

【 주간이슈 】

CDS와 DCDS, “동일 위험, 동일 규제”의 원칙 적용해야

김해식 전문연구위원

서성민 연구원

- 자본시장의 발전으로 신용위험 보장 수요가 급증하면서 관련 금융상품의 시장도 빠르게 성장하고 있으나 이들 상품에 대한 감독규제는 미비한 상황임.
 - 무담보 신용거래가 늘어나면서 이에 따른 신용위험을 보장하는 금융상품에 대한 규제가 금융업권별로 다르게 적용되고 있어 규제차익을 유발하고 시장 불안의 요인이 되고 있음.
- 신용부도스왑(CDS)이나 채무면제/유예계약(DCDS) 등은 신용위험을 보장한다는 점에서 본질적으로 신용보험과 동일하나 규제에서는 신용보험과 차이가 존재
 - CDS는 신용보험과 유사하나 파생상품에 해당하여 규제가 거의 전무한 가운데, 최근 그리스 재정위기를 계기로 일반투자자의 투기적 매입에 대한 전면금지가 논의됨.
 - 한편, DCDS는 외형상 채무자와 채권자의 양자 계약으로서 대출의 일부로 보이나, 내용에서는 채권자인 금융회사가 위험인수자로서 신용위험을 인수하고 채무자에게 수수료를 받는 구조로서 사실상 금융회사의 신용보험 취급이라고 할 수 있음.
- CDS와 DCDS에 대해 ‘동일 위험 보장, 동일 규제’의 원칙을 적용해야 함.
 - CDS의 경우 파생상품의 특성을 유지하여 시장 유동성을 제약하는 부작용은 줄이되 신용보험에 적용되고 있는 자본규제 등을 준용하여 규제차익을 줄여야 할 것임.
 - DCDS는 은행 등이 취급하는 사실상의 신용보험이므로 DCDS를 보험업법의 규제 대상에 포함하는 것이 바람직함.

본고는 보험연구원의 공식 견해와 무관한 작성자 개인의 의견입니다.

1. 신용위험 보장상품의 규제에 대한 논의

- 최근 그리스의 재정위기를 계기로 신용부도스왑(CDS: credit default swaps)의 규제 강화가 또 다시 쟁점화 되고 있음.
 - 지난 글로벌 금융위기 직후 G20 정상회담에서 CDS 등 장외파생상품의 투명성을 높이는 방안이 합의된 바 있음.
 - 그러나 최근 국채 CDS에 대한 투기가 그리스 등 일부 EU 회원국들(PIIGS)¹⁾의 재정위기를 악화시킨 요인으로 지목되면서 보다 강력한 CDS 규제가 요구되고 있음.
 - CDS는 자본시장에서 제공하는 신용위험 보장서비스라는 점에서 보험시장과의 규제차익을 해소하는 관점에서 이에 대한 규제를 논의할 필요가 있음.

- 은행권에서는 사망 등의 사유로 채무자가 대출원리금을 상환하지 못할 경우 이를 면제해주거나 상환을 일정기간 유예해주는 상품(DCDS: debt cancellation contracts or debt suspension agreements)을 은행이 제조·판매할 수 있다고 주장함.
 - 은행 등은 대출 등 신용제공 서비스 이외에 대출에 수반되는 신용위험을 보장하는 서비스(DCDS)도 대출의 범주에 속한다고 주장함.
 - 기능별 규제의 관점에서 은행의 DCDS 제공은 보험(위험보장) 서비스를 제공하면서 이에 대한 보험업법의 규제를 받지 않겠다는 것을 의미함.
 - 최근 보험업법 개정(안)은 DCDS를 보험업법의 규제 대상으로 지정했으나, 은행권에서는 은행의 DCDS와 자본시장의 CDS가 모두 신용위험 보장서비스를 제공함에도 불구하고 DCDS만 보험업법의 규제 대상으로 지정된 것은 문제가 있다고 주장함.
 - 따라서 보험시장의 신용보험과 CDS 및 DCDS의 보험업 규제 여부를 논의할 필요가 있음.

- 본고는 자본시장에서 제공되는 CDS와 은행권에서 제공하려는 DCDS가 신용보험(credit insurance)과 동일한 신용위험 보장서비스를 제공하는 금융상품이라는 점에서 '동일 위험, 동일 규제'의 관점에서 이들 상품에 대한 규제 논의를 살펴보고자 함.

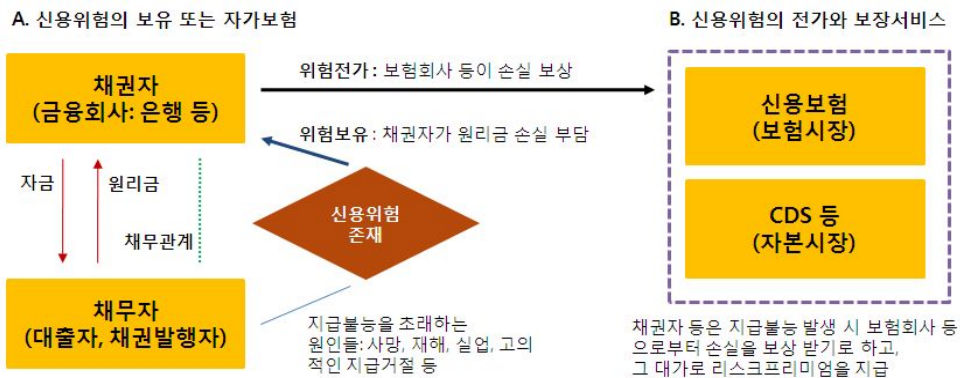
1) EU 5개국을 지칭: Portugal, Italy, Ireland, Greece, Spain

2. 신용보험과 유사 신용보험

가. 위험의 보유와 전가

- 신용대출, 채권투자 등에는 채무자가 지급불능 상태가 되어 투자 원리금에 손실이 발생할 수 있는 가능성(credit risk)이 수반되므로 채권자는 스스로 위험을 감수하거나(retention or self-insurance) 외부로 위험을 전가하는(transfer) 선택을 하게 됨.
 - 위험을 보유한다는 것은 위험발생 시 채권자가 손실을 부담한다는 것을 의미함.
 - 특히, 자가보험이란 채권자가 대손충당금과 같은 완충자본을 마련하여 스스로 손실에 대비하는 위험 보유의 한 형태임.
 - 위험의 전가란 보험시장이나 자본시장에서 제공되는 신용위험 보장상품 등을 구입하여 채무자의 지급불능이 발생하면 보험회사 등으로부터 손실을 보상받는 형태임.
 - 신용위험을 전가하는 대표적인 수단으로서 보험시장의 신용보험과 함께 자본시장에서는 신용파생상품이 유사한 서비스를 제공함.

<그림 1> 신용위험(credit risks)의 보유와 전가

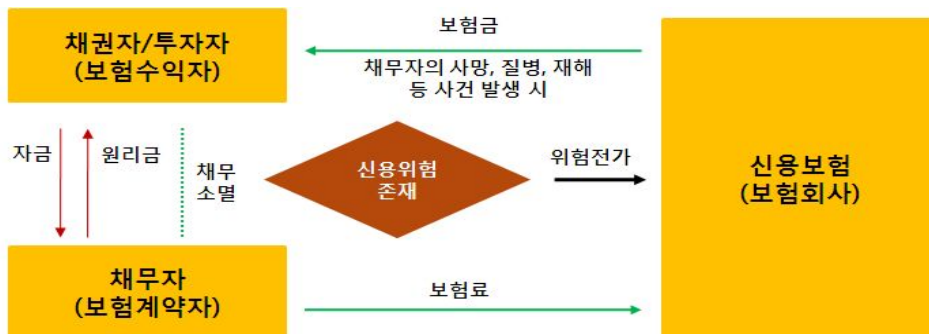


- 위험의 전가에서는 위험전가자(보장매입자)가 위험인수자(보장매도자)인 보험회사 등에게 위험인수의 대가로 위험프리미엄(risk premium)을 지급함.
 - 신용보험에서는 신용위험을 보장하는 보험회사에게 채무자가 보장매입자로서 위험프리미엄을 부담하고, 채권자는 수익자가 되는 것이 일반적임.
 - CDS 등 유사 신용보험에서는 채권자 또는 투자자가 보장매입자인 동시에 수익자로서 보장매도자에게 위험프리미엄을 지급하고 위험발생 시 손실을 보상받음.

나. 신용보험과 투기적 위험

- 보험에서는 계약당사자 누구도 보험을 통해 이득을 얻을 수 없으며, 이에 따라 신용보험도 손실과 이득 기회가 공존하는 투기적 위험(speculative risk)을 배제하고 있음.
 - 보험은 손실이 있거나 있지 않을 기회만 존재하는 순수 위험(pure risks)만을 포함하고, 계약당사자의 투기적 위험을 원천적으로 배제하고 있음.
 - 보험에서는 보험계약자가 계약을 통해 이득을 얻을 수 없도록 손해액만큼만 보상받는 실손보상(indemnity against loss) 원칙이 확립되어 있음.
 - 이러한 특징은 보험을 투기적 위험을 지닌 파생상품이나 도박과 차별화함.
 - 신용보험에서도 채권자는 원리금 손실 한도 내에서 보험회사로부터 손실을 보상 받고, 이로써 채무자와 채권자의 채무관계가 소멸되어 채무자(또는 그 상속인)는 채권자에게 더 이상 채무상환의무를 지지 않음.

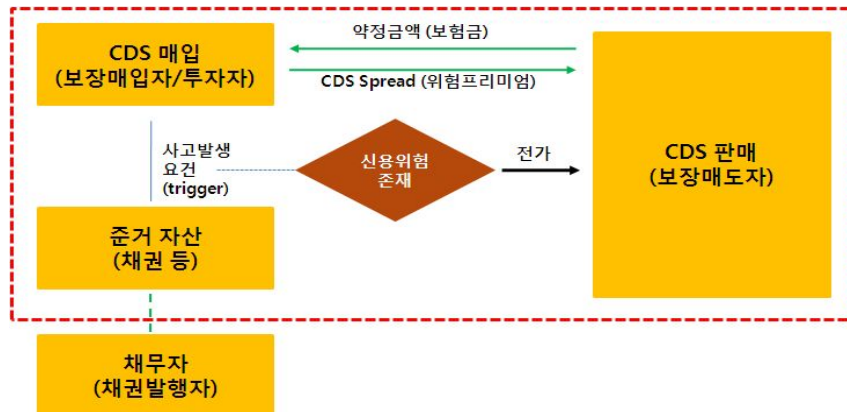
<그림 2> 신용보험(credit insurance)의 거래 구조



- CDS가 신용위험을 보장하고 그 대가를 수수하는 신용보험과 동일함에도 불구하고 파생상품으로 분류되는 이유는 투기적 위험을 포함하기 때문임.
 - CDS는 준거자산(reference asset)에 사고가 발생하면 매입자에게 약정 금액을 지급하는 전형적인 신용보험의 구조를 갖춤.
 - CDS 판매자(보장매도자)는 신용위험을 인수한 대가로 위험프리미엄(CDS spread)을 계약기간에 걸쳐서 분할 지급받고, 채무자의 부도 등으로 준거 자산에 사고가 발생하면 CDS 구매자(보장매입자)에게 약정 금액을 지급함
 - 주목할 점은 CDS에서는 사고가 발생하면 보장매입자의 실질적 손해 발생과 관계없이 약정 금액(보험금)이 지급된다는 것임.

- 따라서 보장매입자는 CDS를 통해 손해를 초과하는 이득을 얻을 수 있으며, 보장매입자가 반드시 준거자산을 보유할 것이 요구되지 않음.
- 이러한 특성으로 CDS에서는 보장매입자가 보험금수익자를 겸하여 신용보험과 같은 삼자 관계가 아니라 위험전가자와 위험인수자의 양자 관계만 존재함.

<그림 3> 신용부도스왑(Credit Default Swaps)의 거래 구조

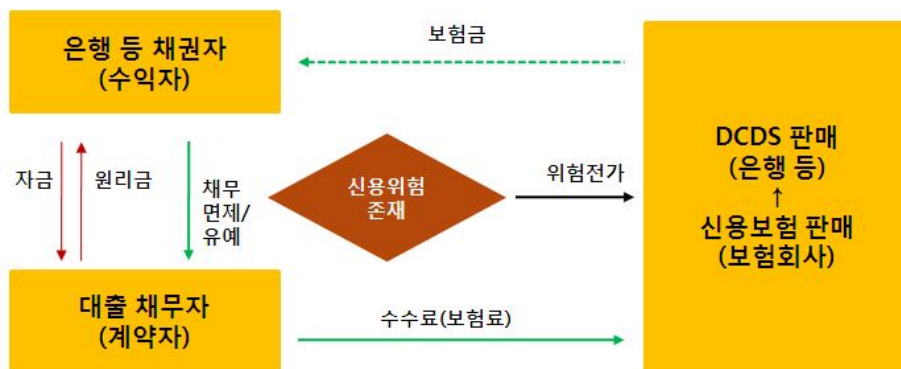


다. 채무면제·유예(DCDS)계약과 자가보험

□ DCDS는 은행 등 채권자가 대출에 수반되는 신용위험을 보유하는 형태를 취하고 있으나 채무자로부터 별도 수수료를 받아 손실에 대비하고 있으므로 자가보험으로 볼 수 없음.

- 은행권은 DCDS가 은행이 채무자에게 상환의무를 면제·유예해주는 서비스를 제공하는 대가로 수수료를 받는 계약으로서 일종의 자가보험이라고 주장함.
 - DCDS는 은행 등이 신용위험을 외부로 전가하지 않고 내부에서 보유하며, 물질적 보험금의 지급도 없는 자가보험에 해당하고,
 - 은행은 채무자 사망 등의 사건 발생 시 대출패키지의 일부로서 채무자의 원리금상환의무를 면제·유예해주고 그 대가로 수수료를 받는다는 것임.
- 그러나 채무상환의무의 면제·유예는 신용보험에서 채무자의 보험료를 재원으로 채권자가 입은 부도 손실이 보험금으로 보전됨에 따라 채권자와 채무자의 채권채무관계가 소멸되는 것과 본질적으로 동일함.
 - 채무자가 은행에 지급한 수수료는 은행이 위험인수자로서 채무자 사망 등의 사건 발생 시 은행이 미래에 입을 손실을 스스로 인수한 데 따른 대가이며,
 - 또한, 은행은 채무자의 수수료를 재원으로 손실 발생 시 이를 보전(보험금을 수령)하고, 그 결과 채무관계의 조정(면제 또는 유예)이 가능하게 됨.

<그림 4> 채무면제·유예(Debt Cancellation or Debt Suspension)계약의 실제 구조

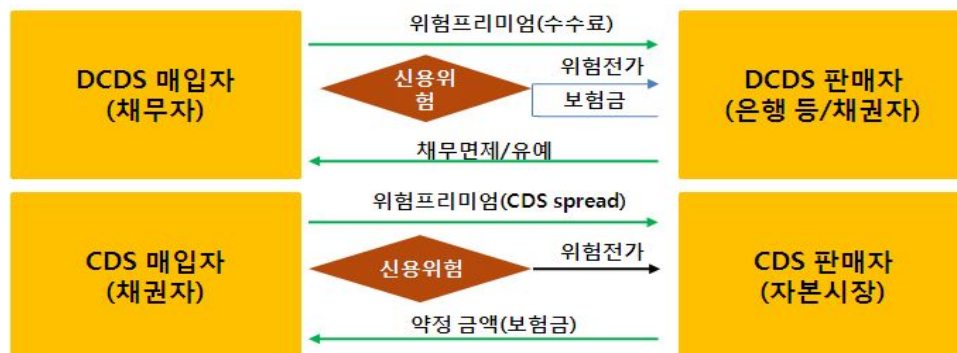


주: <그림 2> 신용보험의 거래 구조 참조.

□ DCDS는 은행이 보험회사의 위험인수 역할을 대신하는 전형적인 신용보험이므로 투기적 위험을 포함하는 CDS와 동일하게 취급될 수 없음.

- 은행권은 DCDS가 CDS와 동일하게 신용위험 보장서비스를 제공하고 있으며 양자 계약의 구조도 동일하므로 CDS와 동일하게 취급될 필요가 있음을 주장함.
- 그러나 투기적 위험이라는 측면에서 신용보험에 해당하는 DCDS는 CDS와 다름.
- 또한 양자간 거래 구조에서도 DCDS는 외형과 달리 CDS와 차이가 있음.
 - CDS와 DCDS에서 채권자는 채무자의 지급불능에 따른 손실을 보험금을 수령하여 보전하는 수익자의 지위에 있다는 공통점이 있음.
 - 그러나 CDS에서 채권자는 위험전가자(보장매입자)를 겸하고 있는 반면, DCDS에서 채권자는 위험인수자(보장매도자)를 겸하고 있어, 채권자에게 CDS는 신용위험을 전가하는 수단이지만 반대로 DCDS는 신용위험을 인수하는 수단임.

<그림 5> 신용부도스왑(CDS)과 채무면제·유예계약(DCDS)의 비교



3. 동일 위험 보장에 대한 동일 규제 원칙

가. AIG 붕괴와 CDS

□ 세계적인 금융복합그룹 AIG(American International Group)가 붕괴하게 된 직접적 원인은 CDS의 보증채무가 급증한 데 있음.

- AIG 그룹은 보험영업부문이 아니라 금융서비스부문의 자회사(AIGFP)를 통해서 신용위험 보장서비스(CDS)를 제공하며 규제차익을 추구함²⁾.
 - CDS는 부동산시장 활황을 배경으로 모기지 시장과 자산유동화 시장의 성장을 촉진하였고, CDS를 판매한 AIGFP는 AIG그룹 전체 이익의 10% 내외를 창출
- 2007년부터 시작된 주택가격 하락과 경기침체로 담보주택의 가치가 대출가액을 밀돌고 연체율도 상승하면서 서브프라임모기지³⁾가 빠르게 부실화되고, 부실은 유동화증권을 매개로 자본시장 전체로 확산됨.
- AIG는 CDS를 판매한 금융영업부문의 보증채무 급증으로 보험영업부문의 건실한 실적에도 불구하고 2008년 4분기에 미국 역사상 최악의 분기 실적인 617억 달러의 분기 손실을 기록하면서 유동성 부족에 빠짐.

<그림 6> 서브프라임모기지의 유동화와 신용부도스왑(CDS)



- 주: 1) CDO(collateralized debt obligations): SPV가 은행 등으로부터 모기지를 인수하기 위한 자금을 조달하는 과정에서 발행되는 자산담보부증권.
 2) ABS-CDO: 투자은행 등이 CDO를 기초자산으로 하여 발행한 유동화증권.
 3) RMBS(residential mortgage-backed securities): SPV가 모기지를 기초자산으로 하여 발행한 유동화증권.

2) AIG 그룹은 손해보험, 생명·연금보험, 자산운용, 금융서비스의 4개 핵심 사업을 축으로 구성
 3) 신용이 낮은(sub-prime) 계층에게 '2년 고정금리 후 변동금리 전환' 조건 형태로 제공된 주택담보대출(모기지)로서 채무자의 부채/소득(DTI: debt-to-income) 비율이 높고 주택 시세의 100%까지 대출이 이뤄져 대출가액/담보가치(LTV: loan-to-value) 비율도 높은 특징을 보임.

□ 금융위기 시 CDS가 보장판매자의 유동성 부족을 초래하는 과정은 주식공매도 (short sales of stocks)와 유사함.

- CDS는 보험과 달리 구매자의 이해관계(insurable interest)⁴⁾를 따지지 않으며, 거래 한도에도 제한이 없어 정상적인 시장에서 시장의 유동성을 높이는 순기능을 함.
 - 자산을 보유하지 않은 일반 투자자가 투기를 목적으로 구입하는 "naked CDS"는 주식공매도처럼⁵⁾ 평상 시 자산에 대한 적절한 위험지표로서 신호 역할을 함.
- 그러나 금융위기와 같은 비정상적 상황에서 CDS는 시장 불안을 증폭시키며 보증채무가 급격하게 증가하여 보장매도자들의 유동성 위기를 초래함.
- 최근 일부 EU 회원국들의 재정위기가 국채 CDS의 투기 때문에 더욱 증폭되었다는 지적이 일면서 naked CDS를 전면 금지해야 한다는 주장이 제기되고 있음.

나. CDS 규제: 신용보험과의 규제차익 해소

□ 글로벌 금융위기 직후 CDS 규제에 대한 논의는 상품의 투명성을 높이는 데 집중됨.

- 지난 2009년 G20 피츠버그 정상회담에서는 CDS를 포함한 장외파생상품의 투명성에 주목하여 상품을 표준화하자는 데 규제의 초점이 집중됨.
 - 이에 따라 G20 회원국은 장외파생상품의 표준화와 전자거래, CCP 청산, 모든 거래내역의 집중 관리 등을 2012년까지 완료한다는 데 합의함.
- 그러나 Lehman Brothers, AIG 등이 시장에서 퇴출되거나 그룹 해체가 진행되면서 제기된 CDS와 신용보험 간 규제차익 해소에 대해서는 큰 진전이 없었음.
 - 신용보험과 동일한 신용위험 보장서비스를 제공하는 CDS 등에 대한 규제가 거의 전무하여 규제 차이를 이용한 이익추구 유인이 존재하는 상황에서 CDS의 투명성을 높이는 것만으로는 향후 위기 재발에 효과적인 대응이 힘들 것으로 보임.

4) 보험계약은 보험계약자와 보험의 목적 사이에 밀접한 이해관계가 존재해야 유효하다고 인정됨.

5) 주식을 보유하지 않은 투자자가 주가가 하락 시에 이익을 얻고자 매도계약을 체결하는 행위로서 시장의 기대를 반영하여 주가의 적정 가격 형성을 촉진하는 순기능이 있으나, 시장이 비정상적인 경우에는 오히려 시장 불안을 증폭시키는 역기능이 문제되어 지난 금융위기 시 금지된 바 있음.

- AIG는 신용위험 보장서비스 제공에서 규제가 심한 보험영업부문이 아니라 금융서비스부문(AIGFP)의 CDS 판매로 규제차익을 추구하다 실패한 사례라고 할 수 있음.

□ CDS 규제는 CDS의 파생상품 특성을 유지하되 보장매도자에게 신용위험 인수에 비례하는 자본력을 요구하여 규제차익을 줄이는 방향으로 추진되어야 함.

- 신용위험 전가(헤지)의 실제 수요에 한정하여 투기적 위험을 배제하는 규제는 CDS 시장의 유동성이 현저하게 제약될 것으로 예상되어 CDS의 보험업 규제나 naked CDS의 전면 금지는 현실적 타당성이 떨어지는 것으로 지적되고 있음.
 - 금융위기 당시 뉴욕보험청 등이 CDS를 보험업의 규제 대상에 포함시키는 방안을 추진했고, 최근 EU를 중심으로 naked CDS의 전면 금지가 주장된 바 있음.
- 신용보험에 적용되는 자기자본규제를 CDS 규제에 준용하는 것이 바람직함.
 - 타인의 위험을 인수하는 것을 본업으로 하는 보험에서는 인수한 위험에 비례하여 자본량을 늘리도록 하고 있으므로 보험공급은 자본 규모에 좌우됨.
 - 국내 보험시장에서는 신용보험의 공급자와 일반보험 공급자가 분리되어 있으며, 보험회사의 CDS 거래가 보험업법에 의하여 원천적으로 금지되고 있음.
- CDS 규제는 보장매도자의 건전성을 유지하고 보장매입자의 투기 가능성을 어느 정도 억제하면서 신용보험과의 규제차익을 줄이는 방향으로 규제가 이루어져야 할 것임.
 - 최근 미국 상품선물위원회의 Gary Gensler 등이 제안하고 있는 보장매도자와 보장매입자의 거래한도 적용, 리스크 경감한도 등도 같은 맥락에서 이해될 수 있음.

다. DCDS 규제: 신용보험이므로 보험업법의 규제 대상

□ ‘동일 위험 보장, 동일 규제’의 기능별 규제 원칙이 확립되어 있고 통합감독기구가 존재하는 국내 시장에서 DCDS에 대한 감독은 보험업법의 테두리 안에서 적용됨이 바람직함.

- DCDS는 사실상 신용보험이므로 보험업법의 규제 대상으로 함이 타당함.
 - 은행 등 금융회사 입장에서는 신용위험 일부를 따로 떼어내 금리를 낮추는 등 대출상품의 경쟁력을 높이면서 별도의 계약을 통해서 채무자로부터 대

가를 받고 따로 떼어낸 위험을 보장하려는 유인이 있음.

- 그러나 대가를 받고 위험보장 서비스를 제공하는 것은 은행업 등이 아닌 보험업에 해당하므로 DCDS는 보험업의 규제를 받아야 함.
- o 더구나 DCDS는 위험인수를 본업으로 하지 않는 금융회사가 신용위험을 전가하지 않고 스스로 보유하는 방향으로 업무경영을 추구한다는 점에서 금융회사의 재무건전성을 높이기 위해 위험전가를 장려하는 현행 금융감독 추세와도 불일치함.

4. 시사점

- 신용대출, 채권투자 등에 대한 신용위험 보장서비스는 채권자 등이 외부로 위험을 전가하려는 선택을 전제로 하는 것이며, 이러한 서비스의 활성화는 금융회사의 건전성 감독 추세에 비추어 바람직한 방향이라고 할 수 있음.
 - o 이러한 신용위험 보장서비스에는 보험시장에서 제공하는 신용보험이 대표적이거나, 자본시장에서도 CDS와 같은 신용파생상품이 제공되고 있음.
 - o 반면, DCDS는 금융기관이 자신의 신용위험을 내부로 다시 환원하는 사례로서 위험전가를 장려하는 건전성 규제 측면에서 바람직하지 않음.
- 지난 글로벌 금융위기와 최근 일부 EU 회원국의 재정위기는 업종간 규제 차이로 인한 이익추구 유인을 줄이는 방향으로 규제를 재정립할 필요성을 일깨워줌.
 - o 신용위험 보장서비스를 제공하는 금융상품으로서 신용보험과 자본시장의 신용부도스왑(CDS), 은행 등 금융회사의 채무면제·유예계약(DCDS) 등에 대해서는 '동일 위험 보장, 동일 규제'의 원칙을 적용하는 것이 바람직함.
- 은행 등이 판매하려는 DCDS는 사실상 신용보험이므로 보험업법 규제가 바람직함.
 - o DCDS는 외형상 채무자와 채권자의 양자 계약으로서 대출의 일부로 보이나, 내용에서는 채권자인 금융회사가 위험인수자가 되어 신용위험을 인수하고 채무자에게 수수료를 받는 구조로서 사실상 일반 금융회사가 신용보험을 취급하는 것임.

- CDS의 경우 파생상품의 특성을 유지하되 신용보험에 적용되고 있는 자본규제 등을 준용하여 규제차익을 줄이는 방향으로 규제가 마련되는 것이 바람직함.
 - 규제가 거의 없는 CDS는 지난 금융위기에서 메릴린치, 리먼브라더스, AIG 등의 붕괴를 초래한 주요 원인으로 지적되고 있고, 위 회사들은 자본규제가 은행 재량에 맡겨진 투자은행이었거나 규제차익을 추구한 금융기업이라는 공통점이 있음.
 - CDS에 대해서는 보장매도자 등에게 자본 기준의 거래한도를 설정하는 등 신용보험에 준하는 규제를 적용함이 바람직함. KiRi