

비청산 장외파생상품거래 개시증거금 제도 시행에 대한 제언*

선임연구위원 장근혁

글로벌 금융위기 이후 G20 국가들을 중심으로 장외파생상품거래로 발생할 수 있는 시스템리스크를 축소시키기 위한 협의가 진행되었고, 그 일환으로 비청산 장외파생상품에 대한 증거금 규제안이 발표되었다. 국내 감독당국도 ‘비청산 장외파생상품거래 증거금 교환제도 가이드라인’을 제정하였고, 2017년 3월부터 변동증거금 제도를 시행중이다. 개시증거금 제도는 2021년 9월부터 비청산 장외파생상품 잔액 규모가 큰 금융회사부터 순차적으로 시행될 예정이다.

개시증거금 제도는 변동증거금 제도에 비해 향후 금융회사나 시장에 큰 영향을 줄 수 있다. 개시증거금 제도 대상이 되는 금융회사들은 개시증거금 산출방식 및 전체적인 운용 프로세스를 설정하고 관리하여야 하며, 중장기적으로 유동성 관리를 위하여 다양한 거래에서 발생하는 증거금이나 담보를 취합하여 운용하는 체계를 준비해 나가야 한다. 담보 보관기관 역할을 하게 될 예탁결제원은 다양한 서비스를 제공하여 금융회사들의 용이한 증거금 관리를 지원할 필요도 있다. 감독당국은 증거금 제도가 잘 운용되도록 모니터링하고 담보 관련 제도나 프로세스를 전반적으로 점검하여야 한다. 또한 증거금 요건들이 강화되면서, 금융시장 불안 시기에 증거금 증가로 인한 금융회사들의 유동성 위험 발생 가능성도 점검할 필요가 있다.

글로벌 금융위기 이후 장외파생상품거래로 발생할 수 있는 시스템리스크가 부각되면서 G20 국가들을 중심으로 장외파생상품거래에 대한 위험을 축소하기로 합의¹⁾하였다. 세부 후속조치 중 하나로 2015년 3월 BCBS(Basel Committee on Banking Supervision)와 IOSCO(International Organization of Securities Commission)는 증거금 관련 주요 원칙과 요구조건을 제시하는 ‘비청산 장외파생상품거래 증거금 규제’를 발표하였다(BCBS/IOSCO, 2015). 비청산 장외파생상품거래는 중앙청산소에서 청산되지 않는 장외파생상품거래를 의미한다.

국내에서도 금융감독원은 ‘비청산 장외파생상품거래 증거금 교환제도 가이드라인’을 발표하였고 국제적으로 합의된 시기에 맞춰 변동증거금 제도가 2017년 3월부터 시행되었다. 개시증거금 제도는 2021년 9월부터 비청산 장외파생상품 잔액이 70조원 이상인 금융회사들을 대상으로 우선 시행되며

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

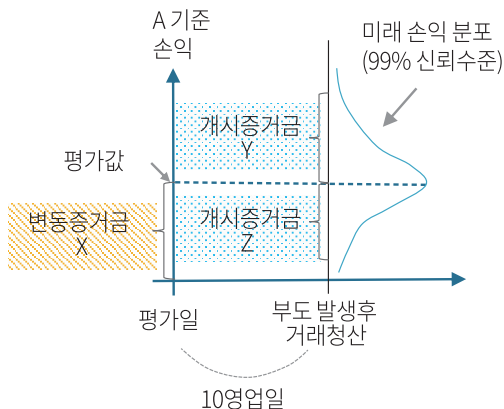
1) 표준화된 장외파생상품에 대하여 중앙청산소를 통한 청산 의무화 및 전자거래플랫폼 사용, 비청산장외파생상품에 대하여 높은 자본요건 및 증거금을 부과, 그리고 모든 장외파생상품의 거래정보를 거래저장소(Trade Repository: TR)에 의무적으로 보고 등을 합의하였다(2009년, 2011년 G20 정상회담).

잔액이 10조원 이상인 금융회사들은 2022년 9월부터 개시증거금 제도 대상이 된다.²⁾ 본고에서는 장외파생상품거래의 증거금 제도에 대하여 살펴본 후 국내에서 2021년 9월부터 시행하게 될 개시증거금 제도의 특징을 정리하고 제도 시행과 함께 유의할 사항들을 제시하려고 한다.

장외파생상품거래 증거금 제도와 국내 현황

글로벌 금융위기를 겪으면서 장외파생상품 거래에 따른 거래상대방 위험이 부각되었다. 거래상대방의 부도에 따른 결제 불이행으로 인해 예상치 못한 손실이 발생하게 되고, 이러한 손실이나 손실에 대한 우려는 금융시장 시스템위기를 유발하는 요인으로 작용할 수 있었다. 금융위기 이후 장외파생상품의 다양한 위험을 관리하기 위한 국제적인 협의가 시작되었다. 특히 거래상대방 위험을 축소하기 위하여 표준화된 장외파생상품거래는 중앙청산소에서 거래하도록 유도하였으며, 중앙청산소에서 청산되지 않는 ‘비청산 장외파생상품거래’에 대하여 자본요건 및 증거금 규제를 강화하였다. 비청산 장외파생상품거래 증거금은 거래 체결 이후에 거래상대방의 결제 불이행으로 발생할 수 있는 손실에 대비하여 거래당사자 간 교환하는 담보를 의미한다. 부도 등의 사유로 거래상대방의 결제 불이행이 발생하면 그로 인한 손실을 사전에 징수한 담보로 보전할 수 있기 때문에 강화된 증거금 제도는 장외파생상품거래로 인한 시스템리스크 확산을 방지하는 역할을 하게 된다.

〈그림 1〉 변동증거금과 개시증거금



- 주: 1) A, B가 거래 당사자로 가정
2) 결제 불이행 사유 발생 시점부터 거래 종료까지 10영업일을 가정한다.
3) 위험액 산정 또는 위험가중자산 산출 시 변동증거금은 대체비용에, 개시증거금은 잠재적 위험에 해당한다고 볼 수 있다.

〈표 1〉 변동증거금과 개시증거금 비교

	변동증거금	개시증거금
기본개념 (그림 1 예시)		
계산	시가평가	표준모형 또는 내부계량모형
교환방식	상계에 따른 순액교환	총액교환 (상계X)
면제한도	없음	최대 650억
담보관리	개별관리	제3의 보관기관
담보재사용	재사용 가능	재사용 금지

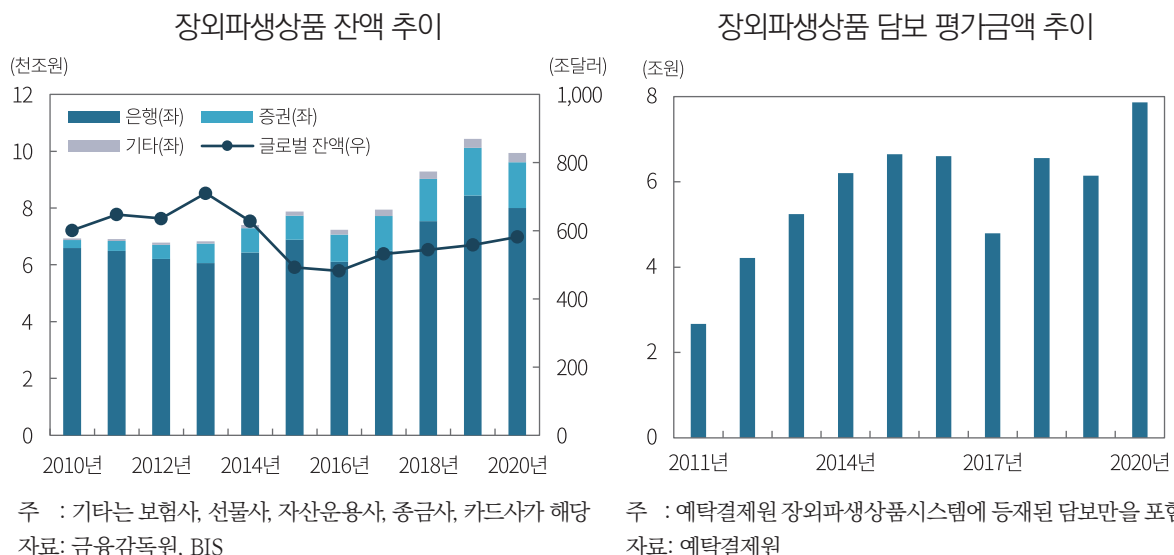
자료: 금융감독원(2020)

2) 국제적으로 증거금 제도는 비청산 장외파생상품 잔액 규모에 따라 시스템적으로 중요한 장외파생상품 시장 참여자들을 시작으로 단계적으로 시행되었다. 잔액이 0.75조유로(1,000조원) 이상인 금융회사에 대한 개시증거금 제도는(1~4단계) 2019년 9월 이전부터 이미 시행되었다. 국내 금융회사들은 규모상 5, 6단계에 해당되어 2020년 9월부터 개시증거금 제도가 시행될 예정이었지만 코로나19로 인하여 시행이 1년 연기되었다.

비청산 장외파생상품거래의 증거금은 변동증거금(Variation Margin: VM)과 개시증거금(Initial Margin: IM)으로 구분된다. 변동증거금은 파생상품의 시가평가금액 변동에 의해 발생된 손익을 보충하기 위하여 교환한다. 개시증거금은 거래상대방의 결제 불이행 사건이 발생하고 나서 해당 장외파생거래를 청산하는 동안(10영업일을 가정) 발생할 수 있는 가격변동으로 인한 손실을 대비하여 거래의 체결과 동시에 교환한다. 또한 변동증거금 납부가 지연된 기간 중에 발생할 수 있는 가격변동위험도 커버할 수 있다. 증거금 구성 예시를 보면, <그림 1>에서 ‘평가일’ 기준으로 평가값에 해당되는 X가 변동증거금에 해당되며(A기준으로 평가값이 양(+)의 값이므로 B가 A에게 담보 제공), 10영업일 이후 신뢰수준 99%에 해당되는 평가값의 변동 가능성을 반영하여 A가 지급해야 할 개시증거금 Z와 B가 지급하게 될 개시증거금 Y가 산출된다. <표 1>은 개시증거금의 특징을 변동증거금과 비교한 표이며, ‘기본개념’ 항목에서 <그림 1>과 연계된 변동 및 개시증거금 교환 흐름을 보여주는데, 개시증거금은 거래당사자들이 아닌 제3의 보관기관에서 보관하게 된다.

국내 금융회사들의 장외파생상품 잔액 규모 및 장외파생상품 담보 규모 추이를 보면 <그림 2>와 같다. 글로벌 추세와 달리 국내 금융회사들의 2020년 장외파생상품 잔액 규모는 2010년에 비하여 증가하였는데, 특히 증권회사의 잔액 규모가 4.7배나 증가하였다. 이는 2014년부터 국내 중앙청산소에서 거래가 시작된 원화이자율스왑 시장에 증권회사들의 참여가 확대(한국거래소, 2017)된 영향이 크며, 그 외에 증권회사들의 신용파생상품이나 기타파생상품 거래 잔액도 증가하였다. <그림 2>의 오른쪽 그래프에서 보면 장외파생상품 거래와 연관된 담보³⁾들의 규모도 증가했음을 볼 수 있다.

<그림 2> 국내 금융회사 장외파생상품 잔액과 담보 평가금액 추이



3) 예탁결제원 장외파생상품시스템에 등재된 담보만을 포함하므로 비청산 장외파생상품 관련 전체 담보보다는 작은 규모이고, 현재 변동증거금제도만 시행중이므로 대부분 변동증거금일 것으로 추정된다.

변동 및 개시증거금 제도 시행 대상이 되는 금융회사는 비청산 장외파생상품 잔액 규모에 따라 결정되며, 금융그룹의 경우에는 그룹 내 대상회사들의 잔액을 합산하여 적용한다. 국내에서 변동증거금 제도는 잔액이 10조원 이상인 금융회사들을 대상으로 2017년 3월부터 시행되었으며 이후 잔액이 3조원 이상인 금융회사까지 적용 대상이 확대되었다. 2020년 잔액을 기준으로 금융감독원(2020)에서 추산한 자료에 따르면, 잔액이 70조원 이상으로 2021년 9월부터 개시증거금 제도 적용이 예상되는 금융회사들은⁴⁾ 43개사이며 국내 또는 외국계 은행들과 은행이 포함된 금융지주사에 속한 계열사들이다(은행 24개사, 증권 7개사, 보험 9개사, 자산운용 3개사). 2022년 9월부터 적용이 예상되는 잔액이 10조원 이상인 금융회사들은 69개사로 늘어난다(은행 28개사, 증권 16개사, 보험 19개사, 자산운용 6개사). <표 2>의 오른쪽 표는 2020년 3월말 기준으로 개시증거금 대상 거래⁵⁾들의 거래주체와 기초자산별 잔액을 나타내는데, 은행이 89%로 대부분을 차지하고 있다. 한편, 주식, 신용, 기타 기초자산 파생상품 규모는 증권이 오히려 은행보다 크며, 이는 증권회사들이 발행하는 파생결합증권과 연계된 장외파생상품(헤지) 거래로 인한 것으로 추정된다.

〈표 2〉 2021년, 2022년 개시증거금 대상 기관과 대상 거래 잔액

개시증거금 대상 기관 개수			거래주체 및 기초자산별 잔액				
(단위: 개)			(단위: 조원, %)				
	21년 대상 (70조원이상)	22년 대상 (10조원이상)	기초자산	은행	증권	보험	합계
그룹 ¹⁾	18	26	이자율	3,321	231	5	3,557
개별	25	43	통 화	2,513	221	122	2,856
합계	43	69	주 식	2	61	0	63
주 : 1) 개별 회사 잔액은 작지만, 속한 금융그룹이 대상이 되는 금융회사, 금융회사 리스 트는 금융감독원 (2020) 참고 자료: 금융감독원(2020)			신 용	19	63	1	83
			기 타	4	19	0	23
			합 계 (비중)	5,859 (89)	595 (9)	128 (2)	6,582
			주 : 개시증거금 대상 금융회사의 개시증거금 대상 장외파생상품거래 잔액 (2020년 3월말) 자료: 금융감독원(2020)				

개시증거금의 특징과 유의할 사항들

변동증거금은 거래 당사자들 간에 거래별로 주고 받을 금액(파생상품 거래 평가손익)을 상계한 후 차액(Netting Amount)만 교환하지만, 개시증거금은 총액 방식으로(Gross Amount) 거래당사자들이

4) 매년 3,4,5월 잔액의 평균을 기준으로 대상 금융회사를 선정하는데, 금융감독원(2020)은 2020년 기준으로 개시증거금 제도 적용이 예상되는 대상회사들을 발표하였다. 2021년 기준으로 실제 9월부터 적용 대상이 되는 금융회사들을 곧 발표될 것으로 예상된다.

5) 비청산 장외파생상품 중에서 실물 결제되는 외환선도·스왑, 통화스왑, 상품선도 등은 개시증거금 대상에서 제외한다. 단, 대상 회사를 구분하는 잔액에는 전체 비청산 장외파생상품이 포함된다(금융감독원(2019) 참고).

각각 지급할 개시증거금을 산출하여 상계 없이 교환한다(〈그림 1〉, 〈표 1〉 참고). 변동증거금 담보는 수취기관(〈그림 1〉에서 A)이 보관하거나 제3의 기관에 위탁하는 방식으로 관리되며 담보의 재사용이 가능하다.⁶⁾ 현재의 평가손익을 반영하는 변동증거금과 달리 개시증거금은 미래의 손익 변동에 대비하는 증거금이기 때문에 담보는 제3의 보관기관에 보관하게 되며 담보 수취기관이나 보관기관의 신용리스크로부터 절연되어야 한다. 또한 담보의 재사용도 금지되기 때문에 거래 당사자들에게 부담이 될 수 있다.

산출과정에서 헤지 효과가 반영되면 개시증거금은 감소⁷⁾할 수 있지만, 보통 거래 규모가 커짐에 따라 증거금 부담이 증가하게 된다. 특히 ELS 헤지 거래 사례처럼, 같은 거래상대방과 같은 종류의 거래를 주로 하게 된다면 개시증거금은 거래 규모에 비례하여 증가할 수 있다. 다만, 제도 시행일부터 체결되는 신규거래들만 개시증거금 대상이 되고, 최대 650억원 내에서 거래상대방끼리 개시증거금 면제 한도(threshold)를 설정할 수 있다. 따라서 금융회사들의 실질적인 개시증거금 교환은 제도 시행과 동시에 발생하지 않겠지만 향후 시간이 지나면서 개시증거금 규모는 증가할 것으로 예상된다.

변동증거금 제도는 금융회사들 간에 CSA(Credit Support Annex)를 적용하여 거래상대방 위험을 관리하던 연장선으로 볼 수 있는 반면 개시증거금은 이전에 없었던 추가적인 증거금이다. 따라서 개시증거금 계약 과정에서 증거금 산출방식이나 거래상대방과 조정과정(reconciliation), 면제한도, 담보 보관 기관이나 절차 등 변동증거금에 비해 금융회사들이 감안해야 할 내용들이 많다. 그 중에서 가장 중요하고 준비가 필요한 부분은 개시증거금 산출방식이라고 할 수 있다.

BIS/IOSCO(2015)는 Requirement 3에서 개시증거금의 산출요건을 제시하고 있으며, 산출방식은 표준모형과 내부계량모형으로 구분할 수 있다. 표준모형을 사용하면, 실질적인 리스크를 반영하기 어렵고, 포지션의 상계 적용이나 헤지효과를 제대로 적용하기 어려우며 대부분의 경우 금액이 과대계산될 수 있다. 이러한 문제점들을 보완하기 위해 내부계량모형으로 ISDA(International Swaps and Derivatives Association) SIMM(Standard Initial Margin Model)⁸⁾이 개발되었다. 현재 개시증거금 교환을 하고 있는 미국, 유럽, 홍콩 등의 금융회사들은 SIMM을 사용하고 있다. 지급 및 수취할 개시증거금을 각 당사자가 산출하여 거래상대방과 금액을 조정하고 확정하는 단계(reconciliation)가 필요한데, 시장 참여자들이 같은 SIMM을 사용하게 되면 이러한 과정이 수월해지는 장점도 있다. 국내 금융회사들도 개시증거금 산출모형으로 SIMM을 자체적으로 개발하거나 평가사 등 외부업체를 활용하여 사용하게 될 전망이다. 다른 모형을 사용하거나 거래상대방들 간에 산출방식이 다르게 되면, 지급

6) 국제나 통안채 담보를 재사용하기 위하여 담보목적 대차거래를 활용하여야 한다(금융위원회, 2017).

7) 거래상대방별로 현재 포지션을 헤지하는 거래를 하게 되면 개시증거금이 감소한다. 예를 들어 선도 거래 매입 포지션일 때 같은 거래상대방과 같은 기초자산 선도거래 매도 거래를 신규(매입보다 작은 규모)로 하게 되면 개시증거금이 감소하게 된다.

8) ISDA에서 모형의 방법론과 사용되는 파라미터를 업데이트하며 제공하고 있다. FRB 등 감독 당국이 모형 개발과 검증 과정에서 참여하였으며, 현재 국제적으로 SIMM이 사용되고 있다(최근 버전은 <https://www.isda.org/a/osMTE/ISDA-SIMM-v2.2-PUBLIC.pdf>).

및 수취할 개시증거금 금액을 산출하여 조정하는 과정에서 혼선이 발생할 수 있기 때문에 개시증거금 계약 과정에서 추가적인 협의도 필요할 수 있다.

한편, 국내 증권회사들의 스텝다운 ELS 헤지 거래의 경우 SIMM 모형을 사용하면 표준모형보다 큰 규모의 개시증거금이 산출될 수 있고⁹⁾ 시장 상황에 따라 개시증거금 규모가 크게 변동할 가능성이 있다. 스텝다운 ELS 자체 헤지를 주로 하는 증권회사들은 주로 장내 거래를 활용하기 때문에 관련된 개시증거금 부담이 적다.¹⁰⁾ 증권회사들은 다른 구조화상품들도 포함하여 종합적으로 개시증거금 산출방식을 검토해 보아야 하며, 개시증거금을 감안하여 중장기적으로 거래 전략을 세울 필요가 있다.

다음으로 면제한도 설정과 관리가 중요하다. 거래상대방별로 계약한 면제한도 내에서 개시증거금 지급이 면제되기 때문에 금융회사들은 거래상대방을 분산하여 개시증거금 부담을 줄이는 등 전략적인 관리가 필요하다. 물론 거래상대방 위험도 분산되는 효과가 있다. 금융지주사 경우에는 650억원 내에서 계열사들이 면제한도를 나누어 사용해야 하므로 면제한도를 전략적으로 잘 배분하여 효율성을 높일 필요가 있다. 개시증거금은 금융회사 유동성관리에 부담이 될 수 있는데, 자본이나 유동성에 여유가 있는 은행에 비하여 증권사, 보험사, 자산운용사들에 대한 영향이 더 클 수 있음을 감안할 필요도 있다.

언급한 부분 외에도 개시증거금 제도 대상 금융회사들은 증거금 산출모형의 검증 및 관리부터 거래상대방별로 수취 및 지급할 개시증거금을 산출하여 거래상대방과 금액을 조정 및 확정(reconciliation)하고 최종적으로 증거금의 보관까지 전반적인 프로세스를 설정하고 관리하는 체계를 갖추어야 한다. 또한 증거금으로 인하여 거래상대방 위험을 축소할 수 있는 반면, 향후 증거금 부담이 증가하게 될 수 있기 때문에 유동성 관리도 유의해야 한다.

맺음말

비청산 장외파생상품에 대한 개시증거금은 변동증거금에 비하여 운용하는 과정에서 고려할 사항들이 많고, 향후 시장에 큰 영향을 줄 수 있기 때문에 시장 참여자들의 주의를 준비가 필요하다. 개시증거금 제도 대상 금융회사들은 내부적으로 개시증거금 산출방식 및 전체적인 운용 프로세스를 설정하고 관리하는 체계를 갖추어야 한다. 특히 스텝다운 ELS의 헤지 거래와 관련된 증권회사들은 개시증거금 산출방식의 설정과 영향에 대한 검토를 할 필요가 있다. 개시증거금 제도 도입으로 금융회사 입장에서 거래상대방 위험은 감소하겠지만, 증거금으로 인한 유동성 부담이 증가할 수 있기 때문에 중장기적으로 금융회사들은 다양한 거래에서 발생하는 증거금이나 담보를 취합하여 효율적으로 운용하는

9) ELS 발행사가 백투백 헤지를 하는 경우에 주식스왑 거래를 한다. 스텝다운 ELS와 연결되는 주식스왑의 개시증거금은 표준모형을 적용하면 계약금액의 15%로 고정되며, SIMM을 사용하게 되면 구조에 따라 12~25%까지 산출될 수 있으며 기초자산이 크게 하락하면 증거금이 증가할 수 있다.

10) 자체 헤지 위주의 증권회사들은 코로나19 감염확산 시기에 해외 시장 장내거래 증거금 부담으로 유동성 위기를 겪기도 했다.

체계를 준비해 나가야 한다. 담보 보관기관 역할을 하게 될 예탁결제원은 다양한 서비스를 제공하여 금융회사들의 용이한 증거금 관리를 지원할 필요도 있다.¹¹⁾ 감독당국은 증거금 제도가 잘 운용되도록 모니터링하는 한편 담보 관련 제도나 프로세스를 전반적으로 점검하여야 한다. 예를 들면 증거금 담보 증권에 대한 외국인 질권실행 근거 마련이나 증거금 제도의 법제화를 들 수 있다.¹²⁾ 또한 증거금 요건들이 강화되면서, 금융시장 불안 시기에 증거금 수요로 인한 금융회사들의 유동성 위험 발생 가능성도 점검할 필요가 있다.

참고자료

금융감독원, 2019. 2. 21, 비청산 장외파생상품거래 증거금 교환제도에 대한 가이드라인.

금융감독원, 2020. 12. 3, 비청산 장외파생상품거래 증거금 교환제도 운영현황 및 안내사항, 보도자료.

금융위원회, 2017. 3. 23, 국채 등 담보증권의 재활용 허용 등을 위한 금융투자업규정 개정, 보도자료.

금융위원회, 2020. 3. 3, 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 개정안 국무회의 통과 - 장외파생상품 시장의 투명성이 제고되고 시스템리스크가 감소합니다, 보도자료.

한국거래소, 2017. 7. 5, 장외파생상품 CCP 청산 3주년 성과, 보도자료.

BCBS/IOSCO, 2015, Margin Requirements for non-centrally cleared Derivatives.

(<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD480.pdf>)

11) 부가적인 서비스를 제공하는 triparty 역할, 달러자산 취급에 대한 수요는 아직은 적지만 향후 외국계 은행을 중심으로 수요가 증가할 수 있다.

12) 금융투자업 규정 내 외국인 유가증권 장외 매매 가능 항목에 파생상품 담보관련 질권실행 근거도 포함할 필요가 있다. 또한, 증거금 제도와 거래정보저장소 제도를 포함한 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 개정안은 국회통과를 기다리고 있는 상황으로(2020년 3월 국무회의 통과, 금융위원회(2020)) 빠른 시일내에 법제화 되기를 기대한다.