽혀져 있는 경우가 빈번하다. 만일 국내 CCP가 국제적 표준에 부합되지 않는다면 외국계 금융회사는 자기자본비율 규제상의 혜택을 위해서뿐만 아니라 내부 운영 시스템 차원에서 국내 CCP의 이용을 회피할 가능성이 높다. 만일 국내 CCP가 국제적 정합성에 부합되지 않게 설계 및 운영된다면 국내의 극히 일부 금융회사만 이를 이용하게 될 가능성이 있다.

세계 각국에서 현재 논의되는 바와 같이 장외파생상품을 도입하는 경우 세계 각국은 시장참가자의 편의 등을 위해 CCP의 연계(linkage)를 추진할 것

으로 예상된다. 이 경우 각국의 금융회사는 자국의 CCP에 참여하고 외국 금융회사와의 거래로 인한 청산은 양국 CCP의 연계를 통해 실행될 수 있을 것이다. 이를 위해서 각국의 CCP는 서로 통일적인 마진 부과 등이 필요하다. 만일 우리나라의 CCP가 국제정합성을 갖추지 못한다면 실제적으로 해외 CCP와의 연계는 불가능하며 이에 따라 외국 금융회사가 관련된 경우 각 금융회사는 해외 CCP를 이용해야 할 것이다. 물론 국내 금융회사가 관련된 장외파생상품 거래에 대해서는 국내 CCP 이용을 법제화할 수 있으나 이 경우 우리나라 금융회사의 해외 금융회사와의 거래는 실질적으로 불가능해질 수도 있다. 따라서 국제정합성 준수는 성공적인 CCP 도입의 선결 과제라 할 수 있다.

특히 국제적 정합성과 관련하여 관심을 두어야 하는 것은 2004년 CPSS-IOSCO의 CCP 권고안 (Recommendations for Central Counterparties)이다. 여기에는 CCP의 법적 리스크 (legal risk), 참가요건 (participation requirements), 신용노출의 측정과 관리, 마진, CCP의 재무요건, 파산절차, CCP의 보관 및 투자리스크, 운영리스크, 대금결제, 현물인도, CCP간 연계상의 리스크, 효율성, 지배구조, 투명성, 그리고 감독 및 감시 등 모두 15개 항목에 관한 권고안이 포함되어 있다. 한편 CPSS-IOSCO는 2010년 5월 장외파생상품 부문에 적용하기 위한 추가 지침을 발표하였는데 장외파생상품시장 청산기관의 Best Practice로 인정되고 있는 LCH의 업무처리절차 등을 추가 지침에 대부분 수용하고 있는 것으로 알려지고 있다. 이 가운데 특히 CCP의 지배구조와 관련된 항목을 살펴보면 다음과 같다. 우선 지배구조는 CCP의 역할을 반영할 수 있도록 다양한 이해관계자가 참가할 수 있도록 설계되어야 하며 효과적이고 적시성 있는 의사결정과 의사소통을 위한 체계적인 프로세스를 보유하여야 하고 CCP의 지배구조는 신규 상품의 청산이나 새로운 유형의 참가자들을 수용함에 있어 리스크 관리·법적 건전성·투명성 등을 포함하는 광범위한 이슈들을 고려할 필요가 있으며 CCP는 신뢰성 있는 업계표준과 시장프로토콜을 준수하고 표준 및 규약이 상호 상충되지 않도록 하여야 한다는 것이다.



### 3. CCP의 공공성 확보

장외파생상품 CCP는 그 성격상 독점체제를 유지하는 것이 바람직한 것으로 판단된다. CCP의 공공성은 CCP가 증권시장의 utility라는 점에서도 찾아볼 수 있지만 특히 독점을 허용하는데서 발생하는 것으로 볼 수 있다. 규제 차원에서 독점이 허용되어 있다면 CCP는 공공의 이익을 위해 활동해야 할 것이다. CCP의 공공성을 보장하기 위한 장치는 기업형태, 소유구조와 지배구조, 조직성격 등 여러 차원에서 마련될 필요가 있다.

공공성 보장 장치로 첫 번째는 CCP를 비영리조직으로 설계할 필요가 있다. CCP의 공공적 성격은 CSD의 그것과 매우 유사하다. 주요국의 CSD는 대부분 상업적 기관(주식회사)이지만 비영리조직으로 되어 있다. CCP의 경우에는 국가별로 다양한 차이가 있지만 이는 해당국의 거래소 및 CCP 발전의 역사와 밀접한 관련이 있다. 우리나라와 같이 새로이 CCP를 도입하는 마당에 있어서는 논리적으로나 현실적으로 가장 이상적인 방안을 마련할 필요가 있다.

다음으로 CCP의 소유구조와 지배구조를 공공화할 필요가 있다. 소유구조와 지배구조를 규제를 통하여 분리하는 것은 이론적으로 가능하지만 현실적으로 바람직하지 않은 문제를 야기할 수 있다. CCP의 소유구조와 지배구조의 공공화는 이용자를 이에 참여시킴으로써 달성할 수 있다. 즉 CCP의 소유구조는 CCP 운영비용을 부담하는 이용자 중심으로 설계할 필요가 있으며 이용자 지배하에 CCP를 운영하도록 하는 것이 바람직하다. CCP를 이용자의 지배를 받지 않는 기관의 소유 또는 지배하에 두는 것은 바람직하지 않을 수 있다. 한편 CCP를 비영리조직화하고 이용자 중심으로 CCP의 지배 및 소유구조를 구축하는 것은 다음에서 논의되는 바와 같이 CCP의 독점에서 오는 비효율성을 해소하는 최선의 방편이기도 하다.

### 4. 운영효율성의 달성

운영효율성 달성을 위한 가장 손쉬운 방법은 경쟁체제를 도입하는 것이다. 그러나 전술한 바와 같이 CCP의 경쟁체제는 안정성과 관련된 여러 문제를

야기하는 단점이 있다. 이는 실질적으로 CCP는 적어도 상품당 독점체제가 유지되어야 한다는 것을 의미한다. 현재 유럽 등에서 CCP의 경쟁체제를 지지하는 일부 시장참여자의 핵심적인 논거 가운데 하나가 바로 운영효율성의 확보이다. 이같이 독점이 운영 효율성 확보에 문제가 있는 시스템이라는 것은 이미 이론적으로나 실제적으로 잘 알려져 있다.

CCP 도입에서 CCP의 독점이 전제된다면 독점체제하에서 운영효율성을 달성하기 위한 방안이 마련되어야 한다. 이러한 방안은 CSD의 사례에서 살펴볼 수 있다. 대부분의 국가에서 CSD는 자연독점이 인정되고 있으며 독점의 비효율성을 해결하기 위해 CSD는 비영리조직화되어 있으며 그 소유구조와 지배구조는 이용자 중심으로 구성이 되어 있다. 따라서 CCP도 마찬가지로 비영리조직화하고 할 필요가 있으며 이용자 중심의 소유구조와 지배구조를 구축할 필요가 있다. 나아가 감독기구도 CCP의 주요한 이해관계자 가운데 하나라는 점을 반영하여 CCP에 대해서 공적인 통제를 받도록 하는 것도 고려할 필요가 있다.

## 5. 국제경쟁력 확보

금융회사의 국제화 진전에 따라 국내 금융회사의 활동 영역도 점차 해외로 확대되고 있다. 국제적으로 장외파생상품에 대한 CCP 거래가 의무화되는 환경에서 만일 우리나라의 CCP가 국제적 경쟁력을 갖추지 못하고 있다면 국내 CCP의 존립 근거가 위협을 받게 될 것이다. 따라서 국내에 CCP가 도입되는 경우 CCP는 국제경쟁력을 극대화할 수 있는 방향으로 설립될 필요가 있다. 향후 CCP간 국제경쟁이 점차 확대될 것으로 예상되고 있는 가운데 이미 국제경쟁력을 갖춘 CCP 설립이 어렵다고 판단한 호주의 경우 자체 CCP의 설립 대신 시장참가자의 해외 CCP 이용을 독려하고 있는 상황이다. 특히 호주가 한국과 비슷한 규모의 장외파생상품시장을 갖고 있는 점은 우리나라에 국제경쟁력을 확보한 CCP 설립이 쉽지 않음을 시사하고 있다.

CCP의 핵심 경쟁력은 CCP 이용비용과 CCP의 신용리스크라고 할 수 있다. CCP의 이용비용은 각종 수수료와 증거금 관련 비용을 포함하는데, CCP 이용비용이 과도하게 높은 경우 특히 외국계 시장참가자들은 해외

CCP 이용을 선호할 것이다. 한편 현재 논의되는 장외파생상품시장에 대한 규제 가운데 CCP를 통한 장외파생상품거래는 자기자본비율 규제에서 자기자본 부과를 면제해주는 항목이 있다. 그러나 만일 CCP의 신용리스크가 기준보다 높은 경우 자본 부과 면제가 부여될지는 의문의 여지가 있는 상황이다. 미국의 경우 CCP로서 기능하기 위해서는 SEC 및 CFTC 등록을 의무화하는 규제의 도입될 것으로 보이는데 이는 미국의 금융회사가 우리나라의 CCP를 이용하기 위한 전제 조건이 될 것으로 예상된다. 따라서 우리나라의 CCP는 반드시 미국과 유럽의 감독당국으로 CCP 인가를 받아야 할 것으로 보인다. 만일 CCP 인가를 받지 않는 경우 우리나라의 CCP를 이용하더라도 국제적으로 이를 인정받지 못해 국내의 금융회사는 자기자본 충족 요건 완화의 혜택을 보지 못할 것이며 이는 국내 금융회사의 경쟁력을 저해하는 요인이 될 것이다. 따라서 해외 주요국 및 국제기구 등으로부터 국내 CCP가 CCP로 인정을 받기 위해서는 국제기구의 권고안을 충족시키는 것은 물론 그 이상의 안전 장치를 보강할 필요가 있다.

이같이 국내 CCP의 국제경쟁력 확보를 위해 운영효율성을 극대화시키고 최상 수준의 신용도를 확보하는 것은 물론 국제기구 및 주요국으로부터 CCP로 인가 받게 할 필요가 있다. 운영효율성 제고를 위해 앞에서 논의한 바와 같이 이용자의 CCP의 소유 및 지배구조 참여를 적극 유도할 필요가 있다. 이는 앞서 논의한 국제정합성에 부합될 뿐만 아니라 CCP로 인가받기 위한 요건이 될 수 있다.

## <참고문헌>

- 남길남, 2009, G20 장외파생상품 규제안과 시사점, 자본시장연구원.
- 남길남, 2009, 파생상품시장의 규제 및 감독 방향: 신용파생상품 청산서비스의 도입과 관련하여, 자본시장연구원.
- 한국예탁결제원, 2006, 증권시장의 청산·결제제도.
- BIS CPSS IOSCO, 2004, *Recommendations for Central Counterparties*, Basel, Switzerland, November.
- Bliss, Robert and, Chryssa Papathanassiou, 2006, Derivatives clearing, central counterparties and novation: the economic implications, *Proceedings of Joint Conference of the ECB and the FRBC on the role of Central Counterparties*.
- Bliss, R., and R. Steigerwald, 2006, Derivatives clearing and settlement: a comparison of central counterparties and alternative structures, *Economic Perspectives*, Vol. 30 No. 4, Federal Reserve Bank of Chicago.
- Duffie, D., and H. Zhu, 2009, Does a Central Clearing Counterparty Reduce Counterparty Risk?, Working Paper, Stanford University.
- ECB, 2007, *The Role of Central Counterparties*.
- ISDA, 2010, *Central Clearing Counterparty Market Best Practices in Asia Pacific: Discussion with the Hong Kong Authorities*.
- Koepl, Thorsten, and Cyril Monnet, 2006, Central counterparties, *Proceedings of Joint Conference of the ECB and the FRBC on the role of Central Counterparties*.
- Jackson, John P. and Mark J. Manning, 2006, Comparing the pre-settlement risk implications of alternative clearing arrangements, *Proceedings of Joint Conference of the ECB and the FRBC on the role of Central Counterparties*.
- Kroszner, Randall S., 2000, Lessons from financial crises: The role of clearinghouses, *Journal of Financial Services Research*, Vol. 18, No.

2-3, December, pp. 157-171.

LCH.Clearnet, 2010, *Introduction to Swapclear*.

Ripatti, Kirsi, 2004, Central Counterparty Clearing: Constructing a Framework for Evaluation of Risks and Benefits, *Discussion Paper*, Bank of Finland.

Wendt, Froukelien, 2006, Intraday margining of central counterparties: EU practice and a theoretical evaluation of benefits and costs, *Proceedings of Joint Conference of the ECB and the FRBC on the role of Central Counterparties*.