



금융상품의 이해 12: 신용부도스왑(CDS)(1)

이경아 연구원

- 신용부도스왑(CDS: Credit Default Swap)은 신용파생상품(credit derivatives)의 일종으로 신용보증매입자(credit protection buyer)가 수수료(CDS premium)를 지급하는 대신 신용사건(credit event)이 발생한 경우 신용보증매도자(credit protection seller)로부터 약정에 따른 손실액을 지급받는 조건의 계약
 - 신용파생상품은 대출자의 신용도 변화에 따라 가치가 변동하는 대출금, 회사채 등의 기초자산(underlying asset)으로부터 신용위험(credit risk)만을 분리하여 매매하는 금융계약
 - 신용위험이란 대출자 또는 회사채 발행자의 채무불이행으로 인해 채권금융기관이 금전적인 손실을 입을 위험을 의미
 - 신용파생상품 거래에서 신용위험을 회피하고자 하는 거래자를 신용보증매입자라 하고 신용위험을 인수하는 거래자를 신용보증매도자라 함.
 - 신용사건이란 도산(bankruptcy), 지급실패(failure to pay), 기한이익상실(acceleration), 지급이행거절(repudiation), 지불유예(moratorium), 채무불이행(default), 채무재조정(restructuring)을 통칭¹⁾

- 신용부도스왑(이하 'CDS'이라 함)은 약정된 계약사건(trigger event) 발생 시 우발손실을 보전해준다는 점에서 조건부청구권(contingent claims)에 해당하며, 기초자산의 손실위험에 대한 보증보험(credit insurance)에 가입하는 것과 유사한 현금흐름을 지님.
 - 일반 보증보험이 '금융소비자(대출자)-금융기관(대출기관)' 간의 금융거래에 대한 지급보증이라면 CDS는 정부, 기업에 대한 지급보증이라 할 수 있음.
 - 일반 보증보험이 원계약과 분리되어 매매될 수 없는 반면 CDS는 기초자산과 분리되어 자유롭게 사고 팔 수 있고 유통시장을 통해 해당 기초자산(회사채 혹은 대출채권)을 보유하지 않은 투자자도 CDS 매입자/매도자로서 참여할 수 있음.

1) ISDA(International Swaps and Derivatives Association)에 따른 분류로 우리나라도 이를 준용함.

- 보유자산에 대한 헤지(hedge)목적이 아니라 투자(speculation)목적의 CDS 거래를 ‘naked CDS’라 하며 CDS거래의 대부분을 차지함.
- naked CDS 거래규모가 확대되면서 CDS는 원래의 신용사건에 대한 지급보증 기능에서 준거기관(reference entity)의 부도확률에 대한 시장가격으로 받아들여지고 있음.
- 일반 보증보험이 전통적인 보험산업 규제를 적용받는 것과 달리 CDS 거래는 보험규제를 적용받지 않으며 감독기관에 대한 거래보고의무를 지지 않음.
 - 금융위기 당시 금융기관들이 naked CDS와 같은 과도한 그림자금융(shadow banking) 거래가 전체 금융시장의 시스템 위험(systemic risk)을 유발하였다는 비판이 강하게 제기됨.
 - 이에 따라 sovereign naked CDS의 거래요건을 강화하거나 CDS거래의 거래상대방 위험(counterparty risk)을 낮추기 위한 중앙청산소(CCP: Central Counter Party) 설립 등 규제가 강화되었으며 이와 함께 좀 더 투명한 CDS 시장 인프라 구축을 위한 다양한 논의들이 진행되고 있음.
- CDS 신용보증매입자는 CDS 프리미엄(지급보증 보험료)을 신용보증매도자에게 지불하는 대가로 자신이 보유한 신용위험을 이전하고, 신용보증 매도자는 CDS 프리미엄을 수취하는 대신 기초자산에 신용사건이 발생할 경우 신용보증매입자에게 약정된 보상금을 지급
 - CDS 프리미엄은 기초자산의 신용위험 및 신용보증매도자의 신용도가 낮을수록 낮게 형성됨.
 - CDS 프리미엄은 ‘기초자산 액면금액의 일정비율(%)’로 부과되며, ‘기준금리(Libor)+ α ’로 호가됨.
 - 기초자산(채권)을 보유한 경우 신용사건에 대한 판단은 해당 기초자산을 기준으로 이루어지며, 기초자산을 보유하지 않은 naked CDS의 경우 신용사건의 정의에 특정 준거자산(reference asset)을 계약조건에 명시함.
 - 기초자산은 보증매입자가 CDS를 통해 신용위험을 이전하고자 하는 대상자산이며, 준거자산은 CDS 계약상 신용사건의 발생여부를 판단하는 기준이 되는 자산임.
- CDS의 신용사건이 발생하면 손실금액의 산정 및 지급의 정산(settlement)이 이루어지며 이러한 정산과정은 명확한 신용사건 범주의 지정과 더불어 CDS 계약의 주요한 검토사항임.
 - 신용보증매도자는 신용사건 발생 시 해당 채권의 부도 후 회수가치(recovery)를 산출한 뒤 약정손실보전금액과의 차이를 신용보증매입자에게 지급해야 함.
 - CDS 정산은 현물결제와 현금결제(cash settlement)가 모두 가능함.

- 현물결제(physical settlement)의 경우 현물채권을 직접 인도하는 데 발생하는 여러 가지 문제점과 절차상의 번거로움이 있기 때문에 상당수의 CDS 거래는 현금결제 방식을 통해 이루어지고 있음.

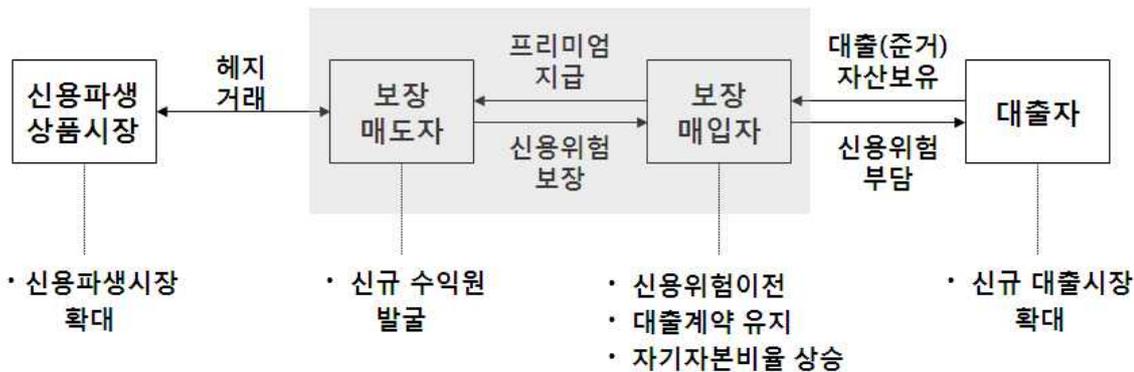
■ **현물결제(physical settlement)**는 보장매도자가 준거자산의 권면액에 해당하는 금액을 보장매입자에게 지급하고 대신 보장매입자의 신용사건 후 준거자산(부도채권)을 직접 인도받는 방식임.

- 현물결제 방식의 naked CDS에서 보장매입자는 정산을 위해 시장에서 인도자산(deliverable obligation)을 매입한 뒤 이를 다시 보장매도자에게 인도하여야만 하는데 이 때 보장매입자가 적절한 인도자산을 찾지 못하거나 단기적으로 부도채권 매입대금이 부족한 유동성 상황에 직면할 수 있음.
 - 실제로 CDS 거래가 증가하면서 해당 기업의 신용파생상품 계약규모가 거래 가능한 인도자산 규모를 초과할 경우 현물결제가 정상적으로 이루어지지 못하거나, 신용사건 발생 이후 정산목적의 수요로 인해 해당 채권의 가격이 오히려 일시적으로 상승하는 경우도 발생하였음.
- 따라서 현물결제 방식은 인도자산이 부족할 경우 CDS 정산자체가 성립되지 못하고 신용사건 발생 시 수급불균형에 의한 현물채권 가격 왜곡이 발생할 수 있다는 문제점이 있음.

■ **현금결제(cash settlement)**는 ‘준거자산 액면금액-준거자산 시장가치’ 차액, 즉 준거자산 보유에 따른 순손실액을 보장매도자가 보장매입자에게 정산하는 방식임.

- 현물결제가 실물자산(부도채권 등)을 인도하고 액면금액을 수취함으로써 정산되는 것과 달리 현금결제는 정확한 순손실액을 신용사건 이후 산정해야 하므로 준거자산의 가치산정 절차 및 정산시점이 중요한 검토사항임.
 - 손실금액은 일정 기간 동안 채권딜러투표(dealer poll)의 결과를 기준으로 계약 시점에 지명된 계산대리인(calculation agent)에 의해 산정됨.
 - 일반적으로 준거자산에 대한 적절한 가치산정을 위하여 신용사건 발생 후 가치산정절차 개시시점까지 최소 45 영업일 이상이 확보되어야 함.

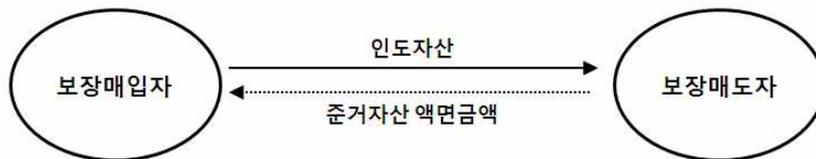
〈그림 1〉 신용부도스왑의 거래 구조



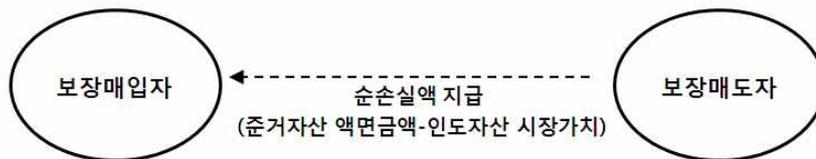
자료: 김인규·오종민(2008), 「신용파생상품시장의 현황과 과제」, 한국은행.

〈그림 1〉 신용부도스왑의 정산방식: 현물결제·현금결제

· 현물결제(Physical Settlement)



· 현금결제(Cash Settlement)



자료: 김경무·양정용·정연수(2007), 『신용파생상품의 구조와 리스크 분석』.