

규제연구 제19권 제2호 2010년 12월

주요국의 부동산 파생상품 규제연구 및 시사점

김 솔* · 채지윤**

국내의 부동산 파생상품은 대부분 장외파생상품으로 거래되고 있는데, 이들 장외파생상품 거래에 대한 한국, 미국, 영국 및 일본의 법률적 체계는 다소 차이를 보인다. 신용파생상품 및 자산유동화증권류를 포함한 장외파생상품의 법률규제와 감독 여부는 각국별로 차이를 보이고 있으나, 이러한 파생상품 거래로 인한 리스크 관리 및 관련 건전성 요건의 충족, 자본비율 등 파생상품의 간접적인 규제 차원의 감독은 방법과 정도의 차이는 있으나 공통적으로 이루어지고 있다.

미국 등 주요 선진국의 부동산 파생상품 규제현황과 최근 규제방향을 참고하여, 국내 부동산 파생상품 시장의 건전한 성장과 발전을 추구할 수 있는 국내 부동산 파생상품의 바람직한 규제방향을 찾고자 한다.

핵심용어: 부동산 파생상품, 파생상품 규제, 파생상품, 선진국 파생상품 감독

* 한국외국어대학교 글로벌경영대학 경영학부, 서울시 동대문구 이문동 270(solkim@hufs.ac.kr)

** 금융경제연구소, 서울시 중구 다동 88 동아빌딩(cowldbs@hanmail.net)

본 연구는 2010학년도 한국외국어대학교 교내학술연구비의 지원에 의하여 이루어졌으며, KAIST 금융공학 연구센터에서 수행된 연구보고서의 일부를 보완·정리한 것이다. 본 연구를 위해 유익한 의견을 제시해 주신 강장구·김화성·강병진·박형진·윤선중 교수와 익명의 심사위원 두 분에게 감사사를 드린다. 본 연구에서 제시된 견해는 연구진의 견해이며, 오류도 저자의 책임임을 밝혀둔다.

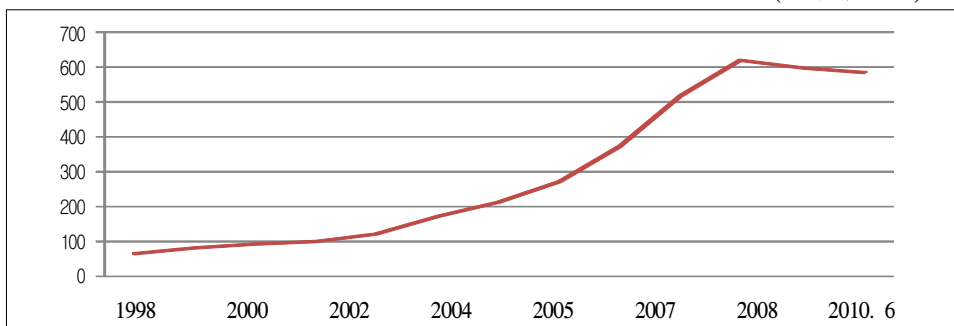
접수일: 11/15, 게재확정일: 11/25

I. 서론

글로벌 장외파생상품 시장은 지난 금융위기 이후에도 꾸준한 시장 성장이 있었던 것으로 나타났다. 국제결제은행(BIS)에 따르면, 글로벌 장외파생상품 시장은 2007년 이래 최근 3년 동안 총 15%가 성장하여 2010년 6월 기준 명목잔액 총 583조 달러인 것으로 밝혀졌다. 특히 이러한 장외파생상품에는 지난 서브프라임 모기지 사태 당시 리스크의 확대 및 시장 부실의 원인 중 하나로 지목되었던 부동산 파생상품¹⁾ 종류들도 포함되어 있다. 또한 영국 IPD에서 집계하는 글로벌 부동산 파생상품 거래²⁾ 역시 금융위기 이후에도 계속적으로 확대되어 왔으며 최근 더욱 활발해지고 있는 것으로 나타났다.

〈그림 1〉 글로벌 장외파생상품 명목잔액 추이

(단위: \$trillion)



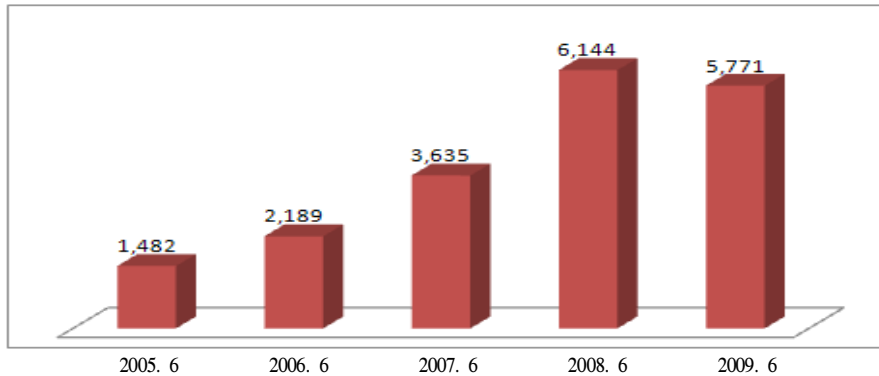
자료: BIS, Triennial and semiannual surveys, November 2010.

- 1) 본 연구에서는 CDS, TRS의 신용파생상품을 포함해 자산유동화증권 등과 같이 부동산의 리스크 이전 및 유동화 관련 파생상품을 부동산 파생상품으로 분류하였다.
- 2) 영국 상업부동산 지수(IPD)에서 집계하는 부동산 파생상품 명목잔액 기준이며, 본 논문에서 다루는 부동산 파생상품의 종류는 다소 차이가 있을 수 있음. (자료: IPD/IPF Volume trade)

국내 장외파생상품 시장 역시 지난 위기 이후에도 꾸준히 증가세가 계속되고 있으며, 이는 아직 부동산 파생상품 시장 및 관련 상품이 발전 단계에 있는 우리나라로서는 향후 영국과 같이 활발한 부동산 파생상품 시장의 성장을 기대할 수 있는 발판일 것이다.

〈그림 2〉 국내 장외파생상품 명목잔액 추이

(단위: 조 원)



자료: 금융감독원

이러한 가운데 지난 금융위기에서 그동안 수익성에 가려서 제대로 드러나지 않았던 장외 파생상품의 위험성이 부각되면서 미국의 금융규제개혁안을 필두로 선진국들은 각종 규제안 제정에 박차를 가하였으며, 이미 지난 1998년 한 차례 금융위기를 겪었던 우리나라 역시 똑 같은 경험을 다시금 하지 않기 위해 규제안 마련에 고심하고 있다. 하지만 규제에는 항상 부작용이 있게 마련이며, 충분한 사전 고려 없이 근시안적으로 도입한 규제는 오히려 시장의 활성화를 저해하는 불필요한 걸림돌로 전락하기가 쉽다.

더욱이 앞서 금융위기의 주요 원인 중의 하나로 지목되었던 부동산 파생상품의 경우 꾸준한 시장 성장과 함께 최근 다시금 시장거래가 활발해짐에 따라 동 분야의 현재 규제를 면밀히 살펴보고 이를 보완하여 건전한 부동산 파생상품 시장의 육성을 위한 효과적인 규제 대안이 마련되어야 한다.

따라서 본고에서는 국내는 물론 미국 등 주요 선진국의 부동산 파생상품 관련 규제현황을 비교하고, 국내 부동산 파생상품 시장의 건전한 성장과 발전을 위해서는 어떠한 방향으로 규제가 이루어져야 하는지에 대한 의견을 제시하고자 한다.

부동산 파생상품은 대부분의 국가에서 장외파생상품으로 분류하기 때문에, 따라서 부동산 파생상품이 사법적으로 어떠한 규제를 받는지 알아보기 위해서는 각국의 장외파생상품 관련 법률을 알아볼 필요가 있다. 대부분의 국가에서 파생상품 거래로 인한 리스크 관리 및 관련 건전성 요건의 충족, 자본비율 충족 등의 간접적인 규제 차원의 감독을 서로 유사한 형태로 실시하고 있으나, 법률적 규제 및 세부 조건별 감독 여부를 살펴보면 국가별로 다소 차이를 보이는 점을 알 수 있다. 우리나라나 일본의 경우 금융상품 및 투자업종별로 각각 다른 규제와 진입장벽을 두고 있는 반면, 미국이나 영국의 경우 일정한 진입기준을 만족하면 규제를 받지 않도록 하는 체계를 유지하고 있다.³⁾ 따라서 본고에서는 전체적인 국가별 시장 상황을 개괄하면서 동시에 국가 간에 어떤 제도적 차이점이 있는지에 대해서도 살펴보았다.

II. 국가별 부동산 파생상품 규제

1. 한국

국내에서 거래되고 있는 부동산 파생상품으로는 CDS, TRS 등의 장외파생상품류 상품과 CDO, MBS 등의 자산유동화증권류 상품 등이 있다. 이 중 앞서 언급한 대로 CDS, TRS를 비롯한 대부분의 부동산 파생상품이 장외파생상품에 포함되며, 따라서 자본시장통합법(이하 자통법)하에서 장외파생상품에 대하여 적용되는 규제를 동일하게 받게 된다. 본 절에서는 국내 부동산 파생상품 규제현황 및 감독 체계에 대해 설명한다.

(1) 규제법률

국내 부동산 파생상품을 규제하는 법률로는 「자통법 및 자산유동화에 관한 법률」(이하 자산유동화법)이 있다. 자본시장통합법은 금융기관별로 규제하던 종래의 규율체제에서 금융기능별로 규율하기 위해 도입된 법률로서 특히 파생상품과 장외파생상품의 규제가 이전에 비

3) 단, 미국의 경우 최근 도입된 「월스트리트 금융개혁과 소비자보호법」(Wall Street Reform and Consumer Protection Act)으로 인해 훨씬 강력한 규제 및 감독을 받게 될 전망이다.

해 상당히 완화된 법률이다. 물론 최근 금융위기 이후 파생상품 관련 규제를 강화하는 몇몇 개정이 있었으나, 대부분의 파생상품 및 장외파생상품을 포괄적인 방식(negative)으로 허용하고 있는 점에 있어 종전의 법률 체계와 큰 차이를 보인다.

국내 부동산 파생상품은 대부분 장외파생상품이며, 해당 상품에 대한 법률상 거래목적과 주체, 해당 자본금 요건 등이 별도로 존재한다. 자통법에서는 CDS, TRS 등 장외파생상품류의 경우 거래상대방이 일반투자자일 때는 위험회피 목적으로만 거래를 할 수 있도록 제한하고 있으며, 만약 주권상장법인이 전문투자자 자격으로 장외파생상품을 거래할 경우 반드시 이러한 의사를 금융투자업자에게 서면으로 통지하여야 한다고 규정하고 있다. 또한 금융투자회사에 상근하는 1인 이상의 파생상품업무 책임자가 반드시 장외파생상품 매매를 승인하여야 하며, 신규 신용파생상품의 경우 한국금융투자협회의 사전심의를 받도록 규정하고 있다. 자본금 요건의 경우에도 장내파생상품이나 기타 증권류에 비해 장외파생상품의 거래를 영위하기 위해 갖춰야 할 자본금 요건이 훨씬 높은 편이다. 예를 들어 투자매매업자의 장내 파생상품 거래 시 자본금 요건은 100억 원에 불과하지만 장외파생상품을 거래하고자 할 경우 자본금 요건이 900억 원으로 증가하게 된다.

이 밖에도 자통법은 각 업종별로 부동산 파생상품 거래에 관하여 다양한 규제장치를 마련하고 있다. 금융투자업자의 경우 인력, 전산설비, 물적설비, 대주주 및 임원 등이 적격성을 갖추고 일정 수준 이상의 투자자보호 장치를 마련해야만 부동산 파생상품 거래가 허가된다. 또한 이와 함께 은행이나 보험업의 겸영 금융투자업자는 각 업종별로 별도로 충족해야 하는 자본금, 건전성, 유동성 관련 규제가 있으며, 파생상품 거래를 포함한 사업운용상의 건전성 및 리스크 관리에 대해 수시·정기적으로 공시 및 보고를 실시해야 할 의무를 가지고 있다.

상품 종류별로 살펴보면, CDS의 경우 관련 법규에 의한 심한 규제 등의 이유로 원화 CDS가 매우 제한적으로 운용되고 있으며, 따라서 대부분의 CDS 거래가 외국환으로 표시된 CDS 매매를 통해 이루어지고 있다.⁴⁾ 하지만 외국환으로 표시된 CDS 역시 외국환거래규정의 규제를 받으며, 외국환업무로서 행하는 거래 중 신용파생금융거래는 한국은행 총재에 신고하여야 한다. 자산유동화증권류의 경우 자산유동화법에 의거하여 자산유동화증권(ABS)을,

4) 보험업법 제113조에 따라 타인을 위한 채무보증 금지로 보장매도가 금지되어 있다. 물론 규제상의 제약 이외에도 원화 CDS가 발행되어 오지 않았던 데에는 많은 이유가 존재한다.

주택저당채권유동화회사법에 의거하여 주택담보부증권(MBS)을 발행할 수 있으며 유동화 계획을 금융위원회에 등록하여야 한다. 또한 자산유동화법과 주택저당채권유동화회사법 모두 자산유동화증권류에 대한 공시를 요구하고 있다.

(2) 규제기관

부동산 파생상품의 경우 주로 금융위원회에서 CDS, TRS, 서브프라임 모기지 관련 금융상품인 CMO, 기타 장외파생상품 등을 감독·규제하고 있으며, 외국환거래규정과 관련된 상품의 경우 기획재정부 및 한국은행에서도 규제를 실시하고 있다.

(3) 업종별 추가 규제

국내의 경우 업종⁵⁾을 크게 은행, 증권, 보험으로 나누고 업종에 따라 규제를 달리한다. 은행과 증권, 보험사는 각각 BIS, NCR, 자본적정성(Solvency) 관련 규제를 따르고 국내법에 따라 자본금 등을 충족해야 한다. 은행의 경우 은행법 제9조에 따라 자본금을 1,000억 원 이상 보유하여야 하고, 자통법에 따라 겸영 금융투자업의 자본규모를 추가 충족하여야 하며 BIS가 8% 이상이어야 한다. 보험업의 경우 보험업종별 자본규모를 충족하여야 하고, 마찬가지로 자통법에 따라 겸영 금융투자업의 자본규모를 추가 충족하여야 한다. 증권사의 경우 자통법에 따라 겸영 NCR이 200% 이상이어야 하고, 겸영 금융투자업의 자본규모를 추가 충족하여야 한다. NCR은 다음의 운영위험값을 기준으로 계산한다.

〈표 1〉 영업부문별 운영위험값(증권업 NCR 적용)

구 분	위험값
투자중개업	12%
투자매매업(주식, 채권, 기타 증권)	18%
파생상품업(장내, 장외)	18%
투자은행업(인수, ABS, PI)	18%
자산관리업(집합투자, 투자일임, 펀드판매, CMA)	18%
종합금융업	12%

5) 은행, 증권사 등 금융기관은 전문투자자로 분류한다.

(4) 취급가능·불가능한 부동산 파생상품 종류

현행 자동법하에서는 원화로 표시된 양도성 예금증서 및 수탁자에게 신탁재산의 처분권이 부여되지 아니한 신탁을 제외하고는 별도로 제한된 부동산 파생상품 종류가 존재하지 않는다.

(5) 감독기관의 관리·감독⁶⁾

1) 은행

은행업감독규정 제33조는 금융기관의 경영실태를 분석하여 경영의 건전성 여부를 감독하도록 규정하고 있다. 또한 동 규정 제34조는 은행의 자본요건인 자기자본비율, 경영실태 평가 등이 기준 및 규제에 어긋나는 경우 금융위가 해당 금융기관에 대하여 필요한 조치를 취할 수 있음을 명시하고 있다. 이러한 조치로는 운영의 개선, 경비절감 등을 요구하는 시정조치와 같이 비교적 낮은 징계는 물론 부실자산의 처분이나 이익배당의 제한 등 직접적이고 강한 처벌 조치도 가능하다. 동 규정 제35조는 제34조보다 심각한 수준의 경영개선 혹은 자기자본비율의 저하 등의 경우, 영업소의 폐쇄 및 통합 등 강력한 처분 권한을 설명하고 있다. 또한 은행업 감독규정의 경영실태 평가 항목에서는 비계량적 평가항목에 자산건전성과 이에 따른 리스크 관리 및 경영상태에 대한 평가항목이 다수 포함되어 있는 것을 알 수 있으며, 따라서 감독당국의 재량에 따라 은행의 경영실태 평가를 유연하게 조절할 수 있을 것으로 보인다.

은행업감독규정에서도 알 수 있듯이 파생상품 거래는 은행 등 금융기관 및 관련 거래 기업의 자산건전성에 영향을 미치는 요소이다. 따라서 은행을 포함한 금융기관은 ‘파생상품업무처리 모범규준’을 통해 파생상품과 관련하여 업무범위 및 거래 역할에 따라 금융회사를 구분하고 리스크 관리 체계 등을 갖추도록 규정하고 있으며, 특히 파생상품 관련 공시 요건에 따른 규정을 별도로 제시하고 있다. 이 외에도 동 규정에서는 파생상품 거래를 하는 금융기관이 전문성 유지 및 성과평가에 대한 세부적인 사항을 고려할 것을 제시하고 있으며, 동 규정의 파생상품 회계처리에 대한 해설 역시 기재하고 있다.

2) 보험회사

보험회사의 파생금융 거래기준은 보험회사의 파생상품 거래한도 등을 규정하고 있다. 우

6) 감독기관의 관리와 감독분야는 부동산 파생상품 거래와 관련 있는 항목만을 기재했다.

선 일반계정의 경우 거래한도를 직전 분기 말 총자산의 100분의 3 미만으로 제한하고 있으며, 특별계정의 경우에는 직전 분기 말 각 규제대상 특별계정 자산의 100분의 3 미만으로 제한한다. 보험업감독규정 제6절에서는 보험회사가 결산일부터 3월 이내에 행하는 정기공시(경영공시)를 통하여 리스크 관리 세부기준의 설정 및 운영현황 등 리스크 관리에 관한 사항을 기재할 것을 규정하고 있으며, 특히 파생상품 거래로 인하여 계약건당 보험회사의 직전 분기 말 현재 지급여력 금액의 1%에 상당하는 금액을 초과하는 손실이 발생한 경우에는(다만, 그 금액이 10억 원 이하인 경우는 제외) 이러한 사항을 즉시 공시하도록 규정하고 있다.

또한 파생상품 거래는 보험업의 위험평가에도 영향을 미치므로, 위험평가 관련 규정 역시 부동산 파생상품 거래에 있어 규제로 작용한다. 보험업의 위험평가 과정에서는 리스크의 노출 정도와 통제기능, 그리고 리스크에 대한 감내능력이 평가되며, 이 중 파생상품의 거래는 시장리스크 노출 정도 및 자본적정성 산출 과정에서 고려대상에 포함된다.

파생상품 회계처리의 경우, 보험사는 파생상품 거래에 따른 파생상품 자산은 각각 이자율·통화·주식·신용 관련, 그리고 기타 파생상품 거래에 대한 평가이익 금액을 기재하고, 평가손실 금액은 파생상품부채의 계정과목에 기재하도록 규정하고 있다.

3) 금융투자업

앞서 살펴본 바와 같이 자통법 및 동 법의 시행규칙·시행령에 따라 금융투자업의 인가 심사, 재무건전성 유지, 해당 업무분야의 적격성(전문성, 시설, 자본금충족) 등을 감독하고, 증권 등의 투자설명서, 신고서류 등의 감독도 주관한다.

(6) 규제 위반 시의 제재조치

은행업의 경우 부동산 파생상품을 포함하여 파생상품의 리스크 관리를 포함하는 건전성 비율인 BIS 비율의 위반 사항에 대한 제재가 주요한 제재조치가 된다. BIS 비율 위반에 대한 제재는 앞서 은행업 감독 제33~35조에 따라 자기자본비율 및 경영실태 미흡 정도에 따라 고정자산의 투자 감소, 영업소 폐쇄 등에 걸쳐 그 처벌 수준을 달리하고 있다. 또한 은행업, 보험업을 포함한 겸영금융투자업자와 금융투자업자는 자본시장통합법 제443~449조의 규정에 따라 부동산 파생상품을 포함하여 금융투자상품의 시세변동의 조작, 금융투자업 등록의 임의 변경 및 공시 서류 조작 등의 위반 행위에 대해 규정에 따라 10년 이하의 징역과 1천

만 원에서 5억 원에 이르는 벌금을 부과한다. 단, 일부 위반행위의 경우⁷⁾ 그 행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 3배에 해당하는 금액이 5억 원을 초과하는 경우에는 그 손실액의 3배에 상당하는 금액 이하의 벌금에 처한다.

2. 미국

미국에서 거래되는 부동산 파생상품으로는 CDS, TRS 등의 장외파생상품류와 CMO, CDO, ABS 등의 자산유동화증권류가 있으며, 이 중 CDS, TRS 등의 부동산 파생상품을 규제하는 법률인 상품선물현대화법(CFMA)과 증권법(Securities Act of 1933), 자산유동화증권의 경우 투자회사법(Investment Company Act of 1940) 등에 의해 대부분의 규제가 이루어지고 있다. 최근 입법된 「월스트리트 금융개혁과 소비자보호법」(Wall Street Reform and Consumer Protection Act)에서는 CDS를 포함한 신용파생상품(부동산 파생상품) 및 장외파생상품의 규제를 강화하였으나, 아직까지는 관련 법률 조항의 대부분이 시행되지 않고 있는 상태이다.⁸⁾ 현재 미국의 부동산 파생상품 규제현황은 <표 2>와 같다.

<표 2> 미국 부동산 파생상품 규제현황

분류	현행
규제기관	상품선물거래위원회(CFTC)
부동산 파생상품 관련 법률	금융개혁과소비자보호법(Wall Street Reform and Consumer Protection Act) 일부, 상품선물현대화법(CFMA), 증권법(Securities Act of 1933), 투자회사법(Investment Company of 1940)
부동산 파생상품의 분류	· 장외파생상품류 - CDS, TRS 등 · 자산유동화증권류 - CMO, CDO, ABS 등
거래목적	제한 없음
거래주체	제한 없음. 적격거래참가자(ECP) 등 일정 조건 충족 시 규제 면제받음
부동산 파생상품의 해당 리스크 처리	각 금융업종별 건전성 기준에 따른 리스크 처리(증권: NCR, 은행: BIS 등)

7) 자본시장통합법 별칙 제443조에서 규정하는 위반 행위

8) 각 법률 조항별로 시행이 각기 다르다. 대부분의 파생상품 관련 조항이 있는 Title VII의 시행일은 입법 후 360일인데, Section 716. Prohibition against Government bailouts of swaps entities의 경우 시행일은 2년 이후로 규정하고 있다. 이 외에 적격거래참가자(Eligible Contract Participant: ECP) 관련 강화된 규제내용도 360일 이후 시행할 것으로 되어 있다.

미국의 경우 부동산 파생상품 거래의 주체가 적격거래참가자(ECP)일 경우 규제에서 면제된다. 장외파생상품 거래자가 대부분 은행 등 금융기관인 것을 감안했을 때, 이는 사실상 대부분의 거래 참가자가 규제를 받지 않는다는 것을 의미한다. 또한 자산유동화증권의 경우에도 관련 규제를 면제받을 수 있는 별도의 조항이 존재하고 있기 때문에, 일반 금융기관의 부동산 파생상품 거래는 사실상 현행법상에서는 거의 규제를 받고 있지 않다고 볼 수 있다. 단, 관련 파생상품을 거래함으로써 발생하는 리스크 관리 및 이와 관련한 자본요건, 건전성 비율 등은 관리대상에 포함되기 때문에 간접적인 규제 차원의 감독은 실시하고 있다고 볼 수 있다.

(1) 규제법률

1) 장외파생상품류- CDS, TRS

미국의 부동산 파생상품 중 신용부도스왑(CDS)을 포함한 장외파생상품의 경우 CFMA의 법률규제하에 놓이게 된다. 미국은 금융상품별 규제체계를 가지고 있어 대부분의 경우, 파생상품은 CFTC의 감독하에 CFMA의 법에 따라 규제되고, 증권인 경우 SEC의 감독하에서 증권법률에 따라 규제된다.⁹⁾ 즉, CDS와 TRS를 포함한 장외파생상품의 규제는 CFMA법에서 요구하는 조건을 충족할 경우, CEA의 규제에서 면제되며, 앞서 살펴본 바와 같이 금융기관의 경우 실질적으로 대부분의 장외파생상품 거래가 CFMA(상품선물현대화법 - Commodity Futures Modernization Act)에 따라 CFTC의 규제를 면제받는다. 이러한 법률적 특성은 일정한 조건을 충족하는 적격거래참가자(ECP)의 진입장벽은 높은 편이나, 기존의 금융기관 및 기관투자자의 입장에서는 이미 ECP의 요건을 충족하고 있으며, 이러한 파생상품을 거래하는 주요 시장참가자이므로 사실상 이들 장외파생상품의 거래에 규제가 없다고 볼 수 있다. 그러므로 최근 미국에서 규제를 강화하고 있는 장외파생상품 거래에도 기존의 금융기관과 기관투자자가 규제의 범위에 포함되도록 하는 법률을 도입하고 있는 것이며, 이는 금융기관의 체계적 리스크가 규제 부재의 시장에서 확산되지 않게 하기 위한 것으로 이해할 수 있다.

9) 물론 CFMA와 Securities Act의 법률은 상품 종류에 따라 함께 규제하에 놓이거나, 다른 법률규제에도 적용받는다.

2) 자산유동화증권류 - CMO, CDO, ABS

i) 자산유동화증권의 공시 관련 법

CDO를 포함한 자산유동화증권은 1933년 증권법(Securities Act of 1933)의 공시의 기준에 따라, 유가증권신고서를 SEC에 제출해야 한다.¹⁰⁾

ii) SPV의 투자회사 등록 면제를 받기 위한 관련 법

자산유동화증권을 발행하는 SPV는 투자회사법(Investment Company Act of 1940)에 따라 투자회사로 등록하는 것을 면제받을 수 있다. 즉, 실질적으로 투자회사법은 등록요건이 매우 까다롭기 때문에, 여러 가지 방법으로 등록을 면제받기 위한 SPV 형태를 조직하는 경우가 많다. 부동산 담보대출 유동화 상품의 경우 이를 면제받기 위한 별도의 면제조항이 존재한다.¹¹⁾

iii) 자산유동화증권의 과세 관련 법

자산유동화증권의 과세와 관련하여, 이들 유동화증권에 투자하는 REMIC(부동산저당투자신탁도관: Real Estate Mortgage Investment Trusts Conduits), FASIT(금융자산증권화 투자신탁: Financial Asset Securitization Investment Trusts)로 인정받으면 과세대상이 아니다.

(2) 규제기관

미국 부동산 파생상품의 규제기관은 장외파생상품(CDS, TRS, 부동산지수 장외파생상품)의 경우 CFTC(Commodity Futures Trading Commission: 상품선물거래위원회)로 CFMA(상품선물현대화법)에 따라 규제하며, (즉, 동 법의 해당조항에 따라 규제를 면제받는다) 자산유동화증권의 경우 SEC(Securities and Exchange Commission: 증권거래위원회)가 규제한다.

10) 1933년 증권법(Securities Act of 1933) Sec. 7. (a) 유가증권신고서는 외국정부 혹은 정치 하부조직의 발행 증권 이외의 경우 Schedule A에 따라 해당 정보와 필요 서류를 구비하여야 한다. 외국정부나 정치 하부조직에 의해 발행된 증권인 경우 Schedule B의 요건에 따른다. 혹은 사모발행의 경우 1933년 증권법 Sec. 4. (2)에 따라 사모방식으로 증권을 발행할 수 있다.

11) 1940년 투자회사법(Investment Company Act of 1940) · Sec. 3. (c). (5). (C) 상환증권, 적립식 액면증서, 혹은 적립식 투자계획(periodic payment plan) 증서를 발행하는 사업에 관여되어 있지 않고, 모기지나 부동산에 대한 여타 선택권과 지분을 구입하거나 획득하는 것에 관련한 사업을 주로 영위하는 경우 투자회사가 아니다. (즉, 투자회사로 등록을 면제받는다)

(3) 공통 장내/장외 진입·인가 규제

CDS, TRS 등 장외파생상품은 CFMA의 요건에 따라 장외파생상품 거래를 함에 있어 규제를 면제받을 수 있다. 미국 그램리치 브릴리(Gramm Leach Bliley; 은행업과 증권업의 겸영을 허용한 1999년 법)에서는 파생상품의 개념을 매우 폭넓게 정의하고 있다. 그런데 CEA에서 규제하는 스왑거래에 대해,¹²⁾ CFMA는 ‘규제를 제외받는 파생상품 거래’¹³⁾를 명시하고, 대부분의 장외파생상품 거래가 CEA의 규제에서 면제받을 수 있는 대신, 적격한 거래참가자(ECP) 등 동 법률에서 규정하는 일정 조건을 충족하여야 함을 명시하고 있다.¹⁴⁾

(4) 업종별 추가 규제

은행은 Federal Reserve의 지불준비금거래예금액의 최소 10%에 해당하는 지불준비금을 보유하고, BIS 기준 8%를 충족시켜야 한다. 증권업의 경우 SEC에 등록된 각 브로커와 딜러는 순자본이 최소 순자본 이상을 유지해야 하며, 총부채 기준 혹은 대안 기준을 선택 적용한다. 단, 대안 기준의 경우 SEC에서 별도의 승인을 받아야 한다.¹⁵⁾ 또한 딜러의 경우 임시순자본이 1억 달러 이상, 순자본이 2천만 달러 이상이어야 한다. 보험사의 경우 위험기준자본금제도(RBC)의 기준을 충족시켜야 한다.

(5) 취급가능·불가능한 부동산 파생상품 종류

별도로 제한되는 종류의 부동산 파생상품은 따로 규정된 것은 없다.

(6) 감독기관의 관리·감독

12) SEC 206A.

13) SEC 103 Legal certainty for excluded derivative transactions.

14) 장외파생상품 거래의 규제가 없는 조건(즉, 스왑계약의 CEA 규제 면제조건)은 다음과 같다. 첫째, 적격한 거래참가자(Eligible Contract Participants)이어야 한다. 둘째, 실질적인 계약조건이 대체 가능한 표준화된 용어로 작성되지 않아야 한다. 셋째, 거래당사자들의 신용도가 스왑계약 체결 혹은 거래조건에 있어서 중대사안으로 고려되어야 한다. 마지막으로 다각적 거래설비(MTEF)를 통해 계약이 체결되지 않아야 한다.

15) - 총부채 기준(Aggregate Indebtedness Standards): 총부채가 순자본의 1,500%를 초과하는 것을 금지한다 (Securities Exchange Act of 1934, Rule 15c3-1 (a) 1)).

- 대안 기준(Alternative Standards): \$25만 혹은 총 차변 항목의 2% 중에서 더 높은 금액보다 순자본이 많아야 한다.

미국 감독시스템에서는 부동산 파생상품 거래를 포함하여, 이러한 거래를 통해 발생하는 리스크 관리 및 건전성에 미치는 영향이 직·간접적으로 포함되어 있는 은행의 내부통제, 리스크 관리, 건전성의 세 가지 측면에서 검사 및 감독을 실시한다. 미국 은행업의 관리와 감독은 주로 OCC(통화감독청), Fed(연방준비제도이사회)에 의해 이루어진다. 각 감독기관은 지속적, 상시적으로 은행기관의 파생상품 거래를 포함한 내부통제, 리스크관리, 자산건전성을 종합적으로 감독하고 있다. 증권 및 투자회사 관련 감독기관인 SEC, CFTC는 리스크 관리, 내부통제, 건전성 감시 및 감독을 수행하는데, SEC는 증권업 및 투자회사, 청산기관 등에 대해 정기적 검사 및 특별 검사를 시행하며, 여기에는 리스크 관리를 포함한 내부통제 시스템, 건전성, 준법 감시를 실시한다. 또한 보험회사의 감독은 NAIC(보험감독관협회)에서 보험업의 지급불능의 문제를 감시·감독을 실시하고 있으며, 파생상품의 리스크가 고려된 건전성 측면의 감독이 포함된다.

(7) 규제 위반 시의 제재조치

SEC는 내부자 거래를 통하여 수익을 얻은 경우, 해당 수익의 3배까지 배상금을 요구하는 민사소송을 청구할 수 있다.¹⁶⁾ 이 외에도, SEC는 금융관련 사기나 범죄, 등록 서류의 잘못된 작성 등 각종 법률 위반행위의 정도에 따라 개인은 최저 5천 달러에서 최고 10만 달러까지, 기관은 최저 5만 달러에서 50만 달러까지 벌금을 부과할 수 있다. 여기에서 ‘최저’의 의미는 ‘가장 위반행위의 정도가 낮을 때’ 부과할 수 있는 최고 벌금을 의미한다. 더불어 12개월을 넘지 않는 영업정지 혹은 등록의 취소 등의 견책조치를 취할 수 있다. 또한 이와 함께 자산유동화증권을 거래하는 투자회사와 관련한 위반사항에 대한 제재조치가 있을 수 있는데, 자산유동화증권의 자산유동화 기구인 SPV가 투자회사의 등록을 면제받기 위한 조항을 위반하거나 여타 1940년 투자회사법의 모든 법률, 조항, 규정 등을 위반할 시 1만 달러 이하의 벌금 혹은 5년 이하의 징역 혹은 이 두 가지 처벌을 함께 취할 수 있다.¹⁷⁾

3. 영국

16) Insider Trading Sanctions Act of 1984

17) Sec 49. Penalties

영국에서 거래되는 부동산 파생상품으로는 CDT, TRS 등의 장외파생상품류와 MBS, CDO 등의 자산유동화증권류가 있다. 그런데 이들 부동산 파생상품들은 FSMA하에서 '특정 투자상품(Specified Investments)' 해당 여부에 따라 동일한 인가기준이 적용된다. 따라서 특정 투자상품 거래를 인가받은 금융기관은 여타 관련 기준을 충족시킬 경우 자산유동화증권 및 장외파생상품을 취급할 수 있다. 다만 금융업종별로 부동산 파생상품의 위험 및 건전성 관련 기준이 다소 차이를 보인다.

(1) 규제법률

1) 장외파생상품류

장외파생상품류의 경우 FSMA의 기준에 따라 인가를 받거나 규제 예외대상에 해당될 경우 거래가 가능하다. FSMA가 통합법적 성격을 갖고 있어 일단 FSMA 인가를 받은 금융기관의 경우 복수의 금융업무를 함께 영위할 수 있기 때문에, 이미 FSMA 인가를 받은 금융기관들은 별도의 추가조건 없이 장외파생상품을 거래할 수 있다. 영국은 미국과 같이 상품별 규제체계는 아니나, 일정 조건을 충족할 시 상품 종류에 구애받지 않고 거래할 수 있다는 점에서 비슷하다. 즉, 금융기관과 기관 투자자가 이미 진입한 시장에 있어서는 규제가 부재한 것이다. 다만, 영국의 경우 FSA의 Handbook에서 각 금융업종별로 전문성 및 적격성 심사, 도덕성에 이르는 까다로운 조건을 충족하도록 하고 있다. 즉, 영국은 장외파생상품 시장의 규제는 부재하다고 볼 수 있으나, 금융업종의 특수성을 감안한 적격성 면을 검증하기 위한 규제는 까다로운 편이다.

2) 자산유동화증권류

투자상품을 취급하고자 하는 관련 금융기관은 FSMA의 인가를 받은 후, 관련 거래에 따른 이익에 대한 과세 및 건전성 관련 기준을 충족시켜야 한다. 그러나 ABS 거래 시 채권자가 SPC에 자산을 양도하는 경우 예외로 처리되며, 따라서 SPC는 FSMA에서 인가를 받을 필요는 없다.

(2) 규제기관

FSMA에 따라 영국 금융감독청(FSA)에서 실시한다.

(3) 공통 장내/장외 진입·인가 규제

FSMA가 다수의 금융기관 및 투자상품을 규제하고 있는 영국의 법률적 특성상 부동산 파생상품은 장내·장외로 구분되지 않고 특정 투자상품(specified investments)으로 분류되며, 이들 특정 투자상품은 인가받은 대상만이 거래할 수 있다. 현재 실질적으로 대부분의 금융상품이 특정 투자상품에 해당되며, 따라서 FSMA 인가를 받으면 부동산 파생상품의 종류에 상관없이 거래할 수 있다.

1) FSMA의 투자상품 규제현황

FSMA는 금융상품을 세부적으로 분류하지 않고, 모든 자산, 권리, 수익에 대해 투자상품(investment)¹⁸⁾이라고 정의하고 있다. 단, 별도로 특정 투자상품을 구분하고,¹⁹⁾ 여기에 해당되는 금융상품거래나 특정활동(specified activities)에 해당하는 금융업무를 영위하기 위해서는 인가를 받아야 한다고 규정하고 있다. 따라서 부동산 파생상품의 경우 FSMA에서는 규제되는 복수의 금융업무 활동을 통합된 인가를 통해 복수영위 할 수 있으므로, 기존에 인가를 받은 금융기관은 별도의 추가적 절차 없이 부동산 파생상품 관련 업무를 영위할 수 있다.

2) FSMA의 규제대상 활동

영국은 사실상 거의 모든 금융업무 영역에 대한 규제를 실시하고 있다. 규제대상 활동은 앞서 특정 투자상품과 관련된 특정활동으로 규정하고 있다. 특정활동에는 예금수취 등을 포함한 전반적인 금융서비스업이 대부분 포함되는 것을 알 수 있다. 규제대상인 금융업무를 영위하기 위해서는 인가를 받거나 예외대상에 해당되어야 한다.

3) 인가 조건

인가를 받기 위해서는 법적 자격, 영업소 소재지, 특수관계자와의 관계 및 감독권, 자본의

18) Investment(FSMA 2000, Part II. Regulated and Prohibited Activities- Regulated Activities 22. (4)에서는 모든 자산, 권리, 수익을 Investment로 정의한다.

19) Specified Investment (FSMA 2000 Order 2001(RAO), Part III)에서 특정 투자상품으로 규정하고 있는 종류는 매우 다양하다. 특히 예금, 전자화폐, 보험계약상의 소유권, 부채증서 등 금융기관이 영위하는 대부분의 금융상품이 'Specified Investment'에 해당한다.

적정성, 적격성이 요구된다. 법적 자격의 경우 은행법인, 등록된 friendly society, 혹은 Lloyd's의 회원이어야 한다. 또한 주된 영업장소가 영국이어야 하며 특수관계자와의 관계 및 감독권이 신청자의 모회사나 자회사 등 특수관계에 있는 자에 의해 감독권의 방해를 받지 않아야 한다. 이 밖에도 적정자본금을 보유하고, 주요 경영진의 적합성을 인정받아야 한다.

4) 부동산 파생상품 거래 관련 영국의 조세관련 규정

개정된 영국 소득세법(Income Tax Act 2007)은 최대 40%에 달하던 자본소득세를 18%로 일괄 조정하였다. 또한 개정된 영국 회사법(Corporation Tax Act 2009)은 거래소득에 28%의 세금을 부과하며(2007년 30%에서 2% 삭감), 파생상품 계약에서 발생하는 수익이 원칙적으로 과세 대상이 될 수 있음을 명시하고 있다.

5) 영국에서 시행 중인 EU 공통 지침

여타 EU 국가에서 인가받은 금융업자는 영국에서도 금융업을 영위할 수 있으나, 감독권은 인가를 준 국가가 가진다.

(4) 업종별 추가 규제

앞서 설명한 바와 같이, 영국의 금융법제는 FSMA로 통합되어 동일한 인가기준 및 규제를 받는다. 우리나라의 시행규칙 정도로 볼 수 있는 세부적인 법률 지침을 담은 FSA의 Handbook에서는 규제분야를 크게 높은 수준의 규범(High Level Standards), 건전성 규제(Prudential Standards), Business Standards, Listing, Prospectus and Disclosure로 나뉜다. 이들 규범 중에는 전 금융업종에 적용되는 대원칙도 있으나, Prudential Standards와 같이 업종별로 분류되어 있는 기준도 있다. 이 외에도 Handbook에서는 FSA의 감독과 절차, 벌금 부과 등의 분야도 자세히 규정하고 있다.

1) High Level Standards

FSA는 High Level Standards에서 FSMA의 규제하에 있는 모든 금융기관에 적용되는 사업의 원칙, 내부 규율, 인가 및 유지에 필요한 최소 조건, 인가받은 자의 적격성 테스트²⁰⁾

20) 앞 단원 (3) 공통 장내/ 장외 진입, 인가규제 부분 참조.

등을 규제하고 있는데, 주로 사업과 경영자의 도덕성 및 행위 기준을 제시한다.

2) Prudential Standards

FSA의 Prudential Standards에서는 GENPRU(General Prudential sourcebook) 및 금융업종별 은행, 주택금융조합, 보험업자 등에 따라 BIPRU, INSPRU 등으로 나누어진 규제가 적용된다.

(i) 은행업: GENPRU, BIPRU²¹⁾

GENPRU의 건전성 기준, 은행은 GENPRU에서 정하는 은행의 자본재원 기준에 따라 산출하고, 이렇게 산정된 은행의 자본재원은 FSA에서 요구하는 자본재원 요건을 충족해야 하며, BIPRU에서 규정하는 세부적인 건전성 규제를 따라야 한다. 파생상품 거래 관련사항은 은행의 자본재원에서 공제 대상 금액에 해당되는 유동화 포지션과 신용리스크 자본 부문, 거래상대방 리스크 자본 부문에 포함된다.

(ii) 주택금융조합: GENPRU, BIPRU

주택금융조합 역시 GENPRU에서 정하는 자본재원의 기준에 따라 자본재원을 산정하고, BIPRU에서 규제하는 세부 요건을 따라야 한다. 주택금융조합의 자본재원의 산정방식은 은행업과 거의 유사하다. 즉, 자산유동화증권 거래에서 발생하는 유동화에 대한 익스포저가 유동화 포지션에 해당하며, 해당 유동화 포지션 익스포저는 1,250%의 리스크 가중치가 적용된다. 또한 거래상대방 리스크 자본 성분에 장외파생상품 계약이 해당되어 이를 포함한 리스크 가중 익스포저는 8%의 가중치를 적용받는다.

〈표 3〉 금융업종별 기초자본 재원요건

구 분	기초자본 재원요건
은행	500만
주택금융조합	1백만 혹은 £ 1백만 이상
730k 투자회사 ²²⁾	73만
125k	12만5천
50k	5만
UCITS 투자회사	12만5천 +, 2억5천만을 초과할 시 0.02%를 추가함(최대 1천만까지)

21) BIPRU: Prudential sourcebook for Banks, Building Societies and Investment Firms

22) 다자간 거래시설을 운영하는 회사

이상에서 살펴본 은행 및 주택금융조합 등 BIPRU 금융기관의 기초 자본재원 요건(base capital resources requirement)과 함께, 가변 자본요건(variable capital requirement)은 각각 자본재원 요건(Capital Resources Requirement; CRR)이 될 수 있다. FSA는 BIPRU 금융기관은 자본재원이 항상 기초 자본재원 요건 이상을 유지하도록 하고 있으며, 이와 함께 가변 자본요건도 충족해야 하며, 신규 인허가 금융기관은 최초 자본이 다음의 기초 자본재원 요건보다 낮지 않게 유지하도록 규정하고 있다.

가변 자본요건에는 신용리스크 자본요건, 시장리스크 자본요건, 운영리스크 자본요건의 합이 된다. 이 중 부동산 파생상품은 거래상대방 리스크 자본 성분에 해당한다.

□ 가변 자본요건= 신용리스크 자본요건 + 시장리스크 자본요건 + 운영리스크 자본요건

□ 신용리스크 자본요건(총 리스크 가중 익스포져 금액의 8%)

= 신용리스크 자본 성분

+ 거래상대방 리스크 자본 성분(파생금융상품, 증권담보금융거래 등)

+ 집중 리스크 자본 성분

(다) 보험업: GENPRU, INSPRU²³⁾

보험사의 자본재원 요건 역시 GENPRU에서 제시하는 보험업의 자본재원 산식에 따라 자본재원을 산정하고, FSA의 자본재원 요건을 충족해야 하며 별도의 INSPRU의 건전성 요건의 세부적인 기준을 따라야 한다. 보험업의 자본재원 산출단계에서, 시장리스크와 거래상대방 리스크 한도를 초과하는 자산을 총자본에서 공제해야 한다. 부동산 파생상품은 거래상대방 리스크 익스포져에 자본시장 금융상품의 한도인 1%의 제한을 받는다. 즉, 보험업은 총사업규모의 1% 한도를 넘는 신용파생상품의 익스포져를 총자본에서 공제한다. 또한 INSPRU에서는 보험업의 자산유동화거래에서 유동성 리스크에 대해, 일일 유동성 관리(day-to-day liquidity management) 및 유동성 위기관리 대책(contingency plan)이 수립되도록 명시하고 있다. 보험사는 사업부문별로 기초자본 재원요건이 다르며, 만약 여러 사업 범주에 속할 경우 해당 기초자본 재원요건 중 가장 큰 금액이 적용된다.

23) Prudential sourcebook for Insurers.

(5) 취급가능·불가능한 부동산 파생상품 종류

취급불가능한 부동산 파생상품의 종류는 FSMA에서 별도로 제한된 것은 없다.

(6) 감독기관의 관리·감독

FSA의 감독 방식에 대해서도 handbook에서 자세히 기술하고 있는데, 금융기관의 감사인·인가받은 자·감독당국의 보고 요건 및 거래 보고, 사업의 이전과 전문가의 능력 등 종합적인 분야의 관리와 감독이 이루어지고 있다.

(7) 규제 위반 시 제재조치

FSMA는 인가받은 자가 동 법에서 위반한 사실이 있음을 알았을 때, 이 같은 사실을 일반에 공개하거나 인가받은 자에게 벌금을 부과하는 조치가 취해진다(Sec. 205, 206).²⁴⁾

4. 일본

일본에서 거래되는 부동산 파생상품으로는 앞서와 마찬가지로 CDS, TRS 등의 장외파생상품류와 MBS, CDO 등의 자산유동화증권류가 있다. 일본의 부동산 파생상품 규제는 일반적인 장외파생상품 규제와 거의 동일한 틀에서 이루어지나, CDO, MBS 등은 자산유동화증권류에 상응하는 규제를 받는다.

(1) 관련법률

현재 일본의 부동산 파생상품을 규제하는 주요 법률은 상품거래법(Commodity Exchange Act)이다. 일본의 법률은 우리나라와 비슷하게 각 금융기능별로 차등을 두어 규제한다. 즉, 금융기관별로 별도의 요건이 존재함과 동시에 금융상품별 업무기능별로 차등적인 기준을 충족해야 한다. 본 법률에서는 부동산 파생상품을 포함한 파생상품, 유가증권, 채권을 ‘금융상품(투자상품)’으로 정의한다. 특히 동 법에서는 금융상품거래업자가 고객으로부터 유가증권의 매매 또는 장외파생금융상품거래에 관한 주문을 받은 때에는 사전에 고객에 대하

24) 이 밖에도 자세한 Penalty 규정과 방식은 Handbook의 Regulatory Processes, 6 Penalties에 자세히 나와 있다.

여, 거래업자가 매매 혹은 거래를 성립시키거나 매개, 중개 혹은 대리하여 매매 혹은 거래를 성립시키는가를 명확하게 하도록 하는 ‘거래형태의 사전명시의무’가 있음을 규정하고 있다.²⁵⁾

(2) 규제기관

일본 통합감독기관인 금융청(Financial Services Agency)은 부동산 파생상품 등 파생상품을 포함한 금융기관의 재무건전성 및 경영행태를 감독한다.

(3) 공통 장내/장외 진입·인가 규제

1) CDS, TRS의 규제

CDS와 TRS 등 장외파생상품 거래의 경우 제1종 금융상품거래업이 해당되므로, 최소필요자본요건 및 순자산요건, 120%의 자기자본요건, 업무의 충분한 인적자원 등의 요건을 충족해야 한다.

2) 자산유동화증권류의 규제

일본 ‘자산유동화에 관한 법률’에 따르면, 특수목적회사는 자산의 유동화에 관한 업무를 하는 때에는 사전에 내각총리에게 신고하도록 규정하고 있다. 더불어 ‘금융상품거래법’에 따르면, CDO 등 자산유동화증권류의 경우, 저당증권의 모집 및 사모가 포함되는 제2종 금융상품거래업이 해당되며, 진입요건은 본 법률이 정하는 최소필요자본요건이 된다.

(4) 업종별 추가 규제(진입요건)

금융상품거래법상에서 금융업종별로 추가로 규제하는 진입요건은 <표 4>와 같다.

25) 금융상품거래법 제37조의2

〈표 4〉 일본 금융상품거래법상 금융업종별 진입요건

분류	영위 업종	진입요건
제1종 금융상품거래업	(1) 유가증권의 매매, 매매의 중개 등 (2) 장외파생상품 거래 등 (3) 원인수 (4) PTS 업무 등	<ul style="list-style-type: none"> • 자기자본 120%(유지) • 최소필요자산 및 자본요건 • 업무의 충분한 인적구성
제2종 금융상품거래업	(1) 집단투자스킴지분 등의 자기모집 : (저당증권의 모집 및 사모포함) (2) 제2조 제2항 각호의 간주유가증권의 매매 및 매매의 중개 등 (3) 장내파생상품 거래 (유가증권이 기초자산인 파생상품 제외)를 업으로 하는 것	<ul style="list-style-type: none"> • 최소필요자본요건
투자조언·대리업	(1) 투자조언(투자조언의 업무) (2) 투자자문계약 또는 투자일임계약 체결의 대리 또는 매개	<ul style="list-style-type: none"> • 사업보증금예치요건
투자운용업	(1) 투자법인자산운용위탁계약 (2) 투자신탁에 관한 운용 등	<ul style="list-style-type: none"> • 최소필요자본요건 및 순자산요건

(5) 취급가능·불가능한 부동산 파생상품 종류

동 법률에서 취급 불가능한 부동산 파생상품의 종류로 제한한 것은 없다.

(6) 감독기관의 관리·감독

1) 자기자본비율에 대한 명령

내각총리대신은 자기자본비율이 100% 미만이며 공익 또는 투자자 보호를 위해 필요하다고 인정되는 때에 3월 이내의 기간을 정하여 업무의 전부 또는 일부의 정지를 명할 수 있다.

2) 보고의 징수 및 검사

공익 또는 투자자보호를 위해 필요하며 적당하다고 인정되는 때에는 금융상품거래업자와 이들을 자회사로 하는 지주회사 혹은 금융상품거래업자 등으로부터 업무의 위탁을 받은 자 등에 대하여 금융상품거래업자 등의 업무 혹은 재산에 관해 참고할 보고 혹은 자료의 제출을 명할 수 있다. 이외 예산 및 자금계획의 제출, 재무제표 등을 내각총리대신에 제출하도록 하고 있으며, 업무상의 여유금 및 투자자보호자금의 운용은 법률상 정해진 방법에 따르도록

하고 있다.²⁶⁾ 내각총리대신 및 재무대신은 공익 또는 투자자보호를 위해 청문을 실시하여 업무개선명령 등을 내릴 수 있고, 필요하다고 인정되는 때에 설립인가를 취소할 수 있다.

(7) 규제 위반 시 제재조치

파생상품과 관련된 사항을 포함하여 공시·발행등록서, 신고서류 등의 허위작성 및 허위 공표 관련하여 10년 이하의 징역 혹은 천만 엔 이하의 벌금이 처해진다. 또한 신고를 필요로 하는 적격기관투자가취득 유가증권의 일반권유에 대하여 신고가 수리되지 않았음에도 모집, 매출 등을 할 경우나 사업보고서 등을 허위 기재 및 누락하는 경우 등에 대해서 5년 이하의 징역 혹은 500만 엔 이하의 벌금이 부과되며 기타 금융범죄 행위로 얻은 재산의 경우 몰수할 수 있다.

Ⅲ. 국내 부동산 파생상품의 효율적인 규제개선안

국내 부동산 파생상품 거래는 주로 외화표시 CDS 거래가 활발하게 이루어지고 있으며, 특히 외평채 CDS 거래는 세계 8위를 차지하고 있다. 아직까지 원화표시 CDS 거래는 거의 이루어지고 있지 않으나 향후 원화 CDS를 포함해, 국내 부동산 파생상품 시장의 성장을 위해서는 시장 상황에 맞게 관련 제도를 정비할 필요가 있을 것이다. 때문에 국내 부동산 파생상품 시장의 규제개선은 현행 규제 수준에서 다소 완화하여, 더욱 폭넓은 부동산 파생상품이 다양하고 적격한 거래 참가자들에 의해 거래될 수 있는 것을 목표로 다음과 같이 개선안을 제시하였다.

현재 부동산 파생상품은 장외파생상품류인 CDS, TRS와 이 밖에 장외부동산지수파생상품이 있으며, CMO, CDO, ABS등 자산유동화증권류로 나눌 수 있으며, 이들 자산유동화증권류에도 장외에서 거래되는 상품도 포함되어 있다. 그러나 향후에는 미국, 영국 등 선진국에서 활발하게 거래되고 있는 부동산지수파생상품이 국내에서도 장내에 상장되어 거래될 수 있도록 시장여건이 조성되어야 할 것이다. 각국의 부동산 파생상품 규제현황을 비교해

26) 1. 국제 기타 내각총리대신 및 재무성령이 지정하는 유가증권의 보유, 2. 내각총리대신 및 재무대신이 지정하는 금융기관에의 예금, 3. 기타 내각부령, 재무성령에서 정하는 방법.

보면 다음과 같으며, 이를 통해 앞으로 긍정적 시장여건 조성을 위해 필요한 조치들을 알아 볼 수 있다.

〈표 5〉 부동산 파생상품 규제개선안

구분	현행	개선안
거래목적	장외파생상품류 - 거래상대방이 일반투자자인 경우 위험회피 목적으로 제한	장외파생상품류 - 일반투자자: 위험회피 목적으로 제한. 단, 일정 조건 이상(예: 금융자산 5억 원 이상) 투자자의 장외파생상품 거래는 위험회피 목적 이외에도 예외적 인정 필요
거래주체	장외파생상품류 - 거래상대방이 일반투자자인 경우 거래목적에 제한 / 주권상장법인은 전문투자자와 같은 대우를 받을 수 있으나 의사를 서면으로 통지해야 함.	장외파생상품류 - 거래상대방이 일반투자자인 경우 거래목적에 제한 / 주권상장법인은 전문투자자와 같은 대우를 받을 수 있으나 의사를 서면으로 통지해야 함.
감독기관	금융위원회	금융위원회, 감독기관 협의체 그룹, 소비자 및 시민단체로 구성된 소비자 보호기구
외국환거래법 규제 여부	외국환거래법 및 거래규정에 따라 해당 외국환은행 등은 인가, 승인	점진적으로 외환거래법의 규제완화 필요

우선 여러 법에 따라 분산되어 있는 규제조치들을 하나로 통합해야 될 필요성이 있다. 미국 및 영국에서는 규제조치를 통합함으로써 규제대상을 정할 수 있는 일정한 기준을 마련하였다. 미국의 경우 ECP라는 제도를 만들어 이에 해당되는 시장참가자의 경우 규제를 면제하고 있으며, 영국의 경우 FSMA 인가를 받게 되면 규제대상에서 제외된다. 따라서 한국 역시 산발적인 규제를 통합하여 불필요한 규제들을 정리하고 규제 간 상호 충돌이 발생하지 않도록 해야 할 필요성이 있다. 또한 현재 거래상대방이 일반 투자자인 경우 장외파생상품의 거래목적은 위험회피용으로 제한되어 있는데, 이보다는 일반투자자라 해도 일정 금융자산 이상을 보유하고 있거나, 금융 전문가로 인정받는 등의 자격을 겸비한 경우, 거래목적에 제한을 받지 않도록 규제를 완화할 필요가 있다. 또는 거래목적에 제한을 두지 않는 대신

거래량·거래금액을 제한하는 방법도 있을 것이다. 이는 거래목적의 제한에 의해 일반투자자이지만 투자여력이 있는 투자자가 신용파생상품 거래에 참가할 수 없는 제한을 완화해, 적절한 일반투자자도 이 시장에 참가할 수 있도록 하기 위함이다.

〈표 6〉 각국의 부동산 파생상품 규제현황

분류	한국	미국	영국	일본
규제형태	개별적 규제	통합적 규제	통합적 규제	개별적 규제
통합된 인가제도	없음	ECP (적격거래참가자)	FSMA 인가	없음
개인투자자 규제	헤지거래만 가능	없음	없음	없음
매매사전심의	주권상장법인이 전문투자자 자격으로 거래 시	없음	없음	없음
선물거래 관리만을 전담하는 기관	없음	CFIC (상품선물거래위)	없음	없음
장내거래 유도장치	없음	월스트리트 금융개혁 및 소비자보호법	부동산지수파생상 품 거래 중	없음

한편, 기존에 장외파생상품의 경우 1인 이상의 파생상품업무 책임자가 장외파생상품의 매매를 승인해야 하며 신규 신용파생상품의 경우 한국금융투자협회의 사전심의를 받아야 하는데, 이러한 규제는 파생상품 거래의 효율성을 떨어뜨릴 수 있는 문제점이 있다. 때문에 이보다는 일정 거래량 이상 매매 시 매매를 승인하는 것으로 완화하고, 향후 사전심의 대신 일정액 이상 거래 시 사전 혹은 사후 보고를 하도록 개정하여 제한된 한도 내에서는 비교적 자유롭게 의사결정을 내려 거래할 수 있도록 하여 거래의 효율성과 안정성을 함께 도모할 수 있도록 하여야 할 것이다. 또한 감독기관의 경우 현행 금융위원회가 규제하고 있는데, 향후에도 파생상품에 대한 주요 감독기구로 금융위원회가 감독하되 여러 감독기구들의 협의체를 구성하여 더욱 다각적인 금융 감독과 정보공유가 이루어지도록 해야 할 필요성이 제기 된다. 소비자 및 시민단체로 구성된 소비자 보호기구의 설립도 대안이 될 수 있을 것이다. 일반투자자는 전문투자자에 비해 투자 리스크에 많이 노출되어 있으며, 잘못된 투자권유로

인한 손실 등에도 적절히 대응하기 어렵다. 때문에 이러한 금융지식의 이해와 손실 피해를 상담하고 대처 방안을 모색하며, 이와 관련된 금융규제에 대한 의견을 제시해 줄 수 있는 일반 투자자 입장의 소비자 보호기구의 설립이 필요할 것으로 보인다. 이러한 국내 부동산 파생상품 규제의 대안은 최근 새로이 금융규제개혁법이 도입되고, 관련 정책이 추진 중인 미국의 규제현황을 참고하여 더욱 개선할 수 있을 것이다.

IV. 최근 부동산 파생상품 규제 이슈 점검

아직 국내 부동산 파생상품 규제는 자본시장통합법 이후 많은 부분 규제완화가 이루어져 왔으나, 금융위기 이후 CDS로 인한 금융기관의 부실이 확대되면서 이와 관련한 규제강화가 국내외에서 추진되어 왔다. 이하에서는 한국과 미국의 부동산 파생상품 및 관련 파생상품 규제 이슈와 개혁 내용을 서로 비교하고, 국내 부동산 파생상품 시장의 규제 대안을 위해 참조할 수 있을 것이다.

1. 한국

국내 부동산 파생상품 시장은 지난 금융위기 이후 리스크의 이전과 확대에 대한 우려가 높아짐에 따라²⁷⁾ 관련 규제강화 조치가 잇따랐다. 이러한 규제강화 조치로는 특정 기초자산(신용위험 등)의 장외파생상품이나 일반투자자를 대상으로 하는 장외파생상품의 경우 금융투자협회에 설치하는 심의위원회에서 사전심의를 받아야만 거래할 수 있도록 한 것, 그리고 파생상품을 포함해 펀드판매수수료와 판매보수에 상한을 두어 투자자의 이익을 보호하도록 한 것 등이 있다. 상한 설정의 경우 펀드를 포함한 주식 등 금융상품의 경우 가격의 등락과 관계없이 판매수수료와 판매보수의 지출이 발생함에 따라 펀드 수익이 높지 않을 시 투자자

27) 판매수수료는 펀드판매의 대가를 투자자로부터 직접 받는 금전(펀드 판매 시 수취)을, 판매보수는 투자자에 대한 용역제공의 대가조로 펀드로부터 받는 금전을 뜻한다. 법률에서는 펀드의 판매수수료 한도를 납입금액(또는 환매금액)의 3%, 판매보수 한도를 펀드재산의 1.5% 이내로 정하고, 구체적인 한도는 대통령령으로 위임하였다.

의 경우 투자금 손실과 판매수수료 등의 비용 지출의 이중고를 겪게 되기 때문에, 투자자 이익이 지나치게 저해되지 않도록 하기 위해 설정한 것이다. 이 밖에도 금융투자회사가 업무 추가를 위한 변경인가 시에 회사 본인에 대한 심사를 강화하고, 임원 자격요건의 적용대상도 비등기 임원으로 확대하는 등 금융회사의 본인 및 임원, 비등기 임원의 적격성을 강화하였다. 대신 대주주 요건은 완화하였다. 이상의 최근 국내 주요 파생상품 관련 개정 현황을 간략히 요약하면 이하와 같다.

- 투자자 이익을 보호하기 위한 펀드 판매수수료 등에 상한 설정
- 신용파생상품의 사전심의제도 도입
- 금융투자회사의 변경인가 시 회사 본인 및 비등기 임원의 적격성 강화 · 대주주 요건 완화

물론 이런 조치를 통해 금융위기 때 경험했던 과도한 리스크에 따른 피해를 사전에 방지할 수 있겠지만, 이와 함께 거래참여에 대한 부담이 증가하면서 발생하는 부작용 역시 간과할 수 없을 것이다. 판매수수료 상한 설정으로 인해 거래중개 역할을 하는 금융기관들에 대한 인센티브가 감소할 것이며, 사전심의제도로 인해 관련 파생상품의 원활한 거래가 지장을 받을 가능성 역시 존재한다. 따라서 이러한 예외조항 없이 직접적, 산발적으로 제재를 가하는 형태의 조치보다는 미국, 영국 등의 선진국들이 보여주는 것처럼 일단 전체적인 표준을 정립하고 그 안에서 규제대상에 따라 예외조항을 적용해 가며 유연한 형태의 규제를 실시하는 것이 더욱 바람직해 보인다.

2. 미국

미국의 최근 금융규제개혁에는, 지난 금융위기 이후 파생상품 시장의 규제 부재, shadow banking system의 불투명성에 대한 반성을 볼 수 있다. 연이은 금융개혁 법안에는 파생상품 시장의 규제강화와 투명성 증대가 공통적으로 담겨 있다. 그렇지만 이들 금융규제개혁의 취지가 파생상품 시장의 규제강화를 통해 파생상품 시장을 억제하려는 의지만으로 해석할 수는 없고, 시장의 투명성을 높이고 시스템 리스크를 줄임으로써 건전한 파생상품 거래 시장

의 기반을 확립하려는 목적이라고 볼 수 있다.

이하에서는 최근 미국 파생상품 규제개혁을 위해 현 행정부에서 추진하고 있는 오바마 금융개혁안의 내용과 얼마 전 새로 입법된 「월스트리트 금융개혁과 소비자보호법」(Wall Street Reform and Consumer Protection Act)을 주로 살펴본다.

(1) 오바마의 금융규제개혁안(Financial Regulatory Reform)²⁸⁾

오바마 금융규제개혁안에서는 금융산업 분야의 규제와 감독을 강화하고, 금융소비자를 보호하며 대형 금융지주회사(Tier 1 FHC)의 부실에 대해 기존의 정리제도를 보완하고, 금융제도와 감독이 국제적 기준과 합치되도록 하려는 계획을 다루고 있다. 특히 오바마의 개혁안에는 금융서비스감시위원회(Financial Services Oversight Council), 국가은행감독기구(the National Bank Supervisor), 연방보험청(the Office of National Insurance), 그리고 금융시장을 위한 종합적인 규제(Comprehensive Regulation of Financial Markets), 대형 금융지주회사의 정리제도(resolution regime)의 설립 등을 제안하는 등 여러 관련 감독기구와 법률의 신설을 제안하며, 여타 해당 규제의 개정을 담고 있다.

오바마 금융규제개혁안에는 전반적으로 금융규제와 감독의 강화 측면이 담겨 있으나, 한편으로 금융산업의 체계적 리스크를 줄이고 안전한 시장 환경을 다지기 위한 취지가 보인다. 이하에서 오바마의 금융규제개혁안이 제시하는 다섯 가지 측면의 규제개혁안 내용을 살펴보면 다음과 같다.

1) 금융회사의 견고한 감독과 규제체계를 개선

본 금융개혁안에서는 관련 금융정보를 공유하고 조정하기 위해 금융서비스감시위원회(Financial Services Oversight Council: FSOC)의 설립을 제안하고 있다.

2) 금융시장을 위한 종합적인 규제

CEA(상품거래법; Commodities Exchange Act)와 증권법의 개정을 통해, 모든 “표준화된” 장외 파생상품이 규제를 받는 중앙거래상대방(CCP)을 통해 청산될 것을 규정하고 있으며, 더불어

28) Department of the Treasury, “Financial Regulatory Reform,” 2009.

기존 은행의 장외파생상품 관련 자본요건에 대해 더욱 보수적인 자본 요구조건을 충족시키도록 하고 있다.

3) 금융 폐해로부터 소비자와 투자자를 보호

오바마의 금융개혁안에서 금융소비자 보호를 위해 강조하는 것은 지난 금융위기 이후 복잡한 금융상품에 대한 투자자 보호의 측면이다. 개혁안에서는 특히, 새로운 소비자 금융 보호 기구를 설립하여 금융상품과 서비스 시장에서 소비자를 보호하고, 기존의 소비자금융보호기구(CFPA)가 연방 감독상의 규제 차이를 감소해야 함을 설명하고 있다.

소비자금융보호기구(CFPA)는 단일 연방 소비자 보호 감독기구로서, 소비자를 보호하기 위해 감독과 검사, 권한을 실행하는 역할을 하며 규제 차익을 방지하기 위한 노력을 할 것이라고 밝히고 있다. 또한 CFPA는 금융상품과 서비스에 대해 소비자를 보호하기 위한 광범위한 사법권을 가질 것이며, 여기에는 규제도입, 행정상의 권한과 책임 등 관련한 모든 권한을 포함하고 있어 금융소비자 보호가 CFPA에 의해 일원화되고, 강력한 규제를 가지는 독자적인 기구여야 한다고 강조하고 있다. 이러한 CFPA의 강력한 사법권한을 바탕으로 투명성을 강화하고, 특정 모기지 상품 등이 간단하고 이해하기 쉬워야 한다는 점과 금융거래에 불공정, 기만, 남용 등의 행위를 규제해야 한다고 설명한다.

4) 금융위기를 관리할 수 있도록 정부에 필요한 통제 기능을 제공

지난 금융위기에서는 베어 스텐스, 리먼 브라더스의 부실로 인한 금융기관의 연쇄 도산과 금융위기의 급속한 확산이 초래된 것뿐만 아니라, 이들의 부실 당시 무질서한 정리제도(disorderly resolution)로 인해 금융산업에 더욱 심각한 부작용이 초래되었고 이에 대해서 정부가 반성을 거듭해 왔다. 그러므로 FDIC는 기존의 정리제도에서 시스템 위험이 초래될 가능성이 있을 시 FDIC의 최소비용의 원칙²⁹⁾에서 배제될 수 있는 기존의 법에 추가적으로 보완하여, 이러한 시스템 위험이 초래될 시 FDIC가 금융 안정성을 고려하여 최소비용의 원칙을

29) 최소비용의 원칙(the least cost resolution standard)은 FDIC가 금융기관에 자금을 지원할 때 예금기금에 미치는 손실이 최소가 되는 방식을 사용해야 하는 원칙이다. 다만, Systemic risk의 발생 등에 예외가 적용되어, FDIC와 Fed의 3분의 2 이상의 찬성과 재무부 장관 및 대통령의 동의, 감사원(GAO)의 감사 등을 거쳐 엄격하게 Systemic Risk로서 인정받아야 이러한 최소비용의 원칙을 따르지 않고, 부실 금융기관을 정리할 수 있다.

벗어나 지원할 수 있되, 더욱 질서 있는 정리제도(orderly resolution)를 신설하고 이를 통해 금융기관의 정리제도가 경제에 부작용을 최소화하도록 할 것을 목표로 하고 있다.

5) 국제 규제기준의 향상과 국제적 공조를 개선

오바마의 금융개혁안에서는 지난해 G-20 런던 정상회담에서의 금융규제개혁 내용과 일관된 미국의 국제적 협약을 언급하며, 이러한 규제개혁 선상에서 많은 분야에 있어 더욱 강화된 규제기준을 제안한다고 밝히고 있다. 여기에는 A. 국제적 자본규제체계의 강화, B. 글로벌 금융시장의 감독 개선, C. 국제적으로 많은 활동을 하는 금융회사의 감독 강화, D. 위기방지전략(Crisis prevention³⁰)과 관리 권한 및 절차의 개혁, E. 금융안정성위원회의 강화, F. 건전성 규제를 강화, G. 규제 범위를 확대, H. 더 나은 보수지급 체계의 소개, I. 건전성 규제, 자금세탁 / 테러리스트 자금동원, 그리고 세금정보 교환분야³¹)에 더 강한 기준을 촉진, J. 회계 기준을 개선하고, K. 신용등급기관의 감독을 강화하는 내용이 제시되어 있다.

이상의 다섯 가지 개혁안이 공유하는 가장 핵심적인 요소는 ‘표준 제정과 전담기관의 설립을 통한 규제의 일관성 확보’이다. 금융시장은 항상 변화하고 있으며, 따라서 그때그때의 사정에 따라 산발적인 규제들을 남발할 경우 이후에 규제 간 충돌 가능성이 상당히 높다. 그러므로 우선 총괄적인 관리가 가능한 제도 및 기관을 확보한 후 이를 기반으로 유연한 규제를 실시하고자 하는 것이 이번 개혁안의 가장 큰 목적이라고 판단된다.

(2) Wall Street Reform and Consumer Protection Act

월가 대형금융기관의 규제강화와 금융소비자 보호를 위한 법안이 최근 7월 최종 통과되어 입법되었다. 이 법은 당초 오바마 행정부의 금융개혁안보다 더욱 강화된 규제내용을 담고 있다. 특히 장외파생상품 분야의 경우, 장외파생상품 시장의 표준화된 틀을 제공하고, OTC 시장의 규제와 감독을 추진하는 내용을 법률에서 다루고 있다. 이에 따라 장외 스왑시장 및 주식 기초 스왑거래 등에 대한 사법권한을 법률상에서 명확하게 구분하고, 대부분의

30) 위기가 발생하기 이전에, 위기 발생 잠재력을 제거하는 전략이다.

31) 미국, 프랑스 등은 조세피난처와 국가 간 조세정보 교환협약(Tax Information Exchange Agreement)을 체결, 자국의 납세자에 대한 조세피난처의 은닉된 재산에 대한 정보를 공유하고 있다.

장외파생상품 시장의 거래가 실질적으로 장내에서 이루어지도록 규정하고 있다.

동 법률에서 장외파생상품에 대한 새로운 규제를 살펴보면, 그간 규제가 없던 장외파생상품 거래(표준화된 스왑거래)의 대부분이 중앙상대방을 통한 거래소(지정계약시장)에서 거래되고, 자본 및 마진 요건에 따라야 하는 등, 실질적으로 CDS를 포함하여 장외파생상품의 거래 대부분이 장내에서 이뤄지도록 하고 있다. 다만, 환율과 이자율 리스크의 헷지 목적 거래 등의 경우 규제에서 면제시키고, 외환거래의 규제는 없다.

더욱이 동 법률에서는 Gramm-Leach-Bliley Act의 관련법을 개정하여 기존의 증권 기초 스왑의 규제를 금지하는 조항을 철폐하여 증권 기초 스왑이 SEC의 규제대상이 되게 하였다. 이에 따라 SEC는 증권을 기초자산으로 하는 파생상품(security based swap) 상장에 대한 허가 및 포지션 한도의 승인 등에 대한 권한을 가지고 해당 분야를 감독·규제한다.

더불어 금융안정위원회(Financial Stability Oversight Council: FSOC)를 설립하고, 이를 통해 금융기관의 시스템 리스크를 감독하도록 규정하고 있으며, 대형금융기관이 부실화되었을 시 투여되는 지원자금은 국가의 공적자금이 아닌 금융회사들이 분담하도록 명시하고 있다. 또한 금융소비자들의 보호를 강화, 금융기관이 소비자를 상대로 불공정 영업행위 등을 감독하도록 별도의 금융소비자 보호 시설의 설립을 추진하고 있다.

이상에서 살펴본 Wall street Reform Act의 주요 내용을 간단히 요약하면 이하와 같다.

- 장외파생상품의 중앙거래상대방(CCP)에 의한 거래, 규제강화
- 금융안정위원회(Financial Stability Oversight Council)의 설립
- 소비자금융보호청(Consumer Financial Protect Agency)의 설립
- 증권 파생상품의 사법권한의 분류

이상과 같이 미국의 경우 최근의 금융개혁정책이나 최근 입법된 금융법률에서는 기존의 파생상품의 리스크 계산, 리스크 평가 및 관리 등을 통한 자본비율 혹은 공시, 감독 등 간접적·사후적 관리에서 파생상품 포지션 한도 제한, CCP 거래 등 파생상품 거래에 직접적인 규제, 사전적 규제의 형태가 추가되고 있다.

물론 이는 전반적으로 파생상품 규제와 감독이 강화된 것으로 볼 수 있는데, 이는 파생상품 시장의 축소보다는 투기와 과도한 Risk taking을 방지함으로써 시스템 리스크를 줄이고

건전한 시장여건을 만들기 위한 것으로 보인다. 예를 들어, 파생상품의 규제강화 이후에도 순수 목적 헷지거래(bona fide hedging)의 경우와 일정 자본규모 이상의 파생상품 거래 참가자에 대해 일부 규제를 면제하는 등의 예외를 둬으로써, 파생상품 거래가 자본시장의 효율적인 자금조달 수단, 그리고 파생상품을 통해 안정적인 투자자에게 고수익-고위험을 전가시킬 수 있도록 하는 역할이 유지되도록 하는 측면, 더불어 대형 금융기관이 부실 시 무분별한 정리제도로 인하여 금융시스템에 심각한 부작용이 일어나는 것을 피하고자, FDIC의 지원 정책에도 체계적인 지원이 이루어지도록 하는 방안 등을 살펴보면, 이 같은 파생상품을 포함한 자본시장의 건전한 시장 환경 조성의 노력을 짐작할 수 있다.

또한 주의 깊게 살펴보아야 할 점 하나는, 본 법안이 소기의 목적을 달성하기 위해서 사용한 방법이 신규기관이나 제도를 신설하기보다는 기존의 제도 및 기관을 적극적으로 활용하려고 한다는 점이다. 장외파생상품 장내시장과 SEC의 틀에 편입시킴으로써 이미 잘 보완되어 있는 제도를 규제에 적극적으로 활용할 수 있게 되었다는 점이 주목할 만하다. 따라서 우리나라에서도 규제를 자꾸만 추가하기보다는 기존 제도의 활용 폭을 높이는 방향으로 규제방안을 잡는 것이 훨씬 더 유리하다고 판단된다.

V. 시사점과 결론

지금까지 살펴본 바와 같이, 한국 및 주요 선진국들의 최근 부동산 파생상품을 포함한 파생상품 관련 규제개혁 조치를 자세히 들여다보면 이러한 일련의 조치들을 통해 전반적인 금융규제강화 및 이를 통한 체계적 위험의 감소를 이루는 것을 주요 목표로 하고 있다는 것을 짐작할 수 있다. 하지만 앞서 언급했듯이, 이는 단순히 규제를 통해 거래를 제한하기 위함이 아니라 궁극적으로 더욱 건전한 시장 환경에서 파생상품 거래가 이루어지도록 하고 안정적으로 거래질서를 보호하기 위한 것으로 이해하는 것이 옳을 것이다.

그런데 향후 우리나라의 부동산 파생상품 시장의 확대와 성장을 예상해 봤을 때, 이러한 규제강화 조치가 성장이 어느 정도 이루어진 후에도 장기적으로 지속되는 것은 맞지 않을 것으로 보인다. 앞서 언급한 바와 같이 우리나라는 외화표시 CDS 시장거래량이 최근 급속히 증가하는 등 향후 관련 부동산 파생상품 시장의 확대와 성장이 예상된다. 따라서 일정

수준의 규제를 통해 시장의 위험성이 충분히 사라진 후 원화 CDS 거래가 증가되어 관련 시장을 더욱 확대 조성해야 할 시점이 되면, 기존 규제들 중에서 시장 효율성을 저해할 수 있는 부분들은 점진적으로 축소시켜 나가야 할 것으로 예상된다. 대신, 앞서 영국의 규제체계에서 살펴볼 수 있었던 바와 같이, 장외파생상품의 규제 차원이 아닌 이 시장에 진입하는 금융기관 및 기관투자자 등 금융시장의 주요 참가자의 적격성에 대한 규제의 강도와 형태에 대한 대안은 필요할 것으로 보인다. 이는 금융위기에서 경험할 수 있었던 바와 같이, 금융기관을 포함한 주요 시장 참가자들은 금융산업에 체계적 리스크를 확산할 수 있고 금융산업이 가지는 특수성으로 인해 금융업의 진입 기준과 규제 형태도 일반적인 시각에서 다루어질 수 없기 때문이다.

이 경우 성공적인 규제 축소의 관건은 규제가 얼마나 통합적이고 유기적으로 이루어지느냐에 있다. 미국 등 선진국의 경우 규제 추가에 앞서 먼저 유기적으로 규제 강도를 조절할 수 있는 큰 제도적 틀을 먼저 만들어 놓은 뒤, 향후 이 틀 속에서 예외를 추가하거나 적용범위를 확대하는 등의 자연스럽고 유연한 방법으로 규제 강도 조정을 성공적으로 이루어나고 있다. 따라서 우리나라의 경우에도 예외조항 없이 개인투자자 제한이나 신규 신용파생상품의 사전 심의 제도 등에 대한 개별적인 규정을 만들어 실시하기보다는, 우선 거래량이 일정 수준 이상이거나 적격한 거래 참가자가 아닐 경우에만 거래보고를 실시하거나 사전에 부동산 파생상품 거래를 위해 등록하게 하는 등 관련절차를 간소화 시킨 후 보다 대응적 차원에서 전체적인 규제의 틀을 마련하는 방법을 구상해야 할 필요가 있다.

이미 국내 파생상품 시장은 부동산 파생상품을 포함하여 갈수록 거래가 확대되고 있으며 이와 함께 관련 금융기관과 제도적 변화가 빠르게 요구되는 시점이다. 그러므로 금융위기 이후 파생상품 시장의 규제강화와 감독 체계를 시장 상황에 맞게 완화하고, 항상 거래가 안정적으로 유지될 수 있도록 규제 강도를 적절히 조정할 수 있는 대응적 차원의 규제기준 마련이 검토되어야 할 것이다.

참고문헌

■ 한국·미국·영국·일본의 파생상품 관련 규제 법률

1. 보험업감독업무시행세칙 제3~4조.
2. 보험업감독규정 제6절.
3. 은행법 제9조.
4. 은행업감독규정 제33~36조, 제64조 제2~3항.
5. 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제12조, 제15조, 제28조, 제50조, 제81조, 제166조.
6. 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 일부개정법률안(대안), p.4.
7. 파생상품업무처리모범규준
8. (US) Code for Federal Regulations, Title 26. Sec. 988.
9. (US) Commodity Futures Modernization Act, Sec. 408.
10. (US) Commodity Exchange Act, Sec. 2(c), 2(d), 2(g), 2(h), 4(c). 77b(1), Sec. 3(a).
11. (US) Securities Act of 1933, Sec 2A.
12. (US) Securities Exchange Act of 1934, Sec. 3(A), 15c3-1 (a) 1.
13. (US) Bank Holding Company Supervision Act, 2125.0.2.5
14. (US) The Department of the Treasury Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure, 137-180.
15. (US) Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Sec. 701~744, 1001, 1100, 4001, 4002.
16. (UK) Corporation Tax Act 2009, Part 7.
17. (UK) Financial Services Market Act 2000Part II. Regulated and Prohibited Activities- Regulated Activities 22. (4), Part III. Order 2001(RAO)
18. (UK) FSA Handbook, Prudential standards. General Prudential Sourcebook(GENPRU) 1, 2 Annex 1~3, BIPRU: Building Societies and Investment Firms for Insurers. New legislation framework for investor Protection, FSA, No.5.

■ 파생상품 규제 관련 연구

1. Anderson Mori & Tomotsune, *New Regulatory Framework for Commodity Derivatives Business - Amended Commodity Futures and Exchange Act*, 2009.
2. Baily Nicholas, Browne David, Hicks Eve, Skerrat Len, "UK corporate use of derivatives," *European Journal of Finance* Vol.9 Issue.2, 2003, pp.169-193.
3. "Bank for International Settlements, *Review of the Differentiated Nature and Scope of Financial Regulation*," 2010, pp.25-26.
4. Bank for International Settlements, *Financial Disclosure in the Banking, Insurance and Securities Sectors: Issues and Analysis*, 2004, pp.12-13.
5. Bank for International Settlements, *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*, 2010, pp.12-202.
6. _____, "International Banking and Financial Market Developments," *BIS Quarterly Review*, 2007, pp.17-18.
7. CFTC, *Commodity Futures Trading Commission Form 1-FR-FCM Instructions*, 2010, p.16.
8. Chris Mallin, Kean Greg Kaza, *Derivatives Regulation: Regulation of Financial Derivatives in the US code. Derivatives Use, Trading and Regulation Volume eleven Number four* 2006, 2005, pp.381-386.
9. CPA Audit LLP, *Guide to the implementation of the Capital Requirements Directive for BIPRU Limited Licence Firms*, 2007.
10. Cravath, Swaine and Moore, *Memorandum for ISDA Members for ISDA Commodity Futures Modernization Act of 2000*, 2001, pp.6-19.
11. Kenneth M., "Over the Counter and Exchange-traded transactions effected by foreign banks, brokers and dealers with U.S. customers and counterparties," pp.4-6.
12. "New Master Agreement for Financial Derivatives in China," Malleasons Stephen Jaques, 2009.
13. Philip R. Walsh, "The Future of Energy Derivatives in China," *International Association for Energy Economics*, 2010, p.31.
14. S. Viswanathan, "Developing and Efficient Carbon Emissions Allowance Market, Thomas

- Lines,” *Regulating Speculation in Food Commodities*, 2010.
15. Larry Lohmann, *Unregulatability in Financial and Carbon Markets*, 2002, pp.6-10.
 16. Skadden, Arps, “The Dodd-Frank Act Commentary and Insights,” 2010.
 17. Susanne Leitterstorf, Petronilla Nicolletti and Christian Winkler, “The UK listing rules and Firm Valuation,” FSA Occasional Paper Series 28, 64, 2008.
 18. Tanja Boskovic, Caroline Cerruti, Michel Noel, *Comparing European and US Securities Regulations*, 2009, pp.39-40, pp.49-52, p.54.

Journal of Regulation Studies Vol.19 No.2 December 2010

A Study on Regulations for Property Derivatives of Primary Countries

Sol Kim and Ji-Yoon Chae

Most domestic and foreign property derivatives are being transacted as over the counter derivatives, and the legal systems of Korea, U.S. England, and Japan regarding such transactions of derivatives show slight differences.

Although existence of legal regulations and supervision of over the counter derivatives including credit derivatives and asset-backed securities show differences according to nation, supervision executed on the level of indirect regulation of derivatives, such as risk management, fulfillment of related soundness requirement, and capital ratio, is being commonly achieved, despite slight differences in method or degree.

By referring to regulation of property derivatives and recent regulation direction of major developed countries including the U.S. We hope to find a desirable regulation direction for domestic property derivatives that pursue sound growth and development of domestic property derivatives market.

Key words: Property Derivatives, Regulation of Derivatives, Derivatives, Supervision of Derivatives by Developed Countries