

碩士學位論文

금융시장 지침서

-(Guide to Financial Markets 論文翻譯 -



濟州大學校 通譯大學院

韓英科

安基錫

2008年 2月

금융시장 지침서

(Guide to Financial Markets · Mark Levinson · 論文翻譯)

指導教授 金元寶

安基錫

이 論文을 通譯翻譯學 碩士學位 論文으로 提出함

2008年 2月

安基錫의 通譯翻譯學 碩士學位 論文을 認准함

審査委員長 _____ (印)

委員 _____ (印)

委員 _____ (印)

濟州大學校 通譯大學院

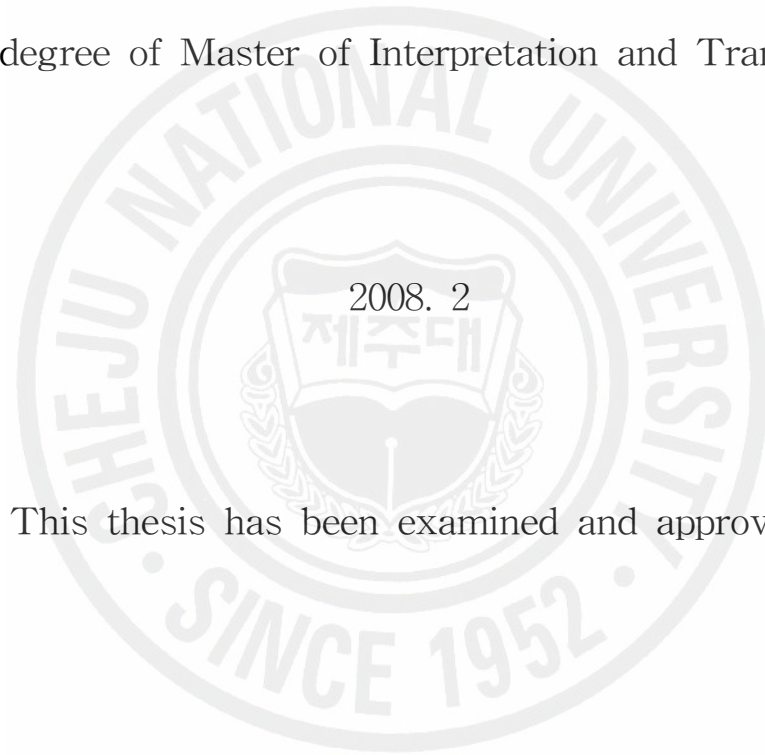
2008年 2月

Guide to Financial Markets

Ki Seok Ahn

(Supervised by Professor Won Bo Kim)

A thesis submitted in partial fulfillment of the required for
the degree of Master of Interpretation and Translation



This thesis has been examined and approved

Department of Korean-English

GRADUATE SCHOOL OF INTERPRETATION

CHEJU NATIONAL UNIVERSITY

Abstract

Financial markets have been around ever since mankind settled down to growing crops and trading them with each other. They take many different forms and operate in many different ways. But all of them, whether highly organised, like the New York Stock Exchange, or highly informal, like money-changers in Africa, serve the same basic functions, which range from providing a new way of setting prices and valuing assets, through raising capital or investing it, to managing exposure to risk.

That financial markets now have an enormous influence on modern life is not news, but although people speak globally of "Wall Street" or "the bond market" or "the currency markets," the meanings they attach to these phrases are often vague and usually out of date. This book explains why the different financial markets exist, how they work and who trades in them, and gives a run-down of the factors that affect prices and rates.

Chapter 1 covers several key concepts about financial markets. And the following chapters examine the most widely used financial instruments and discuss the way the markets for each type of instrument are organised. Chapter 2 establishes the background by explaining the currency markets, where exchange rates are determined. The money markets, where euro-commercial paper and domestic commercial paper are among the instruments used for short-term financing, are discussed in Chapter 3. The bond markets, the most important source of financing for companies and governments, are the subject of Chapter 4. Asset-backed securities, complicated but increasingly important instruments that have some characteristics in common with bonds but

also some important differences, receive special attention in Chapter 5. Chapter 6 deals with offshore markets, including the market for euro-notes. Chapter 7 discusses the area that may be most familiar to many readers, shares and equity markets. Chapter 8 covers exchange-traded futures, and Chapter 9 discusses other sorts of derivatives. The markets for syndicated loans and other kinds of bank credit are beyond the scope of this book, as are insurance products of all sorts.



감사의 글

논문이 나오기까지, 그리고 제가 졸업하기까지 물심양면으로 지도편달을 아끼지 않으신 논문 지도교수인 김원보 교수님, 번역이 단순한 번역이 아님을 보여주신 김재원 교수님, 통역이란 단순한 전달이 아닌 그 이상이어야 한다는 점을 보여주신 박경란 교수님께 이 자리를 빌어 감사의 말씀을 전합니다.

아울러 제주도에 처음 왔을 때부터 졸업하는 순간까지 옆에서 당근과 채찍을 가해준 통역대학원 선배님들, 특히 같이 학교생활 하면서 고생했을 동기들에게 고생했고, 고맙다는 말을 전하고 싶습니다.

객지 생활하면서 장가 안 가고 혼자 버티는 덕분에 고생하시는 할머니와 모든 가족들, 특히 병상에서도 한결같으신 아버지와 아버지 뒤에 소리 없이 계신 어머니, 장남의 빈자리를 너무도 완벽히 채워주고 있는 동생과 매제에게 죄송하고 고맙단 말을 하고 싶습니다.

마지막으로 항상 저와 함께하는 '그 분'께 이 논문을 바칩니다.

금융시장 지침서

제 4판

마크 레빈슨 지음



목차

1. 시장의 중요성	1
2. 외환 시장	15
3. 단기 금융시장	40
4. 채권 시장	62
5. 증권화	102
6. 국제 고정금리 시장	125
7. 주식 시장	140
8. 상품 및 선물 시장	181
9. 옵션 및 파생상품 시장	215



1. 시장의 중요성

유로가 엔화에 대해 통화 가치가 약간 상승한다. 다우존스지수는 활발한 거래 속에서도 18포인트가 하락했다. 중국의 민항사가 파생 상품으로 인해 수백만 달러의 손실을 입었다. 영국은행이 기준 금리를 낮추겠다는 결정을 내린 후, 월간 대출금 지불액이 하락할 준비에 있다.

이러한 모든 사건들은 현재 일어나고 있는 금융시장의 예이다. 이러한 시장이 현대인의 삶에 지대한 영향을 미치고 있다는 사실은 새삼스럽지도 않다. 그러나 비록 전 세계 사람들이 “월가”, “채권 시장” 및 “통화 시장”과 같은 단어를 그럴듯하게 이야기를 하곤 있지만, 이렇게 시간이 지나며 사용하는 단어들의 실제 의미는 종종 모호하기도 하며 일반적으로는 구시대적 개념이기도 하다. 이 책에선 각각 서로 다른 금융시장이 제공하고 있는 분야의 의도를 설명하며 그들이 어떻게 돌아가는 지에 대한 내용을 명확히 밝히고 있다. 그러나 귀하의 투자 포트폴리오가 가치 면에서 상승 또는 하락할 것이냐에 대한 부분에 대해선 뭐라고 할 수 없다. 그러나 이 책을 통해 여러분은 그 가치가 어떻게 책정되고, 투자 포트폴리오 내에서의 서로 다른 주식들이 어떻게 생성되고 거래가 이뤄지는 지를 이해하는 데 도움을 줄 것이다.

첫 인상

“시장”이란 단어를 들을 때 우리는 일반적으로 북적거리고, 바닥에 종이가 너부러진 뉴욕 증권거래소 또는 시카고의 선물 시장 객장에서 뚫어져라 모니터를 보고 있는 딜러들을 상상하곤 한다. 그러나 이러한 공식 거래는 금융시장의 한 단면만을 보여주고 있으며, 가장 중요한 금융시장과는 별개의 것이다. 사실, 거래가 있기 훨씬 전에 금융시장이란 것이 존재했으며 어느 특정 종류의 조직화 된 교역이 있기 훨씬 이전이기도 하다.

금융시장은 인류가 정착하여 곡물을 재배하고 이를 다른 사람들과 교역하던 순간부터 존재해왔다. 흉년이 온 후, 이러한 초기 농부들은 다음 철의 경작을 위해

씨앗을 가져야 할 필요가 있었을 것이며 아마도 가족을 돌보기 위해 음식을 가져와야 했을 것이다. 이러한 두 가지 거래 모두로 인해 농부들은 다른 사람들로 부터 씨앗이나 나눌 음식을 얻기 위해 신용이 필요했을 것이다. 풍년이면, 농부들은 곡물의 잉여분을 즉시 거래를 할 것이냐 또는 저자알 것이냐에 대한 결정을 내려야 할 것이며, 이러한 선택은 20세기 상품 교역을 실시하는 사람들이 하는 고민과 상당히 유사하다. 초기 농부들에게 있어 카사바 한 바구니를 갖고 얻을 수 있는 물고기의 양은 매일매일 변했을 것이며, 이는 물고기의 어획량, 곡물 수확량 및 날씨에 따라 변했을 것이다. 즉, 그들의 교환비율은 변동성이 있다. 이러한 농부들이 내리는 모든 독립된 결정은 기본적 형태의 금융시장을 구성했으며, 이 시장은 오늘날의 금융시장이 하고 있는 것과 상당 부분에 있어 같은 목적을 충족시켰다.

시장이 하는 일은 무엇인가?

금융시장은 많은 다른 형태를 갖고 있으며 여러 가지 방법으로 움직인다. 그러나 런던의 주식 시장과 같이 조직화 비율이 높은 시장이나 많은 아프리카 금융 분야에 있어 길거리에서 환전을 해주는 것과 같이 상당히 비공식적인 시장이건 간에 이 모든 금융시장은 동일한 기본 기능을 수행하고 있다.

☞ 가격 책정: 금 1온스 또는 주식 한 주의 가치는 어떤 사람이 이를 갖기 위해 지불하는 것 그 이상도, 그 이하도 아니다. 시장은 가격 발견을 제공하는데, 이것은 서로 다른 품목의 상대적인 가치를 결정하는 방법이며, 이는 개인이 품목을 사고 팔고자하는 가격을 바탕으로 하고 있다.

자산 평가: 시장 가격은 기업의 가치 또는 기업의 자산 또는 자산의 가치를 결정하는 최상의 방법을 제공한다. 이는 매매업에서 뿐만 아니라 규제 당국에게도 중요한 사항이다. 예를 들어, 보험업자의 경우 자신이 보유한 주식을 수년전에 주식을 구입하는 데 사용한 가격으로 가치를 책정하는 경우 강세를 보일 수도 있으나 그 지불 능력을 판단하기 위한 관련 질문은 오늘 클레임을 지불하기 위해 필요한 가격으로 이러한 주식을 판매하는 경우 얼마의 가격으로 판매할 수 있는가에 달려 있다.

☞ 차액거래: 금융시장이 제대로 발달하지 않은 국가에서, 상품과 통화는 서로 다른 지역에서 다른 가격으로 거래되기도 한다. 금융시장에서의 거래 당사자가 이러한 차이를 통해 이익을 얻고자 하기 때문에, 가격은 통일된 수준으로 이동하게 되며, 이를 통해 전체 경제가 더욱 효율을 갖게 된다.

☞ 자금 조달: 기업은 종종 새로운 설비를 구축하고, 기계류를 교체하거나 기타 방법으로 사업을 확장하기 위해 자금을 필요로 한다. 주식, 채권 및 기타 형태의 금융 수단을 통해 이러한 일을 가능토록 한다. 점점, 금융시장은 또한 집이나 차 또는 신용카드 구매를 위한 개인들의 재원이기도 하다.

☞ 상업 거래: 장기 자본과 마찬가지로, 금융시장은 많은 상업 거래가 가능하도록 일종의 유통유를 제공한다. 여기에는 해외 제품 판매를 위한 지불 약정 등이 포함되며 운전 자본을 제공함으로써 고객들이 회사에 대금을 늦게 지불하는 경우에도 기업이 근로자들에게 급여를 제공할 수 있다.

☞ 투자: 주식, 채권 및 금융시장은 바로 필요하지 않은 자금을 대한 수익을 거둘 수 있는 기회를 제공하며 향후 수익을 제공하게 될 자산을 축적할 수 있는 기회도 제공한다.

☞ 위험 관리: 선물, 옵션 및 기타 파생상품의 계약은 수출 대금을 받기 전에 외국환이 자국환에 비해 그 가치를 상실할 수 있는 가능성과 같은 위험과 같은 많은 형태의 위험으로부터의 보호 기능을 제공할 수 있다. 또한 시장이 위험을 가격을 수반함으로써 기업과 개인이 보유하고 싶은 위험에 대해서만 거래를 할 수 있도록 한다.

시장의 규모

금융시장의 전체 규모를 측정하는 것은 어려운 일이다. 우선 “금융시장”이라는 단어에 어떤 거래가 포함되어야 하는지를 정확하게 결정하는 것이 힘들고, 각각이 수백만 건에 이르는 완벽한 데이터와 매년 발생하는 거래를 통합할 수 있는 방법은 없다. 자본 시장의 총 자본 규모는 2004년 전 세계적으로 약 7조 달러에 육박했으나, 여기에선 주식의 형태로 재판매 되지 않은, 순전히 국내에서 이뤄진

대출의 경우는 제외된 상태이다. (표 1.1 참고)

표 1.1 금융시장에서의 증가량 (단위: 10억 달러, 순 지불)

	1996	1998	2000	2002	2004
국제 은행 대출	405	115	714	540	1,343
국제 채권 및 어음	499	669	1,148	1,014	1,560
국제 금융시장 상품	41	10	87	2	61
국내 채권 및 어음	1,497	1,600	865	1,672	2,461
국내 금융시장 상품	401	377	377	103	774
국제 자산 발행	83	125	318	103	214
국내 자산 발행	438	472	901	320	593
제외된 총 국내 대출	3,364	3,368	4,410	3,754	7,006

출처: 국제 결제 은행 (BIS), 국제 증권거래소 연맹

2004년도의 7조 달러라는 규모는, 그 숫자가 말해주듯, 한 해의 활동을 나타낸 것에 불과하다. 시장을 들여다보는 또 다른 방법으로는 거래가 이뤄지는 금융 상품의 가치를 측정하는 것이다. 이러한 방식으로 측정하는 경우, 2004년도의 금융 시장 규모는 109조 달러에 달한다 (표 1.2 참고). 상당한 규모이나, 이 수치에는 보험 인수, 개인 및 중소기업에 대한 은행의 대출 및 자금 조달의 수단으로 사용하지 않는 선물과 파생상품과 같은 금융 상품의 거래와 같은 다수의 중요한 금융 활동은 제외되어 있다. 만약 이러한 모든 금융 활동들을 포함시키게 되면, 시장의 총 규모는 더욱 커질 것이다.

표 1.2 세계의 금융시장 (단위: 1조 달러)

	1996	1998	2000	2002	2004
국제 채권 및 어음	3.1	4.1	6.1	8.8	13.2
국제 금융시장 상품	0.2	0.2	0.3	0.4	0.7
국내 채권 및 어음	21.2	23.8	23.8	27.9	35.9
국내 금융시장 상품	4.5	5.2	6.0	6.3	8.2
국제 은행 대출	8.3	8.2	8.3	10.1	13.9
국내 자산	19.6	25.4	31.1	22.8	37.2
총 미지불 가치	56.9	66.9	75.6	76.3	109.1

출처: 국제 결제 은행 (BIS)

국경간 측정

금융의 성장을 측정하는 또 다른 방법으로는 국경간 금융 거래의 가치를 조사하는 것이다. 국경간 금융은 무엇보다도 새로운 방법이며, 과거의 다양한 시점에서 (예를 들어, 19세기 후반) 전 세계 경제의 규모에 비해 상당히 큰 규모를 차지하고 있다. 1990년 이후의 시대는 1998년 아시아와 러시아에서 일어난 금융 위기와 2001년 미국에서의 경기 침체라는 큰 사건이 있었다. 2005년 국경간 금융에 있어 전체 주식 거래금액은 국제 은행 대출 및 채무 발행을 포함하면 30조 달러 이상이 된다고 국제 결제 은행 (BIS)이 밝히고 있다.

주식을 엄밀히 살펴보면 금융시장에서의 더욱 극적인 성장에 대한 추세를 알 수 있다. 25년 전, 주식의 국경간 거래는 대부분 국가의 경제 생산에 있어 단지 작은 부분에 지나지 않았으나 오늘날 연간 이뤄지는 국경간 주식 및 채권 거래는 다수 선진국의 GDP와 비교할 때 몇 배 이상이 된다 — 일본은 하나의 좋은 예외가 된다.

세계적인 붕괴

국제 시장에서 기업과 정부가 자금을 조달하는 방법이 눈에 띄게 변하고 있다. 1993년에 채권이 세계 금융의 59%를 차지했었다. 1997년 아시아와 러시아에 금융 위기가 닥치기 전까지는 채권 발행을 통해 조달된 자금의 비율은 단지 47%였다. 2000년에 국경간 금융에서 주식 (equity)이 중요한 요소가 되었으며 이 때 주가는 상당히 높았지만 2002-05년의 저금리 상황에서 채권과 대출이 그 중요성을 다시 얻게 되었다. 표 1.3은 국제 시장에서 사용된 주요 상품을 통해 마련된 자본의 양을 보여준다.

표 1.3 국제 자본 시장에서의 금융, 상품 형태에 따름 (단위: 10억 달러)

	1996	1998	2000	2002	2004
채권 및 금융시장 상품	543	678	1,241	1,009	1,621
주식	83	125	317	102	214
신디케이트론	901	902	1,485	1,300	1,807
합계	1,527	1,705	3,043	2,411	3,642

출처: 국제 결제 은행 (BIS)

세기말 침체

이러한 모든 조치를 통해, 금융시장은 1990년대 극도로 빠른 성장을 거두었다. 1990년대 초반 금융 상품의 활발한 거래는 소수의 국가에 제한되었으며 두 국가의 거래에서 주도적인 역할을 맡았던 같은 형태의 주식, 채권 및 주식이 주로 사용되었다. 그러나 2000년에 금융시장은 수십 개 국가에서 성황 했으며 새로운 상품이 시장 거래의 큰 부분을 차지했다.

금융시장 활동의 확장은 1998년에 잠시 주춤했는데 그 이유는 다수의 국가에서 발생한 은행 및 환율 사태 때문이었다. 그러나 이 사태는 빠르게 지나갔으며 1999년에 단일 유로 통화 발족, 캐나다, 영국 및 유럽 대륙에서의 금리 인하와 약간의 금리 인상으로 인해 주춤하긴 했지만 전반적으로 긍정적인 경제 전망을 보인 미국 시장 덕분에 금융시장 활동은 최고치를 보였다. 주식 시장 활동은 2000년과 2001년 크게 둔화됐는데, 그 이유는 다수의 국가에서 발생한 주가 하락 때문이었지만 채권 시장의 활동은 활황을 보였다. 외환 시장 거래는 21세기로 넘어오는 시점에서 눈에 띄게 떨어졌다. 채권 시장은 2005년 전반에 걸쳐 매우 활동적이었다.

금융시장 활동의 일반적인 증가는 다음의 네 가지 주요 원인으로 살펴볼 수 있다.

☞ 저 인플레이션: 전 세계 인플레이션 비율이 1980년대 이래로 크게 낮아졌다. 인플레이션은 금융 자산의 가치를 저해하고 주택이나 기계와 같은 유형 자산의 가치를 증가시키는데, 이로 인해 오늘날의 가치보다 교체하는 데 있어 더 많은 비용을 요구한다. 인플레이션 비율이 높은 경우, 1970년대의 미국, 캐나다 및 대부분의 유럽 국가와 1980년대 중남미 전체의 경우에서 보면, 투자자들이 높은 투자 수익을 원하기 때문에 기업은 장기 자본의 증자를 회피하게 되며 투자자들은 이러한 가격 상승이 높은 수익률을 가져다 줄 거라는 환상에 잠긴다. 그러나 낮은 인플레이션 환경에서 금융시장의 투자자들은 적은 인플레이션의 이득을 요구하며 이는 일반적으로 가격 상승이 자신의 자산 가치 잠식을 가져오지 않고 많은 유형 자산의 가격이 안정적이거나 심지어 하락할 수도 있다는 것을 알고

있기 때문에 일어난다.

☞ 연금: 연금 정책에서의 큰 변화가 많은 국가에서 현재 일어나고 있다. 1930년대 이래로, 그리고 몇몇 국가에선 그보다 이전부터, 정부에서는 노년층에 수입을 제공하기 위해 현부현수제 연금 제도를 운영해왔다. 영국에서의 노년 연금과 미국에서의 사회 보장 프로그램과 같은 이러한 제도는 현재 연금 수령자에게 연금을 지불하기 위해 현재의 근로자들에게 과세를 하기 때문에 어떠한 저축이나 투자를 유발하지 않는다. 인구 구성 및 작업 패턴의 변화로 인해 현부현수제는 그 비용이 증가했는데 그 이유는 연금 수령자에 비해 젊은 근로자의 수가 부족하기 때문이다. 이로 인해 적립식 개인연금의 경우 금리가 상승한 반면 각각의 근로자는 돈을 저축해야 할 계정을 갖게 되었으며 은퇴할 때까지 투자를 하게 되었다. 이러한 개인연금이 기업의 민간 연금 계획에 있어 어느 정도 부담을 덜어주긴 했지만 이전에 개인연금이 생소하던 몇몇 국가에선 금융 자산의 큰 증가를 유발하기도 했다.

주식 및 채권 시장의 성과: 많은 국가에서 주식 및 채권 시장은 1990년대 대부분의 기간 동안 좋은 성과를 보였다. 재정적인 부의 빠른 증가는 금융시장의 자금자족을 야기했다. 포트폴리오의 평가 절상을 누린 투자자들은 자신의 수익 중 일부를 금융시장에 재투자하려고 했으며 금융 자산의 가치 상승이 있었기에 투자를 위한 추가 자금 대출을 위해 담보를 제공하게 되었다.

☞ 위험 관리: 혁신을 통해 파생상품과 자산유동화 증권 (ABS)과 같은 많은 종류의 새로운 금융 상품들이 생겨났으며 기본적인 목적은 위험을 재분산하는 것이다. 이로 인해 위험 관리 목적으로 금융시장을 이용하는 건수가 급증하게 되었다. 상상조차 할 수 없었던 몇 년 전과는 달리, 기업과 개인은 어떤 위험을 끌어안고 원하지 않는 위험을 떨쳐버리기 위해 금융 상품을 사용할 수 있기도 하며 더 높은 수익률을 위해 추가적인 위험을 감수할 수도 있다. 향후 6개월 동안 달러 대비 유로화가 1.4 달러를 넘을 수 있다는 위험이나 미 재무부의 장기 채권의 금리가 6%로 오를 수도 있다는 위험은 현재 시장에서 정확하게 가치가 책정되고 있으며 이

러한 우발사태에 대비하기 위한 금융 상품들이 이미 사용이 가능하다. 위험 관리 분야에서의 혁명은 그러므로 금융시장 활동에 있어 엄청난 규모 확장을 불러왔다.

투자자

금융시장을 움직이는 원동력은 투자자들이 자신의 자산에 대해 수익을 얻고자하는 바람이다. 이러한 수익에는 두 가지 중요한 요소가 있다.

- ☞ 수익: 투자를 소유하고 있는 동안 투자자가 받게 되는 수입이다.
- ☞ 자산 매각 이득: 투자 자체의 가치에 대한 증가이며 종종 투자를 매각할 때까지 소유자에게 가용하지 않는 경우도 있다.

투자자의 선호도는 그들이 선호하는 수익의 형태에 따라 변하며 이러한 선호도는 다시 말하면 투자자들의 결정에 영향을 미치게 된다. 이러한 선호도 만족을 위해 몇몇 금융시장 상품은 의도적으로 자산 매각 이득만을 제공하고 수익을 제공하지 않는 경우가 있으며 그 반대의 경우도 존재한다.

투자자들은 넓게 보면 두 가지로 나눌 수 있다.

- ☞ 개인: 묶어서 말하면, 개인은 금융 자산의 일부를 보유하고 있다. 선진국에서 대부분의 가정은 어느 정도의 금융 자산을 보통 은퇴 저축 또는 가족 구성원 중 사용자가 갖는 주식의 형태로 보유하고 있다. 그러나 개인이 보유하고 있는 대부분의 자산은 그 규모가 아주 작으며 개인 투자자의 비율은 국가별로 큰 차이가 있다. 2000년에 프랑스에선 가구 금융 자산의 거의 절반을 주식이 차지했으나 일본에선 8%에 불과했다. 개인 투자자의 다수는 상대적으로 부유한 소수의 가구에 의해 움직인다. 그럼에도 불구하고, 개인 투자의 인기는 점점 높아지고 있다. 미국에서 은행의 양도성 예금 증서가 1989년 가구 금융 자산의 10% 이상을 차지했으나 2001년에는 3.1%에 불과했는데, 그 이유는 이 사람들이 주식 시장으로 옮겨갔기 때문이었다.

☞ 기관투자자: 보험사 및 기타 기관투자자 (아래 참고)들은 금융시장에서 대부분의 거래를 담당하고 있다. OECD 30개 회원국에 근거를 둔 기관투자자들의 자산은 2001년에 총 35조 달러였다. 1990년에서 1999년 사이에 연간 약 12%씩 증가했다가 2000년과 2001년에 감소했다. 기관투자자의 규모는 전체적인 투자 방법의 발전 정도에 따라 국가별로 큰 차이가 있다. 예를 들어, 2001년에 미국의 기관투자자들은 자산 중 44%를 주식, 35%를 채권으로 보유하고 있었으나 영국의 기관투자자들은 65%의 자산을 주식으로 보유하고 있었다. 일본에선 극도로 낮은 금리에도 불구하고 기관투자자들은 56%의 자산을 채권으로 보유하고 있었으며 주식은 16%에 불과했다.

뮤추얼 펀드

가장 빠르게 성장하고 있는 기관투자자는 투자 회사로서, 이들은 효율적인 방법으로 특정한 재정적인 목표를 성취하기 위한 다수 개인 투자자들의 투자를 취합한다. 뮤추얼 펀드 및 단일 이윤 신탁은 일반적으로 무제한의 개인 투자를 수용하는 투자 회사이다. 뮤추얼 펀드는 펀드가 추구할 전략을 밝히고 추가적인 자금이 유입됨에 따라 펀드 매니저들은 그 전략에 적절한 금융 상품을 구입하게 된다. 투자 신탁은, 몇몇의 경우 미국에선 폐쇄형 펀드라고도 알려져 있으며 펀드 발행 시 투자자들에게 제한된 수의 주식을 발행하며 그 전략에 따라 금융 상품을 구매하기 위해 이러한 과정을 사용한다. 몇몇 경우 신탁은 초기에 증권을 인수하여 절대 판매하지 않으며, 때때로 펀드는 자신의 포트폴리오를 바꾸기도 한다. 단일 이윤 신탁을 시작하거나 그만두려는 투자자들은 주식 중개인으로부터 신탁의 지분을 팔거나 사야한다.

헤지 펀드

투자 회사의 세 번째 형태인 헤지 펀드는 소수의 개인 또는 거대 기관으로부터의 투자만을 수용할 수 있다. 바꿔 말하면 소비자를 보호하기 위한 대부분의 규제 형태로부터 자유롭다. 헤지 펀드는 극도의 공격적인 투자 전략을 사용할 수 있으며, 그 예로는 투자를 다각화하기 보다는 한 가지 또는 다른 한 가지의 투자

에 초점을 맞추고 투자 자본 증가를 위해 대출금을 사용하는 것 등이 있다. 성공을 거두게 되면 이러한 전략을 통해 아주 큰 수익을 거둘 수 있으며 실패하는 경우 상당한 손실을 야기하고 펀드를 폐쇄할 수 있다.

모든 투자회사는 자신의 서비스에 대한 수수료를 투자자들에게 부과함으로써 수익을 거둔다. 몇몇 유명한 헤지 펀드는 또한 펀드 가치에 대한 수익의 일부를 거둬가기도 한다. 수수료 구조로 인해 매니저들이 투자자들의 돈에 큰 위험을 부담하기 위해 상상 이상의 인센티브를 가질 수 있기 때문에 헤지 펀드가 비난을 받고 있으며 이는 펀드 매니저들이 헤지 펀드가 수익을 거두는 경우에만 돈을 받으며 그렇지 않은 경우는 받지 않기 때문이기도 하다.

보험 회사

보험 회사는 기관투자자 중 가장 중요한 당사자이며 기관이 보유하고 있는 전체 금융 자산 중 1/3을 차지하고 있다. 과거에 이러한 대부분의 지주 회사는 생명 보험 정책을 지탱하기 위해 필요했었다. 최근 몇 년 동안, 연금 보험으로 구성된 보험업을 하는 기업의 수가 증가하고 있는데, 이를 통해 보험 가입자는 죽고 나서 상속인에게 물려주는 게 아닌 그들이 살아 있는 동안 일정량의 돈을 받을 수 있도록 보장을 받는다. 적립식 개인연금의 성장으로 인해 보험회사가 수익을 거두게 되었는데, 그 이유는 은퇴 시 많은 근로자들이 연금 상품 구입을 위해 자신의 계좌 안에 있는 돈을 지출하기 때문이다.

연금 기금

연금 기금은 다수 근로자의 은퇴 저축을 모아놓는다. 일반적으로, 연금 기금은 사용자, 사용자 집단 또는 노동조합의 지원을 받는다. 개인연금 계정과는 다르게, 연금 기금은 자신의 저축이 어떻게 투자가 되느냐에 대해 개인에게 결정권을 주진 않지만 일반적으로 투자자 개인이 은퇴연령에 도달하게 되면 보장된 금액을 지불한다. 연금 기금 자산은 전 세계 약 10조 달러 규모이다. 미국, 영국, 그리고 일본이 연금 기금 분야에서 압도적인 비율을 차지하고 있다. 그 규모가 크에도 불구하고 연금 기금은 개인연금 계좌가 인기를 얻고 있기에 그 중요성이 점점 줄어들고 있다.

은행, 재단 및 대학의 기증 기금과 같은 다른 형태의 상품 또한 시장 내에서 중요한 역할을 맡고 있다.

공식 시장의 부상

모든 국가는 한 가지 종류 또는 다른 종류의 금융시장을 갖고 있다. 중국, 페루, 짐바브웨와 같이 다양한 국가에서, 투자자들은 국내 기업이 발행한 주식 및 채권을 구매할 수 있다. 정부에서 자본가적인 생각을 크게 반대하고, 거래 당사자들을 투기꾼이라고 종종 비난하는 곳에서조차도 외환과 석유와 같은 희소 자원 시장이 생성된다. 공식적인 금융시장은 최근 몇 년간 급속도로 성장했으며 그 이유는 뒤에서 조정하고 반합법(半合法)인 시장을 갖고 있다고 낙인이 찍힌 국가들이 시장 구조를 조직화하려고 노력하기 때문이다. 그 원동력은 부분적으로는 자기만족을 위한 것이기도 하다. 비공식적인 시장은 세수를 만들어내지 않지만 공식적으로 인식이 되는 시장의 경우 세수를 창출한다. 정부 측에서는 또한 만약 업계가 번성하려면 자본을 증자할 수 있어야 한다는 걸 알고 있으며 이를 위해 증권 시장에서 주식을 판매하는 것과 같은 공식적인 방법은 전주로부터 돈을 벌리는 비공식적인 방법보다 훨씬 효율적이기도 하다.

투자자들이 길거리 거래보다 공식 금융시장을 선호하는 데는 여러 가지 이유가 있다. 그러나 투자자들이 특정 시장에 몰리게 되면 기타 시장은 활동을 할 수가 없기 때문에 공식적인 시장이 다 잘 되는 건 아니다. 일반적으로 활동이 많은 시장일수록 작은 시장에선 종종 부족한 중요한 특성을 갖게 된다.

☞ 유동성: 거래가 쉽게 이뤄질 수 있도록 하는 사항. 유동성이 없는 시장에서 투자자는 원하는 거래를 하기 위해 준비된 다른 당사자를 찾는 데 어려움을 느낄 수 있으며 증권이 팔릴 수 있는 가격과 구매될 수 있는 가격 사이의 차이 또는 “스프레드”가 클 수 있다. 유동성이 큰 시장에선 거래가 더욱 쉽고 스프레드의 폭이 더욱 작다. 유동성이 거의 모든 사람들에게 이득을 주기 때문에, 일반적으로 거래는 이미 활황을 보이고 있는 시장에 집중하게 된다.

☞ 투명성: 거래와 가격에 대해 즉각적이고 완벽한 정보의 가용성. 일반

적으로 시장의 투명성이 낮을수록 사람들은 거래를 하지 않으려고 한다.
신뢰성: 동의한 조건에 따라 신속하게 종료되는 거래를 보장하는 경우 특히 필요하다.

법적 절차: 분쟁을 조정하고 계약의 이행을 강요하는 데 필요한 사항
적절한 투자자 보호 및 규제: 과도한 규제는 시장을 둔화시킬 수 있다.
그러나 투자자가 거래하고자 하는 증권에 대한 가용한 정보가 있을 때 투자자들이 이 정보를 신뢰할 수 없는 경우 거래에 방해가 되며 거래에 대한 절차, 거래 파트너와 중개인이 자신의 약속을 지킬 수 있는 능력, 그리고 거래가 이뤄진 후 증권 또는 상품의 주인으로서 받게 될 대우 등에 대한 신뢰가 부족한 경우에도 문제가 발생한다.

낮은 거래 비용: 많은 금융시장 거래는 특정 위치에 대해 구속되지 않으며 시장 참가자들은 거래 비용, 규제 비용 및 세금이 합당한 곳에서 이러한 거래를 성사시키려고 할 것이다.

변화의 힘

오늘날의 금융시장은 2, 30년 전의 상황과는 천양지차의 모습을 보이고 있다. 변화의 속도는 증가하고 있는 경쟁과 지속적인 혁신에 적응하기 위해 시장 구성원들이 노력함에 따라 가속을 받고 있다.

기술

시장에 관한 거의 모든 것이 기술의 힘을 통해 재구성되었다. 풍부한 컴퓨터 사용과 저렴한 통신비용으로 인해 전혀 새로운 형태의 금융 상품의 성장을 가져왔으며 금융 산업의 모든 부분에 있어 비용 구조를 혁신적으로 변화시켜왔다.

규제완화

규제완화는 전 세계 이뤄지고 있다. 전 세계의 규제당국이 소비자를 보호하고 재정 안정을 보존한다는 명목으로 금융시장에 강도 높은 규제를 실시한 것은 얼마 되지 않는다. 그러나 1975년 이후로, 미국에서 주식 중개인들이 주식 거래에 있어 동일한 수수료를 받지 못하도록 하면서, 계속적으로 여러 국가에서 제약 조건

이 풀리기 시작했다. 비록 큰 차이는 있겠지만, 대부분 국가의 규제 당국은 개인 투자자들이 충분한 보호를 받아야 한다는 데에는 동의를 하고 있지만 기관투자자들이 개입한 거래에는 규제를 거의 하지 않도록 하고 있다.

자유화

규제완화는 시장 내 참가자들을 관리하는 규칙의 폭넓은 자유화를 통해 이뤄지고 있다. 은행, 투자은행, 보험업자, 투자회사 및 기타 금융 기관을 구분하던 다수의 장벽이 낮아지고 있으며, 이를 통해 위와 같은 주체들이 다른 주체의 사업 영역에 들어갈 수 있게 되었다. 가장 최근에는 일본과 한국과 같은 거대 시장 경제들의 경우 이전에는 국내 기업의 독무대였던 금융 부문에 외국 기업이 들어오고 있다.

통합

자유화로 인해 통합이 일어났는데, 그 이유는 기업들이 규모의 경제가 주는 장점을 얻기 위해 합병을 실시하거나 다른 금융 부문으로 진입하기 때문이다. 예를 들어, 영국의 거의 모든 주요 투자 은행과 중개 회사의 경우 런던에서 보다 큰 자리를 차지하고자 하는 외국인들에 의해 인수가 이뤄지고 있으며 미국 내 많은 중소 투자 은행은 주식 거래 및 기업 금융 분야로의 확장을 위해 새로운 힘을 얻고자 하는 상업 은행에 의해 매각이 이뤄지고 있다.

세계화

통합은 세계화와 같이 진행되어 왔다. 대부분의 주요 금융 기업은 현재 상당히 높은 다국적화를 이루고 있으며, 모든 주요 금융 센터에서 영업을 하고 있다. 많은 기업과 정부는 이러한 전 세계적인 네트워크를 활용하여 자국 밖에서 주식 및 채권을 발행한다. 더 많은 투자자들이 또한 세계적인 접근 방식을 취하고 있으며, 이에 따라 위험이 개입된 경우 최대 수익을 낼 수 있을 거라고 예상되는 곳이라면 지역에 구애받지 않고 투자를 하고 있다.

이 책의 내용

다음 장부터는 가장 널리 사용되는 금융 상품을 설명하여 상품의 각 형태에 따라 조직된 방법에 대해 논할 것이다. 제 2장에선 환율이 결정되는 통화 시장에 대한 배경을 살펴볼 것이다. 제 3장에선 유로 지역에서의 기업 어음과 자국의 기업 어음이 단기 재원 확보를 위해 사용되는 상품 중 일부인 자금 시장을 다룰 것이다. 기업과 정부에 있어 가장 중요한 재원인 채권 시장을 제 4장에서 다룬다. 채권과 어느 정도는 공통점을 갖고 있으나 중요한 차이점 또한 존재하고 복잡하나 점점 중요성이 높아지고 있는 자산 유동화 증권은 제 5장에서 조명할 것이다. 제 6장에선 역외 시장에 대해 논하며, 여기에는 유로화 시장을 포함한다. 제 7장은 많은 독자들에게 있어 가장 친근한 분야인 지분과 주식 시장에 대해 이야기하고 있다. 제 8장은 상장 지수 선물에 대해, 제 9장은 기타 파생상품에 대해 다루고 있다. 신디케이트론과 기타 은행 신용과 관련된 시장은 이 책의 범위를 벗어나며, 모든 종류의 보험 상품도 또한 그러하다.



2. 외환 시장

모든 국가에서 가격은 통화 단위로 표시되는데, 이는 해당 국가의 중앙은행에서 발행한 통화 또는 개인들이 자신의 거래에 있어 선호하는 화폐 단위 중 하나가 된다. 그러나 통화 그 자체의 가치는 외부의 기준을 이용해서만 판단이 가능하다. 이러한 기준, 즉 환율은, 그러므로 모든 경제에 있어 기준 가격이 된다. 거의 대부분 한 통화의 가치를 측정하는 데 있어 그 기준은 기타 통화가 된다. 서로 다른 통화의 상대적인 가치를 결정하는 것이 외환 시장의 역할이다.

외환 시장은 기타 모든 금융시장의 버팀목 역할을 한다. 외환 시장은 직접적으로 각 국가의 외환 거래 패턴에 영향을 미치고, 국제 투자의 흐름을 결정하며 국내 금리 및 인플레이션 비율에 영향을 준다. 각 통화는 전 세계 모든 곳에서 작동한다. 말하자면, 이제까지 가장 큰 규모의 금융시장을 형성하고 있다. 수십만 건의 외환 거래가 매일 일어나고 있으며, 일일 평균 거래량은 약 1조 9천억 달러에 달한다.

외환 거래의 시작은 고대로 거슬러 올라가며 그 날의 국제 상업 및 통화 협정에 따라 증가하거나 감소해왔다. 중세 시대에, 금이나 은으로 주조한 동전은 유럽의 공국 및 왕국의 국경에서 자유롭게 순환되었으며 거래 시 외환 상인들은 익숙하지 않은 동전이 원래보다 적은 양의 귀금속을 포함할 수도 있다는 걱정을 하고 있는 사람들에게 위안을 주기 위해 한 가지 형태의 동전을 다른 동전으로 제공했다. 14세기 말까지 이탈리아의 은행원들은 다양한 통화로 발행된 종이 형태의 지불 증서 또는 신용장을 취급했으며, 통화의 상대적인 가치에 대한 은행원들의 판단에 따라 할인을 하기도 했다. 이를 통해 국제 무역은 교역 상대가 다른 상대와 한 배 분량의 재화를 물물 교환을 해야 하거나 귀금속 몇 트렁크 분량의 재화를 각 선적량과 맞추어 실제로 교환해야 하는 상황에 비해 훨씬 크게 이뤄질 수 있었다.

그러나 외환 거래는 여전히 금융에 있어 낮은 비율을 차지하고 있었다. 18세기에 지폐가 널리 통용되면서, 지폐의 가치 또한 주로 정부가 지폐 보유자에게 지불을

약속한 은이나 금의 양을 통해 주로 결정되었다. 이러한 양이 비정기적으로 변했기 때문에 기업과 투자자들은 환율의 변동이 자신의 이익에 큰 영향을 줄 수 있는 위험은 거의 없었다. 수출 판매 또는 해외 기업의 구매와 같은 특정 거래와 관련된 경우를 제외하고는 외환을 거래할 필요가 거의 없던 셈이다.

심지어 1920년대와 1930년대에 주요 경제가 자국의 통화를 금에 연동시키는 것을 중단한 이후에도, 이들은 환율을 계속 일정하게 유지해왔다. 주요국가의 당사자들이 논의를 했던 미국의 휴양지인 브레턴우즈 체제로 알려진 새로운 통화 협정이 2차 대전 말에 체결되었으나 이 또한 고정 환율을 기반으로 하고 있었다. 이러한 협약은 1960년대 말에 붕괴하기 시작했으며 1972년 선진국 정부에서는 환율 결정을 시장의 힘에 맡기기로 결정했다. 이 결과 발생한 환율 수준의 불확실성으로 인해 통화 거래의 급성장을 야기했다.

거래량은 1990년대 후반 두 가지 주된 이유로 인해 감소했다. 첫 번째는 12개 유럽 국가가 유로화로 통화를 통일하게 됨으로써 각각의 국가가 누리고 있던 모든 환율 시장에서의 활동이 사라지게 되었다. 둘째, 전 세계 발생한 은행계에서의 결합을 통해 시장 내에서 중요한 위치를 차지하는 회사의 수가 급감했다. 2003-04년에 특히 헤지펀드와 같은 기관투자자들이 침체 일로에 있는 주식 시장에서 거둘 수 있는 수익보다 훨씬 많은 수익을 거둘 수 있을 거라는 기대심리 때문에 외환 시장에 투기를 함으로써 통화 거래가 활력을 되찾게 되었다.

통화는 어떻게 거래되는가

외환 시장은 네 가지의 서로 다른 시장으로 구성되며 각각은 별개로 작동하나 밀접한 관계를 갖고 있다.

현물시장 (spot market)

즉시 인도에 대한 통화는 현물시장에서 거래된다. 관광객의 외화 구매는 현물 시장거래이며 이는 수출 판매를 통해 얻게 된 수령액을 즉각 자국 통화로 환전할 것을 결정하는 것과 같은 이치이다. 금융 기관 사이에서의 거대 현물 거래, 통화 달러 및 거대 기업은 주로 전화로 이런 거래를 실시하나 전자 중개 서비스의 중요성이 대두되고 있다. 두 통화의 실제 환전은 은행 체계를 통해 취급되며 일반

적으로 거래 성사 이틀 후에 발생하나 미국 달러를 캐나다 달러로 환전하는 경우처럼 몇몇 거래는 더욱 빨리 이뤄지기도 한다. 소규모의 현물 시장은 면대 면으로 이뤄지기도 하며 이 때 환전을 원하는 사람은 개인 소유의 자국 통화를 달러나 유로로 환전해준다.

선물 시장 (futures market)

meats의 구매 또는 판매를 통해 시장 참가자들은 특정 미래 일자에서의 환율로 고정할 수 있게 된다. 예를 들어, 한 미국 기업이 시카고 상품 거래소에서 스위스 프랑을 선물 거래로 구입하여 1천만 스위스 프랑을 받는 경우를 살펴보자. 이는 앞의 회사가 받게 될 돈이 미리 약정한 환율로 환전이 될 수 있다는 것을 효과적으로 보장하는 수단이며 지불 대금을 받기 이전에 달러화에 대한 스위스 프랑의 가치가 손실되는 것을 방지해준다. 그러나 가장 널리 거래되는 통화 선물은 단지 1분기를 마감으로 한다. 계약이 만료되는 정확한 해당 일자에 자신의 외환 지불 금액을 받지 못한 경우, 외환을 받은 일자와 계약이 만료되는 일자 사이에서의 환율 교환의 위험에 접하게 된다 (선물 시장은 제 8장에서 다룰 것이다).

옵션 시장 (option market)

상대적으로 적은 양의 통화 거래가 옵션 시장에서 발생한다. 통화 옵션은 1982년에 처음으로 환율에 대해 거래가 이뤄졌으며 통화 보유자는 특정 기간 동안 특정 가격으로 외국환 또는 외국환 선물을 사거나 팔 수 있는 권리를 가지며 이는 의무사항은 아니다 (옵션 계약은 제 9장에서 다룰 것이다).

파생 금융상품 시장 (derivative market)

현재 대부분의 외환 거래는 파생 금융상품 시장에서 이뤄지고 있다. 실질적으로, 파생상품이란 용어는 다수의 금융 기관을 설명하며, 여기에는 옵션과 선물이 포함된다. 그러나 일반적으로 볼 때 파생이란 단어는 조직화 된 환율 시장에서 거래되지 않는 상품을 의미한다. 내용은 다음과 같다.

☞ 선도 계약: 선물 계약과 비슷한 계약이며 합의한 날짜에 특정 환율로

주어진 양의 통화의 판매를 제공하는 것이다. 그러나 선물 계약과는 달리 통화 선도는 딜러와 그 고객 사이에 직접적으로 이뤄진다. 선도 거래는 고객이 원하는 금액과 기간을 정확하게 결정할 수 있다는 점에서 선물 계약보다는 훨씬 유연하다.

☞ 외환 스왑: 한 날짜에 통화의 판매 또는 구매 및 향후 일자에 같은 양의 통화의 판매 또는 구매를 상쇄하며 이 두 날짜는 거래가 시작될 때 협의가 된다. 스왑은 전체 외환 거래의 약 56%를 차지한다. 일반적으로 이러한 스왑은 단기 거래이며 1주일 이내로 지속된다.

☞ 선도 금리계약 (Forward Rate 합의): 두 당사자가 이자 지급 의무사항을 교환할 수 있도록 하며 만약 이러한 의무가 서로 다른 통화로 이뤄진 경우 계약에 환율 요소가 존재하게 된다.

☞ 경계 옵션 및 칼라 (collar): 사용자가 자신의 환율 위험에 제한을 걸 수 있도록 한다.

비록 대규모의 파생상품 거래가 현재 발전을 이루고 있지만 파생상품은 외환 거래에 있어 가장 중요한 무대로서 현물 시장을 보조하고 있으며 그 내용이 그림 2.1에 나와 있다 (파생상품은 제 9장에서 다룰 것이다).

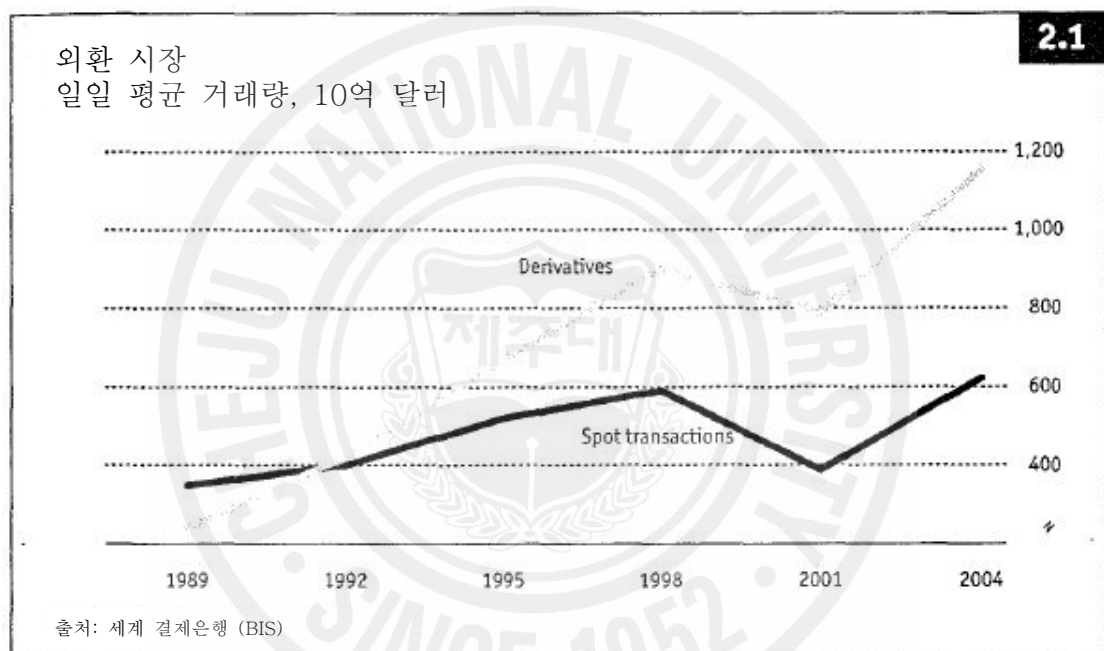
통화 시장 및 관련 시장

대부분의 경우, 외환 거래는 증권거래, 특히 채권과 금융시장 상품의 거래와 밀접한 관련이 있다. 특정 통화가 평가 절상이 될 거라고 기대하는 투자자는 수익이 발생하지 않기 때문에 현금의 형태로 그 통화를 보유하려고 하지 않을 것이다. 대신에, 투자자는 해당 통화를 구매하고, 높은 유동성을 지닌 이자부 (interest-bearing) 자산에 투자하여 투자자가 해당 통화의 매각을 원하는 시점에 이러한 자산을 매각함으로써 현금을 얻게 된다.

준비 (gearing up)

투자자들은 종종 추가적인 돈을 투자하지 않고 특정 통화에 자신의 노출을 증가시키길 바란다. 이는 레버리지 또는 기어를 증가시킴으로써 이뤄지게 된다. 통화

시장에서의 투자자가 레버리지를 얻기 위한 가장 간단한 방법은 돈을 빌려서 추가적인 외환을 구매하는 것이다. 빌린 돈에 대해 반드시 지불해야 하는 이자과 외환 환전을 통해 얻을 수 있는 투자자의 수익을 쉽게 초과할 수 있기 때문에 현물 시장 거래를 조절하는 것은 소용이 없다. 선물 및 옵션 계약을 통해 투자자는 선불 (upfront)로 이뤄져야 할 현금 금액에 대해 환율의 변동에 더 큰 배팅을 할 수 있게 된다. 대기업 및 기관투자자들은 파생 시장에서 상당히 유리한 지위를 취할 수 있으며 만약 두 통화 사이의 환율이 기대한 대로 움직이는 경우 큰 이익을 거둘 수 있으나 반대로 움직이는 경우 큰 손실을 겪을 수 있다.



당사자

외환 시장에 참여하는 주체를 네 가지로 분류할 수 있다.

수출 및 수입업자

국제무대를 누비는 기업들은 기업을 운영하는 국가의 공급업체 및 근로자들에게 현지 통화로 지급을 해야 하며 다수의 다른 국가에 있는 고객으로부터 지불금을 받을 수 있다. 궁극적으로는 자신이 거두게 되는 외환 수익을 자국 통화로 환전

하게 될 것이다. 역사적으로, 국제 교역 및 여행 지원이 통화 거래의 주요 목적이었다. 그러나 현대에 들어, 통화 취급량이 재화 및 용역 교역량을 추월했다.

투자자

많은 기업들은 다른 국가에 있는 설비를 보유하고, 자산을 운용하거나 기업을 매입한다. 이러한 모든 활동은 외국인 직접 투자(FDI)로 알려져 있으며 이를 위해 투자자는 외국환을 갖고 있어야 한다. 국제 포트폴리오 투자 - 외국 통화로 기재된 채권, 지분 또는 기타 주식을 매입하는 - 에는 더 많은 금액이 필요하다. 투자자는 외환 시장에 진입함으로써 구매를 실시하고, 국외 투자를 통해 얻은 수익을 자국의 통화로 환전하기 위해 통화를 확보해야 하며 투자를 종료하고 자산을 매각하기 위해서도 필요하다.

투기세력

투기세력은 외환이 필수적인 사업상 거래에 있어서의 기타 부문에 대해 개입하지 않은 상태에서 전적으로 예상 환율 변화를 통한 수익을 위해 통화를 매매한다. 통화 투기는 종종 단기 재정 증권 (Treasure Bill)과 같은 단기 금융 상품에서의 투기와 결합된다. 가장 큰 투기 세력은 주요 은행 및 투자 은행을 포함하며, 이들 거의 모두는 자신이 소유하고 있는 돈 (고객의 돈과는 반대로)을 사용하여 자가 투자에 참여하며 또한 헤지 펀드와 기타 투자 펀드에도 참여한다.

정부

국고 또는 중앙은행은 환율에 영향을 미칠 목적으로 통화를 거래할 수 있다. 한 국가의 통화를 사고 다른 국가의 통화를 팔으로써 두 통화 사이의 환율을 의도적으로 변화시키려는 것을 개입이라고 부른다. 통화 개입의 양은 국가와 시기별로 크게 상이하며 주로 정부가 자국의 외환 거래 관리 방법에 주로 의존한다.

주요 교역 위치

통화 시장은 단 하나의 물리적인 이동이 발생하지 않는다. 대부분의 거래는 은행 간 시장에서, 아니면 많은 국가에 존재하는 금융 기관 사이에서 이뤄진다. 이전에는 달러 사이의 전화 통화를 통해 주로 이뤄졌지만 요즘에는 전산 거래 비율

이 런던 통화 거래의 55%에 달하고 있으며 2004년 현재 76%가 현물 거래로 이뤄지고 있다. 이러한 시스템은 서로 다른 방법으로 운영되나 일반적으로 예를 들어, 1천만 유로를 엔화로 바꾸려는 경우 컴퓨터에 요청 사항을 입력하게 되며 관심이 있는 은행이라면 거래를 이루고자 하는 환율에서 제안에 응하게 된다.

모든 곳에서 통화를 거래할 수 있는 법률 및 기술적인 능력이 있음에도 불구하고, 대부분의 은행은 기타 금융시장이 위치한 곳과 같은 곳에서 현물로 통화를 거래한다. 런던이 주도적인 위치로서 부상하고 있으며 뉴욕은 런던에 비해 상당히 뒤쳐져 있는 상태이다. 동경의 경우 과거에는 통화 거래에 있어 런던과 뉴욕을 위협할 만큼의 세력을 갖고 있었으나 지금은 한참 뒤쳐진 상태이다. 소수의 거대 국제 은행이 전 세계에서 이뤄지는 대부분의 통화 거래를 담당하고 있다. 런던에서는 10개의 은행이 2004년에 현물 시장 거래의 61%, 통화 파생상품의 79%를 담당하고 있다.

표 2.1은 전통적인 외환 상품 분야 거래에 있어 가장 큰 국가 시장을 보여주고 있으며 여기에는 현물 시장 거래 및 간단한 형태의 외환 파생 상품이 포함되어 있다. 표 2.1에 있는 평균 일일 거래량은 그림 2.1에 있는 현물 시장 거래량을 훨씬 초과하는데, 그 이유는 전통적인 상품으로 간주되는 몇몇 상품이 파생 상품으로 분류될 수 있기 때문이다.

통화 선물 거래의 패턴은 상당히 다른 모습을 띤다. 환율 선물은 시카고 상품 거래소에서 처음 생겼다. 현재 거의 모든 선물환 거래는 시카고 또는 상파울로에 있는 브라질 거래소에서 이뤄지고 있다. 이와 반대로, 유럽 연합 또는 일본의 주요 외환 시장에는 선물환 거래가 이뤄지고 있지 않다. 기타 다수의 거래는 선물 통화 계약을 거래하며, 일반적으로 해당 통화와 달러화, 유로 또는 엔화 사이의 환율을 기준으로 한다. 그러나 이러한 계약 중 대부분에 있어 거래량은 상당히 적다.

전 세계 통화 선물의 거래는 1995년 9,960만 건으로 최대를 기록했다. 그 후 크게 줄어들었는데 그 이유는 투자자들이 거래소에서 거래가 이뤄지지 않는 파생 상품을 선호했기 때문이며, 여기에는 선도 거래와 스왑이 포함된다. 통화 선물은 2004년과 2005년 재부상했다. 2004년 전 세계 전체 물량은 83백만 건이었으며 이 수치는 2001년 수치의 두 배이다. 표 2.2는 가장 많이 이뤄진 통화 선물 거래의

목록을 보여준다.

표 2.1 전통적인 통화 거래의 지리적 분포

	-- 1989년 4월 --		--1998년 4월 ~		-- 2004년 4월--	
	일일 평균 거래량 (10억 달러)	비율 (%)	일일 평균 거래량 (10억 달러)	비율 (%)	일일 평균 거래량 (10억 달러)	비율 (%)
영국	184.0	26	637.3	32	753	31.3
미국	115.2	16	350.9	18	461	19.2
일본	110.8	15	148.6	8	199	8.3
싱가포르	55.0	8	139.0	7	125	5.2
독일	n/a	n/a	94.3	5	118	4.9
홍콩	48.8	7	78.6	4	102	4.2
호주	28.9	4	46.6	2	81	3.4
스위스	56.0	8	81.7	4	79	3.3
프랑스	23.2	3	71.9	4	63	2.6
캐나다	15.0	2	37.0	2	54	2.2

전통적인 상품에는 현물 거래, 선도 및 외환 스왑이 포함된다.
출처: 국제 결제 은행 (BIS)

표 2.2 최대 환율 선물 거래, 2004

계약	거래소	거래량
미화	Bolsa de Mercadorias & Futures, Brazil	24,741,990
유로	시카고 상업거래소	20,456,672
엔화	시카고 상업거래소	7,395,322
캐나다 달러	시카고 상업거래소	5,611,328
파운드	시카고 상업거래소	4,676,512
스위스 프랑	시카고 상업거래소	4,067,767
멕시코 페소	시카고 상업거래소	3,247,322

출처: 거래소 보고서

환율 선물 거래와 마찬가지로, 통화 옵션거래는 주로 미국과 브라질에서 인기를 얻게 되었다. 통화 옵션에 대한 주요 거래소로는 시카고 상품 거래소, 볼사 데 메르카도리아스 & 퓨토로스 와 필라델피아 증권거래소가 있다. 통화 옵션은 또한 몇몇 기타 거래소에서도 거래가 이뤄진다.

대부분의 경우, 거래는 자국 통화와 달러 사이의 환율을 기반으로 하나 몇몇 계약에선 엔화, 유로 또는 파운드를 사용하기도 한다. 세계적으로 볼 때 전체 거래 물량은 1996년 2,030만 건으로 최대를 기록했으나 2004년에는 절반 수준에 불과

했다. 옵션은 외환 시장에서 그 중요성이 훨씬 더 떨어지는데 그 이유는 투자자들이 외환 거래 상품에서 장외 파생상품으로 옮겨가고 있기 때문이다. 이 상품은 특정 투자자의 욕구를 더욱 정확하게 충족시키기 위해 고안된 것이다.

장외 통화 옵션에서의 거래는 또한 1990년대 후반과 2000년대 초반에 침체를 겪은 후 반등했다. 장외 통화 옵션 잔액의 시장 가치는 2004년 9월 1,490억 달러였으며 1998년에는 960억 달러였다. 2004년도 한 조사에 의하면, 이러한 사업에 있어 가장 중요한 곳은 영국인데, 영국은 33%의 시장 점유율을 갖고 있다. 다음으로는 미국과 일본이 있다.

선호 통화

기존 시장에서, 가장 널리 사용되는 통화는 미화였으며, 1989년 최초로 종합 조사를 실시한 이래로 현물 시장에서 40~45%를 차지하고 있다. 표 2.3은 가장 널리 거래되는 통화를 보여주고 있다. 2004년 4월 전체 거래에 대한 비율로 볼 때, 통화 거래 활동에 대해 가장 최근에 이뤄진 조사이며 중앙은행이 실시했다. 가장 인기가 있는 통화 거래는 미화와 유로의 교환이었으며 전체 통화 시장 활동의 28%를 차지하고 있다. 달러/엔 거래가 17%로 2위를 차지하고 있다. 유로화와 달러화를 제외한 통화의 거래는 외환 시장 전체 매출량에 있어 8%에 지나지 않는다.

미화는 현물 시장보다는 파생상품 거래에서 더욱 우위를 점하고 있다. 2004년 거래된 장외 통화 파생상품의 약 27%가 달러와 유로화의 거래였으며, 18%가 달러와 일본 엔화 사이의 거래였다. 유로/엔 및 유로/파운드 거래는 각각 통화 파생상품의 전체 거래에 있어 3% 미만에 불과했다.

런던은 자국 통화인 파운드가 시장에서 상대적으로 덜 중요한 역할을 하고 있다는 점에서 볼 때 통화 거래 센터 중 특이한 경우에 속한다. 2004년 4월 런던에서 이뤄진 거래 중 단 14%만이 파운드화가 개입되었다. 런던의 현물 시장 및 선도 시장에서 주로 거래된 통화가 표 2.4에 있다.

통화 거래의 위치 및 구성은 유럽 단일 통화인 유로가 등장한 1999년 1월 이후 크게 변화하고 있다. 파리, 브뤼셀 및 로마를 포함한 다수의 유럽 센터에서의 거래량은 유로의 도입 이후 크게 감소하고 있다. 유로화의 제정은 또한 미화로 이

뤄지는 거래량 역시 감소시켰는데 그 이유는 소규모 유럽 통화 사이의 환전이 이전에 서로 스왑된 후 달러로 교체되었기 때문이다. 현재, 유로를 사용하는 국가에서의 거래에선 이렇게 복잡한 절차가 필요하지 않다. 반면 캐나다, 호주 및 스칸디나비아 국가와 같이 상대적으로 덜 중요한 통화의 거래가 증가했다.

표 2.3 통화에 따른 기존 외환 거래, 2004년 4월

	일일 평균 거래량 (%)
미화	44.4
유로	18.6
엔화	10.2
파운드	8.5
스위스 프랑	3.1
호주 달러	2.8
캐나다 달러	2.1
스웨덴 크로네	1.2
홍콩 달러	1.0

a 기존 거래에는 현물 거래, 선도 및 외환 스왑이 포함된다.
b 수치들이 이중으로 계산됨: 이 표의 수치는 공식 합계의 반을 나타낸다.
출처: 세계 결제은행 (BIS)

표 2.4 런던 시장의 발전, 현물 및 선도 총 거래액의 비율 (%)

	1989	1992	1995	1998	2001	2004
달러/독일 마르크	22	24	22	22	...	...
달러/유로	...	...	...	...	34	33
파운드/달러	27	17	11	14	20	23
달러/엔	15	12	17	13	15	12
달러/스위스 프랑	10	6	5	6	5	4
달러/ 호주 달러	2	2	2	2	3	4
달러/프랑스 프랑	2	3	5	5	...	...
파운드/독일 마르크	3	5	3	3	...	...
파운드/유로	...	...	...	...	3	3

출처: 영국은행

신흥 시장에서의 거래는 전체 일일 거래량에 있어 작은 부분을 차지하고 있다. 이러한 거래 중 거의 전부가 달러와 동유럽, 아시아 및 남미 국가 사이의 환전에 기인한다. 소규모 통화의 거래는 동유럽 국가들이 유로를 채택하려고 함에 따라

더더욱 감소될 것이다.

결제

두 당사자가 통화 거래에 동의하면, 양측은 통화의 실제 거래를 위한 약정을 체결해야 하며, 이를 결제라고 한다. 소매 규모에서, 결제는 단순하고 즉시 이뤄진다. 한 당사자가 외환 창구에 멕시코 수표를 제출하면 그 대가로 미화 20달러를 받는 형식이다. 옵션 및 선물 교환은 교환 당사자의 어음 교환소 (clearing house)에서 결제가 되기 때문에 시장 참가자들은 상대방이 자신의 의무를 이행하지 못할 거란 위험을 갖지 못한다.

그러나 대규모 현물 및 파생상품 시장에서는 별개의 문제이다. 두 당사자가 거래에 동의하면, 양측은 합계 금액에 상관없이 움직임을 조정하기 위해 은행으로 간다. 각 대규모 은행은 하나 이상의 청산 기관의 회원사이다. 일부는 정부가 소유하고 나머지는 은행단에서 상호 보유하고 있는 이러한 벤처는 각각의 은행이 자신의 의무를 이행하도록 하는 규정을 갖고 있다. 그러나 이러한 내용이 보장되지 못한다. 어느 시점에서 한 거대 은행에 계류 중인 통화 거래의 총액인 총 소지액은 은행 자산보다 몇 배 더 클 수 있다. 지불할 것으로 예상되는 금액에서 은행이 받을 것으로 예상한 금액을 뺀 순 소지액은 훨씬 적다. 그러나 만약 몇몇 이유로 인해 이러한 거래 전체 중 일부가 즉시 결제되는 경우, 해당 은행은 자신이 심각한 어려움에 처했다는 사실을 급작스럽게 확인할 수도 있다.

헤르스타트 위험

거래가 종종 많은 시간대에 걸쳐서 일어난다는 사실로부터 가장 큰 위험이 등장한다. 만약 동경에 있는 한 은행이 런던에 있는 다른 은행과 대규모의 통화 거래에 동의했다면, 런던에 있는 은행의 지급이 동경에 있는 은행의 업무 시간에 이뤄져야 하지만, 동경에 있는 은행의 지급은 영국의 청산 기관이 늦게까지 하지 않는 이상 영국으로 송금이 될 수가 없다. 만약 상호 지급이 이뤄지기 전에 일본의 은행이 영국의 은행으로부터 대규모의 지급을 받고 이에 대한 지급을 할 수 없는 경우라면 영국의 은행은 큰 손실을 겪게 되어 결과적으로 원래의 거래에 연관되지 않은 기타 은행을 위험에 빠뜨리게 될 것이다. 이러한 위험을 헤르스타

트 위험이라고 하는데, 1974년 독일의 한 은행이 6억 2천만 달러의 부분적인 거래를 실패했었다. 결제 과정을 신속히 처리함으로써 헤르스타트 위험을 줄이는 방법이 전 세계의 은행 규제 당국에서 주로 사용하는 방법이 되고 있으나 위험을 함께 없애는 것은 어렵다고 증명되었다.

환율은 왜 변동하는가

초단기적으로 볼 때 환율은 매우 취약하여 최근 뉴스에 따라 변동할 수도 있다. 투자자들은 일반적으로 강력하고 건전한 국가의 통화를 선호하여 기반이 약하고 문제가 있는 통화를 회피하려고 한다. 예상 범안의 실패, 특정 정치인의 당선 또는 예상하지 못한 경제 자료의 발표 등이 모두 한 통화를 다른 통화와 비교할 때 강세 또는 약세로 만드는 원인이 될 수 있다.

실질 금리

그러나 장기적으로 보면 환율은 거의 대부분 실제 금리의 기대에 따라 결정된다. 한 국가의 실질 금리는 인플레이션을 제한 후 투자자가 받을 것으로 예상하는 이자의 비율이다. 이는 단순히 숫자가 아닌데, 그 이유는 서로 다른 투자자들이 향후 인플레이션에 대해 서로 다른 예상을 갖기 때문이다. 만약, 예를 들어, 한 투자자가 내년엔 5%의 금리를 고정하여 가격에서 2%의 상승을 예상할 수 있다면, 3%의 실질 금리를 얻을 것으로 예상되는 것이다.

커버된 금리 차익거래

실질 금리가 환율에 영향을 미치는 방법을 커버된 금리 차익거래라고 한다. 이를 이해하기 위해 영국에 있는 한 투자자가 1년 동안 100파운드를 위험이 없는 곳에 투자하려고 하며 거래 비용도 없다고 가정하자. 하나의 가능성으로는 투자자가 1년 만기 영국 정부의 채권을 구매하는 것이 있다. 바꿔 말하면 투자자는 100 파운드를 외환으로 환전을 하여 환전 국가의 1년 만기 국고채에 투자할 수도 있으며 만기 도래 후 수익을 파운드로 바꾸게 된다. 그렇다면 어떤 선택이 투자자에게 더 나은 것일까? 이는 현물 환율, 외국환과 파운드화의 금리, 예상 인플레이션 그리고 12개월 후 선도 환율에 따라 달라진다.

간단한 예를 들어보자. 영국의 금리가 5%이고, 미국의 금리는 7%, 현물 환율은 1파운드 = 1.60달러, 그리고 1년 선도 환율은 1파운드 = 1.61달러라고 가정하자. 분명히 하기 위해, 투자자는 양쪽 국가 모두에서 인플레이션을 기대하지 않는다고 볼 때 다음과 같은 선택에 직면하게 될 것이다.

영국에서의 투자

초기 자본 = 100

파운드 금리 = 5%

1년 후 자본 = £105.00

미국에서의 투자

초기 자본 = £100 x \$1.60/1 = \$160.00

달러 금리 = 7%

1년 후 자본 = \$171.20

$\$171.20 \times 1 \text{ £} / 1.61 \text{ \$} = 106.34 \text{ £}$

환율, 예상 인플레이션 비율 및 금리를 이렇게 결합하면, 투자자는 영국 채권에 비해 미국 채권에 투자했을 때 더 높은 수익을 거둘 수 있다는 걸 확인하게 된다. 미국 채권을 구입하는 데 있어서의 위험은 영국 채권을 구입하는 것에 비해 높지 않은데 그 이유는 투자자들이 정확히 1년 후 £1=\$1.61의 환율에서 \$172.10으로 환전하기로 한 선도 계약을 구매할 수 있기 때문이고, 이를 통해 이 기간 동안 환율의 움직임에 대해선 걱정을 할 필요가 없게 된다.

커버된 금리 평가

그러나 이렇게 보장된 수익은 변하게 될 것이다. 가격 변동에 대해 시장을 끊임 없이 점검하는 컴퓨터를 가진 많은 고객들은 이렇게 흔치 않은 기회를 포착할 것이다. 이들 모두가 현물 시장에서 파운드를 팔아 달러를 사려고 하고 영국보다는 미국에 투자를 하기 위해 선도 시장에서 달러를 팔아 파운드로 환전하는 경우 파운드는 현물 시장에서 하락을 기록할 것이며 선도 시장에선 상승을 기록할 것이다. 결국, 시장의 힘으로 인해 현물 파운드/달러 환율을 £1=\$1.59로 끌어내릴 수 있으며 1년 만기 선도 환율을 \$1.62=£1로 올릴 수도 있다. 이러한 환율에서 투자자들은 더 이상 미국에 투자를 하기 위해 파운드를 팔아 달러로 환전하지 않을 텐데, 그 이유는 두 가지 투자를 통해 얻게 되는 1년 수익이 동일하기 때문이다. 두 통화 모두 결국 커버된 금리 평가에 도달하게 된다.

물론, 실제 상황에선, 모든 국가에서의 시장 금리와 인플레이션 기대치는 최소한 매일 조금씩 변동한다. 수 억 달러를 투자하는 투자자들에게 있어, 이러한 사소한 변화는 간단히 하면 하루라는 기간 동안 금리의 차이거래에 있어 수익성 있는 기회를 만들어낼 수 있다.

환율 관리

환율 관리에 대한 정부의 결정은 통화 시장을 구성하는 단일 요소 중 가장 중요한 요소로 계속 자리 잡고 있다. 다수의 서로 다른 환율권이 시도되고 있다. 이러한 모든 환율권은 고정, 준고정 또는 유동이라는 세 가지 범주 중 하나에 속하게 된다. 각각은 서로 장단점을 갖고 있으며 한 국가의 내수 경제의 관리와 밀접한 관련이 있다.

고정 환율 체계

고정 환율 체계에는 다양한 종류가 있다.

☞ 금본위제: 가장 오래된 형태의 고정 환율제는 금속 표준이다. 가장 좋은 예로는 금본위제가 있는데, 이 제도는 1840년 영국에서 도입되었으며 1870년대까지 대부분의 국가에서도 채택했다. 금본위제하에서 한 국가의 통화 공급은 해당 국가의 중앙은행이 보유하고 있는 금의 재고량과 직접 연관되며 지폐 및 동전은 항상 금과 교환이 가능하다. 몇몇 국가가 금본위제를 도입하면, 이 국가들 사이의 환율은 안정적으로 될 것이다. 19세기 후반 및 20세기 초반을 예로 들면 영국은 금 22온스를 100파운드로 책정했고 미국은 4.5온스를 100달러로 책정했다. 그러므로 1파운드는 4.86달러로 환전이 가능했다.

이 체계는 자체 수정으로 간주되었다. 만약 한 국가가 예를 들어, 수입이 수출을 능가함에 따라 경상수지가 적자를 기록하게 되면, 외국인들은 자신이 보유하고자 하는 통화량보다 더 많은 통화를 획득하게 된다. 금본위제가 평가 절하를 방지하기 때문에 단위 통화로 살 수 있는 금의 양을 줄여서 수출가격을 떨어뜨리고 수입가격을 상승시키는 화폐의 평가 절하

를 통해 경상수지 적자를 해결할 수 없게 된다. 대신에, 외국인들이 통화를 금으로 태환함에 따라 중앙은행의 금 보유고는 줄어들며, 이로 인해 유통 중인 자금의 양이 감소하는 결과를 낳는다. 자금 공급의 감소는 경기를 침체 상태로 만들며, 수입에 대한 수요를 감소시킴으로써 경상수지를 균형 상태로 유도한다. 이러한 방법은 경상수지 불균형 해소에 있어 고통스러운 방법으로 증명되었고, 금본위제 시대는 다수의 국가에 있어 장기적인 침체, 또는 공황이라는 단어로 점철된다. 진정한 금본위제는 1차 세계대전 이후 사용되지 않고 있다.

☞ 브레튼 우즈: 고정 환율제의 다른 형태가 브레튼 우즈에서 제정되었는데, 이 제도는 금과 마찬가지로 외국 통화에 기반을 두었다. 브레튼 우즈 체계는 만성적인 경상수지 적자를 겪고 있는 국가들이 특정 조건하에서 화폐의 평가 절하를 가능하게 함으로써 금본위제가 갖고 있던 문제를 해결하려고 했다. 새로운 기관인 세계 통화 기구 (IMF)가 회원국들에게 금 또는 외국 통화를 대출함으로써 단지 국제수지를 처리하고 평가 절하를 피할 수 있도록 해주었다. 1969년 IMF는 특별인출권 (SDR)이라고 하는 자체 통화를 만들었는데, 이는 한 국가가 다른 국가에 진 부채를 결제하는 데 사용될 수 있다. SDR은 보유고 증가를 위해 중앙은행에 분배되었다. SDR1은 미화 \$0.582 + €0.3519 + ¥27.2 + £0.105와 동일하도록 임의로 설정되었기 때문에 단일 통화에 대한 그 가치는 변동하게 된다. 고정 환율제는 1960년대 후반 및 1970년대 초반에 금본위제가 붕괴했던 이유와 마찬가지로 붕괴됐다.

☞ 연동: 고정 환율의 또 다른 형태는 연동 환율이다. 즉, 한 국가가 자신의 통화 가치를 다른 통화에 대해 일정하게 유지하도록 결정했다는 것을 의미하며 일반적으로 고정 대상은 주요 교역 대상국이 된다. 예를 들어, 덴마크의 경우 12개 유로 통화권과의 교역량이 절대 다수를 차지하기 때문에 자신의 통화를 유로화에 연동시켰다. 연동은 항상 변화하기 마련이며 변화가 일어날 수 있다는 사실 자체가 통화의 안정성을 저해할 수 있다.

통화 위원회는 불안정을 회피하기 위해 고안된 연동의 형태이다. 이러한

위원회는 중앙은행의 역할을 대신하여, 외환 보유고의 동일한 총량에 의해 뒷받침되는 각 통화 단위의 범위에 대해서만 통화를 발행한다. 이를 통해 자국 통화를 공식 환율을 이용해서 환전을 할 수 있게 된다. 만약 투자자가 자국 통화를 파는 경우, 통화 위원회의 보유고가 감소하며 자국 통화 공급량을 동일한 양만큼 감소시키고, 금리를 끌어올리며 경기 둔화를 빠르게 유발한다. 통화 위원회는 금리가 상승할 때 이로 인한 충격이 가져다주는 영향을 저항할 수 있는 범위 내에서만 통화를 안정시킬 수 있다. 통화 위원회와 단순 연동의 중요한 차이점은 의무 보유고를 제외하더라도 통화 위원회 하에서 환율의 변화는 법규 통과를 필요로 한다는 점이다. 홍콩은 미화에 자국의 통화를 연동한 통화 위원회가 있다. 에스토니아는 유로화에 연동한 통화 위원회가 있다.

고정 환율의 단점

차이점에도 불구하고, 모든 고정 환율 체계는 동일한 단점을 갖고 있다. 사람들이 국내외로 돈을 자유롭게 움직일 수 있을 때 충분한 수익을 거둘 수 있기 때문에 투자자들이 통화를 계속 보유할 수 있도록 금리가 충분히 높아야 한다. 그러므로 중앙은행은 자신이 갖고 있는 통화 관련 역량을 환율 안정 유지를 위해 전적으로 사용할 수밖에 없다. 즉, 중앙은행은 침체된 경기 회복을 위해 인플레이션이나 저금리에 대처하는 등의 기타 목적을 이룰 수 없게 된다는 걸 의미한다.

통화 위원회의 지지를 받아 아르헨티나는 미화에 통화 연동을 실시했는데 2002년 1월 붕괴됐다. 또다시, 연동 체계의 불요성이 실패한 것이다. 아르헨티나 정부는 고정 환율과 관련된 통화 정책 관리를 포기했으며 경기 침체에 대응하기 위해 금리를 낮출 수가 없었다. 높은, 그리고 증가하는 실업률과 낮은 경제 성과로 인해 페소와 달러화 사이의 1대 1 환율을 포기하게 되었고 내각 총사퇴를 유발한 정치적 반향이 일어났다. 달러화로 부채를 계약한 다수의 아르헨티나 기업은 자신들의 채무에 대해 채무 불이행을 선언하게 되었는데 그 이유는 평가 절하된 페소화로 거두게 된 수익이 달러화로 표시된 부채를 감당할 만큼 크지 않았기 때문이다.

고정 환율은 또한 자국의 금리보다 낮은 금리를 갖는 외환으로 투자자들이 돈을 빌릴 수 있는 위험이 없는 기회를 제공했는데 이는 금융 위기를 유발할 수 있다. 그 이유를 살펴보기 위해 연간 금리가 10%이고 자국의 통화를 B라는 국가에 연동시킨 A라는 국가를 예를 들어보자. B의 연간 금리는 5%이다. A에 있는 한 투자자는 B에서 5%의 금리로 돈을 빌릴 수 있고, 외환을 자국 통화로 환전할 수 있으며, 10%의 수익률로 이러한 돈을 자국에 투자하여 1년 후 동일한 환율로 대출금을 상환하기 위한 외환을 획득할 수 있다. 이러한 위험 없는 수익을 거두는 것은 개별 차용자의 관점에서는 타당하지만 많은 기업이 이러한 수순을 따르게 되면 A의 중앙은행은 고정 환율에서 B의 통화에 대한 수요를 맞추기 위해 사용할 외환 보유고가 감소할 수 있다. 이 경우 고정 환율을 포기해야 하며 이로 인해 차용자가 자신의 대출금 상환을 위해 외환을 구매할 때 돈이 더 들게 되며 몇몇 차용자의 경우 채무 불이행을 선언할 수도 있게 된다. 이러한 이유로 1997년 인도네시아, 한국, 태국 및 기타 동아시아 국가들이 금융 위기를 겪게 된다.

준고정 체제

고정환율제와 관련된 실질적인 문제들로 인해 환율의 안정성 제고를 목적으로 하는 혼합형 체제가 등장했으며 이로 인해 정부는 기타 경제 정책을 추구할 유연성을 확보하게 되었다. 이러한 모든 체제가 환율 변동에 대한 여지를 남겨놓기 때문에, 고정 환율 체계에 비해 외환 시장에서 더 많은 거래를 야기할 수 있다. 이러한 체계의 대부분은 관리 변동제를 사용하는데, 이 경우 정부는 시장의 힘이 결정하는 바에 따라 통화의 가치를 변경할 수 있게 되지만 시장 지도를 위한 더욱 적극적인 방법을 모색하게 된다. 다음과 같은 사항이 있다.

☞ 밴드: 1999년 단일 통화를 채택하기 전에 대부분의 EU 국가들이 고수 하던 유럽 환율 메커니즘 (EERM)은 특정 밴드 내에 존재하는 독일의 마르크화에 대한 환율을 사용하는 데에 동의했다. 한 통화가 그 밴드 안에 유지되는 동안, 변동이 가능했다. 하지만 만약 한 통화가 마르크화에 대해 상당한 가치를 얻거나 상실하여 밴드의 양끝 단에 위치하게 되면, 해당 국가의 중앙은행은 환율을 밴드 내에서 유지하기 위해 금리를 조정

해야 할 의무가 있었다. 불행하게도, 관리 변동제에 대한 이러한 체계는 입안자들이 생각했던 것만큼 안정적이지 않았다. 1992년과 1993년 마르크화는 파운드, 이탈리아의 리라, 스웨덴의 크로네 및 이 체계에 속한 기타 통화에 대해 상당한 평가 절상이 이뤄졌기 때문에 자신의 밴드 내에 환율을 유지하기 위해 큰 폭으로 금리를 인상해야 했다. 영국은 결국 이 체계에서 탈퇴했고 자국 통화가 자유롭게 유통되도록 했다. 기타 국가들은 자국 통화의 상당한 평가 절하를 수용하고 자국 통화에 대해 새로운 밴드를 설정한 후에야 만이 이 체계에 남을 수 있게 되었다.

☞ 목표 환율권: 정부의 확약이 구속력이 없다는 점을 제외하고는 밴드와 유사하다. 어떤 정부가 다른 통화에 대해 특정 범위 내에서 자국의 통화를 거래하고자 한다고 선언할 수 있지만 이 범위 내에서 환율을 유지하기 위한 행동을 약속할 필요는 없다. 밴드와 함께, 상대 통화에 대해 자국의 통화를 위한 목표 환율권을 일방적으로 설정할 수 있거나, 몇몇 국가와의 다자간 협의를 통해 목표 환율권을 설정할 수 있다.

☞ 연동 및 바스켓: 관리 변동제의 세 번째 형태는 단지 하나가 아닌 한 바스켓의 외환에 자국의 통화를 연동하는 것이다. 만약 한 국가가 단일 통화에 연동을 실시하고 이 통화가 세 번째 통화에 대해 상대적으로 상승한 경우, 세 번째 국가로부터의 수입가격이 낮아지며 해당 국가로의 수출제품의 판매는 어렵게 된다. 이러한 사실은 국제수지 사태를 야기할 수 있다. 단지 하나의 통화가 아닌 여러 통화에 대해 평균 환율로서 연동을 설정하며 이러한 문제로부터 어느 정도는 보호를 받을 수 있게 된다. 정부는 바스켓 내에 있는 각 외환에 할당된 가중치를 변경함으로써 통화를 단순하게 관리할 수 있게 된다. 싱가포르와 터키가 자국의 통화를 외환 통화 바스켓에 대해 관리하고 있는 국가들이다. 싱가포르의 경우 바스켓 구성이 비밀이며 때때로 바뀌는 걸로 생각된다. 터키의 경우 바스켓 구성이 공개되어 있다. 2005년 중국은 자국 통화를 미화만이 아닌 통화 바스켓에 대해 가치를 책정하겠다고 선언했으며 바스켓 내 통화를 공개했지만 그 가중치는 공개하지 않고 있다.

☞ 크롤링 연동: 이것은 단일 환율의 조정을 위한 방법이며 일반적으로

그 방법을 미리 공표한다. 예를 들어, 중앙은행이 달러에 대한 자국 통화의 환율을 내년에 걸쳐 월별로 1%씩 평가 절하할 수 있다고 밝힌 경우를 보자. 이는 고정 환율에 비해 유연하지만 동일한 기본 사항을 포함하고 있다. 즉 중앙은행이 자신의 통화정책을 사용하여 다른 목적이 아닌 목표치에서 통화를 계속 평가절하 해야 한다는 것이다. 만약 투자자들이 환율의 평가절하 속도가 너무 늦다고 판단하면, 자국 통화를 외환으로 대량 환전할 수 있으며 이로 인해 중앙은행의 외환 보유고가 부족하게 되어 가치가 떨어지게 되는데, 이는 고정 환율의 경우와 같은 내용이다. 1994-95년에 있었던 이러한 사태의 초기에, 멕시코는 미화에 대한 자국의 크롤링 연동을 포기하여 페소화가 변동되도록 했다.

변동 목표

변동 환율 체계에서, 환율은 통화 정책의 목표가 아니다. 정부와 중앙은행은 자신의 정책을 사용하여 국내 물가안정이나 경기성장 진작과 같은 기타 목표를 이루게 되며 환율이 시장의 힘에 따라 움직이도록 한다. 세계의 주요 통화는 현재 상대 통화에 대해 자유롭게 이동하며 이로 인해 통화 거래에 대한 대규모 수요를 만들어낸다. 멕시코, 브라질 및 한국과 같은 몇몇 주요 국가는 최근 변동 환율제를 수용하고 있는데 이는 환율관리를 유지할 수 없었던 금융 사태가 발생한 후에 일어났다. 그러나 환율이 완전히 자유롭게 변동한다고 말하는 것은 옳지 않다. 때때로, 하나 이상의 정부는 종종 자신의 의도를 밝히지 않은 채 특정 방향에서 특정 환율을 조금씩 변동시킨다. 이는 일반적으로 한 통화가 경제 기초가 나타내는 가격보다 훨씬 싸거나 비싼 경우에만 일어난다.

대다수의 국가는 한 가지 또는 다른 방식을 사용하여 환율을 관리한다. 그러나 세계 경제에 있어 가장 큰 부분은 변동 환율을 사용하는 국가에서 발생한다.

환평가의 비교

그렇다면, 시장과 정책 입안자들은 한 통화가 지나치게 고평가 또는 저평가 되었다는 점을 어떻게 판단할까? 간단한 문제는 아니다. 몇몇의 경우 현재 시장가격이 한 통화의 가치를 나타내는 단 하나의 양호한 지표라고 주장하며 답을 하지

않을 수도 있다. 그러나 외환 시장이 종종 도를 넘는다는 사실에는 분명한 증거가 있다. 즉, 정치 또는 경제 뉴스로 인해 특정 통화의 가치가 급증 또는 급감하는 경우 많은 투자자들이 동시에 같은 방식으로 행동을 취하기 때문에 조심스러운 분석에 비해 훨씬 더 많이 움직이게 된다. 통화의 움직임이 도를 지나쳤다는 상황을 시장이 인식한 경우, 그 움직임을 부분적으로 되짚어서 중간 수준에서 해결을 하게 될 것이다.

오버슈팅(overshooting)의 확인

통화가 심각하게 오평가되고 있다는 점을 알려주는 세 가지 사항이 있다. 첫째, 다른 통화에 대한 환율이 커버된 금리 평가로 움직이고 있지 않다는 점이며 이는 시장이 근간에 급증이나 급감을 기대하고 있다는 점을 시사한다. 둘째, 한 국가는 대규모의 지속적인 국제수지 적자와 흑자를 운영할 수 있다. 비록 한 국가가 국제수지의 적자나 흑자를 수년간 갖고 있는 것이 특이하진 않지만, 극도로 큰 적자나 흑자는 해당 통화가 주요 교역 상대의 통화와 비교해서 너무 강하거나 약하다는 것을 보여줄 수 있다.

오평가의 세 번째 내용은 한 국가에서 교역이 이뤄지는 재화의 세전 가격이 다른 국가에서의 가격과는 판이하게 다른 경우이다. 이러한 접근방식은 구매력 평가의 이론을 이용하는데, 주어진 화폐의 총량을 이용하여 다른 국가에서 거래가 이뤄지는 재화와 비슷한 양을 구매할 수 있어야한다는 내용을 담고 있다. 구매력 평가의 단순한 지침으로는 이코노미스트의 빅맥 지수가 있는데, 이는 서로 다른 국가에서 달러로 표시된 햄버거의 가격을 사용하여 달러에 대해 해당 통화가 고평가 또는 저평가되고 있는지를 확인하게 된다. 서로 다른 국가에서 다양한 제품의 가격을 연구하는 더욱 포괄적인 분석은 세계은행 및 개인 회사에서 간행하고 있다.

유동화 비율의 관리

정부에서 환율이 적정하다고 생각되는 수준에서 한참을 벗어났다고 판단하는 경우, 정부 및 중앙은행은 시장을 움직이기 위해 노력할 수 있다. 이것은 어렵진 않다. 만약 어떤 정부 또는 중앙은행이 투자자의 인플레이션 기대치를 감소시키

려 한다면 해당 통화는 강세를 보일 것이다. 만약 중앙은행이 단기 금리를 인하할 수 있으며 동시에 인플레이션을 견제할 수 있다면 해당 국가의 통화는 실제 금리를 인하하지 않은 국가의 통화에 비해 약세를 보이게 될 것이다.

그러나 많은 경우에 있어 정부 또는 중앙은행은 경제 정책의 기초 변화 없이 환율을 변동하려고 한다. 예를 들어, 환율과 함께 불만사항이 발생할 수 있더라도 실업률 감소를 위해 적절한 금리정책을 펼칠 수도 있다는 점이다. 이러한 상황에서 환율 인하를 위한 노력은 경제보다는 오히려 심리적인 요소이다. 그러나 이러한 노력은 결국 경제 정책이 한 번에 하나의 목표만을 이루는 데 사용될 수 있기 때문에 실패할 수밖에 없다. 만약 통화 정책이 실업률 감소의 목적을 위해 사용된다면, 원하는 환율을 얻기 위해 동시에 사용될 수는 없다.

이러한 상황에서, 당국은 종종 상승중인 금리를 인하 또는 상승 추세를 늦추는 통화를 지지하기 위한 개입에 의존하기도 한다. 항상 비밀리에 이뤄지는 개입은 일반적으로 시장에서 자국 통화를 구매하기 위해 자국의 외환 보유고를 사용하는 데 대한 개입이며 이로 인해 자국 통화 가치가 강세를 띄게 된다. 몇몇 경우에 있어, 중앙은행은 현물 시장보다는 선도 시장에서 자국의 통화를 구매함으로써 개입을 실시한다. 두 가지 방법 모두 통화가치 하락에 공격적인 태도를 취하는 투자자와 거래업체에 심각한 손실을 야기할 수 있다. 이러한 위협을 알고 있기에, 외환 시장은 정부가 환율을 변동하고자 한다는 사실만으로도 극도의 민감함을 보이게 된다.

그러나 개입에 사용될 수 있는 중앙은행의 총 자금량은 매일 거래되고 있는 통화의 총량에 비해 미미하다. 또한 유한하며 보유고의 총량에 의해 제한을 받는다. 그 결과, 개입과 개입 의사 모두는 만약 국가의 경제 정책이 또한 바뀌지 않는다면 환율에 그렇게 오래 영향을 미치지 않는다. 그렇지 않으면, 거래인들은 중앙은행이 개입 의사를 잃고 있거나 보유고가 바닥이 나고 있다는 점을 재빨리 알아차리게 되며 환율은 전철을 밟게 될 것이다.

가격 정보의 획득

정부가 고정 환율제를 지지하는 경우를 제외하고는 통화 거래를 위한 단일 고시 가격은 없다. 은행, 로이터와 같은 전자 정보 체계 및 전자 통화 거래 체계는 고

객의 화면에 제시 가격을 제공한다. 일반적으로, 다른 통화의 각 단위에 지불할 통화의 양을 제공하는 매입가와 고객이 통화를 사는 데 지불할 높은 판매가 모두를 제공한다. 매입 및 판매가격의 차이인 스프레드는 딜러의 수익을 제공하며 거래 활동비용을 커버한다. 그러나 딜러들이 화면상으로 제공하는 가격은 상당히 상징적이다. 최근의 거래가 이 가격에서 이뤄졌을 수도, 그렇지 않을 수도 있으며 고객은 고시 가격을 획득하지 못할 수도 있다. 대부분의 딜러들은 작은 거래보다는 큰 거래에서 더욱 매력적인 환율을 제공한다.

많은 일간지에 통화 가격표가 나와 있다. 이러한 도표는 이전 거래일에 딜러들이 제공한 수치로부터 나타난 환율을 나타내므로 신문 간행일자에 가용한 환율을 제공할 필요는 없는 것이다. 이러한 환율은 대규모 상업 거래에 적용되는 환율이며 이러한 도표를 꼼꼼히 챙겨 읽는 여행객들에게 제공되는 환율보다는 훨씬 조건이 좋다. 표 2.5는 일반적으로 신문에 나오는 통화 가격을 나타내고 있다.

이 표는 미국에서 나온 것이기에 모든 가격이 미화에 대해 표시가 되어 있다. 다른 국가에서 이러한 표는 일반적으로 자국 통화를 고시한다. 목록에 나온 국가들은 달러에 대해 활동성을 가장 많이 보여주는 통화를 사용하는 국가들이다. 가격은 두 가지 방법으로 보고가 된다. 두 번째 및 세 번째 행은 마지막 이틀간의 거래에서 관련 통화의 한 단위를 구매하기 위해 필요한 달러를 나타내고 있으며 네 번째와 다섯 번째 행은 1달러를 구매하기 위한 기타 통화의 단위를 나타내고 있다.

선물 시세

현물 시세와 마찬가지로, 표 2.5는 가장 거래가 활발히 이뤄지는 통화인 파운드와 캐나다 달러에 대한 선물 시세를 제공하고 있다. 이러한 수치는 투자자가 1, 3 또는 6개월 후 통화 인도를 위해 지불할 가격을 나타낸다. 캐나다 달러의 경우, 선물 시세는 현물 시세와 크게 다르지 않으며, 이는 투자자들이 캐나다의 실제 금리가 향후 수 개월간 미화에 비해 안정적인 상태를 유지할 거라는 점을 시사하며 이로 인해 환율 또한 안정이 된다. 파운드는 향후 6개월에 걸쳐 달러화에 비해 약간 약세를 보일 것으로 예상된다.

표 2.5 일반적으로 신문에 나오는 통화 가격

국가	환율 (달러 표기)		달러 당 환율	
	화요일	월요일	화요일	월요일
아르헨티나 (페소)	0.5263	0.5263	1.9000	1.9000
호주 (달러)	0.5195	0.5152	1.9249	1.9410
바레인 (디나르)	2.6525	2.6532	0.3770	0.3769
브라질 (레알)	0.4227	0.4227	2.3655	2.3650
캐나다 (달러)	0.6215	0.6203	1.6090	1.6121
1개월 선도	0.6219	0.6209	1.6079	1.6105
3개월 선도	0.6217	0.6207	1.6084	1.6112
6개월 선도	0.6217	0.6206	1.6084	1.6113
칠레 (페소)	0.001491	0.001494	670.55	669.15
영국 (파운드)	1.4288	1.4373	0.6999	0.6957
1개월 선도	1.4256	1.4352	0.7015	0.6968
3개월 선도	1.4205	1.4299	0.7040	0.6993
6개월 선도	1.4201	1.4278	0.7043	0.7010

교차 환율

교차 환율을 나타내기 위해선 다른 종류의 표가 필요하다. 표 2.6은 상단에서 하단 좌측 아래로 같은 통화의 목록을 나타낸다. 표에 있는 각각의 셀은 다른 국가에 대한 각 국가의 환율을 나타내며 두 통화 중 하나가 다른 제 3의 통화, 즉 달러 등으로 환산될 필요는 없다. 그러므로 덴마크 10 크로네는 이 날짜에 2.148 스위스 프랑이 되며 1 스위스 프랑은 4.655 크로네가 된다. 그러나 실제로 교차 거래는 거래량이 가장 큰 통화에 제한되어 있다. 일본의 기업이 엔화를 유로로 직접 환전하는 데에는 큰 어려움이 없다. 그러나 폴란드 즐로트화로 환전을 원하는 말레이시아 기업은 우선 자국의 링트화를 유로나 달러화와 같은 주요 통화로 환전한 후 다시 이 통화를 즐로트화로 환전해야 한다.

통화 지수

두 통화 사이의 환율에서 발생하는 변화는 충분히 단순한 사항이다. 특정 통화가 시간이 지나면서 어떤 성과를 거두는지를 평가하는 것은 훨씬 복잡한 문제이며, 그 이유는 기타 다수 통화에 대한 해당 통화의 성과가 고려되어야 하기 때문이다.

표 2.6 교차 환율

	C\$	DKr	€	¥	NKr	SKr	SFr	£	US\$
캐나다 (C\$)		4.673	0.628	74.5	5.185	5.514	1.004	0.414	0.669
덴마크 (DKr)	2.140		1.345	159.4	11.100	11.800	2.148	0.885	1.432
유로 (€)	1.592	7.438		118.6	8.252	8.777	1.598	0.659	1.065
일본 (¥)	1.342	6.272	0.843		6.959	7.401	1.347	0.555	0.898
노르웨이 (NKr)	1.929	9.013	1.212	143.7		10.640	1.936	0.798	1.290
스웨덴 (SKr)	1.814	8.474	1.139	135.1	9.402		1.820	0.750	1.213
스위스 (SFr)	0.996	4.655	0.626	74.2	5.165	5.494		0.412	0.666
영국 (£)	2.417	11.300	1.519	180.1	12.530	13.330	2.426		1.617
미국 (\$)	1.495	6.985	0.939	111.4	7.750	8.243	1.501	0.618	

주: 10 덴마크 크로네, 노르웨이 크로네 및 스웨덴 크로네, 100엔

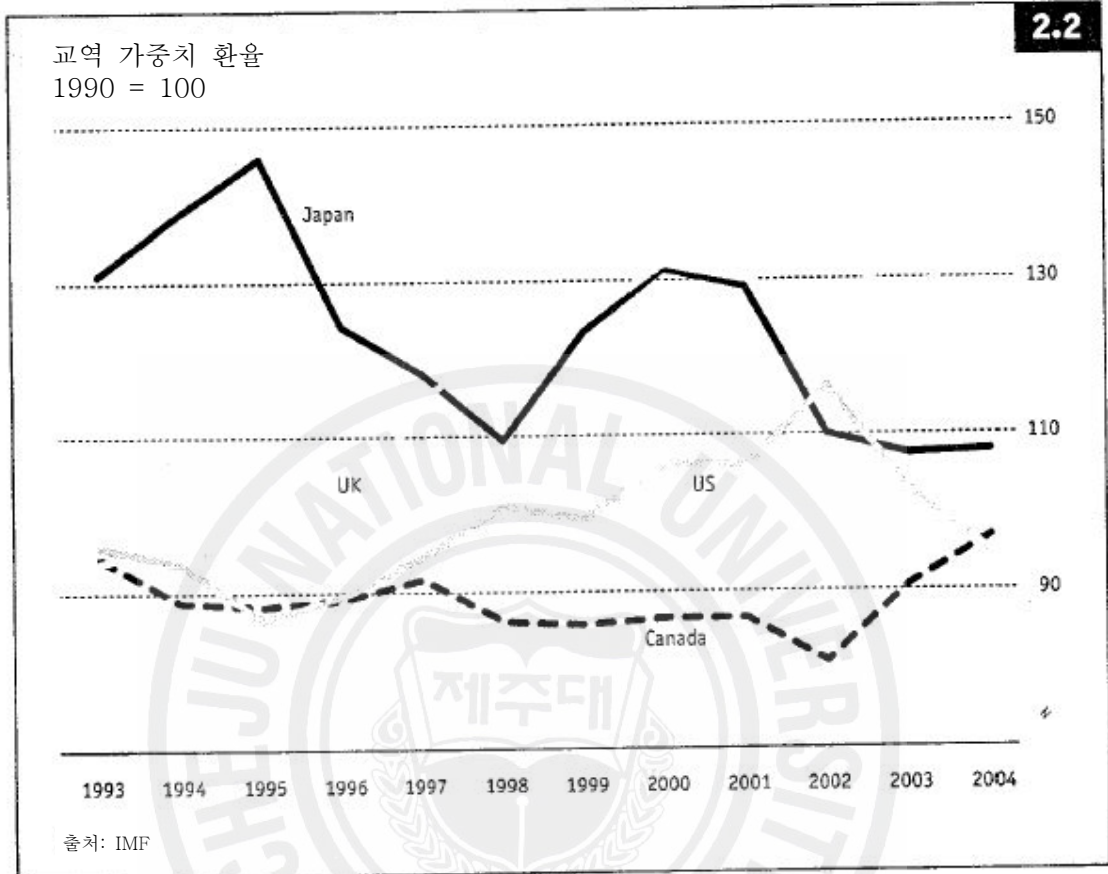
무역 가중치 환율

이러한 작업을 하는 데 있어 가장 널리 통용되는 방법은 무역 가중치 환율을 구축하는 것이며, 이는 모든 교역 상대의 통화를 포함하는 바스켓에 대한 해당 통화와 연관된 지수이다. 가중치는 각 교역 상대에 영향을 줄 수 있는 국가의 교역 비율을 바탕으로 책정된다. 예를 들어, 멕시코의 무역 가중치 환율은 페소와 달러 사이의 환율에 전적으로 의존하는데 이는 미국이 멕시코의 대외 무역에서 80% 정도를 차지하기 때문이다. 그리고 체코 공화국의 무역 가중치 환율은 코루나와 유로화 사이의 환율에 따라 결정된다. 몇몇 기준년도에서 지수는 임의적으로 100으로 설정되며 그 후 통화가 어떻게 운영되었는지에 따라 결정한다.

그림 2.2는 선진국과의 제조품 교역을 기반으로 IMF가 준비한 네 가지 통화의 가중치 환율을 보여주고 있다. 무역 가중치의 다른 계산법은 통화에 대해 측정된 성과에 있어 서로 다른 변화를 나타낼 것이다.

이러한 지수는 모든 지수가 갖고 있는 문제점을 보여주는데, 그 예로는 시작일자 이래로 교역 패턴의 변화를 적절히 수용하지 못한다는 점이 있다. 그럼에도 불구하고 통화 시장에서의 두 가지 기본적인 사실을 분명히 보여주고 있다. 첫 번째는 영원히 강세를 보이는 통화가 없기 때문에 통화를 구매할 후 계속 갖고 있는 것은 외환 시장에서 수익성 있는 전략은 아니라는 점이다. 두 번째는 통화가 상대적으로 짧은 시간 내에 크게 변할 수 있기 때문에 시장이 어느 쪽으로 움직일

지를 정확히 알고 있는 투자자들에게 잠재적으로 큰 이익을 가져다 줄 수 있다는 점이다.



3. 단기 금융시장

“단기 금융시장 (Money Market)”이라는 용어는 단기 자금의 흐름을 다루는 기업, 금융 기관, 투자자 및 정부의 네트워크를 의미한다. 어떤 기업이 대규모의 지불이 도래할 때까지 몇 달 정도 현금을 필요로 하는 경우, 또는 은행이 예금자들이 어느 순간에 인출해갈 수 있는 자금을 투자할 때, 또는 세금 수령에 있어 커다란 계절성 변동에 맞서 지급을 맞추기 위해 노력하는 경우, 단기 유동 거래가 단기 금융시장에서 발생한다.

단기 금융시장은 은행 업계로부터 발생한 일반적인 돈의 유출의 결과 최근 몇 년간 그 규모가 괄목할만한 팽창을 보이고 있으며, 이는 금융기관 이탈로 알려진 과정이다. 1980년대 초까지, 거의 모든 국가의 금융시장은 상업 은행에 초점을 두어왔다. 예금자 및 투자자는 대부분의 자산을 이자가 거의 없거나 아예 없는 당좌 수표 계정과 같은 단기 수요 예금의 형태로, 또는 수년간 돈을 묶어놓는 예금 증서의 형태 중 한 가지로 은행에 자신의 대부분의 자산을 예금의 형태로 보관했다. 낮은 비용의 자금을 대해 이렇게 신뢰성 있는 자금의 인출로 인해, 은행은 기업 및 소비자 모두에게 있어 주요 신용 상대였다.

그러나 금융 규제완화로 인해 은행이 예금 및 대출 모두에 있어 그 점유율을 잃게 되었다. 이러한 추세는 미국에서 1980년 화폐 관리법과 같은 법률의 제정을 유도했는데, 이를 통해 규제 당국이 아닌 시장의 힘에 의해 금리가 결정되었다. 투자자들은 자신의 자금을 장기간의 약정이 없이 서로 경쟁적인 금리를 제공하는 투자회사에 예금을 할 수 있게 되었다. 많은 차용자들은 은행과 대출을 논의하기 보다는 또한 경쟁적인 금리를 갖고 단기 부채를 같은 종류의 항목으로 팔 수 있었다. 단기 금융시장은 상대적으로 돈이 많이 드는 은행의 중재 없이 이러한 차용자들과 투자자들을 한 곳으로 모을 수 있는 기법이다. 이를 통해 차용자들이 단기적인 유동성 욕구를 충족하고 자금을 모으는 데 있어 돈이 많이 드는 방법에 의존하지 않은 채로 비정상적인 현금 흐름을 다룰 수 있게 되었다.

각 통화에 대해 확인이 가능한 단기 금융시장이 있는데, 그 이유는 금리가 통화

별로 상이하기 때문이다. 이러한 시장은 독립적이진 않으며 투자자와 차용자 모두 상대적인 금리에 따라 한 통화에서 다른 통화로 옮겨가게 될 것이다. 그러나 규제를 통해 몇몇 단기 금융시장의 투자자들이 외환 상품을 보유할 수 있는 능력에 한계가 있으며 대부분의 단기 금융시장에서의 투자자들은 환율 변동의 결과로 야기되는 손실 위험을 최소화하기 위한 걱정을 한다. 이러한 이유로, 대부분의 단기 금융시장 거래는 투자자의 자국 통화로 발생한다.

단기 금융시장은 특정 장소에 존재하지 않거나 하나의 규칙이 적용되는 곳은 아니다. 그리고 해당 통화에 대해 한 가지의 경상 금리로 된 하나의 공시가격을 제공하지 않는다. 오히려, 차용자와 채권자 사이는 전화와 컴퓨터로 연결된 복잡한 관계이다. 각 관계의 중심에는 해당 통화에 대한 단기 금리를 결정하는 정책을 수립하는 중앙은행이 있다. 중앙은행 주변에 있는 기구로는 기업 및 정부 기관의 수만 명에 달하는 재무 담당자들이 있는데, 이들이 하는 일은 필요하지 않은 현금을 가능한 한 안전하고 이윤을 내도록 투자를 하며, 필요한 경우, 가능하면 가장 낮은 금리로 자금을 대출받는 것이다. 이들 사이의 연결은 증권거래를 주업종으로 하는 은행 및 투자 회사들이 맡고 있다. 특정 순간 가장 가용한 비율을 위해 이러한 다양한 당사자들 사이에서 지속적으로 관계를 유지하는 것이 시장 경쟁력을 지키는 힘이다.

중앙은행이 수집한 통계 자료를 결합하는 국제 결제은행 (BIS)은 2004년 12월 전 세계 순환중인 단기 금융시장 상품의 총 합계가 8조 2천억 달러라고 추산하고 있으며, 2001년에는 6조 달러, 1995년 말에는 4조 달러였다.

단기 금융시장의 역할

단기 금융시장에 대한 분명한 정의는 없으나 일반적으로 1년 이하에 만기가 도래하는 부채 상품의 매매에 적용된다. 단기 금융시장은 그러므로 채권 시장과 연관이 있으며 기업과 정부는 장기적인 계약을 바탕으로 채권 및 채무 계약을 한다. 채권 시장과 유사한 방식으로, 단기 금융시장의 투자자들은 신용을 늘리는데, 이 때 차용 당사자의 소유권을 가져오거나 경영권에 대한 제어는 하지 않는다. 그러나 단기 금융시장은 채권 시장과는 다른 몇 가지 목적을 갖고 있으며 이 내용은 제 4장에서 다룰 것이다. 채권 발행자는 일반적으로 이윤을 창출하게 될 금

용 상품에 투자를 늘리며 정부 발행인의 경우 향후 수 년 후의 공공의 이익을 창출할 목적을 갖는다. 단기 금융시장 상품의 발행자는 일반적으로 현금 관리 또는 금융 자산의 포트폴리오를 관리하는 쪽에 관련이 있다.

제대로 기능을 하는 단기 금융시장은 장기 증권에 대한 시장의 발전을 촉진시킨다. 단기 금융시장은 가격을 유동성에 부과하는데 유동성이란 즉각적인 투자를 위한 자금 가용성을 의미한다. 초단기 사용을 위한 자금의 금리는 장기적인 투자 상품에 대한 기준으로 사용된다. 만약 단기 금융시장이 활동적이거나 “유동적”이면 차용자와 투자자는 항상 장기 거래보다는 일련의 단기 거래에 대한 선택권을 갖게 되며 이는 일반적으로 장기 금리를 억제한다. 단기 금리를 설정한 활동적인 단기 금융시장이 없으면, 발행자와 투자자는 장기 금리가 타당하다는 확신을 덜 갖게 되어 자신들이 갖고 있는 증권을 팔 수 있을지에 대한 의구심을 갖게 된다. 이러한 이유로, 덜 활동적인 단기 금융시장을 갖고 있는 국가는 마찬가지로 덜 활동적인 채권 시장을 갖는 경향이 있다.

단기 금융시장으로의 투자

단기 상품이 종종 투자자들에게 매력적이지 않은 이유는 차용자의 재정 상태에 관해 알기 위해 많은 비용이 들며 결국 6개월 만기인 증권을 취득함으로써 생기는 이익보다 클 수도 있기 때문이다. 이러한 이유로, 투자자들은 개별 주식을 직접 사는 방법보다는 펀드를 통해 단기 금융시장의 상품을 구매한다.

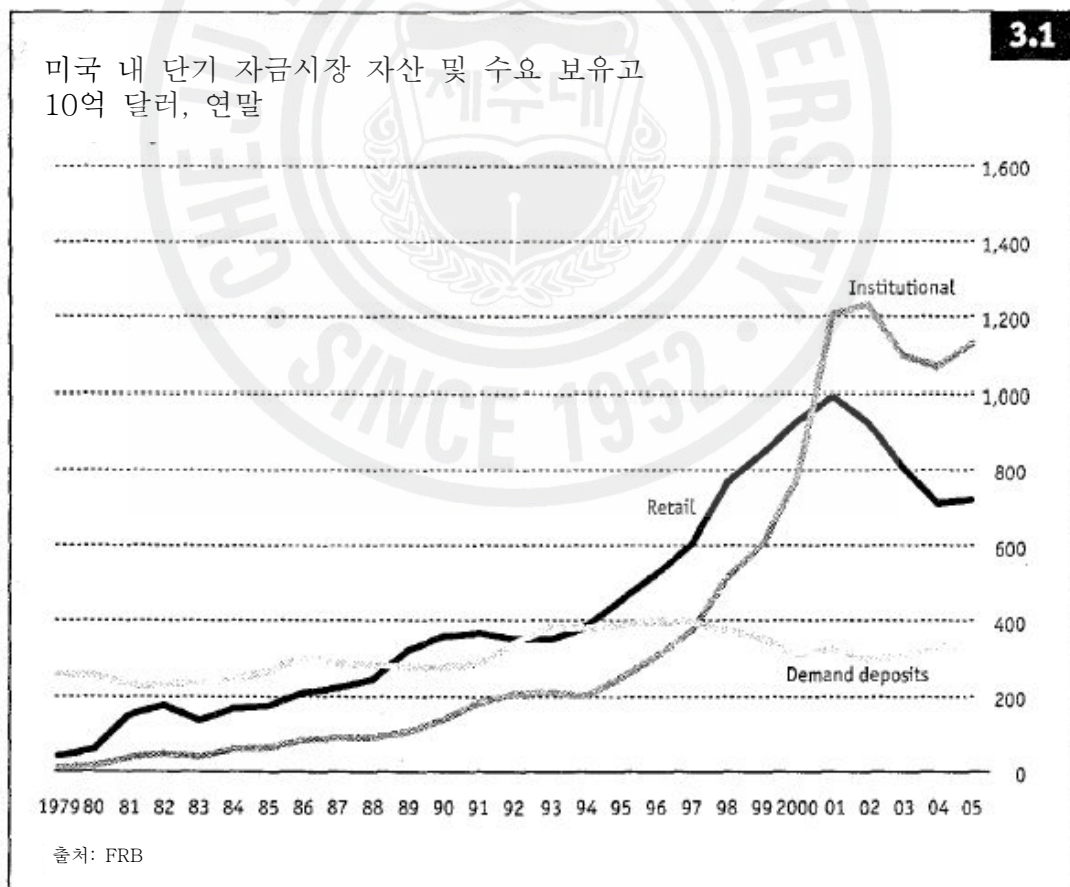
단기 금융시장 펀드 (MMF)

단기 금융시장의 확장은 단기 금융시장 펀드 (MMF)라는 특별한 상품을 통해 가속이 되었는데 MMF는 단기 금융시장 증권의 풀로서 투자자들이 펀드 내에 있는 다양한 증권 회사들 사이에서 위험을 분산시킬 수 있도록 해준다. 소매 MMF는 개인을 위한 것이며, 기관 MMF는 기업, 재단, 정부 기관 및 기타 대규모 투자자들을 위한 것이다. 펀드는 일반적으로 법이나 규제를 통해 현금성 상품이나 주식에만 투자를 할 수 있으며 이 두 가지는 현금과 비교할 때 안전성이나 유동성이 현금만큼이나 좋다.

MMF는 비교적 최근에 나온 내용이다. 이를 통해 투자자들의 검색 비용과 위험

이 감소한다. 또한 은행보다 훨씬 낮은 비용으로 개입의 역할을 수행할 수 있는데, 이는 MMF의 경우 지점을 운영할 필요가 없고, 소규모 잔액의 계정을 수용하지 않아도 되며 그렇지 않은 경우 은행 고객의 다양한 요구를 다루지 않아도 된다. MMF가 투자자에게 지불하는 금액에 대한 비율 이러한 투자자들의 자금을 대어해주는 데 사용되는 비율의 스프레드는 1% 포인트가 채 되지 않지만 은행이 예금자에게 지불하고 차용자에게 수령하는 스프레드는 2~4% 포인트이다.

단기 자금이 은행이 아닌 투자 펀드로 이동하는 현상은 미국에서 가장 큰 발전을 이루었는데, 미국은 금융 분야의 규제 완화를 가장 일찍 실시한 국가이다. MMF로의 자산 유입은 단기 및 장기 금리의 차이와 관련이 있다. 미국 MMF 내에 있는 자산은 2001년과 2005년 사이에 감소했는데 이 때 극도로 낮은 단기 금리로 인해 투자자들이 다른 곳으로 투자를 했었다. 그림 3.1이 이러한 변동을 보여준다.



2005년 자산 규모로 1조 8천억 달러를 기록했던 미국 MMF의 투자자들은 전 세계 모든 단기 금융시장 상품 중 거의 1/4를 보유하고 있다. 이와 유사한 펀드들이 유럽에서 인기를 얻고 있는데 유럽은 최근까지 알려지지 않은 사항을 제외하고 자산 투자 신탁 (뮤추얼 펀드)이 투자 분야에서 널리 사용되고 있다. 캐나다에선 저금리로 인해 MMF 자산 규모가 2001년 670억 캐나다 달러 (미화 420억 달러)에서 2005년 중반 500억 캐나다 달러로 감소했다.

개별 자금관리 종합계정

자산 펀드 및 채권 펀드를 운용하는 투자회사는 일반적으로 현금을 저장하기 위한 MMF를 제공하며 투자자들이 즉시 투자에 사용할 수 있도록 보관하길 바라는 현금이다. 자산 규모가 큰 개인은 종종 자금관리 종합계정을 통해 단기 금융시장 상품에 투자한다. 이는 은행이나 증권거래사에 있는 다중 계좌로서 이러한 계좌는 미결제 금액의 지불, 주식 투자 및 뮤추얼 펀드 구입에 사용된다. 약정되지 않은 현금은 자동으로 MMF 또는 하루가 끝날 때 단기 투자로 “이동”하며 가능한 가장 높은 수익을 거두기 위함이다.

기관투자자

MMF는 단기 금융시장 상품 중 유일한 투자자이다. 모든 규모가 큰 은행은 단기 증권내의 움직임을 활동적으로 지켜보는 투자부서를 유지하고 있다. 채권이나 자산을 주로 보유하고 있는 투자 신탁 (뮤추얼 펀드)은 일반적으로 단기 금융시장 상품에 대해 유연성을 제공하기 위해 적은 부분을 유지하고 있으며, 부분적으로는 장기 보유분을 해지하지 않고 신탁 내에서 지분 상환을 위한 투자자들의 요청을 충족시키게 된다. 연기금과 보험회사의 경우 일반적으로 상당히 긴 시간을 두고 투자를 하는데 이들 또한 자산의 일부를 단기 금융시장 상품에 투자하여 장기적 상품을 유동화하지 않고 언제든지 현금에 대한 접근을 할 수 있게 된다. 미국 내 기업은 2005년 중반 3,230억 달러의 단기 금융시장 상품을 보유하고 있으며 여기에는 MMF내의 기업 어음 (CP)과 주식이 포함된다. 특정 형태의 단기 금융시장 상품, 특히 은행의 양도성 예금 증서 (CD)는 종종 개인 투자자들이 직접 소유한다.

금리와 물가

단기 금융시장에서의 차용자들은 자신들이 빌린 돈을 사용하기 위해 이자를 지불한다. 대부분의 단기 금융시장 주식은 고정금리로 이자를 지불하는데, 이 금리는 발행당시 시장 조건에 따라 결정된다. 몇몇 발행인의 경우 금리 조정이 가능한 상품을 선호하는데, 이렇게 되면 상품이 팔리는 시점에 마련되는 절차에 따라 금리는 변하게 된다. 만기가 짧기 때문에 대부분의 단기 금융시장 상품들은 유효기간 동안에 주기적으로 이자를 지불하는 것이 아니라 액면가에서 할인된 가격으로 투자자에게 팔린다. 투자자들은 만기가 도래한 경우 액면가에서 상환할 수 있으며 이자 지불 시 제공하는 상황에 대한 수익도 함께 한다.

단기 금융시장 주식의 가치는 단기 금리의 변화와 역으로 움직인다. 속성상 단기 금융시장 상품은 단기 상품이기에 때문에 장기 상품에 비해서 가격의 변동 폭이 적으며 현재 수익률에 투자하는 것보다 만기 때까지 단기간 동안 주식을 보유함으로써 발생하는 이익이나 손실이 적다.

상품의 형태

다양한 종류의 단기 금융시장 상품이 있다. 가장 잘 알려진 상품은 기업 어음, 은행 인수 어음, 재정 증권, 중앙 정부 채권, 지방 정부 채권, 은행 간 대출, 정기 예금 및 국제기구에서 발행한 어음 등이 있다. 1년간 발행된 양은 어느 특정 시기에서의 잔액보다 훨씬 큰데 그 이유는 단기 금융시장의 주식이 단기간의 잔액이기 때문이다.

기업 어음

기업 어음은 민간 기업 또는 공기업이 발행하는 단기 채무 이행이다. 대부분의 경우, 어음은 90일 이상 9개월 미만의 생명 또는 만기를 갖는다. 이러한 만기는 규정을 통해 공시된다. 미국에서는 대부분의 신규 증권은 규제 당국인 증권거래위원회 (SEC)에 발행 전에 등록되어야 하나 270일 이하의 만기일을 갖는 경우 이러한 요구사항에서 제외된다. 기업 어음은 일반적으로 무담보이나 특정 기업 어음 발행은 발행인의 특정 자산을 통해 담보가 설정되거나 은행의 보증이 있을 수 있다.

기업 어음 시장은 19세기 말 미국에서 처음 개발되었다. 주요 장점으로는 재정적으로 건전한 기업이 은행에서 직접 대출을 받는 것보다 낮은 금리로 단기 자금을 대출받을 수 있다는 점이다. 미국의 은행 예금이 보장받지 못하던 때, 단기 기업 부채는 은행 예금에 비해 예금자에게 있어 더욱 위험한 투자 선택일 필요가 없었다. 그러나 대공황 발생 무렵, 정부가 예금 보호법을 제정하는 동안 기업 어음에 대한 인기가 수그러들었다. 1980년대 초반까지, 미국에서 기업 어음의 연간 발행은 연간 은행 대출 규모의 1/5 수준이었다.

기업 어음은 1980년대 큰 인기를 얻게 되었다. 고 인플레이션과 단기 금리가 급증하던 때 규제당국은 은행이 예금자에게 지불할 수 있던 금리를 제한했다. MMF를 통해 투자자들이 은행이 제공하는 수익보다 더 높은 수익을 거둘 수 있었으며 강력한 비금융기관은 은행에서 대출을 받는 것보다 MMF에 기업 어음을 판매함으로써 더욱 싸게 자금을 모을 수 있다는 것을 발견했다. 이러한 사태로 인해 기업 어음 시장이 활황을 찾게 되었다. 빠른 속도의 증가가 계속 되었고 표 3.1에서 보는 바와 같이 금융시장에서의 상황으로 인해 종종 개입이 있기도 했다. 2001년에서 2005년 사이 어음 발행이 감소했는데, 이는 몇몇 기업이 채권 시장에서 저금리의 장기 대출을 이용했기 때문이며 몇몇 기업은 자사의 금융 상황 악화로 인해 추가적으로 기업 어음을 판매할 수 없었다.

표 3.1 전 세계 국내 단기 자금시장 상품 (단위: 10억 달러, 연말)

	1994	1996	1998	2000	2002	2004
기업 어음	857.6	1,072.7	1,473.3	2,089.4	1,911.4	2,015.0
재무부 채권	1,993.2	1,965.4	1,826.2	1,888.2	2,318.3	3,413.2
기타 단기 어음	1,385.7	1,610.6	1,860.1	1,930.8	2,064.1	2,743.9
계	4,236.5	4,648.7	5,159.6	5,908.5	6,293.8	8,172.1

출처: 세계 결제은행 (BIS)

미국이 다른 국가에 비해 금융 규제완화를 빨리 시작했기 때문에 미국의 기업 어음 시장이 가장 먼저 개발됐다. 그러나 기업 어음 시장은 다른 국가에서 빠른 성장을 이뤘으며 전 세계 시장에서 미국 시장의 비율이 감소하였다.

최근 몇 년간, 금융회사는 표 3.2에서 보는 바와 같이 가장 중요한 발행인이 되었다. 이 범주는 예를 들어, 산업 장비, 항공기 임대 회사 및 자동차 제조업체의

금융 자회사에 재정을 지원하는 기업을 포함한다. 이러한 기업은 은행과 경쟁을 하며 은행이 되어 예금자를 유지하는 등의 비용 및 복잡한 규제 없이 개별 차용자들에게 대출을 제공하기 위해 기업어음을 사용하여 종종 이익을 거두기도 한다.

표 3.2 미국 내 기업 어음 (단위: 10억 달러, 계절 적용, 연말)

	금융	비금융	계
1990	421	150	571
1992	407	146	553
1994	444	165	609
1996	601	187	788
1998	936	227	1,163
2000	1,206	398	1,606
2002	1,101	269	1,370
2004	1,268	120	1,388

출처: FRB

기업어음은 이에 대한 법적 제도가 부족한 기타 대부분의 국가에선 발전 속도가 느렸다. 예외로는 캐나다가 있는데, 2005년 중반에 1,230억 캐나다 달러 (990억 달러)의 잔고가 있었으며 일본, 영국 및 유로 통화권 국가들은 기업 어음을 위해 유동성 시장을 개발하여 기업들이 은행 대출 또는 장기 기금에 대한 대안을 제공했다.

국내 발행에 더해서, 4,950억 달러 규모의 기업 어음이 2005년 6월에 국제 시장에 발행되었다. 이러한 규모는 발행 국가 외에서 판매된 어음에 대한 것이며 발행 국가의 통화로 표시된 것은 아니다. 국제 기업 어음의 약 절반 정도가 유로로 표시되었으며 1/4가 달러, 그리고 나머지 대부분은 파운드로 표시되었다. 유로로 표시된 국제 기업 어음의 비율이 증가세에 있으며 그 이유는 통화 위험 없이 유로 통화권 12개국에서 거래가 이뤄지기 때문이다. 국제 기업 어음 발행을 가장 많이 하는 곳은 독일이며, 이는 독일 내수 시장에서 이러한 증권의 발행이 어렵다는 것을 방증한다. 다음으로는 미국, 영국, 네덜란드, 스페인이 있다.

다수의 대기업은 지속적인 기업 어음 프로그램이 있으며 이로 인해 새로운 단기 부채를 몇 주 또는 개월 단위로 시장에 도입한다. 발행인이 어음을 차환하는 것

은 일반적이며 차환이란 이전에 발행한 어음의 원금을 상환하기 위해 새로운 발행 절차를 사용하는 것이다. 결과적으로, 이를 통해 발행인이 단기 금리로 장기간 동안 자금을 빌리는 것이 가능하며 그 결과 장기 금리에 비해 훨씬 낮아질 수도 있다. 변제의 단기 특성은 투자자가 인식한 위험을 낮춘다. 그러므로 비록 2004년 영국에서 발행한 기업어음의 총 발행 금액이 1,710억 파운드이지만 이전에 존재한 어음의 상환 후 남게 되는 순 발행금액은 45억 파운드에 불과하다.

이러한 지속적인 차용 프로그램에 위험이 없는 것은 아니다. 만약 시장 상황 또는 기업의 재정 상황에 변화가 생겨 새로운 기업어음의 발행이 중지되면, 차용자가 만기가 도래하는 어음을 상환하지 못하는 경우 채무 불이행에 직면하게 된다. 이러한 상황이 2001년과 2002년 미국 및 유럽의 몇몇 주요 기업에 대해 발생했다. 신용 평가 기관은 해당 기업의 등급을 낮추었고, 이로 인해 새로운 기업어음의 발행이 불가능해져 결과적으로 현금 부족에 직면하게 되었다. 몇몇 기업은 은행에서 최후의 순간에 받은 대출 덕분에 파산을 면할 수 있었지만 기타 기업은 파산 상태를 선언해야 했다. 기업어음의 사용은 또한 금리가 오르는 경우 위험을 발생시키며 연속적인 단기 차용의 총비용은 금리가 낮은 경우 장기 차용을 실시했을 때보다 더 커질 수도 있다.

은행 인수어음 (BA: Banker's Acceptance)

1980년대 이전에 은행 인수어음 기업이 단기 금융시장에서 단기 자금을 모으는 주요 방법이었다. 인수어음은 비금융기관이 대출을 목적으로 은행에 발행하는 약속어음이다. 은행은 이 어음을 할인하여 단기 금융시장에 판매하고 지분을 보증한다. 인수어음 일반적으로 6개월 미만의 만기를 갖는다.

BA는 몇 가지 눈에 띄는 부분에서 기업어음과 다르다. 일반적으로 2, 3개월 안으로 매상을 얻게 될 수출 주문과 같이 특정 상품의 판매 또는 보관과 관련이 있다. 금융 회사는 BA를 전혀 발행하지 않는다. 이자를 갖고 있지 않다. 대신에 투자자가 액면가에서 할인된 가격으로 인수어음을 구매하여 만기 시 액면가로 상환한다. 투자자들은 자신의 주식에 대해 발행 회사보다는 보증인 은행의 능력에 의존한다.

은행이 다른 종류의 기업에 비해서 낮은 비용으로 차용이 가능하던 시절, BA는

제조업체들이 은행의 월등한 신용 등급의 이점을 이용하도록 해주었다. 이러한 이점은 대부분 사라졌는데, 그 이유는 다수의 기타 대기업 차용자들이 최소한 은행과 같은 신용 등급을 갖고 있다고 간주되기 때문이다. 비록 BA가 여전히 몇몇 기업에 있어 주요 자금원이긴 해도, 그 중요성은 유연성의 증가와 기업어음의 비용이 낮기 때문에 눈에 띄게 감소하였다. 1974년 미국에서 그 잔액 규모가 740억 달러로 최대를 기록했다가 2000년까지 그 비율이 꾸준히 감소하여 거의 0이 되었다. 캐나다와 같은 몇몇 국가에선 더욱 확장된 형태로 발행되고 있다.

재정 증권 (Treasury Bonds)

종종 T-채권이라고도 하는 재정 증권은 1년 이하의 만기일을 갖는 증권으로 중앙 정부가 발행한다. 자국의 통화로 정부가 발행하는 재정 증권은 일반적으로 해당 통화로 발행한 가능한 투자 중 가장 안전한 통화로 알려져 있다. 이러한 증권은 여타 형태의 상품에 비해 단기 금융시장 거래에서 큰 부분을 차지하고 있다. 단기 금융시장과 장기 부채 발행의 혼합은 정부별로, 그리고 시간별로 크게 다르다. 미국 정부는 이자 비용 감소를 위해 1996년부터 채권의 평균 만기를 감소하려고 하나 2005년에 증가하고 있는 국채를 갚기 위해 30년 만기 채권을 다시 발행하고 밝혔다. 1년 이하의 만기를 갖는 재정 증권 중 약 9천억 달러 규모 정도가 2005년 말 현재 존재하며 이 중 1/5이 공공 부채이다. 일본 정부는 최근까지 장기 채권을 선호하는 경향이 있었으나 2001년 이후 단기 증권의 발행이 급증했다. 독일 정부는 단기 금융시장 상품의 사용이 상대적으로 적으며 장기 차용에 큰 비중을 두고 있다. 프랑스는 2004년 단기 정부 부채를 강조했으나 2005년 대부분을 장기 부채로 전환했다. 영국은 전통적으로 단기 재정 증권의 발행을 피해 왔으나 2001년 20억 파운드 규모에서 2005년 200억 파운드 규모로 단기 채무부채의 비율을 늘리고 있다.

투자자들에게 장기 채무를 사도록 설득할 수 없는 정부의 경우, 재정 증권이 자금 조달의 주요 방법이 될 수 있다. 이것이 1980년대 신흥 시장 국가들이 재정 증권 발행을 급증한 주요 이유이다. 이러한 국가들 중 다수가 인플레이션 또는 정치적인 불안정으로 인해 투자자들이 장기 채권에 우려를 기기울이기도 한 전력이 있으며 정부뿐 아니라 비정부 차용자들이 단기 상품을 사용하도록 만들었

다. 더욱 나은 경제 및 재정 관리에 대한 부분을 발전시키면서 종종 단기 상품에
만 전적으로 의존하기 보다는 장기 상품을 차용할 수 있게 됐다. 예를 들어,
1999년 말 현재, 브라질 정부 부채의 53%가 1년 이내의 만기를 갖고 있었으나
2005년 현재 30%만을 차지하고 있다.

몇몇 신흥 시장국가들은 외환, 주로 달러로 표시된 재정 증권을 발행하고 있으며
자국 통화보다 낮은 금리로 차용하기 위한 것이다. 이러한 전략은 단기 외채의
빈번한 상환을 필요로 한다. 통화 가치의 급감으로 인해 채무 상황에 있어 자국
통화비용이 증가하는 경우, 외국 투자자들이 만기가 도래하는 채권의 상환을 위
해 신규로 발행하는 채권을 사려고 하지 않으면 채무 의무 이행이 불가능해질
수도 있다. 이로 인해 1995년 멕시코, 1998년 러시아, 1999년 브라질에 금융 위기
가 발생했다.

재정 증권 시장의 전체적인 규모는 연도별로 크게 다르며 정부의 재정 정책 상
태에 따른다. 예산 적자에서 흑자로 돌아서면 결과 1990년대 후반에 시장이 축소
됐으며 이로 인해 미국, 캐나다, 대부분의 EU국가 및 몇몇 신흥 시장에서 정부
부채 잔액이 감소했으나 그 후 많은 국가에서 경기 침체에 대응하기 위해 예산
적자를 증가시키면서 2000년 이후 팽창했다. (표 3.3 참고)

표 3.3 연말 국내 재무부 채권

	\$bn
1996	2,002
1997	1,827
1998	1,826
1999	1,922
2000	1,833
2001	2,006
2002	2,317
2003	2,974
2004	3,413

출처: 세계 경제은행 (BIS)

중앙 정부 채권

중앙 정부기관 및 국영기업은 다수 국가의 단기 금융시장에서 비중이 큰 차용자

이다. 여기에는 개발은행, 주택 금융사, 교육 대출 기관 및 농업 기금 기관이 포함된다.

미 정부 기관은 가장 중요한 단기 금융시장 차용자 중 하나이다. 표 3.4에서 보는 바와 같이, 단기 부채 발행이 1990년대에 급증했다.

표 3.4 미국 정부가 발행한 단기 채무

	<i>\$bn</i>
1990	581
1992	817
1994	2,098
1996	4,246
1998	5,757
2000	8,745
2002	9,236
2004	10,422

출처: 채권시장 연합

이러한 수치는 전기회사인 테네시 밸리 당국 (TVA)과 학자금 대출 기관인 샬리 메이와 같은 기관의 어음도 포함한다. 이러한 발행 중 대부분이 극히 짧은 만기를 갖고 있다. 예를 들어, 저축 기관의 중앙 정부 기구인 연방 주택 자금 은행 체계는 2004년 6조 6천억 달러 규모를 발행했다.

지방 정부 채권

지방 정부 채권은 주, 도, 또는 지방 정부에서 발행되며 학교 당국 및 운송협회 등과 같은 지방 정부 기관을 통해서도 발행된다. 이 정도 수준의 정부가 단기 금융시장 증권을 발행할 수 있는 능력은 국가별로 크게 다르다. 몇몇 경우, 국가 당국의 승인이 필요하다. 다른 경우, 지방 정부는 은행을 통해서만 차용이 가능하며 단기 금융시장에 진입할 수 없다.

단기 지방 정부 증권에 대한 한 가지 공통적인 용도는 계절적으로 징세가 높은 때를 대비하기 위한 것이다. 세금 예상 어음이라고 하는 이러한 증권은 세금 징수가 예상보다 낮을 때 해당 기간 동안 일반적인 정부 운영에 자금을 조달하기 위해 발행되며 세금 납부 시한이 끝난 후 상환된다. 지방 정부 및 기관은 또한

상급 정부 기관으로부터의 양도증서를 기대하며 단기 상품을 발행할 수도 있다. 이를 통해 상급 기관으로부터 양도증서를 받지 못했더라도 지출 계획을 진척시킬 수 있게 된다.

주 및 지방 정부의 단기 부채 증권에 대한 전체 시장 규모를 측정하는 것은 어렵다. 미국에서, 단기 차용은 2003-04년 지방 정부 부채 발행의 14-16%를 차지했으나 다수의 지방 정부가 2005년 단기 금리 상승과 장기 금리 인하에 따라 장기 금융으로 옮겨갔다. 약 600억 달러에 달하는 단기 지방 정부 증권이 2004년 말 현재 존재한다. 브라질, 캐나다, 이탈리아 및 기타 다수 국가에 있는 주 및 지방 정부 또한 단기 금융시장의 단골 차용자들이다.

은행간 대출

제휴 없이 한 은행에서 다른 은행으로 연장된 대출을 은행간 대출이라고 한다. 다수의 은행간 대출은 국제적으로 이뤄지며 차용 기관이 자신의 고객에게 다시 대출을 하는 경우 사용된다. 2005년 3월 현재, 다른 국가에 있는 은행에 현재 12조 6천억 달러 규모로 갖고 있으며 이중 거의 대부분이 1년 이내의 만기이다.

은행은 자국의 기타 기관에게 더 많은 금액을 대출한다. 1일 대출은 한 은행에서 다른 은행으로의 보장되지 않은 대출이다. 차용 은행이 고객에게 하는 대출을 돕는 데 사용될 수 있으나 종종 차용 은행이 자신의 예비금에 대출금을 더해서 규제상의 요구사항을 충족하고 자산과 부채의 균형을 맞춘다.

한 은행에서 다른 은행으로의 단기 대출에 대한 금리는 국제적으로 중요성을 갖는다. 다수의 금융 기관은 리보 (LIBOR: 런던 은행 간 거래 금리) 금리에 연결되며 다른 은행으로의 1일 대출에 대해 영국 내 주요 은행들이 부과하는 평균 금리이다. 새로운 금리인 유리보 (EURIBOR: 유럽 은행이 서로에게 대출하는 금리)가 유로화로 표시된 금융 상품에 대해 같은 기능을 충족한다. 미국에선 초과보유고를 갖는 은행들이 일시적으로 보유고가 부족한 은행들에게 빌려줄 때 적용되는 연방기금 금리는 연방 준비 위원회 (FRB)의 주요 정책 기조이며 그러므로 예의주시하는 경제 지표가 된다. 각각의 이러한 금리는 건강하고 신용등급이 충분한 기관에만 적용된다. 상대 은행이 붕괴 위험에 있다고 판단되는 경우 훨씬 높은 금리를 부과하거나 1일 상환인 경우라도 대출을 거부할 수 있는데 이는 차

용자가 상환에 실패할 경우 무담보 대출을 돌려받지 못하기 때문이다.

정기 예금

양도성 예금증서 또는 CD의 또 다른 이름인 정기 예금은 이자가 포함된 은행 예금으로 특정 일자 이전에 위약금이 없이는 인출이 불가능하다. 비록 정기 예금이 최대 5년까지도 가능하지만 기타 단기 금융시장 상품과 경쟁력을 갖춘 상품은 1년 미만의 상품이다. 최소 30일 예금이 기본이다. 대규모 정기 예금은 기업, 정부 및 MMF가 주로 이용하며 단기간 동안 현금 투자를 위함이다. 미국 내 은행은 2005년 14억 달러 규모의 대규모 정기 예금을 보유하고 있다.

국제기구 어음

국제기구 어음은 세계은행, 미국 개발은행 및 회원국들의 보유한 기타 기관이 발행한다. 이러한 기관들은 금리 및 환율에 따라 여러 통화로 차용을 실시한다.

리포 (Repo: Repurchase 합의)

환매조건부로 알려진 리포는 단기 금융시장에서 중요한 역할을 한다. 시장이 높은 유동성을 갖도록 하며 이는 결과적으로 새로운 단기 금융시장 상품에 대한 지속적인 구매자의 공급을 보장하게 된다.

리포는 두 거래의 결합이다. 우선, 은행과 같은 증권거래업자가 자신이 보유하고 있던 증권을 투자자에게 팔며 이 투자자는 향후 특정 일자에 현재보다 높은 가격에 환매하겠다고 동의를 한다. 두 번째 거래는 수 일 또는 수개월 후 이뤄지는 두 번째 거래에서 거래업자가 투자자로부터 증권을 되사면서 리포가 풀리게 된다. 투자자가 빌려준 금액은 증권의 시장가격보다 낮으며 그 차이를 헤어컷 (haircut)이라고 한다. 이를 통해 주식의 가치가 거래업자가 재구매하기 전에 떨어지는 경우 여전히 충분한 담보를 보유하고 있음을 확인할 수 있다.

투자자에게 있어, 리포는 불필요한 자금에 대해 수익성 있는 단기 사용을 제공한다. 투자 규모가 은행 보험이 보장하는 금액보다 훨씬 큰 대규모 투자자는 은행 예금보다 리포를 안전하다고 생각할 수 있는데, 그 이유는 은행이 망하는 경우라도 손실 위험이 없기 때문이다. 투자자는 두 가지 다른 방법을 통해 수익을 얻게

된다. 우선 구매를 위해 지불하는 금액보다 증권의 재판매에서 더 많은 돈을 받는다. 그 결과 리포 금리로 알려진 금리로 딜러에게 미리 제공하는 대금에 이자를 더한다. 두 번째로, 만약 증권의 가격이 하락할 것으로 예상될 때, 투자자는 이를 팔아 리포가 풀리기 직전에 딜러에게 수익을 돌려주기 위해 동일한 금액의 증권을 차후에 구입할 수 있다. 반면 딜러는 가장 싼 방법으로 대출을 받게 되며 더 많은 증권을 구입하는 데 이 수익을 사용할 수 있다.

역 리포에선 이러한 역할이 바뀌게 되는데 투자자가 딜러에게 증권을 판매하며 차후에 재구매한다. 투자자에게 돌아오는 이익은 기타 상품보다 낮은 금리로 현금을 사용할 수 있다는 점이다.

리포와 역 리포는 은행과 투자은행과 같은 딜러들이 단기 금융시장 증권을 대규모로 유지할 수 있도록 해주며 반면 자신의 포트폴리오에 속한 증권을 대출함으로써 자신의 유동성을 보호할 수 있게 된다. 그러므로 단기 금융시장 상품을 다루는 딜러에게 있어 중요한 재원이 된다. 많은 딜러와 투자자들은 또한 기대되는 금리 변화로부터 이익을 얻기 위해 리포 시장 내에서 역할을 취하며 교차 장부 거래를 통해 이뤄진다. 이를 통해 하나의 증권 내에 리포를 정렬하고 다른 증권에 역 리포를 정렬할 수 있으며 두 가지 모두 같은 날에 종료되는데 두 증권 사이의 가격차이가 변할 것이라는 기대를 갖게 된다.

투자자들은 유연성 때문에 부분적으로는 리포를 좋아한다. 리포의 평균 만기는 며칠에 불과하나 특정 기간에 대해 맞출 수가 있다. 투자자는 가장 낮은 금리를 갖고 있으나 다음 날 상환해야 하는 1일 리포, 통상 3에서 6개월 후의 특정 일자에 결제를 하고 그렇기에 금리가 약간 높은 기간형 리포 및 1일 리포 금리와 유사한 금리로 당사자 중 한 쪽이 리포의 종료를 요구할 때까지 지속되는 개방형 리포가 있다. 모든 형태의 증권을 사용할 수 있으나 일반적으로 절대 다수의 리포에 중앙 정부의 어음 또는 미국의 경우 연방 정부에서 지원을 받는 기관의 어음이 사용된다.

리포 시장은 원래 은행이 단기 예금에 지급할 수 있는 이자를 제한하는 정부 규제의 결과였다. 단일 시장으로 최대인 미국에서 빠르게 성장하고 있다. 영국의 리포 시장은 발전 속도가 더디며 1996년 1월이 되어서야 영국은행이 공식적으로 인정했다. 이때부터 시장이 괄목할 성장을 거두었다.

리포는 역사적으로 볼 때 프랑스에선 제대로 이뤄지지 않았는데, 프랑스에서는 1993년 전까지는 리포에 대한 법적 근거가 분명치 않았으며 독일의 경우 1997년까지 리포 거래에 대한 준비금을 은행들이 따로 준비해야만 했다. 이로 인해 리포 거래가 비경제적이었다. 독일 증권에 대한 리포 거래의 대부분이 법적 이유로 인해 영국에서 이뤄진다. 프랑스의 리포 시장은 규모는 꽤 크지만 이탈리아의 경우 불리한 규정으로 인해 여전히 그 규모가 작다. 일본에서는 겐사키라고 하는 일본 국채와의 리포가 있으며 1976년부터 거래가 되었다. 기업어음의 사용 및 거래세의 증가로 인해 1980년대에 겐사키 시장이 하향세를 보였다. 1998년까지 겐사키의 평균 잔액이 약 900억 달러에 불과했다. 1998년 금융시장 개혁 프로그램의 일환으로 일본의 중앙은행인 일본은행은 자국의 리포 시장을 부활시킨다고 발표했다.

선물 및 단기 금융시장

단기 금융시장 내의 투자자들은 또한 특정 목적을 위해 단기 금융시장 금리에 대한 선물 계약을 또한 활용하는데, 여기에는 헤징과 현금 관리가 포함된다. 단기 금리 또는 단기 부채 담보로 선물 계약을 사거나 파는 행위를 통해 투자자는 만약 관련 금리가 계약 만기일에 선택한 수준 위 또는 아래인 경우 이윤을 볼 수 있다. 금리 선물은 또한 단기 금융시장 상품이 금리 변동으로 인해 가치가 감소하는 경우 위험을 회피하거나 보장하기 위해 사용될 수 있다. 많은 국가에서 선물 시장은 3개월 정부 증권을 기준으로 계약을 거래하며 또한 1일 은행 대출 금리를 바탕으로 한 계약도 있다. 기관투자자들은 선물 계약을 단기 어음 및 기업 어음과 함께 단기 금융시장 전략의 중요 부분으로서 사용한다 (선물 시장은 제 8장에서 다룬다).

거래는 어떻게 발생하는가

단기 금융시장 상품의 거래는 거의 대부분이 전화 및 컴퓨터를 통해 이뤄진다. 단기 금융시장 상품을 다루는 은행 및 비은행 딜러들은 상대방 또는 중앙 어음 교환소와 계약을 체결하며, 이들은 계약 내용에 따라 거래를 완료할 것을 약속한다.

영국은행의 단기 금융시장 사무소와 같은 몇몇 어음 교환소는 정부 산하이나 뉴욕의 신탁예탁회사와 브뤼셀의 유로 클리어와 같은 곳은 시장에서 활동 중인 은행과 딜러가 소유한 상호 협동 기관이다. 거래가 발생할 때, 한 쪽 또는 양쪽 당사자가 어음 교환소에 전자적인 수단을 통해 거래 사실을 알릴 책임이 있으며 여기에서 구매에 책임이 있는 딜러의 은행 계좌를 차변에 기입하고 판매 딜러의 계정을 생성함으로써 거래를 결제한다. 대부분의 단기 금융시장 상품은 전자 장부 기입 항목으로만 존재하며 어음 교환소가 항상 보유한다. 거래 후, 어음 교환소는 단순히 이전 소유자 대신 새로운 소유자를 대신해서 상품을 보유한다. 그러므로 어음 교환소는 상대방에 대해 거래 당사자가 의무를 이행하지 않을 수도 있는 위험을 감소시킨다. 일반적으로 조사 및 사법 기관의 성격을 갖지 않기 때문에 거래에 있어 예상 판매자와 구매자 사이에 분쟁이 발생하는 경우 당사자 자신 또는 법률 체계를 통해 해결되어야 한다.

많은 돈이 개입되기 때문에, 미결제 거래가 많이 있는 주요 은행이나 증권 딜러가 무너지게 되면 또한 기타 은행과 딜러에게도 위협으로 작용할 수 있다. 이러한 이유로, 어음 교환소는 실시간 결제를 위해 노력하고 있는데, 여기에서 편드와 증권은 거래가 보고된 후 가능한 한 빨리 이동한다.

신용 등급과 단기 금융시장

신용 평가기관은 금융시장에서 차용자의 신용도에 대한 의견을 제공하는 민간 기업이다. 재정 증권, 기관 어음, 지방 정부 채권 및 국제 기구어음의 발행인은 일반적으로 시장에 상품을 발행하기 전에 등급을 받는다. 몇몇 기업어음 발행에 등급이 책정되나 많은 경우 평가 기관은 각각의 발행을 따로 보진 않고 다년간의 기업어음 프로그램에 대한 관점을 나타낸다. 은행 간 대출의 당사자 및 은행 인수어음의 구매자는 특정 거래의 등급을 보는 게 아니라 개입된 금융 기관의 등급을 살펴본다.

무디스 투자 서비스, 스탠더드 앤 푸어스 (S&P), 그리고 피치 IBCA 이렇게 세 곳이 전 세계의 단기 금융시장 발행인들을 평가한다. 단기 기업 부채에 대한 이들의 평가 등급이 표 3.5에 있다. 이들 기관 중 일부는 단기 정부 부채, 기업 어음 및 은행의 내실 평가에 있어 서로 다른 평가를 유지한다. 기타 다수의 평가

기관은 개별 산업 또는 국가에 전문화 되어 있다.

표 3.5 단기 신용등급

	무디스	S&P	피치 IBCA
매우 양호	프라임 1	SP-1+	F1, F1+
양호	프라임 2	SP-1	F2
적정	프라임 3	SP-2	F3
의심	프라임 없음	SP-3	B, C
파산			D

기관별로 사용하는 정확한 정의는 다를 수 있음

출처: 신용 평가기관

등급의 중요성

이러한 평가는 시장에서 큰 영향을 미친다. 미국에서, MMF는 1등급 기업어음에 압도적으로 투자하는데, 1등급 어음이란 최소 두 곳의 평가 기관으로부터 최고의 단기 평가를 받은 것을 의미한다. 2등급 어음에 자신의 자산 중 5% 이상을 투자하는 것이 펀드에서 금지되어 있는데, 2등급 어음이란 1등급 자격이 없는 것을 의미한다. 그 결과 비교적 소수의 기업 어음이 1등급을 만족하지 못하는 회사에서 발행되며 시장에서 가용한 투자 등급 이하의 어음은 거의 없는 실정이다. 이와 유사하게, 높은 재정 등급을 받지 못한 은행은 양도성 예금 (CD)을 유치하는데 어려움을 겪으며 신용 평가기관이 은행의 등급을 낮추면 예금자들이 높은 금리를 요구하거나 빠져나가게 된다.

단기 금융시장과 통화 정책

단기 금융시장은 많은 국가에서 중앙은행의 통화 정책 실시에 중요한 역할을 하고 있다. 최근까지, 중앙은행의 업무는 경제 성장과 인플레이션의 관리를 위해 국가 경제 내의 신용의 양을 규제하기 위한 방법을 간접적으로 추구했으며 주로 공개 시장 조작에서 정부-증권 딜러에 정부 부채를 구매 및 판매에 관여했다. 이러한 조작은 은행 체계로 자금을 유입하거나 체계에서 자금을 끌어오는 것에 관련되며 은행의 대출을 장려 또는 억제함으로써 경제 내에서의 지출 및 수요에 영향을 준다.

그러나 요즘 금융 체계가 잘 발달한 국가의 중앙은행은 종종 증권의 직접 구매 및 매매를 직접 관리하기보다는 리포 시장을 통해 통화 정책을 관리하고 있다. 이러한 체계 하에서, 중앙은행은 딜러와 함께 환매조건부를 시작한다. 리포의 만기 도래 시 딜러는 중앙은행에 돈을 돌려주고 준비금 수준을 계속 유지하기 위해 새로운 리포 거래를 개시하지 않는 경우 준비금을 은행에서 끌어온다. 만약 중앙은행이 이 체계로부터 준비금을 끌어오려고 하면 적합 판매-구매 거래에 개입하여 조건에 따라 포트폴리오로부터 딜러에게 증권을 팔아 선물 일자에 재구매를 하게 된다.

중앙은행 금리

많은 국가에서, 중앙은행은 또한 고지 금리에서 금융 기관에 신용 대여를 제공함으로써 단기 금융시장에 직접 대출을 할 수 있다. 이러한 대출은 주로 갑작스러운 펀드의 인출 또는 유동성 부족에 직면한 금융 기관을 돕기 위한 것이다. 중앙은행의 대출 금리는 일반적으로 민간 분야에 비해 좋은 편이 아니므로 중앙은행에 대출을 신청하기 전에 단기 금융시장 내에서 금융 기관들이 차용할 수 있도록 독려한다. 중앙은행의 금리는 단기 금융시장의 금리에 비해 자주 변동되지 않는다. 미국 및 일본의 주요 중앙은행 대출 금리를 할인율이라고 한다. 영국에선 이에 상응하는 내용을 기준 금리라고 하며 캐나다에서는 캐나다은행 금리라고 한다. 유럽 중앙은행 (ECB)이 유로 통화권 내의 은행에 대출을 실시할 때 적용하는 금리는 한계 대출 금리라고 한다.

공개 시장 조작은 단기 금융시장 내의 금리에 직접적인 영향을 미친다. 중앙은행은 중장기 금리에 대해 직접적인 영향을 행사할 수 없으나 경제성장의 가속 또는 억제에 의해 단기 금융시장 금리를 사용하는 것은 인플레이션에 대한 투자자의 기대 심리에 영향을 미쳐 결과적으로 장기 금리에 영향을 준다.

단기 금리의 관찰

중앙은행, 정부 및 투자자들은 단기 금리에 촉각을 곤두세우고 있다.

스프레드 (spread)

스프레드는 특히 서로 다른 상품에 대한 금리 차이이며 시장 참가자의 기대심리에 상당히 민감하다.

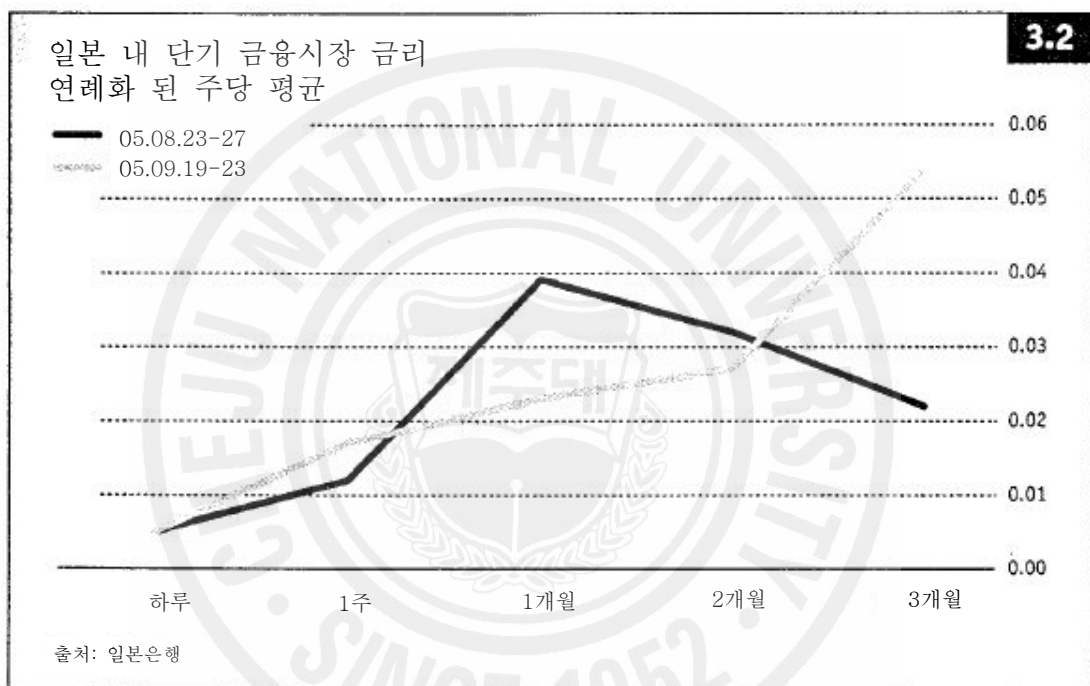
중요한 스프레드 중 하나는 무담보 대출과 리포 사이의 스프레드이다. 리포는 전체적으로 담보화가 되어 있기 때문에, 상황이 잘못될 거라는 위험은 거의 없다. 그러나 은행 간의 무담보 대출은 은행이 붕괴되는 경우 위험에 빠지게 된다. 이러한 두 가지 형태의 대출 사이에 존재하는 스프레드는 그러므로 책정된 신인도를 반영한다. 여러 국가 사이의 스프레드를 비교하는 것이 바람직하다. 예를 들어, 1998년 겨울 무담보 3개월 대출과 3개월 만기 리포 사이의 평균 스프레드는 영국에서 21 베이스 포인트 (1퍼센트 포인트의 1/100), 미국에선 5.6, 프랑스에선 8, 일본에선 58이었으며 스프레드의 폭이 넓다는 것은 일본의 다수 은행들이 상당히 취약하다는 일반적인 견해를 반영한다.

서로 다른 범주의 기업 어음 사이의 스프레드를 미국이 연방 준비제도 위원회와 캐나다은행이 예의주시하고 있다. AA 등급 어음과 이보다 낮은 A2-P2 등급 어음 사이의 스프레드는 일반적으로 15-20 베이스 포인트이다. 이러한 차이가 의미하는 것은 투자자들이 경제 악화에 대해 걱정을 하고 있다는 것이며 AA 등급 어음의 발행인보다 A2-P2 어음의 발행인이 재무적 곤경을 더 많이 야기할 것이란 점을 의미한다. 금융 회사가 발행한 최상위 기업 어음과 비금융 회사가 발행한 기업 어음 사이의 스프레드는 또한 시장 내의 동요를 나타내며, 시장이 호황일 때는 금융기관과 비금융기관의 발행인이 비슷한 금리를 갖게 된다. 통화 정책 구현을 위해 ECB가 리포에 의존하는 것은 2주 만기 유로의 리포 금리가 중요한 지표가 되었다는 것을 의미한다. 독일 정부가 발행한 증권에 대한 2주 만기 리포와 단기 어음 사이의 스프레드는 또한 시장 내에서 상당한 관심을 받는다.

콜 금리

1일 은행 예금에 지급되는 금리 또한 상당한 관심을 받는다. 몇몇 국가에선 콜 금리로 알려져 있다. 유로 통화권 국가에서는 에오니아 (EONIA: 유럽 1일 지수 평균)라고 한다. 서로 다른 만기를 갖는 단기 금융시장 상품에 대한 금리 차이도 가장 민감한 경제 지표 중 하나이다. 일본의 경우를 살펴보면 2005년 수년간의 낮은 경제 성장 및 은행 분야에서의 문제가 심각해진 후, 경제가 회복 조짐을 보

이기 시작했다. 2005년 전반에 걸쳐 금리가 현저히 낮았다. 2005년 8월말, 1일 은행 예금에 대해 면밀히 관찰된 콜 금리는 거의 0에 가까운 연간 평균 금리를 가져다주었으며 3개월 동안 예치한 현금의 경우 평균 0.02%의 수익이 발생했다. 한 달 후, 그림 3.2에서와 같이, 콜 금리는 여전히 미미한 수준이었지만 3개월 예금의 금리는 차용자들이 펀드에 대한 수요가 증가하면서 상승을 보이기 시작했다.



전문용어로 설명하면, 동일한 발행인으로서 서로 다른 만기를 지닌 증권은 금리 수익을 곡선으로 나타낸 수익률 곡선이 최소한 길게 보자면 증가세가 가팔랐다. 왜 그럴까? 3개월의 시간을 갖는 투자자는 3개월간의 단일 투자보다는 91일 연속으로 상승한 콜금리를 선택할 수 있다. 3개월 금리는 그러므로 앞으로의 3개월 동안 콜금리가 상승할 거라는 예측으로 간주할 수 있다. 일반적으로 인플레이션 보상을 위한 콜금리보다 높으며, 이로 인해 시간이 지나면서 투자자의 원금의 가치를 잠식할 수 있다. 12월 동안 3개월 금리가 감소한 것은 월말에 투자자는 12

월이 시작할 때에 비해서 콜금리가 더 이상 오르지 않을 거라고 예상하는 점을 암시한다. 콜금리가 중앙은행의 정책에 크게 영향을 받기 때문에 이러한 점은 투자자들의 생각에 일본은행이 곧 금리를 끌어올릴 가능성이 적다는 것을 암시하고 있으며, 이는 아마도 경제 상황이 예상했던 것보다 개선되지 않았기 때문일 것이다 (수익률 곡선에 대해선 제 4장에서 더욱 자세하게 다룰 것이다).

우대 금리 (Prime Rates)

우대 금리는 미국에서 은행들이 자사의 우량 기업 고객들에게 제공했던 금리로서 수십 년 전에 만들어졌으며 언론의 큰 관심을 받게 되었다. 비록 대기업 차용자들이 더 이상 우대금리의 영향을 받진 않지만, 다양한 등급의 소비자 신뢰를 크게 반영하는 기준이며 여기에는 신용카드 대출과 주택 자산 대출을 포함한다. 그러므로 우대금리의 인상은 종종 소비자 지출을 억제한다. 그러나 이러한 금리는 부정기적으로 변동되며 0.25%씩 상승하며, 매일 매일의 단기 금융시장 상황에 반응하는 것은 아니다. 평균 1년 만기로 조절되는 미 재정 증권에 대한 또 다른 미국 단기 금융시장의 금리가 다수의 변동금리 주택 담보 대출에 대한 기준으로 사용된다. 많은 미국인들이 변동금리 주택 담보 대출을 받게 되면서 그 경제적인 영향력이 증가하고 있으나 미국에서는 기타 국가와는 다르게 이러한 형태의 개인별 모기지론은 1년에 한 번씩 변동한다.

영국의 모기지 금리

이와 반대로 영국에서의 변동 모기지 금리에 있어서의 변화는 수 주 내에 주택 소유자에게 반영되며 이로 인해 경제에 거의 즉각적인 영향을 미치게 된다. 이러한 금리는 일반적으로 0.25%씩 변하며 채권자는 이를 자유롭게 바꿀 수 있고 원하는 만큼 모기지 상환을 관리할 수 있다. 이로 인해 영국에선 모기지 금리가 가장 민감한 경제 지표 중 하나가 되었다.

4. 채권 시장

“채권”이라는 단어는 계약, 합의 또는 보증을 의미한다. 이러한 용어 모두 채권이 라고 하는 증권에 적용 가능하다. 채권을 구입한 투자자는 발행인에게 돈을 빌려 주는 것이 되며 채권은 특정 기간까지 이자와 원금을 상환하겠다고 하는 발행인의 계약상 약속을 의미한다. 단기 채권을 또한 어음이라고도 한다.

채권은 중세 시대에 시작된 것으로 전쟁 자금을 대기 위해 초기 은행가들이 제공한 대출로부터 시작되었다. 정부의 금융에 대한 욕구가 증가함에 따라, 고객이 대출받고자 하는 만큼의 자금을 대는 게 어려워지고 있다는 점을 알게 되었다. 채권은 정부가 소수의 은행으로부터 자금을 빌리는 게 아닌 다수의 개인으로부터 돈을 빌릴 수 있는 방법을 제공하며 차용자가 돈을 갚지 않을 거라는 생각들이 때 타인에게 채권을 판매함으로써 채권자들의 위험을 보다 쉽게 줄일 수 있다. 최초의 채권은 1157년 베니스 은행에서 발행되었으며, 콘스탄티노플 전쟁 자금을 대기 위한 것이었다.

오늘날 채권은 모든 금융 상품 중 가장 전 세계 가장 널리 사용되고 있다. 2004년 말 현재 전 세계 채권 시장의 전체 규모는 약 50조 달러이며, 이 중 대략 37조 달러가 내수 시장, 나머지 13조 달러 규모가 채권 발행국 외부에서 거래되고 있다.

단일 채권 시장 중 최대 규모인 미국은 일일 평균 4천억 달러 정도가 거래되고 있으며 2005년 3월 현재 미지불 채권의 규모가 13조 달러를 넘고 있다. 표 4.1은 국가 부채가 가장 큰 시장의 국가들을 보여주고 있다.

채권은 일반적으로 고정 수익 증권 (fixed-income securities)으로 분류된다. 종종 보수적인 투자자들에게 있어 경기에 둔감하고, 위험이 낮은 상품으로 인식되고 있으며 불안정한 시장에서 자본을 보호하기 위한 방어 목적의 상품으로 취급된다. 1970년대 전 이러한 고정 관념은 사실이였으나 지난 20년간 채권 시장이 급변하였다. 많은 채권이 높은 위험을 갖고 있다. 공통적으로 모든 채권은 부채 증권으로 채권 보유자가 소유권 또는 발행인의 경영 관리 없이 채권 유통 기간 동

안 이자와 원금의 상환을 받을 수 있도록 보장하는 것이다.

표 4.1 내수 채권의 미지급 금액, 2004년 12월

국가	\$tm
미국	24.7
일본	15.7
이탈리아	3.9
독일	3.4
프랑스	3.3
영국	1.7
캐나다	1.3
스페인	1.3
네덜란드	1.3
벨기에	0.9
중국	0.8
브라질	0.7

자산 담보부 및 단기 금융시장 상품 제외
출처: 세계 경제은행 (BIS)

채권을 발행하는 이유

채권은 발행인의 신용 자원이 절대 아니다. 채권 판매를 선택한 모든 기업 및 정부 기관은 이미 은행으로부터 자금을 차용했으며, 다수의 경우 고객, 공급 업체 또는 전문 금융사로부터 자금을 받았다. 채권을 발행하는 주된 이유는 자금원을 다각화하기 위한 것이다. 한 은행이 단일 차용자에게 빌려줄 수 있는 돈은 한계가 있다. 채권 시장 투자자의 광대한 기반을 이용함으로써, 발행인은 전통적인 신용 한도를 소비하지 않고도 더 많은 자금을 모을 수 있다.

채권은 또한 발행인들이 특정 금융 관리 전략을 수행할 수 있게 해준다. 다음과 같은 사항이 포함된다.

- ☞ 금융비용 절감: 대출받은 돈의 사용을 의미하는 레버리지는 이윤을 창출하는 기업들이 주주들이 투자한 자금만을 사용할 때보다 이윤을 확장하고 더 많은 이윤을 얻을 수 있도록 한다. 일반적으로 기업들은 다른

형태의 레버리지보다 채권과 같은 레버리지를 선호하며 그 이유는 비용이 낮고 장기간에 걸쳐 펀드를 상환할 수 있기 때문이다. 채권 발행은 발행인의 레버리지를 증가시킬 수도, 그렇지 않을 수도 있으며 이는 채권이 전체 대출 규모를 증가시키는 지 또는 단순히 대출의 형태를 대체하는지에 따른다.

☞ 수익과 지출을 맞춤: 다리 통행세나 구리 제련과 같은 많은 설비 투자 (capital investment)는 회수에 수 년 정도가 걸리나 장기간에 걸친 수익을 기대할 수 있게 된다. 채권은 이러한 프로젝트에 대한 대출 상환과 예상 수익과의 연결 고리를 제공한다.

☞ 세대 간 자산 증진: 정부는 종종 도로건설 또는 공원 부지 매입과 같이 장기적인 수익을 창출하는 프로젝트를 수행한다. 미래의 세납자들이 현재 세납자들에게 부담을 주는 대신 자신이 누릴 이익에 대한 세금을 납부하도록 하는 방법을 제공한다.

☞ 단기 금융 제약의 회피: 정부와 기업은 현금 부족으로 인해 필요한 경우가 아니라면 세금 인상, 증액 퇴직 수당 (redundancy) 또는 임금 인하와 같은 고통스런 방법을 사용하지 위해 채권 시장에 의존할 수 있다.

발행인

발행인의 종류에는 네 가지 기본 형태가 있다.

국채

중앙 정부의 보증과 신용을 통한 채권을 종종 국채라고 한다. 이러한 국채는 일반적으로 가장 안정된 채권의 형태로 간주된다. 국채는 신용 시장의 접근성 유지를 위해 적기에 대금을 납부할 강한 동기를 갖고 있으며 조폐 능력과 외환 보유고 통제 능력을 포함한 힘이 있고 이를 통해 대금을 지불할 수 있게 된다.

가장 잘 알려진 국채로는 선진국 정부에서 발행하는 것들이 있다. 재무부 채권으로 알려진 미 정부 채권은 세계에서 가장 널리 사용되는 채권으로써, 2005년 중반 현재 4조 5천억 달러 규모를 개인이 보유하고 있다. 기타 인기 있는 채권으로는 JGBS라고 하는 일본 정부채, 분트라고 하는 독일 정부채, 글리츠로 알려진

영국 정부채 및 프랑스 정부가 발행하는 OATS가 있다. 브라질, 아르헨티나, 러시아와 같은 소위 신흥 시장국가에서도 또한 대규모의 채권을 발행한다.

또 다른 종류의 채권으로는 지방 또는 기업에서 발행하는 채권이 있으며 국가가 책임을 지는 데 동의한 것들이다. 이러한 채권에 대한 투자자들의 기대 심리는 무엇보다도 정부가 상환에 대해 법적으로 구속된 약속을 하는지 아니면 강제할 수 없는 도덕적 의무사항에 따르는 것인지에 달려 있다. 많은 국가에서 중앙 정부가 잠재적으로 책임을 지고 있는 부채의 규모는 상당히 높다. 예를 들면 미국 예선 2005년 현재 연방 기관에서 미지급한 채권의 규모는 2조 7천억 달러 규모이다. 비록 이러한 규모 중 대부분이 미국 정부에 대해 법적 구속력을 갖고 있진 않지만 만약 이러한 발행 기관 중 한 곳이 채무 불이행을 선언하는 경우 지급에 대해 엄청난 압박을 겪게 될 것이다.

지방 정부

시, 도, 또는 주와 같은 지방 정부에서 발행한 채권을 반(半)국채(semi-sovereign)라고 한다. 반국채는 일반적으로 중앙 정부와는 달리 지방 정부는 조폐 또는 외환 통제 능력이 없기 때문에 국채에 비해선 일반적으로 위험이 높다.

가장 잘 알려진 반국채로는 미국 내 주 정부 및 지방 정부가 발행한 지방채(municipal bond)가 있으며 미국 연방정부 및 발행주로부터 소득세를 면제받기 때문에 몇몇 투자자들이 선호하고 있다. 2005년 현재 약 2조 1천억 달러 규모가 존재하고 있다. 캐나다, 이탈리아 및 일본의 지방 정부가 발행한 채권이 널리 통용되고 있다. 그러나 다수 국가에서는 채권 시장에서 반국채의 통용을 장려하고 있지는 않다. 이는 부채 제한을 위한 것뿐 아니라 대부업의 지속적인 흐름을 은행으로 제공하려는 나름대로의 목표도 갖고 있다. 독일의 주 정부인 란더가 주요 발행인으로 등장하고 있으며 2004년 말 현재 채권 발행액이 1,700억 유로에 달하고 있다. 이는 1999년 590억 유로의 채권 지급액에서 크게 증가한 금액이다. 그러나 독일의 지방 정부에 미지급 채권은 거의 존재하지 않는다.

많은 종류의 반국채가 존재하고 있으며 이는 상황이 어떻게 보장되는지에 따라 구분된다. 일반적인 채권의 경우 지급 불이행 발생 시 발행인의 세수에 대해 채

권 보유자에게 우선적으로 대금 지불 요청을 할 권리가 부여된다. 세입 담보채 (revenue bond)는 특정 사업에 기금을 지원하며 프로젝트를 통해 창출될 세입에 대해서만 채권 보유자에게 지불 요청권을 부여한다. 예를 들어, 지방의 주차장 건설을 위해 발행된 세입 담보채의 경우, 이 주차장이 충분한 수익을 창출해내지 못하는 경우 채권 보유자는 시 정부에 지불을 의존할 수가 없게 된다. 특수채 (special-purpose bond)는 특정 재원으로부터의 상환을 제공하며 그 예로는 컨벤션 센터 건립을 위한 채권에 부여된 호텔세와 같은 것이 있지만 일반적으로 발행인의 일반기금(general fund)의 지원을 받지 않는다.

국채 및 반국채와 같은 공공 분야의 부채가 전 세계 국내 부채의 60%를 차지하고 있다. 2005년 6월 현재 미지급된 공공 분야 부채의 총액은 24조 달러에 육박하며 이 중 22조 달러가 국내 채권 시장에서 정부가 발행한 것이며 1조 4천억 달러가 국제적으로 발행된 것이다.

기업

회사채는 기업이 발행하는 것으로서, 민간 투자자 또는 정부가 소유한다. 대기업은 주어진 시간에 많은 미지급 부채를 가질 수도 있다. 보증사채 (secured obligation)를 발행할 때, 기업은 채권 보유자에게 특정 자산에 대한 저당을 잡아야 한다. 예를 들어, 발전소 건립을 위해 보증사채를 판매하는 전기 회사의 경우, 채권 보유자는 전기 회사가 채무 불이행을 선언할 때 발전소의 보유 및 판매에 대한 권리를 가질 수 있지만 해당 발전소가 아닌 다른 발전소나 전기 회사의 수익에 대해서는 권리를 주장할 수 없다. 일반사채 (general-purpose debt) 보유자의 경우 해당 기업이 채무 불이행을 선언한 경우 수익 및 자산에 대해 우선권을 가지나 보증사채를 보유한 사람에게 할당된 부분은 제외한다. 하위 변제채무 (subordinated debt)의 보유자는 기타 모든 채권 보유자들에게 지불이 이뤄질 때까지는 자산이나 수익에 대한 청구권이 없다. 대기업의 경우 몇 가지 종류의 하위 변제채무가 존재할 수 있다. 후순위 채권 (mezzanine debt)은 발행인의 기타 채권에 비해 안정성이 떨어지는 채권 발행이지만 그 몫은 크다.

증권화 장치

자산 담보부 증권 (ABS: Asset-Backed Security)은 필요한 지불이 모기지 대출이나 선물 판매와 같은 특정 자산을 통해 생성되는 수익을 통해 이뤄지는 채권이다. 몇몇 ABS는 정부 기관을 통해, 그렇지 않으면 민간 분야를 통해 개시된다. 이러한 증권은 투자 은행을 통해 결합되며 종종 특정 발행인의 채무를 나타내지 않는다 (자산 담보부 증권은 제 5장에서 다룬다).

다양한 종류의 채권을 구분하는 것이 종종 모호해질 때가 있다. 예를 들어, 정부 기관은 민간 기업을 지원하기 위해 채권을 발행하지만 투자자들은 발행인이 지불에 실패한다고 해서 정부를 상대로 소송을 제기할 권리가 없을 수도 있다. 중앙정부는 국영 기업 또는 심지어 사기업을 통해 채권을 발행할 때 정부의 도의적인 지원을 제공하기도 한다. 한 국가의 기업은 기타 국가에 있는 자회사를 통해 채권을 발행토록 할 수도 있으며, 이렇게 되면 채무 불이행이 발생할 때 모기업의 책임은 없겠지만 외국 정부의 정책에 따라 지불이 이뤄질 수도 있다.

표 4.2 민간분야의 미지급 부채 (단위: 10억 달러)

	1993	1998	2000	2002	2004
미국	3,419	5,984	6,504	11,761	13,661
일본	1,325	1,453	1,543	1,829	2,030
독일	738	1,140	956	966	1,033
프랑스	541	477	432	645	959
이탈리아	300	364	296	544	877
영국	134	388	470	290	367
계	6,503	11,302	11,829	18,239	22,346

출처: 세계 결제은행 (BIS)

채권 선물

금리에 대한 선물 계약은 많은 국가에서 교환의 형태로 이뤄진다. 이러한 계약을 통해 투자자들은 계약 만기일에 금리가 특정 수준 이상 또는 이하인 경우 지불 금액을 받을 수 있게 된다. 대규모 투자자들은 이러한 계약을 자신의 채권 투자 전략의 주요 요소로 사용하기도 한다 (선물 계약에 대해선 제 8장에서 다룬다. 금리 옵션 및 선물과 같이 금리가 변동할 때 위험을 관리하기 위해 또한 사용될 수 있는 부분들은 제 9장에서 다룬다.).

최대 규모의 국내 시장

회사채 및 몇몇 자산 담보부 증권은 민간 분야의 부채 시장에서 주요 요소이다. 이 시장은 전반적으로 빠른 증가세를 보이고 있으나 일본과 프랑스와 같은 몇몇 국가에서는 기발행 사채 (outstanding bond)의 가치가 줄어들고 있다 (표 4.2 참고)

표 4.2와 같이, 전 세계 민간 분야의 부채 증권 (debt securities)의 거의 대부분이 미국에서 발행되고 있다. 이는 기타 국가에서 채권 시장의 성장을 억제시키기 위한 노력이 그 주된 이유이다. 일본에서는 정부 주도의 은행단인 채권 발행 조정 위원회 (the Bond Issue Arrangement Committee)가 1987년까지 채권의 비용 및 발행 시기를 통제했으며 은행 연합이 수수료를 계속 높게 책정했다. 독일에서는 1984년까지 규제를 통해 기업이 5년 이하의 채권을 판매하는 것이 금지됐으며 각각의 채권 발행에 대해 금융 당국의 허가를 필요로 했다. 프랑스는 1992년 전까지 7년 미만의 회사채 발행을 금지했으며 각각의 채권 발행에 대한 세무사항은 재정부의 승인을 필요로 했으며 발행 시기에 대해선 은행 위원회와 당국의 승인이 필요했기에 민간 분야에서의 채권 발행이 정부의 차용 계획을 방해하진 않았다. 이러한 규제로 인해 채권이 아닌 은행 금융의 사용이 권장되었다. 유럽의 회사채 시장은 12개 EU 국가에서 단일 통화를 채택한 때부터 빠르게 증가하기 시작했으며 이로 인해 환율의 위험에 노출되지 않고 유로로 표기된 채권을 구매할 수 있는 다수의 투자자들이 모이게 되었다.

많은 국가에서 채권 시장은 2002-04년도에 급성장을 거두었다. 이러한 현상은 부분적으로는 전 세계 저금리 현상 때문이며 다른 한편으로는 더욱 안정적인 거시경제 환경의 결과로 발생한 것이다. 이로 인해 투자자들의 장기 채권의 보유에 대한 확신이 증가하게 되었다.

채권 발행

채권 발행에 필요한 세부 단계는 국가 규정에 나와 있다. 채권 발행을 위해 많은 종류의 법률 문서, 다양한 제안서, 취지서 (prospectus) 또는 공식 발표 등이 필요하며, 이러한 문서에 발행인의 재정 상황이 자세하게 나와 있다. 다음과 같은 내용들, 즉 어떤 채권을 판매하고, 부채 지불에 필요한 이자 및 원금 상환 계획,

그리고 부채 지불이 불가능할 때 채권 보유자들에게 제공되는 담보 등이 게재된다. 투자자들은 이러한 문서를 유심히 살펴봐야 할 필요가 있는데, 그 이유는 채권 발행별 세부 사항이 시의적절한 지불 가능성에 큰 영향을 미치기 때문이다. 몇몇 경우, 규제당국은 공개 내용이 충분한지를 결정하기 위해 제안서를 검토해야 하며, 추가적인 정보가 제공될 때까지 채권 발행을 금지시킬 수도 있다. 미국 내 채권 발행인은 대규모 채권의 발행에 대한 사전 승인을 위해 다수의 등록 문서를 제출할 수 있으며, 이는 시장 조건이 양호할 때마다 날개로 또는 묶음으로 판매될 수 있다. 대부분의 기타 국가에서는 이러한 내용을 수용하진 않는다.

인수업자 및 딜러

발행인은 인수업자 (underwriter) 및 딜러의 도움을 받아 자사의 채권을 대중에 판매한다. 단일 투자은행 또는 다수의 투자은행, 즉 신디케이트 (syndicate)를 통해 인수가 가능하다. 많은 신디케이트들은 국제적으로 볼 때 채권 판매가 양호한 국가의 투자은행들을 포함한다. 발행인은 일반적으로 주요 인수업자 선별을 위해 한 두 개의 기업을 선택한다. 이들은 신디케이트의 구성 및 각 회원사에 할당할 비율을 결정할 책임을 갖는다. 이전에는 수십 개의 회사가 인수업 분야에서 경쟁했었다. 그러나 은행 간의 인수 합병 (M&A)을 통해 대다수가 미국에 본사를 둔 소수의 투자은행이 생기게 되었으며 이들이 전 세계 채권 인수를 주도하고 있다. 인수업자는 발행인으로 수수료를 받고 채권 발행을 조직하고 잠재 투자자들에게 홍보할 수 있다. 바꿔 말하면, 발행업자로부터 인수업자는 할인된 가격에 채권을 구매하여 이보다 높은 가격으로 대중들에게 판매할 수 있으며 이러한 차익을 통해 이익을 얻게 된다. 만약 투자 은행이 확고한 약속을 바탕으로 채권을 인수하게 되면, 발행업자가 받게 될 가격을 보장하며 구매자가 해당 가격에서 인수를 하지 않을 때의 손실을 거두게 된다. 대신에 최상의 가격으로 채권을 인수할 수 있으며 이 경우 발행인은 투자자들이 지불하게 될 가격을 받고 인수업체는 채권을 특정 가격으로 판매할 수 없을 경우에도 위험을 부담하지 않는다. 인수업체는 할인된 가격으로 딜러에게 채권을 판매할 수 있는데, 딜러는 인수 위험을 감수하진 않으나 소규모 투자자들에 대한 판매를 권장한다.

국채는 종종 인수업자의 도움 없이 주요 딜러를 통해 자신의 채권을 분배하기도

한다. 주요 딜러는 정부의 채권 판매 참가에 대한 의무 및 독점권을 갖기도 하며 구매 후 투자자들에게 채권을 재판매한다.

스왑

발행인이 특정 채권을 판매했다는 사실이 해당 채권에 대한 금리의 예상 금액을 지불한 것이라고 생각할 필요는 없다. 점점, 발행인들은 금리 스왑을 사용하여 자신들이 원하는 자금 일정을 맞추려고 하고 있다. 예를 들어, 발행인이 고정금리로 5년 만기 1억 달러짜리 채권을 발행할 수 있으며, 이 후 즉시 스왑 거래를 실시하게 되면 투자은행이 이러한 고정 조건을 수립하고 발행인은 은행에 변동금리로 지불을 할 수 있게 된다. 이러한 거래가 발행인의 위험 부담을 줄이는 지 여부는 스왑 스프레드에 따라 결정된다. 스왑 스프레드란 주어진 만기일을 기준으로 고정금리와 현재 변동금리 사이의 차이를 의미한다.

금리 설정

채권 발행 시 금리는 다양한 방법을 통해 결정될 수 있다. 가장 일반적인 방법은 인수업자가 발행일자의 시장 금리를 기준으로 금리를 설정하는 것이다. 그러나 이러한 방법은 어느 정도의 추측을 필요로 하고 금리가 너무 높게 설정되는 경우 투자자들이 과도한 비용을 물거나 금리가 너무 낮게 설정되는 경우 인수업자의 손이 팔리지 않은 채권이 과다하게 남겨질 수도 있다. 대부분의 신디케이트는 회원들이 특정 기간 동안 합의 금액 이하로 채권을 파는 것을 금지하고 있으며 이를 통해 회원들이 서로 경쟁하는 것을 방지하게 된다.

금리를 결정하는 또 다른 방법으로는 경매가 있다. 채권 시장에서 사용되는 경매 기법에는 여러 가지가 있다. 경쟁 입찰식 경매는 투자자 또는 딜러들이 특정 금리로 발행되는 채권에 대해 가격을 제안하는 것이다 (또는 바꿔 말하면 액면가로 판매되는 채권에 대해 수용 가능한 금리를 제공하는 것이다). 제안가는 일련의 연속된 입찰을 통해 상승할 수도 (아니면 제안 이율이 낮아질 수도) 있다. 전체 발행분을 판매하기 위해 충분한 제안이 이뤄진 가장 높은 단일가격에 채권이 모두 판매될 수도 있으며 다중 가격 경매에서는 일정 비율의 채권을 획득하는 각각의 경매를 통한 최종 입찰가격으로 지불이 이뤄진다. 밀봉입찰 방식

(sealed-bid auction)에서 입찰은 서면으로 이뤄진다. 밀봉입찰 방식 중 인기 있는 경매는 네덜란드식 경매 (Dutch auction)로 발행인들이 금리를 설정하면 입찰자들이 다양한 가격에서 얼마나 많은 채권을 살지를 나타낸 일정을 제출하게 된다. 전체 발행을 취합한 후 가장 높은 가격으로 채권이 판매된다.

직접 판매

새로운 기술을 통해 몇몇 발행인들은 인수업자 또는 딜러의 중개 없이 인터넷을 통해 자신의 채권을 투자자에게 직접 판매하는 것이 가능해졌다. 이는 몇몇 발행인들에게 있어 비용 감소를 유도했으며 채권을 인수하고 판매하는 투자은행 및 중개인들의 수익 감소를 또한 유도했다.

최초의 온라인 채권 발행은 1999년 11월 펜실베이니아 주 피츠버그 시의 5,500만 달러 규모의 채권 발행이었다. 그 때부터, 온라인 채권 발행 규모가 급증하고 있다. 지금까지 이러한 온라인 채권 발행은 기관투자자들 사이에서만 이뤄졌다. 기관투자자들은 발행에 대해 알 수 있었고, 재정 자료를 분석한 후 “중간가치 지표 (IOI: Indications of Interest), 즉 일시적인 제안을 인터넷을 통해 제출할 수 있지만 채권이 실제 온라인을 통해 경매가 이뤄지는 건 아니다.

대부분의 전자 인수에는 잘 알려진 발행인이 개입한다. 투자은행이 각 채권 발행에 개입하나 새로 발행된 채권의 분배에 있어 전통적인 인수 방식에 비해 온라인 인수 방식을 사용하게 되면 수수료 수입이 감소하는 것으로 알려져 있다.

더 이상의 쿠폰은 없다

과거에, 채권 구매자들은 소유권의 증표로서 인증을 받기도 했다. 이러한 인증은 종종 동봉된 쿠폰의 형태로 발급되었는데, 채권에 대한 각각의 이자 지급에 대해 하나씩이었다. 투자자들은 적절한 쿠폰을 절취해서 은행이나 증권 중개인에게 보여 주어 지불 금액을 받기도 했다.

종이 채권의 사용이 점점 줄어들고 있다. 그러나 여전히 몇몇 등록 채권에 대해서는 사용이 이뤄지고 있는데, 이는 채권 보유인의 이름으로 발행이 되며 무기명 채권 (bearer bond)의 경우, 특정 이름으로 등록되지 않기 때문에 실제 보유자가 판매할 수가 있다. 그러나 대부분의 채권은 대체기재 채권 (book-entry bonds)으

로 발행되며 이는 수탁자 (trustee)의 컴퓨터에 전자적인 목록으로만 존재하게 된다. 은행은 발행인을 대신해 이자를 지불하는, 즉 채권의 상환을 할 책임을 지게 된다. 조세 당국에서는 특정 채권 보유자의 명의로 채권을 발행해야 한다고 계속해서 요구하고 있는데, 이는 무기명 채권에 대한 이자 지급에 과세가 어렵기 때문이다.

시장의 특성 변화

1970년대까지 채권 시장은 주요 발행 시장 (primary market)이었다. 이는 투자자들이 발행 시점에 채권을 매입하여 원금을 상환할 때까지 채권을 보유하고 있는 것을 의미했다. 정확하게 예측이 가능한 현금 흐름으로 인해 채권은 보험회사와 연기금과 같은 투자자들에게 매력적인 자산이었으며, 채무의 예측이 훨씬 이전부터 가능했다. 기본 투자 전략은 자산과 부채를 맞춰보는 것이었다. 투자자는 종종 10년 또는 20년 후의 특정 시점에 대해 자신의 재정적 요구사항을 평가하고 그 후 그 때 상황이 이뤄질 수 있을 만큼의 채권을 찾는 방식을 취하게 된다. 성공적인 채권 투자자들은 비슷한 양의 채권보다 조금 더 수익을 내는 채권을 사기 위해 노력하는 투자자들이다.

1970년대 후반 이래, 채권에 투자하는 이유가 변하게 되었다. 현재 많은 투자자들은 장기간 채권을 보유하기 보다는 차익을 얻기 위해 능동적으로 채권을 거래하고 있다. 이러한 발전을 가져온 두 가지 이유가 있다. 첫 번째, 컴퓨터를 통해 거래자들이 차익을 빠르게 확인하는 게 가능해졌다. 둘째, 채권을 판매할 때까지 원래 구매가격에서 자신이 갖고 있는 모든 채권의 가치를 이전에 책정한 반면, 현재 회계 규칙에선 특정 조건하에서 현재 시장가격 또는 “시장에서 나타난 가격”으로 가치 책정이 가능하게 되었다. 이러한 사항으로 인해 소유자들이 어떤 채권을 파는가에 상관없이 각 보고 기간 동안 손실이나 수익을 기록하도록 함에 따라, 채권 판매에 비해 채권 보유에 따른 이익이 사라졌다.

간접거래

몇몇 회사채는 주식 거래소에서 거래가 이뤄지는데, 이곳에선 판매 및 구매 중개인이 서로 만나게 된다. 그러나 채권 거래의 극히 대부분이 장외시장

(over-the-counter market)에서 거래가 되며, 이 때 투자자와 채권 딜러 사이에서 직접적으로 이뤄진다. 대부분의 거래가 투자자와 딜러를 연결하는 전화상으로 이뤄진다.

시스템에 상관없이, 채권을 매매하고자 하는 기관투자자는 일반적으로 몇몇 딜러에게 전화를 하여 자신의 매매 의사를 밝힌다. 해당 채권의 재고를 보유하거나 보유하고자 하는 딜러는 구매를 제안한 경우 입찰가격에 대응하게 되며 판매를 제안한 경우 가격을 묻게 된다. 공채는 다수의 딜러에 의해 거래가 이뤄지며 입찰가격과 호가 사이의 스프레드는 종종 거의 차이가 없다. 유명 회사채 발행은 다수의 딜러를 통해 활발히 거래되며 일반적으로 공채에 비해 입찰-호가 스프레드의 폭이 크다. 소규모 회사채나 지방채의 경우 해당 채권의 매매에 관심을 갖는 딜러의 수가 한 둘에 불과하기 때문에 거래가 어려울 수 있다. 몇몇 경우, 시장에서 거래되지 않기 때문에 특정 채권을 구매하는 것 자체가 불가능할 수도 있다.

전자 거래

많은 노력과 돈이 전자 거래 시스템의 구축에 사용되었다. 2002년까지, 81개의 전자 채권 거래 시스템이 운영 중에 있으며 몇몇의 경우 개인 딜러에게, 기타의 경우 다수의 딜러들이 함께 사용하고 있다. 시장은 이렇게 많은 경쟁자들을 지원하는 것이 불가능하기에 이러한 초기형태의 전자 채권 거래 중 다수가 실패하게 되었다. 전자거래는 국채시장에서 큰 성공을 거두고 있는데, 국채시장은 증권의 종류가 적고 유동성 - 투자 가용성 - 이 높다. 전자거래 시스템은 2004년 유럽 국채 거래의 3/4 정도를 차지하고 있다. 대부분의 전자거래 시스템은 또한 기업어음, 신흥시장 채권 및 기타 고정수익 상품의 온라인 거래 또한 제공한다.

회사채 및 지방채의 거래는 이러한 시장이 갖는 세 가지 특성으로 인해 자동화가 상당히 어렵다. 첫째, 기관투자자들은 거의 동시에 가까운 거래를 필요로 하는 전략을 종종 추구한다. 예를 들어, 한 투자자가 자신의 포트폴리오 중 다임러 크라이슬러의 채권을 팔아서 가격이 저렴한 제너럴 모터스의 채권을 구입하려고 하는 경우를 보자. 이러한 거래는 만약 투자자들이 두 가지 거래 (투자자가 다임러 크라이슬러의 채권을 판매하려고 하지 않고 제너럴 모터스의 채권을 구입할

수 없다는 걸 알게 되는 것)를 완료할 수 없는 경우가 아니라면 이러한 거래는 관심을 끌지 못한다. 이러한 종류의 거래는 딜러와의 상담이 없으면 어려울 수도 있는데, 딜러의 채권 보유분을 통해 전체 거래를 만들어 낼 수 있다는 점을 고객들에게 확인시켜 줄 수 있다.

둘째, 전체 가격 정보를 얻는 것은 채권 거래에 있어 늘 존재하는 문제점이다. 상대적으로 소수의 채권 거래가 시장에서 이뤄지기 때문에 모든 거래 기록이 공개된다는 것을 확인할 방법이 없다. 회사채 시장의 경우, 특정 채권의 거래 가격에 대해 딜러와 고객만이 알고 있다. 딜러가 공시하고 금융 정보 제공자가 발표한 가격은 실제로 거래가 발생했을 때의 가격을 반영할 수도, 아닐 수도 있다.

셋째, 회사 및 지방 정부와 그 부처가 발행한 채권의 수가 상당히 많다. 대기업의 경우 시장에 각각의 특성이 다른 수십 가지 채권을 발행할 수도 있다. 초기 발행 이후 만약 이러한 채권의 대부분이 거래가 뜸하기도 하다. 이러한 증권을 사거나 팔 것을 전자적인 수단을 이용해 공시한 투자자는 인수인을 찾는 게 어려울 것이다. 즉, 시장 용어를 사용해서 설명하면 이러한 거래는 유동성이 없다. 이 경우 투자자는 채권을 거래할 의사가 있거나 특정 채권을 사거나 팔 준비가 된 기타 투자자들을 알고 있는 딜러에게 이야기하는 편이 훨씬 나올 수 있다.

전자 거래는 최소한 몇몇 형태의 증권에 대해 향상된 가격 투명성을 유도하는 것처럼 보이며 이로 인해 투자자들의 비용을 절감하는 데 도움을 줄 것이다. 기술이 발전함에 따라, 전자 거래 시스템이 대규모 증권거래에 있어 중요한 역할을 차지할 수 있다. 그러나 수백만 종류의 소규모 발행 채권의 매매에 있어 효과적인 방법으로 간주되진 않는다. 이렇게 방대한 종류의 채권은 채권 딜러들에게 있어 작은 규모이긴 하나 어느 정도의 역할을 계속하도록 보장할 것이다.

결제

중앙은행은 거래 실행과 금액 및 지불 교환 사이의 시간을 줄이기 위해 상당한 노력을 기울여왔다. 일반적으로 결제 시간이 짧을수록 은행 또는 증권회사가 거래중인 다른 기업의 붕괴로부터 발생하는 위험의 수준이 낮아지게 된다. 선진국의 중앙은행들은 다음 영업일을 넘기지 않고 정부 증권을 거래하도록 장려하고 있다. 일본에서 있었던 이와 같은 노력을 통해 다음 날 오전 10시 이전까지 전체

거래량의 3/4의 결제가 완료된다. 2001년 12월 현재 161,796건의 거래 중 240건만이 24시간 이내의 결제에 실패했을 뿐이다.

채권의 형태

채권의 종류가 증가하고 있으며 시장에서 가용하다. 몇몇 경우, 발행인이 특정 기관투자자가 요구하는 특별한 형태를 지닌 채권을 고안하는 데에 동의하기도 한다. 이러한 채권은 후에 개별적으로 주어지며 채권 시장에서 거래되지 않는다. 공개 시장에서 발행된 채권은 일반적으로 다음의 종류 중 하나 이상에 포함된다.

보통채 (Straight bond)

사채(社債)라고도 알려진 보통채는 기본적인 고정 수입투자이다. 소유자는 특정 일자에 미리 정해진 이자를 지급받으며 일반적으로 발행 일자에서 6개월 또는 1년 후가 된다. 발행인은 특정 일자에 액면가격으로 소유자에게 상환해야 한다.

수의 상환채권 (Callable bond)

발행인은 특정 일자에 채권을 요청할 권리를 보유할 수 있다. 이러한 요청은 채권 소유자가 채권 발행 시 정의된 가격으로 발행인에게 채권을 팔도록 하는 것이며 이는 일반적으로 현재 시장 가격을 상회하는 가격이 된다. 요청가격과 현재 시세와의 차이를 프리미엄이라고 한다. 수의 상환이 가능한 채권은 수의 상환이 가능하지 않은 동일한 채권에 비해 가치가 낮으며 그 이유는 투자자가 예상된 이자 지급 전액을 받지 못할 위험에 대한 보상이기 때문이다.

비환급 채권 (Non-refundable bond)

이러한 채권은 판매나 세금으로부터 발행인이 기금을 만들어낼 수 있는 경우에만 요청이 이뤄진다. 이를 통해 발행인은 더욱 낮은 금리로 새로운 채권을 판매할 수 없으며 더욱 높은 금리를 갖는 채권을 요청하기 위해 수익을 사용할 수 없게 된다.

상환 요구채권 (Puttable bond)

상환 요구채권은 투자자에게 지정 일자에 액면가로 발행인에게 채권을 되팔 수 있는 권리를 제공한다. 금리가 상승하는 경우 이를 통해 투자자가 이익을 얻게 되므로 상환 요구채권은 상환 요구가 불가능한 동일한 채권에 비해 가치가 있다.

영구 사채권 (Perpetual debenture)

정시 상환채권 (irredeemable debenture)로도 알려진 영구 사채권은 발행인에게 되팔 것을 채권 보유자가 동의하지 않으면 영원히 지속되는 채권이다.

개별 할인채 (Zero-coupon bond)

개별 할인채는 주기적인 이자를 지불하진 않는다. 대신에, 액면가 이하로 발행되어 액면가로 상환되며, 둘 사이의 차이가 이자 지급으로 갈음된다. 제로는 채투자 위험을 방지하기 위한 것인데, 채권으로부터의 미래 수익이나 원금 지급이 현재 가용한 금리에 비해 낮은 금리로 투자되어야 하는 경우 투자자가 겪게 될 손실인 것이다. 개별 할인채의 보유자는 채권 만기일까지 채투자를 위한 지급을 받지 않게 되므로 투자 수익에 관해 더 큰 확신을 갖게 된다.

스트립스 채권 (STRIPS)

원금부분과 이자부분으로 나누어 각각 유통되는 채권인 스트립스 (STRIPS: Separately Registered Interest and Principal of Securities)는 개별 할인채와 관련된 혁신적인 내용이다. 스트립스는 채권과 관련된 지급을 개별 채권으로 변환시키며, 각각의 관련 지급에 하나씩 할당된다. 그러므로 반기 이자 지급이 있는 10년짜리 채권은 12개의 서로 다른 증권으로 구성될 수 있으며 이는 채권의 유효 기간 동안 이뤄질 각각의 이자 지급에 대한 권리를 나타내는 20개의 증권과 상환 시 원금을 받게 될 권리를 보여주는 하나의 채권으로 구성되는 것이다. 각각의 이러한 증권은 효과적인 개별 할인채이며, 이는 관련된 지급 이하로 팔려 액면가로 상환된다. 연방 준비제도 이사회 (FRB)는 증권 달러들의 요구에 따라 미 재무부 채권을 스트립할 것이며, 영국 정부의 부채 관리국 또한 특정 글릿으로 같은 제도를 적용하고 있다. 독일의 중앙은행인 독일연방은행 또한 스트립 채권을 제공하고 있다. 투자은행은 특정 투자자들의 욕구 충족을 위해 모든 채권에 대해 이와 비슷한 재구성을 실시할 수 있다.

전환 사채 (Convertible bond)

특정 조건 및 채권 소유자의 옵션에 따라 엄격하게 정의되는 전환 사채는 일반적으로 발행인의 보통주와 같은 기타 증권으로의 교환이 가능하다. 전환 사채에 대한 안내서는 전환비율, 각각의 채권이 교환이 가능한 각 채권에 대한 주식의 수와 같은 내용을 정의하고 있다. 전환 사채는 전환 가치 (conversion value)를 갖고 있는데, 이는 거래가 이뤄질 보통주의 가격을 단순히 나타낸 것이다. 구매자는 일반적으로 전환 가치에 대한 프리미엄을 지불해야 하며 이를 통해 채권이 전환되지 않으면 전환될 때까지 이자를 지급해야 한다는 사실을 반영하게 된다. 전환 사채는 종종 엄격한 콜 방어를 수반하며 이를 통해 발행인이 전환일자 이전에 채권을 콜하는 것이 금지된다.

조정가능 채권 (Adjustable bond)

다양한 종류의 조정가능 채권이 있다. 금리연동부 사채 (floating-rate bond)에 관한 금리는 수시로 변할 수 있으며, 종종 단기 금리에 따른다. 변동금리 채권에 대한 금리는 1년에 한 번만 변동될 수 있으며 일반적으로 장기 금리와 관련이 있다. 스텝업 노트 (step-up note)는 1년에 단 한 번 금리 증가를 갖게 되며 이는 설명서 내에 정의된 공식에 따른다. 인플레이션 연계 채권 (inflation-indexed bond)은 채권 투자의 주요 위험을 방지할 방법을 강구한다. 이는 이자 및 원금 지급 모두에 있어 인플레이션이 그 가치를 잠식할 수 있다는 가능성이다. 자본 연계 채권 (capital-indexed bond)은 원금과 마찬가지로 이자 지급에 있어 인플레이션 조정을 적용한다. 이자 연계 채권 (interest-indexed bond)은 인플레이션에 대해 이자 지급을 조정하지만 원금 자체의 가치는 인플레이션에 대해 조정되지 않는다. 연계 개별 할인채 (indexed zero-coupon bond)는 상환 후 인플레이션이 조정된 원금을 지급한다.

구조화 증권 (Structured securities)

채권에 부착된 옵션을 갖고 있는 채권을 구조화 채권이라고 부른다. 콜, 풋 및 전환이 가능한 채권이 구조화 증권의 한 예이다. 다른 일반적인 예로는 신주인수권부사채 (warrant bond)가 있는데, 이는 향후 특정 일자에 특정 조건하에서 보

유자가 서로 다른 채권의 구매를 보장하는 내용이 담긴 것이다. 많은 구조화 증권은 훨씬 복잡하며, 그 특징으로는 주어진 한계 내에서만 변동이 가능한 금리, 기하급수적인 비율로의 변동 또는 특정 상황에서는 한꺼번에 지불이 가능하도록 중단될 수 있는 내용이 있다. 이러한 상품의 가격은 계산이 어려우며 옵션 특성에 부착된 가격에 크게 의존한다 (제 9장에서 옵션에 대해 더욱 자세히 다룬다).

채권의 특징

발행인 또는 형태에 관계없이 모든 채권은 다음과 같은 기본적인 특징을 갖는다.

만기

채권 발행인이 모든 원금을 지급하고 채권을 상환할 날짜이다. 만기일까지의 헷수가 기간이 된다. 실질적으로, 기간과 만기는 종종 혼용해서 쓰기도 한다. 1-5년 만기의 채권은 일반적으로 단기, 5-12년 만기의 채권은 중기, 12년 만기를 초과하는 채권을 장기 채권이라고 한다. 30년 이상의 만기로 발행되는 채권은 거의 없으며 많은 국가에서 최장기 채권은 단지 10년 또는 20년짜리이다.

쿠폰

발행 시 금액에 대해 퍼센트로 표시된 연간 이율이다. 채권 발행 후, 쿠폰은 절대 변경되지 않는다. 그러므로 1천 달러로 발행되어 연간 이자로 60달러를 지불하는 채권은 6퍼센트의 쿠폰을 갖고 있다고 말한다. 채권은 종종 만기와 쿠폰을 통해 정의되며 예를 들면 “18의 6.25s’라고 표시하기도 한다.

직접 수익률 (Current yield)

직접 수익률은 현재 시장 가격에서 채권에 대한 효과적인 이율이다. 다음과 같은 간단한 공식으로 계산된다.

$$\frac{\text{연간 달러 쿠폰 이자}}{\text{현재가격}}$$

만약 채권 발행 이후 가격이 떨어지게 되면, 직접 수익률은 쿠폰보다 크게 된다. 만약 가격이 상승하면, 수익률은 쿠폰보다 작게 된다. 액면가 100유로에 6%의 쿠폰을 갖는 채권을 발행했다고 가정하자. 금리가 하락하여 현재 채권이 105유로에 거래되는 경우 직접 수익률은 다음과 같다.

$$\frac{€6}{€105} = 5.71\%$$

만기 수익률

이는 채권이 만기에 도달했을 때 채권 보유자가 얻게 될 연간 이율이다. 직접 수익률과는 다르게, 만기 수익률은 채권을 상환할 때 채권 보유자가 받게 될 자본 수익이나 손실의 가치를 포함하고 있다. 서로 다른 채권에 대한 수익을 비교할 때 가장 널리 사용되는 방법이다.

잔존만기 (Duration)

잔존만기는 채권의 나머지 기간이 경과한 후 전체 지불 금액의 절반을 투자자가 얼마나 빨리 받을 수 있는지를 표시하는 숫자이며, 향후 지불이 곧 이뤄질 지불에 비해 그 가치가 적다는 사실을 수정해주는 내용이 들어가 있다. 이렇게 복잡한 개념은 두 개의 극단적인 경우를 살펴봄으로써 어느 정도 알 수 있다. 개별 할인채는 만기일에만 지불을 제공하므로, 그 잔존만기는 그 기간과 정확히 동일하다. 예를 들어, 10년 만기에 연간 100%의 수익을 내는 채권이 있다고 할 때 이 채권은 보유자가 보유 초기 몇 년간은 큰 수익을 거둘 수 있도록 하며, 그렇기에 잔존만기는 원래 채권의 만기에 비해 상당히 짧다. 대부분의 채권이 위에서 말한 두 가지 사이에 속한다. 만약 두 채권이 동일한 만기를 갖고 있다면, 높은 수익률을 내는 채권은 상대적으로 더 짧은 잔존만기를 갖게 되며, 그 이유는 보유자가 더 많은 돈을 더 짧은 시간에 벌 수 있기 때문이다.

채권의 잔존만기는 일별로 변화한다. 실제 계산은 복잡해질 수 있으며 여러 가지 다른 방법으로 이뤄질 수 있다. 투자자별로 채권의 잔존만기에 대해 다른 시각을 가질 수 있다. 계산에 있어 가장 중요한 요소 중 하나인 할인율은 향후 지불에

있어 현재 가격을 적용하기 위해 반드시 사용되어야 하는데 이는 엄격하게 선택의 문제이다. 그리고 또 다른 요소인 특정 기일에 지급될 금액이 항상 명확한 건 아니다.

거래자와 투자자는 잔존만기에 큰 관심을 기울이는데 그 이유는 채권의 위험도를 따지는 가장 기본적인 측정 요소이기 때문이다. 잔존만기가 길수록 채권의 가격이 만기 이전에 동요할 확률이 더 크다. 잔존만기의 다양한 계산이 투자자들이 채권 가격을 달리 책정하는 주요 이유이다. 만약 6%의 쿠폰을 갖는 10년 만기 및 만기 이자 지급을 갖는 채권이 있다고 할 때, 잔존만기를 7.6년으로 판정한 투자자는 7.7년으로 판단한 투자자에 비해 더 높은 가격을 지불할 용의가 있게 된다.

위험 등급 판정

공공 시장에 채권을 발행하기 전에, 발행인은 종종 하나 이상의 민간 신용 평가 기관에 등급 책정을 의뢰한다. 선정된 기관은 발행인의 채권 공급 능력을 살펴볼 수 있는데, 여기에는 재정적 건전도, 편드의 사용 목적, 정치 및 규제 환경 및 잠재적인 경제 변화 등이 포함된다. 조사를 마친 후, 해당 기관은 채무 불이행 위험의 평가를 나타내는 등급을 발표하는데, 이는 발행인이 필요한 채권의 공급에 실패할 가능성을 나타내는 것이다. 이러한 등급은 일반적으로 발행인에 의해 지급되나, 몇몇 경우에 있어 발행기관 자신의 비용을 사용하여 발행하기도 한다.

잘 알려진 세 곳의 신용 평가기관인 무디스 투자 서비스와 스탠더드 앤 푸어스는 뉴욕에 본사를 두고 있으며 피치 ICBA는 뉴욕과 런던에 본사가 있고 이 세 곳이 업계를 주도하고 있다. 특정 발행에 대한 기업의 등급은 서로 다른 방법을 사용하기 때문에 항상 일치하진 않는다. 표 4.3은 세 기관의 기본 등급을 나타내고 있다. 한 국가에서 활동 중인 다수의 신용 평가기관이 있으며 은행업과 같은 특정 산업에 특화된 곳도 있다.

모든 신용 평가기관은 자신의 등급이 채무 불이행의 확률을 나타내는 것뿐이지 발행인이 재정적인 난관이나 채권가격의 하락을 나타내는 것은 아니다. 그럼에도 불구하고, 채권 가격 설정에 있어 신용 등급이 상당히 중요하다. 낮은 신용 등급의 채권은 거의 항상 높은 신용 등급을 받은 채권에 비해 높은 수익을 보인다.

만약 이미 발행된 채권의 신용 등급을 낮추는 경우, 채권의 가격이 하락하게 된다. 정부 규제 또는 내부 절차는 연기금의 규모를 제한하며 보험 회사는 채무 불이행의 가능성이 높은 채권에 투자할 수 있게 되는데, 이러한 채권은 “투자 등급 이하” 판정을 받은 채권이다.

“스텝업”과 가속 조항이 있는 채권의 수가 증가하고 있기 때문에 등급의 중요성이 더 높아지고 있다. 일반적인 스텝업 하에서, 채권은 7%의 쿠폰으로 발행될 수 있으나 만약 발행인의 신용 등급이 낮아지면, 쿠폰은 즉시 7.25%로 상승하게 된다. 만약 채권 발행에 가속 조항이 있다면, 채권은 하향 조정 후 즉시 상환이 가능할 수 있다. 두 가지 경우에 있어, 발행인의 신용 등급이 낮아지는 것은 발행인과 증권을 보유하고 있는 투자자들 모두에게 있어 심각한 악영향을 야기할 수 있다.

채권 가격의 의미

채권의 가격은 일반적으로 채권 발행 시 가격의 비율로서 공시되며, 일반적으로 100으로 기록된다. 대부분의 국가에 있어, 채권은 소수점 둘째 자리까지 표시된다. 그러므로 발행가의 94.75%로 거래되는 채권은 대부분의 국가에서 94.75로 공시되며 이것이 의미하는 바는 발행당시 1만 달러로 구매한 채권이 현재 9,475달러의 가치를 갖고 있음을 의미한다. 100을 넘는 가격은 발행 당시보다 지금의 채권 가격이 더 높음을 의미한다.

민간 채권의 가격은 종종 특정 채권과 기준 채권 사이의 스프레드로 표시되곤 한다. 미국에선, 이와 다르게, 높은 등급의 기업은 일반적으로 비슷한 만기를 갖는 미 재무부 채권과의 스프레드로 나타낸다. 10년 만기 재무부 채권의 직접 수익률이 5.20%인 경우 +220으로 표시된 채권은 현재 가격에서 7.40%의 수익률을 거둔다는 걸 의미한다. 그러나 고수익 채권은 액면가의 비율로 표시된다. 변동금리 상품에 있어, 스프레드는 종종 런던 시장에서의 기준 금리인 런던 은행 간 금리 (리보: London Inter-Bank Offer Rate)로 나타낸다. 몇몇 경우, 입찰 및 요청 가격 모두가 표시되곤 한다.

국채에 대한 금리는 특정 채권 발행이 경제 기반 하나만을 통해 이뤄진 다기 보다는 다른 조건들을 통해 재구매가 이뤄질 수 있다는 기대에 영향을 받기도 한

다. 이로 인해 국채가 몇몇 국가에 있어 불안정한 기준금리가 될 수 있으며 투자자들은 민간 채권을 판단하게 될 다른 방법을 모색하기도 한다.

표 4.3 채권 등급의 의미

	무디스	S&P	피치 IBCA
최고 신용등급: 발행인의 의무 이행 가능성 높음	Aaa	AM	AAA
아주 높은 신용등급: 파산 위험 낮음	Aa1	AA+	AA
	Aa2	AA	
	Aa3	AA-	
높은 신용등급, 그러나 경기 또는 사업 변화에 취약함	A1	A+	A
	A2	A	
	A3	A-	
현재 신용등급은 적절하나 상황이 악화되는 경우 피해를 입을 수 있음	Baa1	BBB+	BBB
	Baa2	BBB	
	Baa3	BBB-	
투자등급 이하, 그러나 발행인이 약정을 지킬 좋은 기회가 있음	Ba1	BB+	BB
	Ba2	BB	
	Ba3	BB-	
중대한 신용 위험, 그러나 발행인은 아마도 의무를 이행할 수 있을 것 같음	B1	B+	B
	B2	B	
	B3	B-	
높은 파산 위험	Caa1	CCC+	CCC
	Caa2	CCC	CC
	Caa3	CCC-	C
발행인이 예정 이자 또는 원금 상환을 하지 못함	C	D	DDD
			DD
			D

등급에 대한 정확한 정의는 변할 수 있음

금리와 채권가격

경제 내에서의 금리 변동은 채권의 가격에 영향을 미치는 가장 중요한 단일 요소이다. 그 이유는 투자자들이 금리 차익거래, 특정 채권의 판매 및 구매를 통해 작은 가격차이의 이점을 누림으로써 이익을 얻을 수 있기 때문이다. 차익거래는 유사 채권의 가격을 같은 수준으로 빠르게 유도하게 된다.

채권의 가격은 금리와 반비례로 움직인다. 금리 변동의 정확한 영향은 채권의 잔존기간에 따르며 다음과 같은 기본 공식을 사용한다.

$$\text{가격 변동} = \text{잔존만기} \times \text{가치} \times \text{수익률 변화}$$

한 투자자가 100으로 표시된 채권 구매를 위해 1,000 캐나다 달러를 지불했으며, 채권의 만기는 10년이고 6%의 쿠폰을 갖고 있다고 가정해보자. 이 채권의 초기 잔존기간은 7.66년일 수 있다. 만약 10년짜리 대출에 대한 금리가 갑자기 감소했다고 하면, 투자자들은 6% 쿠폰의 채권으로 몰려들게 되어 입찰가가 상승할 것이다. 캐나다에서의 10년 만기 대출에 대한 시장 금리가 채권 발행 직후 5.9%로 하락했다고 가정하자. 이때의 가격 변동은 다음과 같이 계산할 수 있다.

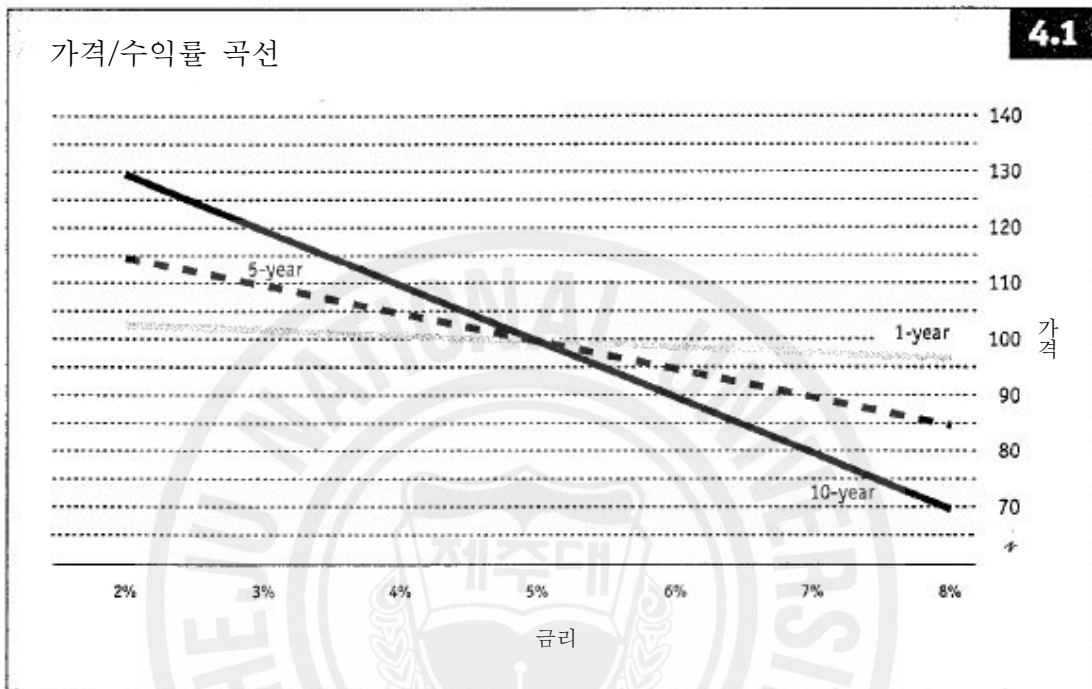
$$7.66 \times \text{C\$}1,000 \times (0.060 - 0.059) = \text{C\$}7.66$$

그러므로 이 채권은 현재 1,007.66 캐나다 달러의 가치를 지니며 가격은 100.77이 된다. 역으로 말하면, 만약 10년 만기 대출에 대한 캐나다의 금리가 상승하게 되면, 채권의 가치는 직접 수익률이 시장과 일치할 때까지 감소하게 될 것이다. 이 예에서 보는 바와 같이, 장기 채권의 가격은 단기 채권의 가격에 비해 상당히 변동이 심한데 그 이유는 잔존기간이 길기 때문이다. 같은 금리 변화에 대해, 12.5년의 잔존기간을 갖는 채권은 1.25%의 상승을 보이며 2.3년의 잔존기간을 갖는 채권은 0.23%의 상승을 보인다. 이러한 관계는 가격/수익 곡선을 통해 가시화될 수 있는데, 이 그래프는 채권 가격을 표시한 수직축과 금리를 표시한 수평축으로 구성되어 있다. 그림 4.1이 보여주는 바와 같이, 수익 성장은 장기 잔존기간을 갖는 채권이 단기 잔존기간을 갖는 채권과 비교해서 가격 하락의 폭을 크게 만들며 수익 감소는 가격 상승을 유발한다. 이러한 그래프상의 관계는 불록한 형태로 채권 투자자들에게 알려진다.

인플레이션과 채권 수익률

인플레이션에는 두 개의 독립적인 요소가 있다고 볼 수 있다. 첫 번째는 인플레

이선에 대한 재보상으로, 차용 기간에 발생할 것으로 예상되는 가격 변화이다. 두 번째는 채권 투자자가 하는 지불로서 인플레이션을 고려한 후에 사용되는 금액과 일치한다. 이러한 요소의 합이 명목 이율이다. 채권 쿠폰과 채권 수익 모두가 명목 금리이다.



예상 인플레이션 이외에 투자자에게 이뤄지는 지불이 실제 이율이다. 실제 이율을 정확히 알 수 없으나 추정할 수 있는 방법이 있다. 예를 들어, 한 채권에 대해 인플레이션으로 표시된 직접 수익률은 인플레이션으로 표시가 안 된 동일 만기를 갖는 채권의 수익률과 비교할 수 있다. 이 두 이율 사이의 차이를 인플레이션 프리미엄이라고 하며 표시가 되지 않은 채권을 구매하는 데 있어 투자자가 지불해야 할 금액이다. 만약 예상 인플레이션율이 증가하면, 이러한 채권에 대한 수익률은 투자자가 같은 수준의 실제 수익을 얻기 위해 증가되어야 하며 이는 채권의 가격이 하락해야 함을 의미한다. 그러므로 채권시장은 고용, 임금 상승, 산업 역량 및 상품가격과 관련된 경제 데이터에 의존하며 이러한 모든 내용은 향후 인플레이션의 지표가 될 수 있는 것들이다.

환율, 채권가격 및 수익률

다수의 채권 구매자는 국제적으로 투자를 한다. 외환으로 표기된 채권을 구매하기 위해, 이들은 자국 통화를 상대 외환으로 환전해야 한다. 결과적으로 채권을 판매한 후, 외환 수익을 자국 통화로 변환해야 한다. 그러므로 이러한 수익은 환율 변동에 상당히 민감하다.

예를 들어, 한 일본인 투자자가 1만 달러를 투자하여 미국의 채권을 구매했다고 하자. 당시 1엔은 0.083센트였다 (1달러에 120엔). 그러므로 채권 구매에 사용한 비용은 12만 엔이다. 투자자가 채권 판매를 원하는 시점에서, 달러화에 대해 엔화 가치가 10% 감소하여 1엔당 0.0075센트 (1달러에 133.33엔)로 된 경우를 가정하자. 채권의 가격이 변하지 않았더라도, 투자 가치는 13만 3천 엔으로 11.11% 증가하게 된다.

통화 이동의 효과는 채권 수익률 자체에 큰 영향을 줄 수 있다. 표 4.4는 평균 1995년도의 자국 통화 및 달러에 따른 채권 시장 수익률을 비교하고 있는데, 이때 당시 전 세계에서 금리 인하로 인해 채권의 가격이 상승했다. 엔화 및 파운드화에 대해 강세를 보였으나 나머지 통화에 대해선 약세를 보인 달러는 결과적으로 국제 투자자들에게 수익률에 있어 엄청난 영향을 미쳤다.

표 4.4 채권시장 수익률, 1995년 (%)

	캐나다	프랑스	독일	일본	영국	미국
자국통화 수익률	19.30	17.12	16.78	14.14	16.65	18.59
달러 수익률	22.71	27.81	26.49	10.42	15.77	18.59

출처: 메릴 린치

그러므로 한 국가의 통화 가치가 상승하다는 것은 채권에 대한 수요 및 가격 상승을 야기하나 나머지 사항에 대해선 이전과 동일하다. 그러나 다른 사항이 그대로 남아있을 리는 만무하다. 제 2장에서 설명한 바와 같이, 두 국가 사이의 환율 변동에 대한 주요 원인은 서로에 대한 상대적인 금리 변화이다. 왜 이러한 현상이 채권 가격에 영향을 미치는가에 대해선 위의 예에서와 같이 일본의 금리가 인하하여 엔화가 달러에 대해 약세를 보이게 되면, 미국 내에서의 채권 가격은

상승할 수 있다. 그러나 만약 미국의 금리가 상승하여 엔화가 달러화에 대해 약세를 보이게 되면 미국 내에서의 차권가격은 하락하게 된다. 요약하면, 환율 변동과 채권가격 사이의 관계가 항상 예측 가능한 것은 아니다.

수익 곡선

채권자가 차용자에게 요청하는 금리는 차용 기간에 따라 결정된다. 수익 곡선은 동일한 차용인이 서로 다른 주기에 걸쳐 차용을 하는 경우 변동하게 될 금리를 보여준다. 모든 국가에서 가장 면밀하게 살펴보는 수익 곡선은 중앙정부의 수익 곡선으로 위험이 없는 수익률과 가장 유사한 형태를 지닌다. 기업 차용자와 같은 기타 기관의 수익 곡선은 위험이 없는 수익과 비교하여 이해하는 게 가장 낫다. 수익 곡선은 두 개의 축에 대해 작성되는데, 수직축은 수익률 (퍼센트 포인트로 표시)이며 수평축은 기간 (연 단위)을 나타낸다. 대부분의 기간에 걸쳐 수익 곡선은 양의 기울기를 가지고 차트의 좌측 하단으로부터 우측 상단으로 증가를 보인다. 이 경우, 초단기 차용이 가장 낮은 수익을 보이는데, 그 이유는 기간이 길어질수록 수익이 증가하기 때문이다. 이러한 모양을 갖게 되는 이유는 충분히 납득할만하며, 그 이유는 채권자와 투자자는 장기간에 걸쳐 자신의 자산을 잠식할 수 있는 인플레이션을 통해 발생할 더 큰 위험에 대해 보상을 받고 싶어 하기 때문이다.

수익 곡선의 정확한 모양은 매일매일 약간씩 다르며 1개월 단위로는 크게 변화할 수 있다. 만약 장기 금리가 단기 금리에 대해 상대적으로 증가하게 되면, 곡선의 기울기가 가파르다고 할 수 있다. 만약 단기 금리가 장기 금리에 대해 상대적으로 증가하게 되면, 곡선의 기울기는 평평하다고 볼 수 있다. 이러한 내용을 생각해 볼 한 가지 방법은 수익 곡선을 미래의 단기 금리에 대한 예상으로 간주하는 것이다. 물론 채권 발행인과 투자자는 항상 장기적인 약정을 하는 것보다는 반복적으로 단기 금융시장 (money market) 상품의 구매를 선택할 수 있으므로 가파른 수익 곡선을 통해 단기 금융시장의 수익이 지금보다는 향후 더 높아질 수 있다는 것을 암시하게 된다. 단기 금리가 장기 금리보다 높은 경우 수익 곡선이 역전되었다고 한다. 역전된 수익 곡선은 일반적으로 중앙은행이 경제 흐름을 늦추기 위해 신용의 흐름을 제한하고 있다는 것을 나타내며 종종 인플레이션에

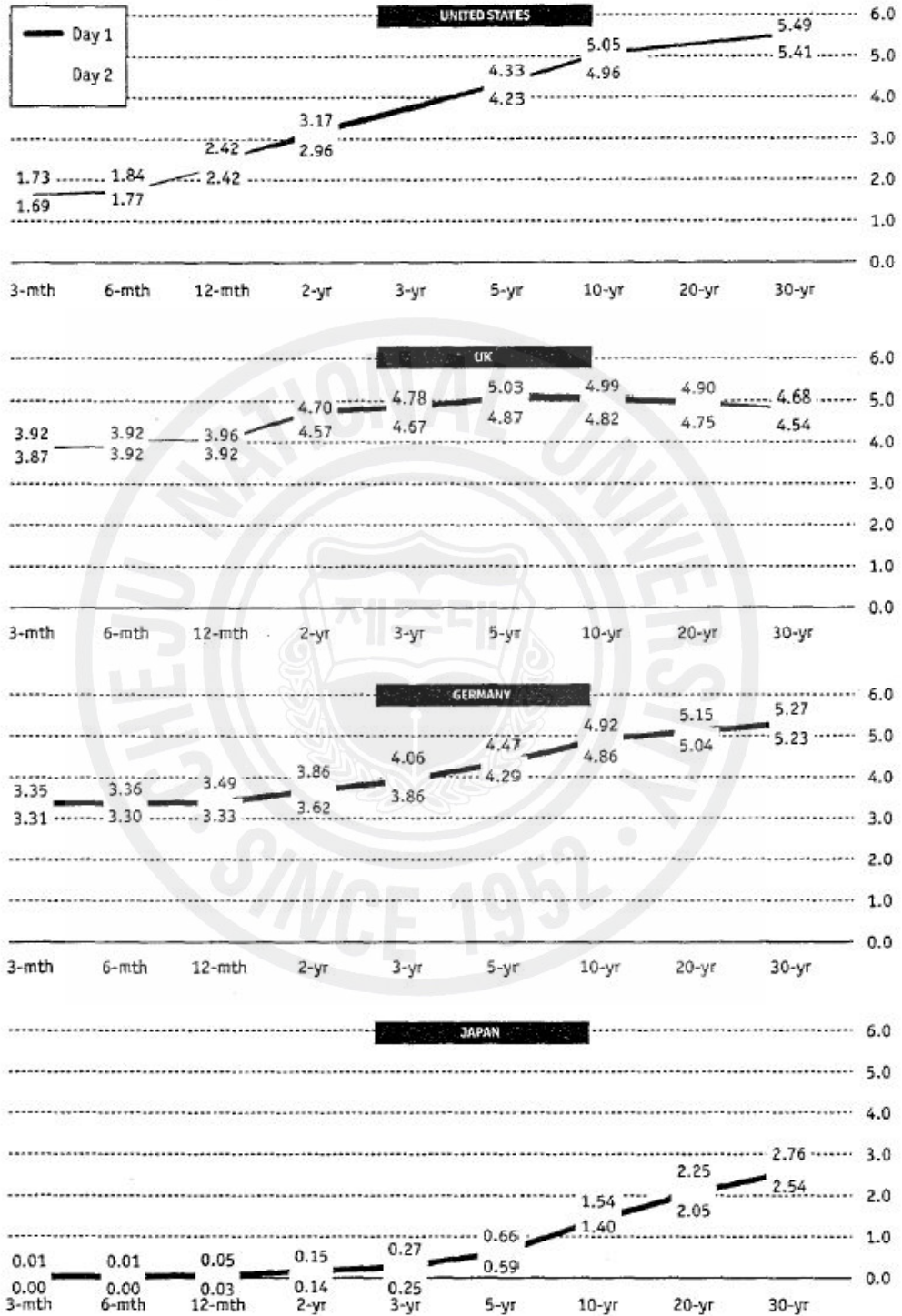
대한 기대감을 줄이기 위해 사용되는 단계이다. 이로 인해 장기 상품을 갖고 있는 투자자들은 단기 상품에 가용한 더 낮은 명목 금리를 수용할 수 있게 되며 결국 수익 곡선이 역전된 형태를 띠게 되는 것이다.

수익 곡선의 기울기는 금리의 절대적인 수준과 관련된 것은 아니다. 만약 단기 금리가 장기 금리에 비해 빠르게 움직이는 경우 금리의 꾸준한 상승 속에서도 수익 곡선의 기울기가 평평할 수 있다. 그림 4.2는 2002년도에 이틀에 걸친 미국, 영국, 독일 및 일본의 정부 채권에 대한 수익률 변화의 예를 보여주고 있다.

이틀 사이에 있는 개월 수에 있어, 미국에서의 금리는 수익 곡선의 “긴” 끝에서 떨어지고 있으나 12개월 미만의 만기에 대해선 상승하고 있다. 독일에서는, 전체 곡선에 대해 금리가 상승하고 있다. 영국의 경우, 전체 만기에 대해 곡선이 감소하고 있다. 일본은 역대 최저 수준의 금리를 보이고 있으며 5년 만기 이후의 경우 수익 곡선의 대부분 지점에서 상승을 보이고 있기 때문에 수익 곡선의 기울기가 약간 더 가파르다.

다수의 투자자들과 거래자들은 수익 곡선의 변화가 상대적인 가격을 변화시키기 때문에 하나의 만기를 갖는 채권을 적극적으로 팔아서 다른 만기가 있는 채권을 구매한다. 예를 들어, 1992년 10월 10년 만기 미 재무부 채권의 이율은 2년 만기 채권에 비해 3.5퍼센트 높았다. 1994년 말까지 10년 만기 채권은 2년 만기 채권에 비해 수익이 0.5퍼센트 정도밖에 높지 않았다. 비록 두 가지 만기를 갖는 채권 모두의 가격이 상승했지만 1992년 10월에 2년 만기 채권을 팔아 그 수익금을 10년 만기 채권의 구입에 사용한 투자자는 수익 곡선을 통해 상당한 이익을 거뒀을 것이다.

2002년 초기 이틀에 걸친 정부채의 수익 곡선



스프레드

일반적으로 채권을 구매하는 투자자들은 우선 자산 할당에 관한 결정을 내리게 된다. 즉, 자신의 포트폴리오에 있어 현금에 반대해서 채권, 증권 및 기타 형태의 자산에 대해 어떤 비율로 유지할 것인지에 대해 결정하는 것이다. 그 다음에, 자국 국채, 자국 기업채, 외국 채권 및 기타 부문 중 채권에 대한 포트폴리오를 폭넓게 할당하게 된다. 자산 할당을 끝낸 후, 각 부문 내에서 특정 채권을 얼마나 구매할 지에 대한 결정은 스프레드에 크게 기인한다.

스프레드는 두 채권의 직접 수익률간의 차이이다. 일반적으로 bp (basis point)로 표시되며 각각의 bp는 1퍼센트 포인트의 1/100이다. 단순하게 나타내면, 대부분의 국가에 있는 투자자들은 일반적으로 특정 국채인 기준 채권을 측정하고자 하는 기타 모든 채권에 대해 수용한다. 만약 두 채권이 기준 채권에 대해 같은 금리, 그러나 다른 스프레드를 보인다면, 투자자들은 스프레드가 큰 채권이 상대적으로 가치가 더 크다고 결론을 내리게 되는데, 그 이유는 스프레드의 폭이 줄어들면 다른 채권에 대해 상대적으로 가격이 상승하기 때문이다.

스프레드의 변화는 투자자들에게 어떤 위험이 현재 가장 걱정스러운지를 보여준다. 독일 정부가 발행한 10년 만기 채권이 기준이었던 유럽 정부의 채권 시장을 살펴보자. 1990년대 후반까지 독일 정부 채권과 이탈리아, 스페인 및 기타 유럽 내 국가에서 발행한 채권 사이에는 상당한 스프레드가 있었다. 그러나 12개 EU 국가들이 1999년 1월 1일 유로라는 단일 통화를 수립함에 따라 유로권 내의 스프레드가 줄어들게 되었다. 독일 채권에 대해 큰 스프레드가 있던 채권을 갖고 있는 투자자들은 스프레드가 줄어들면서 이익도 감소하게 되었다. 채권 가격이 일반적으로 하락하던 때 금리가 상승하던 시절에도 스프레드의 변화 추이를 유심히 살펴본 거래인들은 이익을 거둘 수 있다.

투자자들이 발행인의 신용 등급에 변화가 있다는 걸 인식하게 되면 스프레드는 또한 커지거나 줄어들 수 있다. 만약 한 회사의 판매가 약세를 보이면, 투자자들은 기업이 부채를 갚을 수 없다고 생각할 수 있으며 그러므로 채권 구매 이전에 더 큰 스프레드를 요구할 것이다. 바꿔 말하면, 종종 채권 발행인의 신용 등급이 주요 신용 등급기관 중 한 곳을 통해 상승할 거라고 기대할 때 투자자들은 채권을 구매하게 되는데, 그 이유는 이러한 등급 상승은 채권의 수익률이 기준 금리

에 더욱 근접하기 때문에 수익률 상승을 유발한다.

안전성 향상

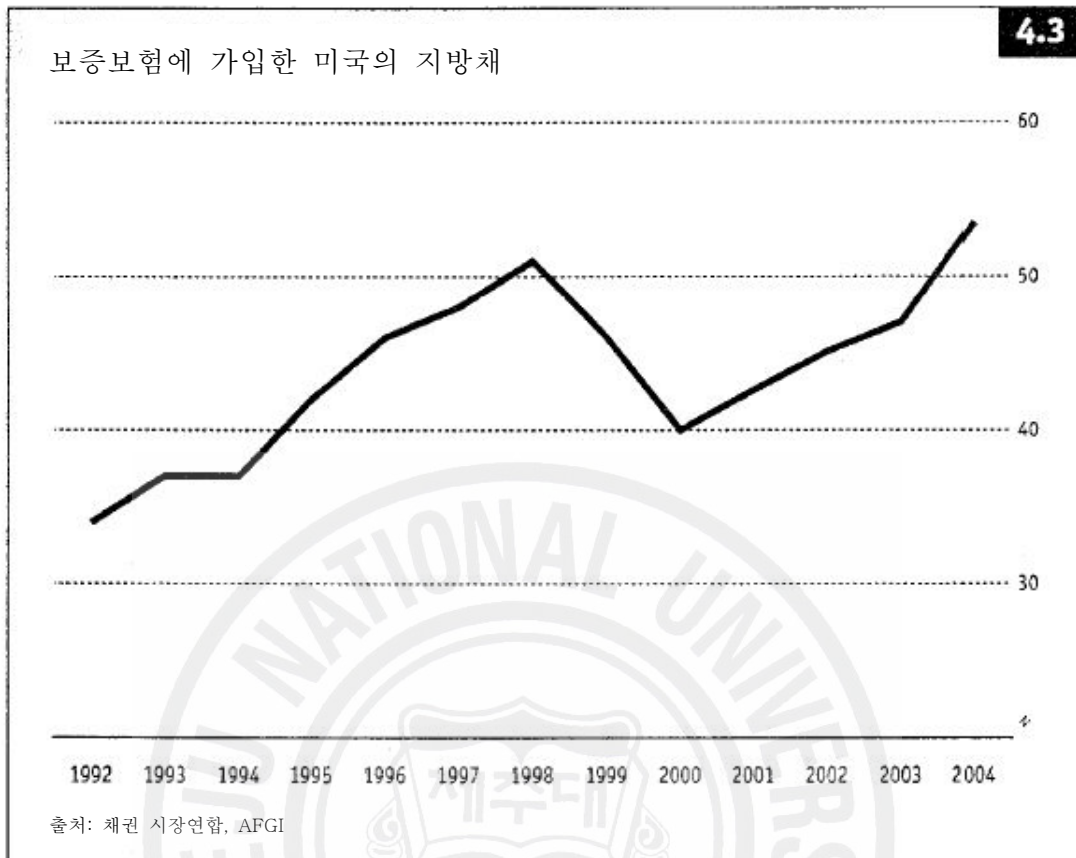
채권 발행인은 더욱 낮은 금리에서 자신의 채권을 판매하기 위해 채권 보유자들이 감내해야 할 위험을 줄이기 위한 단계를 밟곤 한다. 이를 위한 세 가지 방법이 있다.

☞ 약관 (covenant): 채권 발행 시 이뤄진 법적 구속력이 있는 약속이다. 간단한 약관은 발행인이 미래에 판매할 수 있는 추가적인 부채의 규모를 제한할 수도 있거나 항상 일정 수준의 현금을 유지하도록 요구할 수도 있다. 약관은 채무 불이행에 대해 채권 보유자를 보호하고자 하는 것뿐 아니라 회사 경영진의 차후 행동으로 인해 신용 평가기관이 채권의 등급을 하향조정할 가능성에 대비한 것이기도 한데, 하향 조정으로 인해 2차 시장에서의 가격 하락을 유발하기도 한다.

☞ 보증보험 (bond insurance): 신용등급을 제대로 받지 못한 발행인들이 종종 사용하는 방법이다. 보증 보험인은 주요 평가기관으로부터 상위 등급을 받은 민간 기업이다. 채권 발행인은 특정 채권이 제때 공급되는 것을 채권 보유자들에게 보증하기 위해 보험료를 지불한다. 이러한 보증이 있게 되면, 발행인은 낮은 금리로 채권을 판매할 수 있게 된다. 보증보험은 미국 내 지방채에 있어 특히 인기가 있으며 그림 4.3에서 알 수 있다. 유럽에서도 그 인기가 상승하고 있다. 2004년 미국 외에서 발행된 보증 채권의 규모는 140억 달러 정도이다.

☞ 감채기금 (sinking fund): 발행인이 만기일 이전 미리 마련된 일정액에 따라 자신의 부채 중 일부의 회수를 보장하는 것이다. 발행인은 특정 시기에 시장에 있는 채권 중 필요한 양을 구입하거나 피신탁인이 관리하는 기금에 돈을 예치함으로써 이를 실행할 수 있으며 그 목적은 만기일에 채권 상환을 위한 충분한 현금을 보유하고 있다는 것을 보장하기 위함이다.

보증보험에 가입한 미국의 지방채

**환매조건부 증권 (Repo: Repurchase Agreement)**

환매조건부 증권 또는 리포의 역할은 시장의 원활한 기능을 위해 필수적인 요소이다.

제 3장에서 리포를 다루었지만 요약하면 다음과 같다. 리포는 투자은행과 같이 일반적으로 증권거래인인 판매자가 현금 대출의 상환을 위해 채권 판매에 동의하지만 특정 일자와 가격으로 채권을 환매하는 데 동의하는 것이다. 판매자에게 있어서, 리포는 은행에 현금을 보관하는 데 있어 위험이 낮은 대안인데 그 이유는 증권이 담보의 역할을 하기 때문이다. 역리포는 당사자들이 역할을 바꿔서 하는 것이므로 증권 딜러는 투자자에게 속한 증권에 대한 현금을 거래하게 된다.

리포 시장의 가장 큰 부분을 차지하는 것은 콜시장이다. 그러나 대규모 투자자들은 종종 장기간 동안 기간형 리포 (term repo)를 사용하기도 한다. 이 경우, 리포는 채권 가격의 변화를 예상하기 전에 높은 비율을 차지할 저렴한 방법을 제공

할 수 있다. 예를 들어, 투자자가 장기 금리가 하락할 것으로 예상하는 경우를 살펴보자. 장기 채권을 딜러에게 판매하여 딜러의 대출을 취한 후 기간이 더욱 긴 채권을 구매하는 역리포를 취할 수도 있다. 만약 장기 금리가 리포 만기 이전에 하락하는 경우, 투자자는 이익을 거두는 시점에서 두 가지 채권 모두를 판매하며 이로 인해 단순히 채권을 구입하여 보유하는 것에 비해 훨씬 큰 이익을 거둘 수 있다. 그러나 바꿔 말하면, 이러한 차입거래로부터 발행할 수 있는 투자자의 손실은 금리가 반대로 움직이는 경우 그 손실의 규모가 훨씬 커지게 된다.

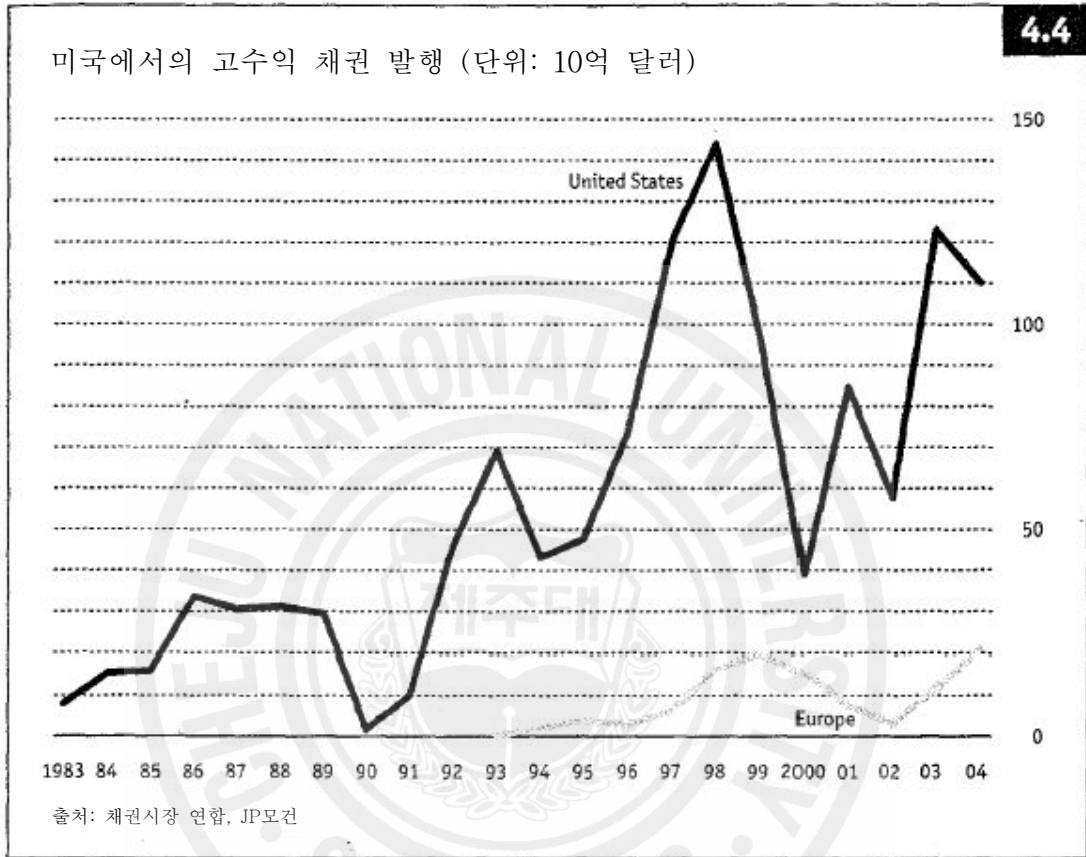
고수익 부채 - 또는 정크

최근 몇 년간 채권 시장의 발전에 있어 가장 중요한 요소 중 하나는 신용 등급이 낮은 개체가 발행한 보험이다. 이러한 채권을 고수익 부채 또는 투자등급 이하 부채라고 한다. 정크 본드로 더 잘 알려져 있다.

1980년대까지 “투자등급 이하” 판정을 받은 기업 및 정부 기관은 대부분 부채 시장에서 퇴출됐다. 대략 1983년부터, 미국 내 기관투자자들이 자신의 자산 중 일부를 일반적인 투자등급 이하의 채권에 할당하기 시작했다. 초기 고수익 채권은 종종 재정적인 차입매수 (LBO: Leveraged Buy-Out)에 사용되었으며, 한 기업의 모든 주식을 전부 사들이고 민간 기업으로서 운영하기 위해 발행인들이 돈을 빌렸다. 오늘날 많은 다른 목적으로 사용되고 있다. 고수익 시장은 유럽과 아시아에서는 그 발전 속도가 느리다. 유럽 중앙은행 (ECB)은 약 10%의 유로권 내 기업채가 투자등급 이하라고 추산하고 있지만 미국은 40% 정도이다. 영국 및 일본에서의 고수익 채권 발행 규모가 작지만 신흥 경제시장 내의 많은 기업과 정부에선 투자등급 판정을 받지 못한 증권을 발행하고 있으며 고수익 채권으로 거래되고 있다. 그림 4.4는 미국과 유럽에 있는 고수익 시장의 성장 추이를 보여주고 있다.

발행 당시 투자적격 등급을 받았다가 발행인의 재정 상황 악화로 인해 현재 고수익 채권으로 거래되는 채권이 종종 있다. 이러한 채권을 타락 천사 (fallen angel)이라고 한다. 투자등급 이하의 채권 발행인의 상황이 크게 향상되는 경우, 해당 채권은 투자등급을 받을 수 있다. 이 경우, 거래인들은 이를 신성 (rising star)이라고 한다. 2004년 경제 상황이 좋아지면서, 23개 미국 기업이 갖고 있는

380억 달러 규모의 채권이 정크 등급을 받은 반면 36개 발행인이 차지하는 470억 달러 규모의 채권이 신성이 되었다.



투자등급 이하의 채권은 일반적으로 재무부 채권과 상위등급 기업채와 비교할 때 상당히 큰 폭의 스프레드를 갖고 있다. 평균적으로, 미국 시장에 있는 고수익 채권의 이율은 비슷한 만기를 갖고 있는 미 재무부 채권에 비해 대략 400bp 이상을 보인다. 그러나 이러한 스프레드는 경제 상황에 따라 크게 변한다. 2000년 12월 미국경제가 약화되었을 때 평균 수익률은 재무부 채권 대비 941bp이었다. 더 높은 이자를 제공하기 때문에, 고수익 채권은 채무 불이행의 위험이 훨씬 크며, 특히 경제상황이 악화될 때 더욱 그러하다. 2001년 경기 침체 당시, 미국 내 고수익 채권 중 8%가 채무 불이행을 선언했다. 2005년 미국 경제가 훨씬 건전했

을 때 채무 불이행 비율은 아주 낮았다.

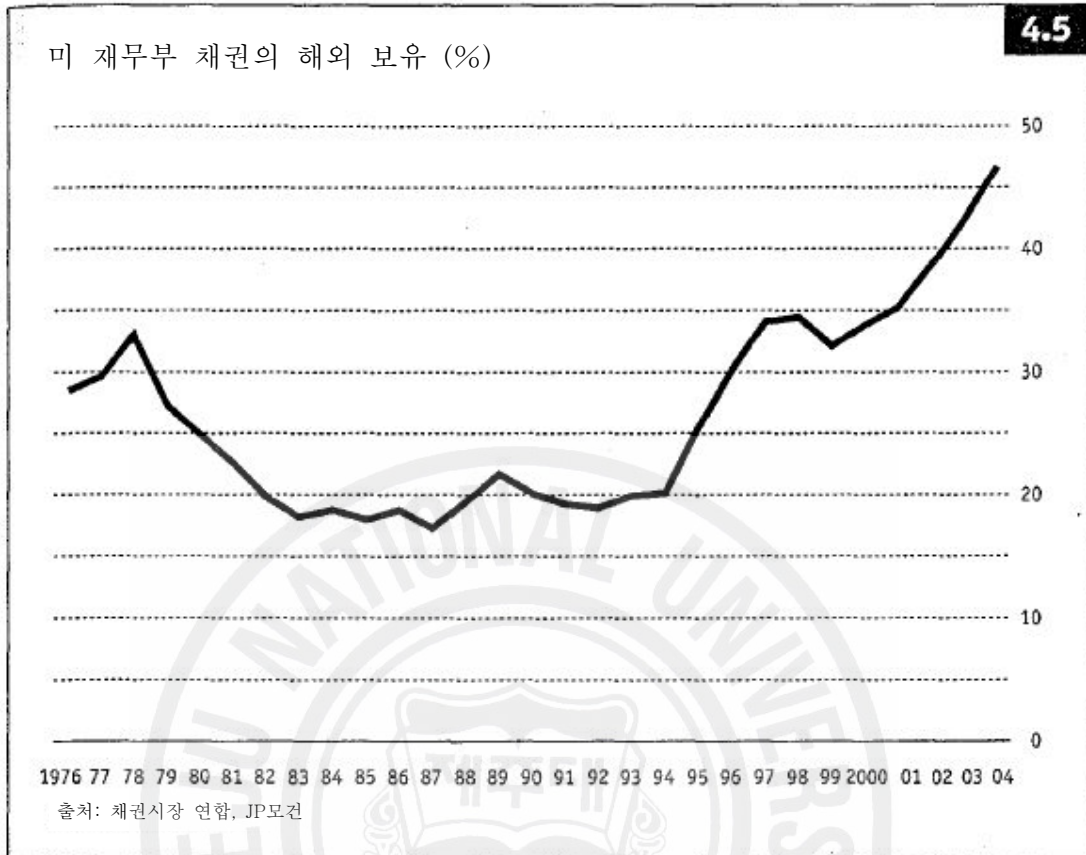
국제 시장

채권 시장은 국내 시장에서만 형성되지 않는다. 국경간 자본 흐름의 제한이 낮아지거나 폐지되면서 발행인의 국적과 발행 통화에 상관없이 투자자들은 다량의 채권을 구매할 수 있게 되었다. 약 1조 6천억 달러 규모의 기업채가 발행인의 자국 이외에서 거래되었으며 1조 4천억 달러 규모의 정부 부채 및 금융 기관이 발행한 10조 달러 규모의 부채 또한 해외에서 거래되었다. 전 세계에서 가장 많이 거래되고 있는 미 재무부 채권 중 절반을 현재 미국 외의 투자자들이 보유하고 있으며 그 현황이 그림 4.5에 있다.

발행인의 자국 외에서 채권을 발행하는 두 가지 방법이 있다.

☞ 외국채 (Foreign bond): 발행인의 자국 외에서 발행되며 발행이 이뤄지는 국가의 통화로 표기된다. 이러한 발행을 나타내기 위해 특별한 이름을 사용한다. 양키 본드는 미국 국적을 갖지 않은 채권 발행인들이 미국에서 발행한 달러 표기 증권이다. 영국 국적을 갖지 않은 채권 발행인들이 영국에서 파운드화로 발행한 채권을 불독 본드라고 하며 일본 시장에서 외국 발행인들이 발행한 엔화 표기 채권을 사무라이 본드라고 한다.

☞ 유로 채권: 발행인의 자국 또는 발행국가의 통화로 표기되지 않은 채권이며 일반적으로 적용되는 규제가 적다. 그러므로 일본기업이 런던에서 제공한 파운드화 표기 채권은 외국채로 분류되며 달러나 스위스 프랑으로 표기되어 런던에서 제공된 같은 증권은 유로 채권이라고 한다 (유로 채권에 대한 시장은 제 6장에서 다룬다).



왜 채권 발행인은 국내 시장이 아닌 국제 시장을 선택하는가? 우선, 차용 금액을 지불하기 위한 목적으로 차용 금액과 수익을 맞추려고 하기 때문이다. 예를 들어, 터키에 전력 발전소를 건설하고자 하는 프랑스 기업은 전력 거래가 터키 리라로 거래되기 때문에 유로가 아닌 터키 리라를 빌리려고 할 것이다. 둘째, 특히 뉴욕과 런던과 같은 주요 채권 시장의 더 큰 유동성은 타국의 차용자들이 자국에서보다 낮은 이율을 얻을 수 있음을 의미하며, 이는 환위험을 고려한 후에도 그러하다. 이는 금융 시장이 제대로 발전되지 않아 자국 통화로 된 채권을 구매하려는 투자자들의 욕구가 제한된 경우 특히 그러하다. 세 번째, 국제 발행은 종종 국제 투자자들 사이에 있어 발행인의 명성을 수립하는 데 종종 이용되며, 이는 향후 차용이나 수익 제공 방법을 쉽게 해준다.

표 4.1과 4.2에 나온 바와 같이, 미국이 세계 최대의 국내 채권 시장을 보유하고

있으며 현재 통용중인 모든 채권의 절반을 차지하고 있다. 미국 발행인이 발행한 국제 채권은 전 세계에서 발행 중인 채권의 1/6에 지나지 않는다. 그러나 다른 국가에선 상황이 매우 다르다. 독일과 영국은 국제 채권 시장의 비율이 그 규모에 비해 상당히 큰데 이는 독일의 발행인들이 국내보다는 국제 시장에서 더욱 많은 채권을 판매함을 의미한다.

신흥시장 채권

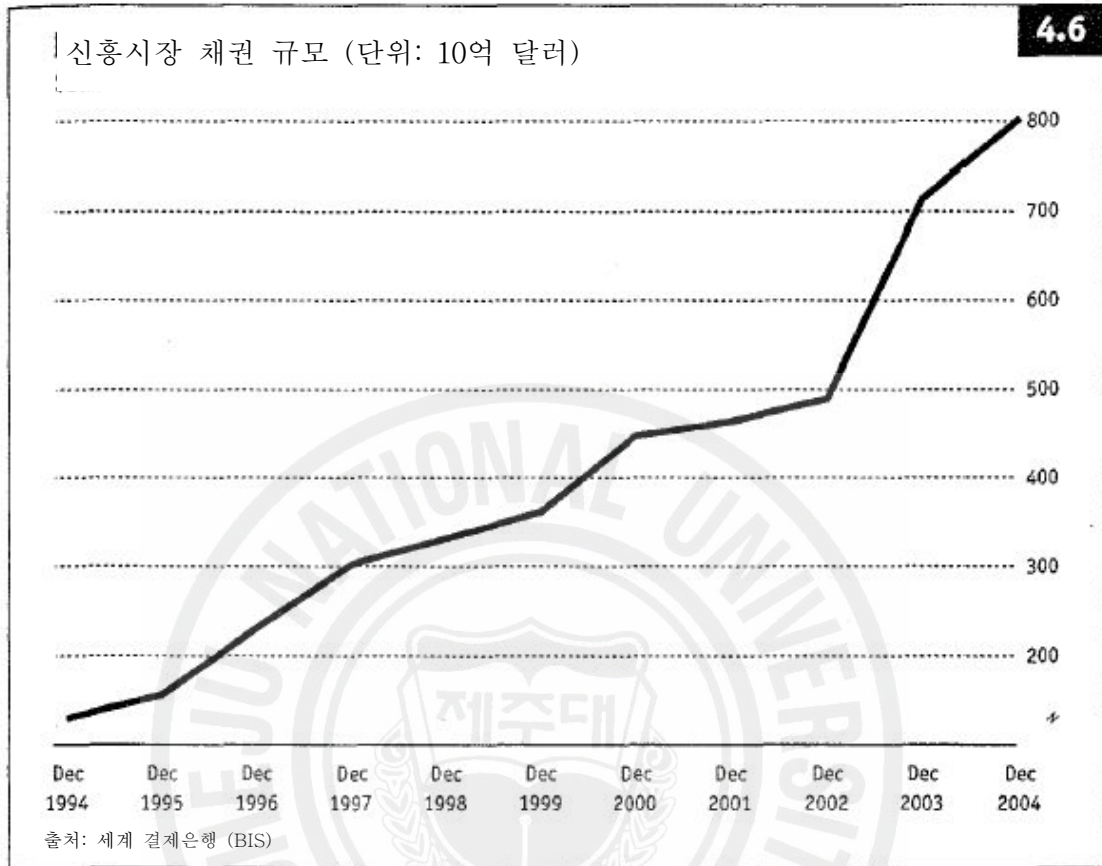
1990년대까지, 신용등급이 가장 높은 발행인들만이 국제 시장에서 채권을 발행할 수 있었다. 국가 부채에 대해 투자등급을 받지 못한 정부는 은행이나 국내 신용 시장으로부터의 대출이 제한되어 있었다. 이러한 국가 내의 기업들은 또한 몇 개를 제외하고는 국제 채권 시장에서 제외되었는데 그 이유는 신용 평가기관이 한 국가 내에 있는 차용자들은 자국의 신용등급보다 높은 등급을 받을 수 없다는 것을 의미하는 국가 신용등급 상한 (sovereign ceiling)을 부과했기 때문이다. 만약 국가의 국채가 신용 위기에 약한 것으로 판단되면, 해당 국가내의 기업 부채 또한 자동으로 같은 취급을 받게 된다.

그러나 지난 20년간, 투자자들은 이러한 소위 신흥시장 국가의 부채를 투자의 별도 범주로 수용하게 되었다. 신흥시장 부채의 주요 특성은, 투자등급 이하의 신용등급과는 별개로 높은 가격 변동성을 갖고 있다. 평균적으로, 신흥시장 채권의 가격 변화는 선진국 시장의 국채 및 회사채의 가격 변화에 비해 약 4배 정도가 크다.

신흥 경제 국가 및 기업들은 국제적으로 채권을 발행하고 있다. 그러나 브라질, 아르헨티나, 멕시코 및 한국과 같은 네 국가가 전체 신흥시장 채권 규모의 절반 정도를 차지하고 있다. 총 발행량이 1991년과 197년 사이 10배 정도가 증가했다. 그 후 1998년 아시아 금융 위기로 인해 주춤했으며 그 추이는 그림 4.6에 있다.

그리고 2000년에 빠른 성장을 재개했다. 2001년 후반과 2002년 초반 발행량이 거의 0에 가깝게 떨어졌는데 그 이유는 아르헨티나와 터키에서 금융 위기가 발생했기 때문이며 세계적인 경기 침체와 맞물려 투자자들의 이익을 감소시켰다. 신흥시장 중 브라질의 채권 발행량이 가장 많지만 몇몇 부분에 있어 신흥경제로 분류되지 않는 한국의 경우 2004년 채권 발행량이 가장 높았다. 유로화가 달러화

를 대신해 주요 발행 통화로 부상했다.



1994년에서 1997년에 있었던 신흥시장 채권 붐의 주요 원인은 전 세계 발생한 금리 인하를 제외하면 환율 정책이었다. 신흥시장 국가 중 다수가 자국 환율을 특정 통화에 대해 고정시키거나 연동시킴으로서 미리 예고한 방향으로 흐르게 하였다. 선진국에서의 금리가 신흥시장의 금리에 비해 훨씬 낮기 때문에 기업들은 자국 통화 수입이 채권 구매에 충분한 외환으로 바꿀 수 있다는 기대를 갖고 해외 채권을 팔 기회를 이용하였다. 그러나 시장의 힘으로 인해 한국, 태국, 인도네시아 및 기타 몇몇 국가가 1997년 통화 연동을 유지할 수 없었을 때, 통화 가치가 급락했다. 비슷한 현상이 1998년 러시아에서도 발생했다. 많은 채권 발행인들은 채권 상환에 필요한 외환을 보유할 수 없었기에 채무 불이행을 선언했다. 1999년 신흥시장 채권 발행에 대해 시장 분위기가 좋아졌을 때, 기업채의 위치는

전보다 훨씬 우위를 차지하게 되었다. 기업채가 2000년 1/4분기 신흥시장 채권 발행의 약 30%를 차지했다. 그러나 세계 경제가 2000년 침체를 보이고 많은 국가들이 2001년 불황에 접어들면서, 투자자들은 대부분의 신흥시장에서 발행한 국채와 회사채 모두에 대한 투자를 꺼려했다. 개발도상국 기업들의 채권 순발행량이 2000년과 2001년 거의 없었다. 아르헨티나 정부가 외환 관리를 선언하고 2001년과 2002년 자국 부채에 대해 채무 불이행을 선언했을 때, 아르헨티나 기업들은 자신의 부채를 갚을 수 없어서 또한 채무 불이행을 선언해야 했고 투자자들에게 있어 정부 정책의 변화는 기업채 보유자들에게 항상 위험으로 작용했다. 신흥시장 국가의 해외 채권 발행이 재개되진 않았으나 몇몇 기업은 자국 채권 시장을 더 많이 이용하게 되었다.

채권 지수

채권 수익률은 외부의 힘, 특히 금리에 크게 의존한다. 이로 인해 절대적인 기준으로 투자 관리자의 성공정도를 가늠하기 어려우며 금리가 상승할 때 최고의 투자 관리자들도 음의 수익 (돈을 잃음)을 거두기도 한다. 주요 투자은행은 그러므로 특정 채권 포트폴리오의 전반적인 성과를 판단하기 위해 채권 지수를 만들게 되었다.

이러한 지수는 다양한 질문에 답을 하게 된다. 첫째, 이자 지금과 시장 가치의 변화를 포함한 특정 채권의 전체 수익률이 유사한 발행인으로부터 생성된 채권의 전체 수익과 어떻게 비교할 것인가라는 질문이다. 다수의 지수가 기준을 제공하기 위해 채권의 종류를 줄여서 그 전체 수익률을 따지게 된다. 둘째, 특정 관리자가 얼마나 운영을 잘 했는가라는 점이다. 대규모 기관투자자는 많은 관리자들에게 자신의 채권 포트폴리오를 나누어서 다변화된 전략을 따르도록 한다. 이렇게 비교한다고 해서 원래 의도한 전략을 얼마나 잘 따랐는지가 나오는 건 아니다. 그러나 적절한 지수와 비교함으로써 투자자가 관리자에게 돈을 지불한 게 가치가 있는 것인지 아니면 이러한 채권을 정확히 구입함으로써 단순히 지수를 따르는 것이 수익에 있어 더 좋은지를 알게 된다. 셋째, 특정한 채권 투자 전략이 다른 전략에 비해 지속적으로 좋은 성과를 보이는데 대한 것이다. 만약 한 지수가 해가 갈수록 처지게 되는 경우, 투자자는 후행 지수를 통해 추적한 채권

혼합이 적절한 투자인지를 따질 수 있게 된다.

채권 지수에는 두 가지 기본형태가 있다.

- ☞ 기준: 가장 단순한 기준 지수는 전체 범주의 채권에 대한 적절한 기준으로 보이는 채권 발행 성과를 따른다. 이러한 형태의 지수는 특히 국채에 유용한데, 그 이유는 다양한 만기의 채권을 발행하는 국채 발행인은 각 국가별로 하나씩만 있기 때문이다. 장기 채권을 발행하는 국가의 경우, 기준 채권은 일반적으로 10년 만기 채권으로 한다.
- ☞ 가중치: 기타 일반적인 형태의 채권은 동일한 종류의 채권에 대한 전체 수익률을 따지는 것이다. 지수는 임의의 개시일에 100을 기준으로 정한다. 이러한 지수는 일반적으로 가중치를 갖게 되는데, 그 의미는 지수 내에 속한 채권의 중요도가 지수 내에 포함된 모든 채권 발행의 전체 규모와 비교할 때 발행 채권의 규모를 기반으로 산정된다는 것을 의미한다. 지수의 성과는 어떤 채권이 포함되느냐에 따라 크게 다른데, 그 이유는 개별 채권의 스프레드가 다양한 방법으로 변하기 때문이다. 가중치 지수의 종류는 수백 가지가 있다. 예를 들어, 일본 내 세 곳의 주요 투자은행이 일본 채권 시장의 가중치 지수를 발행한다. 노무라 채권 성과 지수는 투자 등급이 있는 채권 발행을 포함하며 현재 최소 10억 엔 규모의 채권이 있다. 니코 채권 성과 지수 또한 비슷한 기준을 가지나 1979년 12월부터 시작됐다. 다이와 채권 지수는 다른 두 개와 비교할 때 최소 50억 엔 규모의 채권만을 포함한다. 이 세 가지 중 어느 하나가 다른 것에 비해 우위에 있다고 볼 순 없다. 단순히 시장 내에서 약간 다른 부분만을 점하고 있을 뿐이다.

지수의 단점

이러한 지수가 널리 사용되고 있긴 하지만 몇 가지 부분에 있어 가중치 채권 지수에는 문제점이 있다.

- ☞ 불일치: 시간이 지남에 따라 같은 채권을 정확하게 추적할 수 있는

지수가 없는데, 그 이유는 대부분의 채권이 결국 만기가 되거나 상환되며 이 경우 활발한 거래가 멈추게 된다.

- ☞ 불확실한 가격 책정: 채권 지수 내의 변화를 계산하기 위해선 지수 내 각 채권의 가격 변동을 결정할 필요가 있다. 그러나 많은 채권이 자주 거래가 되진 않기 때문에 현재 가격 정보를 제공할 최근의 거래가 없게 된다. 거래가 발생하더라도 지수의 결합을 통해 가격을 알 수 있는 건 아니다. 그러므로 실제 거래에 의존하는 것이 아니라 채권의 가격을 추정할 수 있는 방법을 찾아야 한다. 그 결과 채권 지수는 매일 거래가 이뤄지는 주식에 비해 그 정확성이 훨씬 떨어지게 된다.
- ☞ 부적격: 특히나 평가기관에 의해 상향 또는 하향 조정되는 경우 채권이 기준을 충족하지 못하게 되면 지수에서 제외된다. 이 경우 지수를 따르는 포트폴리오 관리자들은 다른 당사자들이 같은 이유로 채권을 판매함에 따라 동시에 채권을 판매하게 되며 이로 인해 가격 하락을 부채질하게 된다. 예를 들어, 한국이 1997년 AA 신용등급을 잃게 되어 AA채권 지수에 투자하던 관리자들이 한국 채권을 덤핑해서 손실을 본 사례가 있다. 지수에 포함된 채권을 아르헨티나 정부가 교환을 추진한 후 2001년 12월 JP 모건의 신흥시장 채권 지수 플러스(EMBI+)에서 아르헨티나의 가중치가 반으로 떨어졌으나 더 이상 상환을 할 수 없게 되었다.
- ☞ 빈약한 다각화: 몇몇 지수의 경우 소수의 발행인을 포함하며, 이로 인해 지수를 쫓는 펀드 매니저들이 다각화되지 못한 포트폴리오를 갖게 된다. 이는 1998년 신흥 시장 포트폴리오 매니저들에게 큰 문제였다. 당시 러시아는 다량의 채권 발행으로 인해 EMBI+ 내에서 큰 가중치를 받았었다. 러시아 정부가 더 많은 채권을 발행할수록 더 많은 채권 포트폴리오 매니저들은 지수를 쫓기 위해 채권을 구매할 필요가 있었으며 이로 인해 정부가 다수 채권에 대한 지불을 유예했을 때 큰 손실을 입게 되었다.

신용 파산 스왑 (Credit default swap)

기업채 투자자들이 신용 파산 스왑의 사용을 늘리고 있다. 이는 상대적으로 새로운 형태의 계약으로서 투자자들이 특정 기업의 신용 정도나 잠재 채권을 실제로 소유하고 있지 않은 분야에 관한 의견을 표현할 수 있게 해준다. 이러한 혁신은 기업채 시장에서 상당히 중요한데, 투자자는 종종 자신이 사고 싶어 하는 채권이 가용하지 않다는 점을 알게 된다.

신용 파산 스왑은 차용자가 자신의 채권 또는 대출에 대해 파산하는 경우 그 위험을 교환하는 데 두 당사자가 동의하는 계약이다. 스왑의 판매자는 구매자로부터 수수료를 받는다. 대가로, 판매자는 만약 차용자가 부채를 제때 갚지 못하거나 파산을 선언하는 등의 “신용 변화”가 발생하는 경우 구매자에게 보상을 하게 되며 2005년 델파이 사의 사례에서 볼 수 있다. 그러므로 기업과 같은 특정 “이름”의 보호를 파는 것은 기업의 채권을 보유하는 것과 유사하며 특히 판매자가 파산 위험에 처한 경우에 그러하다. 이러한 보호를 사는 것은 채권에서 “단기” 위치를 보유하는 것과 유사하다. 즉, 낮은 가격으로 향후 채권을 재구매할 수 있다는 기대심리로 현재 보유하지 않은 채권의 판매에 동의하는 것이다.

주어진 이름에 대한 신용 파산스왑은 일반적으로 해당 채권과 비슷한 가격책정이 이뤄지며 그 가격은 신용 변화와 유사한 경우를 투자자가 재평가함에 따라 자주 변할 수 있다. 만약 신용 변화가 발생하지 않으면 이러한 보호의 판매자는 구매자로부터 얻은 프리미엄을 통해 이익을 얻게 된다. 만약 신용 변화가 발생하게 되면, 구매자는 파산이 이뤄진 어음이나 채권을 판매자에게 가져가게 되며 판매자는 구매자에게 증권의 액면가만큼 지불을 해야 한다. 이 경우 판매자의 정확한 총 손실은 신용 변화가 발생한 후 채권의 가격에 따른다. 바꿔 말하면, 당사자들은 항상 현금에 대한 계약을 체결해야 한다.

신용 파산 스왑의 한 가지 장점으로서는 발행인의 현재 채권이 거의 없더라도 투자자들이 발행인에 대한 의견을 표현할 수 있다는 점이다. 예를 들어, 자사의 수익이 기대치보다 훨씬 낮다고 발표하여 해당 기업이 파산할 수도 있다고 투자자들이 의심하는 기업을 살펴보자. 이 때 신용 파산 스왑을 통해 무제한의 투자자들이 회사의 파산 여부를 자신들이 결정할 수 있게 된다. 신용 파산 스왑이 없다면, 회사채 또는 대출을 소지한 투자자들만이 이러한 위치를 점할 수 있게 된다.

5. 증권화

전통적으로, 투자자들은 안전성과 예측 가능성 때문에 채권을 선호한다. 고정금리 채권은 보장된 현금 흐름을 약속한다. 각각의 이자 지급에 대한 금액과 일자는 채권 발행 시 명기되며 또한 채권의 상환 일자도 명기된다. 그러므로 투자자들은 향후 5, 10, 또는 20년 후 자신이 얼마나 받게 될 지를 정확히 알 수 있으며 만기 전 어떤 채권을 상환 받게 될 지도 알게 된다.

자산 담보부 증권 (ABS: Asset-Backed Securities)은 채권의 형태로서 이러한 확실함을 제공하진 않는다. 대부분의 경우 이 증권을 정부나 민간 기업의 신의와 신용을 통해 담보되지 않는다. 오히려 대부분의 경우 임대인인 채권자가 특정 자산으로부터 향후 이익을 얻을 거라고 예상하는 일련의 수익을 통해 지지되는 증권을 발행한다. 예상만큼 수익을 거둘 거라는 확신은 없다. 몇몇의 경우 전혀 수익을 거두지 못할 수도 있다. 종종 자산은 예상보다 일찍 유동화가 이뤄져 채권 보유자들은 자신들이 예상했던 수익 이하를 거둘 수도 있게 된다. 그 결과 향후의 현금 흐름은 큰 확신을 갖고 아는 것이 아니라 추측만을 가져올 수도 있다.

이러한 불확실성을 수용하는 대가로 자산 담보부 증권 투자자들은 일반 국채 또는 기업채에 비해 더 높은 수익을 거둘 수 있다. 동시에, 개별 증권에 비해 매매 준비가 더 빠르게 이뤄질 수도 있으며 (시장 용어로 유동성이 더 크다는 것을 의미) 이로 인해 투자자들이 특정 형태의 투자에 들어가고 나가는 것이 더 쉽게 된다. 이러한 이점으로 인해 자산 담보부 증권이 많은 인기를 거두고 있다. 다양한 형태의 자산을 담보로 하는 약 10조 달러 규모의 증권이 현재 전 세계 시장에 존재하고 있다.

자산 담보부 증권은 고정금리 또는 변동금리로 거래된다. 크게 두 가지 종류로 나눌 수 있다.

- ☞ 주택저당 담보증권 (Mortgage-backed security): 주택을 담보로 이뤄진다.

☞ 비주택저당 담보증권 (Non-mortgage backed security): 다른 종류의 담보를 둘 수 있다.

2004년 말 현재 전 세계 자산 담보부 증권 중 약 80%가 주택저당 담보증권으로 이뤄져 있다. 기타 자산의 증권화 속도가 빠르게 증가하고 있다. 비주택저당 담보증권의 발행액이 2004년 12월 현재 2조 달러 이상을 차지하고 있다. 주택저당 담보증권을 제외한 2004년 전 세계 증권 발행액이 8,860억 달러라고 에셋 백 얼러트 (Asset-Backed Alert)지가 밝히고 있다. 이 중, 1,930억 달러가 미국 외에서 발행됐으며 6,930억 달러 규모가 미국에서 발행됐다. 표 5.1은 자산 형태에 따라 미국 내 시장의 규모를 보여주고 있다.

표 5.1 주택 담보를 제외한 미국 내 자산 담보부 증권화 규모 (단위: 10억 달러)

	자동차 대출	신용카드 대출	주택담보 대출	조립식 주택 대출	학자금 대출	장비 리스	기타
1996	71	181	52	115	10	24	52
1998	87	237	124	25	25	41	193
2000	133	306	152	37	41	59	344
2002	222	398	287	45	74	68	450
2004	232	391	454	42	115	71	554

출처: 채권시장 연합

증권화 과정

증권화는 판매나 가격 책정이 어려운 개별 자산을 증권으로 취합하여 금융 시장에서 판매할 수 있도록 하는 과정이다. 최초의 증권화는 덴마크에서 이뤄졌는데, 당시 주택담보채권이 수년간 주택 구매의 자금 역할을 해왔다. 주택담보 증권은 1970년대 미국에서 널리 사용됐다. 이때부터, 기타 자산의 증권화에 대한 혁신이 일어나 자산 담보부 증권이 유럽 및 아시아 내 몇몇 국가에서 뿌리를 내리게 되었다.

증권화 과정은 차후 증권화가 이뤄질 자산의 생성으로 시작된다. 이는 주택담보 은행이 주택 구매자에게 주택담보를 연장하고, 은행이 고객에게 신용카드를 발급 해주며 영화사가 영화를 발표하는 것과 같이 일반적으로 사업의 정상적인 과정 내에서 발생한다. 정상 조건하에서, 이러한 자산은 기업의 장부에 대출 지불과 같이 해당 자산을 통해 벌게 된 현금은 향후 수익으로 기재된다. 증권화는 자산

을 제 3자에게 판매할 수 있는 증권으로 변환 또는 포장하는 과정을 필요로 한다. 증권화는 투자은행의 도움을 받아 이뤄지며 투자은행은 그 목적이 증권화 된 자산을 소유하는 것인 신탁을 설립하게 된다. 일반적으로, 1억 달러의 자동차 대출과 같이 단일 형태의 자산으로 구성된 풀을 소유하기 위해 신탁이 형성된다. 신탁은 자산을 형성한 기업으로부터 풀 내에 있는 자산을 구매하게 되며 자산 담보부 증권의 판매를 통해 모인 기금을 사용하여 투자자에게 판매하게 된다. 증권의 소유자는 자산을 통해 창출될 수익을 받을 자격이 생기며 대부분의 경우 자산 자체에 비례한 금액 (pro-rata share)이 된다. 신탁이 소유한 개별 자산이 예를 들어, 개별 부채를 지급한 것과 같이 회수되는 경우, 신탁의 규모는 사라지게 된다. 결국 모든 자산이 회수되는 시점에 신탁은 소멸된다.

일반적으로 자산 담보부 증권에 포함된 자산의 다양성을 통해 투자자들이 안심하게 된다. 신용평가 기관인 스탠더드 앤 푸어스에 따르면, 2001년 18개의 자산 담보부 증권이 파산했는데 이는 지난 16년간 가장 큰 규모였다. 이러한 파산 중 여섯 건이 2001년 후반 파산을 신청한 미국의 에너지 기업인 엔론의 붕괴와 관련이 있었다. 최근 몇 년간의 파산은 드문 편이다.

보증을 통한 상황

많은 경우 자산 담보부 신탁의 투자자는 특정 보증을 통해 이익을 얻는다. 정부는 종종 주택 건설 진작을 위해 주택 담보의 일부 또는 전부에 대해 보증을 한다. 원래 채권자 또한 투자자들을 유도하여 자산을 구매하도록 대출 지금을 보증할 수도 있다. 이러한 상황에서, 채권자는 상환을 목적으로 신탁에 자산을 판매하는데 이는 만약 개별 차용자가 지정된 일자에 이자 또는 원금을 지불하지 못하는 경우 신탁이 채권자로부터의 상환을 청구하게 됨을 의미한다.

증권화의 이유는 무엇인가

증권화를 하는 이유는 자신의 자산을 증권화하기로 결정한 기업에게 이익을 주기 위함이다. 몇 가지 이유에서 증권화가 매력적이라는 것이 증명되었다.

☞ 기업이 모든 사업 분야에 참가하여 얻는 이익이 아닌 복잡한 사업 구

조 중 특별한 이익을 거둘 수 있는 분야로 특화할 수 있도록 해준다. 많은 대규모 금융회사는 이동식 가옥 보유자에게 대출을 제공하거나 잠재적으로 이윤을 가져다 줄 신용카드 사용자와 같이 기존과는 다른 하나의 특정한 업무에 접근함으로써 성공을 거두게 되었다. 자산 생성 후 관리와 같이 어떤 기업은 자신이 전문적으로 다루지 못하는 부분이 있다. 이러한 자산을 증권화를 통해 판매함으로써 기업은 최고의 가치를 부가할 수 있는 분야에 집중할 수 있게 되었다.

☞ 자산을 매각함으로써 발행인들이 위험 프로필을 바꿀 수 있게 되었다. 예를 들어, 음반 제작사가 직면하게 될 위험 중 하나는 취향을 바꿈으로써 발생할 수 있는 음반 판매량의 감소 가능성이다. 특정 음반을 증권화함으로써, 제작사는 즉시 수익의 특정 부분을 받을 수 있게 된다. 음반이 대성공을 할 때 큰 이익을 거둘 수 있는 기회를 놓칠 순 있겠지만 인기가 시들해져서 음반 판매가 줄어들 수 있는 위험 또한 회피할 수 있게 된다. 제작사가 원하는 경우, 특정 판매량 이상을 초과하게 되는 경우 제작사는 초과 이익의 일부를 받도록 계약하는 것도 가능하다.

☞ 발행인이 현금에 대한 필요성을 줄이고자 하는 경우도 있다. 규제당국에 의해 은행의 자산 규모 및 형태에 따라 자산을 유지해야 하는 은행이 있다고 하자. 은행이 대출을 확장할 때, 은행의 대출 시장 규모는 대차대조표 상에서 자산으로 표기되므로 해당 자산의 가치가 잠재적으로 감소되는 것을 충당하기 위해 적절한 양의 현금을 보유하고 있어야 한다. 이런 식으로 자산의 상당부분이 묶이게 되면 새로운 투자를 실시하거나 다른 회사를 인수함으로써 주주들에게 더 큰 이익을 가져다 줄 기회를 놓치고 있다는 걸 발견할 수 있다. 자산을 증권화 함으로써 은행은 자산 전체 또는 일부를 대차대조표에서 없앨 수 있게 되므로 기타 용도로 현금을 자유롭게 사용할 수 있게 된다. 은행은 대출 이자를 더 이상 받을 수 없게 되지만 제때 상환이 이뤄지지 않아서 발생한 위험 또한 없앨 수 있게 된다. 불필요한 현금을 주주들에게 돌려주거나 증권화 된 대출의 발생 등 사업 분야 확충에 사용함으로써 주주들에게 더 큰 수익을 가져다줄 수 있게 된다.

☞ 증권화 된 자산의 판매는 공개적으로 가용한 가격을 만들어낸다. 음반에 대한 재산권과 같이 특정 형태의 자산은 거래가 복잡하고 특이하기 때문에 그 가치를 책정하는 게 어려울 수 있다. 자산 담보부 증권은 일반적으로 잠재적인 자산 그 자체를 거래하는 것보다 훨씬 쉽다. 만약 사무실 건물을 담보로 한 증권이 2년 전 가격의 1/2로 팔리는 경우, 투자자, 규제당국 및 관리자들은 이러한 특정 자산이 증권화가 되지 않은 경우에도 상업용 저당 중 어떠한 채권자의 포트폴리오가 가치를 갖고 있는지에 대해 합당한 이유를 가질 수 있다.

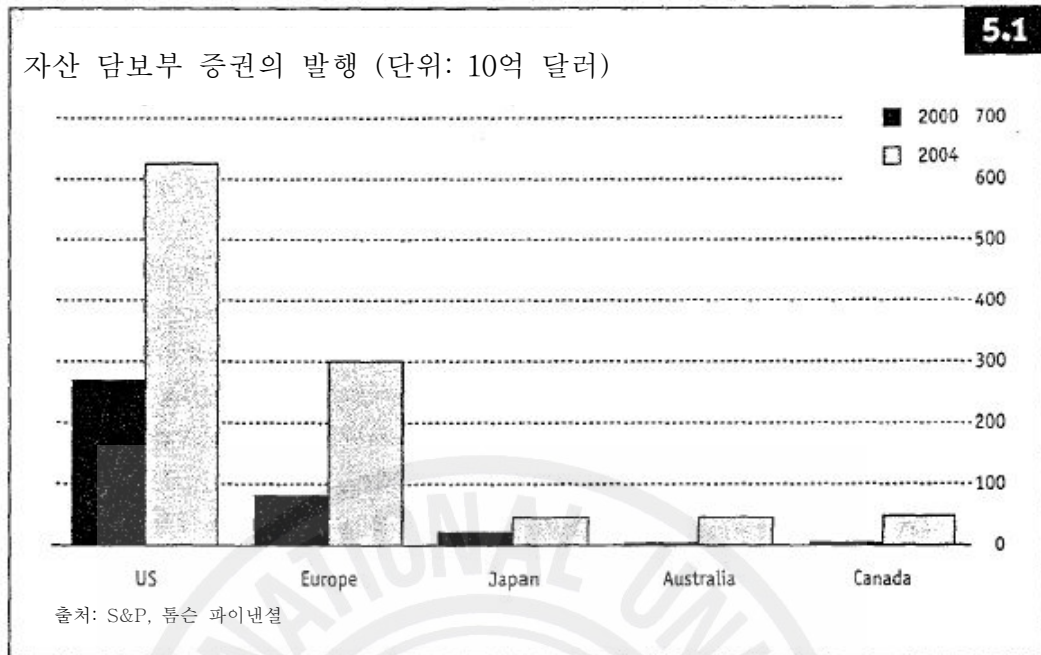
시장 발달

최근까지, 증권화는 미국에서 활발히 이뤄졌으나 다른 지역에선 거의 전무했다. 몇몇 요소로 인해 증권화의 발전이 도모되었다. 첫째, 규제 분위기가 혁신을 도모하는 방향으로 흘렀다. 정부는 업계, 특히 주거용 저당 부분에 있어 성장을 방해하는 규제를 거의 부과하지 않았으며 심지어 성장을 장려하기까지 했다. 둘째, 미국의 법률 체계의 방향이 규제 쪽으로 가지 않았다. 반대로 일본과 이탈리아와 같은 나라에서는 채무자의 권리를 보호하기 위한 법안으로 인해 최근까지 자산의 증권화가 방해를 받았는데 그 이유는 발행인으로부터 구매가 가능한 자산에 대해 신탁이 분명한 명칭을 가질 수 있는지가 불확실했기 때문이었다. 셋째, 자산 담보부 증권의 가치를 결정하는 데 필요한 복잡한 수학적 분석을 투자자들이 하려고 했기 때문이다. 몇몇 국가에서, 주로 채권 및 자산 매매에 익숙한 투자자들은 이러한 복잡한 분석에 익숙하지 않았기 때문에 자산 담보부 상품의 수용이 늦어졌다.

이러한 상황이 빠르게 변하기 시작했다. 비록 전체 자산 담보부 증권 중 약 3/4이 여전히 미국에서 발행되지만, 증권화가 유럽에서 인기를 얻고 있으며 아시아가 뒤를 바짝 쫓고 있다 (그림 5.1 참고)

이러한 지리적 분포가 크게 변화하고 있는 것으로 보인다. 일본은 1993년 파산을 선언한 채무자들에게 대한 담보로서 보유하고 있던 자산을 문제가 있는 은행들이 매각할 수 있도록 하는 수단으로 증권화를 허용했다.

자산 담보부 증권 발행 (단위: 10억 달러)



2003년 약 4조엔 (400억 달러) 규모의 증권화 상품이 발행됐다. 대만은 2003년 6월 증권화 촉진 법안을 통과시켰으며 2004년 500억 대만 달러 (17억 달러) 규모의 증권이 발행됐다. 2004년부터 2005년 3월까지 3,080억 루피 (70억 달러) 규모의 증권을 인도의 발행인들이 판매했다. 기타 신흥시장 정부들 또한 자산 담보부 증권의 발전을 도모하고 있으나 법률적인 불확실성이 여전히 존재하고 있다.

주택저당 담보증권

자산 담보부 증권에서 가장 중요한 요소는 역시 저당이다. 이러한 증권은 투자자들에게 다수의 담보 대출로부터 이자를 지불할 권리를 주는데 이러한 권리가 증권으로 묶이게 된다. 대부분의 주택저당 담보증권은 거주용 주택을 기반으로 하나 상업용 모기지 담보부 증권 (CMBS: Commercial Mortgage-Backed Securities) 시장 또한 크다. 일반적으로 단일 형태의 풀로 구성된 대출을 기반으로 하며 그 예로는 호텔이나 사무용 건물 등이 있다.

페니메가 길을 인도하다

비록 저당 채권 발행이라는 생각이 최초로 발생한 곳이 덴마크이지만 자산 담보 부 증권의 근대 시장 형성에 있어 가장 중요한 사건은 1938년 연방 저당권 구매 협회 (FNMA: Federal National Mortgage Association)의 창설이었다. 이 회사는 페니메로 알려져 있으며 원래는 정부 기관으로서 모기지 내의 2차 시장을 만들기 위해 창설되었다. 1차 모기지 시장은 주택 구매자에게 대출을 실시하기 위해 발기인으로 알려진 민간 기업의 결정을 필요로 한다. 2차 시장에서 발기인으로 부터 이러한 대출을 구입할 때, 페니메 (Fannie Mae)를 통해 발기인이 더 많은 대출을 가능하게 하므로 주택 시장에서 상당한 효력을 제공하게 된다. 페니메를 모델로서, 민간 분야의 개체들이 1949년부터 2차 시장 거래를 통해 개별 저당을 구매하기 시작했으며 미국 정부 규제당국은 1957년 더 많은 기관들이 저당을 사고 팔 수 있도록 공식적으로 승인했다.

초기부터, 페니메는 2차 시장 성장에 필수적인 조치들을 취했다. 재산의 가치평가, 개별 차용인의 신용평가 규정 및 저당 가능성을 소득과 연관시키는 규칙 등을 포함하여 구매하게 될 저당의 시작에 사용될 표준 절차를 수립했다. 또한 서비스 관리, 차용자로부터의 이자 및 원금 수령에 관한 규칙을 담고 있는데 이는 대부분 발기인을 통해 처리된다. 이러한 표준은 궁극적으로 주택저당 담보증권의 발전을 가져왔다. 비록 저당을 담보로 하는 특정 증권이 세부적으로는 다를 수 있더라도, 투자자들은 각각의 저당이 같은 일반 규칙을 가지고 결합된다는 것을 확신할 수 있게 된다.

자동이체식 증권 (Pass-through certificate)

초기에, 페니메는 원래 채권자들에게 속해있던 저당권을 구매하기 위해 정부의 돈을 사용했으며 이 때 정부에 상환금 제공을 위해 저당에 대한 이자를 지급했다. 그러다가 1960년대 투자은행들은 개별 저당권의 매매 대신 저당권을 증권으로 전환함으로써 민간 투자를 전용하는 방법을 만들어냈다. 이러한 새로운 증권을 자동이체식 증권 (pass-through certificate)이라고 하는데, 그 이유는 담보를 저당으로 잡은 대출의 저당권 설정자들로부터 받은 이자와 원금을 매월 투자자에게 직접 전달하기 때문이다. 1970년에 처음 출시된 자동이체식 증권이 최초의 근대 자산 담보부 증권이었다.

CMBS

많은 형태의 저당이 증권화 된다. 단일 가족의 저당 증권에 대한 현재 시장과 마찬가지로, CMBS라고 알려진 상업용 모기지 담보부 증권 (Commercial Mortgage-Backed Securities)의 발행이 상당히 크다. 이는 아파트 건물, 노년층을 위한 주택, 소매상, 창고, 호텔, 사무실 및 기타 건물에 대한 담보를 기반으로 할 수 있다. CMBS는 1990년대 초반 파산한 저축기관 (thrift institution)의 자산을 처분하기 위해 설립된 미국의 정부 조직인 미국 정리신탁 공사 (RTC: Resolution Trust Corporation)에서 처음으로 발행했다. 이러한 대출을 하나씩 파는 것보다 증권화를 하게 되면 더 빨리 처리할 수 있다는 걸 알게 되면서 정리신탁 공사는 1998년 영업을 중단할 때까지 180억 달러 규모의 증권을 발행했다. 그 전철을 밟아, 투자은행이 주기적으로 상업용 모기지를 증권화하고 있으며 그 주요 목적은 생명보험 회사로의 판매를 위한 것이다. 2004년 총 CMBS 발행이 미국에서 약 940억 달러, 유럽에서 250억 달러, 아시아에서 80억 달러였다.

REMICs

증권화에 있어 또 다른 중요한 조치가 1986년도에 실시됐는데 이 때 미 의회는 REMICS라고 하는 미국의 부동산 투자 저당기구 (Real Estate Mortgage Investment Conduits)에 제공하기 위해 세법을 개정하게 되었다. REMICS는 법적 장치로서 주택저당 담보증권을 통한 수익이 증권을 구매한 투자자들에게는 과세가 가능하지만 현재 저당을 명목상 소유한 신탁에는 부과되지 않으며 개별 저당권 설정자로부터 지분을 받을 수 있도록 한 것이다. 미국 내 많은 주택저당 담보증권이 현재 REMICS를 통해 발행되고 있다.

미국 정부기관 증권

미국 정부의 후원을 받는 다수의 기관은 주택저당 담보증권에 대한 2차 시장 진작을 위해 승인된다. 종합하면, 이들이 발행하는 증권은 기관 증권으로 알려져 있다. 미 정부기관 증권에 대한 시장이 가장 큰 금융 시장 중 하나로 성장하게 되었다. 2005년까지 정부기관 증권의 일일 평균 거래량이 2,500억 달러를 초과했으며, 이는 10년 사이에 8배로 증가한 수치이다. 일반적으로 정부기관 증권은 증

권을 발행한 기관의 이름을 따서 부르며 각 기관의 증권은 약간씩 다른 특성을 갖고 있다.

페니메 (Fannie Mae)

페니메는 전 연방 저당권 구매협회 (FNMA)를 통해 발행됐으며 현재는 페니메를 기업의 이름으로서 사용하는 주주 소유의 회사이다. 각각의 페니메 증권은 미국 내 다른 지역에서 이뤄진 대출을 통해 담보를 받게 되며 투자자들이 특정 지역에서의 경제 악화가 특정 풀에 있는 불특정 다수의 증권이 파산 상태로 빠지게 될 위험을 감소할 수 있게 해준다. 고정금리 모기지 풀에 있는 개별 부채에 대한 금리는 2.5% 포인트의 범위 내에서 움직일 수 있다. 이러한 개별 금리를 기반으로, 페니메는 특정 금리를 포함하는 각각의 증권을 발행하여 개별 차용자들이 지불을 할 수 없는 경우에도 투자자들이 매월 정해진 일자에 원금과 이자를 받을 수 있도록 보장한다. 회사는 개인이 차용을 하면서 지불하게 될 금리와 자동이체식 증권 투자자들에게 지불될 낮은 금리 사이의 차이에 다양한 수수료를 붙여서 돈을 벌게 된다. 페니메의 현재 시장 금액은 1조 8천억 달러가 넘는다 (표 5.2 참고)

표 5.2 페니메 증권 (단위: 10억 달러)

연도	총 발행	총 잔액
1990	97	300
1992	194	445
1994	130	530
1996	150	651
1998	326	835
2000	212	1,058
2002	723	1,538
2004	527	1,846

출처: 채권시장 연합

지니메 (Ginnie Mae)

지니메는 개별 채권자들이 발행한 증권으로 주로 저당은행들이 발행하며 미국의 정부기관인 정부국가 저당협회 (Government National Mortgage Association)의

보호 하에서 이뤄진다. GNMA (지니메)는 1968년 페니메로부터 분리됐으며 다양한 방법으로 가족 사이의 주택 소유권을 촉진시키기 위한 목적을 갖고 있다. 지니메 풀 내의 개별 저당은 전 미 육군 소속 장병들을 위한 저당을 보장해주는 제향 군인회와 같은 몇몇 미국의 정부기관을 통해 보증을 받게 된다. 유사한 지불 특성과 만기를 갖는 대출 풀을 구성하기 위해 채권자가 저당을 모으며 그 후 이러한 저당을 기반으로 증권을 발행하기 위해 지니메의 승인을 받게 된다. 채권자는 개별 차용자로부터 이자와 원금을 거둘 책임이 있으며 월별 지급금을 발행 주식을 보유한 소유주들에게 줄 책임이 있으며 미 정부의 신의와 신용은 투자자들이 받아야 할 모든 원금과 이자를 받을 수 있도록 보장한다. 현재 4,000억 달러가 넘는 지니메가 투자자들의 손에 있다 (표 5.3 참고)

표 5.3 지니메 활동 (단위: 10억 달러)

연도	발행 증권	총 잔액
1990	64	404
1992	82	420
1994	111	451
1996	101	506
1998	150	537
2000	103	612
2002	172	538
2004	127	442

출처: 채권시장 연합

프레디 맥 (Freddie Mac)

프레디 맥은 정부 헌장을 통해 설립된 민간 분야 기업인 연방 주택금융 저당공사 (Federal Home Loan Mortgage Corporation)에서 발행한 증권이다. 페니메 및 지니메와 마찬가지로 프레디 맥은 2차 시장에서만 활동하며 개별 차용자들에게 돈을 직접 빌려주진 않는다. 정부 규제에 의해 공사는 빈곤층 및 중산층 가구에 모기지 금융의 일부를 지불하게 된다. 프레디 맥은 경쟁관계에 있는 페니메와 유사한 성격을 지니며 미국 정부의 의무사항을 구성하진 않는다. 표 5.4가 프레디 맥의 성장세를 보여주고 있다.

표 5.4 FHLMC 증권 (단위: 10억 달러)

연도	발행 증권	총 잔액
1990	74	321
1992	179	409
1994	117	461
1996	120	554
1998	251	647
2000	167	822
2002	547	1,082
2004	365	1,209

출처: 채권시장 연합

파머 맥 (Farmer Mac)

파머 맥은 농장 및 시골 지역에 대한 저당의 자동이체식 증권이다. 미 정부를 통해 설립된 주주 소유의 기업인 연방 농업 저당공사 (FAMCC: Federal Agricultural Mortgage Credit Corporation)는 미 농무부가 보증한 농업 분야 저당 및 대출 모두를 증권화하며 이중 일부는 저당이 아니다. 공사는 증권 구매자들에게 이자 및 원금지급을 보증하며 이러한 보증은 미 재무부로부터 15억 달러 규모의 신용한도를 통해 담보가 잡혀 있다. 파머 맥 증권의 규모는 미국의 2차 저당 시장에 있는 기타 정부 지원 참가자들의 증권 규모에 비해 상당히 작다.

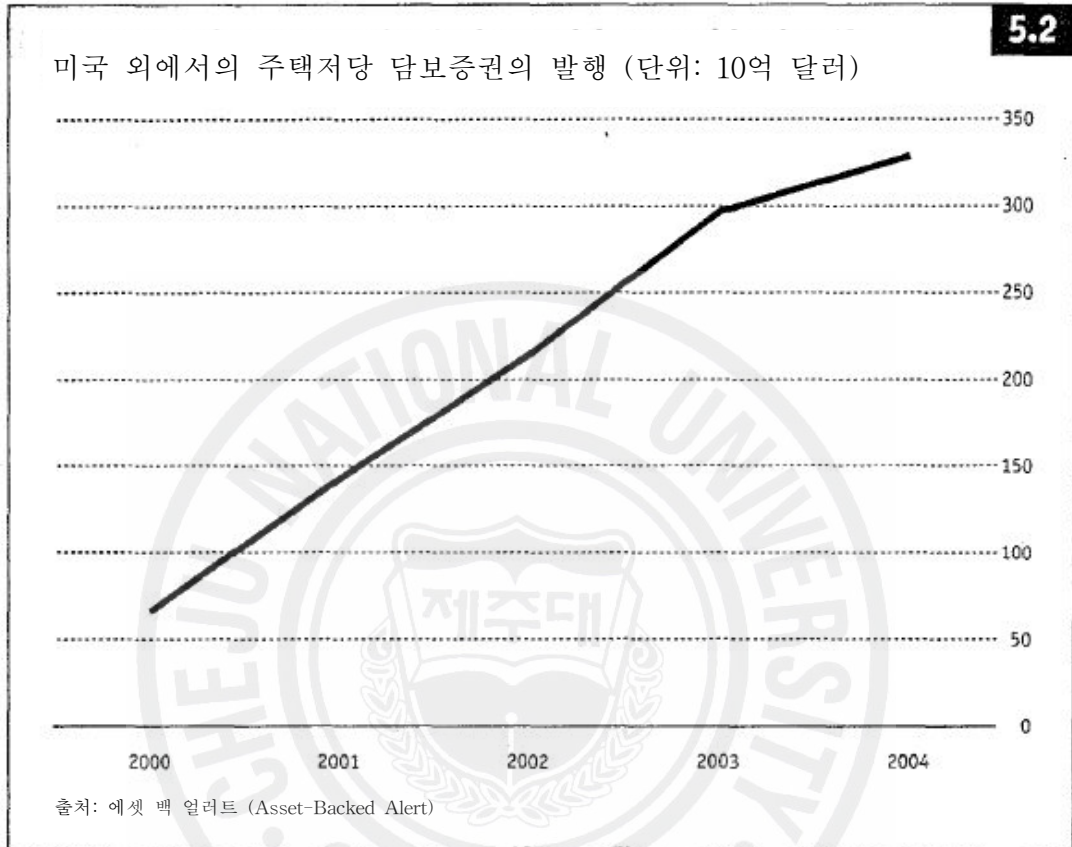
미국 외에서의 저당 증권

총 3,290억 달러의 저당 증권이 2004년 미국 외에서 발행되었으며 이는 2000년에 발행된 660억 달러에 비해 거의 다섯 배에 달한다 (그림 5.2 참고) 주택저당 담보증권 시장이 미국을 제외한 다수의 국가에서 어떻게 발전했는지에 대한 예가 있다.

캐나다

NHA MBS는 주택저당 담보증권으로 캐나다 정부 기관인 캐나다 저당 및 주택공사의 국가 주택법 하에서 발행된다. 공사는 캐나다 내 승인된 민간 분야의 채권자들이 발행한 저당을 구매하고 증권화 한다. 공사의 자동이체식 증권은 단일 주택, 다세대 주택, 연립 주택 또는 이 세 가지의 혼합형에 대한 저당을 통해 담

보를 설정하게 된다. 이자 및 원금지급은 공사가 보증하므로 캐나다 정부가 보증하는 것과 마찬가지로 된다. 2004년 12월 현재 730억 캐나다 달러 (580억 달러) 규모의 저당담보 채권을 보유하고 있다.



덴마크

덴마크는 현재 1,500억 달러가 넘는 주택저당 담보증권을 보유하고 있으며 국가 규모에 비해서 상당히 큰 규모이다. 덴마크의 저당증권은 10-30년의 기간을 갖는 고정금리의 주거용 저당을 통해 담보가 설정되나 미국과 마찬가지로 개별 차용인들은 만기일 이전에 위약금 없이 대출 상황이 가능하다. 미국의 주택저당 담보증권과는 다르게, 덴마크의 경우 상업 및 주거용 건물을 결합하며 투자자들은 전통적으로 월별이 아닌 분기별로 이자를 지급받는다. 현재 저당은 저당을 설정한 저당은행의 대차대조표 상에 남게 되므로 신탁으로 판매되지 않는다.

독일

판트브리페 (Pfandbriefe: 담보증권)는 유럽 내 특정 저당은행이나 주 은행이 발행하는 증권이다. 판트브리페는 독일에서 만들어졌으나 스페인과 프랑스의 금융기관 또한 주요 발행인이다. 두 가지의 기본형태가 있다. 하나는 히포테켄판트브리페 (Hypothekenspfandbriefe: 저당권 담보부증권)로 판트브리페의 약 27%를 차지하고 있으며 독일 정부가 수립한 표준을 만족하는 주거지 저당을 통해 담보가 설정된다. 다른 하나는 오펜틀리히 판트브리페 (Oeffentliche Pfandbriefe: 공공 담보증권)로 독일 및 기타 유럽국가로부터 공공분야의 부채를 통해 담보가 설정된다.

판트브리페는 특정 목적을 지닌 기관보다는 은행을 통해 직접 발행된다는 점에서 기타 자산 담보부 증권과 다르며 자산이 여전히 은행의 대차대조표 상에 남아있게 된다. 또한 기타 자산 담보부 증권과는 달리 판트브리페는 고정된 자산 풀을 통해 담보가 설정되진 않는다. 발행은행은 때때로 자산 풀에 추가할 수 있으며 만약 자산이 채권 보유자들에게 지불할 만큼의 충분한 수익을 거두지 못하는 경우 법적 책임을 지게 된다. 이러한 이유로 대부분의 자산 담보부 증권에 투자하는 투자자와는 달리 판트브리페의 투자자들은 증권을 발행하는 은행의 재정강도에 반드시 주의를 기울여야 하는데 그 이유는 은행이 지불에 있어 최종 보증인이기 때문이다. 대부분의 독일 저당은 판트브리페를 통해 증권화 되지 않는데 그 이유는 자산 가치의 60%를 넘기지 않는 저당만이 증권화가 가능하기 때문이다. 1999년 판트브리페 발행은 3,250억 유로라는 기록을 세웠으나 2004년 2,090억 유로로 감소했다. 독일이 전체 발행의 70%, 스페인이 18%, 프랑스가 9%를 차지하고 있다.

영국

영국 최초의 주택저당 담보증권은 1987년 국가 주택 대출을 위해 발행된 5,000만 파운드의 증권이다. 총 10억 파운드의 주택저당 담보증권이 그 해 영국에서 발행됐으며 그 때부터 시장이 꾸준히 성장하고 있다. 그러나 영국 주택 저당시장의 특이한 특성으로 인해 성장세가 둔화를 보이고 있다. 그것은 바로 자주 조정되는 변동금리를 갖는 저당의 비율이 높다는 것이다. 장기 고정금리 저당은 일반적이

지 않으며 차용자들은 거의 비용을 들이지 않고 채권자를 바꾸거나 현재 저당 규모를 증가시킬 수 있다. 이러한 특성으로 인해 영국의 다수 저당을 장기증권으로 묶는 게 적당하지 않다. 그럼에도 불구하고 영국의 주택저당 담보증권의 발행이 2004년 770억 파운드에 달했다.

유럽 내 기타 국가

유럽 내 기타 국가에서, 주택저당 담보증권의 발행은 꽤 적당한 편이지만 유로화의 제정을 통해 저당의 증권화가 제고되고 있다. 2004년 유로 권에서의 발행은 590억 유로 (710억 달러)였으며 주로 스페인과 네덜란드에서 이뤄졌다. 엄격하게 보면 유럽에는 미국에서의 페니메나 지니메와 유사한 제도가 없기 때문에 이러한 발행규모 중 거의 대부분은 민간분야의 거래가 차지한다.

일본

일본에선 저당권 설정자가 자신이 갖고 있는 저당권의 재판매 반대가 가능하도록 법률에 규정되어 있기 때문에 주택저당 담보증권의 발전이 저해를 받았다. 최초의 주택저당 담보증권 발행 시도가 1998년에 있었지만 실패했다. 그러나 몇몇 발행의 경우 2000년 완전한 성공을 거두었으며 2004년 발행 규모는 1조엔 (90억 달러)을 넘어서게 되었다.

중국

중국의 중앙은행인 인민은행이 2000년 4월 주택저당 담보증권의 발행을 승인했다. 그러나 2005년까지 발행건수가 없었다.

비주택저당 담보증권

투자자들이 주택저당 담보증권의 구매에 익숙해짐에 따라, 금융시장 참가자들은 자연적으로 기타 형태의 자산 담보부 채권의 가능성을 고려하기 시작했다. 이 과정에서 가장 적극적으로 참여한 당사자는 은행으로서, 차용된 기금의 최종 지급인이 아닌 차용인과 투자자 사이의 중개인으로서 새로운 역할을 찾기 위해 증권화를 사용할 수 있게 되었다. 다수의 비은행 채권자들 또한 자신의 활동 자금 마련을 위해 증권화로 돌아섰으며 특히 증권화를 통해 대규모의 대출 포트폴리오

를 지지하기 위해 자금을 모아야 하는 경우 훨씬 빨리 성장을 할 수 있게 되기 때문이었다.

신용카드 증권

미국과 유럽 모두에서 비주택저당 담보증권 중 최근까지 가장 큰 비율을 차지한 부분이었다. 다수의 대규모 투자은행은 신용카드 포트폴리오의 일부 또는 전부를 증권화 함으로써 자신의 자본을 더욱 이윤을 창출해 낼 방법으로 사용하게 되었다. 일반적으로 변동금리를 제공하는 약 3,700억 달러 규모의 신용카드 증권이 2005년 미국 내 존재하였으며 유럽에서는 수십 억 달러 정도가 존재했는데 대부분이 영국에 있었다.

주택 재융자 (Home equity loan)

주택 재융자 담보 증권은 종종 2차 담보 (second lien)로 보증이 설정되며 (1차 담보의 보유자에 대한 차용자의 부채를 만족한 후에만 증권을 제공함) 미국에서 성황을 거두고 있다. 이러한 제도는 세법 개정을 통해 기타 형태의 소비자 금융에 대한 선호도가 사라진 후 인기를 얻게 되었다. 약 4,760억 달러 규모의 주택 재융자 자산 담보부 증권이 2005년 중반 현재 존재하며 이 중 미국의 ABS 시장이 1/4을 차지하고 있다.

자동차 대출 (Automotive loan)

종종 자동차 제조업체의 금융 자회사가 증권화를 실시하는 자동차 대출은 자산 담보부 시장에서 확고한 위치를 차지하고 있다. 2005년 미국의 자동차 대출 규모는 약 2,260억 달러 정도이며 캐나다와 유럽의 경우 그 규모가 훨씬 작다. 또한 농업 및 건설 장비를 담보로 하는 대출의 규모도 상당하다. 대부분의 신용카드 및 주택 재융자와는 다르게 자동차 대출을 기반으로 하는 자산 담보부 대출은 일반적으로 고정금리로 되어 있다.

조립식 주택 증권 (Manufactured-housing security)

1990년대 초반에 도입된 조립식 주택 증권은 증권화에 적합하지 않은 고위험 대

출로 인식됐는데, 그 이유는 일반적으로 차용자들의 수입이 높지 않고, 대출 절차가 일관되지 않으며 집 자체가 해를 거듭해서 살기에는 적절하지 않은 것으로 간주됐기 때문이었다. 그러나 비은행권 채권자가 조립식 주택 대출을 제공하고 증권화하기 시작하면서, 고금리를 통해 투자자들을 유혹하게 되었다. 약 120억 달러 규모의 조립식 주택 담보 증권이 1999년 미국에서 판매되었다. 2000년과 2001년 경제 성장이 둔화되고 실업률이 상승하면서 다수의 대출이 파산 상태에 빠지게 됐으며 이 때 발행 규모가 20억 달러 수준으로 떨어졌다. 이러한 증권의 신규 발행은 거의 없었으며 차용자들이 대출을 상환하면서 대출 규모도 감소했다.

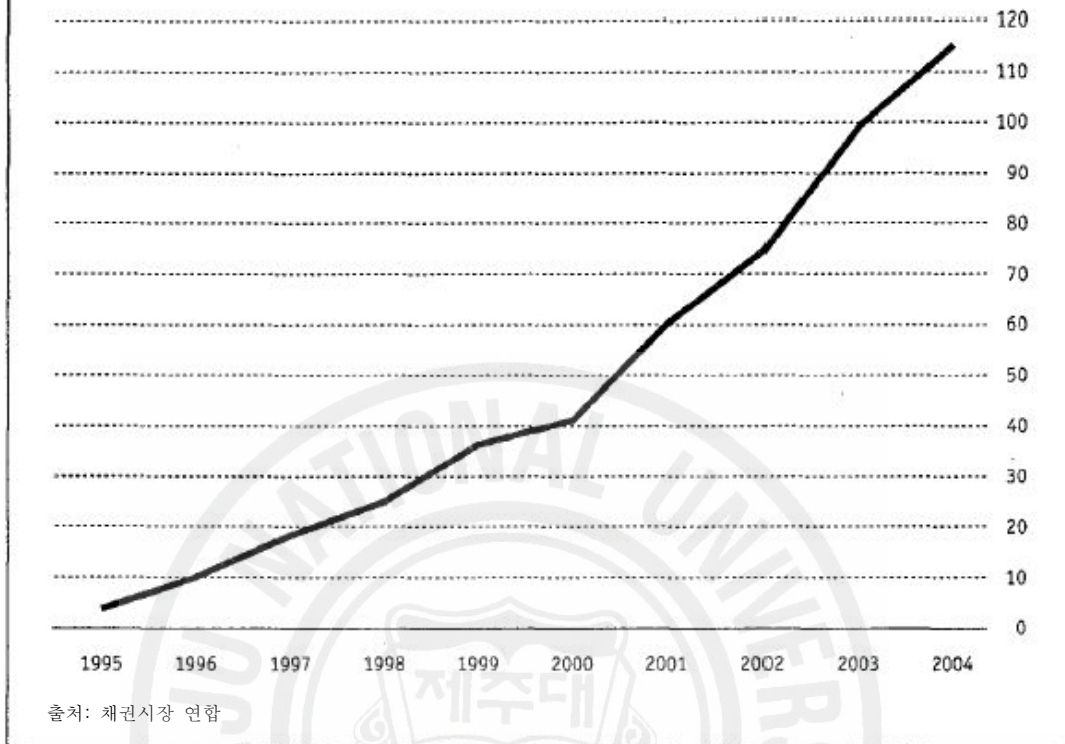
학자금 대출 (Student loan)

학자금 대출은 1993년 6월부터 증권화가 이뤄졌다. 대부분의 학자금 증권은 미 정부가 설립한 주주 소유 기업인 장학금 용자금고 (SLMA: Student Loan Marketing Association)를 통해 이뤄진다. 샐리메로 알려진 이 회사는 2차 시장에서 학자금 대출을 구매하고 증권으로 판매하기 위해 이들을 묶는다. 그림 5.3은 현재 규모를 보여주는데 미국의 전체 자산 담보부 증권에서 학자금 대출이 7%를 차지하고 있다.

CDO (부채 담보부 증권)

1990년대 초반에 만들어진 부채 담보부 증권 (CDO: Collateralised Debt Obligation)이 자산 담보부 증권 시장에서 중요한 부분을 차지하고 있다. CDO는 기업 대출의 소유를 나타내는 증권이다. 자주 증권화 되는 자산의 기타 형태와는 달리 CDO 내의 대출은 표준화되지 않으며 투자자는 이러한 증권이 어떤 성과를 낼 지 예측하는 게 어려울 수 있다. 몇몇 CDO는 또한 채권의 일부를 기반으로 할 수 있으며 이는 기타 자산 담보부 증권이나 신용 파산 스왑과도 유사하다 (제 4장 참고). 몇몇 CDO는 다수의 레버리지를 필요로 하며 이로 인해 금융 규제당국은 자산이 예상한 만큼 성과를 거두지 못할 때 발생할 잠재적인 손실에 우려를 표명하기도 한다. 약 2,870억 달러 규모의 CDO가 2005년 중반 현재 미국에 존재했다. CDO는 자산 담보부 증권의 약 15%를 차지하고 있다.

학자금 대출 규모 (단위: 10억 달러)



기타 형태

새로운 형태의 자산 담보부 증권이 종종 판매가 된다. 소규모 기업의 부채는 몇몇 은행을 통해 성공적으로 증권화가 이뤄지지만 상당히 다른 형태의 자산을 구성하게 된다. 월트 디즈니사와 같은 영화 배급사는 일련의 영화를 통해 예상 수익을 증권화할 수 있으며 1998년 가수인 데이비드 보위는 이미 발행한 음반으로부터 향후 수익을 증권화 했다. 예상 입장료 수익으로 담보화를 시킨 증권은 몇몇 미국 도시에서 경기장 건설을 위해 사용되고 있다. 그러나 대출 증권화와는 달리 스포츠 및 연예 증권은 일반적으로 한 가지 종류의 거래로 시장에서 큰 부분을 차지하진 않는다. 이들은 증권화의 다른 형태에선 나타나지 않는 큰 위험을 가져오기도 하는데, 그 이유는 증권화 규모가 향후 자신의 상품을 홍보하려는 특정 연예인이나 운동선수의 능력과 의지에 크게 의존하기 때문이다.

자산 담보부 기업 어음 (Asset-backed commercial paper)

중장기 증권을 지지하는 자산은 또한 기업 어음을 담보로 설정하기 위해 사용될 수 있는데, 기업 어음의 만기는 270일 미만이다. 100% 보장이 되는 어음은 기존 자산이 아닌 기타 자원을 통해 보증이 이뤄지는 상환 수단을 갖고 있는데 예를 들면 보증증권 (surety bond)이나 신용장 (letter of credit) 등이 있으며 부분적인 자산 담보부 증권의 상환은 주로 자산 풀로부터의 현금 흐름에 의존한다. 어음은 신탁 또는 기타 특수 목적을 갖는 장치를 통해 발행되며 수취 계정과 같은 자산 구매를 위해 수익을 사용한다. 신탁에서는 단일 기업 또는 여러 기업으로부터 이러한 자산을 구매할 수 있다.

자산 담보부 기업 어음은 제한된 기업 발행에 직면하여 양질의 기업 어음을 발행하라는 투자자들의 요구를 충족시키기 위해 고안되었다. 사실상, 장기 증권을 다시 패키지와함으로써, 투자은행은 원하는 기간으로 증권을 시장에 낼 수 있다. 2005년 말 현재 약 8,500억 달러 규모의 이러한 어음이 시장에 돌고 있다.

구조화 금융

자산 담보부 증권의 기본은 상당히 단순하다. 발행인이 증권의 제 1권리 담보가 되는 자산의 풀을 만들면 그 후 보유자에게 이러한 자산으로부터 발생하는 수익 권리를 주는 증권을 발행하게 된다. 그러나 문제는 더욱 복잡해질 수 있다. 자산 담보부 증권의 상당 부분이 구조화 증권으로 구성되어 있다. 구조화 증권은 투자자들이 더 큰 아니면 더 적은 위험을 감수하여 그 결과 더 크거나 작은 수익을 거둘 수 있도록 하는 것이다. 가장 잘 알려진 구조화 증권으로는 CMO라고 하는 다계층 증권 (Collateralised Mortgage Obligation)이 있으나 또한 다수의 무담보 증권도 있다.

구조화 증권을 만들기 위해, 발행인은 트랑쉬 또는 클래스라고 하는 풀을 담보로 하는 증권을 부분으로 나누며 각각 다른 특성을 갖고 있다. 예를 들어, 주택저당 담보증권으로부터 발생한 CMO는 첫 3년간 받게 될 모든 원금과 이자로 구성될 수 있다. 두 번째 트랑쉬는 4-7년 사이, 아니면 그 후에 받게 될 지급으로 구성될 수 있다. 비주택 담보증권 또한 비슷한 방법으로 구조화 될 수 있다. 일반적으로 3-5개의 별개의 증권이 각각의 자산 풀로부터 만들어진다. 위험이 가장 높

은 트랑쉬가 종종 개인 투자자들에게 판매되는데 이들은 발생하게 될 위험을 제대로 이해하지 못한 채 고수익에 매혹되기도 한다.

많은 경우, 발행인과 발행인의 투자은행은 수익 시점, 투자에 대한 규제당국의 제한 또는 조세 조건 등과 관련해서 특정 투자자들의 욕구를 충족하기 위해 자산 담보부 증권을 고안하기도 한다. 널리 사용되는 방법 중 하나가 스트립스 (STRIPS) 채권을 발행하는 것인데, 이는 채권의 이자 부분을 원금 상환과 별도로 처리하는 채권이다. 예를 들어, 이자만을 고려하는 스트립스는 금리가 낮아질 때 가치를 잃게 된다. 이는 더 많은 차용자들이 대출을 일찍 상환하므로 예상보다 더 적은 이자를 지불하기 때문이며 심지어 원금만을 다루는 스트립스는 예상보다 빠른 원금 상환으로 인해 원금 스트립스의 보유자는 수익을 거두게 된다. 그러나 투자자들에게 있어 이자 스트립스의 소유자를 통해 받게 될 이자는 몇몇 국가에서는 원금 스트립스 소유자가 거두게 될 현금 수익에 비해 높은 세금을 낼 수도 있다.

선택권 요소 (optionality factor)

이러한 구조화를 통해 뚜렷한 가격을 선택권에 부가할 수 있는 방법이 만들어지는데 이는 대부분의 자산 담보부 증권에선 기본적인 내용이다. 선택권은 대부분의 경우 증권화가 이뤄진 대출을 받는 사람이 조기 상환을 할 수 있는 권리가 있으며 다른 경우 원래 일정대로 상환하기 보다는 대출을 연장할 권리가 있다는 사실에서 기인한다. A 트랑쉬라고 하는 최단기 트랑쉬는 상환으로 인한 영향을 최소로 받기 때문에 구조화 증권 중 가장 안정적인 구조를 지닌다. 다음에 나오는 B 트랑쉬는 A 트랑쉬보다는 변동 폭이 크며 투자자들은 이를 구매하기 위해 더 많은 이자를 필요로 하게 된다. 구조화 증권 중 가장 변동 폭이 큰 트랑쉬는 지지 트랑쉬 (support tranche)이며 원금과 이자의 지급 기한이 가장 길기 때문에 대부분의 조기 상환과 연장 위험을 떠안고 있게 된다. CMO에 있어, 지지 트랑쉬는 계획 양도 등급 (planned amortisation class), 또는 Z 트랑쉬로 분류된다. 이러한 트랑쉬는 금리가 안정될 때 고수익을 가져온다. 그러나 금리가 크게 오르거나 떨어지는 경우 개인은 자신의 부채를 상환하거나 지급 연장을 하려고 하며 이로 인해 Z 트랑쉬의 가치가 크게 변동할 수 있다. 이러한 이유로 시장에선 중

중 “독성 폐기물”이라고도 한다.

미국의 정부기관 증권이 CMO 시장에서 가장 큰 비중을 차지하고 있다.

가격책정

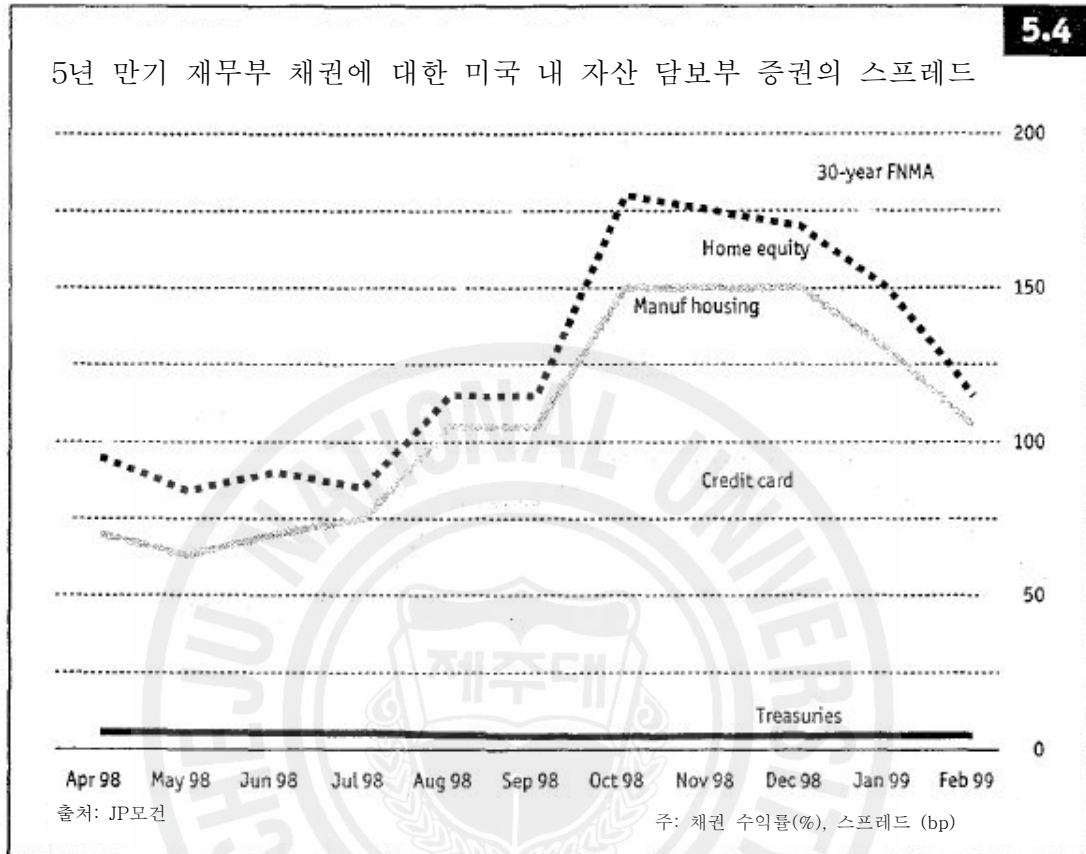
고정금리 자산 담보부 증권은 일반적으로 적절한 기준증권의 수익률과 비교한 이자 수익률로 표시되는데 기준금리는 비슷한 만기를 지닌 국채이다. 변동금리 자산 담보부 증권은 일반적으로 널리 사용되는 변동금리로부터 가격 책정이 이뤄지며 그 예로는 런던 은행 간 금리 (리보: LIBOR)가 있다. 자산 담보부 증권과 그 기준증권 사이의 차이가 크게 변하며 많은 요소에 의존한다.

☞ 신용 위험: 경제가 호황일 때, 차용자들은 자신의 대출을 상환하는 데 있어 큰 어려움이 없고 자산 담보부 증권에서 투자자들이 요구하는 프리미엄의 규모는 작을 것이다. 그러나 경제가 둔화되거나 침체를 겪을 것으로 예상될 때 자산 담보부 증권은 개별 차용자가 재정적 압박을 받아 파산을 하게 될 경우의 위험을 보상받기 위해 큰 폭의 스프레드를 요구할 것이다. 이러한 스프레드 변동은 1998년 8월의 예를 보면 알 수 있는데 동아시아와 러시아의 경제가 문제를 겪고 이로 인해 몇몇 채권 지급에 있어 모라토리움 (지불유예)을 선언하게 됨으로서 많은 투자자들이 경기 침체를 예상하게 되었다. 1999년 초 이러한 우려가 사라지면서 그림 5.4와 같이 스프레드의 폭은 줄어들었다.

☞ 신용 등급: 신용 평가기관은 기업 증권에서 사용하는 방법과 유사한 방법으로 자산 담보부 증권을 평가한다. 특히, 증권은 수익률이 예상보다 저조한 경우 이자와/또는 원금의 지불을 보증할 목적을 갖는 기업 또는 정부 기관의 재정 강도를 면밀히 조사하게 된다. 등급이 높은 자산 담보부 증권은 등급이 낮은 증권에 비해 기준 증권과 더 가깝다고 예측할 수 있다.

☞ 자산 특성: 신용카드 대출 또는 고정금리 주택담보 대출의 풀이 비슷한 것으로 보일 수 있으나 상당히 다른 특성을 갖기도 한다. 투자자들은 가중치 평균 만기와 같은 자산의 특성, 제 1 권리 대출의 가중치 평균 기

간과 연체율을 계량화하고 연구하며 그 목적은 서로 다른 풀의 예상 현금 흐름을 비교하기 위함이다.



☞ 조기상환의 위험: 자산 담보부 증권 투자자들이 겪게 될 가장 큰 위험 중 하나는 개별 차용자들이 대출 원금의 일부 또는 전부를 예정보다 일찍 갚을 수 있다는 점이다. 이는 금리가 인하될 때 가장 빈번하게 발생하며 이로 인해 증권 보유자들은 자신이 받게 될 이자보다 낮은 이자로 조기상환이 이뤄진 자금을 재투자하게 된다. 또한 구조화 증권 중 몇몇 트랑쉬는 예상보다 조기상환 금액이 큰 경우 가치의 상당 부분을 잃을 수도 있다. 자산 담보부 증권의 대규모 투자자들은 조기상환 비율을 측정하기 위한 복잡한 수학적 모델을 개발해왔지만 이러한 모델은 종종 큰 오류를 보이기도 한다.

☞ 연장 위험: 이는 조기상환 위험의 반대 개념이다. 만약 시장 금리가

상승하면, 풀 내 대출의 평균 기간은 차용자들이 조기상환을 꺼려하기 때문에 생각보다 길어질 수 있으며 이로 인해 증권 투자자들은 자신이 생각했던 것보다 오랫동안 상대적으로 수익이 낮은 자산에 묶이게 된다. 조기상환 위험과 같이 연장 위험은 정확한 모델링이 어렵다.

☞ 서비스 위험: 서비스는 개별 차용인으로부터의 원금과 이자 지급의 취합이다. 서비스 제공자는 각 지불을 수집하는 대가로 수수료를 받으며 나머지 지급금을 투자자에게 지불하기 위해 피신탁인에게 넘긴다. 몇몇 서비스 제공자는 시의적절한 지급 수집과 파산 상태에 있는 차용자들을 다루는 데 있어 훨씬 큰 성공을 거두고 있다. 서비스 제공자의 역량은 각 증권의 가격에 반영된다.

자산 담보부 증권의 구입

상대적으로 수익이 높기 때문에 자산 담보부 증권은 매력적인 투자수단이다. 주택보증 담보증권을 포함한 대부분의 자산 담보부 증권은 액면가가 적은 형태로 팔리며 증개회사로부터 구매가 가능하다. 판트브리페와 같은 몇몇 증권은 증권거래소에서 거래된다. 그러나 개별 자산 담보부 증권의 가치는 예상이 어려운 조기상환이나 기타 요소로 인해 크게 변할 수 있기 때문에 단일 증권을 보유하는 것은 초보 투자자에게 있어 위험할 수 있다. 이러한 이유로 개인의 경우 증권을 직접 구입하는 것보다 다수의 자산 담보부 증권을 보유한 펀드에 투자하는 것이 훨씬 나을 수 있다.

성과 측정

평균적으로 주택보증 담보 및 자산 담보부 증권은 비슷한 만기와 자산 규모를 갖는 정부 또는 기업체에 비해 훨씬 큰 수익을 창출한다. 그러나 자산 담보부 증권의 수익률은 종종 기타 형태의 고정 수익 증권에 비해 훨씬 쉽게 변하며 몇몇 형태의 자산 담보부 증권은 다른 증권에 비해 변동이 클 수 있다. 개별 자산 담보부 증권에 투자하는 것은 상당한 정량적 기술이 필요하다. 투자자들은 각 증권 내에 있는 개별 대출에 대해 상당히 세분화 된 정보를 얻을 수 있고 또한 대출이 상환되는 금리와 차용자의 특성을 얻을 수 있다. 상환 금리, 늦은 지급 및 예

상과는 다른 파산이 증권 가치에 큰 영향을 줄 수 있다.

몇몇 투자은행은 자산 담보부 증권의 성과를 표시하는 지수를 발표한다. 이러한 지수의 성과는 기업채 지수의 성과와 쉽게 비교될 수 있다. 미국 정부기관 담보 증권의 다수 및 이러한 기금의 연간 수익률이 신문에 널리 광고된다.

상당수 자산 담보부 증권의 성과를 추적하는 것은 어려울 수 있다. 증권별 특성으로 인해, 이러한 증권은 종종 상대적으로 유동성이 적은 시장에서 거래되며 이로 인해 증권에 적절한 가치를 부여하는 게 어렵게 된다.



6. 국제 고정금리 시장

금융 시장 활동의 대부분은 전체적으로 한 국가의 경계 내에서 이뤄지며 해당 국가의 통화로 표기된다. 그러나 점점 더 높은 비율로 국경간 거래가 이뤄지고 있는데 이는 더 높은 수익을 낼 것으로 보이는 통화로 개인들이 자금을 이동하며 차용자들이 가장 낮은 가격으로 자금을 조달할 곳을 찾기 때문이다.

이러한 국제 자금 시장은 크게 두 부분으로 나눌 수 있다. 몇몇 경우 투자자와 차용자는 자국이 아닌 다른 국가에서 해당 국가의 통화로 거래를 할 수 있다. 다른 경우 거래가 발생하는 국가의 통화가 아닌 기타 통화를 이용해 거래를 할 수도 있다. 최근까지, 전자의 경우 단순히 외환 거래로 알려져 있으며 후자는 유로 시장 거래로 알려져 있다. 그러나 둘 사이의 경계가 모호해지고 있으며 그 부분에 대해 이 장에서 다룰 것이다.

유로시장의 간략한 역사

다른 국가 내에서의 거래를 위해 한 국가의 통화를 사용한다는 생각은 새로운 것은 아니다. 이러한 역외 거래의 역사는 수 세기를 거슬러 올라가며 종종 세금, 규제 또는 징발을 피하기 위한 목적으로 이뤄졌다. 유로시장이란 이름은 냉전의 절정기였던 1957년 역외 예금의 수용에 처음 적용됐으며 이 때 당시 모스크바 나로드니 은행은 미 정부가 소련 자산을 압류할 수도 있다는 가능성을 배제하기 위해 은행 소유의 달러를 미국 외로 송금할 것을 결정했다. 러시아 측은 유로은행이라고 하는 케이블을 통해 뉴욕에 있던 자국 보유 달러를 프랑스 은행으로 송금했으며 이때부터 유럽 내 은행에 있는 모든 달러에 유로달러라는 이름이 붙게 되었다.

시장 급증

유로달러를 통해 고정 환율의 브레튼 우즈 체계가 결과적으로 새로운 금융 시장을 세울 수 있도록 도왔으며 비공산권 국가 경제가 세계 제 2차 대전 후 제정되

었다. 이 체계는 여전히 금본위제 (gold standard)의 개념을 갖고 있었다. 만약 한 국가에 국제수지 (balance of payment) 적자가 발생하면, 채권국에 금을 제공함으로써 이러한 불균형을 해소하게 된다. 이론상으로 금의 손실은 해당 국가의 중앙은행이 현금 공급을 줄이게 되는데 결국 경제가 둔화되어 결과적으로 수입요구가 감소하여 국제수지를 균형 상태로 가져오게 된다.

그러나 1950년대 후반까지 미국은 지속적으로 국제수지 적자를 유지하는 것으로 보였으며 정부 관계자들은 미국의 금 보유고가 낮아지고 있음을 우려했다. 이러한 문제의 이유 중 한 가지는 미국에서 외국인들이 너무 많은 증권을 발행한 후 외환으로 된 수익을 자국 통화로 환전하면서 생기는 것이라고 간주됐다. 이러한 상황은 미국의 국제수지 적자를 악화시켰으며 이로 인해 금 보유고에 더욱 압박을 가하게 되었다. 미 정부는 일련의 정책을 통해 대응했는데 그 중심은 1963년 7월 케네디 대통령이 제안하여 1964년 8월 법제화 된 이자평형세 (Interest Equalisation Tax)였다. 유럽에서 발행한 증권과 채권에 대해 미국에서 받게 될 이자의 15%까지 세금을 부과하는 (캐나다, 일본 및 기타 후진국에서 발행한 경우는 제외) 이 제도는 현금 유출을 줄이기 위한 것이었으며 결국 금 손실을 멈추게 되었다.

복귀

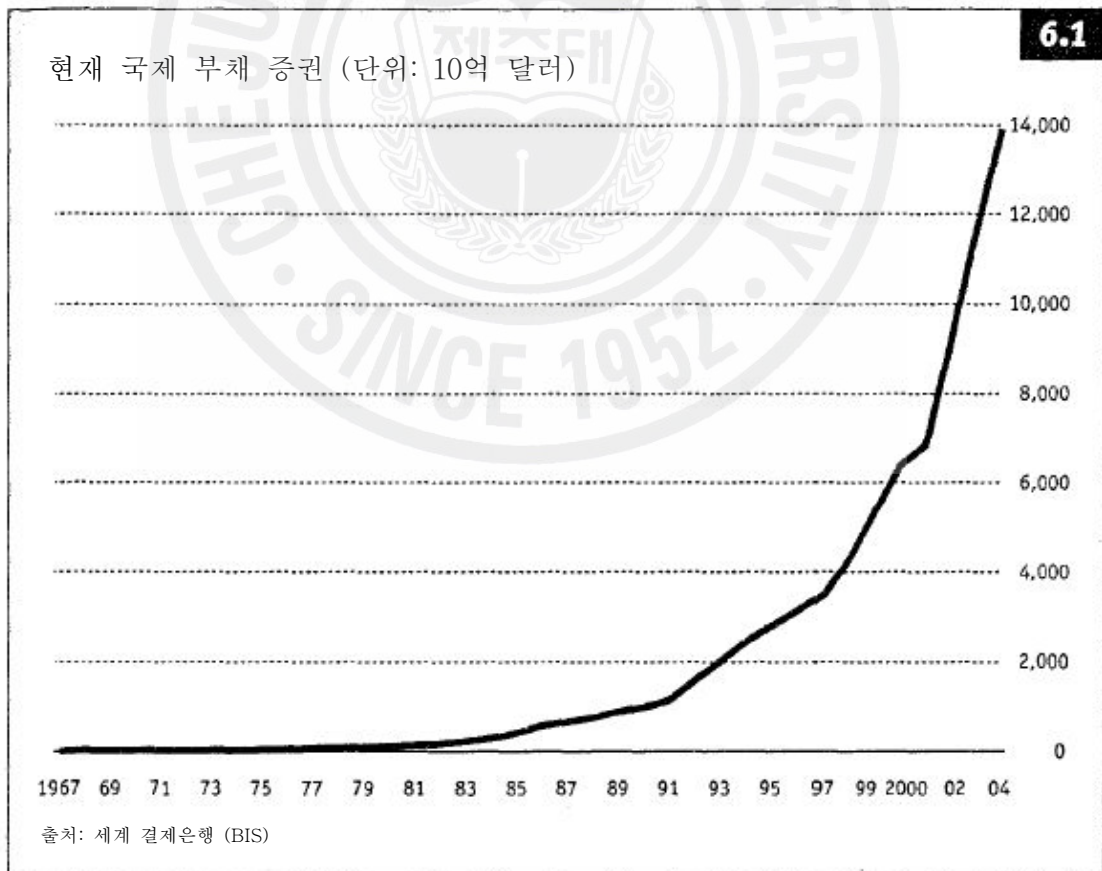
평형세는 소위 양키본드 시장이라는 중간 목표를 거두었는데, 이 시장에서 외국인들은 미국에서 달러로 표기된 채권을 구입하며 이러한 채권이 금세 동이 났다. 그러나 양키본드에 대한 재정적 요구가 여전히 높았으며 유럽의 금융시장은 여전히 자금 규모를 증가시킬 수 없는 혼란한 상태로부터 벗어나기 못하고 있었다. 투자은행은 재빨리 런던에서 달러로 표기된 채권을 판매하려는 생각을 하게 됐으며 미국 사람들에게 팔리지 않는 한 양키본드는 미국 세법에 영향을 받지 않게 되었다.

최초의 유로본드는 이탈리아의 고속도로 관리회사인 아우토스트라데 (Autostrade)가 제안한 1,500만 달러 규모였으며 1963년에 발행됐다. 1964년에 76가지의 유로본드가 발행됐으며 규모는 거의 12억 달러에 육박했고 유로본드 시장이 탄탄히 조성됐다. 이자평형세가 1965년 은행 대출로 확대됐을 때 은행들은

대부분의 달러로 된 국제 대출 또한 런던으로 이동시켰다. 영국의 은행 규제법이 외환으로 대출을 한 외국 은행에는 적용되지 않기 때문에, 전 세계 은행들이 런던으로 모여 사무실을 개소하기 시작했다. 이자평형세가 1974년 사라질 때까지 유로마켓은 국제 금융에 있어 주도적인 부분이었다.

오늘날의 국제 채권 시장

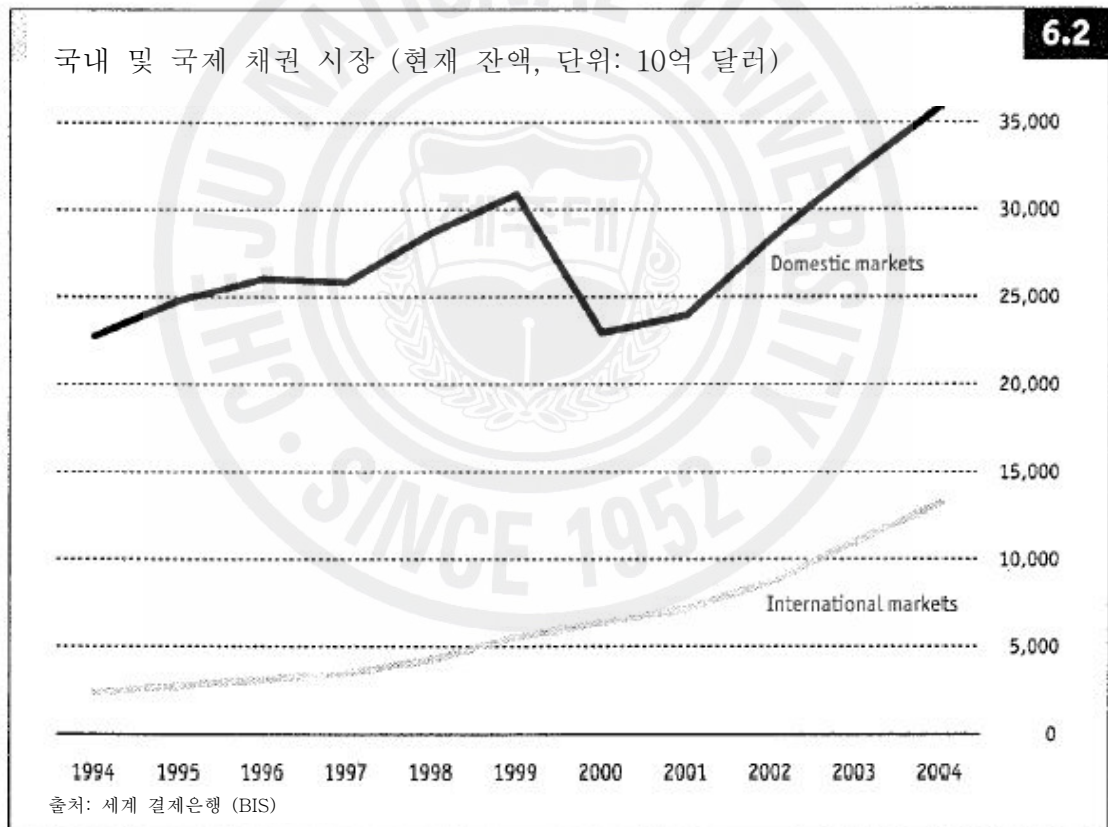
국제 시장은 환전 시장도, 그렇다고 특정 제품군의 시장도 아니다. 오히려 다른 통화로 환전하지 않고 자국 밖에서 자국의 통화로 재대출을 실시하는 분권화 체계를 의미한다. 대부분의 유로마켓 거래는 고객에게 이뤄지는 은행 대출과 한 은행에서 다른 은행으로 이뤄지는 단기 대출로 구성된다. 그러나 증권시장이 국제 활동에서 큰 부분을 차지하며 그 비율을 빠르게 늘려가고 있다. 현재 증권의 규모로 표시되는 시장의 규모가 그림 6.1에 나와 있다.



비교하자면, 국내 금융 시장에 총 36조 달러 규모의 부채 증권이 있다. 국제 시장의 경우 그 규모가 약 14조 달러 정도이므로 전체 부채 증권 규모 중 28%를 차지하게 된다.

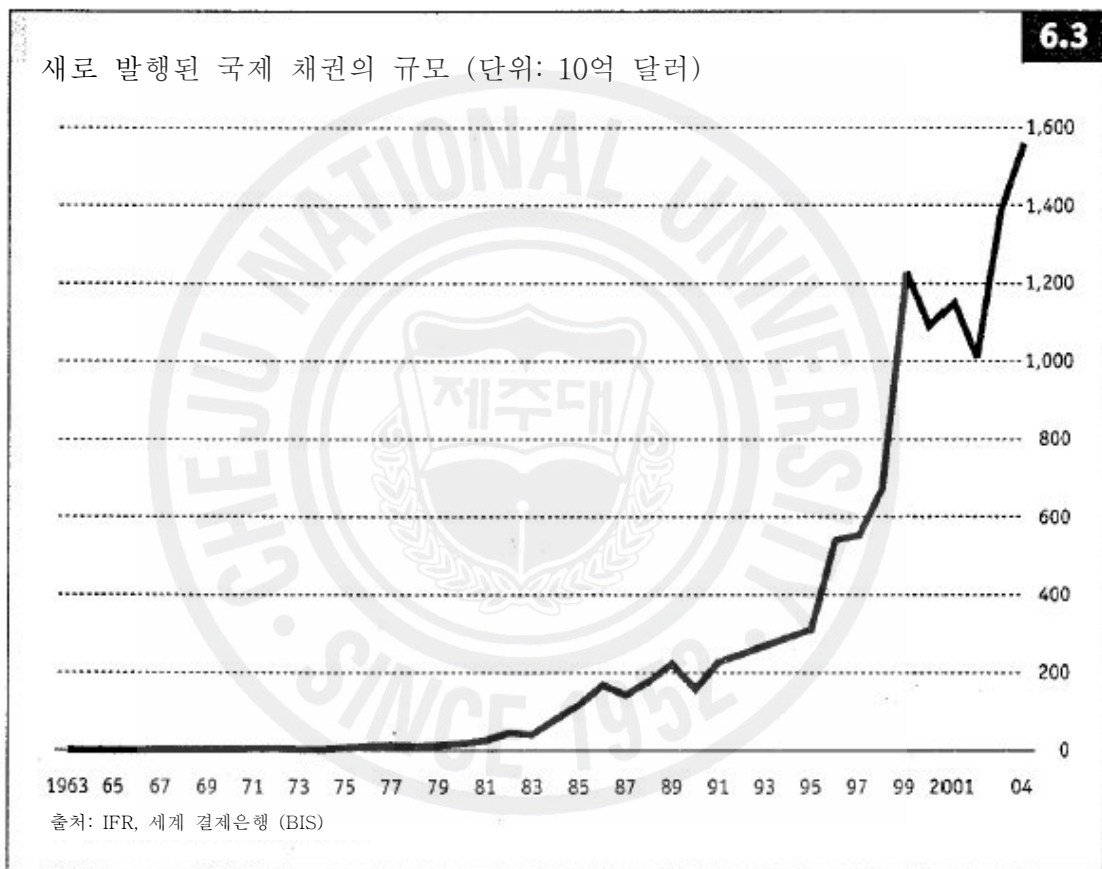
그림 6.2에서와 같이, 국제 증권은 국제 증권 시장에서 그 역할이 점점 커지고 있다. 국제시장 또한 국내 시장보다 빠른 속도로 증가하고 있다. 거래중인 증권의 정확한 수는 알려지지 않았지만 10만 가지는 넘는 것으로 추산된다.

국내 부채 상품과 마찬가지로, 국제 상품 또한 채권, 중기어음 및 단기 기업어음의 세 가지로 분류된다. 새로운 채권 및 어음의 발행이 빠르게 증가하고 있으며 그 추세는 그림 6.3에 나와 있다.



비록 이러한 상품들이 종종 유로달러 어음으로 취급되나, 그 용어는 잘못된 것이다. 미화는 유로마켓에서 통용되는 통화 중 하나일 뿐이다. 엔 (유로엔), 스위스

프랑, 뉴질랜드 달러 (유로키위) 및 기타 자유롭게 환전이 가능한 통화로 표기된 증권을 발행하는 것이 가능하다. 역사적으로, 미화 및 엔화가 주요 발행 통화였으며 그 뒤를 독일 마르크화가 이었다. 단일 유럽 통화인 유로가 1999년 초 제정됐을 때, 표 6.1에서처럼 국제 증권의 발행에 있어 가장 중요한 통화가 되었다 (유로마켓과 유로화로 표기된 증권이 같다는 점을 주지해야 한다. 유로를 자국 통화로 도입한 국가에서 발행한 유로화 표기 증권은 국제 상품이 아닌 자국 상품이다).



특정 통화로 채권을 발행하기로 차용자가 결정했다고 해서 해당 통화로 투자자금을 충당해야 함을 의미하진 않는다. 재정 조달을 위해 국제 시장을 이용하는 차용자의 규모가 커지고 복잡해지면서 주어진 시간에 가장 매력적인 금리를 제공하는 통화를 선호하게 되며 외환 시장을 통해 해당 통화를 구매하게 된다. 대부분 미화로 이뤄지는 발행의 규모가 크다는 것은 달러의 금리를 선호하며 다수

의 투자자들은 발행인의 달러화에 대한 필요성이 아닌 달러로 표기된 증권이 구매를 선호한다는 것을 의미한다.

표 6.1 통화별 순 국제 채권 및 어음 발행 (단위: 10억 달러)

	1995	1998	2000	2002	2004
유로			406.0	495.0	924.0
미화	74.1	404.3	554.1	436.0	380.0
독일 마르크	55.1	69.1			
파운드	10.1	55.3	91.9	52.0	134.0
프랑스 프랑	5.2	27.1			
호주 달러	14.3	-4.5	-1.0	9.0	30.0
엔화	108.4	-24.7	11.2	-18.0	27.0
캐나다 달러	-2.1	-7.8	-2.6	4.0	26.0
스위스 프랑	4.4	7.0	3.5	8.0	13.0
홍콩 달러	4.0	6.9	4.9	7.0	7.0

출처: BIS

단기 금융시장 상품

채권과 마찬가지로 최대 30년 만기, 1-5년의 중기 상품 및 단기 상품 또한 국제 시장에서 거래된다. 종종 유로 기업어음이라고 하는 기업어음은 270일 미만의 만기를 갖는 부채로서 기업 차용자를 통해 발행된다. 또한 기타 단기 어음에 대해 활력을 보이는 국제 시장이 있는데 이를 종종 단기 유로채권이라고 한다. 이는 양도성 예금증서와 유사하게 주로 거래가 가능한 은행 예금이며 1년 내의 만기를 갖는 국채이다. 표 6.2에서와 같이 국제 단기 금융시장 상품에 대한 요구는 최근까지 완만했으나 단일 유럽 통화의 도입과 함께 1999년 폭발적으로 늘어났으며 장기 금리로 인해 장기 어음이 인기를 얻게 되면서 그 수가 줄었다.

표 6.2 국제 단기 금융시장 상품의 순 발행 (단위: 10억 달러)

	1995	1998	1999	2000	2002	2004
기업 어음	4.7	22.2	49.1	55.2	23.7	40.4
기타 단기어음	12.7	-12.4	86.4	97.0	-22.8	20.9

출처: BIS

역사적으로, 국제 단기금융 시장 상품 대부분이 미화로 거래됐으며 엔화, 스위스

프랑, 파운드화, 독일 마르크 및 홍콩 달러 또한 중요하게 사용됐다. 그러나 2002년부터 달러와 함께 유로가 주요 발행 통화가 되었다.

국내 단기 금융시장과 비교해서, 국제 단기금융 시장 상품의 규모는 여전히 작다. 예를 들어, 2004년 4,980억 달러 규모의 기업어음과 1,780억 달러 규모의 기타 단기 증권이 전 세계 국내 시장에서 발행됐다. 이는 국제 시장에서 기업어음의 순발행 수치에 비해 10배가 넘는 수치이다. 몇 년 안으로, 국제 시장에서 유통 중인 기타 단기증권의 합이 사실상 감소할 것이다.

발행인

국제 시장의 많은 부분에 규제가 없기 때문에, 누가 채권을 발행할 수 있는가에 대한 제한이 없다. 그러나 국내 시장에서 대부분의 채권 및 기업어음의 발행과 마찬가지로 발행인들이 신용평가 기관으로부터 신용등급을 얻어야 한다는 점을 일반적으로 조사 당사자들이 요청한다. 투자등급 이하의 등급을 갖는 채권 시장이 상당수 존재한다. 이는 투자등급 이하의 채권에 대한 국내 시장이 없는 국가에서 상당히 매력적인 요소가 된다.

미국에 본사를 둔 개체들이 일반적으로 발행인 중 가장 중요한 부분을 이루고 있다. 그러나 2004년 영국이 최대 발행국가가 되었는데 그 이유는 극도로 낮은 미국의 금리로 인해 미국 기업들이 자국 시장에서 자체적으로 자금을 조달하게 되었기 때문이다. 그러나 많은 국가의 기업 및 정부가 자금 조달을 위해 국제 시장으로 눈을 돌리고 있다. 국제 부채 증권의 최대 발행인은 이탈리아, 세계은행, 주요 은행 및 통신 기업, 덴마크 및 스웨덴 정부와 유럽연합의 산하기관인 유럽 투자은행 등이 있다. 표 6.3은 국제 시장에서 최대 규모를 차지하고 있는 기업 및 정부가 속한 국가를 보여준다.

1990년대에 신흥경제 내의 많은 차용자들이 최초로 국제 부채 시장에 진입하게 되었다. 이전에는 후진국의 경우 주로 은행 대출을 통해 자금을 마련했는데 이때 일반적으로 채권보다는 높은 금리에 짧은 상환기간으로 이뤄졌다. 인플레이션을 겪은 후, 안정화 프로그램 및 기타 경제개혁을 통해 멕시코와 아르헨티나와 같은 나라들이 외국 투자자들에게 더욱 매력적으로 다가왔으며 금융 규제의 완화를 통해 이러한 국가 내 기업들이 더욱 쉽게 채권을 해외에 판매할 수 있게

되었다. 일반적으로 신흥국가 내 기업들은 정부가 신용평가 기관으로부터 신용등급을 평가받고 국제발행을 완료한 후에만 해외에 채권을 판매할 수 있었다. 이러한 국가 내의 정부와 기업 발행인 모두 2-3년 만기의 채권으로 시장에 진입하지만 투자자들에게 더욱 잘 알려지게 되면서 장기 증권의 발행도 가능하다.

표 6.3 발행국가별 국제 부채 증권 규모 (단위: 10억 달러)

	1994	1998	2000	2002	2004
미국	210	839	1,762	2,714	3,354
독일	189	501	913	1,446	2,332
영국	213	366	563	782	1,403
프랑스	185	264	314	517	930
네덜란드	81	183	293	433	690
이탈리아	85	114	209	371	683

출처: BIS

신흥시장 발행의 증가는 주요 차용자들을 당황하게 만든 금융 및 환율 위기로 인해 엉뚱한 방향으로 가게 되었다. 예를 들어, 1994년 신흥시장의 발행인들이 국제 시장에 325억 달러의 부채를 판매했으나 1994년 멕시코 정부가 자국의 페소화를 평가 절하함에 따라 220억 달러 규모로 감소했다. 1997년 약 720억 달러 정도가 판매됐으나 1998년 환율 사태가 태국, 한국, 러시아 및 기타 국가에 닥치고 라틴 아메리카를 뒤흔들 수준이 되자 신흥시장의 부채 발행이 243억 달러 규모로 감소했다. 이러한 증권의 가격 역시 변동 폭이 상당히 심한데 어떤 경우 투자자들에게 상당한 이익을 가져다주며 다른 경우 큰 폭으로 감소하기도 한다. 2002년 초, 아르헨티나가 효과적으로 자국 채권에 대한 채무 불이행을 선언하고 자국 통화를 평가 절하한 후, 아르헨티나 국채는 액면가의 1/4 수준 정도에 판매되었다. 표 6.4는 최대 신흥시장 차용자를 국가별로 나열한 것이다.

금융기관은 현재 국제 채권 시장에서 가장 큰 차용자이며 현재 모든 부채 증권의 약 70%를 차지하고 있다. 기업 발행인은 한참 처진 2위를 차지하고 있으며 국제 시장에서 거래되는 부채의 약 1/8을 차지하고 있다. 정부 및 국가기관 발행인의 역할이 눈에 띄게 줄고 있다. 예를 들어, 공공분야 불행인은 아르헨티나, 그리스 및 터키에서 발행된 국제 부채 증권의 주를 차지하고 있다. 다른 부문인 민간부문 차용자는 홍콩, 인도, 스위스 및 미국에서 세계적으로 판매된 단기 어음

및 채권에서 주를 차지하고 있다.

표 6.4 전체 규모로 측정된 부채 증권의 신흥시장 발행 (단위: 10억 달러)

	1996	1998	2000	2002	2004
아르헨티나	29.9	54.4	71.7	85.4	93.2
브라질	28.8	41.5	56.1	70.1	73.1
한국	43.9	53.1	49.7	54.6	66.9
멕시코	43.3	53.6	65.8	65.7	59.2
홍콩	25.9	31.6	31.6	41.7	49.4
필리핀	7.1	10.6	15.6	20.2	25.0
말레이시아	10.1	12.7	15.3	23.4	23.4
러시아	1.3	20.4	17.7	20.8	23.4
헝가리	13.5	12.4	10.3	10.3	16.5
베네주엘라	3.4	10.9	11.0	12.5	15.5
중국	13.9	17.6	17.5	17.2	14.7
태국	12.5	14.4	14.2	10.9	9.7
인도네시아	10.8	17.4	11.0	9.2	4.4

출처: BIS

상품의 종류

국제 시장에서 거래되는 상품의 종류는 선진 금융체계를 갖춘 국가의 국내 시장에서 가용한 상품의 종류와 유사하다.

- ☞ 고정금리 채권: 가장 널리 사용되는 상품으로 유로마켓에서 현재 채권 및 어음의 약 3/4를 차지하고 있다. 최근 극도로 큰 규모의 고정금리 발행이 있었으며 2001년 기업 유로채권 발행이 140억 달러에 달했다.
- ☞ 변동금리 채권: 거의 모두를 금융기관이 발행하며 2004년 12월 현재 전체 채권의 약 26%를 차지하고 있다.
- ☞ 자산 연계 채권 (equity-linked bond): 유로마켓 내에서 5% 미만을 차지하고 있다. 거의 모든 채권이 태환성을 갖는데, 이는 미리 지정된 시간과 가격에 발행인의 주식에 대해 교환이 가능하다는 것을 의미한다. 자산 연계 채권은 거의 전적으로 비금융권 기업을 통해 발행된다.

스왑 시장

국제 채권 발행의 종류 또는 통화는 차용자가 이행해야 할 의무사항을 분명히 제시하진 않는다. 이는 국제 채권시장이 스왑 시장과 밀접하게 관련되어 있기 때문이다. 스왑은 파생상품으로 사용자가 하나의 지불 의무를 다른 의무와 바꿀 수 있도록 하는 것이다. 종종 발행인은 발행당시 가장 좋은 금리를 제공하는 형태와 통화를 갖는 채권을 판매하며 그와 동시에 스왑에 들어가므로 양식 내의 지불방식을 가능하게 한다.

스왑은 재무 보고서의 오판을 야기할 수 있다. 예를 들어, 6%의 고정 쿠폰이 있는 10년 만기 채권을 1억 파운드만큼 발행하기 위해 국제시장에 뛰어들 기업이라고 살펴보자. 이 기업은 1년에 6백만 파운드의 이자를 지불해야 하는데 이때 실제로 변동금리의 미화 지불로 스왑을 실시한 경우, 실제 규모는 미화의 금리에 따르게 된다. 만약 미국의 금리가 갑자기 상승하게 되면 기업은 달러화로 표기된 채무가 없더라도 금융 위기에 빠지게 될 것이다.

가장 일반적인 거래는 같은 통화로 된 고정 대 변동 스왑이다. 이러한 거래에서, 발행인은 지불 의무를 일반적으로 은행인 상대방과 교환한다. 고정금리 채권의 발행인은 자신의 고정된 지급 의무를 비슷한 규모의 원금을 갖는 변동금리 지급 의무와 교환하게 된다. 바꿔 말하면, 변동금리 채권의 발행인은 고정금리 지급과 그 지급 의무를 교환할 수 있게 된다. 이러한 거래 성사여부는 스왑 스프레드, 고정금리 지급 수용에 동의하는 대신 은행이 요청하는 프리미엄 (일반적으로 높지만 안정적임)과 변동금리 지급에 대해 은행이 요청하는 프리미엄 (일반적으로 낮으나 변동 가능)에 따른다. 스왑 내에서 활성을 보이는 시장이 있으며 시장 참가자들은 금융 정보제공자로부터 현재의 스왑 스프레드를 쉽게 얻을 수 있다.

장기 채권의 경우 채권의 만기까지 존재하는 스왑을 시장에서 구하는 것은 어려울 수 있다. 이러한 경우, 발행인은 고정 대 변동 스왑을 5년 내지 10년으로 조절할 수 있는데 이 후 고정 지급에 대한 의무를 재개하거나 다른 스왑 거래로 변경하게 된다. 표 6.5는 서로 다른 만기에 대한 금리 스왑 시장의 성장세를 보여주고 있다. 1조 달러 단위로 표기된 수치는 스왑이 된 지급 의무의 액면가를 보여주는 것이며 개별 참가자가 금리 변동에 따라 갖게 되는 위험의 크기가 훨씬 작은 건 아니다.

새로운 금리 스왑의 규모는 분명 새로운 국제 채권 발행 규모보다 큰데 그 이유

는 대부분의 스왑이 국내 채권발행 또는 기타 형태의 의무와 관련되기 때문이다. 스왑 시장은 2002년까지는 거의 전화 시장이 차지했지만 2002년부터 주요 은행이 후원하는 전자 거래 시스템이 등장하였다.

표 6.5 금리 스왑과 선도의 액면가격 (단위: 1조 달러)

만기	1998	2000	2002	2004
0-1년	16.1	21.7	33.2	52.5
1-5년	17.2	21.2	33.9	65.5
5년 이상	8.8	12.3	20.8	42.2

출처: BIS

글로벌 본드

글로벌 본드는 국제 시장과 발행 통화가 속한 국내 시장에서 동시에 시장화가 이뤄지는 발행이다. 최초의 글로벌 본드는 1989년 세계은행이 발행한 15억 달러 규모였으며 미국 내에서 국내 증권으로, 유로마켓에선 국제 증권으로 동시에 판매되었으며 개별 비율 또는 트랑쉬를 각 시장에 할당하였다. 1999년까지 글로벌 본드의 발행 수는 상당히 적었는데 그 이유는 이러한 절차가 유효하기 위해선 다량의 발행을 필요로 했기 때문이다. 그러나 투자자들의 대규모 (그러므로 더욱 유동적인) 발행에 대한 요구가 계속 증가하면서 몇 개의 거대한 글로벌 본드 발행이 이뤄졌다. 현재까지 가장 큰 것은 2001년 3월 프랑스 텔레콤이 발행한 164억 달러였으며 여기에는 달러, 유로 및 파운드로 표기될 채권이 포함됐는데 만기는 2년에서 30년까지 다양했다.

채권 발행

국제 시장에서 증권을 발행하는 방법은 국내 시장에서 발행하는 방법과는 상당히 다르다. 규제 또는 규제당국의 승인에 대한 요구사항은 발행을 어디서 하며 발행인이 채권을 발행 후 거래소에서 거래를 원하는지 여부에 따라 다르다. 일반적으로 발행인의 재정상태 및 기타 문제에 대한 공개는 유럽연합 내 많은 국가, 캐나다 또는 미국에서의 국내 발행에 비해 수반조건이 훨씬 적을 수 있다.

대부분의 국제 채권 발행은 신디케이트를 통해 팔리거나 이러한 목적으로 구성

된 투자 딜러들에게 팔린다. 신디케이트 매니저인 제 1 투자은행은 발행 증권이 얼마에 팔리며 채권을 신디케이트 내에서 어떻게 할당할지를 결정한다. 신디케이트 회원들은 채권을 고정 가격의 판매를 기반으로 하는데 이는 채권이 여전히 신디케이트에 속하는 한 제정된 가격으로만 고객에게 판매하는 데 동의한다는 걸 의미한다. 발행분이 팔리면 신디케이트는 해체되며 채권은 수요와 공급에 따라 결정되는 가격으로 2차 시장에서 거래될 수 있다.

특별한 경우, 발행인과 발행인의 주은행은 총액인수 (bought deal)에 동의하게 된다. 이는 한 은행이나 신디케이트가 전체 발행분을 구매하여 시장에서 재판매를 도모하는 것을 의미하며, 발행인에게 지불한 금액 이상으로 시장에서 판매할 수 없을 때 돈을 잃게 될 위험을 감수한다는 것을 나타낸다. 다른 경우, 채권은 모집주선 (best-efforts basis)으로 판매되는데, 신디케이트의 회원이 이를 판매할 수 없을 때 발행인에게 귀속됨을 의미한다.

거래

국제 채권 시장은 전반적으로 장외거래 (OTC: Over-The-Counter) 시장이다. 비록 16,000개 이상의 국제 채권 발행이 룩셈부르크 증권거래소에 상장되어 있고 런던을 포함한 기타 거래소에서 거래가 이뤄지지만 대부분의 거래는 거래소가 아닌 전화로 이뤄진다. 몇몇 은행이 전자 거래 시스템을 만들려는 시도를 했으나 아직은 초기 단계에 머물러 있다.

시장 정보가 부족으로 인해 유동적이지 않은데 이는 아마도 국제 시장이 직면한 가장 심각한 문제일 것이다. 많은 국제 채권이 투자자의 포트폴리오로 사라지며 그 후 만기에 도달하게 되는데 이로 인해 거래 규모가 작아지기 보다는 유지된다. 예를 들어, 룩셈부르크 증권거래소에서는 2004년 7천 건이 채 안 되는 채권 거래를 실시했는데 이는 상장된 3개사 당 거래가 1회가 채 되지 않는다는 것을 의미한다.

국제 채권의 거래는 또한 국가 규제를 통해 제한된다. 몇몇 국가는 딜러들이 정교하고 규모가 큰 투자자, 즉 법률 용어로 적격 기관투자자 (QIB: Qualified Institutional Buyer)에게만 판매가 가능하도록 하고 있다. 미국에서는 자국민들에게 발행 후 40일간 국제 채권을 판매하는 것을 금지하고 있으며 이러한 채권이

미국 투자자들이 구입하기 전에 우선 다른 투자자들에게 판매해서 그 안전성을 검증하도록 요구하고 있다.

국제 표준을 향해

국가 규제당국이 전 세계에 걸쳐 운영 중인 시장에 대한 규제를 설정하는 게 어렵기 때문에 주요 달러들은 국제 자본시장 협회 (ICMA: International Capital Markets Association)를 창설했다. 스위스에 본부를 둔 이 협회는 현재 영국 당국에 의한 자율 기관으로 인식되며 모든 주요 달러들은 그 규칙을 준수한다. 무엇보다도, ICMA는 거래허가에 대한 절차를 수립했는데, 여기에는 보고 시스템을 포함하여 기업들이 매매 증권의 수량과 이름을 기입하는 데 있어 발생할 수 있는 오류를 확인하고 조정할 수 있게 되었다. ICMA는 또한 결제 절차에 대해 동의를 하였고 이를 통해 회원사 사이의 모든 국제 채권 거래에 있어 현금과 증권이 거래 후 3 영업일이 지난 뒤 소유권이 바뀌게 된다.

가격 정보 획득

국제 시장에 관한 가격 및 거래량 정보에 대해 중앙화 된 정보원은 없다. 대부분의 발행에 대한 거래가 빈번하게 이뤄지지 않기 때문이다. 모든 경우에 있어, 대부분의 거래는 고객과 채권 딜러 사이에 이뤄지는데 이들 사이에는 거래의 세부 사항에 대해 공개할 의무가 없다. 그러므로 채권의 공시 가격은 기타 유사한 채권으로부터 유추가 가능할 뿐이지 거래가 실제로 발생하는 가격 자체는 알 수 없는 것이다.

그럼에도 불구하고, 금융 정보 서비스는 국제 채권의 가격을 알리기 위한 것이며 가격표가 몇몇 신문에 게재된다. 표 6.6은 파이낸셜 타임스지에서 발췌한 것으로 네 가지의 통화로 표기된 채권을 보여주고 있다. 만기일 뒤에, 신용평가 기관인 스탠더드 앤 푸어스사가 할당한 신용등급과 채권 쿠폰이 나오는 이 표는 초기 공시 가격을 100으로 봤을 때의 입찰가격(투자자 또는 딜러가 채권 구매를 위해 제안한 가격)을 제공하고 있다. 입찰률 열은 만약 입찰가에서 구매가 이뤄지는 경우 채권이 제공하게 될 수익을 계산하므로 채권의 통화, 만기 및 신용도에 대한 적절한 금리를 투자자가 고려할 수 있도록 지침을 제공하게 된다. 다음의 두

열은 전일 및 전월의 수익 변화를 보여준다. 마지막 열은 주어진 채권에 대한 수익률과 통화가 사용 중인 정부에서 발행한, 만기가 동일한 채권 수익률 사이의 스프레드를 나타낸다. 이 수치는 가장 명확한 신용 위험의 정도를 보여주는데, 그 이유는 주요 투자자들이 국채보다는 채권을 보유하려는 요구를 보여주기 때문이다.

표 6.6 국제 채권가격

	레드 데이트	쿠폰	S&P 등급	입찰가	입찰률	일별 수익률	월별 수익률	국채 대비 스프레드
VB								
EIB	1.09	5.25	AAA	89.8364	6.72	0.07	0.47	0.72
ABN Amro 캐나다 \$	6.07	7.125	AA-	98.6712	7.35	0.16	0.63	1.39
Bayer L-Bk	8.04	9.50	AAA	114.6927	6.07	0.09	0.20	0.10
Toronto M 스위스 프랑	5.04	8.5	AA+	109.8195	6.12	0.08	0.27	0.15
EIB	1.08	3.75	AM	99.4726	3.82	0.02	0.49	1.08
BritColum 호주 \$	2.02	3.25	AA-	102.207	2.38	0.02	0.52	0.36
S.Aust Gov	6.03	7.75	AA-	104.2365	6.51	0.08	0.09	0.79
GMACAust	5.01	9.00	n/a	104.3628	6.47	0.03	-0.14	1.32

표 6.6에서 유럽 투자은행에서 미화로 발행한 채권을 보여주고 있는데, 채권의 만기는 2009년이며 수익률은 6.72%이나 스위스 프랑으로 발행된 동일 기관의 채권은 만기가 2008년이며 수익률은 3.82%에 불과하다. 그러나 구매를 고려하는 투자자는 분명 미화로 발행된 채권의 수익률이 미 재무부 채권에 비해 0.72%p 밖에 높지 않은 반면 스위스 프랑으로 발행된 채권은 스위스 정부 채권에 비해 수익률이 1.08%p가 높다는 사실을 주지해야 한다. 그러므로 투자자는 저 수익률의 스위스 프랑 채권이 시장 내에서 다른 증권에 비해 가치가 더 높다고 결론을 내릴 수 있다.

전망

국제 채권 시장은 국내 채권 시장에서의 과세와 규제에 대한 반응으로서 크게

발달했다. 이를 통해 발행인들은 통화를 사용하는 국가의 규제에 구속되지 않고 발행인의 선택에 따른 통화의 차용이 가능하다. 채권이 구매자의 이름으로 등록되지 않고 무기명 (bearer form)으로 발행되기 때문에 투자자들이 익명성을 보호하고 몇몇 경우에 조세를 피할 수 있게 된다.

그러나 해가 지나면서 국제 시장에서 눈에 띄는 다양한 특성들이 잠식됐다. 증권 거래 및 발행을 위해 정부가 규제를 자율화하고 국경간 자금 흐름에 대한 규제를 완화하면서, 유로마켓의 이점이 어렴풋이 나타나게 되었다. 유럽연합 내의 개별 투자자가 받을 채권 이자에 대한 원천 징수세를 부과하려는 노력이 해외 발행에 대한 조세 이점의 상당 부분이 사라지게 되었다. EU내 글로벌 본드의 발행과 국경간 발행의 신설이 유로본드와 기타 국제 채권 발행 사이의 구별을 없애고 있다. 독일에서 발행된 판트브리페 담보 채권과 같이 내수용으로 고려된 몇몇 증권이 현재 외국 투자자들에게 어필하고 있으며 국제 상품으로 고려되고 있다. 이러한 변화는 유로본드와 외국 채권 사이의 경계를 없애고 있다. 국제 채권이라는 용어는 현재 양쪽 모두에 적용되고 있으며 유로마켓이라는 수식어는 대체로 중복적인 의미를 갖게 된다. 그러나 비록 유로마켓이 역사 속으로 사라지게 되더라도, 국제 채권시장은 융성하여 빠르게 성장할 것으로 보인다.

7. 주식 시장

“공공의 이익을 위해 카지노는 접근이 어렵고 비싸야 한다는데 동의한다. 그리고 증권거래소 또한 마찬가지이다.”라고 1935년 영국의 경제학자인 존 메이나드 케인스가 말했다. 케인스의 이러한 발언은 완전히 잘못된 건 아니다. 단지 몇 명의 사공들이 경마장이나 룰렛 앞으로 다가오는 심정으로 주식시장에 참가한다. 그러나 모든 이러한 단점에도 불구하고, 케인스 자신이 인정했듯이, 주식 시장은 하나의 독특한 장점을 제공한다. 이는 바로 돈이 있는 사람들이 생산적으로 돈을 사용하기 위해 투자를 사용할 수 있는 사람들과 함께 투자를 하는 가장 좋은 방법인 것이다.

주식의 기원

주식은, 아주 단순히 이야기하면 소유권을 의미한다. 그러므로 주식은 기업의 소유권의 일부를 표시하는 지분이다. 지분 소유에 관한 생각은 중세 시대로 돌아간다. 르네상스 시대에 널리 퍼졌으며 이 때 다수의 상인들이 무역을 위한 기금 모집에 참가했으며 초기 은행가들은 대출 상환을 보장하기 위해 기업 소유에 참여했다. 그러나 이렇게 주주가 보유한 기업의 초기형태는 일반적으로 한 배를 이용한 단일 항해의 자금 지원과 같은 제한된 목적을 위해 설립된 일시적인 투자였으며 목적을 이룬 후 해체되었다.

최초의 주주 소유의 기업은 네덜란드의 동인도 회사였는데, 이 회사는 1602년 네덜란드 상인에 의해 설립됐으며 2세기 후 회사가 망할 때까지 암스테르담에서 거래된 양도성 주권 (negotiable share certificate)을 발행했다. 17세기 후반까지 런던 커피 하우스내의 무역업자들이 주식회사 (joint-stock company)의 지분을 거래함으로써 돈을 벌게 됐다. 그러나 산업혁명이 되어서야 공장과 운하 건설에 많은 돈이 필요하게 되었고 이로 인해 주식 거래가 널리 퍼지게 되었다. 오늘날 세계 주식시장을 자본화하면 그 규모가 36조 달러가 넘는다. 표 7.1은 몇몇 국가에서 모든 지분을 나열한 금액인 총 주식 자본화 수치를 보여주고 있다. 표 7.2

는 다양한 국가에서 주식 거래액 (share turnover) 규모를 보여주고 있다.

표 7.1 2005년 9월 현재 주식 시장 자본화

국가	시장 자본화 (\$bn)
미국	16,693
일본	3,954
영국	3,036
유로넥스트	2,607
캐나다	1,479
독일	1,198
스페인	1,048
홍콩	982
스위스	881
호주	821
이탈리아	778
OMX	775
한국	600
인도	513
대만	435

a 전 암스테르담, 브뤼셀 및 파리 증권거래소를 포함
b 코펜하겐, 헬싱키, 스톡홀름, 탈리나, 리가 및 빌니우스 증권거래소를 포함
출처: 세계 거래소 연맹

자금 조달

주식 시장의 주요 기능은 물론 자금 조달이다. 그러나 주식 시장은 기업의 자금 조달 목적으로만 사용되진 않는다. 자금 획득을 위해 시장에 뛰어들기 전에, 기업은 요구조건을 충족시키기 위한 대안을 세부적으로 분석하게 된다.

대출

대출은 증권을 발행하지 않은 기업이 자금 조달을 하기 위해 사용하는 주요 수단이다. 은행과 같은 채권자는 소규모 기업의 사업 계획 및 재정상태 분석에 익숙하며 종종 금융시장에서 자금 조달이 어려운 기업에게 대출을 제공하기도 한다. 그러나 은행 대출은 금리가 높으며 은행은 한 차용자에게 제한된 금액만을 대출할 수 있다. 이렇게 대출을 자주 받을 수 있는 기업의 경우 미리 정해진 시기에 보유자에게 이자를 지급하고 원금을 상환하도록 하는 증권인 채권을 판매

표 7.2 주식 거래액 규모 (단위: 10억 달러)

	2000	2004
미국	32,994	20,976
영국	4,559	5,169
일본	2,640	3,352
유로 블록	4,911	2,472
독일	2,120	1,541
스페인	1,581	1,203
이탈리아	1,987	969
스위스	638	791
대만	986	719
캐나다	647	651
호주	226	524
중국		517
한국	381	488
스웨덴	387	463
홍콩	377	439

a 전 암스테르담, 브뤼셀 및 파리 증권거래소를 포함
출처: 세계 거래소 연맹

함으로써 대출 경로를 다각화할 수 있게 된다. 채권 (제 4장에서 다룸)은 고정된 상환 의무의 부과라는 단점을 갖는데 이는 기업의 수익이 약화되는 경우 지키기 어려울 수가 있다. 몇몇 기업은 증권화 (제 5장에서 다룸)를 통해, 그리고 향후 수익을 발생할 자산을 담보로 하는 증권을 통해 필요한 자금 중 일부를 충족시킬 수 있다. 그러나 몇몇 기업은 증권으로 패키지화할 자산의 종류가 부족하며 다른 경우 증권화 할 자산의 규모가 너무 작을 수도 있다. 많은 국가에서 증권화된 자산 시장이 아직 제대로 발전하지 않았다.

주식

기타 형태의 자금과는 달리 주식은 기업 내 소유주의 투자를 나타낸다. 은행가와 채권 투자자는 만약 기업이 상당한 주식 자금을 갖는 경우 관대해지는데 그 이유는 이러한 내용을 통해 기업의 소유주인 차용자가 위기상황에서 자신이 자금을 소유하고 있다는 걸 보장하기 때문이다. 주식 발행의 단점은 기업의 수익이 주주 사이에 분할되어야 하며 매니저와 감독자는 즉각적인 성과가 별로 없는 전

락을 추진하기 보다는 단기 수익 향상에 초점을 맞춰 투자자의 이익을 우선적으로 고려해야 한다는 것이다.

균형 행동

각각 형태의 자금이 장단점을 갖고 있기 때문에, 기업은 일반적으로 여러 가지 방법을 통해 자금을 조달하게 된다. 기업은 부채와 자산 사이의 관계를 면밀히 검토하는데, 이를 부채 대 자본비율 (debt-to-equity ratio) 또는 기어링 (gearing)이라고 한다. 이상적인 부채 대 자본비율은 없다. 일반적으로 0.5이하의 비율을 보이면 기업은 돈을 거의 빌리지 않아 주주의 자금을 최대한으로 이용하지 않을 수 있다는 걸 의미한다. 이러한 기업은 과소차입부채 (underleveraged)가 됐다고 한다. 기어링을 통해 기업이 주식의 각 지분에 대해 더 많은 이익을 거둘 수 있도록 한다. 기업은 또한 대출에 있어 세금 혜택이 있거나 장기 금리가 낮은 경우 기어링을 증가시키는 것이 현명하다는 점을 알아낼 수 있다. 그러나 부채 대 자본비율이 과도하면, 해당 기업은 기어링이 과다하거나 과다차입부채 (overleveraged)가 됐다고 한다. 이렇게 되면 판매와 이윤이 낮더라도 대출을 계속적으로 갚아야 하기 때문에 재정 위기에 더욱 취약하게 된다.

벤처 투자 (venture capital)

사업 자금을 조달하는 또 다른 방법은 벤처 투자를 이용하는 것이다. 벤처 투자자들은 신규 또는 얼마 안 된 회사에 기업 주식을 대가로 투자한다. 채권자는 아니지만 기업의 주식이 아직 공개 시장에서 거래가 되지 않는 시점에서 이들은 주식 투자자들이다. 대부분의 주식 투자와는 달리 벤처 투자자들은 일반적으로 경영 및 감독 전략에 있어 능동적인 역할을 수행한다. 일반적으로 수 년 내 자신의 주식을 판매하려고 하며 보통 기업을 공개하거나 자신의 지분을 공개 주식 시장에 판매하기도 한다. 벤처 투자는 미국과 영국에선 체계가 잘 잡힌 금융 형태이다. 유럽 대륙에서의 발전 속도는 무난한 편이다.

주식의 종류

다양한 종류의 주식이 있으며 각각의 특성이 있다.

보통주 (common stock or ordinary share)

보통주는 (美: common stock, 英: ordinary share) 주식 투자의 가장 중요한 형태이다. 보통주 소유자는 기업의 부분을 소유하게 되며 이사 선임과 같이 중요한 문제에 의결권을 갖게 된다. 보통주 소유자는 기업의 사업 전망 향상을 통해 대부분의 이익을 거둔다. 그러나 모든 채권자와 모든 우선주 (preferred stock) 보유자가 지급을 받은 후 기업의 수익 및 자산에 대한 청구권을 갖게 된다. 몇몇 기업은 하나 이상의 보통주 등급을 갖고 있는데 이는 한 등급의 주식이 다른 등급에 비해 더 큰 의결권이나 더 큰 배당금을 받을 수 있는 경우에 그러하다. 이는 종종 높은 의결권을 갖는 주식의 소유를 통해 기업을 소유한 가족이 경영권을 유지하기 위한 방편으로 주식을 공개 시장에 판매하는 가족 소유 회사에서 볼 수 있다.

우선주 (preferred stock)

preference share라고도 하는 우선주는 보통주보다는 채권에 더욱 가깝다. 채권과 같이 우선주는 특정 일자에 특정 지급을 제공한다. 주식이 존재하는 한 배당금이 일정하기 때문에 발행인들은 우선주를 선호하며 영구적으로 소유할 수도 있다. 몇몇 투자자는 채권보다 우선주를 선호하는데 그 이유는 주기적인 지급은 공식적으로 이자 지급이 아닌 배당금으로 간주되므로 세제 혜택을 받을 수 있기 때문이다. 발행인은 보통주를 소유한 주주들에게 배당금을 나누기 전에 우선주 소유주들에게 배당금을 지불할 의무가 있다. 만약 우선주가 쌓이게 되면 미지급 배당금은 우선주 보유주가 전체 금액을 받을 때까지 적립이 된다. 비적립 우선주의 경우, 우선주 보유자들은 배당금을 지급받지 못하는 경우 기업에 막대한 제제를 가할 수 있게 된다.

전환 우선주 (convertible preferred stock)

전환 우선주는 특정 조건에서 보통주로 변환이 가능한 주식이며 일반적으로 미리 정의된 가격 또는 기간 내에 이뤄진다. 전환은 항상 보유자의 선택 사항이며 발행인의 전환 요청은 불가능하다. 전환 우선주는 전환 사채 (제 4장에서 다룸)와 유사하다.

보증 (warrant)

보증은 보유자에게 향후 특정 기간에 미리 정의된 가격으로 기업의 보통주를 살 기회를 제공하며 행사가격 (exercise price or strike price)이라고 한다. 보증의 유형가치는 주식의 시장 가격으로 행사가격보다 낮다. 만약 보증을 행사할 수 있을 때 유형가치가 0보다 낮거나 보증 가치가 없다고 하는데 그 이유는 공개 시장에서 더 싼 가격에 주식 구매가 가능하기 때문이다. 기업은 보증을 직접 판매할 수도 있으나 보통 우선주나 채권과 같은 기타 증권과 결합시킨다. 보증은 기초주식 (underlying stock)을 발행한 기업에 의해 생성 및 판매된다. 권리 제공에 있어, 보증은 주주의 주식 보유량에 비례하여 기존의 주식 보유자들에게 할당된다. 그러나 만약 모든 주주가 기업의 총자산이 향상하게 될 제의를 신청한 경우에는 각각의 주식 보유자의 비례 소유관계는 변하지 않는다. 이러한 제의를 신청하지 않거나 권리를 타인에게 양도하는 것이 자유롭다. 영국에서, 주주는 발행인에게 포기각서를 보냄으로써 이러한 제의를 신청하지 않을 수 있다.

주식 발행

자유롭게 거래가 이뤄지는 주식으로 시작하는 기업은 거의 없다. 대부분 초기에는 개인, 소규모 투자자 (제휴사 또는 벤처 투자자) 또는 새로운 보조금을 만든 기성 기업 (established firm)이 소유하게 된다. 대부분의 국가에서, 기업은 특정 기간 동안 영업활동을 할 때까지 주식을 팔지 않을 수 있다. 몇몇 국가는 기업이 이윤을 낼 때까지 주식을 판매하는 것을 금지하고 있으며 이러한 조건으로 인해 신생 기업들이 자금 조달에 어려움을 겪는다.

주식모집 (floatation)

주식 상장 (IPO)으로도 알려진 주식모집은 대중에 주식을 판매하려는 기업이 밝는 절차이다. 다수의 이유로 인해 일어날 수 있다. 기업이 새로운 기회를 이용하기 위해 추가적인 자본을 필요로 할 수도 있다. 벤처 투자자들과 같은 몇몇 기업의 초기 투자자들은 기업이 주식을 매입하여 얻게 된 자금을 다른 곳에 사용할 수도 있다. 또한 직원들을 보상하기 위해 주식을 사용할 수도 있으며 시장에서 주식이 자유롭게 구성되기 때문에 주식공개 (public share listing)를 통해 더 쉽

게 이뤄질 수도 있다. 주식모집에는 기업 주식의 전체 또는 대다수가 필요하지 않다. 표 7.3은 미국 내 주식 상장의 연간 규모가 2001년 붕괴 이전에 1990년대에 7배가 증가했다는 걸 보여준다.

표 7.3 주식 상장

연도	미국		영국	
	건수	금액 (\$bn)	건수	금액 (\$bn)
1995	676	37.3	89	5.1
1996	932	59.2	197	12.9
1997	664	74.0	139	15.3
1998	433	52.4	71	5.7
1999	556	93.7	79	5.0
2000	443	99.9	240	7.9
2001	101	43.1	83	7.1
2002	109	41.1	62	2.9
2003	152	47.6	53	3.3
2004	310	72.4	210	4.2

출처: 블룸버그

비록 영국에서의 IPO 규모는 훨씬 작지만 변동 폭이 훨씬 적다. 캐나다, 호주, 중국 및 일본은 2003년 이래로 주식 상장 건수가 증가했으나 유럽 내에서의 IPO는 거의 없었다.

최근 몇 년간 가장 큰 규모의 주식모집 중 일부는 독일의 도이치 텔레콤과 아르헨티나의 석유회사인 YPF와 같은 국영기업의 민영화와 관련이 있다. 이러한 대기업은 종종 한 번이 아닌 일련의 주식 발행에 대해 종종 모집을 실시하는 이유는 주식에 대한 수요가 불확실하기 때문이다. OECD에 따르면 1996년과 2001년 사이 민영화를 통해 4,350억 달러를 조달했는데 이들 중 대다수가 주식 발행을 통한 것이었다. 대규모 주식모집의 또 다른 방법은 기존 기업의 분사 (spin-off)이다. 이러한 경우, 모기업은 특정 자산, 부채 의무 및 사업을 새로운 개체로 묶게 되는데 초기에는 모기업과 같은 주주를 갖게 된다. 최근 있었던 대규모 분사는 2002년도에 시티그룹의 여행자 보험 자회사가 39억 달러에 이뤄진 것과 2004년 5월 미국의 제너럴 일렉트로닉사가 관리하던 젠위스 파이낸셜의 지분 중 30%를 35억 달러에 판매한 것이다. 대규모 주식공개의 세 번째 방법은 미국의

탁송회사인 UPS의 경우와 마찬가지로 제한된 공개 소유를 허용하기 위해 개인적으로 거래되던 주식이 있는 기성기업의 임원진의 결정에 따라 이뤄진다.

사모 (private offering)

공모를 통해 자사의 주식을 판매하는 것이 아닌 사모를 통해 자산을 증가시킬 수 있다. 자금 관리회사 (money management firm)와 부유한 개인과 같은 정교한 투자자들만이 일반적으로 사모를 통해 주식의 구매가 가능하는데 그 이유는 이에 개입된 위험에 관한 공개가 공모보다는 적기 때문이다. 사모를 통해 구입한 주식은 보통주이므로 기업 안전에 대한 의결권을 가지며 배당금을 받으나 일반적으로 특정 기간 동안 공개 시장에 재판매가 불가능하다.

2차 공모 (Secondary offering)

주식이 이미 공개적으로 거래되고 있는 기업이 공개적으로 추가 주식을 파는 경우 (영국에서는 follow-on 공모라고 함) 또는 주식의 큰 부분을 보유하고 있는 하나 이상의 투자자가 대중에 이 주식 판매를 제의할 때 2차 공모가 발생한다고 한다. 이미 공개적으로 거래가 되는 주식을 보유한 기업은 총 자금 규모를 늘리기 위해 추가로 주식을 모집할 수 있다. 만약 이를 통해 기존의 주주가 전에 보유했던 주식의 비율보다 낮은 비율을 갖게 될 때, 보유분이 희석됐다고 한다. 만약 2차 공모에 투자자가 소유한 주식이 개입되는 경우, 2차 공모를 통한 수익금은 발행인이 아닌 주식을 판매한 투자자들에게 돌아간다. 표 7.4는 미국시장에서 2차 공모의 범위에 대한 데이터를 제공한다.

주식모집 과정

대중에 주식을 발행하기 전에, 기업은 주식을 발행하고자 하는 국가의 일반 회계 준칙 (GAAP: Generally Accepted Accounting Principles)에 따라 수년간의 재무제표를 준비하기 위해 세무사를 고용해야 한다. 많은 국가에서는 주식을 시장에 내놓기 전에 증권 규제당국에 이러한 공모를 등록해야 한다. 규제당국은 주식이 건전한 투자를 의미하는 지를 판단하는 게 아니라 해당 기업이 주식 발행에 필요한 법적 요구사항을 준수하는 지만을 판단하게 된다.

표 7.4 미국 시장 내 2차 공모

연도	건수	금액 (\$bn)
1995	589	55.8
1996	726	75.5
1997	674	121.4
1998	405	64.9
1999	397	95.3
2000	386	129.1
2001	408	82.9
2002	395	71.4
2003	488	67.1
2004	576	85.9

출처: 블룸버그

기업은 상장명세서 (listing particular) 또는 사업설명서 (prospectus)로 알려진 재정 보고서를 의무적으로 작성하여야 하는데 그 목적은 잠재적인 투자자들에게 기업의 과거 성과와 향후 전망에 관한 자세한 정보를 제공하기 위함이다. 미국에서는 등록기간 완료 이전에 발행하는 사업설명서를 레드 헤링 (red herring)이라고 하는데 그 이유는 앞 페이지에 규제당국이 주식 발행을 아직 승인하지 않았다는 사실을 강조하기 위해 붉은색 상자를 사용했기 때문이다.

주식 판매에 대한 다른 접근

투자자에게의 주식 판매는 일반적으로 투자은행 또는 발행기관을 통해 이뤄진다. 투자은행은 세 가지 방법을 사용해서 이를 수행한다. 발행인의 상태가 좋은 경우, 투자은행은 보통 보증인 (underwriter)이 된다. 보증인은 발행인으로부터 주식을 구매하는데 자신의 자본을 사용하여 이를 공개시장에 되팔겠다는 약속을 한다. 발행인의 승인을 득한 후 얼마나 많은 주식을 발행하고 어떤 가격을 책정해야 하는지를 결정하기 위해 자신의 시장 지식을 사용한다. 이는 상당히 중요하다. 만약 가격이 너무 높게 설정되면 보증인은 팔리지 않는 주식을 끌어안고 있어야 하지만 가격을 너무 낮게 설정하면 발행인은 자신이 벌어들일 수 있는 돈보다 적은 돈을 얻게 될 것이다. 몇몇 경우, 보증인은 입찰을 통해 주식을 판매할 수 있는데, 이는 단순히 잠재 투자자들에게 주식 입찰을 요청하는 것이다. 만

약 주식에 책정될 가격에 불만이 있으면 발행인은 주식모집을 연기 또는 철회하거나 일반 대중에게 판매하지 않고 개인 구매자에게 판매할 수 있다.

주식모집의 또 다른 방법은 투자은행이 모집주선으로 주식을 분배하는 것이다. 이 경우, 투자은행은 주식을 보증하지 않으며 판매에 실패하더라도 위험을 떠안지 않게 된다. 오히려, 발행인을 대신해 주식을 파는 데 최선을 다하겠다고 단순히 약속하는 것이다. 팔리지 않은 모든 주식은 발행인에게 돌아간다. 투자자들은 일반적으로 투자은행이 주식 보증을 위해 충분히 많은 의견을 갖지 않았다고 생각하기 때문에 이러한 모집주선에 대해 의심을 갖게 된다.

주식모집의 세 번째 방법은 전량체결 모집 (all-or-none offering)이다. 이는 모든 주식이 제공가격에 팔린다는 조건에서 이뤄지는 모집주선 방식의 모집이다. 만약 몇몇 주식이 팔리지 않은 채로 있다면 전체 모집이 취소된다.

영국의 기업들은 판매 제안과 함께 주식을 모집할 수 있다. 이를 위해 주식이 팔릴 가격을 설정하고, 신문에 전체 사업설명서를 게재하여 대중으로부터 직접 주식을 구매하기 위한 지원서 청구를 필요로 한다. 많은 국가에선 규제로 인해 직접 주식모집이 어렵다.

초기 공모 건수는 1990년대 후반이 그 전에 비해 훨씬 높았다. 이는 부분적으로는 컴퓨터 네트워크나 인터넷 상거래와 같이 새로운 기업이 주를 이루는 분야에서 이익이 폭발적으로 늘었기 때문이다. 또한 많은 국가에선 규제를 개정하여 주식모집이 용이하게 되었다. 현재 수익을 한 번도 보고하지 않은 기업이 공개적으로 주식을 판매하는 것이 일반적인데 이는 1990년대 중반까지는 상당히 드문 일이었다. 그러나 2000년까지 이러한 신생 기업 중 다수가 수익을 낼 것으로 보이지 않았으며 일부는 파산했다는 것이 자명해졌다. 투자자들은 새로운 발행주식을 구입하는 것을 점점 꺼려하게 됐으며 IPO 건수는 급감하였다. IPO 활동이 2001-03년에 침체를 맞았는데 그 이유는 기업이 주가가 약세일 때 주식을 발행하려고 하지 않기 때문이나 2004-05년 IPO는 다시 인기를 되찾았다.

IPO로의 투자

투자자들은 종종 새로운 주식모집에서 주식을 구매하기 위해 경쟁을 하는데 그 이유는 주가가 최초 몇 시간 또는 발행 후 며칠 동안 급상승할 수 있기 때문이

다. 그러나 이러한 초기 상승 후 미국의 사례에서 알 수 있듯이 대부분의 신규 발행주식은 초기 공시 가격보다 낮은 가격으로 어느 기간 동안 상당량의 거래가 일어나기 때문에 투자자는 주식모집 시기보다 더 싼 가격으로 주식을 구매할 수 있다. 몇몇 주식의 경우 거래 초기 며칠 동안 유지했던 가격을 회복하지 못하기도 한다. 이러한 이유로, 많은 전문가들은 초보 투자자들이 새로 모집된 주식을 사는 것은 현명하지 않은 처사라고 생각한다.

미 정부당국은 IPO와 관련해 투자은행이 부적절한 처사를 했다고 의심되는 경우를 조사해 왔다. 이러한 조사를 통해 몇몇 은행은 우수 고객들이 새로운 주식을 공모가격에 살 수 있는 기회를 제공하여 향후 가격이 상승했을 때 전문적이지 않은 투자자들에게 다시 판매하여 이익을 거둘 수 있도록 했다는 혐의를 받고 있다. 몇몇 투자은행 직원들 또한 공시가격으로 주식을 구매하여 인상가격(mark-up)에 재판매함으로써 개인적으로 이익을 거둔 IPO를 부적절하게 홍보했다는 혐의를 받고 있다. 그럼에도 불구하고 몇몇 투자자들은 IPO가 매력적인 투자라고 생각하는데 그 이유는 몇몇 경우 주가가 공시가격보다 몇 배 더 높을 수 있기 때문이다.

주식 재구매

기업이 새로운 주식을 발행하는 것과 마찬가지로, 판매를 원하는 고객들로부터 자신의 주식을 구매하기 위한 행동을 실시할 수 있는데 이를 재구매 또는 환매(buy-back)라고 한다. 재구매는 몇 가지 이유로 인해 일어날 수 있다.

- ☞ 한 기업이 자신의 모든 주식을 재구매하여 민영 기업이 되고자 할 때 사용할 수 있다.
- ☞ 부분적인 주식 재구매는 종종 침체된 주가를 상승시키는 데 사용될 수 있는데 특히 자사의 전망이 좋다고 생각하는 기업의 소유주가 주식을 저평가한다는 신호를 시장에 보내기 때문이다.
- ☞ 재구매를 통해 기업은 초과 자본을 주주들에게 돌려줄 방법을 갖게 된다. 많은 국가에선 자본 이익이라고 알려진 유가증권 판매를 해 얻게 된 수익에 세금혜택을 제공한다. 이런 경우 과세대상 주주들은 만약 배당

금이 아닌 주식 재구매를 통해 자본을 돌려받게 되면 이익을 거둔다.

☞ 몇몇 기업은 직원 보상 프로그램에 사용하기 위해 주식을 재구매하기도 한다.

☞ 몇몇 재구매 제안은 주주와 관련된 비용을 줄이기 위해 단지 소수의 주식을 보유한 투자자들을 겨냥한다.

재구매 프로그램의 매력 정도는 세금효과에 전적으로 의존한다. 특히 독일과 같은 국가에서 부정기적으로 사용하는데 수익금을 자본 이익이 아닌 정기수입으로 취급한다.

발행인은 재구매한 주식을 자기주식 (treasury stock)으로 보유한다. 자기주식은 기업 안전에 대한 의결권을 갖지 않으며 배당금을 받지 않는다. 그러나 기업은 자기주식을 자유롭게 재판매하거나 향후 주주의 승인 없이 직원들에게 보상용으로 사용할 수 있다. 주주의 기업 소유권은 만약 자기주식이 향후 공공 소유로 돌아가게 되면 희석된다.

주가에 영향을 미치는 요소

이론적으로 주식의 지분 가치는 지분으로 표시된 기업의 향후 수익 비율의 순현재 가치와 정확히 일치해야 한다. 바꿔 말하면, 향후 기업이 얼마나 많은 이익을 매년 거두게 될 것인가, 향후 얼마 정도의 연간 수익을 결정하기 위해 적절한 할인율을 사용한 후 모든 향후 할인 이익을 현재 보통주의 발행 주식수로 나눈다. 그 결과는 현재 주가가 되어야 한다.

그러나 불행하게도 이러한 중복된 정의는 주식의 현재가격이 올바른 가격을 나타내는 지를 결정하는데 별로 쓸모가 없다. 시장에서 구매 또는 판매가 가능한 주어진 주식에 대한 실제 가격은 특히 기업에 관련된 요소와 일반적인 시장 요소 모두에 의존한다. 이러한 두 가지의 요소는 다음을 포함하는데 그 순서가 중요도를 나타내진 않는다.

수입

기업의 수입은 주어진 기간 동안 발생했다고 주장하는 수익과 발생 비용의 차이

이며 이 내용은 재무제표에 나타난다. 수입은 부분적으로는 경영 및 제품의 품질과 같은 회사 내부요소에 의존한다. 그러나 또한 외부의 영향에도 의존하는데, 예를 들면 인구통계상의 추이, 경제 성장률 변동 및 외국에서의 활동에 영향을 줄 수 있는 환율 변동 등이 있다. 수입은 항상 기업의 건강이 좋다는 것을 의미하진 않는데 그 이유는 회사가 수입 및 지출의 시기를 조절함으로써 수입을 “관리”하고 다른 회계방법을 선택해서 조작할 수 있기 때문이다. 분석가들은 종종 이자, 세금, 감가상각비 이전 기업이익 (EBITDA: Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation)에 초점을 두려고 하는데 이는 일반적으로 주요 사업부분에 대해 더 나은 상황을 보여주는 것으로 인식되기 때문이다.

현금 흐름

해당연도 (실제로 당해에 받지 않을 수도 있는 것으로 그 해에 이뤄진 판매에 대한 외상 수입과는 다른)에 받은 수입과 현금 지출 사이의 차이를 현금 흐름이라고 한다. 현재 비용을 충족하기 위해 기업이 충분한 현금 흐름을 만들어내는지를 보여준다. 강력하게 양의 수치를 보이는 현금 흐름은 주가 상승에 도움을 주며 음의 현금 흐름은 종종 문제가 있는 기업임을 나타낸다.

배당금

배당금은 주주들에게 돌아가는 지급이다. 대부분의 국가에서, 시장은 상당량의 배당금을 지급하는 주식을 선호하는데 그 이유는 주가가 평가절상이 되지 않아도 배당금이 어느 정도의 수익을 제공하기 때문이다. 몇몇 연기금 및 기타 기관 투자자들은 배당금을 지급하는 주식만을 보유하는 것이 허용되기도 한다. 관련 수치로는 배당이익율 (dividend yield)이 있는 이는 단순히 주당 현재 가격을 보통주의 연간 배당금으로 나눈 것이다. 배당금의 증가는 일반적으로 주가 상승을 유도한다. 그러나 예외도 존재하는데 특히 기업의 현금 흐름이 배당금을 지급하기에 충분하지 않은 경우가 그러하다. 신생의, 빠른 성장을 하는 기업은 종종 배당금이 거의 없거나 아예 없기도 한데 그 이유는 가용한 현금을 성장 기회에 이용하고자 하기 때문이다.

역사적으로 배당이익율은 표 7.5에 나온 것과 같이 국가별로, 시기별로 크게 다

르다.

표 7.5 배당이익율

국가	샘플 시작	평균배당률(%)	연간 최저배당률 (%)	최저 배당금일자
벨기에	1961	4.0	1.3	1999
캐나다	1956	3.3	1.1	2000
프랑스	1964	4.0	1.6	2000
독일	1973	2.7	1.1	2000
이탈리아	1981	2.8	1.0	1981
일본	1953	1.3	0.4	1990
네덜란드	1973	4.6	1.7	2000
스위스	1973	2.3	0.9	1998
영국	1963	4.7	2.1	2000
미국	1947	3.6	1.1	1999

출처: BIS

국가 간의 큰 차이점은 다수의 요소로 인한 결과인데, 예를 들면 배당금 지급을 제고 또는 억제하는 세법과 기업의 경영진으로부터 더 높은 배당금을 요구하는 주주의 힘 등이 있다. 1999년과 2000년에 주가 상승, 저 인플레이션 및 대체적으로 금리가 인하는 분위기에서 주요 선진국의 배당이익율은 역사적으로 볼 때 극도로 낮은 수준을 기록했다. 전 세계 배당이익율은 2000년 이후 경제 주기가 저점으로부터 회복됐을 때 이윤으로 상승했다.

배당금은 특정 일자에 기록된 모든 소유주에게 지불된다. 배당금을 받기 위해, 투자자는 배당금 지급일자에 주식을 소유해야 하는데 이는 즉 배당금이 지불되기 전에 주식 양도를 완료하기 위해 충분히 미리 (보통 2, 3일전) 구매해야 한다는 것을 의미한다. 배당금을 받기 위해 주식을 구매하는 데 있어 마감일자가 지나게 되면 주식이 배당락 (ex-dividend)됐다고 한다. 주식이 배당락이 되면 대략 배당금만큼의 주가가 감소한다.

현금 배당금과 마찬가지로, 기업은 주주들에게 주식 배당을 발행할 수도 있다. 자본화 발행이라고 알려진 주식 배당은 주주들에게 추가 주식을 제공함으로써 기업의 현금 보유고 중 일부를 돌린다.

자산 가치

기업은 재산, 광물 자원 또는 기타 기업에 대해 소유한 주식과 같은 자산을 소유할 수 있는데 이는 시장의 힘에 의해 가치가 증가하거나 감소한다. 자산 가치의 변동이 주가에 영향을 미칠 수 있다.

분석가의 추천

다수의 증권 중개회사는 증권 분석가를 고용하는데 이들의 업무는 주어진 시간에 최상의 기회를 제공하는 주식을 추천하는 것이다. 분석에는 두 가지 기본 방법이 있다. 기본 분석가들은 기업의 경영 전략, 경쟁 환경 및 기타 실질적인 요소를 관찰함으로써 수년간의 추정치를 미래에 반영하게 된다. 기술 분석가들은 서로 다른 변수와 주가의 과거 움직임과의 이전 관계를 관찰함으로써 향후 가격 추이에 대한 결론을 내리게 된다.

분석가의 추천사항은 종종 객관성이 부족하다는 비판을 받는데 이는 주식 중개회사가 또한 주식 인수에 관련이 있고 인수업에서의 우위를 점하기 위해 한 기업의 주식을 추천하면서 얻는 인센티브가 있기 때문이다. 몇몇 경우, 분석가들은 또한 자신들이 추천한 주식에 개인적으로 투자하기도 한다. 그럼에도 불구하고, 분석가들이 특정 주식의 가치를 상향 또는 하향 조정하거나 수익 추정치를 증가 또는 감소시키는 것은 주가에 큰 영향을 미친다.

지수에의 포함

많은 기관투자자들은 주가 지수의 특성과 유사한 포트폴리오를 구성한다. 지수로의 포함은 일반적으로 주가와 비례하는데 그 이유는 투자자들은 지수에 포함된 주식을 소유하려고 하기 때문이다.

금리

금리 상승은 일반적으로 주가를 압박한다. 주어진 배당금은 은행 예금이나 단기 금융시장 상품 (제 3장 참고)과 같이 위험도가 낮은 상품이 고수익을 제공하는 경우 투자자들에게 덜 매력적이다. 또한 높은 금리는 종종 경제 성장 둔화를 나타내기도 하는데 기업의 이윤 성장 둔화를 의미할 수도 있다. 그러나 투자자들은 일반적으로 인플레이션을 자산 가치에 있어 위험한 요소로 보기 때문에 인플레

이션을 견제할 필요가 있다고 판단하게 되면 주가에 긍정적인 영향을 미칠 수도 있다.

채권 수익

투자자들은 주식과 채권에 투자해서 얻을 수 있는 상대적인 수익을 비교한다. 만약 채권 가격이 하락하면 투자자들은 채권 시장에서 더 나은 수익을 찾기 때문에 주식은 덜 매력적으로 된다.

일반적인 경제 전망

인플레이션을, 경제 성장률, 고용, 소비자 지출 및 기타 경제 변수에 대한 새로운 정보는 일반적으로 주가에 큰 영향을 줄 수 있다. 경제 뉴스는 또한 전체 시장 내의 기타 부문에 중요한 영향을 줄 수 있다. 예를 들어, 현재 신용카드 수지의 감소는 은행의 주가를 하락시킬 수 있는데 그 이유는 신용카드 차용자들이 이자를 덜 낼 거라는 것을 의미하지만 새로운 신용카드 지출에 대한 소비자들의 능력이 커지고 있다는 것은 소매업자의 주가에 도움을 줄 수 있다.

유행

투자자들이 특정 주식 종목을 갑작스레 선호할 수도 있다. 이 경우 해당 부문의 주식은 종종 개별 기업의 수익 보고서나 현금흐름에 관계없이 성과가 좋을 수 있다. 예를 들어, 많은 국가에서 1990년대 후반 기술주가 큰 인기를 거두었다. IMF에 따르면 1999년 독일 주식시장의 자본화에 있어 기술주의 비율이 22.9%였는데 1990년에는 3.5%에 불과했다. 인도에서 기술주의 비중이 같은 기간 0.2%에서 19.9%로 상승했다.

주식 분할 (Stock split)

기업은 자사 주식에 대한 투자자들의 관심 증대를 위해 주식을 분할할 수 있다. 개별 주식의 가격이 상당히 높아서 투자자들이 기피한다는 점을 생각할 수 있거나 투자자들은 기업이 좋은 성과를 거두었기에 주식을 분할하는 거라고 생각할 수 있다. 기업은 원래 주식에 대한 새로운 주식의 비율을 결정한다. 2대 1 분할의 경우를 보면 주주는 이전에 소유했던 주식에 대해 2개의 주식을 보유하게 되

며 각 주식의 분할 후 가격은 분할 이전 주식의 가격에 대해 1/2이 된다. 역 주식 분할은 주어진 주의 기존 주식에 대해 하나의 새로운 주식을 발행함으로써 현재 주식의 수를 줄이는 것이다. 분할 또는 역 분할은 각 투자자 또는 기업의 총 자본화의 소유 비례 관계를 변화시키진 않는다.

시장 효율

자본화가 높은 주식은 자주 거래되며 가격은 시시때때로 변한다. 이러한 움직임을 경제학자들은 마구잡이 걷기 (random walk)라고 한다. 즉 현재 또는 과거의 주가가 향후 주가 예측에 아무런 도움을 주지 못하므로 주가의 상승 (또는 하락)이 향후 상승 (또는 하락)을 의미하는 것은 아니다.

많은 주가 변동은 정의가 가능한 요인이 없으며 단순히 특정 순간 두 투자자의 바람을 반영하는 것이다. 그러나 시장 내 새로운 정보의 유입으로 인한 가격 변동이 또한 존재한다. 예를 들어, 한 항공기 제조업체가 큰 건의 수주를 따냈다는 언론 발표가 있으면 주가가 상승할 수 있지만 해당 소비자의 재정 상태를 분석하여 항공기를 구입할 수 없다는 결론을 내리게 되면 주가 상승이 지속되진 않는다. 효율적인 시장에 대한 가정은 투자자들이 뉴스나 다른 공공 정보 상에선 거래를 할 수 없다는 점을 주장하는데 그 이유는 정보가 알려지자마자 주가에 영향을 주기 때문이다.

효율적인 시장에 대한 더욱 강력한 형태는 주가는 공개 여부에 관계없이 모든 관련 정보가 결합되었다는 점을 나타낸다. 사실이라면 주식 구매여부를 결정하기 전에 기업이나 업계가 이를 연구해야 할 이유가 없게 된다. 그러나 이러한 가정에 대한 증거는 빈약하다. 비록 시장이 정보에 따라 빠르게 대응하더라도 주도면밀한 투자자는 주가에 아직 반영되지 않은 요소를 정의함으로써 이익을 얻을 수 있는 예외적인 상황이나 조건이 많이 있다.

주요 수치

투자자들은 어떤 주식을 구매할지를 결정하기 위해 많은 정보를 갖고 있다. 이 중 일부는 정부의 경제 통계와 뉴스와 같은 기업 외적인 요소로부터 기인한다. 주요 정보는 각 기업의 재무 보고서와 시장 내 거래 내용으로부터 살펴볼 수 있

다. 재정 보고서는 감사회사를 통해 준비되거나 감사를 받지 않을 수도 있다. 회계 규칙이 국가별로 다르기 때문에 기업의 재정 보고서를 그대로 비교할 수는 없다. 이에 더해, 재무 보고서에서 수입과 지출을 처리하는 방법은 판단의 문제이므로 보고서의 정확성에 대한 논쟁은 일반적이다.

주가수익비율 (Price/earning ratio)

주가수익비율은 주식 평가를 위해 가장 잘 사용되는 수치일 수 있다. 이 비율은 배수 (multiple)로도 알려져 있으며 현재의 주가를 발표된 주당 수익으로 나누면 된다. 이를 통해 해당 주식이 시장에서 저평가 또는 고평가 되는 지를 쉽게 알 수 있다. 불행히도, 주가수익비율이라는 용어는 그 의미가 모호하다. 신문의 주가표는 일반적으로 최근 12개월의 수익으로 주가를 나눈 것이다. 그러나 가장 최근의 분기 수익에 4를 곱해서 주가수익비율을 구성할 수 있으며 반기 수익에 2를 곱하는 것도 가능한데 이는 현재 회계연도에 대한 수익을 예측하거나 1년 후의 수익을 추정할 수도 있다.

개별 기업의 주가와 기업의 주가수익비율은 크게 변동한다. 유행을 타는 부문에 속한 몇몇 기업은 향후 수익이 매우 많을 거라는 투자자들의 기대 심리로 인해 수익을 전혀 내지 못하더라도 높은 주가를 유지할 수 있다. 2000년 초반, 아시아 주식시장에 상장된 기술주의 주가수익비율이 130을 넘었는데 이는 기타 부문에 속한 기업의 수익률의 3배가 넘었다. 표 7.6에서와 같이 국가별 주가수익비율은 차이가 있다.

몇몇 투자전략은 주가수익비율에 크게 의존한다. 예를 들어, 가치투자는 최근의 주가수익비율보다 낮은 주식과 관련이 있는데 이는 주가수익비율의 추이가 변동할 것이라는, 즉 주가가 상승할거라는 기대감 때문이다.

베타

베타는 국가 내 주식시장의 평균 변동 폭에 상대적인 주가의 변동 폭이다. 평균 베타 값이 1.0이면 시장 평균과 동일하게 움직이는 것을 의미한다. 베타 값이 1.5인 주식은 시장이 1% 상승 (하락)할 때 주가가 1.5% 상승 (하락)할 것을 나타낸다. 평균 베타 값이 음수인 주식은 시장과 반대로 움직인다.

표 7.6 주가수익비율

국가	샘플 시작	평균 p/E	최대 p/E	최고일자
벨기에	1961	13	29	1973
캐나다	1956	20	255"	1994
프랑스	1973	12	30	1973
독일	1973	13	27	2000
이탈리아	1986	18	36	2000
일본	1981	39	85	2000
네덜란드	1973	12	32	2000
스위스	1973	13	30	1998
영국	1970	13	28	2000
미국	1957	16	41	2002

a 청산으로 인해 기업 수익이 감소했다.

출처: BIS

양수의 큰 베타 값은 위험한 주식으로서 호기에는 시장의 성과를 능가하지만 시장이 불황일 때는 낙폭이 훨씬 크다고 생각할 수 있다. 소위 소형주 (small-cap stocks)라고 하는 다수의 소규모 기업의 주식은 베타 값이 높다. 0에서 1.0사이의 베타 값을 갖는 주식은 보수적인 투자, 즉 하락세인 시장에서는 안전하지만 시장세가 상승할 때 평가절상의 잠재력이 상대적으로 적은 경우를 의미한다. 음의 베타 값을 갖는 주식은 시장이 하락하면서 상승할 것으로 생각되는 주식을 보유한 역투자자 (contrarian)를 위한 것이다. 널리 거래되는 주식의 베타는 다수의 투자자와 증권거래사에서 발행한 연구 보고서에서 볼 수 있다.

자기자본수익률 (ROE: Return On Equity)

자기자본수익률은 경영진이 주주의 자본을 얼마나 잘 사용하는지를 보여주는 수치이다. 기업들은 일반적으로 연례 재무 보고서에 자기자본수익률을 보고한다. 다음과 같은 공식으로 계산한다.

$$\frac{\text{순 수입} - \text{우선주배당}(\text{preferred dividend})}{\text{보통주의가치} - \text{대부분의무형자산} + \text{이연법인세}(\text{deferred tax liability})}$$

자기자본수익률은 업계 내 기업의 성과를 비교하는 데 유용하다. 일반적으로 투자자들은 자기자본수익률이 높은 기업을 선호하지만 이 수치는 눈속임이 가능하

다. 순 수입을 높이기 위해 대출을 증가시킴으로서 (분자) 자산을 발행하지 않고 (분모) 자기자본수익률을 높일 수 있다. 그러나 이러한 레버리지는 해가 가면서 수익을 더욱 변화시키는데 이는 판매가 부진하더라도 부채를 반드시 갚아야 하기 때문이다. 보통주의 수익률이 높은 것은 일반적으로 수익 변동이 크다는 것과 관련되어 있다.

자본수익률 (ROC; Return on Capital)

자본수익률은 기업의 채산성에 대해 가장 폭이 넓은 측정 장치이다. 재무제표에 항상 올라가진 않지만 몇 가지 공식 중 하나를 이용해 반드시 계산해야 한다. 그 중 하나가 다음과 같다.

$$\frac{\text{순 수입} + \text{소주주지분}(\text{minority interest}) + (\text{지급이자} - \text{세금공제})}{\text{유형자산} - 1\text{년 이내 지급이 가능한부분}}$$

비록 한 기업의 자본수익률의 실제 계산이 복잡하더라도, 결과는 서로 다른 업계 내에 있는 기업의 성과를 비교하거나 주식 발행 또는 재구매로 인해 자본 구조가 크게 변할 수 있는 기업에 대한 성과를 살펴보는 데 사용할 수 있다.

부가가치 (Value added)

1990년대에 개발되어 다양한 거래명 하에서 컨설팅 회사가 마케팅을 한 개념인 부가가치는 기업 경영진들이 주주의 이익을 얼마나 증가시켰는지를 측정하는 수 치이다. 이는 주주가 이 기업에 투자하기 위해 다른 기회를 포기했기 때문에 보통주가 자유로운 자원이 아니라는 점을 인식한다. 부가가치는 기업의 실제 자본 비용을 고려한 후 기업의 성과를 측정하여 순위를 책정하는 방법을 제공한다. 이러한 순위는 자기자본수익률 또는 자본수익률을 기반으로 함에 따라 크게 다를 수 있다.

수익률 측정

투자자들은 종종 1년과 같이 주어진 시기에 대해 총 수익률을 계산함으로써 주

식의 성과를 측정한다. 총 수익률은 다음의 공식을 사용하여 계산할 수 있다.

$$\frac{(\text{기말가격} - \text{기초가격}) + \text{지급배당금} + \text{배당금에 대한 미지급이자}}{\text{해당기간초의가격}}$$

예를 들어, 연 초에 10달러, 연말에 12달러로 거래되는 주식이 있다고 하자. 6개월 후 1달러의 배당금이 지불되고 연말에 또 1달러의 배당금이 지불된다. 관련 금리가 연 8%이다. 이 때 1년 전체에 대한 투자자의 수익률은 다음을 포함한다.

주가 상승분	\$2.00
배당금	\$2.00
최초 배당금에 대한 이자 (\$1 x 0.08/2, 8%의 연간 금리에서 최초 6개월의 금리 적용)	\$0.04
두 번째 배당금에 대한 이자 (이 기간에는 없음)	<u>\$0.00</u>
당기 총 수익	\$4.04
총 수익률 (\$4.04/\$10의 초기 가격)	40.4%

투자자는 실질적으로 이러한 수익률을 얻을 수 없다는 걸 명심해야 한다. 주가 평가절상은 주식을 판매함으로써만이 실현될 수 있는데 이 때 수수료가 발생하여 투자자의 이익은 감소하게 된다.

혼란스러운 것은, 높은 총 수익률을 갖는 주식이 항상 투자에 좋지는 않다는 사실이다. 많은 국가에서 배당금에 대한 세금은 즉시 부과되지만 증권으로부터 발생한 양도소득세 (tax on capital gains or capital gains tax)는 증권이 판매될 때까지 이연되며 그 후 또한 낮은 금리로 부과된다. 그러므로 주로 주가 상승을 통해 파생된 총 수익률은 투자자에게 있어 주로 배당금을 통해 발생한 총 수익률보다 더욱 가치가 높다고 볼 수 있다. 또한, 총 수익률에 대한 간단한 계산은 위험 요소를 담고 있지 않다. 다른 요소들이 동일하다고 볼 때, 투자자는 베타 값이 높은 주식이 더 높은 총 수익률을 의미한다고 생각할 수 있으며 이에 대하여 투자자가 감수해야 할 위험은 더 높다.

주가 정보의 획득

대부분의 국가에서 간행되는 주요 일간지는 일일 주식 성과에 대한 자세한 표를 제공한다. 이러한 표는 일반적으로 거래소에서 작성되므로 특정 주식에 대한 정보를 알기 위해선 해당 주식이 어떤 거래소에서 거래되는지를 알 필요가 있다. 대부분의 신문은 공개적으로 거래되는 총 거래량을 표시할 지면이 없기 때문에 일반적으로 기사의 범위를 시장 자본화 또는 특정 수준 이상의 평균 일일 거래량으로 제한한다. 주가 정보의 정확한 내용은 신문별로 다르다.

미국의 일반적인 주가표의 예가 표 7.7에 있다.

표 7.7 주가

52주									
고점	저점	이름	배당	PE	판매 100s	고점	저점	최저	변화
25.15	18.00	Baldor	0.48	32	679	22.00	20.87	20.87	-1.11
64.00	26.00	BearSt	0.60b	12	6,867	46.90	45.15	45.65	-2.00
25.95	24.80	BearS pfr'	1.88		238	25.25	25.15	25.20	
64.95	42.90	BeckCoult	0.64	43	2,015	50.65	49.50	49.50	+0.75
39.25	29.96	BectDck s	0.39f	20	7,920	36.31	35.90	36.01	-0.34

출처: 뉴욕 증권거래소

네 개의 기업에서 발행된 다섯 가지의 주식에 대한 부분을 인용하고 있으며 “이름”을 나타내는 칸에 약자로 표기되어 있다. 발행 기업의 확인을 포함해서, 이 칸은 주식 일부에 대한 기타 정보를 담고 있다. 베어, 스티스 & 컴퍼니의 경우를 살펴보면 첫 번째 칸은 보통주를 의미하며 “pf Y”로 표시된 두 번째 칸은 베어, 스티스 사가 발행한 우선주 중 하나를 의미한다. 기타 우선주에 대한 내용은 없다. 마지막 회사인 벡턴 디킨슨 사의 경우 오른쪽에 “s”라고 되어있는데 이는 주식이 분할되었음을 의미한다. 왼쪽에서 두 번째 칸은 작년 한 해 중 가장 높은 주가와 가장 낮은 주가를 보여주는데 주식 분할 고려 시 조정된다. 예를 들어, 벡턴 디킨슨사의 주식이 2대 1로 분할되었다면 작년의 실질적인 최고가는 78.50이 되지만 현재 주식의 수가 두 배가 많다는 사실을 반영해서 반으로 나누어 39.25로 표기되었다.

테이블 내 첫 번째 칸에 있는 발도 사의 성과가 다른 기업에 비해 두드러진다.

밑줄을 친 이유는 이 날짜의 거래량이 높기 때문인데 이 때 주식 거래량의 1%가 넘는다. "sales 100s"라는 칸에서 보면 알 수 있듯이, 발도 사 주식 중 약 67,900주가 거래되었다. 그러나 흥미로운 점은 이렇게 많은 거래가 발생했어도 주가에는 영향을 거의 미치지 않는다는 것이다. 발도 사의 종가는 20.87이었는데 이는 전일 종가와 같은 수치이며 해당 일자의 최저가이다.

투자자들이 특히 관심을 갖는 부분은 기업명 바로 오른쪽에 있는 칸이다. "Div"라고 표시된 부분은 작년에 해당 주식에 지급된 배당금을 나타낸다. 베어, 스텐스의 보통주에 대한 배당금에 "b"라는 글자가 있는데 이는 해당 기업이 각 주주에게 추가적인 주식을 배분하는 주식 배당금을 지불했다는 점을 나타낸다. 백턴 디킨슨에 있는 "f"는 연간 배당률을 높였다는 것을 의미한다. 이러한 글자의 의미는 표의 각주에 나타나야 한다. 마지막으로, "PE"는 지난 12개월에 걸쳐 해당 기업이 보고한 주당 순익 (EPS: Earnings Per Share)을 사용해서 결정된 주가수익비율이다. 발도 사의 주가수익비율이 높으며 베어, 스텐스의 경우 훨씬 낮다. 우선주에 대한 수치는 보고하지 않는데 그 이유는 의무 배당금을 지불하게 된 후 기업의 수익에 대한 주장권이 없기 때문이다.

이러한 정보는 전일 거래에 관한 정보를 요약한다. 거래일 동안 특정 주식의 성과에 대한 정보는 증권거래 및 정보 서비스 제공자를 포함한 기타 전자 정보를 통해 얻을 수 있다. 여기에는 분당 주가 변동 그래프와 주가 변동에 대한 계산을 포함할 수 있는데 이러한 내용은 일반적으로 신문에는 기재되지 않는다.

장외시장 (OTC: Over-The-Counter Market)

공개적으로 거래가 가능한 주식 중 대다수는 거의 매매가 되지 않으며 기관투자자들에게는 인기가 없다. 이러한 주식은 일반적으로 장외시장 (OTC)에서 거래된다. 다른 국가에 비해 공개적으로 거래되는 기업이 많은 미국에서는 약 25,000개의 회사에 대한 거래가 장외에서 이뤄지며 이는 거래소에서 거래되는 기업의 세 배가 된다 (미국에선, 나스닥 시장에서의 거래는 종종 장외 거래로 간주되지만 이젠 그렇게 보지 않는다).

OTC 거래는 잠재 구매자와 잠재 판매자 양쪽이 허용할 수 있는 가격으로 거래를 성사시킬 중개회사를 필요로 한다. 바꿔 말하면, 중개회사는 자신의 비용으로

주식을 구매하거나 보유하고 있는 주식을 판매할 수도 있다. 판매자 또는 투자자의 부족으로 인해 거래 성사에 어려움이 있을 수 있으며 거래 종가는 거래 몇 시간 전 또는 며칠 전과 비교할 때 상이할 수 있다. 장외시장에서 거래되는 기업은 일반적으로 주주와 현재 주식 수가 거의 없다. 만약 한 기업이 주식 시장에서 자산 규모를 증가하여 더욱 많은 주주들에게 다가가고 싶다면 증권거래소 상장을 모색해야 한다.

증권거래소 (Stock exchange)

증권거래소는 주식 거래에 있어 더욱 체계적인 방법을 제공한다. 일반적으로 몇 가지 이유로 인해 OTC 시장보다 우위에 있다. 첫째, 더 많은 투자자를 유입하고, 더 큰 유동성을 제공하므로 더 좋은 가격을 얻을 수 있게 된다. 둘째, 거래소는 거래가 발생할 당시의 가격의 획득과 공개 또는 제공 가격을 알 수 있으므로 OTC 시장에선 불가능한 중요한 정보원을 투자자들에게 제공하게 된다. 셋째, 거래소는 당사자들이 자신들의 약속을 준수하도록 규칙과 절차가 있다. 주식이 공개적으로 거래되는 모든 잘 알려진 기업은 자사의 주식을 거래소에 상장하고 있다. 거래소는 상장에 대한 요구사항을 수립하고 있으며 주식이 거의 거래되지 않는 기업이나 매우 작은 규모의 기업은 심사를 통과하지 못한다. 최근 몇 년간 신규 상장 기업의 수가 큰 거래소가 표 7.8에 나와 있다.

표 7.8 주요 시장에서의 신규 상장

거래소	1998	2000	2002	2004
런던	202	399	201	423
토론토	116	116	106	346
호주	63	175	89	186
나스닥	487	605	121	170
동경	57	206	94	153
뉴욕	202	122	151	152
멕시코	3	2	121	110
홍콩	32	90	117	70
유로넥스트	287	108	18	32
독일	67	153	6	6

a 암스테르담, 파리 및 브뤼셀 거래소 포함
출처: 세계 거래소 연맹

최초의 증권거래소는 1631년 당시 네덜란드 영토였던 앤트워프에 생겼다. 런던 증권거래소는 1773년에 설립됐으며 최초의 신세계 증권시장인 필라델피아 증권거래소는 1790년 거래를 시작했다. 19세기 중반까지, 업계가 자본에 굶주렸기 때문에 거의 모든 주요 도시에 자신의 거래소가 있었다. 영국만 하더라도 20개의 증권거래소가 있었다. 대부분의 상장기업은 자신의 영업 지역을 제외하고는 거의 알려지지 않아서 자신의 주식을 지역 내에 상장하는 것을 선호했기 때문에 이러한 거래소가 필요했으며 대부분의 투자자들은 자신이 알고 있는 기업의 주식을 사려고 하는 개인들이었다.

이러한 거래소 중 다수는 자본 시장이 국가 규모, 그리고 국제 규모로 성장했기 때문에 사라졌다. 현재 대부분의 국가 (미국을 제외한)는 단일 증권거래소를 갖고 있다. 기업에게 있어 국내 거래소와 마찬가지로 해외 거래소에 대한 상장 또한 상당히 일반적인 현상으로 자리 잡아 가며 이로 인해 더 넓은 투자자들에게 접근하게 된다. 국제 주식 발행 (기업이 속한 모국 외에서 발행된 주식수)은 1990년대에는 드물었으나 1996년과 2000년 사이 급증했으며 2001년 갑작스러운 주식시장 침체로 인해 그 수가 감소했다 (표 7.9 참고). 2004년 주가 상승과 함께 신규 상장수 또한 증가했다.

표 7.9 국제 주식 발행, 발행국가에 따름 (단위: 10억 달러)

	1996	1998	2000	2002	2004
전체 국가	82.4	125.9	316.7	103.0	214.1
프랑스	7.4	17.3	17.3	11.4	25.2
독일	8.7	7.5	40.4	5.4	21.2
영국	8.4	14.9	31.6	14.8	20.5
중국		1.1	21.3	5.4	18.0
이탈리아	4.5	7.6	5.6	2.8	12.7
일본	0.8	10.0	8.8	2.5	7.3
스페인	1.7	7.5	8.3	3.6	6.2
네덜란드	7.2	7.6	25.8	6.6	6.0
한국	1.2	0.5	1.0	1.6	5.4
스위스	0.1	6.0	8.3	10.1	4.2
미국	8.1	17.8	70.5	1.2	1.9

출처: BIS

최대 거래소

세계 증권거래 중 절대 다수가 단 네 곳의 거래소 (뉴욕 증권거래소 (NYSE), 나스닥 증권시장 (NASDAQ) (전에는 컴퓨터에 의한 장외시장의 시세보도 시스템 (National Association of Securities Dealers and Automated Quotation System) 으로 알려짐), 동경 증권거래소 (TSE) 및 런던 증권거래소 (LSE))에서 이뤄진다. 뉴욕 증권거래소는 시장 자본화로 볼 때 가장 큰 거래소이며 2005년 중반 현재 국내 상장 기업의 총 가치가 12조 9천억 달러 규모가 넘는다. 나스닥은 약 3조 4천억 달러 규모의 시장 자본화를 이루고 있는데 이는 2000년 초 5조 달러가 넘었던 전성기보다는 낮은 수치이다. 동경 증권거래소는 일본의 주가 급락과 함께 세계 최대의 거래소라는 명성을 잃게 되었지만 세계 2위의 증권거래소로 재부상하면서 3조 4천억 달러 규모의 자본화를 유지하고 있다. 시장 자산화 기준으로 세계 4위의 런던 증권거래소는 2005년 중반 현재 2조 7천억 달러를 기록하고 있다.

프랑크푸르트, 마드리드 및 암스테르담, 브뤼셀, 파리 시장을 통합한 유로넥스트와 같은 몇몇 소규모 거래소가 1990년대 후반 시장 자산화에 있어 상당히 빠른 성장을 보이고 있는데 이는 새롭게 민영화가 된 은행, 통신 기업 및 항공사가 주식을 상장했기 때문이다. 몇몇 거래소는 나스닥을 모방한 런던 대체투자 시장 (AIM: Alternative Investment Market)과 프랑크푸르트 신흥시장 (Neuer Markt)과 같은 소규모 기업을 위한 시장을 형성함으로써 새로운 시장으로의 진입 기회를 모색하고 있다. 그러나 이러한 거래소 중 대부분은 2000년 전 세계 주가 하락으로 인해 새로운 상장의 수가 줄어든 이후로 고전을 면치 못하고 있으며 몇몇은 문을 닫았다.

증권시장의 경제적 중요성은 국가별로 상이하다. 비록 미국이 주식에 있어 최대시장을 갖고 있지만, 주식시장 자본화는 표 7.10에서와 같이 몇몇 국가에선 GDP의 상당 부분을 차지하고 있다. 투자자의 거래 성향 또한 국가별로 크게 다르다.

주식 보유에 대한 전 세계적 열망에도 불구하고, 모든 증권거래소가 활황을 보이는 건 아니다. 전 세계 증권거래소의 수가 1990년대에 거의 세 배가 증가했는데 이 때 많은 신흥 경제국가에서 증권거래 진작을 위해 법을 도입했었다. 이와 동시에 집중함으로써 비용을 절감하려는 노력을 적극적으로 펼치고 있다. 이러한

표 7.10 주식시장의 경제적 중요도

	2003년말 현재 GDP 대비 시장 자본화 비율 (%)
스위스	227.6
싱가포르	190.3
남아프리카 공화국	183.1
말레이시아	156.0
룩셈부르크	142.0
영국	138.8
미국	130.6
핀란드	106.2
스웨덴	98.1
일본	68.8

출처: 세계 거래소 연맹

성향은 유럽연합 내 경제 및 통화 위원회의 지지를 얻고 있는데 12개 국가의 주가를 유로화로 표시함으로써 핀란드나 이탈리아의 기업들이 자국의 도시인 헬싱키나 밀라노에 상장하는 것처럼 파리나 프랑크푸르트에 자사의 주식을 상장할 수 있게 되었다. 주식 발행인들과 마찬가지로 투자자들은 해당 주식의 거래가 가장 활발하게 일어나는 시장에서 거래를 할 동기가 생겼는데 그 이유는 유동성의 증가로 인해 좋은 가격으로 거래를 빨리 마무리 짓는 것이 더 쉬워졌기 때문이다. 아르헨티나나 포르투갈과 같이 규모가 작도 유동성이 적은 거래소는 자국의 산업의 상당 비율이 다른 국가로 빠져나가는 것을 목격했으며 주요 증권거래소는 가장 거래가 활발한 주식의 거래에 있어 우위를 점하기 위해 다른 거래소와 경쟁을 하게 되었다.

이러한 압력으로 인해 증권거래소의 판도가 크게 바뀌었다. 1990년대 초반 거의 모든 증권거래소는 상호기업 (mutual venture)이었는데, 해당 거래소에서 거래를 실시하여 돈을 번 개인이나 기업이 공동으로 소유하는 형태였다. 일반적으로 소유자는 거래소를 현대화함으로써 얻게 될 이익은 거의 없었는데 이는 더욱 효율적인 거래는 결과적으로 자신들에게 있어 낮은 이익을 의미하기 때문이었다. 그러나 1993년부터 다수의 소규모 거래소들이 상호 관계를 깨고 이윤을 추구하는 기업의 형태로 변하게 되었는데 종종 자신들이 공개적으로 거래하는 주식을 발행했다. 투자자들이 수익을 요구하게 되면서, 그리고 수익성이 거래량에 크게 의

존하게 되면서 이러한 거래소는 현재 비용을 감소하고 새로운 상품과 서비스를 제공할 동기를 갖게 되었다. 일본 정부가 법을 개정하여 거래소가 합작 증권회사로 변경할 수 있도록 한 2000년 5월부터 전 세계의 모든 주요 증권거래소는 상호관계를 종료하거나 최소한 이러한 관계 청산을 시작했으나 뉴욕 증권거래소는 예외로 간주되고 있다 (표 7.11 참고).

표 7.11 증권거래소의 탈 상호관계

거래소	연도
스톡홀름	1993
헬싱키	1995
코펜하겐	1996
암스테르담	1997
이탈리아	1997
호주	1998
아이슬란드	1999
아테네	1999
싱가포르	1999
토론토	1999
런던	2000
나스닥	2000
동경	2001
필리핀	2002
부다페스트	2002
뉴욕	2006

a 규제당국 승인 대기중

출처: 이안 도모위즈, 벤 스타일 "증권 거래업에서의 자동화, 거래비용 및 구조," *Brookings-Wharton Papers in Financial Services, 1999*; 뉴스 보고서

세계 최대의 증권거래소인 뉴욕 증권거래소는 2005년, 2006년도에 실시할 전자 개방형 거래소 (electronic Archipelago exchange)와의 합병과 더불어 대중에게 주식을 판매할 거라고 발표했다.

경쟁 압력으로 인해 다수의 거래소는 합병을 하거나 문을 닫게 됐으며 이러한 현상이 계속 일어나는 것으로 보인다. 소규모 거래소는 극복할 수 없을 불리함에 직면하게 되었다. 신기술 도입에 들 높은 비용으로 인해 거래 증권거래소는 제휴사를 모색하게 되었다. 2000년 5월 프랑크푸르트의 독일 증권거래소 (DB:

Deutsche Borse)는 iX 구성을 위해 런던 증권거래소와의 합병을 추진했는데 이는 단일 거래소로서 런던과 프랑크푸르트 모두에서 주식을 거래하는 단일 거래소였다. 비용 절감이라는 측면에 더해, 이러한 합병은 양쪽 거래소 모두가 거래 취급 및 기록 유지에 있어 같은 컴퓨터 시스템을 사용할 수 있게 되었다. 비록 이 합병이 취소됐지만 이 발표를 통해 파리, 브뤼셀 및 암스테르담의 주식시장이 단일 범유럽 거래소인 유로넥스트를 구성하게 되었다. 유럽 내 군소 거래소인 리스본과 오포르토 거래소는 2001년 12월 유로넥스트로의 합병에 대한 표결을 실시했다. 다수의 소규모 유럽 증권거래소가 이러한 대규모 거래소 중 하나에 합병될 수 있다. 일본에서는 오사타 증권거래소가 미국의 나스닥 거래소와 연합하여 2000년 6월 나스닥 일본시장을 열게 되었고 이로 인해 오사카는 규모가 훨씬 큰 동경 증권 거래소가 경쟁할 수 있게 되었다. 나스닥과 뉴욕 증권거래소 모두 더 많은 거래를 자신의 시스템을 통해 거래하려는 노력을 통해 전자 거래 분야의 우위를 점하게 되었다.

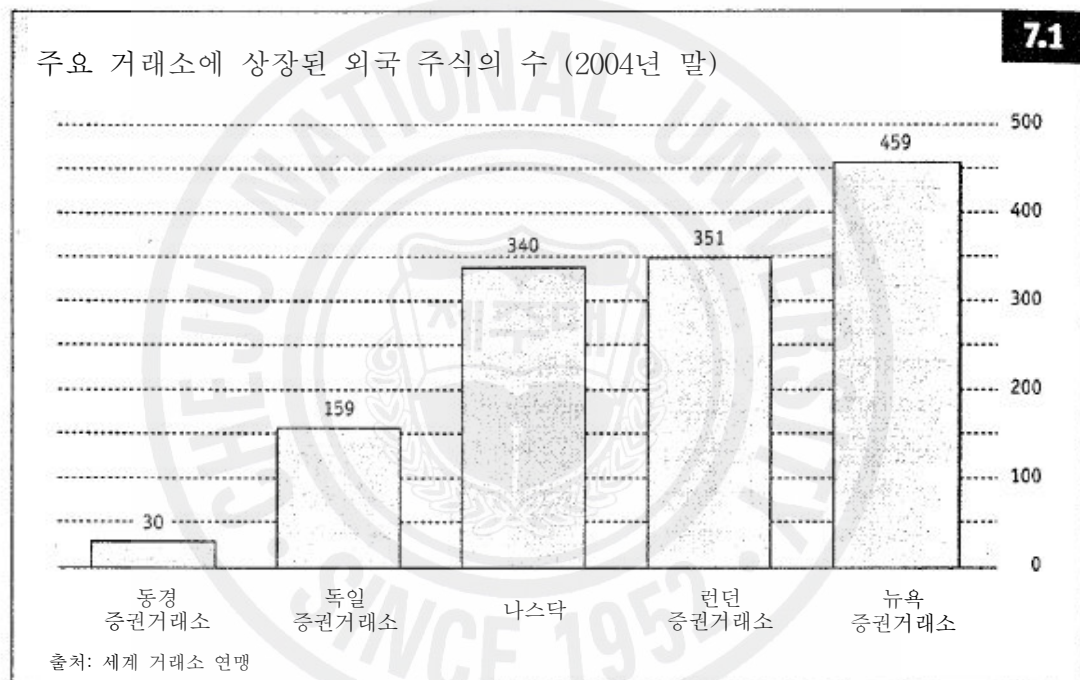
비록 이러한 증권거래소의 합병과 합작 투자가 뉴스거리를 만들어내긴 했지만 특정 거래소의 성장이나 소멸은 경제적인 여파를 거의 만들어내지 않는다. 대부분의 거래소들이 특정 도시 명으로 정의된다는 사실이 해당 도시에서 중요한 세원이나 고용원이라는 것을 의미하진 않는다. 예를 들어, 컴퓨터를 통해 스톡홀름이나 프랑크푸르트에 있는 거래소에서 이뤄진 기업 활동 중 대부분이 실제로는 런던에 있는 사람들이 거래를 실시할 수 있게 되었다. 거래소는 다른 기업과 경쟁을 실시하는 기업 정도의 의미를 갖고 되었으며 주식 거래를 통한 수수료를 받으려고 하며 국가의 발전이 거래소의 성과에 좌우되지 않게 되었다.

국제 시장

1990년대 후반까지 거의 모든 기업은 자국의 증권 거래소에 전적으로 주식을 상장했다. 특히 의무가 전적으로 자국에 속한 연기금 및 보험회사와 같은 투자자들은 자국 통화로 표기된 자산 보유를 선호했으며 일반적으로 해외 투자를 꺼려했다. 회계 규칙이 국가별로 다르기 때문에 투자자들은 다른 국가에 속한 기업의 비교가 어려웠다.

국제 시장은 1990년대에 들어 더욱 일반적인 추세가 되었는데, 그 이유는 주식

발행인들이 전 세계의 자본 시장에 진입하려고 했기 때문이었다. 다수의 다국적 기업은 자사의 주식을 북미와 유럽에 있는 거래소에 상장했다. 국제 상장 건수는 2000년 초반 다양한 국가 내의 규제 준수에 필요한 비용과 다양한 국가 규범에 따라 재무 보고의 재시작을 회피하려 하면서 급감했다. 연기금과 같은 정교한 투자자들은 모든 시장에서 주식을 구매하려고 하며 자국 시장에 상장을 할 필요가 없다. 국제 주식 거래에 있어 런던은 가장 중요한 곳이다. 그림 7.1은 최대 증권 거래소에서 외국인 상장 건수를 보여주고 있다.



예탁증권 (DR: Depositary Receipt)

다양한 법률 및 재정적 이유로 인해 자사의 주식을 국제 시장에 상장하지 않으려는 경우도 있다. 예탁증권은 기업이 자사의 주식을 해외 거래소에 직접 등록하지 않고도 해외 자본 시장을 활용할 수 있도록 하는 방법을 제공한다. 가장 잘 알려진 종류의 증권은 미국 예탁증권 (ADRS: American Depositary Receipts)으로 미국에서 거래되며 국제 예탁증권 (GDRS: Global Depositary Receipts)은 주로 런던에서 거래된다. ADRS에서 거래되는 대부분을 라틴 아메리카의 기업들이

차지하고 인도 기업들은 런던에서의 GDR 거래의 가장 큰 부분을 차지하고 있다.

이러한 증권은 두 가지 종류가 있다. 스폰서 (sponsored) ADR이나 GDR은 주식 발행인의 요청에 따라 구성되는데 수령이 발생하는 국가 내 은행으로 자사 보유 주식 중 필요한 만큼을 예탁하는 것이다. 예탁증권 그 자체는 기술적으로 은행에서 발행한 증권이므로 보유자에게 은행이 보유한 주식의 가격 상승과 수익에 대한 주장을 할 수 있도록 한다. 언스폰서 (unsponsored) ADR이나 GDR은 주식을 발행한 기업이 아닌 투자은행과 같은 외부 당사자의 요청에 따라 제정된다. 두 가지 예탁증권 모두 증권거래소에서 거래된다. 둘 사이의 큰 차이점은 언스폰서 예탁증권의 보유자는 발행인이 증권을 발행하려고 하지 않기 때문에 증권 발행인으로부터 재무 보고서나 기타 정보를 획득하는 것이 더 어렵다.

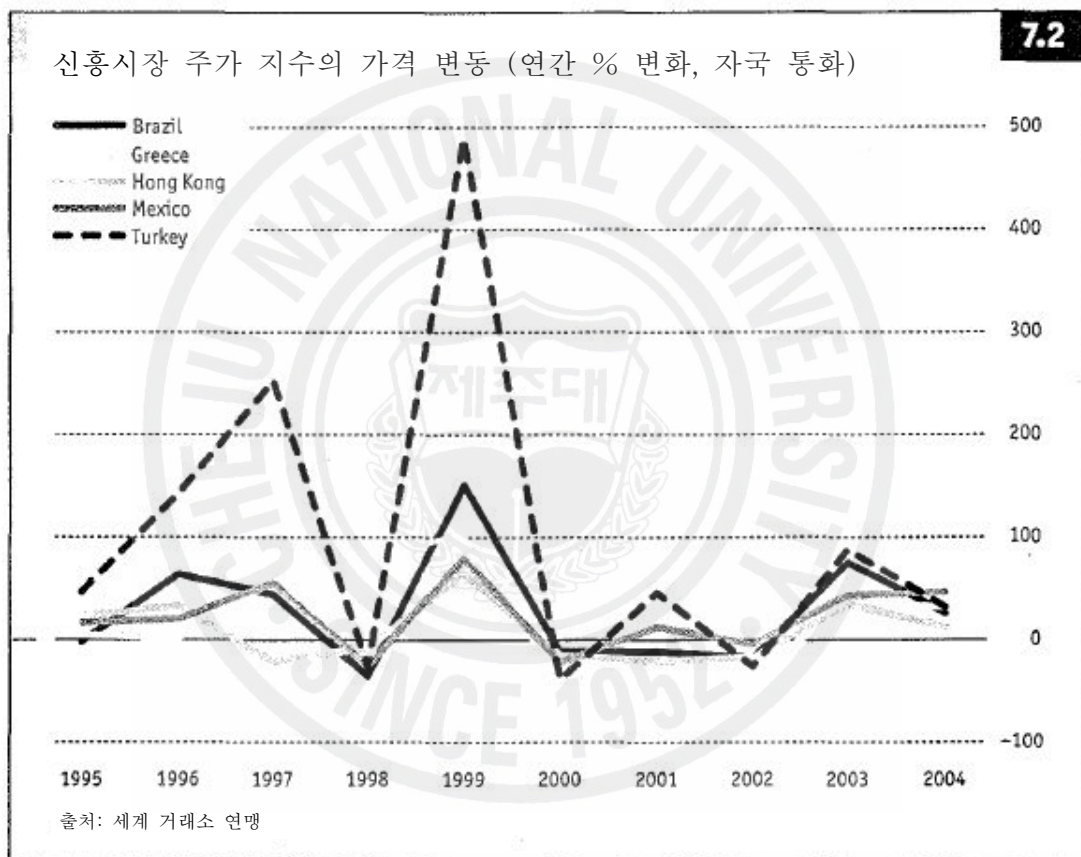
2005년 7월 299개 회사의 ADR이 뉴욕 증권거래소에 거래됐으며 117개가 나스닥에서 거래됐다. 118개 정도의 기업이 런던 증권거래소의 GDR에 상장됐다.

신흥시장

1990년대에 많은 라틴 아메리카, 아시아, 아프리카 및 동유럽 국가 내 주식 시장이 빠른 성장을 보였는데 이들을 한데 묶어서 신흥시장이라고 한다. 이 용어에 대한 명확한 정의는 없으나 일반적으로 1인당 국민소득이 일본, 호주, 미국, 캐나다 및 서유럽보다 낮은 국가들에 적용되며 공개 자본 시장이 최근 발전하고 있는 국가들이다. 이전의 10년 동안, 다수의 신흥시장 국가들은 극도로 높은 인플레이션을 갖고 있었으며 자본 시장에 대한 깊은 의심을 갖는 정부의 규제를 받아왔다. 이러한 분위기의 역전으로 인해 신흥시장의 주식 발행 규모가 1991년 56억 달러에서 1997년 228억 달러로 네 배 증가했으며 그 후 아시아 발 금융위기로 인해 발행 감소가 발생했다. 이러한 증가의 대부분은 1990년 이전에는 주식 시장이 미미하거나 없었던 아시아, 특히 중국과 인도에서 일어났다. 2000년 발행 규모가 444억 달러라는 기록적인 수치를 올렸으나 2001년에는 1/4로 감소했고 2004년 300억 달러 이상으로 증가했는데 이 수치에는 한국과 싱가포르에서 보였던 폭발적인 증가는 포함되지 않았다.

신흥시장의 주가는 일반적으로 선진국 시장에 비해 그 변동 폭이 크다. 이는 상

대적으로 볼 때 작은 규모의 시장 자본화와 잠재적인 정치 또는 경제 변화에 있어 투자자들이 아주 민감하게 움직이기 때문이다. 이러한 변동성은 특히 외국 투자자들에게 적용되는데 그 이유는 비록 특정 신흥시장의 주식이 해당 통화로 상승하더라도 환율의 움직임으로 인해 투자자 국가의 통화 측면으로는 이익 감소를 유발할 수도 있기 때문이다. 그림 7.2는 신흥시장 내 주식시장의 변동성을 보여주고 있다.



주식 거래

주식거래는 투자자가 주식 중개회사와 주식 매매에 대한 계약을 체결할 때 시작한다. 여러 종류의 주문이 있는데 이를 통해 중개업자에게 다양한 기준을 제공하게 된다. 가장 기본적인 내용은 시장 주문 또는 모집 지침 (best instruction)이며 중개업자가 시장 내에서 현재 가능한 가격 중 최상의 가격으로 원하는 양의 주

식을 사거나 팔 수 있도록 하는 것이다. 지정가 주문 (limit order)은 중개업자가 특정 가격 또는 그보다 좋은 가격에만 거래를 완료할 수 있도록 하며 특정 가격에 도달하지 않으면 거래가 절대로 발생할 수 없다는 위험을 수반한다. 가격지정 주문 (stop order)은 특정가격에 도달하게 되면 중개업자가 주식을 사거나 팔도록 하지만 실제 거래가격은 특정 수준 이상 또는 이하가 될 수도 있다.

투자자들은 또한 자신의 주문을 다양한 방법으로 실시할 수 있다. 일일 주문 (day order)은 특정 일자 하루에만 적용되며 실행되지 않을 경우 취소된다. 공개 주문 (good-till-cancelled order)은 계속 주문 (open order)라고도 하며 주문이 성립 또는 취소될 때까지 유효한 주문을 의미한다. 성립-취소 주문 (fill-or-kill order)은 중개회사가 주식을 즉시 팔거나 사야하며 그렇지 않은 경우 전체 주문이 취소된다. 영국에선 실행-소멸 주문 (execute-or-eliminate order)라고도 하는 성립-취소 주문은 중개업자에게 가능한 한 많은 주식을 사거나 판 후 나머지 주문을 취소하도록 하고 있다.

투자자의 주문을 확인한 후, 중개회사는 적절한 증권거래소에 있는 중개인들에게 전달한다. 몇몇 경우 해당 주식이 여러 거래소에서 거래될 수도 있다. 고객의 최선을 위해 근무하는 중개업자는 최고 가격을 획득하는 곳에서 거래를 수행한다.

증권거래소는 어떻게 움직이는가

증권거래소가 운영되는 방법에는 여러 가지가 있다.

증권거래소에 대한 전통적인 모델은 공매시장 (auction market)으로 알려져 있으며 구매 또는 판매되는 주식이 거래시장에 있는 중개인들에게 제공된다. 공매시장은 전문가 또는 시장 형성자 (marketmaker)로 알려진 전문 중개인을 이용하는데 이들은 그들이 맡은 특정 주식의 거래가 제대로 이루어지고 있음을 확인시켜야 한다. 중개회사는 각각의 매입 또는 매도 주문을 현장 중개인에게 보내며 이들은 전문가들과 의사소통을 한다. 주식 구입을 위한 각각의 미결정 주문에 대한 입찰가와 매도 주문에 대한 매수인 지정가격 (asked price) 또는 매각가격 (offer price)이 나와 있는 장부를 보유하고 있다. 다른 회사의 현장 중개인들은 거래를 마치기 위해 가장 높거나 낮은 입찰가를 수용할 수 있다. 만약 입찰이 부족하거나 매도 및 매입주문 사이의 불균형으로 인해 특정 주식의 거래가 중지되면, 전

문가들은 시장이 원활히 돌아가도록 주식을 사거나 팔아야 한다.

이러한 공매시장이 하나의 표준이었다. 그러나 지난 몇 년간 전산화를 통해 전자 공매시장 또한 발전하게 되었다. 현재 모든 주요 증권거래소는 주로 전자공매를 이용하나 뉴욕 증권거래소는 그 예외라고 볼 수 있다.

전자 공매시장은 세 가지 중 한 가지 방법으로 작동한다. 몇몇의 경우 지속 또는 주문주도형 공매 (order-driven auction)를 제공하는데, 제공된 최고 및 최저 입찰가가 컴퓨터를 통해 지속적으로 갱신되며 결국 자동으로 매매 주문을 맞추게 된다. 집중형 공매시장 (call auction market)은 연속적이 아닌 미리 정해진 시간에 거래를 실시하여 특정 주식에 대한 적절한 유동성을 보장해준다. 미국의 나스닥 시장과 같은 딜러 시장에는 상당히 많은 사람들이 개입한다. 나스닥에서는, 시장 형성자들이 주식 매매를 위해 준비한 가격을 중개인의 화면에 공시하며 중개인들은 해당 거래를 취급하기 위해 여러 시장 형성자 중 하나를 선택한다. 기타 거래소에서는 혼합 시스템 (hybrid system)을 사용하는데 이는 특정 주식의 규모와 유동성에 따라 거래가 이뤄지는 방식이다.

화면 기반의 공매 시장은 거래되는 주식별로 더 낮은 비용을 제안하기 때문에 그 기반을 넓혀가고 있다. 이러한 비용 절약은 더욱 적은 직원과 공간을 사용하기 때문에 가능한 것이다. 몇 가지 새로운 전자 거래소가 등장했는데 이는 주당 낮은 거래비용이 사업에 있어 매력적이라는 기대를 깔고 있다. 나스닥과 뉴욕 증권거래소 양측은 2005년 경쟁적인 전자 거래소 구입에 동의했다.

중개인이 있는 기존의 공매 시장에도 여전히 장점이 있다. 중개인은 수백만 주의 주문을 날개로 쪼개어 시장 가격을 움직이지 않고 조용히 거래할 수 있는 반면 전산화가 이뤄진 시스템에서 수백만 주의 주문을 공시하면 가격 상승 또는 하락을 유발할 수 있기 때문에 일반적으로 대규모 매매 주문에 있어 더 좋다. 종종 이런 경우와 같이 만약 전자 시스템이 시장 형성자를 갖지 않는다면 인기가 없는 주식의 매매 주문은 이뤄지지 않을 수 있으나 시장 형성자가 거래 조절이 가능한 시장에서는 발생할 수 없는 것들이다. 그럼에도 불구하고 전자 주식 공매 시스템이 점점 정교해지면서 비용이 많이 드는 중개인 인프라를 갖춘 시장에 커다란 변화를 가져오고 있다. 대부분의 거래소는 비용 문제로 인해 거래소 거래 (floor trading)를 폐지했다.

거래 내에서의 경쟁

거래가 이뤄지는 정확한 방법은 주식 구매 비용에 큰 영향을 미친다. 1970년대 중반까지 대부분의 증권거래소는 중개회사인 회원사가 각각의 매매에 대한 고정 수수료를 부과할 수 있게 했다. 그런데 1975년 미국, 1979년 영국에서 수수료에 대한 규제가 완화됐다. 이를 통해 할인중개라는 방법이 도입됐는데, 할인중개는 전화를 통한 주식 거래를 제안하여 결과적으로 낮은 수수료를 부과함으로써 비용 절감을 사용하게 된다. 1996년부터 인터넷 중개가 훨씬 낮은 비용으로 개인용 컴퓨터를 통해 개인거래를 다루게 되었다. 주당 수수료가 미화 몇 센트의 수준으로 하락한 상황으로 인해 개인은 새로운 투자전략을 시도하게 되는데, 높은 수수료가 적용되는 경우 이익이 미미한 주가의 작은 변화를 이용하고자 하는 것이다. 이 중 하나가 일일거래로서, 재빨리 판매하여 약간의 이익을 거두려는 목적으로 주식을 구매하는 것과 관련이 있다.

그러나 투자자가 증권 중개인과 전자적으로 의사소통을 한다는 사실은 거래가 발생하는 방법과는 관련이 없다. 이는 일반적으로 중개인에게 달려있는데, 거래를 성사시키는 데 있어 상당한 고민을 하게 되고 주식이 하나의 거래소 이상에서 거래되는 경우에는 해당 거래를 어디에서 실시할 지를 결정하게 된다.

시장 형성자를 통해 거래가 이뤄지는 곳에서 투자자들은 주식을 사기 위해 시장 형성자가 제공하는 가격과 판매하려는 가격 사이에서의 큰 차이, 즉 스프레드에 직면할 수 있다. 1997년 미 정부는 나스닥 회원사들이 넓은 스프레드를 유지하기 위해 공모했다는 혐의를 발견했다. 결과적으로 스프레드는 줄어들었고 적은 이익을 거두기 위해 공시된 제안 가격보다 낮은 가격으로 판매하고 공시된 입찰가격보다 높게 구매함으로써 시장 형성자의 스프레드에 “놀아나던” 개인 투자자인 당일 거래자들의 존재로 인해 스프레드는 더욱 줄어들게 되었다. 1998년 1월 나스닥 시장의 평균 스프레드는 주가의 0.55%였다. 2000년까지 스프레드는 더욱 감소하여 0.32%가 되었고 2005년까지 평균적으로 거의 0.1%에 가깝게 되었다. 뉴욕 증권거래소의 평균 스프레드 또한 이와 유사했다.

기존 흐름의 지금에 대한 우려가 존재했는데 이는 일종의 관행으로서 시장 형성자가 증권 중개회사에 영업 참가에 대한 대가로 스프레드의 일부를 뇌물로 제공했던 것으로 증권 중개사가 고객에 가장 이익을 주는 방법으로 거래가 이뤄지지

않도록 할 수도 있었다. 스프레드가 줄어들면서, 주문 흐름에 대한 지불은 거래를 통해 이익을 거둘 기회가 줄어들면서 시장 형성자에게 덜 매력적으로 변했다. 가격 경쟁의 차후 원동력은 개인 전자 증권거래소의 성장이었다. 전자 증권거래 네트워크 (ECN: Electronic Communications Network)와 같은 몇몇 거래소는 기존 거래소를 통하지 않고 주식을 거래하기 위해 대규모 투자자들이 사용하고 있다. 이러한 시스템은 매매 주문에 대한 전자 자원을 수집하는 컴퓨터로 구성되어 있다. ECN은 주식을 사거나 팔진 않지만 도관의 역할을 한다. 증권거래 위원회 (SEC: Securities and Exchange Commission)는 1998년 최초로 ECN이 증권거래소의 역할을 하도록 승인했다. 인스티넷 (Instinet)과 아키펠라고 (Archipelago)라고 하는 두 개의 거대 ECN은 2005년도에 나스닥과 뉴욕 증권거래소로부터 각각 구매 대상이 되었다.

몇몇 ECN은 개별 투자자들을 위한 것이며 다른 시스템은 대규모 기관 거래에 초점을 두고 있다. 이들의 존재는 시장 형성자의 수익 가능성을 좁히는 것인데 ECN은 종종 더 좁은 스프레드를 제공하기 때문이다. 그러나 특정 ECN은 주로 그들이 받은 매매 주문의 매치 (종종 거래의 내부화 (internalisation)라고도 하는)를 시도하며 증권거래소에 사용되는 가격보다 낮은 가격을 제안하기도 한다. 주문 흐름에 대한 지불과 같이, ECN은 규제의 산물이며 만약 미 규제당국에서 거래소상에서 이뤄지는 모든 고객의 주문이 같이 표시되어 고객들이 특정 시간에 가장 가용한 가격을 받을 수 있도록 보장한다면 ECN의 역할은 줄어들 것이다.

기관 거래

개인 투자자의 주식시장 거래는 거의 항상 단일 통화로 된 소규모 거래를 의미한다. 그러나 기관투자자는 서로 다른 요구사항이 있으며 거래 또한 다르게 처리될 수 있다.

☞ 대량 매매 (block trade): 종종 1만주 이상의 대량의 주식 매매 제안과 관련이 있다. 현장 기반 거래소에서, 대량 매매는 종종 거래 완성을 위해 충분한 구매자나 판매자를 모집해야 하는 중개인을 통해 처리되었지만

진행 중인 거래에 대한 소문으로 인해 시장 내 가격 변동을 방지하기 위해 빠르고 분산되게 움직여야 한다. 대량 매매는 화면 기반 거래소에서 완료되긴 어려운데 그 이유는 회원사의 화면에 투자자의 의도를 공시함으로써 가격이 즉시 변동할 수 있기 때문이다. 이러한 경우, 거래는 일반적으로 시간을 두고 소규모 거래로 분할되어 발생하며 중개인은 의도된 구매 또는 판매 규모를 속일 방법을 찾게 된다. 대량 매매는 뉴욕 증권거래소의 거래 규모에서는 약 절반, 나스닥에서는 1/4을 차지하고 있다.

☞ 바스켓 거래: 투자자들이 단일 거래의 일부로서 서로 다른 기업 내의 다른 주식을 거래할 수 있다. 이러한 형태의 거래는 소수의 대규모 거래소로 제한되며 특정 지수의 모방을 시도하는 투자자들에게 인기가 있으므로 동시에 지수 내의 각 주식 중 일부를 매매하고자 하는 투자자들에게 매력이 있다.

☞ 프로그램 거래: 동일 주식에 대한 선물이나 옵션의 가격에서 벗어난 주가를 정의하기 위해 프로그램을 짠 컴퓨터를 통해 시작된다. 프로그램 거래자는 그 후 주식을 사고 옵션을 판매하거나 그 반대로 행동할 수 있고 가격 내에서 발생할 수 있는 약간의 이상변동을 통해 이익을 얻기 위해 몇 가지를 조합할 수도 있다. 프로그램 거래는 2005년 뉴욕 증권거래소 내 전체 거래에서 절반 이상을 차지하고 있다.

☞ 공매도 (short sales): 투자자 (공매도자)가 특정 기간 동안 주식을 빌린 후 현재 시장가격으로 판매하는 거래이며, 채권자에게 이를 갚기 위해 주식을 구매해야 할 때 가격이 낮아질 것을 기대하게 된다. 공매도자는 만약 주가가 예상한 만큼 하락하지 않는 경우 돈을 잃게 된다. 몇몇 국가에선, 매도 포지션 (short position)에 대한 정보를 반드시 보고 및 게재해야 한다. 이는 투자자에게 있어 중요한 정보가 될 수 있는데, 그 이유는 특정 주식에 있어 대규모의 공매도가 있다는 점은 공매도자들이 시장 내에서 이러한 주식을 구매해야 하기 때문에 차용을 한 중개인으로부터 상환을 받을 수 있기 때문이다.

결제 및 정산

증권거래소의 또 다른 중요한 기능은 당사자가 동의한 바에 따라 정확하게 거래가 이뤄짐을 보장하는 것이다. 이를 위해 두 가지 별도의 기능인 결제와 정산이 수반된다.

중개인이 거래소 상에서 거래를 실행할 때 세부사항을 거래소에 보고하게 된다. 거래소의 어음 교환소는 모든 당사자가 거래가 일어난 주식의 수와 가격에 대해 모두 동의했음을 확실히 하기 위해 관련된 모든 중개인의 보고서를 취합한다. 전에는 대부분의 거래소가 자신의 청산 및 결제 시스템을 운영했다. 그러나 결제 및 정산 비용이 총 거래비용에서 상당 부분을 차지하게 되면서 거래소들은 시스템을 통합하거나 제 3자에게 위탁함으로써 이러한 기능을 더욱 효율적으로 다룰 수 있도록 하는 압력을 받게 되었다.

결제는 규제당국이 설정한 시간제한 내에 이뤄져야 한다. 선진국의 경우 거래는 3일 이내에 결제가 이뤄져야 하며 미국, 캐나다 및 유럽의 거래소에서는 이러한 결제시간을 더 단축시킬 방법을 찾고 있다. 결제일자가 길어지면 거래가 완료되지 않고 주식을 재빨리 되파는 게 어렵기 때문에 투자자들이 회피하게 된다.

차익 투자

투자자들은 종종 빌린 돈으로 주식을 구매한다. 증권 중개회사는 차익 대출(margin loan)이라고 하는 대출을 만드는데 구매 주식을 담보로서 활용하게 된다. 차익 대출은 중앙은행 당국에 의한 규제를 받는데 일반적으로 중앙은행은 구입 주식의 가치에 대한 비율에 대해서만 신용을 연장해야 한다고 주장한다. 투자자의 초기 차익은 차익 대출로 주식을 구입하기 위해 중개인에게 예탁해야 할 현금의 총량이다. 차익 투자자들은 또한 특정 유지증거금(maintenance margin)을 보유해야 한다. 유지증거금으로 인해 보유자는 증권의 일부를 유지해야 하며 차익대출의 규모보다 적은 주식의 현재 시장가치이다. 만약 주식의 시장 가치가 하락하면 투자자의 주식 금액 또한 하락한다. 만약 총량이 합의한 수준 아래로 떨어지면 채권자는 차익 회수(margin call)를 발행할 수 있는데, 이 때 투자자들은 추가금을 예탁해야 한다. 만약 투자자가 차익 회수를 충족하지 못하게 되면 채권자는 주식을 판매하여 기존 부채에 대비해 수익금을 적용할 수 있다. 현재 차익 대출의 규모는 시간에 따라 크게 변한다. 차익 대출은 일반적으로 투자자의

낙관주의를 보여주는 신호로 간주되는데 그 이유는 주가가 하락하면 차익 투자자들이 큰 손실을 입기 때문이다.

시장성과 측정

민간 정보 제공자와 거래소는 주식 시장의 성과 추적을 위해 많은 측정수단을 개발해왔다. 두 가지 형태의 성과가 투자자들에게 있어 특히 중요한데 이러한 성과는 가격과 위험과 관련이 있다.

가격 측정

가격 측정에는 두 가지 기본형태가 있다.

- ☞ 평균: 다우존스 산업, 유틸리티 및 운수업종 지수와 같은 것으로 특정 주식군의 가치를 추적함에 있어 평균적으로 각 기업의 자본화 수정치를 이용하여 합병이나 파산한 기업을 새로운 기업이 대체할 수 있도록 하는 포함부분도 추적한다.
- ☞ 지수: 런던에 있는 파이낸셜 타임스 증권 거래소 (FTSE) 100 주가지수와 같은 것으로 지수 내 주식의 현재 가격을 특정한 기준 기간 동안의 주가와 비교하는 것으로 몇몇 주식의 소멸 및 새로운 주식의 도입들을 위해 보정된다.

추적하는 주식은 상장된 모든 주식의 무작위적이지 않은 샘플을 나타내며 각각의 측정이 서로 다른 주식 군을 추적하기 때문에 어떠한 평균이나 지수도 시장의 완전한 그림을 나타내진 못한다. 다음과 같은 질문에는 하나의 답이 존재하지 않는다. 즉, 1990년대 초반 프랑크푸르트 주식시장이 어떻게 작동했는가라는 질문이 있다고 하자. 코메르츠 지수 (Commerzbank Index)나 1990년의 마지막 거래일에 1,701.2였고 1995년 마지막 거래일에는 2,358.9로 38.7%의 증가를 보였다. 닥스 성과지수 (DAX Performance Index)는 1990년 마지막 거래일에 1,398.2였고 5년 후에는 2,253.88로 61.2% 상승했다. 이러한 차이는 지수의 구성을 반영한다. 코메르츠 지수는 프랑크푸르트 주식 거래의 약 70%를 차지하는 주식을 포함한다.

다. 닥스 지수는 거래의 61%를 차지하는 30종의 주식을 추적한다.

다우존스 유로 스톡스 (Dow Jones Euro Stoxx) 50과 유로스타의 29개 유로권 주가 지수와 같은 몇몇 새로운 지수는 유럽의 투자 기준이 되기 위해 경쟁하고 있다. 뉴욕의 경우 상황은 더 복잡한데 스탠더드 앤 푸어스 500 지수, 뉴욕 증권거래소 지수 및 다우존스 산업평균 (DJIA)은 가격 추이에 대해 모두 다른 양상을 보여주고 있다. S&P 500에 따르면, 2004년 뉴욕 주식은 9% 상승했다. NYSE 지수는 12.6% 상승했으며 30종의 주식으로 구성된 DJIA는 단 3.2%만 상승했다. 이러한 차이를 보이는 데는 여러 이유가 있다. 첫째, 시장을 진정으로 대표하는 지수를 만들 수 있는 통계적으로 올바른 방법이 없다. 각각의 지수는 서로 다른 주식으로 구성되며 그 성과는 포함된 주식의 성과에 따른다. 둘째, 모든 지수는 선택 기준에 취약하다. 주식이 주식 통합에 속한 한 기업이 개인 소유의 기업이거나 파산 절차에 들어갈 때, 지수 스폰서는 대체 기업을 고를 수 있는 유연성이 크다. 주식이 인기가 있고 폭넓은 거래가 이뤄지는 기업을 선택하는 것이 좋는데 그 이유는 결과적으로 강력한 성과를 보이는 지수는 지수의 상승을 진작하기 때문이다.

세 번째 이유는 지수 또는 트래커 펀드 (tracker fund)의 인기가 부상하고 있다는 점인데 이는 특정 지수의 성과를 모방하려는 것이다. 트래커 펀드의 매니저는 특정 주식을 선택하는 것이 아니라 추적을 하고 있는 지수 내의 주식과 같은 주식으로 된 포트폴리오를 유지하는 것이다. S&P 500이 특히 트래커들에게 인기가 있는데, 이를 포함하는 주식에 대한 수요가 증가하고 있다. 뉴욕 증권거래소의 두 개의 주요 지수는 펀드 매니저들이 폭넓게 사용하고 있진 않다.

이러한 일반적인 시장지수와 마찬가지로 주식 거래의 다양한 측면을 측정하기 위해 개발된 수 천 가지의 지수가 있는데, 이 범위는 특정 시장에 상장된 은행주로부터 집단으로서의 신흥시장의 주식시장이 있다. 표 7.12는 최근 주요 지수의 연간 성과를 보여주고 있다.

위험 측정

특정 주식에 투자할 때 발생하는 위험은 그 변동성을 통해 측정된다. 이 용어는 주식시장에 적용될 때 통계적으로 정확한 의미를 갖게 된다. 시장의 변동성은 선

택된 주가 지수의 일일 퍼센트 변화를 연간 표준으로 나타낸 것이다. 시장의 변동성은 때때로 변한다. 모든 주요 시장의 변동성이 1997년 10월과 1998년 9월 주요 주가가 하락할 당시 크게 상승했다. 그러나 몇몇 시장은 다른 시장에 비해 변동성의 폭이 작은 걸로 보인다. 최근 수년간 세계 주요 시장 중 런던 시장의 변동 폭이 가장 적으며 이탈리아 거래소는 변동성이 가장 큰 시장 중 하나가 되었다.

표 7.12 주식시장 지수의 성과 (연간 퍼센트 수익률, 재투자된 배당금은 없음)

지수	국가	1996	1998	2000	2002	2004
FTSE 100	영국	11.63	14.55	-10.20	-24.48	7.54
S&P/TSX Composite	캐나다	25.74	-3.19	6.20	-13.97	12.48
CAC40	프랑스	23.71	31.47	-0.01	-33.75	7.40
DAX	독일	27.40	18.52	-20.70	-43.94	7.34
S&P/MIB	이탈리아	11.07	45.18	2.48	-27.26	14.98
Nikkei 225	일본	2.55	-9.28	-27.20	-18.63	7.61
AEX	네덜란드	33.56	29.85	-5.04	-36.32	3.09
SMI	스위스	19.54	14.29	7.47	-27.84	3.74
NASDAQ	US	22.71	39.63	39.30	-31.53	8.59
S&P 500	US	20.26	26.67	-10.14	-23.37	8.99

8. 상품 및 선물 시장

위험 관리는 금융 시장의 주요 기능 중 하나이다. 이러한 위험에 있어 가장 큰 요소 중 하나가 시간이다. 모든 사업상의 거래를 마치는 데 시간이 필요하나 만약 가격이 이 시기에 변해버리면 잠재적으로 이윤을 가져다주는 거래가 비용 상의 측면으로 볼 때 실수가 될 수 있다. 선물 시장의 목적은 가격이 지속적으로 변하는 세계에 내재된 위험으로부터 보호하기 위한 것이다.

이러한 보호를 획득하는 데 사용되는 메커니즘은 선물 계약 (futures contract)인데, 이는 특정 가격으로 미래에 자산을 사거나 파는 계약을 의미한다. 선물 계약은 두 가지의 기본형태가 있다. 이 장에서는 선물 거래소에서 거래되는 표준화된 거래에 대해 다룬다. 표준화되지 않고 거래소가 아닌 개인적으로 이뤄지는 거래인 선도 계약 (forward contract)은 제 9장인 옵션과 기타 파생상품 계약에서 다루게 될 것인데, 그 이유는 선도 계약은 이러한 계약들과 마찬가지로 위험을 관리하는 것이기 때문이다.

선물 시장은 상품 시장 (commodities market)에서 괄목할 성장을 거두었는데, 여기에선 개인이 광물, 곡류 및 기타 내구재 (long-lasting product)의 실제 매매가 가능하다. 상품 시장은 수백만 년 동안 존재해왔다. 상품에 대한 가격 설정에 있어 중요한 역할을 맡아왔으며 기타 상품과의 거래를 위해 상품을 생산하는 사람들에게 방법을 제공해왔다. 그러나 상품 시장은 가격이 하락함에 따라 가치를 잃는 상품을 보유한 투자자들이나 필요한 양의 공급을 획득하기 전에 상품가격의 상승을 지켜본 잠재적 사용자들에게는 도움이 되지 않는다. 선물 시장은 이러한 역할을 하기 위해 발전되었다.

선물 거래의 기원은 역사 속에서 사라졌다. 르네상스 시대에 종종 항해별로 거래를 하던 상인들이 자신들이 받을 것으로 기대하나 아직 손에 얻지 못한 제품을 팔 수 있도록 한 거라고 알려져 있다. 1500년대 후반까지, 네덜란드 내 생선 딜러들이 아직 잡히지 않은 대구를 매매했으며 곧 있을 도착 분을 바탕으로 (to-arrive basis) 기타 상품을 판매했다. 통신이 제대로 발달하지 않고 교통수단

이 신빙성이 없던 당시, 이러한 시장을 통해 제조업자들은 자신의 원재료에 대한 가격을 고정시킬 수 있었으며 선박 소유자들이 자신의 화물에 대한 이익을 보장하게 되었다. 일발성 거래 (one-off deal)에서 표준화된 계약으로의 발전의 1865년에 일어났는데, 이 때 시카고 상품거래소 (Chicago Board of Trade)는 곡물에 대한 선물 계약 거래를 시작했다.

상품의 특성

상품은 실물재 (physical goods)이나 모든 실물재가 상품은 아니다. 상품은 시장 내에서의 거래를 타당토록 하는 몇 가지 특성을 갖고 있다.

- ☞ 장기간 또는 무제한의 기간 동안 저장이 가능하다.
- ☞ 상품 가치는 측정 가능한 물리적 특성과 상품의 물리적 위치에 전적으로 의존한다.
- ☞ 같은 물리적 특성과 물리적 위치를 갖는 상품은 대체가 가능하다. 만약 한 구매자가 특정 밀도와 황 함유량을 갖는 석유를 구입하거나 특정 형태와 수분 함량을 갖는 밀을 구매하려는 경우, 어떤 유정에서 석유를 시추하거나 어떤 농부가 밀을 재배했는가를 고려할 필요가 없다는 것이다.

현물 상품 (physical commodity)에 대한 시장 내 대부분의 참가자들은 생산자, 사용자 또는 생산자와 사용자 사이의 중개인으로서 설립된 기업들이다. 투자 상품으로서 현물 상품 그 자체에만 관심을 두는 투자자들은 거의 없는데 그 이유는 일반적으로 상품 자체를 구입하여 저장하는 것보다 구매 및 보유 계약을 하는 것이 훨씬 비용이 덜 들기 때문이다.

선물 거래를 하는 이유는 무엇인가

채권과 주식과는 다르게 선물 거래는 수익 잠재성이 있는 장기 투자를 의미하진 않는다. 반대로, 선물 계약은 이자나 배당금을 지불하지 않으며 선물 계약에 묶인 돈은 이자를 받기 위해 투자될 수는 없는 돈이다. 모든 선물 시장 투자자들은

두 가지 근본적인 동기 중 하나를 통해 활동을 한다.

헤징 (Hedging)

특정 위험을 상쇄하기 위해 선물이나 기타 금융 상품의 사용과 관련이 있다. 콩을 수확하기 전인 4월에 아이오와의 한 농부는 9월에 자신의 콩을 선물 계약을 통해 판매할 수 있는데 이를 통해 그는 수확 후 합의된 가격에 콩을 공급할 수 있도록 해준다. 수확 후 자신의 콩을 현물 상품으로 팔아야 하는 농부는 콩 1톤의 가격이 4월과 9월 사이에 하락할 위험을 피하기 위해 선물 계약을 사용하는 것이다. 반대로 말하면 9월에 콩을 사려는 한 교수는 현물 상품인 콩의 가격이 여름을 지나면서 상승할 위험에 대해 자신을 보호하기 위해 콩을 선물 계약으로 구매할 수 있다. 일반적으로 헤징을 하는 사람들은 다른 위험을 피하기 위해 특정 형태의 위험을 감수하려는 결정을 내리게 된다. 예를 들어, 프랑스의 한 정유 회사는 투자자들이 이 기업에 투자를 함으로서 석유와 관련된 위험을 감수하기 위해 의도적으로 선택했기 때문에 석유 선물 계약을 하지 않겠다고 결정할 수 있겠으나 유로로 발표되는 수익에 달러화 변동이 영향을 미치는 것을 막기 위해 유로화 선물을 구매할 수 있다.

투기 (Speculation)

투기는 특정 위험을 회피하기 위한 것이 아닌 선물 계약의 가격 내 변동으로부터 이익을 얻으려는 의도가 담긴 거래를 의미한다. 비록 투기가 종종 비생산적인 활동으로 비춰지긴 하지만 시장의 원활한 기능을 위해 중요한 요소이다. 상당한 빈도로 계약을 매매함으로써, 투기자들은 유동성, 즉 시장 내 돈의 공급을 엄청나게 증가시킨다. 투기자들이 제공하는 유동성이 없다면 선호하는 가격에 계약을 매매하는 것이 더욱 어려울 것이기 때문에 헤징을 하는 사람들에게 있어 선물 시장의 매력은 덜할 것이다. 헤징을 위해 선물을 사용하는 기업 또한 투기자로서 능동적인 활동을 보일 수 있다. 많은 국가에선 현장 거래인 또는 지방이 주도적 역할을 수행하며 24시간 기반으로 자신을 위해 거래하는 개인들일 수도 있다.

선물 계약

선물 계약은 서로를 알지 못하고 상대 당사자의 동기를 알지 못할 수도 있는 두 투자자 사이의 계약을 의미한다. 가격과 기간이 제 1담보 (underlying), 즉 기초 자산으로부터 파생되기 때문에 파생상품이다 (기타 형태의 파생 상품은 제 9장에서 다룬다). 두 투자자가 하나의 새로운 계약을 체결하기 위해 언제라도 새로운 계약을 만들 수 있다. 비록 한 해에 채굴할 수 있는 구리의 양이 제한되더라도, 거래가 가능한 구리 선물 거래의 수에는 제한이 없다.

계약의 형태

선물 계약은 다음의 두 가지 형태로 나눌 수 있다.

- ☞ 상품 선물 (commodity futures): 현물이라고 하는 대용량 화물에 전적으로 기반을 둔 선물이었다. 그러나 최근 위험 관리방법에 대한 수요가 증가하면서 비현물 상품에 대한 거래 또한 이뤄지고 있다.
- ☞ 금융 선물거래 (financial futures): 1972년에만 처음으로 거래되었다. 그 타당성에 대해 초기에 상당한 논쟁이 있었지만, 1970년대 주요 선진국에서 고정금리를 포기하고 그 후 수년간 금리에 대한 규제가 완화되면서 유명해졌다. 현재 금융 선물의 거래량은 폭 넓은 차이로 인해 상품 선물 시장 거래량을 능가하고 있다.

선물은 어떻게 거래되는가

선물 계약의 매매를 위해, 투자자는 등록된 중개인과 거래를 해야 하는데, 이들을 또한 선물 중개회사 (FCM: Futures Commission Merchant)라고도 한다. 다수의 선물 중개회사는 기타 금융시장에서도 능동적으로 활동하는 대규모 은행이나 증권회사에 속해있다. 선물 중개회사는 직원 및 컴퓨터 시스템을 유지함으로써 자신이 회원인 중개소에서 거래를 하게 된다.

고객을 주문은 선물 중개회사에 특정 방향을 제공한다. 시장 주문은 또한 현장 주문 (at-the-market order)라고도 하며 시장의 조건에 상관없이 즉시 시행되는 것이다. MIT (Market-If-Touched) 주문은 시장이 특정 가격에 도달하자마자 실시되지만 실제 거래는 이보다 높거나 낮은 가격일 수 있다. 성립-취소 주문

(fill-or-kill order)은 전체 항목에 대해 즉시 성립되어야 하며 그렇지 않은 경우 취소된다.

모든 거래에서 두 당사자는 반대의 행동을 취한다. 계약의 구매자는 특정 상품의 수량에 동의한 사람으로서 매수 포지션 (long position)에 있다고 한다. 예를 들어, “헤징” 부분에서 다른 프랑스 석유회사의 경우 계약 만기 시 수령할 유로에 대해 동의했다면 유로를 매수하는 위치에 있게 된다. 계약 판매자는 매도 포지션 (short position)에 있다고 한다. 배송에 동의한 상품을 소유하지 않을 수도 있으나 계약 만기 시 현금으로 해당 상품의 가격을 지불하거나 상품을 보유할 의무가 있다.

거래가 완료되면 참가자 양측은 상호간 거래가 아닌 거래소간 거래를 해야 한다. 당사자 중 한 측은 다른 당사자의 위치에 영향을 주지 않고 오프셋 (offset)을 실시함으로써 어떤 시점에서든 계약을 종료할 수 있다. 만약 위에서 언급한 아이오와의 농부가 9월에 상품을 인도할 의무를 7월에 끝내기로 결정하게 되면 그가 이전에 판매했던 9월의 계약과 같은 수의 계약을 구매 (7월 현재가)하면 두 건의 계약은 서로 취소가 가능하다. 이를 초기 계약의 청산 (liquidation)이라고 한다. 만약 7월에 구매한 계약의 가격이 4월에 원래 농부가 판매한 계약가격보다 높은 경우, 농부는 선물 계약상에서 돈을 잃게 된다. 만약 7월의 가격이 낮다면, 돈을 벌게 된다. 그러나 헤징을 하는 당사자로서 농부는 선물 시장의 수익을 고려하는 게 아닌 그가 자신의 곡물에 대해 받게 될 수익을 고려한다는 점을 명심해야 한다. 만약 그가 좋은 가격으로 콩을 팔게 되면 콩의 가격이 하락하더라도 농부는 선물 시장에서의 손실을 자신을 보호하기 위해 지불한 보험료의 일종으로서 간주할 수 있게 된다.

계약 기간

선물 계약은 거래 명세서 (specification)를 포함한다. 주어진 거래소 상에서 이뤄지는 특정 상품에 대한 모든 거래 명세서의 기재사항은 만기일을 제외하고는 동일하다. 이러한 표준화는 거래의 상호교환을 가능하게 하기 때문에 선물 시장의 중요한 특성이 되며 거래인들과 투자자들이 일반적이지 않은 조항으로 인해 걱정할 필요를 덜어주게 된다. 명세서는 다음을 포함하고 있다.

☞ 계약 규모: 하나의 계약 하에서 어느 정도의 자산이 인도되어야 하는지를 정의한다. 상품 선물에 대한 규모는 일반적으로 중량이나 수량으로 정의된다. 뉴욕 커피, 설탕 및 코코아 거래소에서 거래되는 한 번의 코코아 계약을 예를 들면 코코아 10톤을 단위로 매매해야 한다. 금융 선물에 있어, 기초자산의 규모는 특정 통화로 규정된다. 시카고 상품거래소에서 영국의 파운드화 매입 계약은 62,500 파운드를 구매할 계약을 한다.

☞ 품질: 상품 선물에 대한 계약은 판매자가 공급하기로 약속한 제품의 물리적 특징을 규정한다. 종종 업계 표준 제품 등급을 사용하기도 한다. 상파울로의 상품 및 선물거래소 (Bolsa de Mercadorias & Futuros in Sao Paulo)에서의 아라비카 커피 거래에는 벌레가 먹거나 구멍이 있는 커피콩의 비율이 8%를 넘기지 않은 제 6형이상의 브라질 재배 커피 또는 균등한 색상을 가져야 하며 각각 60kg씩 황마로 새로 포장한다. 몇몇 계약에선 판매자가 할인된 가격으로 표준 이하의 제품을 대체할 수 있다. 품질 표준은 통화와 같은 대부분의 금융 선물계약과는 관련이 없다.

☞ 인도일자: 모든 계약은 인도일자의 선택이 가능하다. 인도일자는 당사자들이 계약을 완료하는 일자이다. 일반적으로 월료 표기되며 특정 일자 또는 해당 월의 일자로 인도 일자를 표시한다. 계약상 거래는 인도일자 당일 또는 그 이전에 정지된다. 런던 국제 석유거래소에서 거래되는 브렌트 산 원유를 예로 들면 익년 월 인도일자, 차후 12개월에 대한 반기일 및 익년에 대한 반년 일자로 표기된다. 해당 인도 월에 대한 브렌트유의 거래는 인도 월의 1일 이전 15일이 지난 영업일에 즉시 종료된다.

☞ 가격 제한: 원활한 거래 촉진을 위해 각각의 거래는 포인트 (tick or point)라고 하는 최소의 허용 가능한 가격 변동을 정의한다. 시카고 상품거래소에서 북부 춘소맥 계약에 대한 포인트 크기는 1부셸 (2.84 헥타르) 당 1/4 센트이다. 5,000부셸에 대한 거래에 있어 계약가격은 \$12.50 (5,000 x \$0.0025)의 변화분이 된다. 많은 계약에선 또한 가격 변화에 대한 일일 제한을 정의하는데 그 목적은 일별 가격 변동 폭이 커지는 것을 막기 위해서이다. 시카고 춘소맥 선물 거래는 일별로 1 부셸 당 20 센트 이상 변동하지 않도록 한다.

☞ 포지션 제한: 특정 인도월과 특정 상품에 대해 투기자가 보유할 수 있는 계약의 수를 제한하고 있다. 이러한 포지션 제한의 목적은 투기자가 공개 계약의 큰 부분을 차지함으로써 매점 (cornering)을 실시하여 가격을 조작하는 것을 방지하기 위함이다. 포지션 제한은 일반적으로 헤징을 하려는 것으로 거래소에서 자신을 증명할 수 있는 투자자들에게는 적용되지 않는다.

☞ 결제: 대부분의 선물 계약은 기초 상품의 실제 인도를 유발하진 않는다. 그러나 인도가 언제 어디서 이뤄져야 하는지를 정의하며 현금 결제의 대안을 제공하기도 하는데 이 경우 상품을 교환하기 보다는 현금을 만들거나 받음으로서 자신의 의무를 다하게 된다.

선물거래소 (Futures Exchange)

선물 거래는 조직화 된 거래소에서 일어난다. 전 세계 35개의 주요 거래소와 다수의 소규모 거래소가 있다. 선물을 거래하는 몇몇 거래소는 또한 무역 비중을 거래하기도 하며 대부분의 선물 거래소는 현재 옵션을 거래하기도 한다. 비록 다수의 거래소가 회원사들이 소유한 기업이긴 하지만 회원사가 아닌 주주가 소유한 이윤 창출 기업의 형태를 갖는 경우가 늘어나고 있다. 주요 선물거래소가 표 8.1에, 가장 널리 거래되는 선물 계약이 표 8.2에 있다.

새로운 계약을 개발하고 기존의 계약을 더욱 매력적으로 만들기 위해 비용을 절감하는 등 거래소 사이의 경쟁이 치열해지고 있다. 모든 선물 거래에는 거래소가 부과하는 중개 수수료, 세금 및 수수료가 포함된다. 많은 거래전략이 계약에 있어 적은 가격 차이를 이용하려고 하기 때문에 비용 구조에서 약간의 변화가 거래량에 큰 영향을 미칠 수 있다.

가장 눈에 띄는 정면 경쟁이 1997년에 있었는데 이 때 전 독일 선물거래소 (DTB: Deutsche Terminbourse)는 런던 국제 금융 선물거래소 (LIFFE: London International Financial Futures Exchange) (현, 유로넥스트 거래소)로부터 독일 정부의 채권 선물 거래를 가져오기 위한 성공적인 노력을 통해 거래비용을 낮추게 되었다. 런던에서의 채권 거래는 1997년 4,500만 건에서 1999년 0으로 떨어졌지만 독일 내 정부 채권의 거래량은 1996년 1,600만 건에서 1999년 1억 4,400만

건, 2001년 1억 8,400만 건으로 증가했다 (현재 독일/스위스 거래소인 유렉스에서 실시하고 있음).

표 8.1 주요 선물거래소

거래소	약자	선물 거래계약 수 (백만)		
		1998	2001	2004
시카고 상업거래소, 미국	CME	184	316	787
유렉스, 독일/스위스	Eurex	145	503	684
시카고 상품거래소, 미국	CBOT	217	210	489
유로넥스트	Euronext	210	203	307
멕시코 파생상품 거래소	MexDer		18	204
브라질 상품 및 선물거래소	BM&F	66	94	170
뉴욕 상업거래소, 미국	NYMEX	80	85	133
동경 상품거래소	TOCOM	44	56	75
런던 금속거래소	LME	51	56	67
한국 거래소	KOFEX	21	42	65

a 유로넥스트가 보유한 프랑스 선물거래소 (MATIF) 및 전 런던 국제 금융 선물 거래소에서 거래된 수치를 나타낸다.
출처: 거래소 보고서; 세계 거래소 연맹

표 8.2 주요 선물 계약

	-- 거래건수 (m)--		2004
	1998	2001	
3개월 유로달러, CME	110	184	298
Euro-Bund, Eurex	90	178	240
TIIE 28, MexDer		17	206
US 10년 채권, CBOT	33	58	196
미니 S&P 500, CME	5	39	167
Euro-Bobl, Eurex	32	100	159
3개월 유리보, Euronext		91	158
Euro-Schatz, Eurex	10	93	123
DJ Euro Stoxx 50, Eurex		38	122
US 5년 채권, CBOT	18	31	105

출처: 거래소 보고서

이러한 직접 경쟁은 예외적이다. 두 곳의 거래소가 정확히 같은 계약을 제공하는 것은 드문데, 그 이유는 투자자들은 일반적으로 유동성이 큰 시장으로 향하게 되며 이로 인해 다른 한 쪽은 시들게 된다. 경쟁은 동일하진 않지만 유사한 계약에

더욱 자주 관련이 된다. 한 예가 1998년에 있었는데 이 때 시카고 상품거래소는 라이벌인 시카고 상업거래소 (Chicago Mercantile Exchange)에서 S&P 500 지수의 더욱 성공적인 거래 부문 경쟁을 위해 다우존스 산업평균을 기반으로 하는 거래를 실시했다. 그러나 기술로 인해 거래소간의 직접경쟁이 촉진될 수 있다. 2000년 6월 미 규제당국은 7개의 외국 거래소가 미국 내 고객들에게 전산화 된 거래를 제공할 수 있도록 했다. 이 중 하나가 유렉스였는데, 이는 독일과 스위스의 합작 투자 거래소로 미 재무부 채권의 선물 거래를 실시함으로써 시카고 상품거래소와 경쟁하게 되었다.

이자가 충분하지 않은 경우 거래소는 체결된 계약의 거래를 중단할 수 있다. 예를 들어, 1999년 1월 1일 유럽의 단일 통화인 유로가 출범하였고 이로 인해 12개 국가의 통화에 대한 거래가 종료됐으며 유로 환전과 금리에 대해 훨씬 적은 계약이 이뤄졌기 때문에 대체되었다. 1997년 파리의 MATIF에서 거래된 프랑스 채권 계약은 전 세계 선물 계약 규모 중 5위를 차지했는데 이 때 거래량은 약 3,400만 건이었다. 1999년까지 기타 다수의 유로화 표기 금리 선물 사용이 가능하게 되면서 단 600만 건의 채권 선물이 거래되었다. 사용자 산업의 변화로 인해 계약이 사라지기도 한다. 일본 상품거래소의 면사 선물 거래가 2000년에 사라졌는데 1992년 230만 건의 연간 거래가 1999년 수천 건 수준으로 감소했기 때문이었다. 새로 도입되는 많은 계약은 투자자들의 관심이 없다고 증명되는 경우 결과적으로 사라지게 된다.

합병 압력

경쟁 압력과 새로운 기술이 야기하는 높은 비용으로 인해 많은 거래소들이 연합하거나 심지어 합병하기도 한다. 1990년 일본은 매바시 고치건조 거래소에서 동경 상품거래소에 이르는 16개 거래소를 보유하고 있었다. 그러나 현재는 10개에 불과하다. 1991년, 그리고 1997년의 합병 결과로, 브라질의 선물교환소는 세계 최대 교환소 중 하나가 되었다. 중국정부는 다수의 거래소를 통합하거나 폐쇄하도록 하여 1993년 40개에 이르는 거래소가 1999년 세 개로 감소하였다. 싱가포르 국제 통화거래소와 시카고 상업거래소는 특정 계약을 체결하여 양쪽 거래소에서의 거래가 가능하게 되었고 동경 곡물거래소는 중국의 대련 상품거래소와 연합

하고 있다. 뉴욕 상품거래소 (New York Commodity Exchange)는 1994년 뉴욕 상업거래소 (New York Mercantile Exchange)에 합병되어 상품 선물 분야에 있어 세계 최대의 거래소가 되었고 1998년 6월 뉴욕 면화거래소 및 커피, 설탕, 코코아 거래소가 결합하여 뉴욕 상품거래소 (New York Board of Trade)를 설립했다.

LIFFE와 전 포르투갈 상품거래소는 2002년 유로넥스트로 합병했는데 이를 통해 투자자들은 같은 전자 시스템을 사용하는 다섯 개 국가 내 거래소에서 전자 거래가 가능하게 되었다. 이러한 움직임은 시장 참가자에 대해 더 낮은 비용을 제공할 잠재력을 지니게 되는데 특히 거래 지원에 필요한 현금 예탁의 총 규모 또는 차익의 감소함으로써 가능하게 된다.

이러한 연합 및 합병은 종종 논쟁거리가 되기도 한다. 전통적으로 거래소는 그곳에서 거래하는 사람들이 소유하는 협동조합과 같은 곳이다. 자신들이 취급하는 거래가 다른 거래소 또는 전자 시스템을 통해 이뤄지는 경우 생계에 위협을 느끼기도 하며 많은 경우 다른 거래소와의 협력과 기술 혁신 모두에 반대하기도 한다. 1999년 런던 국제 석유거래소의 회원들은 이러한 이유로 인해 뉴욕 상업거래소와의 합병 제의를 거부했으나 계속되는 경제 및 기술 압력으로 인해 2001년 미국 회사인 인터컨티넨탈 거래소 (ICE: Intercontinental Exchange)로의 매각에 동의했다. CME, Nymex, CBOT와 LIFFE와 같은 다수의 주요 선물 거래소는 보다 빠른 의사결정을 가능하게 하는 주주 보유의 지위를 얻기 위해 2000년 탈 상호 소유화 (demutualisation)를 실시했다. 각각의 거래소는 초기에 회원사의 주주 보유를 제한했다. LIFFE의 주주 회원사는 유로넥스트와의 합병을 위해 표결을 실시했다. CME는 2002년 대중에 주식을 매각했다. NYMEX는 2005년 9월 외부 주주에게 10%의 지분 판매에 동의했으며 CBOT는 2005년 10월 주식을 상장했다.

미국에서는 2000년부터 몇몇의 새롭고 모든 과정을 전자적으로 거래하는 거래소의 창설을 승인해왔다. 이 중 하나인 e스피드 (eSpeed)는 국제 선물의 거래에 큰 비중을 차지하고 있다. 인터컨티넨탈 거래소는 에너지 선물을 전자적으로 거래한다. 그러나 신흥 거래소 중 대부분은 오랫동안 지속된 거래소와 경쟁하기 위한 충분한 거래량을 획득하는 데 실패했다.

거래

선물 계약 거래에 있어 주로 사용하는 세 가지 방법이 있다.

☞ **접속매매 또는 공개발성 호가거래 (continuous-auction or open-outcry trading):** 거래소 현장에 있는 현장 중개인 또는 시장 중개인 (pit broker)이 실시하는 거래이다. 중개인은 현장 내 특정 위치, 거래 시장 또는 링에 위치하는데, 이는 계단이나 무대로 분리된 공간이므로 각각의 중개인은 시장 내 모든 중개인들을 볼 수 있으며 이들에게 보이게 된다. 선물거래 중개회사는 각 시장 외부에 직원을 두는데, 이들은 전화로 고객의 주문을 받는다. 직원은 이러한 주문을 수신호, 전자 메시지 또는 심부름꾼에게 종이쪽지를 회사의 현장 중개인에게 보낸다. 현장 중개인은 그 후 시장 내 매매 제안을 알리며 기타 중개인은 가격에 동의할 때까지 소리를 지르거나 수신호를 보냄으로써 이에 응답한다. 이러한 형태가 대중들에게 가장 잘 알려진 선물 시장의 형태이다. 최근까지 대부분의 주요 선물 거래소는 최소한 몇몇 계약에 있어 공개발성 호가거래를 사용했다. 그러나 유로넥스트와 유렉스와 같은 거래소는 공개발성 호가거래를 폐지했으며 시카고 상업거래소와 시카고 상품거래소에서의 금융 선물 거래 중 다수가 공개발성이 아닌 전자거래 시스템을 통해 이뤄지고 있다. 캐나다의 위니펙 상품거래소는 보리와 카놀라 (평지씨)에 대한 선물 계약을 거래하는데 2004년 공개발성 거래를 폐지했으며, 국제 석유거래소에서 현장 거래를 중단한 후 뉴욕 상업거래소는 2005년 런던에 거래 현장을 개장했다.

☞ **단일가격 경매거래 (single-price auction trading):** 세션 거래 (session trading)로도 알려져 있으며 특히 일본에서 많이 사용된다. 거래소 관계자는 최근 인도 월에 대한 잠정가격 (provisional price)을 공시함으로써 주어진 계약에 대한 각 거래 세션을 열게 된다. 회원들은 그 후 해당 가격으로 매매 주문을 넣는다. 만약 판매 주문이 매입 주문보다 많으면, 가격은 더 많은 구매 계약을 유도하기 위해 하락한다. 만약 매입 주문이 판매 주문보다 많으면 가격은 약간 상승한다. 매입 주문과 매출 주문이 동

일하면 가격이 고정된다. 해당 인도 월에 대한 모든 계약은 세션 동안 고정된 가격으로 실시된다. 이러한 과정은 다음으로 가까운 인도 월에 대한 가격을 설정하기 위해 지속되며 같은 방식으로 실시된다. 매 거래일 당 각각의 상품에 대해 네 개에서 여섯 개의 세션이 있다.

☞ 전자 거래 (electronic trading): 현장 거래가 아닌 컴퓨터를 이용한 거래이다. 거래소 회원들은 시스템에 대한 전적인 접근권한을 갖는다. 기타 시스템은 비회원들이 컴퓨터를 통해 익명으로 매매 주문을 제출할 수 있도록 한다. 두 가지 경우에 있어, 시장 참가자들은 거래소가 속한 도시나 국가에 실제로 존재할 필요가 없다. 매입 주문을 판매 주문과 맞추기 위해 다양한 시스템이 서로 다른 규칙을 사용하며 진행 중인 매매 주문을 모든 시장 참가자들에게 통보하며 거래가격을 공시한다. 이러한 규칙의 세부사항은 거래가 이뤄지는 방법에 큰 차이를 만들어내며 가능한 최상의 가격을 확인하기 위한 시장 참가자의 능력에 직접적으로 영향을 준다.

일반적으로 전자 시스템은 시장 거래에 비해 훨씬 낮은 비용으로 계약을 거래한다. 그러나 몇몇 거래소는 전자거래의 도입을 반대하고 있다. 이는 부분적으로는 몇몇 회원사의 이익 때문이다. 전자 시스템은 현장 중개인, 직원 및 기타 직원의 필요성을 줄이거나 없애게 된다. 또 다른 이유는 다른 중개인을 보면서 시장에 대해 성취감을 느끼는 현장 중개인들은 일반적으로 다량으로 거래되지 않는 계약과 복잡한 매매 전략의 실행에 대해 전자 거래보다 뛰어나다. 그러나 거래소간의 경쟁 압력이 상당히 강해져 거래소들은 가장 낮은 거래비용을 요구하는 투자자들을 유인하기 위해 전자 거래를 수용할 수밖에 없었다.

전자거래 시스템은 시간외 거래 (after-hours trading)의 가능성을 열었다. 이는 최근에 일어난 혁신으로서 고객들이 해당 일자의 거래소 현장에서 일어난 거래가 끝난 후에도 거래를 할 수 있도록 하는 제도이다. 시간외 거래에서의 가격은 유동성이 적기 때문에 시간 내 거래에 비해서 선호되지 않을 수 있으나 투자자들은 다음 날의 거래를 기다리지 않고 최근의 뉴스에 대응하는 게 가능하다. 인기가 높은 거래 중 일부에 대한 전자 거래가 24시간 가능하다.

가격은 어떻게 책정되는가

계약 가격 책정방법은 계약서 내에서 정의된다. 계약서는 어떤 통화로 표기되며 가격 단위로 어떤 통화를 사용하는지를 설명한다. 미국에서 거래되는 농업 선물에 대한 가격은 일반적으로 센트로 표시되며 몇몇 계약에선 분수 센트 단위로 거래된다. 기타 국가와 미국의 금융 선물거래에서의 가격은 분수가 아닌 소수점을 사용한다.

보도가격 (Quoted price)

보도가격은 계약 가격이 아닌 특정 단위별 가격이다. 한 계약의 가격을 결정하기 위해선 계약서 당 단위수를 곱해야 한다. 런던에서 거래되나 미화로 가격이 책정되는 국제 석유거래소의 브렌트산 원유 계약을 예로 보자. 보도가격은 원유 1배럴 (42갤런 또는 159리터) 당 가격이다. 1,000배럴의 원유를 사거나 파는 계약을 살펴보자. 만약 해당 월의 브렌트 원유 계약이 \$45.00달러에 거래된다면 이 계약의 금액은 $1,000 \times \$45.00$, 즉 45,000달러이다. 공시 가격에서 10센트가 하락하면 계약 금액에서는 100달러 ($1,000 \times \$0.10$)의 감소를 의미하게 된다.

가격 이동

시장가격은 수요와 공급에 따라 계속 변하는데 매우 선택적이긴 하지만 외부의 뉴스에 주로 영향을 받는다. 뉴욕 증시의 하락은 S&P 500 지수에 대한 선물거래를 하는 시카고 상업거래소에 즉각적으로 반영될 것이나 근처의 소 선물 시장에는 영향을 주지 않을 수도 있다. 상품 선물 투자자들은 기준 상품의 가격에 영향을 줄 수 있는 정보에 주의를 기울이고 있다. 예를 들어, 오렌지 주스 선물은 브라질산 오렌지에 위협을 가할 수 있는 서리 피해 보고가 있으면 상승할 것이며 건설 활동 통계에 구리 선물시장은 민감할 것이다. 금융 선물 투자자들은 금리 변동을 암시하는 경제 자료의 변화에 더욱 관심을 갖게 된다.

가격 변동 제한

몇몇 계약에 있어, 계약서에는 해당 일에 등락할 수 있는 한계를 제한하고 있다. 제한된 움직임은 해당 일에 허용되는 등락폭이 정해져 있다는 것을 의미한다. 최

대 허용치까지 상승한 계약은 상한이라고 하며 허용 가능한 최저치까지 떨어진 계약은 하한이라고 한다. 잠금 시장 (locked market)은 가격 한계에 도달하여 거래가 현재가 또는 전일의 결제가격과 가까운 가격으로만 진행될 수 있다.

현물 가격 (Spot price)

모든 선물 거래에 대한 기준가격을 현물 가격이라 하며 해당 품목의 당일 매매에 필요한 양을 나타낸다. 한 자산의 현물 가격과 최근 인도 월에 대한 선물 계약 가격의 차이가 스왑 금리의 기초가 된다. 인도일에 가까워지면 계약가격은 일반적으로 현물 가격으로 수렴하게 된다. 그 이유는 직관적이다. 만약 오늘부터 30일 후에 인도될 일본 엔화의 가격이 현물가격보다 훨씬 높다면 구매자는 현물 시장에서 엔화를 구매하여 선물 계약을 구매하지 않고 30일 동안 이를 은행에 예치하게 될 것이다.

기간 요소 (Term factor)

대부분의 기간에 있어 인도 월이 멀수록 계약 가격은 상승한다. 이는 더욱 장기적인 계약의 유효기간 동안에 일어날 큰 폭의 가격 변화에 대한 더 큰 위험과 계약 구매자가 장기간 돈이 묶이게 된다는 점 모두를 시사한다. 만약 전 인도일보다 높은 가격을 갖는 특정 계약에 대한 각각의 인도일자가 있는 가격 관계가 존재하게 되면, 이 시장을 정상 시장 (normal market) 또는 연장중 (contango)에 있다고 한다. 만약 기간이 얼마 남지 않은 계약이 이보다 더 긴 계약보다 비용이 더 들게 되면 역전 (inverted) 또는 유예중 (backwardation)이라고 한다.

가격 정보 획득

선물 계약의 현재 가격은 단순히 계약 교환이 이뤄진 당시 가장 최근의 가격이다. 능동적인 거래인들과 투자자들은 개별 정보 서비스를 구독할 수 있다. 몇몇 경우, 정보 서비스는 거래 가격에 대한 보고를 거래소 현장에 있는 리포터들에게 전달할 수 있다. 기타 경우, 거래소는 정보 서비스를 제공하기도 한다. 그러나 거래량이 많은 계약의 가격이 계속 변하기 때문에 거래소 회원들에게 장점이 있다. 거래 및 주문에 대한 최근의 정보만을 갖게 되는데 이는 거래 현장에 있거나 컴

퓨터 거래 시스템의 감시를 통해 얻게 된다.

상품 선물시장

상품 현물의 네 가지 주요 종류는 농산품, 금속, 에너지 및 운송이 있다.

농업 선물

선물 계약으로 거래된 최초의 상품은 곡류이다. 현재 수백 건에 달하는 계약이 원래 및 가공 곡류 및 기름에 대해 거래되며 살아있는 동물과 도축된 동물, 설탕, 오렌지 주스, 커피 및 목재, 고무, 면화와 같이 먹지 못하는 농산품도 포함된다. 표 8.3은 2004년 가장 거래가 많이 이뤄진 농산품 계약 목록을 보여주고 있다.

표 8.3 주요 농업 상품 계약, 2004년

계약	거래소	거래건수 (백만)
1번 콩	대런 상품거래소	57.3
대두	대런 상품거래소	24.7
옥수수	시카고 상품거래소	24.0
콩	시카고 상품거래소	18.8
Hard white winter wheat	정주 상품거래소	11.6
비 GMO 콩	동경 곡물거래소	10.0
11번 설탕	뉴욕 상품거래소	9.8
고무	상하이 선물거래소	9.7
찰진 밀	정주 상품거래소	9.7
Soyabean meal	시카로 상품거래소	8.6

출처: 거래소 보고서

최근까지, 전 세계 농업 선물거래의 규모는 시카고 상품거래소에서 주도하고 있는데 이곳은 농업 선물이 거래된 최초의 거래소이다. 그러나 2000년대 초반부터, 중국시장이 곡류, 두류제품 및 산업 상품의 중심지로서 부상하고 있다. 농업 선물거래는 다른 형태의 선물시장에서 거래되는 방식과 같이 몇 개의 거래소에서 통합이 되지 않고 있다. 많은 거래소에서 일어나는 많은 거래의 생존은 농산품이 갖는 두 가지 특별한 이유 때문이다. 첫째, 많은 곡류는 그 종류가 많으므로 각

각의 포괄상품에 대해 다수의 별도 거래를 필요로 하게 된다. 비록 대두 선물이 이미 시카고 상품거래소와 동경 곡물거래소에서 주로 거래되긴 하지만 후자는 2000년 별도의 계약을 체결하여 비 유전자 조작 (non-genetically modified) 콩에 대한 수요를 충족하게 되었다. 둘째, 농산품은 많은 지역에서 가공되므로 서로 다른 인도지점이 있는 계약을 체결하는 데 유리하다. 그러므로 밀 재배업자와 사용자는 15개의 서로 다른 선물 거래의 선택이 가능하다 (표 8.4 참고)

표 8.4 밀 선물 계약

거래소	거래 계약	인도지점
로자리오 상품거래소	밀	로자리오, 산타페
시카고 상품거래소	북부 춘소맥	시카고, 세인트루이스, 톨레도
유로넥스트	제분밀	루엔
캔사스 상품거래소	Hard red winter wheat	캔사스 시티, 허친슨
유로넥스트	소맥	영국
부에노스 아이레스 상품거래소	Hard bread wheat	부에노스 아이레스, 로자리오, 퀘켄, 잉게니에로 화이트
중미 상품거래소	밀	시카고
미니애폴리스 곡물거래소	듀럼 밀	미니애폴리스 지역
미니애폴리스 곡물거래소	Hard red spring wheat	미니애폴리스, 둘루트
미니애폴리스 곡물거래소	Soft white wheat	콜롬비아강 지역
남아공 선물거래소	제빵용 제분밀	남아공
시드니 선물거래소	호주 표준 백밀	뉴캐슬
위니펙 상품거래소	3번 캐나다 서부 적 춘소맥	선더 베이
정주 상품거래소	Hard white winter wheat	중국 동부
정주 상품거래소	Strong gluten wheat	중국 동부

출처: 거래소 보고서

이와 유사하게, 설탕 선물은 유럽 내 유로넥스트, 일본의 동경 곡물거래소, 미국의 뉴욕 상품거래소와 브라질의 상품 및 선물 거래소에서 거래가 이뤄지며 커피 선물은 런던, 뉴욕, 일본 및 상파울로에서 거래된다. 각각의 경우에서, 계약은 다른 하나를 정확하게 대체하는 것이 아니며 대부분의 농부들과 식품 가공업체는 자신들이 갖는 특정 위험을 회피할 수 있는 최상의 특정 계약을 선호하게 된다. 농업 선물의 이런 특수성은 소규모 거래소 별로 특화된 계약을 할 수 있도록 하는 여지를 남긴다. 그러므로 1998년 거래를 시작한 유로넥스트의 빵 밀 계약은

유럽대륙 내 인도지점에 대한 요구를 충족할 목적을 갖고 있으며 유럽 내 가격 불안정을 야기할 수 있는 EU 농업 정책의 변화를 이용하려는 것이다. 독일의 하노버 바렌테르민 거래소는 1998년 설립되었으며 독일이 최대 생산자이며 소비자인 돼지고기와 감자 거래를 실시하고 있다. 쿠알라룸푸르에 있는 말레이시아 상품 및 통화거래소는 다른 거래소에서는 거래가 되지 않은 단일 상품인 팜유 거래를 실시함으로써 성공적인 농업 선물산업을 구축하게 되었다.

금속 선물

금과 같은 귀금속과 구리와 같은 산업용 금속은 19세기 중반부터 선물 시장에서 거래되어 왔다. 금속 가격은 상당히 변동이 심하다. 광산회사와 업계 사용자는 일반적으로 상당량의 금속을 비축하고 있으며 선물 시장은 이러한 재고 가격의 하락 위험을 피하기 위한 수단을 제공한다. 업계 사용자는 또한 선물을 사용하여 주요 원재료의 가격을 안정화시킬 수 있다.

금 선물의 거래는 기타 금속의 거래와는 상당히 다르다. 비록 금 선물 투자자 중 일부가 금을 캐거나 산업용으로 사용하지만, 대부분의 금 선물거래는 인플레이션에 대비한 비축재로서의 금의 전통적인 역할과 관련이 있다. 그러므로 금은 모든 금속 중 가장 거래가 활발히 이루어지는 금속 중 하나이다. 그러나 모든 금 거래가 선물 시장에서 이뤄지는 것은 아닌데 그 이유는 많은 투기자들이 선물 계약의 대안으로서 금 채굴 회사의 주식을 거래하기 때문이다.

농산품 사용자와는 다르게, 금속 사용자들은 품질에 있어 지역 변화를 고려하지 않는다. 비록 원석별로 품질 차이가 있긴 하지만 금융시장에서 금속을 거래하기 전에 철광석으로부터 금속을 분리하여 특정 표준으로 처리하게 된다. 그 결과, 전 세계 금속 사용자들은 상대적으로 소수의 계약을 사용하게 되며 금속 선물에 있어서는 지역 거래는 거의 없는 실정이다. 런던 금속거래소, 동경 상품거래소 및 뉴욕 상업거래소가 금속 선물의 거의 전부를 담당하고 있지만 상대적으로 신흥 거래소인 상하이 선물거래소가 몇몇 금속 계약을 체결하고 있다. 중국의 빠른 산업성장을 통해 상하이 거래소는 세계 구릿값 결정에 있어 중요한 역할을 차지하고 있다. 표 8.5는 가장 널리 거래되는 계약을 나열한 것이다.

표 8.5 주요 금속 계약

계약	거래소	거래건수 (백만)		
		1998	2001	2004
알루미늄	런던 금속거래소	20.1	25.4	29.3
구리	런던 금속거래소	16.0	17.6	18.2
금	동경 상품거래소	9.4	9.8	18.0
금	뉴욕 상업거래소	9.0	6.8	15.0
백금	동경 상품거래소	10.8	16.2	13.9
아연	런던 금속거래소	5.7	7.5	10.2
은	뉴욕 상업거래소	4.1	2.6	5.0
동	상하이 선물거래소		1.8	4.2
납	런던 금속거래소		3.2	3.8
니켈	런던 금속거래소	4.7	5.1	3.2

출처: 거래소 보고서

에너지 선물

에너지 관련 선물 제품의 거래는 1970년대 미국에서의 석유 파동 시기와 같은 기간 규제에 의한 천연가스 부족이 발생한 때로 거슬러 올라간다. 석유 및 석유 파생상품에 대한 선물 계약이 상당히 인기가 있다. 선물 시장에서 매일 거래되는 석유의 양은 석유에 대한 전 세계의 실제 수요량을 훨씬 능가한다. 서로 다른 석유제품 가격 사이의 차이 또는 스프레드에 기반을 둔 계약이 있다. 2005년 8월과 9월 허리케인이 미국의 정제소와 생산 설비를 강타한 후, 에너지 선물 계약은 시장이 극도로 높은 유가 및 천연가스 가격으로 변화하는 데 큰 역할을 했다.

천연가스 선물은 북미 시장에서 그 체계가 잡혀 있으며 뉴욕 상업거래소는 미국과 캐나다의 인도지점에 대한 세 가지 계약을 제공하고 있다. 각각의 계약이 특정 지역에 제공하는 파이프라인의 용량과 관련이 있기 때문에 계약은 기타 국가의 가스 사용자에게 있어 거의 무용지물이 된다. 이보다 많은 천연가스 계약은 지역 수요를 맞추기 위해 다양한 거래소에서 거래가 이뤄지고 있다. 표 8.6에 가장 널리 거래되는 에너지 선물 목록이 있다.

도매 전력시장에서의 가격 경쟁으로 인해 전기에 대한 선물 계약이 탄생하게 되었다. 각각의 계약이 특정 지역에 전달되는 전력의 가격과 관련이 있기 때문에 개별 계약에 대한 거래량은 적은 편이다. 예를 들어, 호주의 시드니 선물 거래소

에서는 뉴 웨일스와 빅토리아 주에 전달되는 전기에 대한 개별 계약을 거래한다. 영국에서 최초의 전기 계약은 2000년 국제 석유거래소에서 거래가 시작되었다. 거래소는 특정 시장을 위해 기타 다수의 전기 계약을 제공하는 것으로 보인다. 전기에 대한 규제완화 또한 최초의 석탄 선물 계약의 개발을 촉진시켰는데, 1999년에 최초로 거래가 이뤄졌다.

표 8.6 주요 에너지 계약

계약	거래소	거래건수 (백만)		
		1998	2001	2004
경질유	뉴욕 상업거래소	30.5	37.5	52.9
브렌트유	국제 석유거래소	13.6	18.3	25.4
가솔린	동경 상품거래소		16.4	24.0
천연가스	뉴욕 상업거래소	16.0	16.5	17.4
등유	동경 상품거래소		8.3	13.0
난방유	뉴욕 상업거래소	8.9	9.3	12.9
무연휘발유	뉴욕 상업거래소	7.4	9.3	12.8
가스석유	국제 석유거래소	5.0	7.2	9.4

출처: 거래소 보고서

상품 선물거래에 있어 한 가지 흥미로운 혁신은 환경 선물일 것이다. 미국의 한 프로그램에서 1995년 시작한 거래 가능한 이산화황 배출 허용치를 다루고 있으며 각각의 허용치는 상품 보유자에게 특정 연도 동안 또는 그 후 1 미국 톤 (907kg)의 이산화황 방출 권리를 제공하고 있다. 이러한 허용치는 시카고 상품거래소에서 매년 경매형식으로 거래되고 있으며 경매 후 개별로 거래된다. 이 시스템은 기업이 가장 비용이 적게 드는 방법으로 배출량을 절감할 수 있도록 하며 배출 완화에 비용이 가장 많이 드는 오염원에 대한 허용치 사용을 권장하고 있다. 주 구매자는 전기 유틸리티 및 정유업체이다. 몇몇 정부는 공기 배출에 대한 기타 종류의 유사한 거래 가능한 승인을 제정하려고 하는데 특히 화석 연료의 연소로 인해 주로 발생하는 지구 온난화의 주범인 이산화탄소가 그 대상이다. 유럽 연합이 이산화탄소 및 소위 온실가스라고 하는 기타 가스의 업계 배출에 대한 상한선을 부과한 후, 국제 석유거래소는 2005년 4월 이산화탄소 방출권 가격에 대한 선물 거래를 시작했다. 3개월 이내에 매일 5백건 이상의 거래가 이뤄지

고 있다.

상품 관련 선물

현물의 인도가격이 운송비에 크게 의존하기 때문에 화물비를 회피하려는 요구가 있다. 런던의 발틱거래소는 대용량 선적 처리 센터로서 대용량 해상 선적비용의 지수를 생산하지만 유로넥스트는 처리량 부족으로 인해 발틱 요율 지수에 대한 선물 계약 거래를 중단했다. 화물 선물은 노르웨이 선물 및 옵션 어음 교환소와 뉴욕 상업거래소에서 거래된다.

거래소는 또한 상품 비용을 회피하기 위해 사용될 수 있는 기타 비현물 계약을 개발하고 있다. 예를 들어, 시카고 상업거래소는 온도에 대한 거래를 1999년 시작했는데 농업이나 에너지 가격의 회피에 있어 유용하다.

상품 선물 가격표를 읽는 법

많은 신문은 전일 상품 거래를 요약한 데이터를 게재한다. 표 8.7은 상품 선물 계약에 대한 전형적인 신문 상의 가격표를 보여주고 있다.

표 8.7 상품 선물 가격표를 읽는 법

오렌지 주스 (NYBOT) 15,000lb - 센트/lb								
월	공개	고	저	결제	변화	최대	최저	미결제 약정
06. 03	100.50	100.50	99.35	99.95	-0.50	127.95	96.10	17,978
06. 05	100.65	100.80	99.75	100.50	-0.15	130.00	96.50	4,105
06. 06	101.20	101.20	100.25	100.80	-0.45	132.00	99.75	2,464
06. 11	101.75	103.25	101.75	102.40	0.15	132.75	101.75	551
추정규모	2,434	이전	규모2,976	미결제	약정	25,863	+627	

머리 부분에 따르면 이 표는 뉴욕 상업거래소 (NYBOT)에서 오렌지 주스 선물에 대한 거래를 나타내고 있다.

다음 줄은 두 가지 중요한 정보를 제공하고 있다. 첫째, 한 계약이 15,000lb (6,804kg)의 주스에 관한 것이다. 둘째, 가격은 1파운드 (0.454kg) 당 센트로 표시

된다. 그러므로 목록에 게재된 가격에 15,000을 곱하면 센트 단위로 된 계약가격을 얻을 수 있게 되며 이 값을 100으로 나누면 달러 가격을 알 수 있다.

첫 번째 세로 열은 실제 거래에 대한 인도 월을 나타낸다. 월별로만 가능할 필요는 없다. 많은 계약은 향후 수 년 후 여러 인도 월에 대한 계약을 허용하긴 하지만 차후 월에 대한 거래가 거의 없거나 아예 없으므로 아무런 정보도 들어있지 않게 된다.

다음의 네 열은 전일 기준으로 각각의 인도 월에 대한 최초 거래가격 (오픈), 각 인도 월에 대한 최고 및 최저가 및 공식 증가 (결제)를 나타낸다. 거래 마지막 순간에 다양한 가격에서 많은 거래가 종종 일어나기 때문에 결제가격이 해당일의 최종 거래가격을 의미하진 않는다. 일반적으로 거래 마감 직전의 거래가격의 평균치가 가중치로 적용되는데 이 수치는 거래소에서 계산한 값이다. 시장이 연장중이라는 점을 주목한다.

“변경”이라고 표시된 열은 해당일의 결제 가격과 전 거래일의 결제 가격과의 차이이다. 5월의 오렌지 주스 가격은 파운드 당 0.0015달러가 낮아졌으므로 전일에 비해 한 계약에 대해 22.50달러의 하락이 발생하게 된다. 11월의 주스 값이 0.15센트 상승했으므로 전일 마감에서 15,337.50달러 (1.0225달러의 15,000배)에서 현재 15,360달러로 상승했다 (1.0240달러의 15,000배).

“사상 최대”와 “사상 최저”는 거래가 이뤄진 해당 월의 최고 및 최저가를 나타내며 네 개의 거래가 이뤄진 기간에 선물 인도에 대한 오렌지 주스가 몇 달 전에 비해 30% 하락했음을 보여주고 있다. “미결제약정” (open interest)은 여전히 움직이고 있는 거래 건수를 나타낸다. 비록 다수의 기타 계약이 판매됐지만 대부분의 경우 구매자들은 상쇄 계약 (offsetting contract)을 매매함으로써 이를 청산하고 있다. 이러한 수치에 따르면, 오렌지 주스 선물에 대한 대부분의 거래가 인도 완료 수개월 내에 발생하고 있다. 마지막 줄은 당일과 전일 거래된 총 오렌지 주스 계약 건수, 모든 인도월 내의 전체 미결제약정 (이 표에 없는 것들도 포함) 그리고 전일 기준으로 포괄 계약 (open contract) 건수의 변화를 보여준다.

금융 선물 시장

비교적 최근에 등장한 금융 선물은 금리 변화, 환율 변화 및 주가 변화의 위험을

회피하기 위해 이용하는 상품으로 상당한 인기를 얻고 있다. 최초의 금융 선물인 1972년 시카고 상업거래소에서 거래되었으며 이를 통해 업체들이 환율 변동에 대한 위험을 관리할 수 있게 되었다. 전 세계 발행량이 1999년 정체됐지만 2001년 다시 극도로 빠른 성장을 기록했다. 2000년에서 2004년에 걸쳐 전 세계 발행량이 162% 증가했다. 이러한 성장은 특히 유럽에서 빠른 움직임을 보였는데 유럽의 금융 선물은 미국에서의 발전 속도보다 느렸다 (표 8.8 참고).

표 8.8 거래소에서 거래된 금융 선물의 거래량 (단위: 1조 달러)

	1996	1998	2000	2002	2004
전체 시장	269	319	318	502	832
북미	120	152	151	278	441
유럽	86	116	112	179	337
아시아, 호주, 뉴질랜드	60	48	52	41	48
기타	3	3	3	3	6

출처: BIS

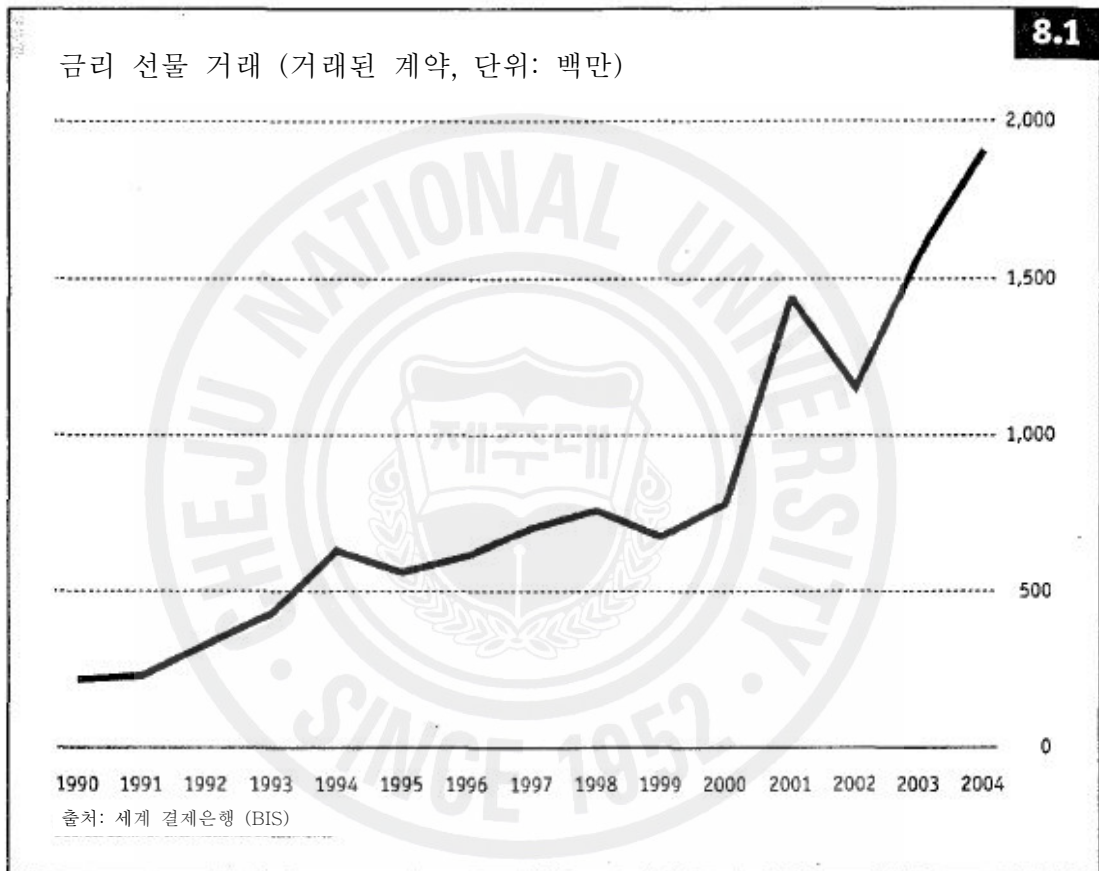
금리 선물

금융 선물의 가장 중요한 항목을 통해 금융 기관과 채권 투자자들은 금리 변동이 자신의 자산 가치에 영향을 줄 거라는 위험을 회피할 수 있도록 해준다. 금리 선물의 거래는 전체 금융 선물 거래의 90% 이상을 차지한다.

최초의 금리 계약은 1975년 시카고 상품거래소에서 도입되었으며 금융 기관들이 주택 담보대출 포트폴리오의 가치를 변화시킬 수 있는 금리 변화로 인한 위험을 피할 수 있도록 했다. 최초의 재무부 채권 계약이 1976년에 거래되었다. 이러한 계약의 성공을 통해 1980년대 유럽에서 금융 선물거래소가 생기게 되었다. 시카고 상업거래소에서의 3개월 유로달러 계약은 미국 외 달러 보유고에 대한 금리에 연동되며 독일 국채 수익률에 바탕을 둔 유렉스 상에서의 분트 (독일 국채) 계약은 현재 기타 선물 거래에 비해 거래량이 두 배 이상 증가했다. 그러나 자국 환율 금리에 대해 계약을 거래하는 국가가 호주, 캐나다, 말레이시아, 스페인 및 기타 국가로 늘어났다. 그림 8.1은 시장 성장세를 보여주고 있다.

초기에, 금리 선물은 주로 장기 금리 변화를 피하기 위해 사용되었다. 더욱 최근

에는 단기 금리에 대한 계약이 인기를 얻게 되어 금리 선물에 대한 전체 거래의 반 이상을 차지하고 있다. 헤징을 하는 사람들이 금리 변동이 발생하는 경우 자신의 손실을 제한하기 위해 금리 선물을 사용하고 있지만 많은 투기자들은 금리 선물이 채권을 보유하지 않은 채로 예상된 금리 변동에 베팅할 수 있는 효율적인 방법임을 발견했다.



금리 선물이 어떻게 사용되는지를 이해하기 위해, 시카고 상품거래소에서 이뤄지는 재무부 채권 계약을 살펴보자. 이 계약은 액면가 10만 달러와 8%의 명목 금리 또는 쿠폰을 갖는 채권을 기준으로 하며 보도가격은 1,000달러 당 가격이다. 1999년 초 이러한 채권은 약 125 정도의 가격에 거래되었으므로 단일 채권을 구매하는 데는 125,000달러 (125 x \$100,000)가 소요됐다. 1999년 1월보다 9월에 장

기 금리가 낮아질 것으로 예상하는 투자자가 있다고 가정하자. 9월 인도분으로 한 건의 채권 선물 계약에 대해 125,000 달러의 채권을 구매할 수 있거나 9월 인도분에 대해 하나의 채권 선물을 획득할 수 있으며 가격은 125.50이고 2,700달러의 불입금 (down-payment)을 통해서 가능하다. 현재 금리 하락으로 인해 채권가격이 1% 상승했다고 가정하자. 채권의 가치는 126,250 달러이고 기대치에 따라 9월의 채권 선물은 126.25가 될 것이다. 채권 보유자는 다음의 내용을 얻게 된다.

1,250달러의 자본 증가 (capital appreciation) (지불 가격의 1%)
 + 5,333달러의 이자 (8개월에 걸쳐치며 연간 8천 달러의 지급을 의미)
 = 6,853달러의 총 수익
 초기 투자에 대해 5.27%의 수익

선물 계약 보유자는 다음과 같다.

750달러의 자본 증가 $[(126.25 - 125.50) \times 1,000]$
 - 8개월간 8%의 불입금인 2,700달러에 대한 144달러의 소멸 이자
 = 606달러의 총 수익
 초기 투자에 대해 22.4%의 수익

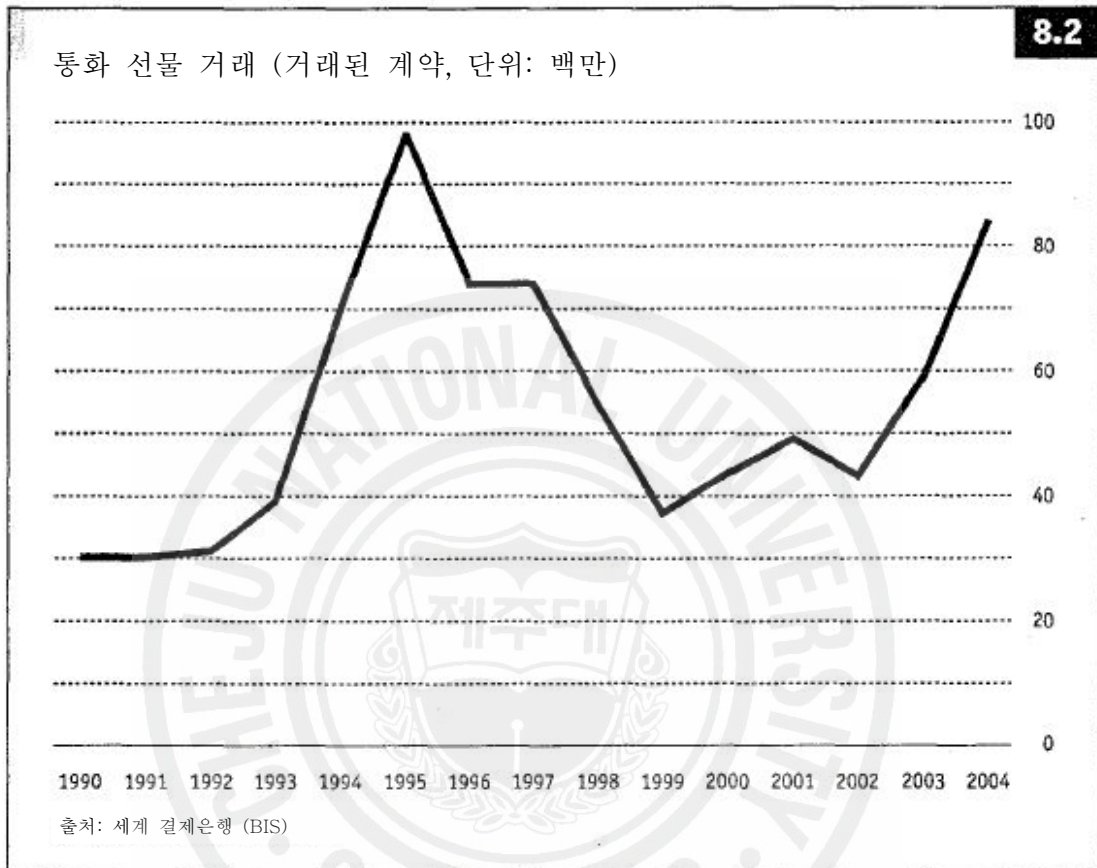
그러므로 신흥 시장에서 금리 선물 투자자는 기존의 금리에 민감한 증권에 투자하는 투자자보다 더 나은 수익률을 거둘 수 있다. 그러나 바꿔 말하면 이 예에서와 같이 선물 투자자는 금리가 하락하게 되면 채권 투자자에 비해 더 큰 손실을 거두게 된다.

통화 선물

비록 환율 계약이 가장 오래된 금융 선물이라고 하더라도, 그 인기는 많이 사그라진 편이다 (그림 8.2 참고)

두 가지 이유가 있다. 첫째, 대부분의 통화 헤지가 현재 거래소에서 거래되지 않는 파생 계약의 사용으로 이뤄지고 있다. 이러한 계약은 제 9장에서 다룰 것이

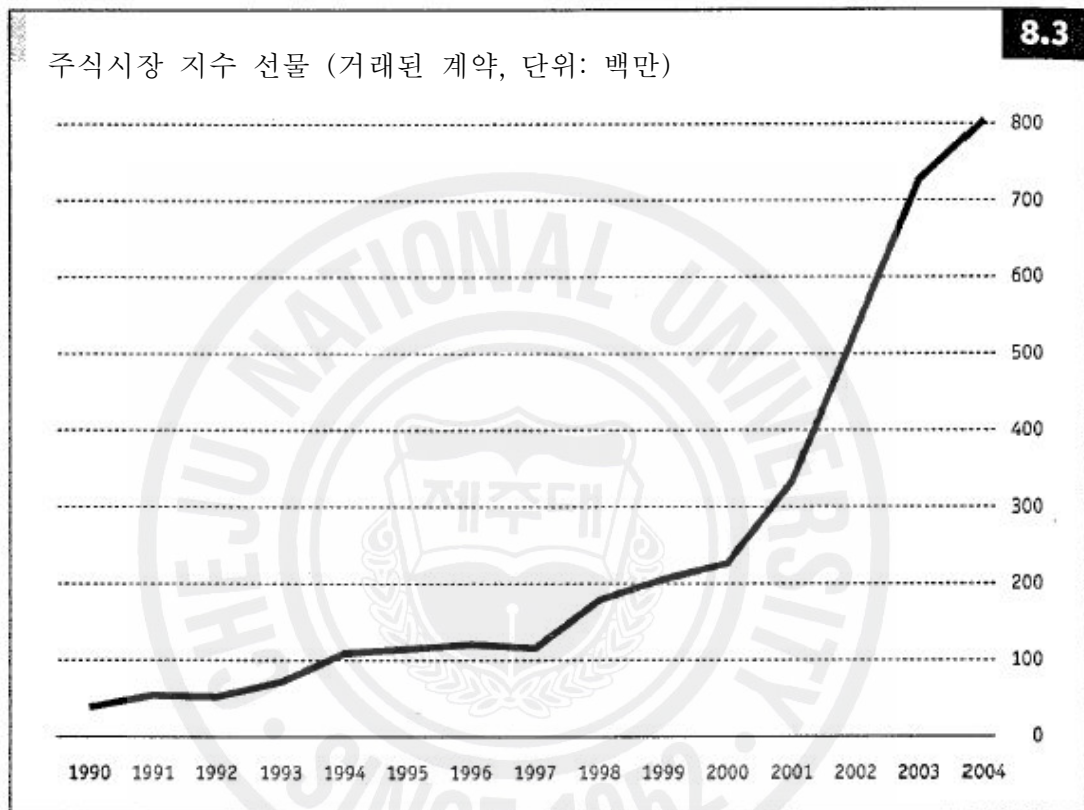
다. 둘째, 1999년 1월 1일 유로화의 출범으로 인해 단일 통화 구축 이전에 12개 유럽 국가에서의 환율 안정화는 유로권 내의 국가 사이에 환율 계약에 대한 요구를 없앴다.



현재 거래중인 다수의 통화 선물은 신흥경제 내 시장에서 이뤄지고 있다. 헝가리의 부다페스트 상품거래소는 헝가리 포린트 화와 달러, 파운드, 엔화, 유로 및 체코의 코루나화 사이의 환율에 대한 선물 계약을 거래하고 있다. 남아공 선물 거래소는 랜드/달러화 환율에 대한 거래를 제공한다. 상파울로의 상업 및 선물 거래소에서 거래되는 레알/달러화 환율 계약이 현재 거래중인 통화 선물 계약 중 가장 널리 거래된다.

주가 지수 선물

특정 주가 지수의 선물 수준에 대한 계약이 포트폴리오 매니저 사이에 큰 인기를 거두고 있다. 이러한 성장은 트레이더의 성장 또는 지수 주식 펀드 (제 6장에서 다룸)의 성장과 함께하고 있는데 그 이유는 지수를 모방하기 위해 구성된 주식 포트폴리오에 대해 거의 정확한 헤지를 제공하기 때문이다. 그림 8.3은 지수 선물 시장의 성장을 보여준다.



가장 인기가 높은 주가 지수 선물은 미국의 스탠더드 앤 푸어스의 500 지수, 다우존스/유로 스톡스 50 지수와 나스닥 지수이다. 기타 중요한 계약으로는 독일의 DAX-30 지수, 프랑스의 CAC-40 지수, 런던의 파이낸셜 타임스 증권 거래소 지수, 일본의 닛케이 225 지수, 브라질의 이보베스파 (Ibovespa), 한국의 코스피 지수 및 호주 종합주가지수 (AOI: All Ordinaries Index)가 있다. 가장 인가있는 주식시장 지표에 대한 선물 계약인 뉴욕 증권거래소에서 거래되는 다우존스 산업 평균 30 지수의 거래는 지수 보유자들이 선물 거래에서 지수의 사용을 전에 반대했기 때문에 1997년이 되어서야 시작됐다. 주가 지수 선물은 또한 다수의 소규모

모 거래소에서도 거래된다. 예를 들어, 호주 증권거래소는 ASX 50과 ASX 200 주가 지수에 대한 계약을 제공하며 오슬로 증권거래소는 OBX 주가 지수에 대한 선물을 거래한다.

주가 선물

많은 증권거래소에서는 개별 주식의 가격에 대한 선물 계약을 거래한다. 예를 들어, 차이나 텔레콤의 향후 주가를 바탕으로 하는 계약은 홍콩 선물 거래소에서 거래된다. 비록 다수의 유사한 계약이 존재하더라도, 눈에 띄는 성공을 거두는 경우는 별로 없는데 그 이유는 대부분의 경우에 있어 기초 자산의 거래는 선물 계약에 대한 관심을 유지하는 데 충분하지 못하기 때문이다. 개별주식에 대한 선물은 2000년이 돼서야 미국에서 승인됐는데 그 이유는 증권거래소의 반대로 인한 것이며 경쟁 상품의 도입을 환영하지 않았고 투기자들이 주식 구매를 위한 차용 한계를 회피하기 위해 주가 선물을 거래할 수 있다는 우려 때문이었다.

기타 금융 선물

선물 거래에 대한 수요 증가를 위해 거래소는 다양한 형태의 계약을 실험해왔다. 시카고 상품거래소에서 이뤄지는 옥수수 수확량에 대한 계약은 미 농무부가 발표하는 에이커 (0.4 헥타르) 당 추정 수확량을 바탕으로 하며 농부들과 곡물 보험사들이 흉년인 경우 발생할 위험을 피할 수 있도록 한다. 기타 보험관련 선물 계약이 미국과 유럽에서 논의 중에 있다. 미국의 소비자 물가지수 (consumer-price index)를 바탕으로 하는 선물 계약이 1988년 금리 증가로 인해 취소됐으나 인플레이션이 지수화 된 미 재무부 채권에 대한 선물 계약이 비슷한 역할을 하고 있다. 부동산 가격의 지수를 바탕으로 하는 계약 형성을 위한 노력이 또한 지속되고 있다.

금융 선물 가격표를 읽는 법

금융 선물 가격표는 상품 선물 가격표보다는 이해하는 데 어려울 수 있는데 그 이유는 가격을 결정하는 기준이 항상 분명하진 않기 때문이다. 예를 들어, 표 8.9를 살펴보자.

표 8.9 DAX (유렉스)

월	공개	고	저	결제	전 마감	변화
03/06	5,110.00	5,139.00	5,050.00	5,053.50	5,025.00	+28.50
06/06	5,132.00	5,166.00	5,108.50	5,120.00	5,041.50	+78.50
09/06	5,172.50	5,172.50	5,172.50	5,172.50	5,060.50	+112.00

이 표는 독일 주가지수인 DAX에서의 선물 거래를 나타내는 것으로 유렉스 거래소에서 거래되고 있다. 이 거래일에 투자자들은 독일 주가의 향후에 대해 보다 낙관적인 모습을 보였다. 그러나 선물 가격에 대한 영향을 이해하기 위해 거래소가 발행한 계약서를 살펴볼 필요가 있는데 이 계약서에는 위와 같은 표는 들어 있지 않다. 이 수치는 계약이 DAX 지수 포인트 당 25 유로로 책정되었음을 보여준다. 해당일 종가에, 3월에 있던 DAX 거래에는 $(5,053.50 \times \text{€}25)$ 또는 126,337.5 유로의 비용이 들게 된다.

DAX 계약은 분명히 실제로 인도될 순 없겠지만 현금으로 결제되어야 한다. 3월의 DAX 계약이 종가로 거래되고 구매자와 판매자 모두는 인도일까지 해당 계약을 보유하고 있다고 가정하자. 이 경우 계약서에 따라 3월 세 번째 금요일로 본다. 해당 일자의 DAX 지수가 5,100.00으로 마감됐다고 하자. 이 때 선물 계약의 판매자는 DAX를 매도하게 되는데 $[(5,100 - 5,053.50) \times 25]$ 또는 1,162.5 유로의 손실을 보게 되며 구매자는 이와 동일한 이익을 갖게 된다.

결제 및 정산

선물 거래를 실시하기 위해 구매자와 판매자라는 당사자가 필요하다. 양 당사자가 거래에 동의하지 않으면 어떠한 거래도 불가능하다. 그러나 협상을 타결하게 되면 한 측이 다른 한 측에 차후 책임을 지지 않는다. 거래소 자체는 모든 판매자에게 있어 구매자를 대신해 역할을 수행하며 모든 구매자에게 있어 판매자를 대신해 역할을 수행한다. 이를 통해 거래를 두 가지 중요한 방향으로 촉진하게 된다. 첫째, 원래 거래의 양 당사자는 상쇄 위치를 차지함으로써 자신의 의무를 자유롭게 끝낼 수 있는데 이 때 상대방의 동의는 필요하지 않다. 둘째, 투자자는 다른 투자자의 신뢰성이나 파산 가능성에 대해 걱정할 필요가 없다. 거래소는 가

격 상으로 이익을 얻은 계약을 갖고 있는 사람이 돈을 받고 돈을 잃는 위치에 있는 사람이 내게 될 돈을 받는다는 점을 보증한다. 이를 완수하는 조직이 거래소의 어음 교환소이다.

어음 교환소의 제 1단계 업무는 결제로, 거래가 어떤 과정으로 발생했는지를 정확하게 결정하는 것이다. 이는 현장 거래를 실시하는 거래소에 있어 종종 어려울 수도 있지만 거래소의 원활한 기능을 위해 중요한 요소이다. 거래를 완료하자마자, 상품, 수량, 인도월, 가격 및 거래 상대측 중개인을 포함하는 각 거래의 세부 사항을 현장 중개인이 기록한다. 이러한 정보를 각 거래가 끝난 직후 카드나 종이 쪽지에 기입한 후 거래소 직원이 시간 도장을 찍게 된다. 거래 활동을 찍은 비디오와 함께 시간 도장은 거래 내용에 대해 당사자들이 동의를 하지 않는 경우, 또는 투자자가 부정사항에 대해 지속적으로 불평하는 경우 사건을 재구성하는데 중요한 요소이다.

거래소 직원은 현장 중개인으로부터 받은 정보를 컴퓨터에 입력하며, 컴퓨터는 현장 중개인이 거래를 성사시킨 두 곳의 선물 중개회사에 이를 전송한다. 선물 중개회사는 그 후 자료를 입력한 직원의 보고서와 데이터를 확인하여 고객 주문을 승인한다. 종종 "외거래 (out trade)"가 존재하는데 이는 두 개의 선물 중개회사가 배치되는 정보를 갖고 있는 경우에 관한 것이다. 거래 시장이 전성기를 누리던 때, 중개인은 계약을 살 것으로 생각하면서 실수로 거래를 판매하는 실수를 할 수도, 아니면 계약상에 숫자를 잘못 기입하는 등의 실수를 할 수도 있다. 비록 거래소가 그 결제 시스템을 크게 발전시켰더라도, 주어진 일자의 거래에서 3, 4%의 외거래가 발생하는 것이 이상한 일은 아니다. 이 때 거래소는 이를 조사하여 일치시켜야 한다.

결제 절차는 거래가 발생한 시간에 거래소의 거래 시스템 상에 모든 관련 정보를 사용 가능하기 때문에 전자 거래소에서 훨씬 쉽게 이뤄진다. 그러므로 입력 오류로 인해 중개인이 입찰 입력에서 실수를 범한 경우를 제외하고 부정확한 정보가 데이터 입력 에러가 발생할 수 없다. 종종 양 당사자의 동의 직후 거래가 청산될 수 있다.

결제 절차를 완료하면, 어음 교환소와 은행 시스템은 정산 절차를 실시하는데, 이는 선물 시장 포지션에 있는 지분을 맞춰보는 과정이다. 정산은 주식시장에 비

해 선물 거래소에서 훨씬 복잡한 과정을 거치게 되는데 이는 시장 참가자들이 그들의 약속에 따른다는 것을 보장하는 거래소의 역할 때문이다.

증권 증거금

선물 계약의 매매 이전에, 투자자는 이행보증 (performance bond)이나 개시증거금 (initial margin)이라고 하는 선급금을 선물 중개회사에 예치한다. 만약 선물 거래회사가 거래소의 결제회원이라면 결과적으로는 어음 교환소에 예치금에 대한 변동증거금 (variation margin)이나 정산차금 (settlement variation)을 예치해야 한다. 만약 결제회원이 아니라면, 선물 중개회사는 결제회원에 계좌를 유지해야 하는데, 이 회원이 거래에 대한 재정적인 책임을 지게 된다.

투자자가 지불해야 할 최소 개시증거금은 거래소에서 규정하나 선물 중개회사는 더 큰 금액을 요구할 수 있다. 교환소는 또한 더 낮은 유지증거금 (maintenance margin)이나 변동증거금을 설정하는데 이는 투자자가 항상 예치해야 하는 최소 금액이다. 금액 규모는 계약과 투자자가 헤징을 회피하는 사람인지 투기자인지에 따른다. 예를 들어, 2005년에 시카고 상업거래소에서 투기자가 지불해야 할 최소 개시증거금은 냉동 삼겹살의 경우 계약 당 1,620 달러였으며 유지증거금은 1,200 달러로 한 계약의 규모가 약 28,000 달러인 경우였다. 증거금 요구분은 투자자가 같은 계약을 서로 다른 월에 사고 팔 때 더 낮아지는데 이렇게 함으로써 몇몇 위치는 다른 쪽이 감소할 때 가치가 증가하는 것으로 보인다. 이러한 생각은 투자자는 잠재적인 손실에 대응하기 위해 충분한 증거금을 보유하고 있어야 한다는 점을 나타낸다.

일일정산 (Marking to market)

대부분의 거래소에서 각 일자의 거래를 종료한 후 밝은 정산 과정의 일부로서, 선물 중개회사는 각 투자자에게 필요한 증거금을 다시 계산한다. 각 투자자의 계약은 일일 정산되거나 최근 정산 가격을 기반으로 다시 책정된다. 만약 한 투자자의 보유분이 가치를 잃게 되면 투자자의 계좌에 있는 돈이 수익을 거둔 투자자의 계정으로 이체된다. 각 결제회원의 전체 고객 포트폴리오가 같은 식으로 일일 정산된다. 만약 모든 고객의 계약의 전체 가치가 하락하면 결제회원은 어음

교환소에 변동증거금을 추가로 지불해야 한다. 바꿔 말하면, 계약이 가치상 이익을 거둔 결제회원, 선물 중개회사 및 개별 고객의 계좌로 어음 교환소 계좌로부터 돈이 이체된다.

증거금 회수 (Margin call)

이런 식으로, 거래소에서 거래를 실시하는 모든 참가자는 매일 매일의 거래가 끝나고 수익이나 손실을 거두었는지를 알아야 한다. 최소한 이론적인 면에서 볼 때 어음 교환소는 각각의 결제회원이 자신의 고객 계좌의 균형을 맞추는 데 책임이 있기 때문에 손실로부터 보호된다. 개시증거금을 통해 개별 투자자가 인식하지 못하는 큰 손실을 거두어 결국 지불에 대한 파산신청을 하게 되는 것을 방지한다. 만약 고객 계좌내의 현금이 유지증거금 이하로 떨어지게 되면, 선물 중개회사는 증거금 회수를 발행하게 되는데 이는 개시증거금을 맞추기 위해 투자자가 충분한 자금을 예치해야 한다는 점을 알려주는 것이다. 선물 중개회사는 만약 자금이 준비되지 않은 경우 투자자의 계약을 청산하게 된다. 역으로, 만약 계좌 내 금액이 개시증거금보다 많은 경우, 투자자는 초과분을 인출하여 다른 선물거래를 위한 증거금으로 사용하거나 그냥 계좌에 남겨놓을 수 있다.

그 후

불행하게도 이 시스템은 결함이 없지 않다. 결제회원은 종종 다각화 된 금융 회사의 자회사이며 모회사의 재정 문제로 인해 결제회원이 붕괴될 가능성이 있다. 결제회원은 자신의 거래 계좌와 고객의 자금을 분명히 분리해서 보유해야 하므로 기업 붕괴 시 투자자들의 손실은 전혀 발생하지 않아야 하나 재정 압박에 처한 기업들은 이러한 규칙을 위반할 유혹에 빠지게 된다. 그러나 이러한 단점에도 불구하고 거래소의 어음 교환소는 일반적으로 잘 돌아가고 있다. 거래소에서 거래된 선물과 관련한 최대 스캔들은 1996년 일본의 무역회사인 스미토모사가 겪은 26억 달러의 손실일 것이다. 이 금액은 런던 금속거래소에서의 부적절한 거래로 인한 결과인데 금속거래소는 투자자가 일일 기반으로 변동증거금을 맞출 필요가 없는 몇 안 되는 거래소 중 하나이다. 거래소 규칙과 어음 교환소의 구조를 통해 선물 시장 투자자들을 미국 최대의 선물 중개회사 중 하나를 포함한 레프

코의 파산으로부터 발생한 손실로부터 보호해야 하는 게 분명하다.

교차증거금 (Cross-margining)

몇몇 거래소는 최근 교차증거금 허용을 시작하고 있는데, 이는 투자자들이 효과적으로 한 곳 이상의 거래소에서 단일 계좌를 사용할 수 있도록 한다. 한 거래소에서 거래를 통해 얻은 이익은 그 후 손실을 기록하여 필요한 만큼의 증거금을 상충하기 위해 사용될 수 있으며 일반적으로 투자자가 예치해야 할 금액을 제외하고 사용된다. 교차증거금을 제공할 수 있는 능력은 거래소 사이에서 협력적인 관계를 진작시킬 수 있는 주요 요소 중 하나이다.

인도

한 계약의 인도일자가 도래하면 현물 인도 발행이 해결되어야 한다. 선물 계약의 구매자에게 있어 현물 인도는 기초 자산의 소유를 의미한다. 판매자에게 있어, 이는 자신의 자산 제공을 의미한다. 특히 금융 선물과 같은 몇몇 계약의 세부사항에서는 현물 인도를 승인하지 않으며 가능하다 하더라도 투자자들이 이를 원하는 경우는 거의 없다. 전체 선물 계약 중 단 1-2%만이 현물 인도를 실시한다. 대부분의 선물 투자자들은 만기일 이전 또는 만기일에 현금 결제를 선호하며 자산 그 자체가 아닌 기초 자산의 현재 시장가격을 받게 된다.

만약 계약 만료의 판매자가 상품 인도를 원한다면 계약 만기일 몇 일전에 인도 업체에 대한 의향서 (notice of intention)를 거래소에 제공해야 한다. 상품은 계약서상에서 수용 가능한 인도지점으로 운송 및 하역되어야 하며 판매자의 비용으로 실시한다. 이러한 목적으로 거래소는 승인된 창고를 보유하고 있다.

만약 선물 계약 구매자가 현물 인도를 원한다면 계약 만기 시 거래소에 이를 통지해야 한다. 계약 매매자 모두가 현물 인도를 원하는 경우는 거의 없더라도 구매자는 판매자를 통해 인도될 특정 상품을 수령하지 못한다. 대신에 구매자에게 인도될 상품을 구매자가 소유할 수 있는 주문의 형태를 거래소가 결정하게 된다.

거래 전략

선물 시장 투자자들은 종종 서로 다른 선물 계약의 동시 거래에 개입하는 복잡

한 전략을 추구한다. 다음의 내용은 선물 거래에 있어 가장 잘 알려진 전략들이다.

☞ 베이스스 거래 (Basis trading): 현물에 대한 선물 교환으로도 알려져 있으며 선물 계약에 나타난 자산의 동시 구매와 선물 시장 내 상쇄 계약의 판매 또는 그 역의 관계와 관련이 있다. 현물을 구매하여 선물을 판매하는 투자자는 베이스스를 매입 (long the basis)한다고 하며 선물을 구입하고 현물을 파는 투자자는 베이스스를 매도 (short the basis)한다고 한다. 이 전략의 목적은 현물의 현물 가격과 선물 거래 가격 사이의 관계 변화로부터 이윤을 취하는 것이다.

☞ 동적 헤징 (Dynamic hedging): 기초 자산의 가격 변동에 대응하는 선물 위치의 일정한 변화와 기초 자산의 가격이 변동하는 비율과 관련이 있다.

☞ 지수 재정거래 (index arbitrage): 주가 지수와 해당 지수에 대한 선물 계약 사이의 가격 관계가 순간순간 변할 때 이를 자본화하는 경우이며 지수 내 주식구매와 선물 판매 또는 그 반대를 즉시 수행하는 것이다.

☞ 스프레드: 스프레드는 두 가지 가격 사이의 관계가 변할 것이라는 기대를 갖고 세우는 위치이다. 많은 종류가 있다. 상품간 스프레드 (intra-commodity spread)는 거의 동일한 인도 일자를 갖는 두 개의 다른 상품 내에 대한 계약과 관련이 있으며 예를 들어, 향후 3개월에 걸쳐 소값이 돼지 값보다 빨리 상승할 것이라고 예측하는 데 사용될 수 있다. 국제 스프레드는 뉴욕과 런던에서의 석유 선물 가격의 차이가 벌어지거나 좁혀질 거라는 점에 베팅을 할 수 있다. 품질차이 스프레드 (quality differential spread)는 같은 상품의 두 가지 품질 사이의 가격차를 고려하는데 그 예로는 시카고에서 거래되는 북부 춘소맥과 미니아폴리스에서 거래되는 경질적색 춘소맥이 있다.

☞ 스트래들 (Straddle): 스트래들은 스프레드의 일종으로 하나의 인도월에 대한 계약을 구매함과 동시에 같은 상품에 대해 다른 인도월에 대한 계약을 판매하는 것과 관련이 있으므로 단기 및 장기 가격 사이의 관

계 변화에 초점을 두는 것이다. 약세 스프레드 (bear spread)는 예상된 가격 하락으로부터 이익을 얻으려는 목적으로 마련된 스트레들이지만 만약 약세측이 잘못된 경우 잠재 손실을 제한한다. 이는 인도월 근처에서 팔고 인도월에서 아직 먼 시점에 구매함으로써 이뤄진다. 강세 스프레드 (bull spread)는 역으로 일어나며 가격 상승으로부터 이익을 얻기 위한 반면 인도월에 근접해서 계약을 사고 인도월과 떨어진 상태에서 판매를 함으로써 발생하는 잠재적인 손실을 제한한다.

☞ 스트립 (Strip): 달력 스트립 (calendar strip)이라고도 하는 스트립은 수 개월간 연속으로 선물 포지션을 구매하거나 판매하는 것이다.

성과 측정

특정 현물 상품의 가격은 시간에 따라 크게 변할 수 있다. 그러나 일반적으로 많은 현물 상품의 가격은 일반적인 경제 상황에 따라 오르거나 내려간다. 세계 경제가 강세를 보일 때 건설업이나 제조업에 사용되는 금속, 목재, 석유 및 기타 제품의 수요는 크게 증가한다. 다양한 석유 선물 계약 가격이 2005년 크게 올랐는데 이는 세계적인 유가의 상승에 대응하기 위한 것이었으며 반면 코코아, 설탕 및 곡물 계약의 가격은 하락했다.

몇몇 지수는 전반적인 상품 가격의 움직임을 추적하려는 시도를 했다. 이 중 이코노미스트지, 상품 연구소, 저널 오브 커머스 (Journal of Commerce) 및 투자인행인 골드만삭스가 발행한 지수가 유명하다. 상품의 평균가격의 움직임에 투기를 하거나 위험을 회피하려는 투자자들은 시카고 상업거래소에서 골드만삭스 상품지수 (GSCI)에 따른 선물 계약을 거래할 수 있다.

시간에 따른 선물 계약의 성과는 총체적인 방법으로 측정이 불가능하다. 각각의 경우에 있어, 계약을 구매함으로써 얻게 될 투자자의 이익은 계약을 판매함으로써 발생하는 다른 투자자의 손실을 상쇄하게 된다. 이에 더해, 헤징을 위해 선물 계약을 사용하는 투자자는 계약 그 자체의 성과에 대해 걱정하는 게 아니라 전반적인 투자의 성과에 대해 걱정하게 되는데, 여기에는 헤징된 자산이 포함된다. 만약 투자자의 위험을 줄인 거라면 돈을 잃은 선물 계약은 종종 가치가 있는 투자로 인식되기도 한다.

9. 옵션 및 파생상품 시장

가격은 수요와 공급의 균형을 맞추는 역할을 한다는 시장 경제의 단순한 원리는 모든 사람들이 알고 있는 내용이다. 그러나 비록 대부분의 시장이 어느 정도는 잘 돌아간다고 하더라도, 몇몇 경우 엉망이 될 때가 있다. 유가가 상승하여 이미 표를 판매한 항공사에 악영향을 주며 현재는 항공기 운영을 위해 예상했던 것보다 더 많은 비용을 지불해야 할 수도 있다. 엔화 대비 호주 달러의 가치가 급락하며 멜버른의 수입업체가 제품판매를 아주 비싸게 해야 할 일본 전자제품의 선적 량에 치일 수도 있다. 한 독일 은행이 거대 차용자가 파산했다는 보고를 뜬금 없이 발표할 수 있으며 이로 인한 주가 하락으로 인해 해당 기업에 투자했던 투자 기금의 막대한 손실을 유발할 수 있다. 이러한 가격의 움직임을 변동성 (volatility)이라고 한다.

보통 사람들에게 있어 변동성은 무작위로 움직이고 예측이 불가능하다고 볼 수 있다. 사실, 개별 가격의 움직임은 일반적으로 무작위로 움직이고 예측이 불가능하다. 그러나 일정 시간에 걸친 평균 변동성은 측정이 가능하며 가격 변동 확률은 추정이 가능하기 때문에 투자자들은 그들이 직면한 변동성의 크기를 줄이기 위해 얼마나 지불해야 할지를 결정할 수 있게 된다. 이러한 일들이 일어나는 곳이 파생상품 시장 (derivatives market)이다.

파생상품이라는 용어는 다수의 금융 상품, 금융 상품의 기초에 대한 가치 또는 파생된 곳의 가치, 증권, 현금 또는 기타 외부 변수의 가격을 나타낸다. 그 종류는 수 백 가지에 이른다. 그러나 그 모든 다양성에도 불구하고 두 가지 기본 분류에 속하게 된다.

☞ 선도 (Forwards): 향후 인도될 물품에 대한 가격을 설정하는 계약이다.

☞ 옵션 (Option): 당사자 한 측 또는 양측이 특정 조건하에서 특정 이익을 얻도록 하나 의무적일 필요는 없는 계약이다. 옵션거래의 가치에 대한

계산을 할 때는 이 옵션을 실행할 가능성을 염두에 두어야 한다. 모든 파생상품 계약은 선도 또는 옵션으로 이뤄지며 어떤 경우에는 두 가지의 혼합형으로 발생하기도 한다.

파생상품이 대중의 주의를 끈 건 불과 몇 년 되지 않았는데 그 이유는 일련의 투기자들이 파생상품 거래로 인해 손실을 거두었기 때문이다. 그러나 다양한 이름으로 파생상품 계약은 수천 년간 지속되어 왔다. 가장 일찍 알려진 형태는 그리스 철학자인 탈레스가 실시한 것인데 올리브 압착기를 소유한 사람과 개별 계약을 맺고 이에 대한 대가로 수확 후 각 소유주의 압착기를 최초로 사용할 권리를 얻게 되었다. 아리스토텔레스가 말하길 탈레스가 살던 지역의 전체 압착 용량에 대한 이러한 옵션을 통해 탈레스는 올리브에 대한 제어권을 갖게 되었다. 파생상품은 그 전에도 개별적으로 거래가 이뤄져 왔으며 최소 1600년대부터 거래소에서 매매되었다.

다음에서는 거래소에서 거래되는 옵션 계약에 대해 다룰 것이다. 현재 거래소에서 거래되는 파생상품의 규모를 축소시킨 장외 파생상품은 그 뒤에 다룬다.

거래소에서 거래되는 옵션

1970년대까지는 옵션 시장이 없었다. 비록 몇몇 투기자들이 개인적으로 옵션거래를 실시했지만 규제당국은 옵션거래를 모호하고 심지어 위험한 행동으로 간주했는데 그 이유는 옵션거래가 순진한 투자자들을 기만하기 위한 것으로 생각했기 때문이다. 이러한 내용은 어느 정도 일리가 있는데 왜냐하면 옵션거래가 완전히 규제를 받지 않기 때문이다. 옵션거래는 1973년이 되어서야 전성기를 맞는데 이때 미 정부 관계자들이 옵션 거래소를 설립하려는 시카고 상품거래소의 계획을 승인했다. 시카고 옵션거래소 (CBOE: Chicago Board Options Exchange)는 16개 회사의 주식에 대한 옵션을 제공하면서 영업을 시작했다.

이때부터 위험 관리를 위해 다수의 투자자들이 금융시장으로 눈길을 돌리면서 옵션거래는 큰 인기를 거두게 되었다. 전 세계 옵션 거래소에서 거래되는 계약 규모가 1996년 52조 달러에서 1998년 71조 달러로 상승했다. 1999년 62조 달러로 하락했으나 2004년 312조 달러로 급증했다.

모든 옵션을 정의하다

전 세계 많은 옵션 거래소는 투자자들에게 매력적일 거래를 제안하기 위한 경쟁을 하고 있다. 모든 옵션은 옵션 시장에서 거래되지 않는 몇몇 상품의 가격을 바탕으로 하고 있다. 이러한 상품을 내재항목 (underlying)이라고 한다. 각각의 계약은 정확히 정의된 내재항목, 평균 규모 및 다양한 만기 일자를 갖고 있는데 일반적으로 월별 또는 분기별 만기이다.

풋, 콜 - 옵션의 매입과 매도

비록 거래소가 각 계약에 대한 기본 규칙을 규정하더라도 옵션은 두 당사자인 구매자와 판매자가 계약을 체결하는 경우에만 생성된다. 구매자는 판매자에게 시장의 힘에 따라 결정되는 프리미엄을 지불하며 이에 대한 대가로 옵션 내에 내재된 권리를 얻게 된다. 이러한 권리는 두 가지 기본형태 중 하나를 갖게 된다. 풋옵션 (put option)은 특정 기간 동안 구매자가 권리 행사가격 (strike price)이라고 하는 합의 가격에 팔 수 있도록 해준다. 콜옵션 (call option)은 구매자에게 권리 행사가격으로 구매할 권리를 준다. 바꿔 말하면, 풋을 매입한다고 하는 구매자는 주어진 양만큼 가격이 하락할 것을 기대하며 풋을 매도하는 판매자의 경우 가격이 덜 떨어지거나 아예 안 떨어질 것으로 생각한다. 역으로, 콜의 구매자는 기초자산의 가격이 권리 행사가격 이상으로 상승할 것을 기대하며 판매자는 그렇지 않다고 생각한다.

승자와 패자

만약 기초자산의 가격이 구매자가 생각한대로, 즉 권리 행사가격 아래로 하락하거나 (풋의 경우) 행사가격 이상으로 상승하는 경우 (콜의 경우), 내가격 (in-the-money)이라고 한다. 반대의 경우 옵션이 외가격 (out-of-the-money)이라고 한다. 예를 들어, 석유가 배럴 당 45달러에 거래가 될 때 46달러에서의 콜 옵션은 외가격이 되며 행사를 할 가치가 없게 되는데 그 이유는 권리 행사가격으로 석유를 구매하는 것보다 공개시장에서 구매하는 게 더 저렴하기 때문이다. 그러나 만약 유가가 배럴 당 47달러로 상승하게 되면 옵션은 내가격이 되며 거의 100% 행사가 이뤄질 것이다. 그러나 내가격 옵션이 항상 구매자에게 이익이

되고 판매자에게 손해가 되진 않는다는 점을 주지해야 한다. 구매자는 판매자에게 프리미엄을 지급하며 만약 권리 행사가격과 기초자산의 시장가격이 프리미엄을 초과하지 않게 되면 돈을 버는 것은 구매자가 아닌 판매자가 된다.

옵션의 형태

기초자산은 현개가격이 항상 가용하고 논란의 여지가 없는 시장에서 활발하게 거래되는 거의 모든 품목이 될 수 있다. 이러한 이유로 옵션시장은 종종 기초자산 상품이 거래되는 시장과 같은 일정으로 움직이며 기초자산의 거래가 멈출 때 폐장된다. 가장 널리 사용되는 옵션은 다음과 같다.

개별주식옵션 (Equity option)

개별주식옵션은 보유자가 특정 기업의 보통주 (대부분의 국가에서 100주가 기준)를 일정량 매매할 수 있도록 한다. 개별주식옵션은 옵션이 거래되는 주식에 대한 기업의 증권이 아니다. 기업 자체는 옵션을 발행하지 않으며 옵션발행을 통해 아무런 돈도 받지 않으므로 옵션 보유자는 배당금을 받거나 의결권을 갖지 않는다. 만약 어떤 옵션이 행사되면, 보유자는 기초자산 주식의 획득이나 판매를 종료하게 된다. 개별주식옵션은 기초자산 주식의 구매에 비해 주가에 대한 투기를 실시하는 데 있어 더욱 경제적인 방법을 제공한다. 또한 포지션 헤징을 위해 사용될 수 있는데 그 이유는 투자자가 지분을 보유하여 풋옵션을 구매할 때 주식이 팔릴 수 있는 가격을 보장하기 때문이다.

지수옵션 (Index option)

지수옵션은 옵션이 아닌 다른 시장 내 가격의 지수를 바탕으로 한다. 주가지수 (share-price index)가 가장 인기가 많으나 그 가치가 시장 내에서 지속적으로 결정되는 한 모든 지수가 사용될 수 있다. 그러므로 옵션은 골드만삭스 상품지수 (시카고 상업거래소), 미국 지방채 지수 (시카고 상품거래소), 로이터/상품 연구소 지수 (뉴욕 상품거래소) 및 한국 주식시장 지수 (한국 선물거래소)에서 거래된다. 각 옵션은 지수에 승수를 곱한 값을 기준으로 한다. 예를 들어, S&P 500 지수에 대한 시카고 상업거래소의 옵션은 지수에 250달러를 곱한다. 이는 만약

S&P가 1,300이 되면 한 거래는 $\$250 \times 1,300 = \$325,000$ 의 액면가 (nominal value)를 갖게 된다는 것을 의미한다. 그 값이 크긴 하지만 액면가는 실제로 그 중요성은 거의 없다. 왜냐하면 시장 참가자는 권리 행사가격과 기초자산의 시장 가격 사이의 차이만큼만 얻거나 잃는 위치에 있기 때문이다. 만약 한 투자자가 S&P 1,300 콜을 구매한 후 지수가 1,305가 되면 가격 변동으로 인한 보유자의 수익과 판매자의 손실은 5 포인트 \times $\$250/\text{포인트}$ 인 1,250달러가 된다. 개별주식에 대한 옵션과는 달리 지수옵션은 인도를 통한 정산이 불가능한데 그 이유는 지수를 구매할 수 없기 때문이다. 수익성을 갖는 콜을 보유한 사람은 그러므로 주식이 아닌 현금 지급을 받게 되며 판매자는 주식을 다루는 것이 아닌 현금을 지급하게 된다.

주식시장 지수옵션의 전 세계 규모는 2004년 51조 달러에 달했으며 2000년에는 19조 달러가 채 되지 않았다.

금리옵션 (Interest-rate option)

금리옵션의 종류에는 두 가지가 있다.

☞ 채권옵션: 금리에 반대로 움직이는 국채가격을 기준으로 한다. 액면가는 특정 액면가를 갖는 채권의 현재 시장가격과 동일하게 맞춘다. 유럽거래소인 유렉스에서 거래되는 독일 국채는 액면가 10만 유로의 독일 국채를 기준으로 한다.

☞ 수익률옵션 (yield option): 금리 자체를 기준으로 하나 금리가 일반적으로 낮기 때문에 수익률옵션의 액면가는 일반적으로 100에서 금리를 뺀 값으로 설정한다. 그러므로 단기 은행 간 금리인 유로 리보에 대한 한 옵션의 액면가는 $\text{€}1\text{m} \times (100 - \text{금리})$ 와 동일하며 금리가 상승하면 액면가는 하락하게 된다.

금리옵션은 채권 구매보다 금리 변동에 대한 관찰을 하는 데 있어 비용이 덜 드는 방법을 제공한다. 채권을 보유한 투자자는 금리옵션을 사용하여 가치 손실을 방지할 수 있으며 채권을 사지 않겠다고 결정한 투자자는 채권가격이 상승하게

되면 앞에서 말한 수익을 피하기 위해 옵션을 사용할 수 있다. 금리옵션은 일반적으로 현금으로 정산된다. 금리옵션의 전 세계 규모는 2004년 260조 달러였으며 2000년에는 47조 4천억 달러였다.

상품옵션 (commodity option)

옵션은 오모 (greasy wool, 시드니 선물거래소)에서 가스석유 (국제 석유거래소)에 이르는 다수의 상품에 대해 거래된다. 만약 금과 같은 기초상품이 지속적으로 거래되면 옵션은 상품 가격을 직접 기준으로 삼을 수 있다. 그러나 대부분의 상품은 단일 공시가격이 있는 시장에서는 지속적으로 거래가 되지 않는다. 그러므로 선물 시장가격에 대한 대부분의 상품 옵션계약을 기준으로 할 필요가 있는데 그 이유는 가격이 공시되고 거래가 지속적으로 이뤄지기 때문이다. 예를 들어, 브라질산 커피 한 차루의 소유권은 부정기적으로 변하며 브라질 상품 및 선물거래소에서의 아라비카 커피 옵션은 실제 커피가격이 아닌 아라비카 커피 선물의 시장가격을 기준으로 하게 된다. 상품 옵션계약은 일반적으로 현금이나 기초상품의 교환 중 하나를 통해 정산된다 (상품선물에 대한 자세한 내용은 제 8장을 참고할 것). 2004년 말 전 세계 약 590만 건의 상품 선물계약이 있었다.

통화옵션 (currency option)

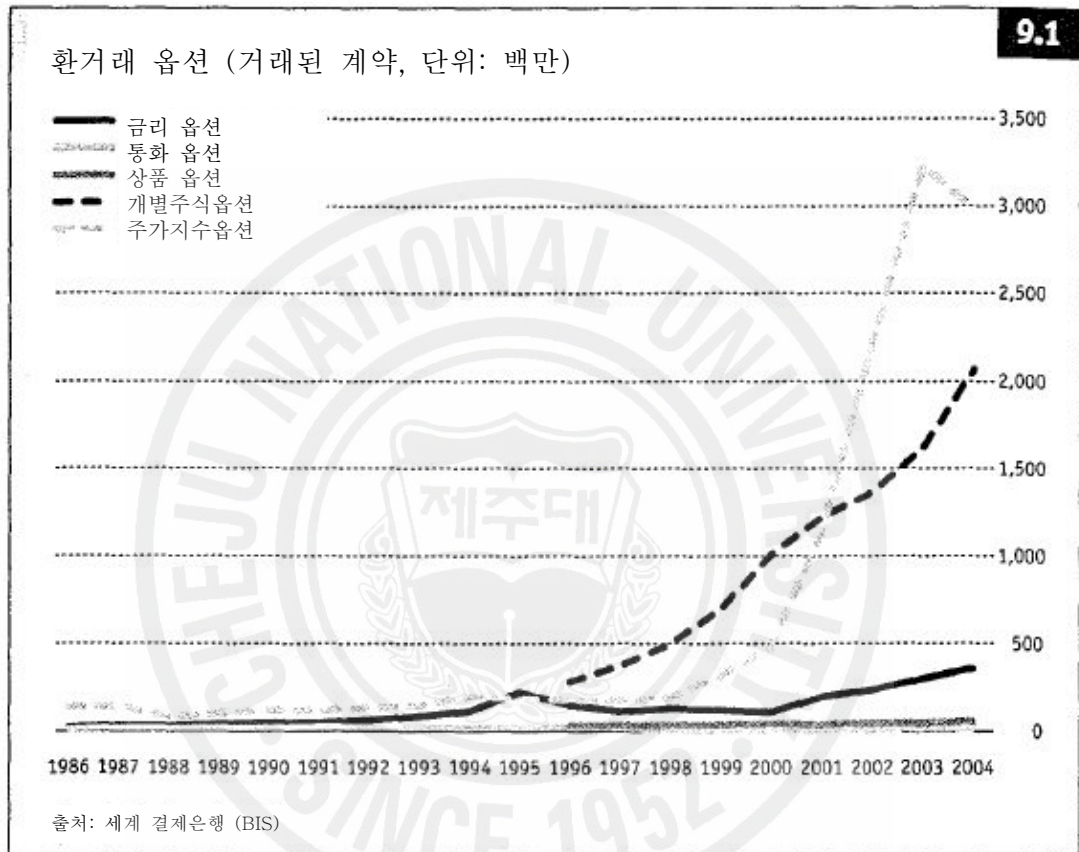
통화옵션은 두 통화 사이의 환율을 기준으로 한다. 통화옵션의 액면가는 상대 통화를 구매하기 위해 필요한 통화량이므로 필라델피아 증권거래소에서 한 건의 캐나다 달러 옵션의 액면가는 50,000 캐나다 달러를 구매하는 데 필요한 미화의 양이 된다. 그러나 옵션의 가격은 다른 식으로 표시될 수 있다. 필라델피아의 캐나다 달러 옵션은 캐나다 달러 1달러 당 미화 센트로 가격이 책정된다. 이러한 혼란을 없애기 위해 한 투자자가 66 캐나다 달러 콜을 보유하고 있으며 캐나다 달러가 강세를 보여 67로 났다고 보자. 보유자는 콜을 행사하여 수익을 얻을 수 있게 된다.

$$[(US\$0.67 - US\$0.66) / C\$1] \times C\$50,000 = US\$500$$

통화에 대한 옵션과 마찬가지로, 몇몇 환율 옵션계약은 환율 선물을 기준으로 한

다. 그러나 일반적으로 환거래 통화 옵션에 대한 이자는 시장 참가자들이 장외 파생상품을 선호하기 때문에 낮은 편이다. 비록 통화옵션 거래량이 2004년 급증하긴 했지만 전 세계 옵션거래에 있어 통화가 차지하는 부분은 미미하다.

그림 9.1은 주요 옵션 형태의 거래량을 보여준다.



새로운 형태의 옵션

장외시장에서의 경쟁이 증가하면서 새로운 상품에 대한 두 가지 중요한 형태가 옵션 거래소에 등장하게 되었다.

- ☞ LEAPS: 장기주식 예상증권 (Long-term Equity Participation Securities)은 단순히 장기 옵션의 형태이다. 일반 옵션이 보통 12개월 내의 만기를 갖는 반면 LEAPS는 향후 최대 3년까지의 만기일을 가질 수

있다.

☞ 플렉스 옵션 (flex option): 거래자들이 대규모 기관투자자들의 욕구를 충족시키기 위한 계약을 만들도록 한다. 일반적으로 옵션에 대한 표준이 아닌 만기 일자를 설정하거나 거래소에서 제공된 두 가격 사이의 권리 행사가격을 설정하거나 둘 다 할 수 있다.

이익과 손실

균형을 이루게 되면 옵션은 순이익이나 순손실을 기록하지 않게 된다. 오히려 한 당사자의 이익은 다른 당사자의 손실과 같아야 할 필요가 있다. 프리미엄은 구매자에게 있어서는 최대 손실, 판매자에게 있어서는 최대 이익을 나타낸다. 풋 소유자의 최대 이익, 그리고 판매자의 최대 손실은 기초자산의 전체 가치가 소멸될 때 발생한다. 이론적으로는 콜 소유자의 잠재 이익이나 판매자의 잠재 손실에는 한계가 없는데 그 이유는 기초자산의 가격 상승에 한계가 없기 때문이다. 손실을 제한하기 위해, 몇몇 투자자는 더 위험한 무방비 콜 (uncovered call)이나 순수 콜 (naked call)이 아닌 이미 보유한 기초자산 증권, 소위 보호적 콜 (covered call)을 이미 보유한 경우에만 콜의 판매를 선호한다.

어떻게 이뤄지는지를 알기 위해, 뉴욕 증권거래소에 상장된 제약회사인 화이자 (Pfizer)사를 예로 들어보자. 1999년 어느 날, 화이자사의 주식이 140 달러에 거래될 때, 1999년 9월 화이자 135 풋옵션이 미국 증권거래소에서 9.50달러에 거래되었다. 이는 950달러 (주당 9.50달러에 100주를 곱함)의 프리미엄에 대한 대가로 만기일인 9월 셋째 금요일이나 이전에 구매자는 화이자 사의 100주를 팔 권리를 135달러에 획득하게 되며 판매자는 해당가격으로 주식을 매매할 것을 약속한다. 화이자사의 주가가 해당 기간에 걸쳐 135달러 아래로 떨어지지 않는 경우 풋옵션은 그 가치를 잃게 되며 판매자에게 950달러의 이익을 가져다준다. 주가가 135달러로 떨어지면 풋옵션 구매자는 주식시장에서 화이자 사의 주식 100주를 구매하여 판매하거나 135달러에 풋을 함으로써 500달러를 벌 수 있게 된다. 그러나 최초 프리미엄인 950달러를 생각하면 구매자는 450달러의 손실을 겪게 된다. 구매자와 판매자 모두가 이익이나 손해를 받지 않는 손익분기점 (breakeven point)은 $\$135 - \$9.5 = \$125.50$ 이 된다.

주가가 125달러 아래로 떨어지게 되면 풋을 구매한 사람은 이익을 얻게 된다. 구매자의 최대 이익은 화이자 사의 주식 전체의 가치가 소멸될 때이다. 그렇게 되면 주식은 0달러로 구매해서 135달러에 풋을 하게 되므로 전체 이익은

$$[100(\$135) - 100(\$0)] - 100(\$9.50) = \$12,550$$

이 되며 판매자는 이와 동일한 금액의 손실을 입게 된다.

스타일

옵션은 세 가지 기본형 중 하나로 거래된다.

- ☞ 미국형 옵션: 만기일 이전에라도 행사가 가능하다. 예를 들어, 미국형 콜을 보유한 사람은 기본주식의 가격이 권리 행사가격을 초과하는 경우라면 언제라도 옵션을 행사할 수 있다.
- ☞ 유럽형 옵션: 미국형과는 반대로, 만기일 또는 그 근처에서만 행사가 가능하다. 만약 주가가 상승하여 권리 행사가격보다 약간 높게 형성됐지만 만기일이 한참 남은 경우 미국형 콜을 보유한 사람은 이익을 거두는 시점에서 옵션 행사가 가능하지만 유럽형 콜을 보유한 사람은 불가능하다. 옵션 계약이 미국형이나 유럽형이나에 따라 행사가 결정되나 몇몇 거래소는 두 가지 모두를 동시에 거래하기도 한다.
- ☞ 상한 옵션 (capped option): 미리 정의한 상한가 (cap price)를 가지며 콜에 있어서는 권리 행사가격보다 높으며 풋에 있어선 권리 행사가격보다 낮다. 기초재산이 상한가가 되거나 높을 때 (콜의 경우) 또는 하한가가 되거나 낮을 때 (풋의 경우) 옵션을 자동으로 행사한다.

만기일

옵션 계약이 만료되는 날짜를 거래소에서 결정한다. 대부분의 계약은 1년에 네 번의 만기일을 갖는데 각 계약에서 가능한 최대 거래량을 생성하기 위해 제한된 수치이다. 거래소는 일반적으로 연간 전체 거래량을 일정하게 유지하기 위해 다

양한 옵션에 대한 만기일을 엇갈리게 두기도 한다. 거래량이 많은 몇몇 계약의 경우 월별 만기일을 갖기도 한다.

트리플 위칭 데이 (Triple-witching day)

주가지수옵션의 경우, 계약 만기일은 종종 거래량이 많은 옵션과 주식에 의해 표시된다. 1년 중 몇 번은 개별주식옵션, 주가지수옵션 및 주가지수선물의 만기일이 같다. 이러한 금요일을 트리플 위칭 데이라고 한다. 1980년대의 트리플 위칭 데이는 거래량이 극도로 많고 주식시장거래 마감을 앞두고 가격 변동 폭이 크다는 게 그 특징이었으나 이러한 형상은 최근 그 세가 많이 잦아들었다.

옵션거래 동기

다음의 다섯 가지 이유 중 한 가지 때문에 투자자들이 옵션거래를 선택한다.

☞ 위험 관리: 옵션을 통해 사용자는 다른 위험이 남아있는 상태에서 특정 위험을 줄이거나 없앨 수 있다. 고장가격으로 차량 부품 공급을 계약한 엔지니어링 회사는 런던 금속거래소에서 알루미늄에 대한 콜을 구매할 수 있으므로 알루미늄 재고량을 늘리기 위해 회사 자본을 사용하지 않고도 주요 원자재의 가격을 고정시킬 수 있게 된다.

☞ 헤징: 옵션계약은 자산 가치를 잃을 위험을 줄이거나 없애는 데 사용될 수 있다. 예를 들어, 분트라고 하는 독일 국채를 다수 보유하고 있는 한 기관투자자는 유렉스 거래소에서 분트 풋을 구매할 수 있다. 이 풋을 통해 투자자는 계속 채권을 보유할 수 있고, 이자 지급과 가능한 가격상승을 통해 이윤을 얻으면서 동시에 급격한 가격 하락에 대한 보호를 받을 수 있게 된다.

☞ 투기 (leveraged speculation): 주어진 금액의 돈이 기초자산의 가격에 대한 더 큰 베팅을 위해 사용될 수 있기 때문에 많은 투자자들은 옵션을 선호한다. 영국의 주가가 오를 것으로 예상하는 한 투자자가 있다고 하자. 파이낸셜 타임스 증권거래소 지수 (FTSE 100) 내에서 100주의 주식을 구매하기 위해선 많은 돈이 필요하다. 그러나 옵션투자자들은 기초자

산 금액 전체가 아닌 프리미엄만 지불하면 된다. 그러므로 FTSE 내 기타 기업의 주식 몇 주를 사는 데 필요한 돈과 같은 금액의 돈으로 투자자는 주가가 상승하는 경우 더 큰 이익을 내는 FTSE 옵션을 충분히 구매할 수 있게 된다 (물론 주주와는 다르게 옵션보유자는 배당금을 받지 않으며 옵션 만기 이전에 주가가 특정 수준에 도달하는 경우에만 이윤을 낸다).

☞ 차익거래 (arbitrage): 차익거래자 (arbitrageur)는 서로 다른 시장 내 가격 불균형을 통한 이윤을 추구한다. 옵션 차익거래자는 옵션의 프리미엄 변화 또는 기초자산의 가격 변화를 관찰하여 하나가 다른 하나와 비교해서 일치하지 않는 경우 구매하게 된다. 가격 불일치는 일반적으로 그 지속시장이 아주 짧으므로 차익거래자는 옵션을 구매함으로써 포지션을 개방한 후 수 분 내에 옵션을 판매함으로써 포지션을 닫을 수 있다.

☞ 수입: 다수의 대규모 투자자들은 추가적인 수입을 얻기 위해 자신의 포트폴리오 내에 지주회사가 담당하는 옵션을 발행한다. 예를 들어, 주당 47유로인 독일은행의 주식 수 천주를 보유하고 있는 한 투자자가 독일은행에 대해 55콜을 발행한다고 하자. 만약 은행의 주가가 권리 행사가격에 미치지 못하면 투자자는 발행 옵션에 해당하는 주식을 판매해야 하지만 프리미엄에 더한 주당 8유로의 가격상승을 여전히 누리게 된다. 그러므로 보호 옵션 (covered option)을 발행하는 것은 위험이 낮은 수입기반 전략이며 위험할 수 있는 비보호 옵션 발행과는 상당히 다르다.

옵션거래소

전 세계 수십 개의 거래소에서 옵션계약을 거래한다. 몇몇 경우 증권거래소에서 도 옵션 계약이 거래된다. 몇몇 경우 선물계약과 옵션계약이 같은 거래소에서 이뤄지기도 한다. 다른 경우 전적으로 옵션에 특화된 거래소도 있다. 거의 모든 국가에는 자국 주식시장 지수와 자국 통화 환율을 바탕으로 하는 옵션계약이 있다. 표 9.1은 옵션거래가 가장 많이 이뤄지는 중개소 목록을 보여주고 있다.

표 9.1 주요 옵션거래소, 거래량 기준 (백만 권)

거래소	약자	국가	1998	2001	2004
한국 선물거래소	KFX	한국	32	855	2,529
유로넥스트	Euronext	프랑스/영국/네덜란드	134	454	477
유렉스	Eurex	독일/스위스	103	277	381
시카고 상업거래소	CBOE	미국	196	307	361
국제 증권거래소	ISE	미국		65	361
상파울로 증권거래소	BOVESPA	브라질	40	70	235
미국 증권거래소	AMEX	미국	98	205	203
시카고 상업거래소	CME	미국	43	96	138
필라델피아 증권거래소	PHLX	미국	38	101	133
태평양 증권거래소	PAC	미국	59	57	103

a 유로넥스트는 전 MONEP, MATIF, LIFFE 거래소를 보유하고 있으며 이 수치는 1998년과 2001년 수치를 인용

b 2000년에 거래 시작

출처: 거래소 보고서

한국 선물 거래소에서 거래되는 한국 주가지수 기반의 계약이 전 세계에서 거래되는 옵션거래 중 가장 많이 이뤄지고 있다.

경쟁과 기술 비용으로 인해 많은 옵션거래소가 통합되어 증권 및 선물거래소와 협력하거나 동맹을 세우고 있다. 유로넥스트 거래소는 벨기에, 프랑스, 네덜란드, 포르투갈 및 영국에서 거래되는 옵션을 하나로 통합했다. 다양한 미국의 옵션 거래소에서 합병 논의가 있으며 호주, 말레이시아 및 기타 지역에서의 옵션거래소도 동일한 절차를 밟고 있다. 캐나다 금융거래소들은 1999년에 몬트리올로 옵션 거래를 집중화하는 데 동의했으며 스위스와 독일 거래소가 합병했다. 모든 주요 거래소에 등장하는 거대 금융기업은 비용 절감이라는 측면에서 이러한 합병을 상당히 선호하고 있다.

과거에 특정 옵션은 전통적으로 단일 거래소에서 거래됐다. 그러나 거래소 사이의 정면 경쟁이 치열해지고 있다. 유로 금리에 대한 옵션은 서로 약간씩 다르며 런던, 프랑크푸르트, 파리, 마드리드 및 기타 지역에서 거래가 되고 있으며 몇몇 유럽의 거래소는 미국 거래소에서 거래되는 옵션과의 경쟁을 위해 상품 옵션계약을 개발하고 있다. 미국의 경우 규제당국에 의해 한 거래소에만 각각의 개별주식옵션을 거래하던 관행을 폐지했으며 1999년 8월 미국 내 거래소들은 개별주식 옵션을 낮은 비용으로 제공하는 거래소들과 직접 경쟁을 시작했다. 이로 인해 새로운 형태의 전자거래소인 국제 증권거래소가 설립되었고 미국에서 2000년부터

영업을 시작했다. 일명 QQQ 옵션이라고 하는 나스닥 100 주가지수 추적주 (NASDAQ 100 stock index tracking shares)가 1999년 미국 증권거래소에서 개시됐으며 현재 최소 다섯 곳의 거래소에서 거래가 이뤄지고 있고 거래량이 가장 많은 계약 중 하나이다.

옵션은 어떻게 거래되는가

옵션은 공개발성 호가방식이나 전자방식 중 하나로 거래된다. 공개발성 호가거래는 거래소 현장에서 이뤄지는데 거래자들이 시장이나 링에 모여 있게 된다. 링은 단일 계약 또는 다수의 다른 계약에 할당될 수 있으며 그 거래량에 따른다. 각 경우, 가용한 만기월과 권리 행사가격에 대한 풋과 콜이 동시에 거래되며 거래인들은 특정 만기월과 권리 행사가격에 대해 부과하는 프리미엄을 공시하게 된다. 전자거래 시스템에서, 입찰과 제안을 컴퓨터를 통해 제출하며 컴퓨터 시스템은 구매자와 판매자를 연결한다.

가격 정보 획득

옵션계약에 대한 가격정보는 전자정보 시스템과 거래소가 운영하는 웹사이트 상에서 쉽게 볼 수 있다. 그러나 옵션가격은 변화속도가 빠르며 입찰과 제안에 대한 최신 정보를 얻을 수 없는 투자자들은 상당량의 손해를 입게 된다.

신문에 게재되는 가격표는 대부분의 활동적인 옵션에 대한 전일거래 내역을 요약한다.

월스트리트 저널에서 사용하는 방식인 표 9.2는 인텔사의 주식에 대한 옵션거래 내역을 보여주고 있다. 전일의 증가는 왼쪽 칸에 있으며 28.55달러였다. 두 번째 칸은 옵션에 대한 다양한 권리 행사가격을 보여주고 있다. 거래소는 일반적으로 정해진 주기로 새로운 권리 행사가격을 만들어내므로 인텔사의 주식이 급락하게 되면 22.50과 20에 새로운 가격이 추가된다. “Exp”라고 된 칸은 “Exp”가 의미하는 바와 같이 거의 모든 거래가 3월이나 4월이 만기인 옵션에 대한 거래이다. 비록 시장참가자가 최대 9개월 후에 만기가 오는 옵션을 거래할 수 있지만 만기월이 먼 거래는 거의 없거나 아예 없는 경우가 많다.

해당일 거래 직전에, 3월 만기인 인텔의 30콜이 0.60 달러의 프리미엄으로 거래

될 수 있다. 가격과 프리미엄은 주당 가격과 프리미엄으로 표시된다. 이러한 콜의 구매자는 주당 가격 30달러의 인텔사 주식 100주 구매 권리를 위해 60 달러를 지불한다. 이는 인기가 있는 옵션이다. 이 날 3월 만기 30콜 7,003권이 거래됐다. 일반적인 경우와 같이 32.50달러와 35.00달러에서 현재 시장가격보다 한참 거리가 있는 권리 행사가격에서의 옵션은 결제일이 가까운 옵션에 비해 훨씬 저렴하다. 위의 현재가격으로 거래된 콜 건수는 권리 행사가격 이하로 거래된 풋 건수보다 훨씬 크며, 이는 일반적으로 투자자들이 3월 이전에 인텔사의 주가가 더 오를 거라는 기대를 나타낸다.

표 9.2 옵션 가격표의 이해

옵션/행사	Exp.	--콜--		--풋--	
		규모	최종	규모	최종
Intel 25.00	7월	-136	5.60	1,946	1.75
28.55 25.00	10월	-11	6.50	1,480	2.35
28.55 27.50	3월	-592	1.95	2,995	0.85
28.55 27.50	4월	170	3.00	3,569	1.75
28.55 30.00	3월	7,003	0.60	7,245	2.10
28.55 30.00	4월	4,842	1.55	26,479	2.90
28.55 30.00	7월	3,975	2.80	2,625	3.90
28.55 32.50	3월	3,800	0.20	30,159	4.00
28.55 32.50	4월	5,345	0.75	28,140	4.50
28.55 35.00	3월	3,410	0.05	267	6.30
28.55 35.00	4월	4,100	0.30	165	6.40

옵션가격에 영향을 주는 요소

채권이나 주식거래자들과는 다르게 옵션거래자들은 업계 구조나 특정 기업의 수익과 같은 펀더멘탈은 고려하지 않는다. 오히려, 옵션시장 참가자들은 프리미엄으로 표시되는 옵션의 가치와 기초자산의 가격 사이의 관계에 초점을 맞춘다. 옵션의 발전 속도가 느린 한 가지 이유는 공정가격을 구성하는 요소를 아는 게 어렵기 때문이다. 옵션가격은 옵션이 행사될 가능성에 크게 의존하나 1973년 블랙-스콜스 옵션가격 모델에 등장한 후 이러한 가능성을 정확하게 정량적으로 추정하는 것이 가능해졌다. 수정된 블랙-스콜스 이론을 포함한 몇몇 가격책정 모델이

현재 널리 사용되고 있다. 그 결과 옵션거래는 매력적인 가격을 갖는 특정 옵션을 찾기 위해 막대한 양의 데이터와 집약적인 컴퓨터 모델링에 의존하는 고도의 수학적 업무가 되었다.

옵션거래자들이 가격 평가를 위해 사용하는 주요 변수가 아래와 같다.

내재가치 (intrinsic value)

옵션의 내재가치는 옵션의 현금 가치이다. 만약 한 기업의 주식이 110에 거래된다면 105콜은 5의 내재가치를 갖게 되는데 그 이유는 구매 직후 콜이 주당 5달러의 수익에 대해 행사될 수 있기 때문이다. 프리미엄은 내재가치보다 반드시 높아야 하며 그렇지 않으면 발행인은 옵션 판매를 통해 아무런 이익도 얻지 못하게 된다. 만약 옵션이 외가격이 되면, 내재가치는 0이 된다.

시간가치 (time value)

옵션만기일까지 시간이 많을수록 구매자는 옵션을 행사할 가능성이 높아진다. 이러한 시간가치는 옵션의 가격에 반영된다. 예를 들어, 표 9.2에서 3월 만기 인텔의 30 풋은 2.10에 거래된 반면 7월 만기 인텔의 30 풋은 3.90에 거래되었다. 주당 가격 1.80 달러와 동일한 상당한 가격차는 7월 풋 만기까지의 추가 4개월에 대해 시장이 부여한 시간가치이다. 시장전문가들은 시간지연의 비율을 계산하기 위한 노력을 기울여왔다. θ 로 표시되는 시간지연 비율은 한 날짜에서 다음 날짜로 넘어갈 때 옵션의 가치 손실분이다. 옵션 만기일이 다가오에 따라 시간가치는 0에 근사하게 된다.

변동성 (volatility)

변동성은 기초자산 가격의 변화 빈도와 크기를 나타낸다. 많은 방법으로 측정이 가능하면 그 중 가장 보편적인 것이 주어진 기간에 대한 일일 가격 변화의 표준편차이다. 옵션 가격에 있어 변동성이 중요한 이유를 살펴보기 위해 12 파운드에 거래되는 두 개의 주식이 있다고 살펴보자. 만약 한 주식이 하루에 2 파운드의 증감을 기록하고 다른 하나는 50 펜스 이상의 변동이 거의 없다고 볼 때 변동성이 큰 주식이 주어진 권리 행사가격에 도달할 확률이 훨씬 크므로 해당 주식에

대한 옵션은 다른 주식에 비해 더 높은 프리미엄을 갖게 된다.

옵션거래자들이 직면해야 할 문제 중 가장 어려운 것이 변동성 분석에 있어 변동내역을 얼마나 반영해야 하는가이다. 장기간에 걸쳐 기초자산의 변동성을 관찰했기 때문에 한 회사는 다른 회사에 비해서 낮은 프리미엄으로 옵션을 발행할 수 있다. 물론 향후 변동성이 과거의 변동성에 비해 상당히 다르기 때문에 두 회사의 추정치가 모두 틀릴 수 있다. 옵션에 대한 예상 변동성은 또한 계산이 가능한 기간 구조를 갖는다. 그러므로 두 달 후 만기인 특정 콜에 대한 변동성은 아마도 5개월 후 만기인 같은 콜이 갖는 변동성과는 동일하지 않을 수 있다. 시장을 공부하는 학생들은 공시된 프리미엄으로부터 내재변동성 (implied volatility) 이라고 하는 향후 기업의 예측을 유추할 수 있게 된다.

델타 (Delta)

그리스 문자 δ 로 표시하는 델타는 기초자산의 가격변동과 관련된 옵션의 가치변화를 나타낸다. 만약 기초자산 통화 또는 주식시장의 지수의 1% 변화가 옵션의 1% 가치 변화와 관련이 있다고 할 때 옵션의 델타 값은 1.00이 된다. 풋옵션의 델타는 같은 기초자산에 대한 콜옵션 델타 값의 음수가 된다. 기초자산의 가격이 변하기 때문에 델타는 상수가 아니면 변하게 된다. 다른 모든 변수가 일정한 상황에서 낮은 델타 값을 갖는 옵션은 높은 델타 값을 갖는 옵션보다 프리미엄이 낮았는데 그 이유는 기초자산의 가격변화가 옵션의 가치에 거의 영향을 주지 않기 때문이다.

감마 (Gamma)

그리스 문자 γ 로 표시하는 감마는 기초자산의 가격 변화에 따른 옵션의 델타값 변화비율을 나타낸다. 델타 변화 값을 기초자산의 가격 변화 값으로 나누어 감마를 구한다. 양의 감마는 기초자산의 가격이 약간 변하게 되면 델타 하나로 예측한 경우보다 옵션 가격의 더 큰 변화를 유발한다는 것을 의미한다. 음의 델타는 델타가 시작점에서 멀어지면서 델타 값의 변화율이 작아진다는 걸 의미한다.

로우 (Rho)

그리스 문자 ρ 로 표시하는 로우는 위험이 없는 금리 내에서 퍼센트 포인트의 변화에 대응하는 옵션가격의 예상 변화 값으로 일반적으로 국채에 대한 금리가 된다.

베가 (Vega)

그리스 문자 κ 로 표시하는 베가는 변동성이 퍼센트 포인트만큼 변할 때 통화로 표시되는 옵션 가격의 변화를 나타낸다. 다른 모든 사항이 동일할 때 베가 값이 높으면 옵션 가격을 상승시키게 된다.

헤징 전략

대부분의 옵션시장 거래는 투자자의 폭넓은 전략의 일부로서 발생하며 종종 다양한 형태의 금융상품을 이용하기도 한다. 가장 간단한 전략은 기본 헤지로서 투자자가 자산을 구매하며 동시에 해당 자산에 대한 풋옵션을 구매함으로써 자산의 시장가가 하락하는 경우 자산을 판매할 수 있는 가격을 보증하는 것이다. 많은 전략은 이보다는 훨씬 복잡하다.

자신을 보호함

보호적 콜이나 풋을 발행하는 것은 위험 최소화 전략이다. 보호라는 것은 옵션의 발행인이 이미 기초자산을 보유하고 있다는 걸 의미한다. 보호적 풋을 발행하기 위해 발행인은 기초자산에서 매도 포지션을 취해야 하며 자산을 차용하여 차용한 자산을 대체할 필요가 있기 전에 가격이 하락할거라는 기대를 갖고 판매하게 된다. 예를 들어, 발행인이 50 달러에 거래되며 3개월 후 상환해야 하는 주식의 매도 포지션을 판매하는 경우를 살펴보자. 발행인은 그 후 45 달러의 권리 행사 가격으로 같은 주식에 대한 풋을 판매할 수 있다. 만약 주가가 45 달러 아래로 떨어지면 풋에 투자한 돈은 잃겠지만 훨씬 낮은 가격으로 매도한 주식을 구매함으로써 돈을 벌게 된다. 만약 주가가 50 달러 아래로 하락했으나 45 달러보다는 높은 경우라면 발행인은 풋에 대해 행사가 불가능한 프리미엄을 벌게 되며 또한 매도 판매로 돈을 벌게 된다. 만약 주가가 서서히 오르게 되면 발행인은 주식의 매도 판매에 대한 돈을 잃게 되나 손실을 보호하기 위해 행사하지 않은 풋에 대

한 프리미엄을 통해 돈을 충분히 벌 수 있다. 큰 폭의 주가 상승만을 통해 발행인이 돈을 잃을 수 있다. 이와 유사하게 보호적 콜을 발행하는 데는 발행인이 보유하거나 매입하는 자산에 대한 콜을 발행하는 것과 관련이 있다.

모든 걸 감수하다

이와는 반대된 전략을 순수 콜이나 풋이라고 한다. 순수라는 것은 발행인이 기초 자산에서 매도나 매입 포지션 모두를 취하지 않는다는 걸 의미한다. 순수옵션은 보호적 옵션보다 더 높은 수익률에 대한 잠재성을 제공하는데 그 이유는 기초 자산에 투자할 비용을 투자자가 비축했기 때문이다. 그러나 순수옵션을 발행하는 것은 위험하다. 순수 풋의 발행인이 갖게 될 잠재적 손실은 권리 행사가격에서의 옵션의 액면가와 0사이의 차이이다. 순수 콜 발행인에 대한 잠재 손실의 폭은 무한한데 그 이유는 최소한 원칙적으로 볼 때 자산 가격이 얼마나 상승할 수 있는가에 대해선 제한이 없기 때문이다.

스트래들 (Straddle)

스트래들을 통해 투자자는 높은 가격변동성이나 낮은 가격변동성 중 한 곳으로부터 이윤을 얻게 된다. 매입 스트래들을 갖고 있는 구매자는 동일 권리 행사가격에 동시에 만기가 이뤄지는 풋과 콜옵션을 취할 수 있다. 예를 들어, DAX가 현재 5,085에서 거래되는 경우 투자자는 5월 만기 5,100 DAX 풋과 5월 만기 5,100 DAX 콜 모두를 구매할 수 있다. DAX가 상당 폭 하락하거나 상승하게 되면 스트래들은 성과를 거두게 된다. 하향세에서 스트래들이 이윤을 얻기 위해선 DAX는 5,100 아래로 충분히 떨어져야 하며 이렇게 되면 투자자의 수익이 프리미엄보다 많아지게 된다. 상승세에서 DAX는 5,100보다 훨씬 더 커져야 프리미엄을 지불하고도 이익이 남게 된다. 이러한 두 지점 사이의 DAX 값에서 두 가지 옵션 중 하나가 내가격이 되더라도 투자자는 손실을 본다. 그러나 매도 스트래들을 보유한 발행인은 두 지점 사이에 DAX 값이 있는 한 이윤을 거두게 된다. 지수가 예상보다 변동이 큰 경우에만 발행인은 손실을 입으며 이 때 큰 폭의 손실이나 하락을 유발한다.

스프레드

스프레드 포지션은 스트레들과 유사하게 같은 기초자산에 대한 두 개의 옵션이 관련되거나 콜과 풋의 만기일과 권리 행사가격이 서로 다르다는 점이 예외이다.

터보 차징 (Turbo charging)

터보 옵션은 55와 60 모두에서나 40과 35 모두에서의 콜과 같이 시장의 같은 측면에서 서로 다른 권리 행사가격을 갖는 두 옵션의 구매와 관련이 있다. 이 전략을 통해 기초자산의 가격이 내가격으로 움직이게 되면 투자자는 엄청난 수익을 거둘 수 있다.

동적 헤징 (Dynamic hedging)

동적 헤징은 기초자산의 가격이 변함에 따라 헤지를 연속적으로 재구성하는 것과 관련이 있다. 대규모 기관투자자들이 주로 사용한다. 가장 많이 사용되는 것은 델타 헤징으로서 투자 내 전체 포트폴리오의 균형을 맞추어 델타가 0이 되도록 하는 것이다. 포트폴리오 내의 주식과/또는 채권의 가격이 변동하기 때문에 동적 헤징이라고 하며 옵션의 포지션은 0의 델타를 유지하기 위해 변해야 한다. 그러므로 투자자는 옵션이나 주식을 끊임없이 사고 팔아야 한다. 공적 헤징이 금융시장을 불안정하게 만든다는 전문가들의 비판도 있다. 델타 값을 0으로 맞추기 위해 투자자는 가격이 상승할 때 기초자산을 판매해야 하며 하락할 때 구입해야 한다. 주식 포트폴리오의 가치 하락을 방지하기 위해 고안된 동적 헤징 전략인 포트폴리오 보험은 주가가 변할 때 마다 새로운 옵션의 구매가 항상 가능하다는 전략에 깔린 주요 가정이 틀렸다는 게 증명된 1980년대까지 사용되었다.

결제와 정산

각각의 옵션 거래소는 어음 교환소를 운영하거나 승인하는데, 모든 당사자의 약속 준수를 보장하기 위해 설립된 금융기관이다. 거래가 완료되면 일반적으로 거래소 규칙상 구매자는 전체 프리미엄을 지불하기 위해 옵션 중개인에게 충분한 금액을 예치한다. 발행인은 중개인을 통해 프리미엄 지급금을 받게 된다. 바꿔 말하면 각각의 중개인은 어음 교환소에 계좌를 두고 있으며 중개인이 처리한 거

래비용을 지불하기 위해 매일 말 충분한 돈을 예치해 놓아야한다. 구매자와 발행인이 예치한 돈이 어음 교환소를 통과할 때 정산이 일어난다.

거래가 이뤄지면 구매자와 발행인 사이의 관계는 사라진다. 대신, 거래소 자신이 각각의 거래에 대한 상대자로서의 역할을 수행하여 수익 포지션 소유자가 손실 포지션 소유자로부터 돈을 받지 못할 위험을 없애게 된다. 대부분에 있어, 거래소의 어음 교환소는 매일 각각의 옵션 포지션을 표시해야 한다. 이는 옵션의 시장가격 변화가 고객 포지션의 금액 증가나 감소로 반영되며 만약 고객이 손실을 입는 경우 추가금 예치를 고객에게 요구해야 함을 의미한다. 만약 고객이 이에 응하지 못하면 포지션이 청산된다. 그러므로 환거래에서의 구매자는 발행인의 신빙성이나 신용에 대해선 전혀 걱정할 필요가 없다.

옵션 종료

옵션은 여러 가지 방법으로 종료될 수 있다. 가장 일반적인 방법은 상쇄 옵션(offsetting option)을 매매하는 것이다. 예를 들어, 필라델피아 증권거래소에서 3월 만기 1.60 파운드 풋을 보유한 사람은 3월 만기 1.60 파운드 풋을 발행할 수 있다. 이렇게 되면 상쇄 포지션은 닫히며 투자자가 보유한 풋이 구매했던 가격보다 높은 프리미엄을 갖는지에 따라 이익이나 손실을 기록하게 된다. 이와 유사하게 콜을 매도한 투자자는 동일한 콜을 매입함으로써 포지션을 닫게 된다.

옵션을 종료시키는 다른 방법에는 행사가 있다. 미국형 옵션의 보유자는 내가격이 되면 언제라도 행사가 가능하나 의무사항은 아니다. 55에 자산 콜을 매입한 사람은 주가가 55가 되자마자 행사하거나 향후 더 상승할 거라는 기대감을 갖고 계속 보유할 수 있다 (그리고 55 아래로 떨어져 옵션이 외가격일 될 때의 위험 부담도 갖게 된다). 계약에 따라 거래소는 투자자에게 현금으로 정산하거나 기초자산을 교환하게 된다. 거래소는 반대 계약을 갖는 투자자가 정산을 하도록 할 수 있다. 예를 들어, 제너럴 모터스의 풋을 갖고 있는 사람은 풋을 행사하려고 하지만 거래소가 해당 주식을 보유하려고 하지 않을 것이다. 그러므로 이 때 일반적으로 무작위로 이뤄지는 유사 제너럴 모터스 풋의 발행인을 선택하여 주식가격을 지불하고 승인하도록 요청할 수 있다.

바꿔 말하면, 옵션을 만기일까지 보유할 수도 있다. 모든 지수 계약을 포함한 몇

몇 옵션계약은 만기 시 손실 포지션의 보유자가 거래소에 내는 돈으로 만기 시 정산되며 결과적으로 거래소는 수익 포지션의 보유자에게 돈을 지불하게 된다. 그러나 다수의 주식 및 상품옵션은 기초자산 교환으로 정산된다. 투자자들은 종종 증권 중개수수료와 상품보관료와 같이 만기 시까지 옵션을 보유하면 지불해야 하는 기타 비용을 절감하기 위해 계약을 종료하려고 한다.

장의 파생상품 (Over-the-counter derivative)

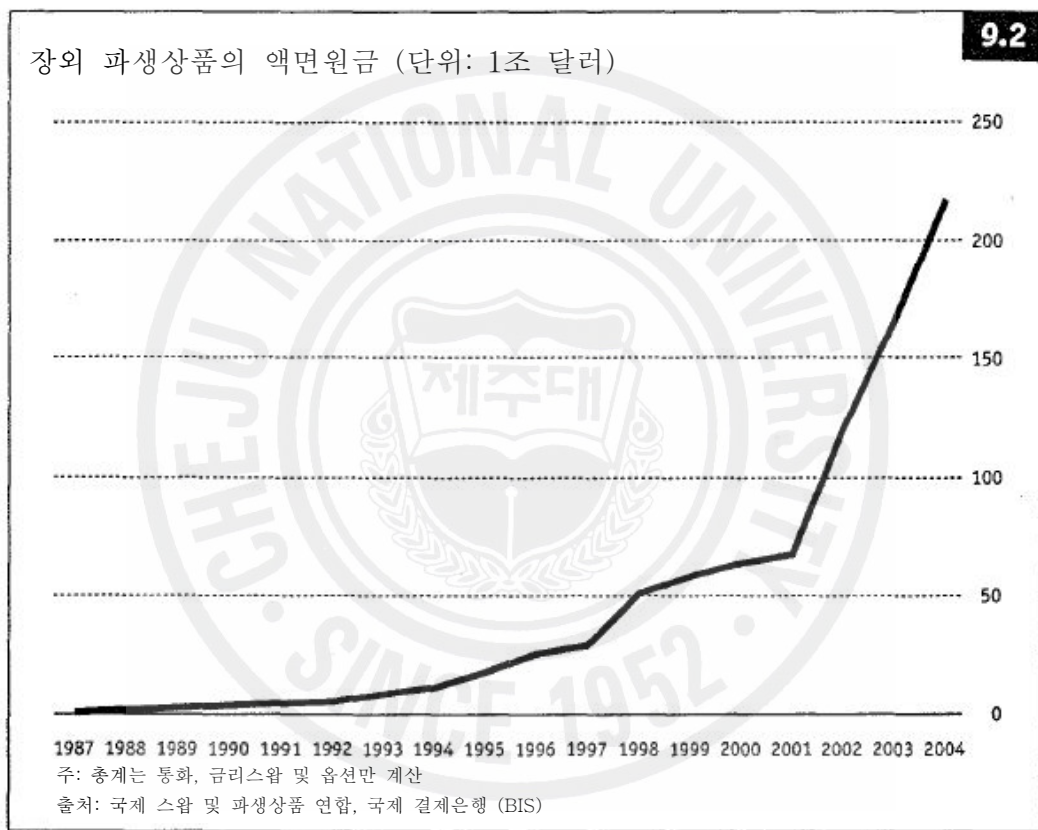
최근 수년간 금융시장에서 가장 빠른 성장을 보인 부분이 바로 파생상품에 대한 장외시장이다. 장외 파생상품은 거래소의 중재 없이 상대방 (counterpart)이라고 하는 양 당사자 사이에서 일어나는 거래이다. 일반적으로 파생상품 거래에 있어 한쪽 당사자는 딜러로서 은행이나 투자은행이 그 역할을 맡으며 다른 한쪽은 사용자로서 비금융 기업, 투자 펀드, 정부기관 또는 보험회사가 있다.

원칙적으로 파생상품은 거래소에서 거래되는 옵션과 유사하다. 대부분의 파생상품은 어느 정도의 선택가능성을 내포하는데 그 예로는 가격이 옵션에 연결된 가격에 크게 의존한다는 점이다. 옵션의 가치를 결정하기 위해 사용하는 수학적 절차 중 다수가 파생상품 시장에서도 사용된다. 그러나 환거래 파생상품과는 달리, 장외 파생상품은 투자자의 요구조건 충족을 위해 변형될 수 있다.

1980년대 후반, 장외 파생상품 시장은 거의 없었다. 파생상품이 위험 관리를 위해, 아니면 필요한 경우 더 높은 수익을 거두기 위해 위험을 증가시키기 위해 사용될 수 있다는 점을 투자자들이 발견하면서 파생상품 산업의 인기가 급증했다. 파생상품 거래는 논란의 여지가 있는데 그 이유는 거래가 어떻게 이뤄지는 지를 설명하는 것과 몇몇 사용자들이 대규모 손실을 기록했다는 사실 때문이다. 몇몇 관측자들은 시장의 규모에 대해 경고를 보냈다. 현재 통화와 금리 파생상품의 액면가라고 하는 액면원금 (nominal principal)이 1990년 3조 5천억 달러 규모에서 2004년 217조 달러 규모로 성장했다 (그림 9.2 참고)

비록 시장 규모가 크긴 하지만 이러한 수치는 그 규모를 상당히 과장시키고 있다. 1백만 달러 규모의 유로화를 담당하는 통화 파생상품은 1백만 달러의 액면원금을 가지나 상대방의 잠재 수익이나 손실은 액면가가 아닌 달러에 대한 유로의 환율 변동 폭에 의해 결정된다. 파생상품 시장에서 가장 중요한 역할을 맡은 은

행은 자산보다 몇 배 큰 규모의 액면가로 된 포지션을 갖지만 이러한 포지션 중 대부분이 파생상품 거래로부터 잠재적으로 은행이 손실을 얻을 수 있는 금액으로 상쇄되며 이는 파생상품의 액면가보다 훨씬 낮다. 평균적으로 국제 스왑 및 파생상품 연맹의 추정치에 따르면, 파생상품으로부터 발생하는 잠재 손실은 포지션 액면가의 약 1-2% 정도이다. 현재 장외 파생상품의 총 시장규모는 2004년 말 9조 달러에 불과했으며 모든 관계가 청산되면 소유권 변경이 일어나는 규모인 순가치는 약 2조 달러였다.



파생상품의 위험

장외 파생상품은 환거래 옵션 시장에서는 중요하지 않은 특정 위험에 처해있다.

계약불이행 위험 (Counterparty risk)

모든 환거래 옵션에 있어 초기 거래가 완료되면 거래소 자체는 모든 거래에 대

한 상대방이 되며 모든 의무관계를 보장한다. 그러나 일반적으로 두 당사자 사이에서 거래가 이뤄지는 장외 파생상품에서는 그렇지 않다. 만약 파생상품 판매자가 파산하게 되면 구매자는 받아야 할 대금을 받지 못하게 될 수도 있다. 이러한 이유로 파생상품 시장 참가자들은 상대방의 신용등급에 대해 상당한 주의를 기울이게 되며 신용등급이 1등급이 되지 않는 상대방과는 거래를 거절하기도 한다. 규모가 크고 그 규모가 증가하고 있는 파생상품 거래는 담보를 통해 보장이 되며 기타 파산의 경우 한 쪽 당사자를 보호하기 위한 것이다.

가격 위험

파생상품 딜러는 종종 특정 사용자의 요구 충족을 위해 자신의 상품을 맞춤화한다. 이는 환거래 옵션에선 드문 현상인데 거래소는 그 규모, 기초상품 및 만기일이 표준화 되어 있다. 맞춤화 (customisation)의 장점은 다음과 같다. 예를 들어, 외환 지불을 받을 걸로 예상하는 한 기업은 며칠 일찍 만기가 오는 옵션을 사지 않고 지불 마감일자와 만기일이 일치하는 통화 파생상품을 찾을 수 있다. 그러나 맞춤형 파생상품에도 단점이 있다. 특히 포지션을 판매하려는 사용자는 특정 파생상품에 대해 관심을 갖는 당사자가 거의 없을 때 좋은 가격을 받을 수 없다.

법적 위험

옵션은 거래소에서 거래가 이뤄지며 거래소에는 다양한 당사자들의 권리와 의무를 규정한 법이 있기 마련이다. 법적상황은 장외 파생상품에 있어 더욱 모호할 수 있다. 예를 들어, 최근 몇 년간 몇몇의 복잡한 기업 투자자들은 파생상품을 구매하는 과정이 너무 복잡해서 완전히 이해할 수 없다는 점을 들어 소송을 제기했다. 다른 경우, 정부 기관이 개입하는 거래는 이러한 거래를 수행할 권한이 없다는 이유로 법정에서 기각되기도 한다.

결제 위험

거래소는 옵션거래 당사자들이 엄격한 시간제한 내에 자신의 의무를 준수하도록 한다. 그러나 장외시장에서는 통하지 않는다. 선진국의 중앙은행은 결제 요청 과정과 파생상품 거래 대금 지불 절차를 신속히 하기 위해 노력하고 있으나 참가

자들은 거래가 즉시 완료되지 않을 거라는 위험에 여전히 노출되어 있다. 특히 네팅 (netting)에 대한 우려가 높는데 이는 두 당사자 사이의 모든 포지션을 통한 과정이 서로에게 상쇄될 수 있다는 점이다. 네팅이 없으면 비록 B라는 당사자가 A라는 당사자에게 행해야 할 의무를 제대로 하지 못하더라도 A라는 당사자가 B라는 당사자에 대한 의무를 제대로 준수할 수 있게 된다. 네팅이 모든 국가에서 법적 효력을 발휘할 수 있는지 여부가 확실하지 않기 때문에 시장 참가자가 수익 포지션을 갖고 있더라도 손실을 갖게 될 가능성을 열어두고 있다.

파생상품의 종류

선도

선도는 가장 단순한 형태의 파생상품 계약이다. 선도계약은 향후 인도될 물품에 대해 현재 가격을 설정하는 계약이다. 선도의 종류 중 하나인 선물계약은 거래소에서 표준화 된 형태로 거래된다 (제 8장 참고). 장외거래 선도계약은 선물과 유사하나 사용자가 원하는 규모와 만기일로 설계될 수 있다. 선도가 갖는 특별한 장점은 만기가 길다는 점이다. 대부분의 선물거래는 몇 개월 동안만 유동성이 높기 때문에 2, 3년 후의 환율이나 상품가격을 걱정하는 소비자에게는 유용하지 않으나 선도계약은 2, 3년 후, 아니면 그 후로 만기를 설정할 수 있다. 선도계약은 옵션의 특성을 가질 필요가 없다.

금리 스왑

금리 스왑은 이자-지급 의무사항을 교환하기 위한 두 당사자 사이의 계약이다. 대부분 이 계약에는 고정금리 대 변동금리 의무의 교환이 개입된다. 예를 들어, 고정금리 대출이 비싸기 때문에 변동금리 은행대출을 받은 A라는 기업은 일련의 고정수입을 통해 상환이 가능한 고정 지급을 선호할 수 있지만 B라는 기업은 금리 인하를 기대하면서 이익을 얻기 위해 고정금리보다 변동금리를 선호할 수 있다. 단순 스왑에서 기업 A는 리보금리보다 1% 높은 금리로 1백만 달러의 액면가에 대해 2년간 상환을 하는 자신의 채무를 교환하기 위해 7% 고정 금리로 1백만 달러에 대한 이자를 지불하는 B의 의무와 3만 달러를 내고 교환할 수 있

다. 액면금액 자체는 주인이 바뀌지 않으므로 상대방의 대출을 상환해줘야 할 책임이 없게 된다.

금리 스왑의 규모는 당연히 시장 금리의 추이에 의존하게 된다. 금리가 떨어지면 회사 B가 보유한 스왑 포지션은 향후 2년간 더 적은 지불을 할 수 있기 때문에 가치가 상승하며 A의 고정금리 포지션은 시장이 갖게 될 금리보다 고정금리가 높기 때문에 가치를 잃게 된다. 그러나 금리가 상승하면 A의 스왑은 B의 스왑보다 더 높은 가치를 갖게 된다.

금리 스왑의 액면가 중 절반 정도를 은행이 보유하고 있으며 나머지 절반은 다른 사용자들이 보유하고 있다. 금융기관이 주요 최종 사용자 (end user)인데 그 목적은 모기지 포트폴리오와 채권 보유 헤징이다. 표 9.3은 금리 파생상품의 분포를 통화로 보여주고 있다.

표 9.3 단일 통화 금리 파생상품의 액면원금 (단위: 10억 달러)

	1998	2001	2004
호주 달러	118	260	609
캐나다 달러	747	781	1,474
덴마크 크로네	297	83	210
유로	16,461	26,185	75,443
홍콩 달러	32	128	258
엔	9,763	11,790	23,276
뉴질랜드 달러	3	0	9
노르웨이 크로네	395	238	470
파운드	3,911	6,215	15,166
스웨덴 크로네	939	1,057	2,212
스위스 프랑	1,320	1,362	3,234
미화	13,763	27,422	59,724
기타 통화	2,192	1,917	5,256

a 이중 계산으로 수정되지 않음

출처: BIS

통화 스왑

통화 스왑은 두 개의 다른 통화에서 이자 지급의 흐름 교환을 의미한다. 예를 들어, 유로권 내의 금리가 영국의 금리보다 낮으면 파운드화가 필요한 영국 기업은 유로로 돈을 빌려서 파운드로 스왑하는 것이 더 저렴하다는 걸 발견할 수 있다. 이 포지션의 크기는 파생상품의 유효기간 동안 해당 두 통화 사이의 환율에 어

편 일이 일어나는지에 따른다. 대부분의 경우 통화 스왑 당사자들은 파생상품의 만기가 도래할 때 미리 정의된 환율로 원금을 교환할 것에 동의한다.

통화 스왑 시장은 금리 스왑 시장에 비해 규모는 훨씬 작고 종류는 더 많다. 예를 들어, 금융기관이 사용한 통화 스왑의 액면가는 동일 기관이 보유한 금리 스왑의 액면가에 5%에 불과하지 않는다. 시장의 전반적인 성장세는 금리 스왑 시장에 비해 훨씬 느리다.

표 9.4는 현재 통화 스왑의 액면가를 통화로 보여준다. 각각의 스왑이 두 가지 다른 통화를 필요로 하기 때문에 현재 스왑의 총 규모는 각 통화에 대한 스왑의 합의 1/2이 된다. 통화 스왑의 평균 규모는 3천만 달러가 넘는다.

표 9.4 외환 파생상품의 액면원금, 통화 단위 (단위: 10억 달러)

	1998	2001	2004
호주 달러	206	273	1,092
캐나다 달러	594	593	1,172
덴마크 크로네	73	24	120
유로	7,658	6,368	11,936
홍콩 달러	89	463	605
엔	5,319	4,178	7,083
뉴질랜드 달러	10	0	18
노르웨이 크로네	48	155	140
파운드	2,612	2,315	4,349
스웨덴 크로네	419	551	1,175
스위스 프랑	937	800	1,461
타이 바트	28	5	2
미화	15,810	15,410	25,998
기타 통화	2,221	2,218	3,997

a 이중 계산으로 수정되지 않음

출처: BIS

금리 옵션

금리 옵션은 서로 다른 종류의 옵션으로 된 다양한 파생상품을 필요로 한다. 상한선은 옵션계약으로 변동금리 대출에 대한 최대 금리를 설정하기 위해 구매자가 내는 수수료이다. 고객은 칼라 (collar)를 정하기 위해 상한 및 하한 (floor) 모두를 구매할 수 있는데 이를 통해 금리가 미리 정의된 범위 내에서만 움직이도록 효과적으로 제어할 수 있다. 또한 상한 및 하한에 대한 옵션 설정이 가능하다. 스왑 옵션 (swaption)은 보유자에게 금리 스왑을 시작할 권리를 주는 옵션으

로 미리 정의된 금리로 고정금리 또는 변동금리로 지급하는 경우도 마찬가지이다. 스프레드 옵션은 하나의 절대적인 금리 수준이 아닌 같은 통화 내 두 개의 금리 사이의 차이를 기준으로 한다. 이러한 옵션은 예를 들어, 장기 채권에 투자한 투자자가 수익률 곡선이 급감하여 단기 채권에 비해 가치를 잃을 수 있는 위험을 막기 위해 사용될 수 있다. 차이 또는 “diff” 옵션은 서로 다른 통화 내 비교 가능한 상품에 대한 금리차를 기준으로 한다.

금리 옵션은 또한 고정 수익제품에도 사용될 수 있으며 이를 통해 일반 주식과는 다른 방법으로 금리 변동에 대응할 수 있게 된다. 역변동 금리부 채권 (inverse or reverse floater)은 변동금리에서 지수를 뺀 값으로 금리가 정의되는 이자부 어음 (interest-bearing note)이며 10% - 6개월 리보와 같은 공식을 사용한다. 그러므로 투자자는 금리가 상승할 때 더 적은 이자를 받는데 (그리고 포지션 가치가 감소할 때) 이는 대부분의 변동금리 증권과는 반대의 움직임을 보인다. 다중지수 채권 (multiple-index floater)은 두 금리 사이의 차이를 기준으로 하는 금리를 가지며 스텝 업 쿠폰 어음 (step-up coupon note)은 특정 일자까지 증권이 매수되지 않으면 상승하는 금리를 갖고 있다.

상품 파생 (commodity derivative)

상품 파생은 상품 옵션으로서의 기능을 수행하는데 구매자는 프리미엄 지불에 대한 대가로 상품에 대한 가격을 고정시킨다. 상품 옵션은 또한 다른 종류의 옵션과 결합하여 다중자산 옵션을 구성할 수 있다. 예를 들어, 한 항공사가 대부분에 있어 상승한 유가를 감내할 수 있지만 항공여행이 침체를 보이는 경제 불황에는 감내하지 못할 수도 있다. 그러므로 항공사는 기준금리가 7% 이상인 경우 (경제가 아마도 둔화될 거라고 생각하는 시점에서)라면 언제든지 특정 가격으로 항공유를 구매할 수 있도록 하는 파생상품을 구매할 수 있으나 다른 시기에는 그렇지 않을 것이다.

상품 파생의 거래는 금리 및 통화 파생상품에 비해 상대적으로 규모가 작다. 2004년 말, 상품 파생의 규모는 1조 4천억 달러였다. 상품 파생에서 금이 1/5을 차지하고 있으며 아마도 석유가 주를 이룰 “기타 상품”이 거의 전부를 차지하고 있다.

주식 파생상품

장외시장 주식 파생상품은 많은 다른 방법으로 거래된다. 주가연동 (synthetic equity) 채권은 주식 투자 또는 주가지수에 대한 투자 위험과 보상을 모방하기 위해 고안된 파생상품이다. 예를 들어, 유럽의 유선전화 회사의 주식에 투기를 하려는 미국기업은 개별 전화회사의 주가에 따라 가치가 결정되는 연동 바스켓에 대한 콜옵션을 조절할 수 있다. 다른 무엇보다도 주가연동 채권은 연기금과 같은 투자자들이 주식을 구매함으로써 취할 수 없는 포지션을 취할 수 있도록 하는데 그 이유는 주식 보유에 있어 법적 제약이 존재하기 때문이다. 주식이나 주가지수에 대한 스텝다운 옵션 (step-down option)은 특정일자나 기초자산의 가격이 미리 정의한 수준으로 떨어지는 경우 권리 행사가격이 하향 조절될 수 있도록 한다. 총수입 스왑 (TRS: Total Return Swap)은 비변동 금리측이 주가지수의 총수익을 기준으로 하는 금리 스왑이다.

신용 파생상품

신용 파생상품은 상대적으로 최근에 등장한 것으로서 채무자가 일정에 따라 지급을 할 수 없는 경우 발생하는 위험인 신용 위험을 전달하는 방법을 제공한다. 신용 파생상품의 한 가지 형태인 파산 스왑 (default swap)은 판매자가 파산, 지불 거절 또는 구조조정과 같이 특정 채권이나 대출을 제때 갚을 수 없도록 하는 특정 신용 사건이 발생하는 경우 기존의 지급금액을 보유자에게 제공하게 된다 (제 4장 참고). 공개적으로 거래되는 부채가 있는 곳에서 같은 목적을 이루기 위한 또 다른 방법은 특정 채권의 가격과 이에 맞는 기준금리 사이의 차이를 기준으로 하는 스왑이다. 만약 10년 만기 회사채가 1등급 10년 기업채에 비해 상대적으로 큰 가치를 잃게 되면 신용 등급은 어느 정도 손상을 입었다고 보며 비록 기업이 자신의 부채에 대해 파산을 하지 않더라도 스왑은 보유자의 손실 전체 또는 일부를 보존하게 된다.

구조화 증권

국채, 모기지 및 기타 형태의 자산에서 생성된 연계증권이다. “구조화”는 원래 자

산과 기초자산이 다른 형태의 구성요소로 다시 패키징화될 수 있다는 사실을 나타낸다. 이러한 증권의 가치는 옵션의 특성에 크게 의존한다. 예를 들어, 이자한정 (IO: Interest-Only) 증권은 이자 지급을 받으나 기초자산 증권의 발행인이 만든 원금 지급을 받지 않는다. 만약 발행인이 만기일 이전에 기초자산 증권의 조기상환이 가능하다면 IO 증권의 가치는 더 이상의 이자를 받을 수 없기 때문에 붕괴될 수 있다. 그러나 원금한정 (PO: Principal-Only) 증권은 원금을 훨씬 빨리 받을 수 있기 때문에 조기상환을 선호하게 된다.

해당연도에 발행되거나 존재하는 각각의 파생상품의 액면가를 결정하는 것은 불가능하다. 표 9.5는 장외 파생상품 중 가장 인기가 높은 세 가지 형태의 성장세를 비교하고 있다.

파생상품에 사용된 특징

많은 파생상품은 레버리지 증가를 위한 방법으로 승수 (multiplier)를 사용하고 있다. 예를 들어 금리 스왑은 변동금리 지불에 동의한 당사자들이 리보에 2 퍼센트 포인트를 더한 게 아닌 리보에서 5%를 뺀 값의 지급을 제공하고 있다. 이러한 약정 하에서 만약 변동금리가 하락하면 (리보 - 5%)의 지급은 급락하여 보유자의 지불은 빠르게 감소할 것이다. 그러나 변동금리에서 약간의 증가가 발생하면 (리보 - 5%)의 지급 값은 급증하게 되어 변동금리 포지션 보유자는 훨씬 높은 이자 지급을 받을 수 있다. 파생상품 거래에 대해 보고된 많은 손실들은 이러한 승수가 파생상품에 내재되어 있기 때문에 발생하는 것이다.

파생상품의 또 다른 일반적인 내용은 경로의존 옵션 (path-dependent option)이다. 만기 시 내가격에 있거나 (유럽형 옵션의 경우) 만기 전에 행사될 때만 지불이 이뤄지는 일반 옵션과는 달리 경로의존 옵션은 옵션 존재기간 동안의 특성에 의존하는 지불형태를 갖는다. 단순한 경로의존 통화 파생상품은 유로화가 만기 전 14일 중 7일 동안 1.20 달러 이상으로 거래가 이뤄지는 경우에만 지불이 가능하다. 더욱 복잡한 파생상품은 1월 1일은 1.15 달러 이상으로 유로화가 거래되고 10월 1일은 1.175 달러, 1월 1일은 1.20 달러 이상으로 거래가 되도록 할 수 있다. 만약 이러한 조건 중 세 가지 조건 모두가 충족되면 환율은 동이가 이뤄진 경로를 따르지 않으며 지불을 받지 않는다.

표 9.5 현재 파생상품의 액면가, 형태별 (단위: 10억 달러)

	금리 스왑	통화 스왑	금리 옵션
1987	683	183	
1988	1,010	317	327
1989	1,503	435	538
1990	2,312	578	561
1991	3,065	807	577
1992	3,851	860	635
1993	6,117	900	1,398
1994	8,816	915	1,573
1995	12,811	1,197	3,705
1996	19,171	1,560	4,723
1997	22,291	1,824	4,920
1998	36,262	2,253	7,997
1999	43,936	2,444	9,380
2000	48,765	3,194	9,476
2001	58,897	3,942	10,879
2002	79,120	4,503	13,746
2003	111,209	6,371	20,012
2004	147,366	8,217	27,169

a 상한, 하한, 스왑 옵션 및 기타 상품 포함

출처: 국제 스왑 및 파생상품 연맹, BIS

가격 파생상품

환거래 옵션과 함께, 장외 파생상품의 가격은 주로 수학적 모델을 통해 결정된다. 가격에 영향을 주는 요소는 상당부분 동일하며 위험이 없는 금리 수준, 기초자산의 변동성, 기초자산의 가격 내 예상 변화 그리고 만기 시간 등이 있다.

고정 지급에 대해 리보 + 3%에서 변동하는 100만 달러의 부채에 대한 지급 교환을 하려고 하는 제조업체와 변동 금리에 대해 100만 달러의 원금에 7%의 고정금리로 스왑을 하려는 보험회사 사이의 단순한 금리 스왑을 살펴보자. 이러한 거래에 개입하기 전에 각 당사자들은 자기 자신 또는 외부 참가자의 도움을 받아 관련 기간에 걸친 금리의 예상 과정에 대한 관찰방법을 개발해야 한다. 만약 양 당사자 모두가 금리가 크게 하락할 것으로 판단하면 시간이 가면서 변동금리 포지션의 보유자는 아마도 고정금리 포지션의 보유자보다 덜 지불할 것이기 때문에 보험업체는 비용이 덜 들 것으로 예상되는 포지션을 획득하기 위해 제조업

체에 프리미엄을 제공하게 된다. 만약 양 당사자 모두가 금리가 오를 것으로 판단한 경우, 제조업체는 고정 금리로 잠길 기회를 잡기 위해 보험업체에게 프리미엄을 지급해야 한다. 한 당사자가 요구하는 프리미엄과 다른 당사자가 지불에 동의한 금액의 합계는 파생상품이 만기될 때까지 적절한 지불 금액의 추정치에 의존한다.

단순 스왑과 같은 “정형 (plain vanilla)” 파생상품에 대해, 가격책정에 대해 이견이 거의 없는, 규모가 크고 유동적인 시장이 있다. 더욱 복잡한 파생상품에 대해 프리미엄의 계산은 더 어려울 수 있다. 몇몇 경우, 프리미엄은 하나의 파생상품을 여러 개의 단순한 파생상품으로 분리한 후 그 가격을 더함으로써 결정될 수 있다. 심지어 기업을 포함한 다수 고객들은 상당히 복잡한 파생상품에 대한 공정한 가격을 산출하는 데 어려움을 겪는다. 종종 은행의 가격책정 모델에 의존하는데 종종 발생하는 것처럼 파생상품이 모델에서 예측한대로 움직이지 않을 때 당황하게 된다. 많은 사용자들이 매 분기 말 현재 시장가격에서 자신들이 보유한 파생상품의 포지션에 대한 책임을 갖고 있으며 상품 가치가 변하는 경우 수익이나 손실을 기록하게 된다. 상품이 팔리는 가격으로 가장 잘 표현할 수 있는 가치는 종종 은행을 통해 제공되며 예상치 못한 가격하락은 보유자들이 손실을 기록하도록 만들 수 있다.

은행이나 기타 딜러의 가격은 특정 파생상품에 대해 부과되며 부분적으로 딜러의 장부에 기재된 다수의 파생상품 포지션의 구조에 의존한다. 딜러들은 일반적으로 자신의 포지션을 헤징 함으로서 파생상품이 가져올 위험을 최소화 할 방법을 모색한다. 다른 딜러로부터 상쇄 파생상품을 구매하거나 다른 고객과 거래를 함으로써 파생상품을 헤징할 수 있다. 딜러는 유가가 상승하는 경우 손실을 입거나 유가가 하락하는 경우 손실을 입게 될 파생상품을 이미 보유한 경우에 대비해 좋은 가격을 제안하는데 그 이유는 두 포지션의 결합이 유가변동이라는 측면에 있어 중립적인 포지션 내에 위치하기 때문이다. 딜러의 위험을 증가시킬 거래를 제안하는 고객에게는 훨씬 덜 좋은 가격이 제공될 수 있다.

파생상품 거래 결제

장외 파생상품 시장에서의 거래는 은행 시스템을 통해 결제가 이뤄지는데 이는

각 국가의 은행당국이 수립한 기준에 따른 것이다. 스위스 바젤에 있는 국제 결제은행의 보호 하에 중앙은행은 파생상품 거래에 관련된 당사자들이 계약과 금액을 교환하는 데 걸리는 시간을 줄이기 위한 노력을 하고 있다. 파생상품 포지션의 규모가 주어진 경우, 다수의 미결제 거래를 보유한 주요은행의 실패는 이 은행과 거래를 하고 있는 다른 은행들의 즉각적인 실패를 유발하게 된다. 시장의 힘을 통해 이러한 위험이 어느 정도 감소됐는데 그 이유는 신용등급이 의심스러운 은행과의 거래를 계속적으로 꺼려하고 있기 때문이다. 예를 들어, 1990년대 말에서 2000년대 초반 사이에 일본 내 은행들의 약세로 인해 다수가 시장에서 퇴출됐다. 이러한 발전에도 불구하고, 은행 전문가들은 미결제 파생상품의 거래가 전 세계 은행 시스템의 안정성을 해칠 수 있는 주요 원인 중 하나라고 생각하고 있으며 규제당국은 은행들이 결제를 더욱 빨리 하도록 압력을 가하고 있다.

파생상품의 재앙

파생상품을 통해 기업과 정부기관들이 10년 전에는 상상할 수도 없을 정도의 위험을 관리할 수 있게 되었다. 그러나 파생상품은 절대 위험이 없는 게 아니다. 부주의하기 사용하면 사용자들이 종종 이해할 수 없는 방법으로 위험을 증가시킬 수 있다. 개별 파생상품이 상당히 복잡해서 이해가 힘들 수 있기 때문에 일련의 금융 재앙의 원인으로 비난을 받고 있다. 몇몇 경우 딜러들은 사용자 욕구에 부합하지 않는 상품을 팔았다는 혐의를 받기도 한다. 다른 경우, 상품 자체에 문제가 있는 게 아니라 상품을 사용하거나 거래하는 당사자의 금융 관리로 인한 문제이기도 하다.

대규모 석유거래 부서가 있던 독일의 거대기업인 메탈게셀샤프트(Metallgesellschaft)사는 1993년 석유 선물 및 스왑 부문에서 19억 달러의 손실을 입었다고 발표했다. 석유 공급, 난방유 및 기타 제품을 고객에게 제공하는 계약에 대해 헤징을 모색하고 있었다. 그러나 대부분의 헤징과 마찬가지로 헤징이 완벽하지 않았으며 유가 하락으로 인해 파생상품 포지션이 향후 수익을 거둘 인도 계약보다 더 빠르게 가치를 잃고 있었다. 회사 경영진들은 만기 이전에 헤지매각을 지시함으로써 손실을 일부분만 거둘 수도 있었다.

미국의 대형 소비재 기업인 프록터 앤 갬블 (P&G)과 기념카드 제작사인 김슨

그리팅스 사는 1994년 4월 파생상품 거래로 인해 막대한 손실을 입었다고 발표했다. 두 회사 모두 비율 스왑 (ratio swap)이라는 상당히 높은 레버리지를 갖는 파생상품을 구입했는데 다음과 같은 공식을 사용한다.

$$\text{순지불} = 5.5\% - \frac{\text{리보}^2}{6\%}$$

만약 결과 값이 양수이면 딜러는 사용자에게 지불을 실시해야 한다. 그러나 1994년 금리가 상승하면서 이러한 수치는 기하급수적으로 증가했고 결국은 사용자의 손실이 눈덩이처럼 증가하게 되었다. P&G는 1억 5,700만 달러, 김슨 사는 2천만 달러의 손실을 보고했다. 두 회사 모두 달러인 은행 신탁회사 (Bankers Trust Company)로부터 손실분 일부를 보전 받게 되었다. 두 가지 경우 모두, 기업의 파생상품 투자가 자사 투자 정책을 위반한 결과였다.

영국의 유서 깊은 투자은행인 베어링 (Baring) 은행이 1995년 2월 일본의 닛케이 225 주가지수에 대한 환거래 옵션에서 14억 7천만 달러의 손실을 입고 문을 닫았다. 조사 결과 은행 경영진이 거래 포지션에 대해 제대로 주의를 기울이지 않았고 싱가포르에서 근무하던 직원인 닉 리슨이 거래 옵션과 자신의 거래 과정 모두를 감독할 수 있도록 했는데 이 때문에 자신의 행동을 숨길 수 있도록 함으로써 표준 증권업 절차를 위반했다. 리슨은 결국 싱가포르에서 형을 살게 되었다.

캘리포니아 오렌지카운티는 카운티 투자 펀드의 재무장관이며 관리자인 로버트 시트론이 낮은 금리에 투기하기 위해 채구매 계약을 통해 대출을 받은 후 결과적으로 16억 9천만 달러의 손실을 입게 되었다. 결국 총 200억 달러의 자금 중 80억 달러 정도가 역변동 금리부 채권과 같이 금리에 민감한 파생상품에 투자되었는데 이 상품은 금리 변화로 인한 수익이나 손실을 가중시켰다. 이러한 파생상품은 시장 금리가 특정 수준을 넘어가는 경우 이자 지금을 중지시키기 위해 고안되었다. 이렇게 큰 포지션은 헤지가 되지 않으며 미 연방 준비제도 이사회가 1994년에 9개월 동안 금리를 여섯 배나 올리게 됨으로서 펀드의 자산가치가 붕괴됐다.

일본의 무역회사인 스미토모 사는 전 수석 구리 중개상인 야스오 하마나카가 실시한 파생상품 거래로 인해 3,300억 엔 (30억 달러)의 총손실을 기록했다고 발표했다. 구리 선물 옵션 시장에서 최고 거래인 중 한 명이었던 하마나카는 자신 고용주로부터 발생한 손실을 덮기 위해 사기 및 위증을 실시함과 동시에 이러한 손실을 덮기 위해 계속 거래를 실시했다는 혐의를 받고 있었다. 부적절한 금융 관리로 인해 10년 동안 이 문제가 드러나지 않고 누적되었던 것이다. 스미토모사의 막대한 손실이 1996년 발표된 이후 하마나카는 구속되어 형을 살고 있다.

파생상품은 1997년 여름 태국을 강타한 금융 위기에 일조했다. 태국 중앙은행이 다수의 외환 보유고를 유지하고 있기 때문에 많은 투자자들은 태국의 상황을 오판했다. 중앙은행은 이러한 외환 보유고 중 대부분이 자국 통화인 바트화를 지원하기 위한 선도 계약을 위해 비축한 것이란 사실을 발표하지 않았다. 바트화의 시장가격이 하락한 후, 태국 중앙은행은 파생상품 거래에서 큰 손실을 기록했고 외환 보유고는 바닥을 보이게 됐다. 1년 후 미국 및 유럽의 몇몇 은행은 러시아에서 상당 규모의 손실을 파생상품에서 거두었다고 발표했는데 이 때 러시아의 통화가치 급락으로 인해 몇몇 중앙은행이 타격을 입고 파생상품 거래에 관련된 자국 내 당사자들이 파산을 하게 되었다.

회계상 위험

위와 같은 문제들은 파생상품을 사용하는 기업의 부적절한 금융 관리로 인해 발생될 수 있다. 그러나 파생상품 포지션에 엄격하고 일관성 있는 회계 기준을 적용하는 게 어렵기 때문에 투자자들이 회사의 상태를 판단하는 게 어렵다. 이에 더해, 파생상품은 사용자가 자신의 행동에 대한 제한을 회피할 수 있는 방법을 제공할 수도 있다. 예를 들어 외국주식을 구입하지 않겠다는 발표를 한 한 기업이 외국주식의 특성을 본뜬 파생상품을 구입할 수 있으며 이로 인해 해당 기업과 투자자들은 외국주식을 보유한 것과 같은 위험에 노출될 수도 있다. 부적절한 공개 또한 해당 기업이 사실상 기업 활동 제한을 피하기 위해 파생상품을 사용하고 있는 지를 투자자들이 결정하는 데 어려움을 주기도 한다.

저자에 대하여

마크 레빈슨 (Mark Levinson)은 *이코노미스트 (The Economist)*의 전 금융 및 경제 에디터이다. *뉴스위크 (Newsweek)*의 수석 기자였으며 *하버드 비즈니스 리뷰 (Harvard Business Review)*와 같은 저널에 경제 기사를 기고하였다.

