

헤지펀드 현황과 향후 전망

최웅준¹⁾

미래에셋증권 전략팀

차장



목 차

I. 머리말

II. 헤지펀드 개요

1. 정의와 목적
2. 기원과 발전
3. 성장과 현황
4. 특징

III. 헤지펀드의 투자 전략

1. 에쿼티 헤지 (Equity Hedge)
2. 이벤트 드리븐 (Event Driven)
3. 래러티브 밸류 (Relative Value)
4. 매크로 (Macro)
5. 기타

IV. 헤지펀드의 투자 효용성

1. 분산투자의 중요성
2. 장기성과의 필요성

V. 헤지펀드의 리스크와 관리방안

1. 리스크의 종류 및 관리
2. 실사방안 (Due Diligence)

VI. 국내 헤지펀드 현황

1. 투자 동향
2. 한국형 헤지펀드
3. 헤지펀드 전략의 국내 활용도
4. 국내 시장 전망

VII. 맺음말

1) 이 원고의 내용은 필자의 개인적인 견해이며 당원의 공식견해와는 다를 수 있음.

헤지펀드 현황과 향후 전망

I. 머리말

오늘날 A.I. (Alternative Investments), 대안투자 혹은 대체투자는 투자 포트폴리오 분산을 위한 강력한 수단으로 널리 인정받고 있다. 이는 효과적인 변동성 통제로 시장변동성 완화를 돕고, 위험대비 수익률을 개선시켜 주는 역할을 한다. 이제 투자자들의 포트폴리오에 A.I. 상품으로의 자산배분은 자연스러운 일로 헤지펀드는 이러한 대안투자 중에서도 최근 가장 많은 관심을 끌고 있다.

투자를 통해 돈을 버는 방법은 이론상 간단하다. 저평가 되어 있는 자산을 매입하여 가격이 오른 뒤에 팔면 되는 것이다. 그것이 주식이든 채권이든 부동산이든 모두 마찬가지이다. 그러나, 현실은 냉혹하다. 자산의 가치는 단순히 그 자산의 순수한 가치뿐만 아니라 여러 가지 외적요인에 의해 가격이 변화하기 때문이다. 그래서 우리가 아무리 저평가 되어 있다고 판단할지라도 생각처럼 해당 자산이 적절한 가격으로 돌아오기까지는 많은 시간과 인내가 필요하기도 하고 또 그러한 과정을 거치면서 평가가 잘못되었다는 사실을 발견하기도 한다.

흔히 우리는 이러한 저평가 자산을 매입하여 매도를 통해 수익을 얻었을 때 ‘투자하여 수익을 얻었다’라고 말한다. 하지만 누군가 단기간에 수익을 기록하였다면 ‘투기를 하여 돈을 벌었다’고 생각하기도 한다. 투자와 투기의 기준은 무엇인가? 누군가 아무리 정상적인 투자를 하여 수익을 얻었다고 하더라도 한편에서 또 다른 누군가는 손해를 보았을 수도 있다. 그렇다면 손실을 입은 사람의 입장에서 수익을 올린 사람을 달갑게 볼 수만은 없을 것이다. 혹자는 법적인 측면에서 투자와 투기를 구분하기도 하지만 결국 투자와 투기의 차이는 투자하는 사람 스스로 투기를 할 마음이 있었는지 없었는지에 따라 본인만이 알 수 있을 것이다.

최근 유럽의 재정위기가 다시 불거지면서 전 세계 금융시장은 불안한 모습을 보이고 있다. 한 두개 국가에서 벌어지는 일이 아니라 유럽 전역으로 위기감이 확산되고 있다. 이 시점에서 헤지펀드들은 이러한 유럽의 재정위기에 베팅을 하고 있다. 그들은 유로존의 주식이나 채권을 빌려서 미리 내다 팔기도 하고 (공매도, Short Selling), 관련 인덱스를 통해 매도포지션 (시장이 안 좋아지는 방향으로 투자) 을 구축하기도 하며 CDS (Credit Default Swap) 를 이용하여 유럽국가의 신용 하락에 베팅을 하기도 한다. 만일 이들의 생각대로 유로존의 상황이 지금보다 악화된다면 이들은 수익을 거둘 수 있을 것이다. 그런데, 재미있는 사실은 이렇게 나빠진 시장상황을 이용하여 돈을 벌게 되면 국내에 신문기사에는 헤지펀

드를 ‘투기세력들이 유럽을 공격하여 큰 돈을 벌었다’는 식으로 기사화된다.

저평가 되어 있는 자산을 매입하여 수익을 거두면 투자가 되는데 왜 고평가 되어 있는 자산을 매도하여 수익을 거두면 투기가 되고 공격이 되는 것일까? 아마 그 배경에는 우리나라가 IMF 구제금융 당시 해외 헤지펀드들이 원/달러 환율상승에 베팅하여 환율이 더 올라가고 우리가 그만큼 더 고통을 받아 그러한 잠재된 피해의식으로 헤지펀드에 대한 시각이 어두워졌다고 생각된다. 전 세계 약 2천조원에 달하는 약 만여개의 헤지펀드들의 투자전략과 투자대상은 매우 다양하다. 그들은 투자기회가 있는 곳이라면 놓치지 않고 투자를 한다.

우리는 반만년 역사 동안 헤아릴 수 없이 많은 외침을 받았으나 한번도 우리가 다른 나라를 먼저 침략한 적이 없었다고 배웠다. 아마도 이러한 우리의 타고난 DNA 가 다른 나라, 다른 사람의 고통을 뻔히 알면서도 투자(공격) 하기에는 우리는 인정이 너무 많은 것 같다. 하지만 세상은 냉정하다. 국력이 쇠약하면 외침을 받듯이 금융시장이 허약해지면 바로 그들의 투자(공격)대상이 되는 것이다. 이를 회피하기 위해서는 우리나라가 강력한 국력과 탄탄한 금융시장의 안정화를 위해 부단히 노력하는 방법밖에 없을 것이다. 이미 국력이 강하고 방어태세를 갖추고 있는 나라를 공격할 수 없듯이 금융시장이 안정되어 있다면 우리의 표현대로 우리가 그들의 ‘공격’ 대상이 될 수는 없을 것이다.

금융위기 이후 헤지펀드는 그 투자자가 고액자산가에서 기관, 특히 연기금의 투자비중이 높아지고 있다. 연기금이 무엇인가? 우리의 노후를 책임져야 할, 가장 안정적으로 운용되어야 할 소중한 자금이 다. 그런데 왜 해외의 연기금들이 많은 사람들이 위험하다고 생각하는 헤지펀드에 대한 투자비중을 높여가는 것일까? 국내에는 아직 연기금의 투자가 활발하지는 않으나 주식시장의 등락에 따라 전체 자산의 수익률이 좌우되는 상황에서 장기간 안정된 수익을 실현하지 못한다면 수급이 불균형한 연기금 고갈 문제는 상존할 수밖에 없다. 흥미로운 사실은 연기금에 돈을 적립하는 사람들은 바로 우리들이며 결국 헤지펀드의 최종 투자자가 우리들인 셈이다. 우리가 믿고 맡기고 있는 연기금들이 헤지펀드에 투자하고 그러한 헤지펀드가 바로 어딘가에 투자(공격)대상을 찾아 헤매고 있는 것이다. 헤지펀드를 악마(?) 라고 생각한다면 바로 우리는 그러한 악마에게 뒷돈을 대주는 후견인에 불과한 것이다.

그들이 지금 유럽을 공격(투자)하는 이유는 바로 그들이 매입해놓은 자산의 가치하락에 대비하여 수익을 창출함으로써 전체 운용자산의 손실을 방어하기 위함이다. 물론 그 자체로 높은 수익을 올려보겠다고 생각하는 펀드들도 있을 것이라는 것을 부정할 수는 없다. 그러나, 연기금이 투자하고자 하는 헤지펀드는 높은 수익이 아니라 바로 이렇게 장기적으로 손실을 방어하여 안정적인 수익을 추구하는 헤지펀드들에 투자함으로써 연기금의 안정성과 수익성, 그리고 지속성을 보장받기 위함이다. 그것은 결국 이러한 연기금에 노후를 맡기고 있는 우리를 위한 투자방안이 되는 것이다.

물론, 헤지펀드는 그 수만큼이나 수익률과 안정성이 천차만별이며 때로는 소위 ‘몰빵’ 투자로 인해 성공하면 대박, 실패하면 쪽박을 쓰게 되는 펀드도 있다. 하지만 연기금이 투자하려고 하는 펀드가, 우리가 찾아야 할 펀드가 이러한 펀드들은 결코 아닐 것이다. 국내에는 헤지펀드에 대한 이미지가 좋지 않아

이러한 관심의 방향은 종종 잘못된 표현으로 나타나기도 한다. 헤지펀드에 대해 부정적인 생각을 갖고 있을 수는 있으나 그러한 생각이 오해에서 비롯된 것이 있다면 이는 바로 잡아야 할 것이다.

우리나라에도 한국형 헤지펀드가 생겨난다고 한다. 미래의 한국형 헤지펀드의 모습은 이렇게 순기능으로써의 헤지펀드 역할을 통해 우리도 해외에서 투자기회가 있을 때 참여하여 수익을 얻고 그러한 수익이 항상 시장 환경이 좋을 때에만 수익을 얻는 것이 아니라 악재 속에서도 수익을 창출하고 손실을 방어함으로써 우리나라의 금융시장을 더욱 강하게 만들어 줄 수 있는 초석이 될 수 있기를 기대해 본다.

II. 헤지펀드 개요

1. 정의와 목적

Hedge의 뜻은 사전적 의미로 첫째, ‘산울타리’라는 명사의 뜻과 둘째, ‘위험을 경감하다’, 대책을 취하다’라는 동사의 뜻 그리고 셋째, ‘저속한’, ‘3류의’라는 형용사의 뜻이 있다. 사전적 정의에서 보듯 헤지펀드는 위험을 회피하여 절대수익을 추구하는 안정적인 상품이다. 그러나, 최근에는 무수한 헤지펀드들이 쏟아져 나오면서 수익률 경쟁으로 인해 ‘저속한’, ‘3류의’ 펀드들이 선량한 투자자들을 현혹시키고 있다. 즉, 헤지펀드는 위험을 축소시키고 대책을 취하면서 산울타리와 같은 방어막을 구축하고 안정적인 수익을 추구하는 것이 그 본연의 모습이나 그렇지 않은 변질된 펀드들도 많이 생겨나고 있어 오늘날 헤지펀드의 운용과 투자에 있어 가장 중요한 요소는 이에 대한 정확한 변별력을 갖추는 것이다.

2. 기원과 발전

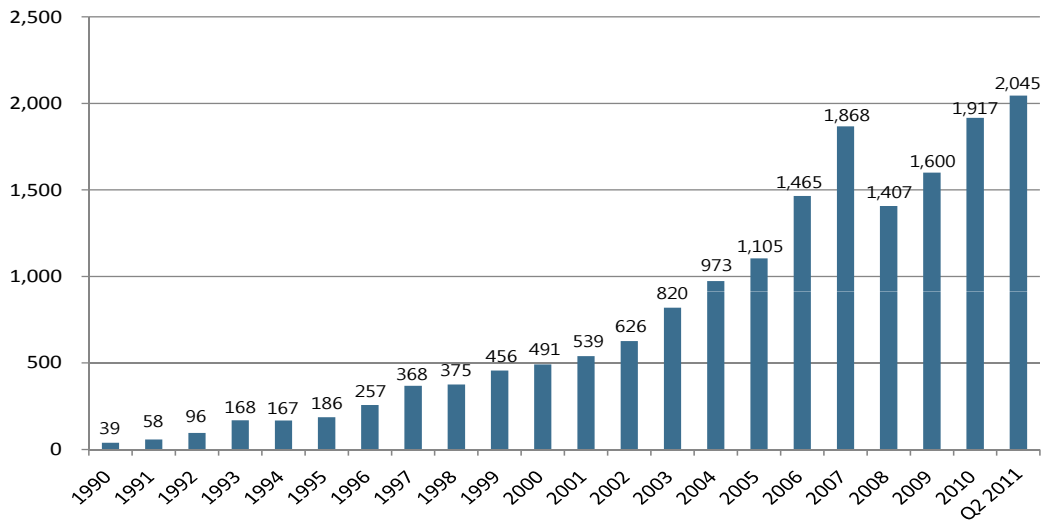
헤지펀드는 1949년 미국의 사회학자이자 한 신문사의 수습기자로 활동하던 Alfred Winslow Jones에 의해 처음 시도되었다. 최초의 그의 전략은 주식 롱숏(Equity L/S) 전략으로 가격이 떨어질 것으로 예상되는 주식을 공매도(Short Selling) 함으로써 하락장에서도 수익을 창출하여 효과적인 방어막을 마련하고자 하였다. 자신의 전략이 성공을 거두자 자금을 빌려서(Leverage) 포지션의 강도를 높였다. 그는 1955년~1965년 사이 670%의 수익증가를 기록하며 그의 전략을 모방하는 펀드들이 양산되었으나 1960년대 미국 주식시장의 상승으로 투자자들은 전통적인 매수형(Long only) 투자를 선호하게 되면서 그의 성공은 잊히는 듯 했다. 그러나 오일쇼크와 1970년 초 시장불황으로 헤지펀드는 다시 살아나기 시작한다.

3. 성장과 현황

헤지펀드가 본격적으로 각광받기 시작한 것은 투자자들의 운용자산 규모가 점증하면서 해외투자가 증가하고 '자산배분'에 대한 필요 인식과 '글로벌 포트폴리오'에 대한 개념을 바탕으로 자산을 운용하기 시작한 1980년대 중반부터이다. 1960년대부터 펀드 매니저로 활동하던 George Soros와 Michael Steinhardt는 1990년대 글로벌 매크로 (Global Macro) 전략 기반의 헤지펀드로 큰 명성을 떨치게 되는데, 이들은 금융시장의 트렌드를 이용, 거시전망에 기초한 운용으로 큰 성공을 거두었으며 이들을 모방하는 펀드들이 생겨나기 시작하였다.

이로 인해 1995년까지 170개¹⁾ 펀드, 약 \$186bn (약 186조원)²⁾에 불과하던 업계 규모는 2005년말 자산규모가 \$1tn (약 1,000조원)을 돌파하면서 10년의 짧은 기간 동안 괄목할 만한 성장을 이루었으며 2007년 말에는 \$2tn (약 2,000조원)으로 급증하며 빠른 성장을 하였다. 이러한 성장의 배경에는 헤지펀드가 주식시장의 상승기뿐만 아니라 하락기에도 수익을 창출할 수 있는 전략이 있다는 점, 자산의 증가와 더불어 다양한 전략의 출현으로 투자자의 니즈(Needs)를 충족시키고 있다는 점을 들 수 있다.

[도표 1.1] 전세계 헤지펀드 운용자산 추이(\$bn)



Source : HFR, 미래에셋증권

그러나, 헤지펀드는 그 태생자체가 사모(私募)방식으로 모집되어 투자방식이 자유롭고, 비공시, 비공개를 원칙으로 한다는 단점을 안고 있었다. 이러한 단점은 운용자가 선의의 목적으로 사용할 경우 강력

1) 널리 알려지지 않은 펀드수를 포함하면 약 2,000여개로 추산된다.

2) 이해의 편의를 위해 본보에서는 미화1달러 = 원화 1,000원으로 환산한다.

한 장점이 될 수 있으나 때로는 모럴헤저드(Moral Hazard) 로 인해 큰 위험을 초래하기도 한다. 2008년 베어스턴스, 리먼브라더스의 파망과 버나드 매이도프 (Bernard Madoff) 의 폰지사기 사건은 헤지펀드가 지니고 있는 단점이 모두 드러나는 일대의 사건이 되었다. 투자자들은 뱅크런(Bank Run)과 같이 헤지펀드에 대한 펀드런(Fund Run) 을 시작하였고 많은 자금이 헤지펀드에서 이탈하였다. 이러한 지각변동은 헤지펀드의 모습을 많이 바꾸어 놓는 계기가 되었는데 당시의 충격으로 인해 헤지펀드들도 과거의 모습에서 벗어나 보다 투명한 방법의 운용과 보고를 통해 다시 투자자들을 유인하였으며 현재의 헤지펀드는 다시 2007년말 전성기의 모습을 누리고 있다.

금융위기가 펀드시장에 끼친 영향은 헤지펀드의 공모(公募) 펀드 시장진출이 증가하고 하락장에서의 손실방어를 절실하게 바라게 된 뮤추얼펀드는 운용방식에 있어 헤지펀드화 되는 등 헤지펀드와 뮤추얼펀드 사이에 교집합(交集) 이 형성되었다는 점이다.

이제 투자자들은 뮤추얼펀드 아니면 헤지펀드가 아닌, 뮤추얼펀드와 같은 투명성을 추종하면서 헤지펀드의 수익률을 기대할 수 있는 투자가 가능하게 된 것이다. 이처럼 다양한 종류의 펀드 출현은 투자자들에게 선택의 폭을 넓혀 줌으로써 무한경쟁에 돌입한 헤지펀드들은 투자자 유인을 위해 운용부문 뿐만 아니라 운용 외적인 부문까지도 신경을 쓰게 만들어 스스로가 강화된 윤리규정과 투명성으로 투자자들에게 접근함으로써 금융위기 이전 펀드중심의 헤지펀드 시장에서 투자자중심의 시장으로 변화하게 되었다.

4. 특징

헤지펀드는 일반 뮤추얼펀드에 비해 특정시장이나 위험요소에 대한 노출을 통제하고 회피하는 유연성을 가지고 있다. 절대수익(Absolute Return) 을 추구하고 위험 관리 기법을 사용하며 벤치마크(Bench Mark) 를 따로 두지 않는다. 또한 성과보수가 있다는 점에서 보수체계의 차이가 발생한다. 흥미로운 것은 Alfred Winslow Jones 가 처음 자신의 펀드를 운용할 때 적정하다고 생각한 2/20 (Two / Twenty) 즉, 운용보수 2%, 성과보수 20% 가 아직까지 업계 표준으로 남아 있다는 것이다.

최근에는 절대수익을 추구하지 않는다는 곳들도 많다. 이는 헤지펀드가 추구하는 절대수익은 장기적으로 절대수익을 기록하도록 노력한다는 의미인데 반해 투자자들은 ‘절대 (Absolute)’ 의 의미를 ‘항상 (Always)’ 으로 받아들이는 경우가 많기 때문이다.

[표 1.1] 뮤추얼펀드와 헤지펀드의 일반적 차이점³⁾

구 분	뮤추얼펀드	헤지펀드
투자자 모집방식	공모	사모
공시여부	공시	비공시
정보공개	공개	비공개
차입 (레버리지)	규제	제한 없음
자기자금출자	불가	가능
공매도	규제	제한 없음
성과측정	상대수익률	절대수익률
보수체계	운용보수	운용보수 + 성과보수

III. 헤지펀드의 투자 전략

1. 에쿼티 헤지 (Equity Hedge)

주식에 투자, 저평가 종목에 대한 매수 포지션, 고평가 종목에 대한 매도 포지션을 구축하여 시황에 맞게 포트폴리오를 구성하며 시장노출(Exposure)의 조절을 통해 수익추구 및 손실을 방어한다.

가. 에쿼티 롱숏 (Equity L/S 또는 L/S Equity)

에쿼티 롱숏 펀드는 항상 롱 바이어스 (Long Bias)되어 있다. 즉, 항상 매수 포지션이 더 많다. 대략 그 비율은 8:2 ~9:1 수준으로 기본적으로 저평가된 종목으로 포트폴리오를 구성하고 고평가 종목으로 헤지하는 전략이다. 그러나, 투자자들이 가장 많이 오해하는 부분은 에쿼티 롱숏 펀드는 시황에 상관없이 수익을 낼 수 있다는 것인데 이는 롱숏의 의미가 시장이 좋을 때에는 롱 포지션이 많고 나쁠 때에는 숏 포지션이 많다고 이해하기 때문으로 실제 이렇게 운용되는 펀드는 상당히 위험하다. 숏 포지션에서 발생하는 수익은 헤지(Hedge)의 개념이지 수익의 개념이 아니기 때문이다. 따라서, 무리한 롱숏 비중 전환은 자칫 상승장과 하락장 모두에서 손실이 발생할 수 있는 위험이 있으며 바로 이러한 점에서 에쿼티 롱숏 전략은 단순히 트레이딩이 중요한 것이 아니라 그 핵심은 롱숏 비중 조절 즉, 시장 순노

3) 절대적인 것은 아니며 일반적 차이점이다.

출 (Net Exposure) 을 언제, 얼마만큼, 얼마동안, 어느 정도로 가져가느냐 하는 것이 성패를 좌우한다.

나. 마켓 뉴트럴 (Market Neutral)

주식시장에 투자하나 시장에 대한 예측이나 전망을 하지 않는다. 철저하게 개별종목에 대한 접근으로 한 쌍을 구성하여 페어 트레이딩 (Pair Trading) 을 하며 여러 쌍으로 5:5 비중의 롱숏 포지션을 구축한다. 이에 따라 시장 순노출 (Net Exposure)은 0 (영, Zero) 이 되나 롱 포지션이 가격하락, 숏 포지션이 가격상승하여 양 포지션 모두에서 손실을 기록할 수 있어 100 의 위험을 갖고 있다. 평소 보다 낮은 변동성과 보다 낮은 위험으로 주식시장의 투자를 원하는 투자자에게는 에쿼티 롱숏 전략보다는 마켓뉴트럴 전략이 유효하나 숏 포지션 비중이 높아 상승장에서 수익률이 부진할 수 있는 단점이 있다.

다. 기타 (Sector, Long Bias, Short Bias, Variable Bias)

특정 섹터에만 투자하는 방식과 매수 비중이 높은 롱 바이어스 (Long Bias) 그리고, 기본적으로 고평가 종목에만 투자, 항상 매도 비중이 높고 저평가 종목 매수로 헤지하는 숏 바이어스 (Short Bias) 방식, 시장 전망에 따라 롱과 숏 포지션을 넘나드는 버라이어블 바이어스 (Variable Bias) 등이 있다. 또한, 성장주 위주로 투자하는 펀드멘탈 그로우스 (Fundamental Growth), 가치주 위주로 투자하는 펀드멘탈 벨류 (Fundamental Value), 퀀트 모델로 투자하는 퀀트기법의 투자도 있다.

헤지펀드의 장점 중 하나가 투자에 제한이 없는 것이라는 점에서 전략의 분류는 편의상의 분류일 뿐 정확한 분류의 정의는 없다. 즉, 새로운 기법의 전략은 계속하여 생겨나고 있으며 운용자 입장에서는 그러한 새로운 것을 창출할 수 있다는 또 다른 매력이 있는 것이다.

2. 이벤트 드리븐 (Event Driven)

특정 이벤트로 야기되는 가격변동이나 가격이상을 이용, 대부분 주식시장을 기반으로 하고 있으나 채권(Bond)과 대출(Loan) 등 신용(Credit) 을 활용한 투자도 시행한다.

가. 머저 아비트라지 (Merger Arbitrage)

시장에서 인수합병 기회가 포착되면 인수사와 피인수사의 향후 주가 및 금리변동을 분석하여 각각 매수 또는 매도 포지션을 취한다. 흔히 대형사가 중소형사를 인수하는 경우가 많으므로 중소형사의 주가

상승을 염두에 둔 매수 포지션과 대형사에 대한 매도 포지션이 주를 이룬다. 한가지 투자자들이 오해하기 쉬운 부분은 가용한 동일 공개정보를 가지고 투자하며 미리 인수합병을 예측하여 투자하지는 않는다는 점이다. 따라서, 누구나 뉴스를 듣고 사고 파는 것은 할 수 있으나 관건은 언제 포지션을 청산하느냐에 따라 성패가 좌우되며 이를 위해서는 강력한 시장 및 개별 기업에 대한 분석 능력을 요한다. 인수합병 취소와 같이 만일 공표된 이벤트가 발생하지 않을 경우 가격 변동으로 인해 손실을 입을 수도 있다. 보통 신용경색을 보이는 시장에서 인수합병이 활발하게 진행되지 않을 경우 투자대상 (Pie) 이 감소하여 투자건수의 감소로 수익률이 저조해 질 수 있다.

나. 디스트레스드 (Distressed)

재정부실이나 부도 등으로 인한 회사의 부채에 주로 투자한다. 기업회생, 가격회복이 예상되는 기업의 부채인수, 회사채나 주식에 투자하여 투자등급으로 회복시 매도하여 이익을 추구한다. 부도를 증가시 투자 기회가 많아진다는 장점이 있으나 투자기업의 최종 부도시 손실이 발생할 수도 있는 양면성을 띄고 있으며 이익실현까지 상당기간이 소요된다는 단점이 있다. 일반적으로 PEF (Private Equity Fund) 와의 차이는 PEF는 주요 주주가 될 수준의 주식 및 부채를 인수하여 경영권을 행사, 회사의 구조조정을 통해 이익을 극대화 한 후 빠져나오는데 반해 본 전략은 주요 주주가 아닌 단순 투자자로 참여하는 것이 일반적이다. 따라서 PEF보다는 유동성이 높다고 볼 수 있다.

다. 기타 (Special Situation, Credit Arbitrage, Activist)

M&A나 디스트레스드 상황뿐만 아니라 일시적인 호재나 악재 등과 같은 특정한 상황을 이용하여 포지션을 구축하였다가 청산하는 스페셜 시추에이션 (Special Situation), 신용시장에서 신용 스프레드 (Credit Spread) 의 이동과 상관관계를 분석하여 자본가치의 상승과 하락에 투자하는 Credit Arbitrage, 지분 구조가 취약한 기업의 지분을 일정수준 매입하여 그린메일(Green Mail) 을 통해 회사의 경영권을 위협, 회사의 가치를 상승하게 하여 주가상승시 빠져나오는 주주행동주의 전략인 액티비스트 (Activist) 등이 이벤트 드리븐 전략에 속한다.

3. 래리티브 밸류 (Relative Value)

차익거래 (Arbitrage) 를 기본으로 하며 특정 국가 내 또는 각국의 금융상품의 불합리한 가격에서 이익을 추구한다. 적정가격과 과거의 추이에서 벗어난 증권의 스프레드 (Spread) 를 찾아 소폭의 스프레

드 차이를 극대화하기 위해 대개 타 전략대비 높은 레버리지를 사용하며 대부분 채권 (Fixed Income) 부문의 차익거래 전략이 이에 속한다.

가. 픽스드 인컴 아비트라지 (Fixed Income Arbitrage)

주식시장에서 저평가, 고평가 종목을 찾아 매수 / 매도를 하듯이 저평가, 고평가 되어 있는 금리를 찾아 매수 / 매도를 한다. 다만 그 투자대상이 무엇이나에 따라 국채 (Sovereign), 회사채 (Corporate), 자산유동화(Asset Backed), 지방채 (Municipal Bond) 차익거래로 구분한다. 거래 유동성 확보와 신용위험, 이자율 변동위험을 헤지하기 위해 순수채권 외에 스왑시장, 스왑선 상품 등 각종 신용관련 파생상품을 매매하기도 하여 투자자들이 해당시장에 대한 정확한 이해가 없다면 포지션에 따른 효과 및 리스크 관리가 어렵다는 단점이 있으며 평소에 안정적인 성과를 보이거나 높은 레버리지 사용에 따른 부담이 상존한다.

나. 컨버터블 아비트라지 (Convertible Arbitrage)

저평가된 전환사채 (Convertible Bond) 를 매입하여 정상가격 회복시 매도하는 방법과 주식으로 전환하여 주식시장에서 적정가격에 매도하여 수익을 내는 방법이 있다. 따라서, 개별 종목에 대해 채권투자에 필요한 신용분석과 주식투자에 필요한 종목분석 능력을 동시에 요한다. 해당 기업이 부실해 진다면 채권과 주식가치는 하락하게 되므로 전환사채 매입시 주식매도를 통해 헤지 포지션을 구축해 놓는다.

다. 기타 (Real Estate, Volatility, Yield Alternative)

래리티브 밸류 (Relative Value), 상대가치 차익거래는 상대적으로 동일한 가치를 보여야 함에도 불구하고 다른 가격을 보이는 경우를 타겟으로 한다. 최근 그 투자대상은 부동산 시장 (Real Estate) 까지 확대되었으며 다양한 파생상품의 출현으로 직접 주식, 채권시장에 투자하지 않아도 해당 시장의 변동성 (Volatility) 과 이자 (Yield) 에만 투자할 수 있는 영역까지 확대되고 있다.

4. 매크로 (Macro)

거시 (Macro) 분석을 기초로 국가간 주가, 금리, 환율, 상품 (Commodities) 가격 등 가격괴리와 방향성에 초점을 두고 매매한다.

가. 글로벌 매크로 (Global Macro)

전 세계 경제변화의 효과를 예측하여 이익을 추구한다. 정부의 정책결정에 따른 주식, 금리, 환율, 상품시장의 파급효과를 예측하며 사람에 의해 운용되는 디스크레셔너리 매크로 (Discretionary Macro) 와 시스템에 의해 운용되는 시스템매틱 매크로 (Systematic Macro) 로 구분된다. 시스템 펀드는 역사적 상관관계 및 성과를 이용하여 시스템을 구축, 고도의 수학적, 기술적 분석이 필요하다.

나. 매니지드 퓨처스 (Managed Futures, CTA)

선물시장을 이용하여 투자하므로 매니지드 퓨처스라 불리운다. 대개 전세계 다양한 선물시장에 분산 투자 하는데 가격 움직임 즉, 트렌드를 추종하는 트렌드 팔로잉 (Trend Following) 과 많은 횡수의 매매를 반복함으로써 가격회귀 본능에 따라 매매하는 넌-트렌드 팔로잉 (Non-Trend Following) 이 있다. 드물게 사람이 운용하는 경우도 있으나 대개 시스템에 의해 운용되므로 시스템매틱 다이버시파이드 (Systematic Diversified) 또는 씨티에이 (CTA, Commodity Trading Advisors) 로 부른다.

다. 기타 (Commodity, Currency, Active Trading)

선물시장 중 상품 (Commodity) 에만 투자하는 커머디티 펀드와 외환시장에만 투자하는 커런시 (Currency, FX) 펀드, 사람에 의해 활발하게 투자하는 액티브 트레이딩 (Active Trading) 이 있다. 선물시장의 늘어난 거래량과 변동성은 주식시장뿐만 아니라 상품시장에서의 초단타 매매 (High Frequency Trading) 를 가능하게 하였다.

5. 기타

이머징 마켓 (Emerging Market) 에 대한 투자 비중이 높아지면서 운용전략과 무관하게 이머징 마켓은 하나의 전략군으로 분류되고 있으며 최근 상대적으로 미국, 유럽시장 대비 경제 펀드멘탈 훼손이 덜한 이머징 마켓 지역에 대해 헤지펀드의 투자지역 분산 및 수익률 경쟁과 맞물려 투자가 증가 하고 있다. 트랙 레코드 (Track Record) 3년 미만 혹은 고수익을 추구하는 신생펀드를 뜻하는 아카데미 (Academy) 전략, 투자대상 및 운용방법이 참신하고 독립된 특이 전략을 구사하는 이디오신크래틱 (Idiosyncratic) 등 여러 전략이 계속하여 출현하고 있으며 앞선 전략들을 섞어서 운용하는 멀티 스트래티지 (Multi-Strategy) 전략, 여러 개의 펀드에 분산투자하는 펀드 오브 헤지 펀즈 (Fund of Hedge Funds) 도 있다.

이처럼 헤지펀드는 이미 발전된 시장이기도 하지만 전략적으로도 계속하여 진화하고 있다.

Ⅳ. 헤지펀드의 투자 효용성

1. 분산투자의 중요성

펀드를 투자하는데 있어 중요한 것 중 하나는 투자 타이밍이다. 아무리 우수한 펀드라도 시황과 맞지 않는다면 수익을 내기 어렵다. 그런데 문제는 개별 펀드에 대한 투자 타이밍을 생각해 볼 수는 있어도 전체 포트폴리오는 투자 타이밍이란 것이 없다. 즉, 특정 기간 동안 특정 펀드 또는 특정 자산의 수익률이 월등할 수는 있어도 규모가 큰 회사 전체 포트폴리오를 액티브하게 운용하는 것은 쉽지 않은 일이다.

이를 해결하기 위한 방법으로 그 동안 주식과 채권이라는 두 투자대상에 이 둘을 제외한 투자대상을 대체투자라 하여 투자하여 왔다. 그러나, 여기에는 회피할 수 없는 문제가 있으니 주식시장이 좋을 때에는 큰 문제가 없으나 하락장에서의 손실이 너무 크게 느껴진다는 것이다. 반면 높은 채권비중으로는 저금리시대에 적절한 수익 유치가 어렵다. 즉, 꾸준히 주식과 채권 중간 수준의 중위험 중수익을 낼 수 있는 상품이 있다면 투자자들은 굳이 주식과 채권에 투자할 필요가 없을지도 모른다. 헤지펀드는 이러한 투자자 니즈 (Needs) 에 가장 가깝게 포트폴리오를 설계할 수 있다는 장점이 있다.

뛰어난 시장 전망 능력과 선형적인 판단을 기초로 특정 자산을 적절히 선정하는 것은 실제 현실에 적용하기에는 거의 불가능하다. 결국 글로벌 거시 경제 분석에 기초한 자산 배분을 통해 포트폴리오를 구성하게 되는데 여기에는 예상치 못한 자산 가격의 변동이라는 변수가 있다. 따라서, 헤지 전략이 병행되어야 하는데 헤지펀드의 공매도 (Short Selling) 활용은 이러한 헤지 실행을 위한 우수한 전략이 될 수 있다.

[표 1.2] 분산투자 효과

구 분	연평균수익률	연평균변동성	누적수익률
KOSPI	8.63 %	26.20 %	82.88 %
KOSPI + 헤지펀드	7.59 %	14.70 %	113.16 %
S&P 500	-0.29 %	16.09 %	-17.04 %
S&P 500 + 헤지펀드	3.13 %	10.11 %	35.61 %
헤지펀드	6.55 %	6.08 %	109.65 %

주1) 2000.1 ~ 2011.8

2) 헤지펀드 : CS/Dow Jones Hedge Fund Index

표 1.2. 와 같이 헤지펀드를 주식과 함께 투자할 경우 뛰어난 변동성 통제로 위험조정 능력을 향상시킨다. 10년간 투자결과를 들여다보지 않는 한 투자자는 불어나는 손실을 쳐다만 보고 있을 수는 없을 것이다. 즉, 아무리 연평균 수익률이 높다고 하여도 변동성이 높을 경우 수익과 손실 폭이 크다는 것으로 결코 마음 편한 투자가 이루어질 수 없다. 결국 헤지펀드 투자는 주식대비 변동성을 낮게 유지시켜 줌으로써 하락장에서의 손실을 제한, 장기 안정적 성과를 달성할 수 있게 투자를 유지시켜 주며 빠질 때 덜 빠진다는 의미는 누적수익률을 더욱 크게 만들 수 있는 힘의 원천이다.

2. 장기성과의 필요성

보험사는 보험계약자산과 투자자산간의 만기 듀레이션을 매칭시키기 위해 장기투자를 선호하게 되고 연기금은 아예 만기라는 것이 없다. 계속하여 지속적으로 운용을 하는 것이지 특정 시점에서 청산되는 자산이 아닌 것이다. 즉, 기관의 자산은 지속가능한 운용이 이루어져야 하므로 안정적으로 꾸준한 수익을 창출하는 것이 매우 중요한 목적이 되었다. 개인의 노후준비에 대한 관심 또한 높아져 개인투자자도 장기 안정적 수익을 원하게 되었다.

금융위기 이후 각 자산간의 상관관계가 높아져 분산투자의 효용성이 낮아지고 글로벌 경제의 상황 변화 주기는 더욱 잦아지고 있다. 헤지펀드 역시 금융위기 당시 각 전략간의 높아진 상관관계로 인해 전략간의 분산효과가 낮아진 것은 사실이나 그렇다고 장기적으로 투자해야 하는 투자자 입장에서 분산투자는 효과가 없다고 할 수는 없을 것이다. 장기 안정적 성과를 원하는 투자자에게 단기 시황 예측은 무의미하며 장기 시황 예측은 가늠하기 어렵다는 점에서 하락장에서의 방어력으로 인해 헤지펀드를 편입한 전체 포트폴리오는 변동성을 통제하여 장기 안정적 성과 달성에 기여할 수 있을 것이다.

V. 헤지펀드의 리스크와 관리방안

헤지펀드에 있어 리스크의 종류는 상당히 광범위하다. 이는 일반 뮤추얼펀드가 갖고 있는 동일한 시장위험과 더불어 레버리지와 공매도에 대한 위험 등 추가적인 운용리스크와 운용에 수반되는 제3자 위험 (Third Party Risk), 그리고 운용 외적인 경영리스크가 상존하고 있다.

1. 리스크의 종류 및 관리

가. 운용위험

전략별로 헤지펀드의 시장위험은 어느 시장에 얼마만큼 노출 (Exposure) 되어 있는가에 따라 위험수준의 차이는 있으나 기본적인 시장위험은 뮤추얼펀드와 동일하다. 따라서 시장위험 판단은 뮤추얼펀드와 마찬가지로 투자자의 시장 전망과 해당 헤지펀드의 시장 노출 정도에 따라 판단할 수 있다.

[표 1.3] 전략별 주요 시장위험⁴⁾

구 분	주식시장	채권시장	상품시장	외환시장
주식롱숏	○	×	×	×
이벤트 드리븐	○	△	×	×
래러티브 밸류	×	○	×	△
매크로	△	○	○	○

시장위험과 마찬가지로 뮤추얼펀드와 헤지펀드는 모두 운용상에 매니저 위험 또는 운용사 위험을 갖고 있으며 이는 매니저의 판단과 결정이 잘못되어 운용손실을 기록할 위험이다. 다만 헤지펀드는 투자 제한이 없어 특정 섹터나 특정 종목에 대한 투자비중을 높게 가져갈 수 있어 경우에 따라 더 큰 수익이나 더 큰 손실을 가져올 확률이 높다.

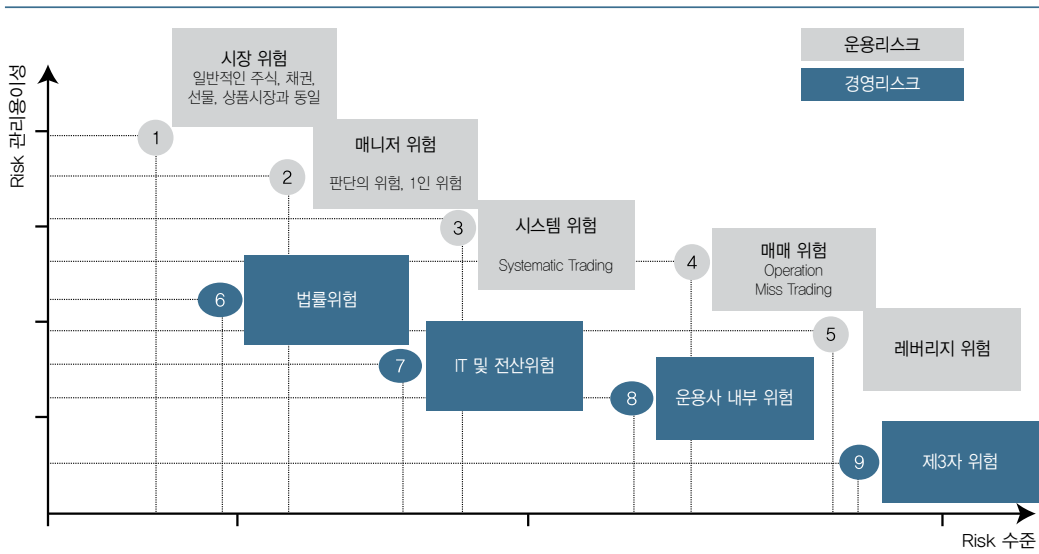
레버리지 위험은 갑작스러운 시황 변동에 따라 위험이 가중될 수 있으므로 리스크 수준은 높은 반면 관리는 용이하지 않다. 따라서 레버리지 사용에 대한 전략별, 펀드별 사용 수준을 인지한 상태에서 평균 레버리지 사용 수준을 초과하는지 여부에 대한 점검을 통해 위험 관리가 이루어져야 한다.

4) 기호 (○×△)가 절대적인 수준을 뜻하지는 않는다. 즉, × 의 의미는 해당 위험이 작다는 것이며 위험이 전혀 없다는 것을 의미하지 않는다.

나. 경영위험

운용 외적인 영역에서 발생하나 펀드 수익률에 영향을 끼칠 수 있는 경영위험은 법률위험, 전산위험, 내부위험, 제3자⁵⁾ 위험 등이 있다. 비공개, 비공시 원칙이 적용되는 사모 헤지펀드는 공모펀드보다 모델 헤저드의 위험에 노출되어 있으며 이 경우 큰 손실로 이어지는 경우가 많아 최근에는 이들에 대한 관리를 위해 오퍼레이션널 듀 딜리전스 (Operational Due Diligence) 가 강화되고 있는 추세이다.

[도표 1.2] 헤지펀드의 리스크



다. 리스크 관리

헤지펀드에 있어 사후 관리는 사전 투자 준비만큼이나 중요하다. 주식형, 채권형 뮤추얼 펀드의 경우 시황변화에 따라 당일 환매 신청이 가능하다. 그러나, 헤지펀드는 환매신청시기가 특정되어 있어 상황에 따른 즉각적인 대응이 어려우므로 사후 관리를 통해 발생 가능한 위험을 지속적으로 통제하는 일이 매우 중요하다.

5) 제3자 (Third Party) 는 헤지펀드와 관련이 있는 수탁사, 사무수탁사, 회계법인, 평가사, 법률법인 같은 서비스 프로바이더 (Service Provider) 와 프라임 브로커 (Prime Broker), 거래 증권사나 브로커 등 거래 상대방을 뜻한다.

[표 1.4] 주요 사후관리 항목

구 분	내 용
일일관찰항목	시황점검, 싱글헤지펀드와 미팅 및 컨퍼런스 콜
주간관찰항목	추정 기준가 점검, 인덱스 및 피어그룹과 비교
월간관찰항목	최종 기준가 점검, 운용보고서 분석, 리스크 수치 점검
수시관찰항목	듀 딜리전스 업데이트, 이벤트 점검

리밸런싱 (Rebalancing) 은 현재의 포트폴리오를 시황변화 및 투자중인 펀드의 이상 유무에 따라 교체하는 행위이다. 미리 정해 놓은 위험한도를 기준으로 투자자는 미리 스트레스 테스트를 통해 리밸런싱 기준을 설정해 놓는 것이 필요하다. 실제 투자시에 헤지펀드가 투자내역을 투자자에게 정확히 공개하지는 않으나 스트레스 테스트를 위한 시장별, 섹터별 투자비중 정도는 수령할 수 있으며 이를 이용해 자체적으로 테스트를 실행해 볼 수 있다.

2. 실사방안 (Due Diligence)

가. 실사의 정의

국내에서는 듀 딜리전스 (Due Diligence) 라는 용어를 ‘실사’ 라는 말로 표현하고 있다. 사전적 정의를 살펴보면 듀 (Due) 는 ‘당연히 받아야 하는 것’, ‘당연히 치러져야 하는 것’, 딜리전스 (Diligence) 는 ‘주의’ 또는 ‘의무’로 해석되어 진다. 따라서, 듀 딜리전스 (Due Diligence) 라 함은 ‘당연히 기울여야 할 주의’, ‘상당한 주의’ 정도로 이해할 수 있겠다.

나. 실사의 목적

헤지펀드 투자자들 또는 펀드 오브 헤지펀즈 (Fund of Hedge Funds) 들은 헤지펀드에 투자하기 전에 해당 운용사를 방문, 실사 과정을 거치고 있다. 실사라는 용어의 범주는 광범위하여 실제 현지를 방문하여 수행하는 현장 실사와 듀 딜리전스 퀘스처내어 폼 (Due Diligence Questionnaire Form)⁶⁾ 이라는 서류 분석을 통한 서면 실사로 구분할 수 있다. 현장실사는 주식 투자시 운용역이 기업을 탐방하는 것과 유사하며 서면실사는 기 작성된 리포트나 사업보고서, 감사보고서 등을 통해 기업을 분석하는 것과 유사하다고 할 수 있다.

6) 흔히 이를 줄여 디디큐 폼 (DDQ Form) 이라 칭한다.

실사의 목적은 투자를 위한 사전 투자분석 행위이나 적극적인 사전 리스크 관리의 한 형태이기도 하다. 헤지펀드는 시장위험과 더불어 외부에는 잘 알려지지 않은 해당 운용사의 내부요인에 의한 리스크도 상존하므로 정량적 평가 뿐만 아니라 정성적 평가가 중요한 투자 판단요소로 작용할 수 있기 때문이다.

다. 실사 프로세스

실사는 실제 현지방문을 통해 많은 실사경험을 쌓을수록 보다 많은 정보를 얻을 수 있다. 실제 실사를 수행하기 전에 디디큐 폼과 같은 실사 양식 검토를 수행하는데 실사 양식에는 회사현황 및 투자철학, 투자 프로세스 및 투자 스타일, 포트폴리오 구축 및 리서치 방법, 리스크 관리, 운영리스크 요인, 정보의 제공범위 등 해당 헤지펀드 운용사와 펀드에 대한 많은 정보를 내포하고 있다. 이러한 사전 실사 양식에 대한 철저한 점검은 물리적, 시간적으로 제약이 따르는 현지 실사에서 제한된 시간 내에 보다 많은 정보를 얻을 수 있게 해준다.

실제 실사 수행을 할 경우 어떻게 실사를 하겠다는 방안을 계획한다. 실제 실사시에는 문서나 유선으로 확인할 수 있는 자료보다는 실제 눈으로 확인해야 하는 각종 시스템 점검을 주 목적으로 한다. 또한, 국내에서 주로 만나게 되는 마케팅 인력보다는 평소 대면하기 어려운 운용자와 리스크 관리자 위주의 인력을 만나도록 한다.

VI. 국내 헤지펀드 현황

1. 투자 동향

국내에서의 헤지펀드 투자는 대개 기관에 의한 직접투자나 국내 운용사를 통한 사모펀드를 통해 투자되어 왔기 때문에 전체 투자 규모에 대한 정확한 통계가 없다. 하지만, 굳이 국내에서의 헤지펀드 역사를 따지자면 2000년대 초반으로 거슬러 올라가 볼 수 있다. 당시에는 지금처럼 외국의 유명 헤지펀드들이 국내에 많이 알려지지 않은 상황이라 소수의 투자자에 의해 소수의 펀드들에 투자되었었으며 그 규모가 크지는 않았다.

2003년 국내 두 곳의 운용사가 출시한 국내 사모 재간접 헤지펀드는 1조원이 넘는 판매가 있었고 글로벌 헤지펀드 시장이 최고조에 이르던 2007년말에 국내 시장도 약 3조원 규모의 투자가 있었던 것으로 추산된다. 그동안 절대수익형 상품이 많이 선보였지만 결과는 같았다. 그 결과란 바로 투자자들의 실망이었다. 흔히 절대수익형이라고 하면 항상 수익이 나는 것으로 생각하였고 지금보다 금리가 높았던

시절에 연 5% 가 안되었던 절대수익형 상품의 성과는 기대보다 낮았다. 어찌보면 헤지펀드는 급한 한국인의 성격과 잘 맞지 않는다. 오를때 덜 오르고 빠질때 덜 빠짐으로 인하여 장기 투자시 안정적인 연 평균 수익률을 달성하는 것을 목표로 이에 맞는 펀드를 선별하여 투자해야 함에도 불구하고 이른바 헤지펀드를 고수익을 추구하는 수단으로 활용하기 때문에 단기성과에 답답함을 느끼는 것이다. 따라서, 이러한 투자자의 마인드를 변화시킴으로써 헤지펀드를 1회성 투자가 아닌 장기투자자로 유도하려는 관계자들의 노력이 중요하다.

2. 한국형 헤지펀드

기존 헤지펀드에 ‘한국형’이라는 이름을 붙여 한국인의 정서에 맞춰 운용과 관리상에 제한을 두어 불안 요소를 배제하고 추진되고 있는 한국형 헤지펀드는 국내 금융시장의 변화를 불러올 것으로 예상하고 있다. 금융당국이 제시한 기본 요건을 충족하는 회사에 한하여 프라임 브로커와 헤지펀드 운용사에 대한 자격을 부여하고 관리가 가능한 헤지펀드 시장을 시작해 보려는 취지이다.

이러한 통제가 자유로운 헤지펀드에 제약을 둬으로써 헤지펀드 운용이 원활하지 않을 것이라는 우려에도 불구하고, 아직 헤지펀드에 대한 정확한 이해가 부족한 국내시장에서 이러한 제약은 초기단계에서 필요한 조치로 보인다. 다만, 시장에 무리 없이 헤지펀드가 정착된다면 그 제약은 단계적으로 완화될 것으로 예상된다.

3. 헤지펀드 전략의 국내 활용도

가. Equity Hedge

초기 한국형 헤지펀드는 국내 주식 롱숏 펀드가 주를 이룰 것으로 예상되며 마켓 뉴트럴과 롱바이어스가 혼재된 모습을 보일 것이다. 초기 규모가 작을 경우에는 수익률 경쟁으로 인해 롱숏을 넘나드는 버라이어블 바이어스로의 시도도 예상된다.

[표 1.5] Equity Hedge 전략의 국내 활용도

세부전략	국내 시장요건	국내 활용도
Equity L/S	* 기존 주식시장을 활용, 매매가 용이 저평가 매수, 고평가 매도로 단순해 보이나 시장 View 에 따른 Exposure 조절이 성패를 좌우함. Short 포지션은 수익을 위한 것이 아니라 Hedging 을 위한 것이라는 보수적 관점이 필요. 따라서 항상 Long Bias 되어 있어야 함.	○
Market Neutral	* 많은 Pair 를 구성하기 어려움 포트폴리오를 최대한 Neutral 하게 구성하기 위해서는 Pair 가 많을수록 유리하나 국내 대형주 위주로 Pair 를 구성할 경우 생각보다 Pair 수가 많지 않으며 Short 종목의 제한 등으로 적절한 포트폴리오 구축이 어려울 수 있음. 이중업종간 Pair 를 구성하는 것은 리스크가 증가하여 선호되지 않음. (양방향 손실 위험)	△
Long Bias	* 기존 Long only 매니저가 수행하기 가장 쉬운 전략 평소 Long only 와 유사한 수준의 포지셔닝을 구축. 특별한 시장 악재 출현 시 선물매도를 통한 Hedging 을 실행. Equity L/S 이 특정 업종과 종목에 대해 현물로 Hedging 을 한다면 Long Bias 는 시장에 대한 Hedging 을 추구.	○
Short Bias	* Short Bias 운용경험이 없어 익숙하지 않음 고평가된 종목만으로 Short 포지션을 구축, 이론상 간단해 보이나 경험상 쉽지 않음. 국내 대차비용 예상시 지속적인 Short 포지션 보유는 특정한 하락장 외에는 수익획득에 불리함. 상승장에서 선물매수로 Hedging 함.	×
Variable Bias	* 투자자가 가장 원하는 형태이나 이상에 괴리가 있음. 시황에 따라 Long 과 Short 의 비중이 극단적으로 움직일 수 있으나 View 가 항상 정확할 수 없어 한번 시황과 반대로 움직일 경우 단기성과에 큰 타격을 주고 변동성이 확대될 수 있어 Track Record 에 오점을 남길 수 있음.	△
130/30	* 단기수익에 얽매이지 않고 장기 수익을 추구하기에 용이하며 운용이 간편함. 투자금의 100% 로 Index Long 포지션을 구축, 레버리지를 활용하여 30%를 개별종목 Long, 30% 를 개별종목 Short 으로 구성. Net Exposure 는 100%, Gross Exposure 는 160% 가 됨. Index 로 시장 베타수익을 추종하면서 개별종목으로 알파를 추구. 장기투자를 하는 연기금에 적합하나 하락장에서도 Index Long 포지션을 안고 가는 부담이 있음. 전통적인 헤지펀드 전략으로 인정하지는 않으며 헤지펀드 전문운용사에서는 실행하지 않고 주로 일반운용사들이 실행.	○

나. Event Driven

국내에는 본 전략을 수행할 만한 충분한 크기의 시장이 형성되어 있지 않아 이벤트 드리븐 만을 전문으로 하는 펀드 보다는 주식 롱숏 전략에 본 전략이 일부 가미되는 형태의 펀드 운용이 예상된다.

[표 1.6] Event Driven 전략의 국내 활용도

세부전략	국내 시장요건	국내 활용도
Merger Arbitrage	* 대형 M&A 가 많지 않아 본 전략만으로 단독운용은 쉽지 않음. M&A 건수가 많아야 수익 기회도 많아지며 전세계 M&A 딜 규모는 2010년 약 2,500조원, 시장이 최고조였던 2007년에는 약 4,500조원이었으나 국내에는 거래금액 1조원 이상 M&A 딜이 1년에 한두차례 정도에 불과하여 시장참여 기회가 적어 포트폴리오 구성이 어려움.	×
Special Situation	* 국내외 특정이벤트를 활용하므로 매매가 용이. 때로는 단기가 트레이딩하는 기민성을 요하며 때로는 장기 이벤트를 활용할 줄 아는 안목이 필요함. 이벤트 발생 후 시장과 종목의 방향성 예측과 보유기간 즉, Exit Timing 에 따라 성패가 좌우됨. 국내 이벤트 뿐만 아니라 해외 이벤트에 따라서도 국내 시장이 움직이므로 활용 가능한 국내외 이벤트는 상존.	○
Distressed	* 국내에는 부실자산에 투자하는 것 자체에 대한 거부감이 있음. 회생가능하다고 판단되는 부실기업의 자산에 투자하나 기업, 업종불황 외 국가 리스크도 있어 국내의 부실기업에만 투자할 경우 업종별, 기업별로 분산투자한 다 할지라도 국가리스크가 집중되는 위험이 있음. 투자기업 중 회생하지 못하고 최종부도로 이어지는 경우 그 손실이 크다면 국내투자자는 이를 일반적인 시장손실과 동일하게 인식하지 않으며 회생이 어려운 부실자산에 투자했다는 책임소재를 따질 가능성도 있음.	×
Activist	* 국내 정서에 맞지 않음. 대형 연기금 등 특정 기업에 대한 대량지분을 보유하고 있는 곳도 주총에서의 의결권 행사에 조심스러운 상황에서 펀드가 회사의 경영에 대해 적극적인 참여가 어려움.	×

다. Relative Value

투자 대상이 거래가 활발한 국채, 통안채에 국한될 수 있고 레버리지 사용에 대한 제한과 거부감으로 이벤트 드리븐 전략과 마찬가지로 기존의 래리티브 밸류 전략이 아닌 채권형 펀드에 금리를 헷징하는 정도의 전략이 활용될 것으로 예상된다.

[표 1.7] Relative Value 전략의 국내 활용도

세부전략	국내 시장요건	국내 활용도
Fixed Income Arbitrage	* 건당 거래금액이 크고 레버리지 제한이 있음. 국채, 통안채 외 거래량이 많지 않아 차익을 기대할 수 있는 상대채권이 제한적. 일반적인 국내 채권의 건당 거래금액은 100억원 규모로 소액 거래시 수익률 불리. 헤지펀드에 대한 국내 최소 기대수익률 (약 10% 내외) 대비 한국형 헤지펀드의 레버리지 제한으로 적정 수익 창출이 용이하지 않음.	△
Convertible Arbitrage	* 대형사의 CB 발행이 최소화. 코스닥 기업의 CB 발행은 간혹 있으나 대기업의 CB 발행이 많지 않으며 발행이 있더라도 시장에서 거래되지 않고 최초 투자자들이 Buy & Hold 하고 있어 본 전략을 수행할 적절한 CB 자체가 절대적으로 부족함.	×

세부전략	국내 시장요건	국내 활용도
Volatility Arbitrage	* 변동성 차익에 대한 생소함, 옵션에 대한 막연한 두려움. 새로운 모델 개발이 필요. 투자자의 인식 부족과 로직에 대한 투명하고 명쾌한 설명이 어려울 수 있음.	×
Fixed Income Asset Backed	* 부동산 경기 침체 및 유동성 부족 ABS 와 MBS 의 발행이 감소하고 국내에는 발생된 ABS, MBS 가 시장에서 트레이딩이 활발하지 않아 유동성이 부족하며 중도매각시 매도자는 불리한 금리에 매도하는 경우가 많음. 기초자산에 대해 평가가 자주 발생하지 않아 NAV가 거의 변동하지 않는 경우도 있어 밸류에이션의 신뢰문제도 발생.	×

라. Macro

인력과 비용이 많이 들 수 있으며 투자 대상이 국내 시장에 머물 경우 본 전략이 갖고 있는 특성을 잘 살리기가 어려울 것으로 보여 시험적으로 운용될 수는 있으나 투자증가는 제한적일 것으로 예상.

[표 1.8] Macro 전략의 국내 활용도

세부전략	국내 시장요건	국내 활용도
Discretionary Global Macro	* 거시 View 에 정통하고 신망받는 Economist 보유시 유리. 전 세계 경제를 전망할 수 있는 인력과 주식, 금리, 상품, 외환 등 각 영역별로 시장을 제대로 읽을 수 있는 전문인력이 필요. 분야별로 너무 많은 고급인력이 필요함. 단순히 외부 리서치 자료를 활용하여 운용할 수 있으나 투자자들이 이를 인정해 주느냐가 관건. 전 세계 모든 시장을 대상으로 운용할 경우 24시간 운용체계를 구축해야 함.	△
Systematic Global Macro	* 초기비용 과다 Discretionary 와 같이 View 에 정통한 인력들이 있어야 하며 트레이딩만 Rule 에 따라 움직이게 시스템 설계. 시스템 트레이딩은 어느 정도 수준의 시장 분산이 이루어져야 안정적으로 운용될 수 있으나 국내물 만으로는 이러한 효과를 기대하기에 무리가 있으며 해외물 추가시 많은 시스템 구축비용과 시스템 관리 인력이 필요함. 초기 인력 및 시스템 투입비용이 높으나 경쟁력을 갖추기 까지 상당한 시간이 소요됨.	×
Systematic CTA	* Black Box 가 있는 해외 CTA 펀드의 추종이 어려움. CTA 들의 시스템 기법이 공개되지 않아 추적을 통한 새로운 시스템 개발이 필요하나 이러한 시스템이 시장에 잘 적용되는지에 대한 검증기간이 필요. 투자자의 신뢰를 얻기까지 오랜 시간이 필요함. 투자대상을 국내선물로 한정할 경우 동일 방향성 위험이 있으며 타국가로 확대할 경우 비용이 증대되며 24시간 운용체계 구축이 필요.	△
Currency, Commodity	* 외환 및 상품을 전문으로 트레이딩 하는 펀드가 거의 없어 마케팅에 유리 높아진 변동성으로 Buy & Hold 보다는 적극적인 트레이딩을 통한 외환 및 상품 투자 Needs 가 있으나 국내에 이러한 펀드가 없어 투자 다변화를 원하는 틈새시장 공략에는 유리. 기존 국내주식 투자자가 국내주식 L/S 에 투자하지 않을 수도 있으나 외환, 상품은 분산투자나 헷징차원에서 투자할수도 있음. 다만 원/달러 등 특정 통화 뿐 아니라 여러 국가의 통화와 상품에 분산이 필요하므로 결국 Macro View 의 분석과 선택이 중요.	△

마. 예상되는 한국형 헤지펀드의 전략 및 운용방향

결국 Equity L/S, Equity Long Bias, Variable Bias, 130/30 그리고 이들을 혼용한 Multi-Strategy Equity 등 주식 관련 전략이 주류를 이루는 가운데 Event Driven Special Situation, Discretionary Global Macro, Systematic CTA Style, Currency, Commodity Trading, Fixed Income Arbitrage 와 같은 전략들이 출현할 수 있으며 특정 전략보다는 여러 세부전략을 동시에 구사할 것으로 예상된다. 즉, 초기에는 100% 순수 Equity L/S 이 아닌 세부전략 혼합형이 주류이나 결국 장기적으로는 특정전략에 대해 전문화 되어야 하며 투자지역도 이에 맞게 확대되어야 할 것이다.

운용은 단순히 수익을 목표로 이루어지는 것이 아니라 투자자가 헤지펀드에 투자하는 이유에 부합하여야 한다. 즉, 투자자가 왜 헤지펀드에 투자하려고 하는지를 파악하고 이에 맞게끔 운용을 해야 한다는 뜻이다. 모든 투자자의 니즈가 동일하지 않으므로 펀드들도 동일한 목표로 운용될 수는 없으나 일반적인 헤지펀드의 운용방향은 다음과 같다.

[표 1.9] 헤지펀드의 운용방향

구 분	내 용
분산투자	다른 자산과 결과나 방향성이 중복되지 않도록 포트폴리오를 설계해야 함.
낮은 상관관계	분산투자 효과를 위해 기존자산과의 낮은 상관관계를 갖도록 노력해야 함.
절대수익추구	상대수익이 아닌 절대수익을 추구해야 함 단, 절대수익이라함은 절대적으로 수익을 낼 수 있다는 의미는 아님.
장기안정적 수익	단기 시장 아웃퍼폼이 아닌 장기 시장 아웃퍼폼이 되도록 해야 함.
낮은 변동성	기존 자산대비 낮은 변동성을 유지하도록 해야 함

헤지펀드에 투자하는 전 세계 투자자들이 바라는 수익률은 연 8~10% 수준이다. 즉, 헤지펀드는 고위험 고수익 상품이 아니라 채권+ α 로 생각하는 것이 일반적이다. 그러나, 주식을 주 자산으로 투자하면서 채권+ α 를 추구하는 것이 맞는 것인가 라는 딜레마가 발생한다. 이는 투자자나 운용자나 선택의 문제이다. 연 8~10% 수준으로 안정되게 운용하는 전략을 취할 것인가 그래도 주식을 주 자산으로 한다면 연 15~20% 수준을 목표로 운용할 것인가는 운용사와 운용자의 헤지펀드에 대한 운용목표와 운용철학에 따라야 할 것이며 이를 위해 분명한 목표를 가지고 운용해야 한다. 투자자는 투자시 이러한 목표와 철학을 고려하여 투자하기 때문이다.

4. 국내 시장전망

한국형 헤지펀드가 출범하면 과연 성공할 수 있을 것인가에 대한 의문을 제기하는 사람들이 많다. 그러나 이는 너무 ‘한국형’이라는 문구에 신경을 쓰고 있기 때문인 것으로 보인다. 즉, ‘한국형’이라는 꼬리표는 초기단계에서 빠른 시일 내에 헤지펀드가 올바르게 자리매김할 수 있도록 하기 위한 조치로 이해하면 좋을 것 같다. 즉, 한국형 헤지펀드는 계속하여 ‘한국형’에 머무르지 않을 것이며 우리가 알고 있는 글로벌 헤지펀드와 차이가 없게 성장해 나아갈 것이다.

초기단계에 여러 시행착오를 겪을 수 있겠지만 최근 시장전망이 불명확하고 부침이 심해진 경제상황을 고려하면 충분히 많은 투자자들이 한국형 헤지펀드에 관심을 가질만 하다. 국내주식 룡숫만으로는 시장이 확대되기 어렵다는 전망도 있으나 최소한 국내주식에 투자하는 투자자들은 국내주식 룡숫만으로도 관심을 가질만 하다. 이 중 일부는 국내주식 룡숫으로 남을 것이고 일부는 글로벌 시장으로 확대를 꾀할 것이다. 살아남을 수 있느냐는 나중 문제이고 초기에 충분한 관심을 받으며 일정규모 이상의 투자는 이루어질 것이다. 그리고 한국형 헤지펀드에 만족하게 된다면 투자 전략과 시장의 다변화를 위해 투자자들의 관심은 자연스럽게 글로벌 헤지펀드까지 확대될 것으로 보인다.

Ⅶ. 맺음말

우리는 현재 은행예금 금리로는 물가상승률을 쫓아 갈 수 없는 실질금리 마이너스의 시대에 살고 있다. 따라서 많은 투자자들이 투자상품에 눈을 돌리게 되었다. 기본적으로 낮아진 금리 수준에서 채권형 상품은 투자자의 수익욕구를 충족시키기 어려우며 CP, 저축은행예금 등은 이미 불안한 투자수단으로 인식되었다. 이에 따라 연 5~8%의 수익률을 추구하는 투자자조차 어쩔수 없이 변동성이 큰 상품에 투자하게 된다. 그러나, 문제는 높은 변동성의 상품은 수익을 예측하기가 어렵다는 것이다. 또한 각 나라의 리스크 공유 즉, 일본대지진, 중동사태, 유럽국가의 신용위기 등 특정국가의 경제환경 변화가 전 세계 경제환경에 영향을 줌으로써 언제 발생할지 모르는 악재에 항상 노출되어 있다.

투자의 귀재라 불리는 워렌 버핏은 돈을 벌기 위한 첫 번째 명제로 ‘절대 돈을 잃지 말아라’ 라고 말하고 있다. 그리고 두 번째 명제로 ‘절대 첫 번째 명제를 잊지 말아라’ 라고 하고 있다. 즉, 돈을 벌기 위해서는 돈을 잃지 말아야 한다는 것이 그의 주장이다. 하지만 투자에 있어 절대 돈을 잃지 않기로 쉽지 않으며 세상에 돈을 잃을 위험이 없으면서도 원하는 수익을 얻을 수 있는 상품은 존재하지 않는다. 그

렇다면 우리가 할 수 있는 최선의 방법은 돈을 잃을 위험을 낮추면서 투자를 하는 것이 최선의 방법이라고 할 수 있다. 즉, 손실규모가 작아야 원금을 빨리 회복하고 이내 곧 수익으로 전환할 수 있는 방법이 생기는 것이다. 헤지펀드는 바로 이러한 투자자의 욕구를 충족시킬 수 있는 최상의 상품이라고 말할 수 있다. 물론, 헤지펀드는 여러 종류가 있으나 우리가 운용해야 할, 우리가 투자해야 할 헤지펀드는 바로 이런 모습이 되어야 할 것이다.

헤지펀드라고 하면 막연히 떠올리는 고위험 고수익을 바라는 시각이 아니라 위험을 줄인 장기 안정적인 투자로 생각하고 이에 적합한 헤지펀드를 선택하는 일, 이에 적합한 헤지펀드를 운용하려는 노력이 필요한 것이다. 우리는 가끔 대박난 헤지펀드에 대한 소식을 들을 때가 있다. 하지만 이는 주식 투자시 두배, 세배 수익을 거뒀다는 소식을 듣는 것과 같다. 즉, 부러움의 대상일지언정 우리에게 일어나는 일 상적인 모습은 아니다. 그리고 그러한 투자에는 분명 그만큼의 위험이 따를 것이다. 전 세계 헤지펀드에 투자하고 있는 투자자들은 대체로 연평균 8%에서 10% 수준의 수익률을 기대하고 있다. 즉, 헤지펀드는 단기 고수익이 아니라 제한된 손실위험을 견지하면서 장기적으로 투자를 유지할 수 있다면 그 어떤 투자보다 강력한 투자수단이 될 수 있다.

미국의 전설적인 펀드매니저인 피터 린치가 운용했던 마젤란 펀드는 13년간 2,700% 라는 놀라운 누적수익률을 기록하였다. 그러나, 이 펀드에 투자했던 투자자의 절반이 원금손실을 보았다는 유명한 일화가 있다. 이는 단기 성과에 영합하여 투자하고 단기 손실에 실망하여 환매한 투자자의 경우였던 것이다. 우리가 항상 시장을 이길 수는 없으나 투자하고 있는 펀드의 운용철학과 특성을 정확히 이해하고 있다면 어떠한 상황에서도 침착하게 대응할 수 있을 것이다. 이를 위해서는 운용자가 먼저 헤지펀드가 갖고 있는 장점을 충분히 인지하고 헤지펀드가 추구하는 본연의 투자원칙을 고수하고 지향하여 장기 안정된 성과를 실현할 수 있도록 최선을 다한다면 국내 헤지펀드도 글로벌 헤지펀드와 당당히 겨룰 수 있는 날이 오게 될 것이다. 결국 국내 헤지펀드 시장의 발전은 투자자에게 안정적인 수익을 제공함으로써 성공적으로 지속될 수 있을 것이며 운용자와 투자자가 모두 윈-윈 할 수 있는 모두가 바라는 시장으로 자리매김하기를 기대해 본다.

유럽의 국제증권결제제도

– Link up Markets, Euroclear, T2S를 중심으로

이 화 택 ¹⁾

한국예탁결제원 경영전략팀

연구위원



목 차

I. 서론

II. 유럽증권시장의 구조변화와 동인

1. 금융상품투자지침(MiFID)
2. 예탁결제기관의 규제원칙과 행동강령

III. 국제증권결제의 모델과 유럽적 해결방안

1. 링크-업-마켓(Link up Markets)
2. 유로클리어와 공동결제플랫폼

IV. 유럽통합증권결제시스템(T2S)

1. T2S의 배경과 경과
2. T2S개요와 결제엔진
3. T2S의 지배구조와 조직체계
4. T2S, 유로클리어, 링크-업-마켓의 상호관계

V. 시사점

1) 이 원고의 내용은 필자의 개인적인 견해이며 당원의 공식견해와는 다를 수 있음.

유럽의 국제증권결제제도

- Link up Markets, Euroclear, T2S를 중심으로

1. 서론

세계 각국에서는 자본시장의 일선업무와 후선업무를 담당하는 핵심 인프라 기관간의 국제적 통합과 협력을 통해 전 세계 투자자들과 자금을 공급하는 기관에게 보다 저렴하고 편리한 서비스를 제공함으로써 경쟁력을 강화해 나가고 있다.

일선업무(매매체결)와 관련해서는 유럽에서는 2000년대 들어서면서, 브뤼셀, 암스테르담, 파리, 리스본거래소와 런던 파생상품거래소(LIFFE)가 합병한 Euronext와 스톡홀름, 코펜하겐, 헬싱키 등을 통합한 북유럽거래소(OMX)가 출범하였다. 2007년에는 미국의 NYSE가 유럽의 Euronext를 인수하였고, 2008년에는 Nasdaq이 OMX와 통합을 완료하는 등 대륙간 통합으로 확대되었다.¹⁾

또한 경쟁력을 확보하기 위한 노력은 후선업무(청산, 예탁 및 결제)부문에서도 나타났다. 미국의 중앙예탁결제기관(Central Securities Depository, 이하 CSD)인 DTCC는 1999년부터 2003년까지 미국에서 5개의 개별예탁결제기관을 통합하여 후선업무중심의 지주회사를 만들었다.

유럽에서는 프랑스의 CSD(Sicovam SA)와 국제예탁결제기관(ICSD)인 유로클리어은행(Euroclear Bank)이 영국, 프랑스, 벨기에, 네덜란드 등 4개국의 CSD를 통합하여 Euroclear Group이 출범하였다.²⁾ 특히 최근에는 프랑스, 벨기에, 네덜란드의 CSD가 국경간 증권거래에 따른 국제증권결제를 유로클리어의 증권결제엔진에서 효율적으로 처리하고 있다.

다른 한편으로 독일의 예탁결제기관(Clearstream)과 스페인의 아이버클리어(Iberclear)가 주도하는 Link up Markets은 유럽에서 유로클리어 회원이 아닌 국가들이 모여 CSD간 연계를 통해 보다 효율적

1) 이러한 거래소의 통합배경에는 유럽과 미국에서 큰 반향을 일으키는 장외매매시장의 일종인 대체거래소(alternative trading system, ATS)의 성장이 있다. ATS는 정규거래소의 기능 중 매매·체결 등을 저비용구조로 대체해서 시장참가자에게 제공하는 다양한 형태의 시스템을 통칭한다. 정규거래소와 달리 주문수량, 호가 등 거래정보에 대해 익명성을 보장하면서 낮은 거래비용으로 대량매매를 우선하기도 하기 때문에 투자은행(IB), 자산운용회사 등 거래빈도가 높은 기관 투자자에게 인기가 높다. 대체거래소(ATS)는 ECN(Electronic Communications Network), MTF(Multilateral Trading Facility), PTS(Proprietary Trading System), Crossing Network 등으로도 불리며, 거래정보를 공개하지 않는 익명거래시장인 다크풀(Dark Pool)도 대체거래시스템의 일종이다.

2) 이후 Euroclear Group은 보다 확장되어 2011년 현재는 Euroclear Bank, Euroclear France, Euroclear Belgium, Euroclear Nederland, Euroclear Finland, Euroclear Sweden, Euroclear UK & Ireland로 구성된다. 보다 자세한 사항은 www.euroclear.com 참조.

으로 국제증권결제 처리하는 플랫폼이다.

또한 2011년에는 스위스 및 영국 금융당국은 범유럽에서 복수의 증권거래플랫폼에 대해 청산서비스를 제공하는 기관으로서 스위스 청산기관(SIX x-clear)을 승인했다. 이는 전자적 거래플랫폼을 이용하는 기관(자산운용, 투자은행, 브로커 등)들이 청산기관을 LCH.Clearnet, EuroCCP와 SIX x-clear 중 하나를 선택하여 청산할 수 있다는 것을 의미한다.³⁾

소위 ‘청산기관 선택제도’⁴⁾가 유럽에서 처음으로 채택된 것이다. 이러한 조치에 따라 상호이용성(interoperability)은 런던증권거래소(LSE)나 스위스증권거래소(SIX Swiss Exchange)와 같은 기존의 증권거래소를 넘어 대체거래소인(BATS Europe, Chi-X Europe)까지 확장하게 되었다.

이에 따라 영국과 스위스에서 활동하는 국제금융기관들은 청산기관을 선택할 여지가 많아져 관련 비용을 낮출 수 있게 되었다. 청산기관을 선택하여 이용할 경우 거래당사자들은 거래내역을 특정청산기관에 지정·통보하여 청산하게 된다.

미국과 유럽의 증권시장의 일선 및 후선인프라에서 진행되는 합병 및 통합경향의 가속화와 대체거래시스템이 급성장하게 된 배경에는 다음과 같은 규제완화가 자리 잡고 있다. 미국에서는 Regulation ATS(1998년) 등 관련규정이 만들어져 거래소간 경쟁을 촉진시켰다. 유럽에서는 유럽연합에서 실효성을 갖는 금융상품투자지침인 MiFID(Markets in Financial Instruments Directive, 2007년)가 도입된 이래로 거래소간 경쟁과 ATS(Alternative Trading System, 이하 ATS)가 빠른 속도로 성장하고 있다.

특히 금융상품투자지침(MiFID)은 유럽의 자본시장을 선진화시키고자 시장규제를 근본적으로 변경하고 있으며, 특히 거래소의 독점적 지위 체계에 구조적 변화를 야기하고 있다. 그 결과 정규거래소 이외의 거래플랫폼이 시장의 지위를 획득하게 되었으며, 최선의 체결원칙에 따라 정규거래소와 새로운 형태의 ATS 사이의 유동성 경쟁이 본격화 되고 있다.⁵⁾

본 논고는 최근 유럽에서 나타나는 후선인프라간의 경쟁 중 특히 **국경간 증권결제(cross-border settlement)** 또는 **국제증권결제**⁶⁾에 대한 실제적 연계방식 및 동향을 설명하고, 복수(자국거래소와 타국거래소)의 거래소에서 매매되고 청산된 결제지시가 어떠한 모델을 통해 보다 효율적으로 결제될 수 있는지 살펴본다. 이를 통해 국내에서도 복수거래소가 운영될 경우 예탁결제원의 역할과 위상을 제고하고 보다 효율적으로 결제업무를 수행할 수 있는 방법을 모색하는 계기로 삼고자 한다.

이하 본 논고는 다음과 같이 구성된다. 제II장에서는 유럽증권시장에 나타나는 구조적 변화의 동인과 영향을 살펴보고, 제III장에서는 유럽 각국 CSD가 국제증권결제를 위해 어떻게 CSD간 연계를 통해 구

3) Tom Steinert-Threlkeld, BATS Europe to Launch 'Preferred Clearer' Program, Securites Technology Monitor, 2011/5/20.

4) 한국예탁결제원, 해외증권예탁결제동향 vol. 34, 2011/2, p. 54-57.

5) 시장조사기관인 Celent사의 추정에 따르면, 2010년에 미국에서 BATS, Direct Edge 등의 ATS가 약 40%의 시장점유율을, 그리고 유럽에서는 Chi-X Europe(차이 엑스 유럽), BATS Europe, Turquoise 등이 약 25~30%의 시장점유율을 차지하고 있다.

6) 본고에서는 국경간 증권결제(cross border settlement)라는 용어를 가능하면 국제증권결제로 통일하여 사용한다.

현했는지를 알아보고자 한다. 구체적으로 링크-업-마켓모델과 유로클리어의 통합결제시스템에 대해 보다 상세히 분석하고자 한다.

제IV장에서는 유럽중앙은행(ECB)이 유럽에서 국제증권결제를 보다 효율적으로 처리하기 위해 계획하고 있는 유럽통합증권결제시스템인 TARGET2-Securities(유럽통합증권결제시스템, T2S)를 알아보고, 제V장에서는 이러한 분석결과와 유럽적 경험이 동아시아와 우리나라에 주는 시사점을 제시하고자 한다.

II. 유럽증권시장의 구조변화와 동인

1. 금융상품투자지침(MiFID)

가. 시행배경

1990년대 중반이후 급성장한 유럽의 자본시장에서는 기존의 규정으로는 투자자의 시장참여를 확대하거나 다양한 형태의 금융상품과 서비스의 개발을 수용하기 어려웠다. 특히 유럽연합에서 각국에 하달된 투자서비스지침(Investment Service Directive, ISD)에서는 회원국에서 시장집중의무(Concentration Rule)을 제정할 수 있도록 허용했다. 이러한 시장집중의무규정은 오히려 회원국의 자본시장에서 국제증권거래의 기능적 측면에서 장애로 작용했다.

따라서 유럽투자자들에게 보다 높은 수준의 금융투자서비스를 제공하는 새로운 지침이 필요하게 되었다. 새 지침은 유럽 각국에 소재하는 자국거래소의 집중의무를 해제하고, 상이한 거래 메커니즘을 사용함으로써 발생하는 인위적인 장벽을 철폐하는 것을 주요 골자로 하고 있다. 이는 그동안 급격하게 변한 세계자본시장의 환경을 수용하고 향후 전개될 환경변화에 적극적으로 대처하기 위한 것이었다.

나. 유럽집행위원회의 금융상품투자지침(MiFID)

2007년 11월에 유럽집행위원회가 시행한 금융상품투자지침(MiFID)은 자본시장에서 투자환경을 규제하는 핵심 골격이다. 이는 유럽연합이 궁극적으로 달성하려고 하는 유럽단일시장이라는 목표를 성취하기 위한 금융투자실행계획(Financial Service Action Plan, FSAP)의 1단계⁷⁾에 해당한다.

7) 유럽연합의 입법추진단계로서 흔히 Lamfulussy process라고도 한다. 1단계에서는 유럽연합단계에서 큰 틀(framework) 또는 원칙 즉 자본시장의 경우 예를 들면 MiFID(2004년4월)를 제시한다. 2단계에서는 이해당사자간의 의견조율과정을 거쳐 유럽연합내 실행지침을 마

원래 유럽집행위원회(European Commission, EC)는 금융서비스시장을 통합하려고 1993년에 투자서비스지침(ISD)을 제정해 시행했으나 한계점이 노출되었다. 즉 ISD가 제정됨으로써 유럽에서는 브로커·딜러인 투자은행(IB)과 정규거래소로 각각 분리된 별도의 규제환경이 조성되었는데, 이로 인해 유럽단일시장의 형성에 있어서 긍정적이면서도 부정적인 효과가 동시에 나타났다.

먼저 긍정적인 효과는 단일허가제도(single passport)를 확립하여 투자은행이 추가적인 절차없이 회원국 중 한 나라의 허가와 감독만으로도 다른 회원국에서 영업을 할 수 있어, 투자서비스지침(ISD)은 단일금융서비스시장을 향한 도약의 발판을 마련했다는 점이다.

반면에 투자서비스지침(ISD)은 각 회원국으로 하여금 거래소집중의무(Concentration Rule)⁸⁾를 제정할 수 있는 규정을 포함하고 있는데, 이러한 규정은 단일금융서비스시장을 확립하는데 있어서 오히려 부정적으로 작용했다.

결과적으로 거래소집중의무로 인해 유럽은 단일시장으로 발전하지 못하고 오히려 거래소간의 지리적 장벽을 구축하게 되었다.⁹⁾ 또한 투자은행은 단일허가제도를 통해 유럽연합에서 자유롭게 영업활동을 수행할 수 있는 근거는 마련되었지만, 각국 별로 급속하게 발전해 나가는 변화를 이러한 틀 속에서 완전히 수용하기란 거의 불가능하였다. 결국 급변하는 투자환경을 반영하고 향후 전개될 다양한 변화의 가능성에 능동적으로 대처하면서 투자자에게 보다 질 높은 서비스를 제공하기 위한 새로운 규제환경이 필요하게 되었다.

따라서 유럽연합은 자본시장에서 집중의무규정(Concentration Rule)을 철폐하고, 시장투명성을 증진시킬 뿐만 아니라 높은 수준의 투자자보호를 제공하기 위해 단일 규제체계를 정립했다. 이러한 금융정책의 핵심 방향은 5가지로 다음과 같다.¹⁰⁾

- 첫째, 높은 수준의 투자자보호를 위해 회원국간 제도의 조화
- 둘째, 유럽의 자본시장에서 정합성이 있고 위험수준에 따라 유연하게 작동하는 주문과 관련된 규정의 정비

런하는 단계로 CESR(Committee of European Securities Regulators)에서 논의되고 확정된다. 3단계에서는 각 회원국이 2단계에서 확정된 실행지침을 자기나라에 적용하여 국가별 규제입법이 진행되는 단계를 말한다.

8) 거래소집중의무란 금융서비스의 자유로운 공급이라는 유럽연합의 기본원칙을 위반하지 않는 범위 내에서, 정규거래소 상장증권의 거래에 대해서는 해당 거래소에서만 그 효력이 귀속되며, 매매체결 및 보고도 반드시 해당 거래소를 통해서만 가능하도록 한 규정이다. 이 조치에 의해 프랑스, 벨기에 등 8개 유럽연합 회원국들이 자국 거래소의 상장증권을 해당 거래소 밖에서 매매하는 것을 금지하였다. 거래소집중의무의 구체적인 적용요건은 다음과 같다. 첫째, 투자자는 반드시 해당 국가의 거주자이거나 해당 국가에 설립된 법인이어야 한다. 둘째, 투자은행의 경우 해당 국가에서 영업을 하고 있어야 한다. 셋째, 주식은 해당 국가의 관할 내에 있는 정규시장에서 거래되는 주식이어야 한다.

9) 거래소집중의무의 시행은 초기 시장간 경쟁에서 앞서 가던 런던증권거래소(LSE)로부터 주문흐름의 상당 부분을 대륙 내 유럽거래소(특히 Euronext-Paris)로 되돌아가게 하는 효과를 발생시켰다.

10) Mukundan, R., MiFiD: Impact on the European securities landscape, working paper, Wipro Technologies, 2006

- 셋째, 최적의 조건에서 매매체결(Best Execution)을 의무화함으로써 투자자에게 수준이 높은 매매체결 서비스를 보장
- 넷째, 시장유동성에 대한 투명성 제고
- 다섯째, 금융시스템의 건전성과 효율성 증진

한편, 금융상품투자지침(MiFID)에서는 과거 투자서비스지침(ISD)에 따라 생겨난 시장, 상품, 서비스 등의 정의를 더욱 확장하여 시장을 정규시장, 다자간 거래시장(Multilateral Trading Facility, MTF), 자전거래 시스템(Systematic Internalizer, SI) 등으로 구분한다.

이와 같은 구분은 시장에서 전개되고 있는 보이지 않는 미묘한 경쟁관계를 포착하여 시장상황을 포괄적으로 파악함으로써, 시장 전체의 효율성을 제고하면서 규율하려는 금융상품투자지침(MiFID)의 의도가 담겨 있다.¹¹⁾

다. 금융상품투자지침(MiFID)의 영향

유럽에서 금융상품투자지침(MiFID)이 도입된 이래, 자본시장의 인프라환경에는 큰 변화가 왔다. 이는 다양한 시장의 출현이라는 측면과 이들에 의한 시장잠식 등 당초 금융상품투자지침(MiFID)의 도입 취지에 부합하는 것으로 자본시장간 효율적 경쟁체제가 형성되어 긍정적 효과라 할 수 있으나, 다른 한편으로는 시장분할(market segmentation) 현상으로부터 나타나는 문제로서 이는 부정적 효과라 할 수 있다.¹²⁾

실제로 2010년 7월에 유럽의 주요 거래소별 자본시장점유율은 LSE(20.53%), NYSE Euronext(15.23%), DB(10.53%), Chi-X Europe(15.7%)로 나타났다. 경쟁에 의해 ATS(Chi-X)가 급부상했음을 알 수 있다.¹³⁾ 이와 같이 금융상품투자지침(MiFID)의 도입이후 자본시장간 경쟁은 매우 치열해져 투자자의 다양한 수요를 충족시켰다.

이러한 상황에서 신규 거래플랫폼이 잇달아 등장하여 시장을 급속하게 분할하기 시작하면서 전체시장에서의 가격발견기능을 오히려 약화시킬 가능성이 있다.¹⁴⁾ 이러한 폐해는 궁극적으로 투자자에게 돌아올 것이라는 우려도 있는 것이 사실이다.

11) 금융상품투자지침(MiFID)에서는 상품과 서비스의 범위도 온실가스 배출권, 기후 및 각종 경제지표관련 파생상품 등과 같이 향후 발생 가능한 새로운 형태의 파생상품거래도 포괄할 수 있도록 정의하고 있다.

12) Allen, P., MiFID has mixed consequences for trading market, Financial News, 2008.3.24

13) Cave, T., MTFs could face 'further consolidation' from trading slump, Financial News, 2010.8.19.

14) 현재의 유럽자본시장은 다양한 시장기능이 완전히 통합되지 않고 시장투명성도 공고히 확보되지 않은 상태이다. 즉 미국의 CTP (Consolidated Tape Plan), CQP(Consolidated Quotation Plan)과 같은 통합거래 및 호가 시스템이 아직 존재하지 않는다.

이론적으로 주식거래가 효율적으로 형성되기 위해서는 체결가격, 체결수량, 체결장소, 투자자의 유형 등 거래 관련 정보가 통합되어 투자자에게 투명하게 전달되어야 가격형성을 효율화시킬 수 있다.

이렇게 적절한 사후적 투명성이 전제되지 않고서는 주식거래가 효율적으로 형성되기 어렵다. 금융상품투자지침(MiFID)이 시행되면서 발생한 시장분할의 폐해는 유럽주식시장에서 당분간 정책당국자의 가장 중요한 논제가 될 것으로 보인다.

물론 금융상품투자지침(MiFID)이 주로 거래소와 관련된 것이라 할지라도 사후적 투명성 규정에 의하면 시장의 모든 거래에 대해 체결가격, 거래량, 거래시간 등이 공개되어야 한다.

2. 예탁결제기관의 규제원칙과 행동강령

가. 제정배경

유럽집행위원회(EC)가 중앙예탁결제기관(CSD)에게 적용할 일관성 있는 규제 체계를 확립하려는 의도에 대하여 유럽중앙예탁결제기관협회(European Central Securities Depositories Association, ECSDA)¹⁵⁾가 정보를 제공하고 협력하기 위해 향후 입법과정에서 반영해야 할 6가지 핵심원칙을 제시했다. 물론 이렇게 제시된 규제체계가 일관적으로 확립되면 장기적으로 유럽증권시장을 조화롭게 하는데 기여하고 국제적 활동을 체계적으로 발전시킬 것으로 예상된다.

유럽에서는 유럽통합증권결제시스템(T2S)을 도입함에 따라 그동안 적절하게 규제되어온 CSD들이 서로 다른 시장에서 다양한 방법으로 발전해 나가는 과정에서 경쟁이 더욱 심화되고 있다. 이러한 경쟁은 특히 국제증권결제와 보관업무분야에서 보편적인데, 대리은행이 증권시장간 발생되는 대부분의 업무를 장부상으로 처리하고 있기 때문이다.

유럽중앙예탁결제기관협회가 제시한 원칙에 부합하는 규제체계는 증권발행, 결제와 보관영역의 효율성, 공정한 경쟁 및 안정성에 그 목적을 두고, 동일한 영역의 국제증권거래에서 경쟁을 강화하는데 중점을 두고 있다.

결론적으로 향후 CSD를 규제하게 될 법률안은 금융위기 동안에 CSD들이 재무 및 운영의 건실성을 보여주었고 시장을 안정화시키는 기능을 발휘했다는 점과 또한 예기치 못한 거래량을 효율적으로 내실 있게 처리했다는 점을 고려해야 한다. 따라서 이러한 사실을 인식하고 시장인프라가 지속적으로 리스크를 통제하면서 서비스를 제공하고 개발할 수 있도록 해야 한다.

15) 유럽중앙예탁결제기관협회(ECSDA)는 1997년 스페인 마드리드에서 결성되었으며, 유럽 내에서 증권의 보관, 결제 및 대금 지급 등의 업무를 하는데 따르는 리스크를 축소하고 효율성을 증가시키기 위해 기술적, 경제적, 재무적 및 법적 문제에 대한 해결책과 자문을 제공하는 것을 목적으로 하고 있으며 현재 40개의 CSD로 구성되어 있다.

나. 규제원칙과 행동강령

유럽중앙예탁결제기관협회(ECSDA)은 향후 유럽연합(EU)에서CSD의 규제 체계를 제정할 경우 다음과 같은 6개의 원칙을 고려해야 한다고 제안했다.

- 첫째, 유럽연합 안에서 공정한 경쟁을 허용하면서 CSD가 다른 비즈니스 모델을 제공할 수 있도록 해야 한다
- 둘째, 경쟁을 저해하는 장벽을 제거하고 CSD가 유럽통합증권결제시스템(T2S) 이후에 도래할 경쟁상황에 적응할 수 있도록 해야 한다.
- 셋째, 발행, 결제 및 보관서비스 제공자간 잠재적인 규제차익(regulatory arbitrage)을 제한하는 것을 목적으로 해야 한다.
- 넷째, 증권발행, 결제 및 보관서비스에 대한 향후의 입법안은 모든 종류의 증권에 적용해야 한다.
- 다섯째, 감독제도 및 건전성 규제는 기존 CPSS/IOSCO 및 ESCB/CESR¹⁶⁾ 권고사항을 바탕으로 설정해야 한다.
- 여섯, 중앙은행 및 상업은행 자금결제가 모두 안전하고 효율적인 유럽연합의 결제구도에 있다는 것을 보장해야 한다.

특히 유럽중앙예탁결제기관협회(ECSDA)는 증권발행과 관련하여 CSD간 경쟁을 확대하고 발행자들이 발행장소를 폭넓게 선택하는 것을 지향하는 증권법지침(Securities Law Directive)을 통해 기존의 '증권의 예탁 및 등록기관에 각국의 규제가 있다'¹⁷⁾는 규제 장벽을 제거하려는 의도를 보이고 있다.

그 외 대표적인 장벽들을 예로 들면, 원천과세 징수대리인을 요구하는 규칙, 회원국 일부 가운데 실물증서를 안전하게 보관할 수 있는 시설을 요구하는 규칙 및 권리관리업무의 처리과정에서 남아 있는 장벽 등을 들 수 있다.

이러한 규제 및 진입장벽을 제거하지 않으면 CSD간 경쟁은 불완전한 상태로 남아있게 된다. 시장에서 불완전한 경쟁은 항상 비효율성을 낳게 되어 결국은 서비스이용자에게 비용으로 부담이 전가된다.

한편, 공정한 경쟁을 보장하기 위해 2007년에 합의한 행동지침(Code of Conduct)인 접근 및 상호

16) 지급결제시스템위원회(The Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS), 국제증권위원회의 (the International Organization of Securities Commissions, IOSCO), 유럽중앙은행제도(European System of Central Banks, ESCB), 유럽증권감독위원회(Committee of European Securities Regulators, CESR)

17) 이는 1996년에 유럽집행위원회(EC)의 경제 및 금융국의 자문기관으로 설치된 Giovannini 그룹이 2001년에 발표한 보고서에서 유럽연합 내의 국경간 증권거래의 청산·결제가 다양한 장벽(15개)에 의해 효율성이 떨어지고 있다고 지적하였는데 이 중의 하나로 9번째 장벽으로 언급되었다.

이용성 지침(Access and Interoperability Guideline)을 고려해야 한다. 물론 유럽통합증권결제시스템(T2S)이 국제증권결제처리과정에서 나타나는 모든 문제를 해결하지 못한다. 예를 들면, CSD가 고객들에게 경쟁력 있는 국제보관서비스를 제공할 수 있도록 하기 위해 증권이 발행된 CSD에 자유로이 접근할 수 있도록 개방해야 보다 공정한 경쟁이 이루어 질 것인데, 이는 T2S의 권한 밖의 문제이다.

또한 거래소와 청산소(CCP)는 거래정보전송서비스(transaction feeds)에 공개적인 접근을 보증할 필요가 있는데 이는 유럽통합증권결제시스템(T2S)의 결과로서 경쟁을 허용하기 위해서 뿐만 아니라 공정 경쟁의 장애물을 제거하기 위해 필요하다.

이는 특정 예탁결제기관이 최초로 증권이 상장된 시장의 거래 또는 청산(CCP)관련한 정보의 전송서비스를 보유하는 경우, 예탁결제기관에서 증권을 발행하는 것이 해당 이용자들에게만 유용하기 때문에 공정한 경쟁을 위해서는 상호이용성이 보장되어야 한다.

다. 규제원칙과 행동강령의 영향

규제원칙과 행동강령은 공정한 경쟁과 효율적 인프라를 위해서 거래소, 청산기관, CSD간 합의를 통해 증권시장의 인프라를 이용하는 서비스이용자들에게 서비스가격의 투명한 공개와 비교가능성을 제공하고, 상호간 연계를 통한 시스템간 상호이용성(Interoperability)을 확보, 포괄적 서비스의 해체 및 회계의 분리 등을 공동으로 이행할 것을 명시하고 있다.¹⁸⁾

실제로 행동강령은 국제증권결제를 효율적으로 처리하기 위해 상호연계가능성을 부분적으로나마 보장하는 유로클리어의 통합결제시스템과 클리어스트림의 공동플랫폼인 링크-업-마켓으로 현실화하기에 이른다. 구체적으로 어떠한 영향을 미쳤는지는 다음의 각 장에서 살펴보기로 한다.

18) 자세한 내용은 ECSDA, European Code of Conduct for Clearing and Settlement, 2006.11.7. 참조.

III. 국제증권결제의 모델과 유럽적 해결방안

유럽연합(EU) 회원국간 국제증권거래에 따른 국제적 청산 및 국제결제업무의 처리는 실질적으로는 CSD의 연계를 통해 이루어지는 바, 이장에서는 유럽에서 실제로는 어떻게 실현되고 있고, 변화하고 있는지에 대해서 알아보자.

먼저 국제증권거래에 따라 국제증권결제 및 관련 업무를 처리하려면 CSD간 상호연계를 해야 한다. 또한 상호연계를 위한 개발 및 운용비용 등 상당한 투자가 선행되어야 하며, 투자의 대부분은 법적 수수료 및 개발비용이 차지한다.

특히 CSD간 상호다중연계에 의한 국제증권결제와 관련한 핵심보관업무 등과 같은 서비스를 제공하기 위해서는 운영위험¹⁹⁾, 신용위험²⁰⁾, 투자비용²¹⁾ 등을 구체적으로 고려하여야 한다.

1. 링크-업-마켓(Link up Markets)

이 절에서는 유럽연합에서 국제증권결제의 한 축을 이루는 플랫폼연계모델인 링크-업-마켓(Link up Markets)에 대해 살펴보기로 한다.²²⁾ 독일CSD인 클리어스트림(CBF)과 스페인CSD인 Iberclear가 주축이 되어 만든 연계모델로 최근에는 유럽 8개국의 역내 결제를 담당하고 있을 뿐만 아니라 2010년에는 유럽증권결제에서 약 50% 이상을 처리하고 있다.

19) 다수의 CSD간 연계를 지원한다는 것은 복잡하고 자원집약적인 문제이며 상당한 운영위험을 내포한다. 문제가 발생할 수 있는 분야는 입력자료 조정, 지급시스템 상호간에 발생하는 스케줄 문제를 피하기 위한 CSD간 자료입력의 적시성, 언어차이, 연계기관마다 각각 다른 소프트웨어 처리, 다른 시간대 사이의 통신, 오류발생시 이를 복구할 수 있는 유능한 직원들을 양성하는 일 등이 있다. 특히 CSD가 시장참가자에게 최상의 혜택과 부가가치서비스를 제공하기 위해서는 국제보관기관과 같은 다른 서비스제공자를 개입시켜야 하지만 이때 개입되는 기관의 수가 증가할수록 오류위험도 증가한다. 결국 CSD간 연계는 이러한 운영위험을 제거하거나 완화하는 것에 중점적으로 노력해야 한다.

20) CSD간 결제처리는 상호간에 정보를 교환해야 하기 때문에 참가자들이 CSD나 ICSD를 직접 이용하는 경우보다 시간이 더 소요되며 결과적으로 신용공여자의 위험노출 상태가 지속된다. 국내거래의 일중위험(intraday risk)은 국제거래시 일일위험(overnight risk)이 된다. 유럽에서 국제간 주식거래의 평균거래대금은 국내거래와 비교할 때, 약 30%정도 높다는 것을 고려한다면 위험의 정도도 그만큼 높아지는 것이다. 또한 CSD는 필요한 담보협약을 맺기가 사실상 어렵다. CSD가 담보관련 협약을 맺으려면 적격 증권의 종류, 교차담보 설정절차, 은행과 계약, 담보를 재평가 규정과 절차, 담보물 이전과 CSD간 거래를 전송할 소프트웨어 등에 관하여 합의해야 한다.

21) 현실적으로 CSD간 상호직접연계는 소수의 시장만 이러한 직접연계를 정당화하기에 충분한 정도의 거래량을 유지한다. 주요시장간 거래양상을 고려할 때 상호연계는 역내 거래의 대부분의 결제업무를 담당해야만 경제적인 의미가 있다. 하지만 대형 브로커와 딜러는 대개 거래량이 많은 시장에서 현지보관기관을 통해 잘 정비된 청산결제계약을 유지하고 있기 때문에, 현지보관기관과 동일한 서비스를 보다 저렴하게 제공하지 않으면 유인책이 되지 못한다. 게다가 유럽의 많은 CSD는 자국회원들의 국내보유증권에 대한 기본적인 보관서비스를 제공하지 않는데 해외보유증권에 대한 보관서비스는 두말할 나위도 없다.

22) 이상의 구체적인 사항은 www.linkupmarkets.com과 관련된 링크를 참조.

가. 배경

2008년 4월 2일, 유럽에서 각국의 CSD가 국제증권거래에 따른 결제처리의 효율화를 목적으로 하는 합작법인인 링크-업-마켓을 설립하기로 합의 했다. 링크-업-마켓이라는 플랫폼은 참가회원국간 상호 이용을 통해 대상서비스의 영역을 확대하고 소통할 수 있는 연계플랫폼으로 기획되었다.

독일 CSD인 클리어스트림이 제안한 CSD간 상호연계시스템인 링크-업-마켓의 주요한 목적은 국제 증권거래에 따른 CSD간의 후선업무를 간결하게 서로 이용함으로써 효율성을 높이고 결제관련 비용을 감소시키는 것이다.

링크-업-마켓은 유럽자본시장에서 나타난 환경변화에 따른 결과물이다. 유럽연합은 2000년에 이미 리스본전략(Lisbon Strategy)²³⁾으로 역내 국제증권매매, 청산 및 결제업무를 간결하고 편리하게 하고자 했다.

그 당시 유럽연합의 많은 회원국CSD들은 고객들에게 상호이용원칙에 따라 역내국제결제를 단일플랫폼에서 처리하게 되면 상당한 정도의 비용을 감소시킬 수 있다고 생각했다.

〈 표 III-1 〉 Link Up Markets에 참여하는 대륙 및 CSD(국가)

대륙	CSD(국가)
유럽	Clearstream Banking AG Frankfurt(독일), Cyprus Stock Exchange(사이프러스), Hellenic Exchanges S.A.(그리스), IBERCLEAR(스페인), Oesterreichische Kontrollbank AG(오스트리아), SIX SIS AG(스위스), VP SECURITIES(덴마크), VPS(노르웨이)
아프리카	MCDR(이집트) STRATE(남아공화국)

그리하여 연합한 CSD들은 외국증권의 보관과 국제증권거래에 따른 비용과 그에 따른 복잡한 과정을 줄이려는 목적으로 독자적인 해결책을 마련하기로 했다. 그 결과 링크-업-마켓은 CSD간 간결한 상호연계를 통해 국제증권거래에 따른 후선업무를 효율적으로 처리하는 공동플랫폼을 구축하게 되었다.

공동인프라에 참여하는 개별CSD는 링크-업-마켓에 연결된 다른 CSD가 제공하는 모든 종류의 유가증권에 관한 서비스를 이용할 수 있다. 또한 링크-업-마켓은 기존 CSD가 제공하는 인프라와 업무프로

23) 리스본전략 또는 리스본협약(Lisbon Agenda)은 2000년에 채택된 유럽연합의 10개년 경제발전전략이다. 이 전략의 목적은 역동적인 지식기반 경제체제에서 지속가능한 경제발전으로 더 많은 고용과 확고한 사회통합을 이뤄 국제경쟁력을 갖춰나가는 것이다. 이 전략에 대한 상세한 내용과 배경에 대해서는 http://en.wikipedia.org/wiki/Lisbon_Strategy를 참조.

세스를 이용하는 한편, 국가마다 다른 정보통신표준의 차이점을 극복할 수 있게 고안되었다.

결과적으로 공동인프라는 참여하는 국가간 시장의 특징을 고려하면서도 회원국들에게 단시간에 국제 증권거래에 따른 서비스를 제공하게 되었다.

실질적인 상호연계모형으로 링크-업-마켓은 참여하는 CSD의 인프라를 이용함으로써 국제거래를 담당하는 시장참여자에게 기존의 하나의 접속점을 통해 국제증권결제를 처리한다. 따라서 비용이 많이 들 수 있는 국제증권거래를 위한 새로운 결제엔진이나 새로운 CSD를 만드는 것이 아니다.

링크-업-마켓은 역내 국제결제업무를 효율적으로 처리하기 위한 소통허브이다. 중앙허브는 연계된 CSD간 결제지시를 확인하고, 쌍방소통이 가능한 메시지로 전환하여 발송하는 기능을 담당한다. 더 나아가 링크-업-마켓은 중앙허브로서 유럽연합 내·외에 걸친 자본시장과 다양한 결제통화에 대한 서비스도 제공할 수 있다.

나. Link up Markets의 효용

유럽 CSD의 고객은 공동인프라(Link up Markets)를 이용하는 경우 단일접속을 통해 유럽증권시장의 50%이상과 아프리카증권시장의 약 90%에 접근할 수 있으며 증권보관 및 결제관련 서비스를 이용할 수 있다. 각국 고객이 익숙한 기존의 CSD인프라에 기초한 공동인프라는 국제증권거래의 후선업무를 간결한 정보전환기능을 이용하여 외국증권의 보관비용과 국제증권거래비용을 줄이게 되었다. 그 외 시장 참가자가 누릴 수 있는 효용은 (표 III-2)와 같다.

〈 표 III-2 〉 Link Up Markets: 시장참가자의 효용

업무영역	시장참가자의 효용
국내·외 업무 통합	■ 국내와 9개 국제증권시장에 단일접속점을 통한 접근 ■ 광범위한 담보물과 증권금융을 통한 유동성증대 ■ 선호하는 CSD를 통해 대량거래에 따른 유리한 가격
보관업무	■ 국제증권보관비용 및 국제증권결제비용의 감소
위험관리	■ 중간매개자 없이 시장후선인프라만의 공동인프라

다. 공동의 노력: 표준화와 조화

링크-업-마켓과 이에 가입된 CSD는 증권거래에 따른 후선업무를 구체적인 과정을 조화롭게 표준화해야 할 의무가 있다. 이러한 표준화는 링크-업-마켓이 업무를 시작하는 전제조건이라기보다는 후선업무에 필요한 파일형식 및 업무절차를 조화롭게 해나가는 지속적인 과정이라고 할 수 있다.

실제로 링크-업-마켓이 기존의 파일형식과 절차를 유지하며 시장간 통신표준의 차이를 흡수할 수 있다고 하더라도, 다음과 같은 표준화작업은 일정부분 진전되었다.

- 국제표준규격(ISO)의 사용: 참가회원 CSD는 ISO 15022와 부합하는 파일형식과 통신인프라를 사용할 것을 권고하고 있다. 예를 들면, 그리스에서 증권관련 메시지는 ISO형식이나 스페인에서는 MT56x를 사용한다. 이렇게 통신파일형식에 차이가 있을 경우, 링크-업-마켓은 파일전환을 통해 두 시장을 연결해 준다. 한편, 링크-업-마켓의 표준권고안에 따라 스페인에서는 국경간 권리관리 업무를 처리하기 위해 이전에는 없었던 표준양식인 ISO 15022가 도입되어 적용되었다.²⁴⁾
- CSD서비스의 표준화: 링크-업-마켓에 참여하는 CSD는 업계 최고의 CSD서비스를 제공하기로 동의했다. 복잡한 권리관리, 세금처리, 대리투표 등에서 나타나는 서비스의 차이를 필요하다면 조화롭게 표준화시켜야 한다.
- CSD연계의 표준화: 두 개의 CSD가 제공하는 서비스의 영역과 품질은 쌍방협상의 여지가 없을 정도의 표준화를 이뤄야 한다. 표준화를 위한 일반적 원칙으로서, 한 CSD를 이용하는 투자자는 유가증권을 발행한 어떤 CSD의 고객도 될 수 있어야 한다.

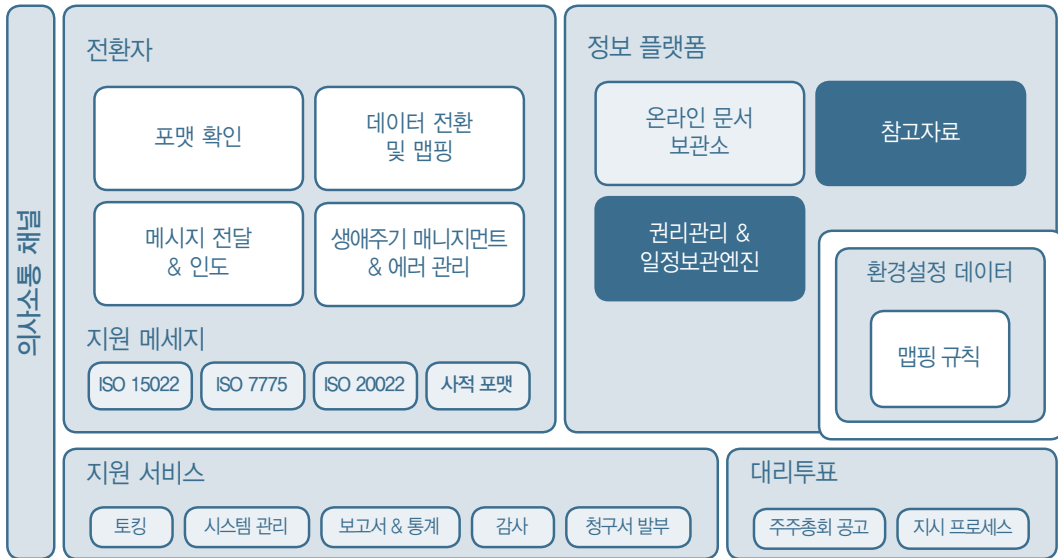
링크-업-마켓은 공공부문과 민간부문의 조직과 제휴하면서 보완하고 있으며, 청산결제산업의 행동강령을 준수하여 CSD간 수평적 상호이용성을 실현하려는 모범적인 사례로 보인다. 링크-업-마켓은 유럽중앙은행에서 기획하는 유럽통합증권결제시스템(T2S)을 실현하는데 촉진자로서 적극 협조하고 보완하고 있다.

라. 운영양식: 웹 기반 플랫폼

링크-업-마켓이 사용하는 플랫폼은 Tata 컨설팅서비스에서 제공하는 BaNCS EAI와 BaNCS Announcement Capture에 기초하고 있다. 클리어스트림의 주도하에 후선업무를 링크-업-마켓의 필요에 맞게 적용했다.

24) Financial Services Research, Link Up Markets: approaches first stage of its launch programme, 1Q.2009.

〈 그림 III-1 〉 Link Up Markets의 웹: 공동인프라의 기능적 구성



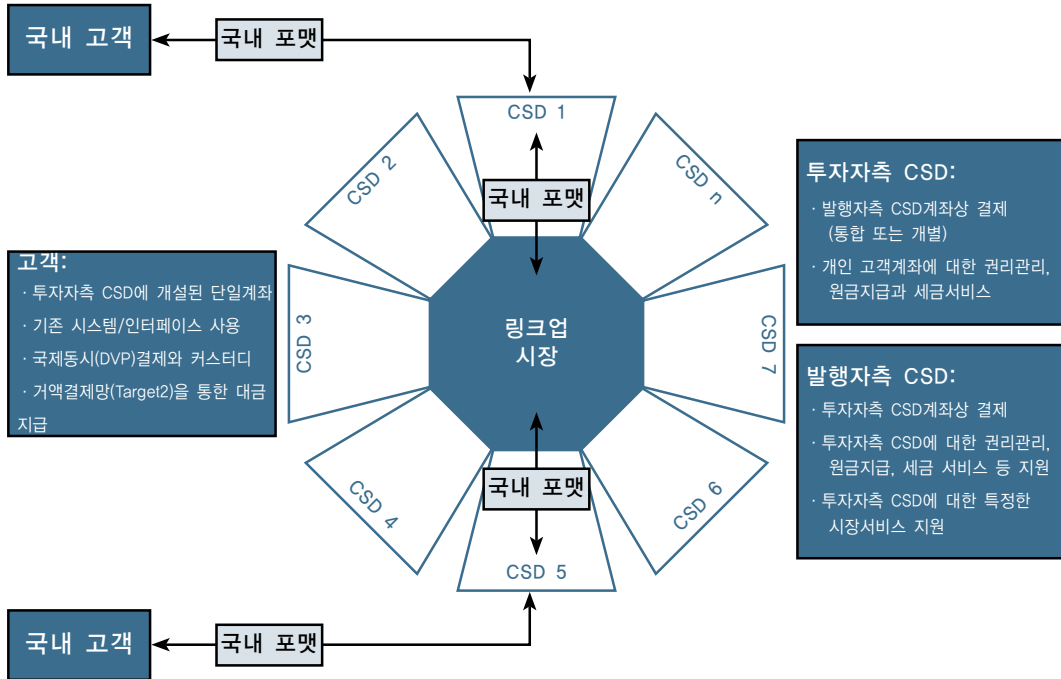
자료출처: <http://www.linkupmarkets.com>

이는 웹에서 작동하는 플랫폼으로서 (그림 III-5)을 보면 알 수 있듯이 참여하는 CSD간 효율적인 소통이 가능하다. 구체적으로 CSD가 취급하는 모든 종류의 금융상품(금융파생상품은 제외)에 대해 각국의 CSD에서 사용하는 상이한 통신수단의 차이를 위의 웹 인프라에서 흡수하여 소통이 가능한 파일양식으로 전환하여 처리하는 기능을 제공한다.

마. 각국 CSD의 역할과 서비스

링크-업-마켓에서 국경간 거래상대가 되는 CSD는 발행자측 CSD와 투자자측 CSD의 역할을 한다. 각국의 CSD는 국제증권거래에 따라 국내고객과 해외고객에게 관련 보관기능 및 발행기능을 제공한다.

〈 그림 III-2 〉 Link Up Markets : 고객간 업무절차의 흐름



자료출처: <http://www.linkupmarkets.com>

또한 이러한 서비스는 (그림 III-6)에서 보듯이, 8개 시장에 걸쳐 표준화된 양식과 절차에 따르되, 각국에 제공되는 서비스는 각국 증권시장에 맞는 기존의 절차와 파일양식에 맞게 제공된다.

시장참가자는 링크-업-마켓에 참여하는 시장이 제공하는 모든 종류의 금융상품에 대해 포괄적인 결제 및 보관서비스를 이용한다. 제공되는 서비스에는 증권현물시장 및 장외시장(OTC)에서 거래된 매매에 따른 결제, 권리관리, 세금관련 업무, 주식보유자를 위한 서비스, 현금 및 증원에측, 증권관리와 다양한 공시 및 보고서비스 등이 포함된다.

〈 표 III-3 〉 Link Up Markets가 제공하는 서비스

서비스영역		주요내용
증권결제서비스		중앙은행 자금을 의한 증권결제서비스
보관서비스	자산서비스	커스터디/권리관리
	주주서비스	주주총회에 관한 서비스
	유동성관리지원	현금 및 증권포지션의 예측서비스
	보고서비스	공시, 시장 가이드, 문서기록 및 저장

국제증권거래에 따른 비용 중 80% 가까이는 보관기관이 담당하는 업무에 기인하는 바,²⁵⁾ CSD의 연합체인 링크-업-마켓이 이러한 서비스를 충실히 지원함으로써 후선업무비용의 절감에 기여하고 있다고 하겠다.

바. 향후 계획

2010년에는 링크-업-마켓에 참여하는 CSD간 상호이용성을 효율화하는 프로그램을 최종적으로 1) 유럽시장에서 참여CSD의 확대, 2) 결제에서 자산서비스로 핵심서비스영역의 확대, 3) 기존인프라를 T2S의 통로로 이용할 것을 확정지었다. 향후 계획은 아래 (표 III-4)과 같다.

〈 표 III-4 〉 Link Up Markets : 실행계획

	2009년3월30일	2009년6월29일	2009년11월23일	2010년11월22일
	첫번째 버전 >	두번째 버전 >	세번째 버전 >	2010
CSD	CBF(독일)	Helix(그리스)	CSE(키프로스)	MCDR(이집트)
	OeKB(오스트리아)	Iberclear(스페인)	VPS(노르웨이)	Strate (남아프리카공화국)
	SIS(스위스)			
	VP(덴마크)			
가능성	공동인프라의 기본기능	SWIFT연결성확대		

3. 유로클리어와 공동결제플랫폼

유럽에서 국제증권결제의 또 다른 한 축은 유로클리어가 담당하고 있다.²⁶⁾ 유럽자본시장에서 각국 CSD의 통합을 위한 유로클리어의 전략은 유로클리어와 각국 CSD가 수행하는 기능을 기준으로 국가간 결제서비스를 제공하는 기관을 연결하는 이용자에 의해 소유된, 이용자가 통제하는 그룹의 형태로 CSD들과 합병하는 하나의 방법으로 전환되었다.²⁷⁾

유로클리어가 각국 CSD를 연결하는 교량역할을 하기 때문에 각국 CSD는 유로클리어와 링크를 구축

25) Deutsche Börse Group, The European Post-Trade Market, 2005

26) 자세한 사항은 www.euroclear.com과 관련 링크를 참조하십시오.

27) 한국예탁결제원, 유럽 금융시장의 증권결제제도 발전, 2008, p. 297

하면 된다. 유로클리어가 국제증권거래의 결제에 중심적인 역할을 담당하고, 각국 CSD는 각국 내에서 국내거래의 결제와 보관기관의 역할을 담당하는 역할분담형 연계모형인 셈이다.

가. 개요²⁸⁾

1968년에 모건신탁회사(Morgan Guaranty Trust Company of New York, MGT)는 벨기에 브뤼셀에 유로클리어 시스템을 설립하였다. 이후 모건으로부터 분리된 유로클리어는 2001년 1월에 프랑스의 NCSD였던 SICOVAM(현 Euroclear France)과 합병하여 유로클리어 그룹이 탄생했다.

또한 같은 해에, 네덜란드의 NCSD였던 NECEGEF(현 Euroclear Nederland)와 벨기에의 NCSD였던 CIK(현 Euroclear Belgium)을 자회사로 합병했다. 2002년에는 영국과 아일랜드의 NCSD였던 CrestCo(현 Euroclear UK & Ireland)를 합병하며 총 5개의 CSD 집합체로 되었다.

현재 유로클리어 그룹은 유럽연합의 주요 15개 시장 중에서 5개 시장(런던, 파리, 브뤼셀, 암스테르담, 아일랜드)의 증권결제를 담당하고 있어 유럽최대 CSD이다.

나. 영업모델과 통합결제

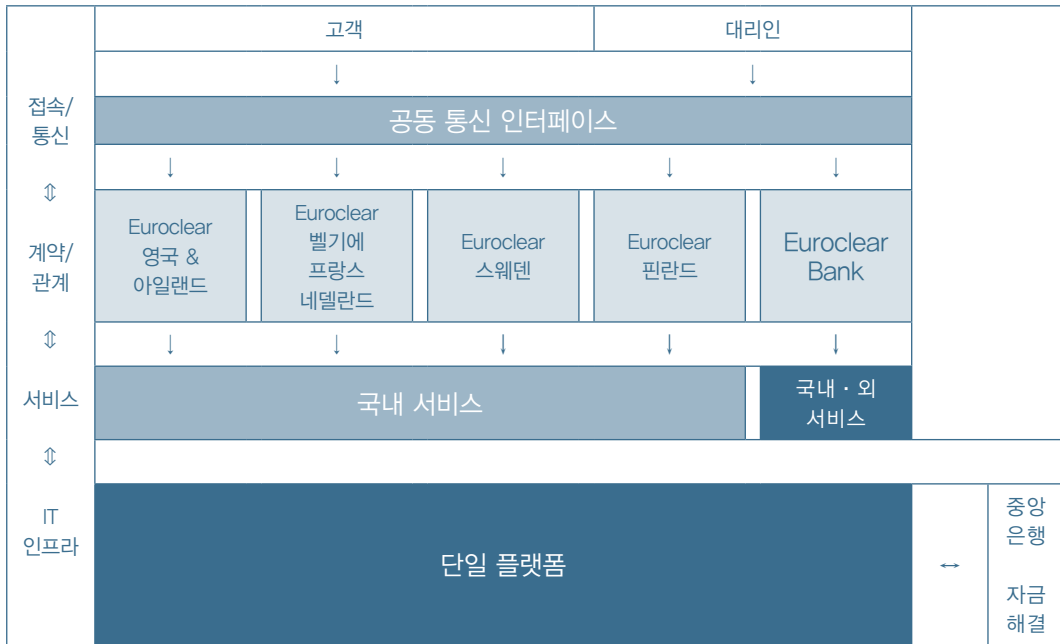
유로클리어가 지향하는 영업모델의 주요한 목적은 유럽에서 다양한 업무영역을 영위하는 각국 CSD에 의한 시장분할을 제거하고 하나의 플랫폼에서 조화로운 서비스를 제공하는 것이다.

유럽자본시장의 시장관행 특히 국제증권거래에 따르는 후선인프라업무는 통신, 결제, 담보관리 및 권리관리 등 광범위한 영역에서 크고 작은 차이를 보이고 있었다. 유로클리어는 이러한 시장관행을 조화시켜 유로클리어가 제공하는 시스템에 통합시켜 단일플랫폼 및 이에 연결하는 고객과의 인터페이스를 통합해 왔다(그림 III-7 참조).

먼저 고객은 공동통신 인터페이스(Common Communication Interface, CCI)라는 단일 접속점을 통해 국내 서비스를 담당하는 유로클리어 그룹에 속한 각국 CSD와 국내·외 서비스를 담당하는 ICSD(Euroclear Bank)에 접속하여 관련 서비스를 이용할 수 있다.

28) 한국예탁결제원, 증권결제시스템의 모든 것(제2판), 2009, p197

〈 그림 III-3 〉 유로클리어의 영업모델



접속과 이용허가를 위한 기준은 최대한 조화시키되 각국 자본시장의 법적 특수성에 따라 서비스이용이 제한되기도 한다.

즉 유로클리어 영업모델은 여러 시장에 걸쳐 후선서비스를 공동으로 이용할 수 있는 다국적 모델이기 때문에, 거래 당사국의 법과 규정에 따라 단일 플랫폼의 서비스가 별도로 취급되어 허가 또는 제한된다.

결과적으로 고객은 유로클리어에 참가하는 각국 시장관행의 조화를 통해 공동의 인터페이스를 사용함으로써 후선업무에서 발생하는 비용과 시간을 절약할 수 있다.

특히 고객은 대리인비용과 관련한 협상이나 지역별 대리인을 지정할 필요가 없기 때문에 유로클리어 후선인프라를 사용함으로써 IT 비용과 조직시간을 감소시킬 수 있다.

유로클리어는 유럽시장에서 주주총회, 권리관리, 청산 및 결제서비스 등을 표준화하여 단일 플랫폼을 이용하여 한꺼번에 관련서비스를 처리할 수 있게 했다.

유로클리어 그룹은 각국 CSD를 합병한 이후에 따로따로 되어 있던 각 CSD의 결제시스템을 통합해서 공동의 결제플랫폼을 만들기 위해 노력해 왔다.

결제시스템의 통합은 다음과 같이 3단계의 프로젝트로 단계적으로 추진하여, ① 단일결제엔진(Single Settlement Engine, 이후 SSE로 줄임)는 2006~2008년, ② 유로넥스트에서 거래되는 종목에 대한 유로클리어 통합결제시스템은 2007~2008년, ③ 단일플랫폼은 2009~2010년에 도입했다.

다. 단일결제엔진(SSE)²⁹⁾

각국의 CSD는 앞서 개요에서 설명한 바와 같이, 2001년부터 2002년에 걸쳐 유로클리어에 통합되었다. 그럼에도 불구하고 각 CSD는 독자적인 결제시스템을 이용하고 있었다. 이러한 개별적 결제시스템을 통일하기 위하여 유로클리어는 우선 ‘단일결제엔진(SSE)’이라고 하는 결제시스템을 구축하여 순차적으로 각국 CSD에 도입했다.³⁰⁾

이러한 단일결제시스템(SSE)의 주요 업무는 주식 및 채권의 잔량관리와 기장을 관리하는 것이다. 초기 단계에서 단일결제엔진(SSE)의 의미는 국제증권결제기능에 중점을 둔 프로그램으로서 단일 플랫폼을 구성하는 첫 번째 요소라는 점이다.

라. 유로클리어의 통합결제시스템(ESES)³¹⁾

유로클리어는 증권시장인 유로넥스트(Euronext)에서 거래되는 매매에 대해 통합결제시스템인 ‘Euroclear Settlement of Euronext-zone Securities(ESES)’라는 프로젝트를 수행했다. 통합결제시스템(ESES)은 국제결제방법과 보관업무와 관련한 서비스를 공통적으로 사용하기 위한 프로젝트로 시스템적 통일³²⁾을 기하고 궁극적으로 시장관행의 통일을 전제한다.

통합결제시스템은 2007년 12월에 프랑스에서 처음으로 적용했다. 이후 2009년 1월에 벨기에와 네덜란드도 통합결제시스템(ESES)을 사용하기 시작했다. 통합결제시스템을 이용하기 위해서는 Euronext의 3개 증권거래소와 3개국의 장외시장(OTC)에서 이뤄지는 거래에 대해서 3개 CSD 중에서 어느 한 군데만 접속하면 결제할 수 있다.

한편, 통합결제시스템(ESES)은 중앙은행에서 자금계좌를 아웃소싱 받아서 유로클리어 시스템에서 자금계좌를 실시간으로 관리하면서, 증권과 대금을 동시결제(DVP)하는 ‘중앙은행 자금모델(central bank money mode, CeBM)’³³⁾을 사용한다.

중앙은행 자금모델에서는 이용자가 증권결제에 필요한 유로자금을 유럽중앙은행(ECB)의 거액결제시스템(TARGET2)에 지정된 ‘특별서브계좌(dedicated sub-account)’로 입금한다.

29) 한국예탁결제원(박준원역), 증권결제시스템의 모든 것(제2판), 2009. p 204-205.

30) 단일결제엔진(SSE)은 2006년 5월에는 유로클리어 프랑스에 이어 동년 8월에는 유로클리어 영국 및 아일랜드, 2007년 1월에는 유로클리어은행(ICSD)에 도입되었다. 또한 유로클리어 네덜란드와 유로클리어 벨기에에는 ‘통합결제시스템(ESES)’과 함께 2008년 3분기에 도입되었다.

31) 한국예탁결제원(박준원역), 증권결제시스템의 모든 것(제2판), 2009. p 205-206.

32) 유로클리어 프랑스의 Rleat+ 및 유로클리어 벨기에, 유로클리어 네덜란드의 기존 증권결제시스템은 폐지되고 업그레이드된 ‘RGV’로 통일되었다.

33) 중앙은행의 자금을 이용한 동시결제(DVP) 중에는 ① 중앙은행에서 대금결제가 이루어지는 것을 ‘접속모델(interfaced model)’, ② CSD에서 대금결제가 이루어지는 것을 ‘통합(integrated model)’이라고 한다. ESES이 사용하는 CeBM은 접속모델이다.

TARGET2는 특별서브계좌에 기입된 금액전체를 개별 CSD에게 통지한다. 특별서브계좌의 대칭개념으로서 각국 CSD는 ‘유동성 기록계좌(Liquidity Memorandum Account, LMA)’를 관리하고 있는데, 여기에 유동성 전체금액을 기록한다.

CSD는 유동성 기록계좌(LMA)의 잔량을 이용해 증권계좌와 실시간으로 동시결제(DVP)하고, 그 결과를 TARGET2로 통지하며, 그 결과가 특별서브계좌의 잔량에 반영된다. 이러한 결제방식은 ‘대안적 결제모델(Alternative Payment Model, APM)’이라고 하며 나중에 설명할 단일플랫폼에서도 그대로 유지된다.³⁴⁾

유로클리어는 시장관행을 표준화시키고 관련 시스템을 통합함으로써 여러 유로넥스트에 거래되는 국제증권거래 및 장외거래에 대해 해당CSD³⁵⁾에 통합결제시스템을 제공한다. 결과적으로 이는 거래비용을 감소시키고 관련 후선업무를 통합적으로 처리함으로써 보다 효율적으로 된다.

마. 단일플랫폼(Single Platform)

유로클리어 그룹은 2011년에 공동통신 인터페이스(Common Communication Interface, CCI)와 함께 후선업무 통합서비스패키지인 단일플랫폼(Single Platform)을 제공한다고 한다. 유로클리어 그룹에 속하는 모든 CSD는 점차적으로 단일플랫폼으로 옮겨가게 된다.

첫 번째 단계로, 2010년에는 보관업무와 관련된 서비스를 단일 플랫폼에 설치하여, 실시간에 발행자가 공표하는 정보를 표준화된 권리관리기능에 의해 통지하게 된다. 권리관리의 모든 업무를 ISO 표준 코드를 사용하여 기입과 통고를 표준화함으로써 발행자와 고객에게 편리성을 제공할 것이다. 또한 ISO 20022라는 표준을 사용하여 주주총회의 통지와 전자투표 서비스를 제공하게 된다.

두 번째 단계에서는 다음 3개의 기능이 모듈³⁶⁾로서 단일 플랫폼에 첨가된다. 단일플랫폼의 중앙은행 자금결제모듈(Single Platform Central Bank Money, SPCBM)은 유로클리어 CSD들에게 중앙은행을 이용한 다중통화 결제서비스를 제공하고, 각국 중앙은행이 제공하는 자금관리기능이 있는 시장에서는 담보수요에 따른 자동담보기능을 제공한다.

34) 대안적 결제모델(APM)은 영란은행이 영국 파운드화에 대해서 TARGET2와 같은 역할을 수행하게 된다.

35) 여기서는 Euroclear Belgium, Euroclear France, Euroclear Nederland를 말함.

36) 유로클리어가 단일 플랫폼에 여러 가지 기능들을 모듈화한 것은 유럽중앙은행이 개발하는 유럽증권결제시스템(T2S)에 비슷한 기능들이 중복되는 것을 피하면서 시장참가자에게 최상의 혜택을 주기 위함이라고 한다. 따라서 통합결제구조, 유로클리어 그룹 내에서 내부결제화, 결제거래의 전 과정의 표준화 등은 아직 단일 플랫폼의 모듈로 개발되지 않았다. 보다 자세한 사항은 Euroclear, Information Paper on the migration to the Single Platform for Euroclear Finland and Euroclear sweden, 2009을 참조하시오.

단일플랫폼의 담보관리모듈(Single Platform Collateral Management, SPCM)은 유로클리어 그룹에서 표준화된 담보관리서비스를 제공한다. 단일플랫폼의 거래관리모듈(Single Platform Transaction Mangement, SPTM)은 국제표준(ISO)를 이용한 거래확정, 매칭 뿐 만 아니라 거래분쟁 및 이행과정의 표준화 등 결제되는 거래와 관련된 모든 서비스를 제공한다.

1) 공동통신 인터페이스(CCI)

유로클리어를 이용하는 고객은 단일플랫폼에 연결하는 유일한 접속인터페이스로서 공동통신 인터페이스(CCI)를 이용한다. 고객은 공동통신 인터페이스(CCI)를 통해서 유로클리어가 제공하는 편리한 사용자 환경에서 각종 거래 후 서비스를 이용하고 확인한다.

즉 고객은 앞에서 설명한 보관업무, 각종 모듈 및 결제관련 기능들 공동통신 인터페이스(CCI)를 통해 처리한다.³⁷⁾ 물론 이때 국제표준(ISO 15022 또는 ISO 20022)의 통신코드가 단일플랫폼과 통신할 때 사용된다.

2) 단일결제엔진(SSE)

단일결제엔진(SSE)은 유로클리어 그룹에서 증권, 대금, 현금성보유고, 기장, 보관 및 이체, 유동성과 대금지급 등과 같은 결제 및 결제업무와 관련된 핵심적 기능을 담당한다.

단일결제엔진의 주요한 기능들은 실시간을 반영하는 시스템이다. 단일결제엔진은 복잡한 권리관리 업무 뿐만 아니라 다양한 결제조합(증권만 인도, 대금만 인도, DVP, 거래당사자 한 쪽으로만 증권인도와 대금지급 등)의 경우에도 결제처리를 할 만큼 탄력적이다.

단일결제엔진은 회원국에서 사용하는 자동담보기능과 유로클리어은행(ICSD)이 제공하는 국제증권 대차기능을 포함하여 결제처리를 최적화하고 있다. 특히 단일결제엔진은 유로클리어그룹 내에서 이루어지는 거래의 경우 기술적으로 차감하며, 개별적으로 분리되어 결제될 수 없는 거래는 따로 모아서 결제함으로써 결제효율성을 높이고 있다.

또한 단일결제엔진은 고객이 편리하게 결제시간을 지정할 수 있도록 다양한 결제시간표를 제시한다. 단일결제엔진은 정확한 시간의 시작과 종료과정을 확정하기 위해서 결제건수가 생기면 작동한다.

37) 고객은 공동통신 인터페이스 내에서 다음과 같은 채널을 이용할 수 있다. 1) 메시지를 실시간으로 전달하는 소위 AutoFlow라고 불리는 STP서비스와 이러한 메시지를 배치화해 파일로 전송해주는 파일전송서비스 2) ScreenFlow를 통해 유로클리어가 제공하는 서비스를 사용자가 편리하게 상호작용하면서 이용할 수 있다.

3) 보관기능

단일플랫폼은 유로클리어그룹에게 새로운 보관기능(custody)을 지원한다. 보관기능은 통합결제시스템에 연결된 시장(프랑스, 벨기에, 네덜란드), 유로클리어 영국과 아일랜드, 유로클리어 핀란드, 유로클리어 스웨덴, 유로클리어은행 등의 회원들에게 다음과 같은 기능들을 제공한다.

- 유로클리어그룹의 증권 데이터베이스에 포함된 증권에 대한 통합된 권리관리
- 데이터베이스에 포함된 증권에 대해 핵심단어만으로 통일적 권리관리 통고
- 발행자나 ISO 20022을 사용한 공식 발행대리인을 통한 메시지를 실시간으로 처리하여 적시에 권리관리정보를 제공
- 권리관리 통지를 구독하기 위해 선택사항으로서 단순구독 또는 보유하거나 취소할 증권에 관한 구독으로 보다 향상된 통지구독시스템
- 의무적 권리행사시 자격인증서 제공
- 유로클리어와 관련한 참가자는 권리행사시 통일적 업무절차
- 모든 권리관리업무는 국제표준(ISO)을 사용하여 참가자와 발행대리인에게/의해서 통일적으로 기입되고 보고됨
- 상비명령(standing instructions) 기능제공
- 국제표준(ISO)을 이용한 회의정보 및 전자회의고지서의 전자적 전달체계수립

4) 대금관리

단일플랫폼은 통합결제시스템에 참여하는 CSD에 증권을 가지고 있는 고객에 대해서는 중앙은행자금을 이용하여 유로화 대금결제를 지원한다. 또한 유로클리어 영국과 아일랜드, 유로클리어 핀란드, 유로클리어 스웨덴에 증권계좌를 보유하고 있는 고객에 대해서도 중앙은행자금을 이용하여 유로화, 스텔링화, 크로네화로 대금결제를 지원한다.

물론 단일플랫폼은 고객이 증권결제에 이용하는 상업은행자금을 지원하여 유로클리어은행(ICSD)이 취급하는 35개 이상의 결제통화에 대한 결제관련 서비스를 제공한다.

5) 담보관리

통일적 담보관리서비스는 하루(overnight)나 보다 긴 기간거래(term transactions)에도 제공된다. 구체적으로 담보의 자동심사기능, 선택 및 배분기능, 담보대체기능, 마진 콜(담보보강)기능 등이 포함된다.

담보관리서비스는 고객이 사전에 정한 담보물을 이용하게 되며 유로클리어그룹 전체에 걸친 담보물을 고객에게 제공함으로써 담보물의 탄력적 이동을 실질적으로 개선하였다.

6) 계좌구조

단일플랫폼에서 사용하는 증권계좌구조는 유로클리어그룹 전체에 걸쳐 완전히 통합되지는 않았지만 상당히 유사하다. 통합결제시스템에 연결된 시장(프랑스, 네덜란드, 벨기에), 영국, 아일랜드와 유로클리어은행(ICSD)에 참여하는 고객은 통합결제시스템에 연계된 CSD를 이용하기 위해서는 연계CSD에 국내증권계좌를 보유해야 한다.

마찬가지로 영국과 아일랜드 시장에서도 유로클리어 영국과 아일랜드의 국내증권계좌와 유로클리어은행(ICSD)을 위한 국제증권계좌를 보유해야 한다.

다양한 플랫폼을 걸친 이러한 증권계좌들은 고객의 다양한 요구에 부응하고, 전용서비스에 접속할 수 있어야 한다. 이러한 증권계좌구조는 유로클리어 그룹에 속한 각국의 후선인프라 플랫폼에서 거래 상대방의 계좌개설여부와 상관없이 고객이 증권계좌를 개설할 수 있다.

예를 들면, 고객은 개별적으로 운용하는 증권운용계좌(Operational Securities Accounts)에서 개별 고객의 자산을 분리할 수 있거나, 거래상대방에 영향을 끼치지 않고 운용자산을 묶어 통합명의계좌에 둘 수 있기를 원한다.

또한 증권(운영)계좌구조는 유로클리어 영국과 아일랜드에 개별적 회원구조를 반영할 수 있을 뿐만 아니라 유로클리어 핀란드와 유로클리어 스웨덴에 있는 실질주주명의계좌도 지원하게 된다.

7) 결제주기와 거래관리

단일플랫폼에서 거래관리모듈은 결제지시유형, 확정, 국제증권시장실행그룹(Securites Market Practice Group, SMPG) 기준에 맞는 결제지시와 매칭 프로세스, 에러보고 및 결제지시 현황보고 등을 담당한다. 더 나아가 유로클리어 참가자간 매칭과 유로클리어그룹 내에서 결제지시를 중단하거나 계속할 수 있어 나중에 입력했기 때문에 나타나는 결제위험과 매칭이 늦다든지 하는 위험을 줄일 수가 있다.

증권결제가 실시간에 가깝게 이루어짐으로써 유로클리어 은행(ICSD)과 상호이용성이 향상되고 있다. 또한 광범위한 증권과 거래를 부분적으로 묶고 나눌 것은 나눔으로써 결제의 효율성이 더 나아지고 있다.

IV. 유럽통합증권결제시스템(T2S)

1. T2S의 배경과 경과

가. 배경

일반적으로 증권시장의 통합은 무엇보다도 주식 및 채권시장과 관련된 인프라 즉 중앙집중거래 상대방(CCP), 증권결제시스템의 통합에 달려있다. 그러나 유로지역에서 증권인프라의 통합은 거액자금결제인프라의 통합에 비추어 볼 때 아직도 많은 진전을 보이고 있지 않다.

통합이 더딘 이유는 주식의 경우 그 자체로서 관리업무가 상당히 복잡할 뿐만 아니라, 각국별 시장관행, 법과 규제, 금융체제 등에 있어 큰 차이가 있다. 또한 국제채권거래에 따른 결제는 주로 두 개의 국제증권예탁결제기관(ICSD)이 담당하고 있으나, 국제주식거래에 따른 결제는 여전히 각국 CSD가 담당하고 있다.

유럽연합(EU)에서 이러한 후선업무의 세분화는 국제증권거래에 따른 후선업무비용을 증가시키고 규모의 경제효과를 감소시킨다. 미국의 경제규모와 비교해 볼 때, 유럽연합의 경제규모는 비슷하나, 증권거래규모와 비용을 비교해 본다면 유럽연합이 많이 뒤쳐져 있다. 특히 국제증권결제에서 미국과 유럽연합의 비용 차이는 뚜렷하다.

유럽연합이라는 단일시장에서 증권결제인프라의 통합에 핵심적 요소는 후선인프라 제공자간 실질적인 경쟁과 상호이용성을 보장하는 공동의 중립적인 증권결제플랫폼을 설치하는 것이다.

따라서 유로통화체제(Eurosystem)는 유럽통합 후에도 각국으로 분리되어 있는 금융시장과 증권결제인프라를 통합하기 위해 유럽중앙은행의 자금을 각국 증권결제에 이용할 수 있는 유럽통합증권결제시스템(Target2-Securities, T2S)이라는 프로젝트를 시작했다.

유럽통합증권결제시스템(T2S)은 각국 CSD가 중앙은행의 자금을 증권거래의 결제에 사용하는 범유럽 플랫폼이 될 것이다. 물론 이에 참가하는 CSD는 기존의 고객과 법적 관계를 유지하게 되며 모관 및 공증기능 등을 계속해서 수행하게 된다.

유럽통합증권결제시스템(T2S)을 이용하면 유로화 결제뿐만 아니라, 다른 통화(영국 파운드화, 덴마크 크로네화 등)로도 결제할 수 있다. 따라서 T2S에 참여하는 CSD는 유로화 통화권의 CSD에 한정되지 않고, 유럽경제권(European Economic Area, EEA)과 스위스 등의 CSD도 참여하여 자국 통화로 결제할 수 있게 된다.

요약하면, T2S는 유럽중앙은행에서 개발 중인 유럽통합증권결제시스템이다. T2S는 유럽자본시장에서 유로화로 표기된 증권의 거래에 대해 유럽중앙은행의 자금을 이용하여 결제한다. 장기적으로는 유럽

각국에서 운영하는 CSD를 대신하여 유럽 내 증권결제제를 대체하려고 계획하고 있다.

또한 T2S는 참여하는 CSD가 보유하고 있는 유로화로 표시된 단기금융상품, 주식, 투자펀드, 워런트 등 거의 모든 금융상품의 매매에 따른 결제서비스를 제공하고자 한다.

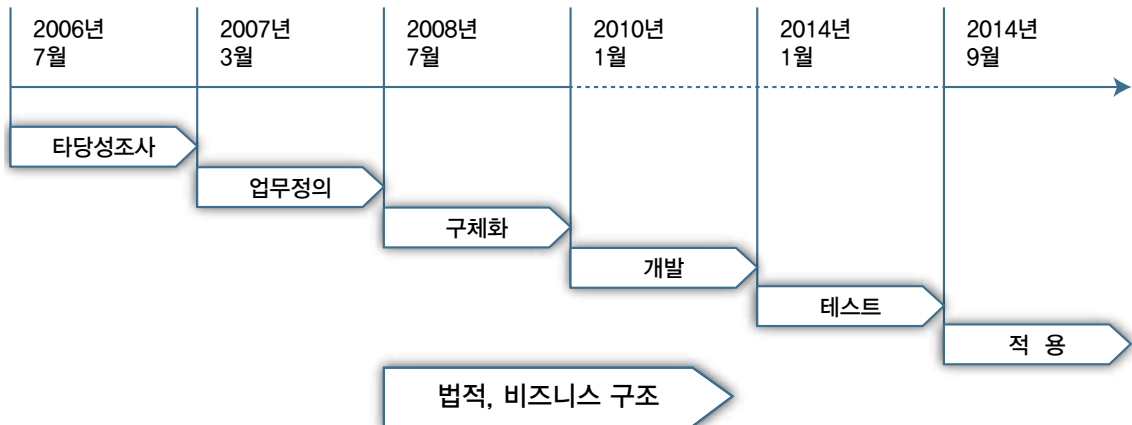
나. T2S의 경과

이절에서는 먼저 T2S 프로젝트의 경위를 일정(그림 IV-1 참조)에 따라 살펴보자. 유럽중앙은행(ECB)은 2006년 7월에 ‘유로통화시스템(Eurosystem)에 의한 증권결제서비스 제공가능성에 관하여’라는 계획을 발표하는 동시에, 지급결제시스템위원회(Payment and Settlement Systems Committee, PSSC)에게 T2S의 기본설계와 상세한 경제적 타당성조사를 의뢰했다.³⁸⁾

지급결제시스템위원회(PSSC)는 2007년 3월에 기본설계서(The Blueprint) 및 타당성 조사결과를 발표했다. 타당성 조사에는 1) 기능, CSD와의 역할분담, 결제구조 등에 관한 업무적 측면, 2) IT나 인프라 디자인에 관한 기술적 측면, 3) 비용이나 이익에 관한 경제적 측면, 3) 법적 분석이나 결제의 최종성 등에 관한 법률적 측면 등의 4가지 포함되어 있다.³⁹⁾

이러한 검토결과에 따라, 2007년 3월에 유럽중앙은행의 이사회(Governing Council)는 T2S 프로젝트의 다음 단계 즉 1) 지배체제의 결정, 2) 이용자 자격요건에 관한 공식적 자문을 추진하였다.⁴⁰⁾

〈 그림 IV-1 〉 유로통합증권결제제도(T2S) 프로젝트 일정



자료출처: 유럽중앙은행(ECB)

38) 한국예탁결제원(박준원역), 증권결제시스템의 모든 것(제2판), 2009. p317.

39) 한국예탁결제원(박준원역), 증권결제시스템의 모든 것(제2판), 2009. p317.

40) 한국예탁결제원(박준원역), 증권결제시스템의 모든 것(제2판), 2009. p318.

2010년 초에는 4개 중앙은행(독일, 프랑스, 이태리, 스페인)이 T2S를 위한 소프트웨어를 개발하기 위한 안정적 전제조건으로서 이용자 자격요건을 확정했다. 2010년 초에는 29개의 유럽CSD가 유럽중앙은행이 T2S를 운영하기 시작하면 이를 공식적으로 이용한다고 하는 양해각서(MOU)에 서명했다.⁴¹⁾ 2014년 9월까지 T2S 프로젝트는 시스템 디자인, 개발 및 테스트까지 완료할 계획이다.

2. 유럽통합증권결제시스템(T2S) 개요와 결제엔진

T2S는 중앙은행의 거액결제시스템에서 착안하여 CSD와 중앙은행간 증권결제업무가 밀접하게 연관되어 있다는 사실에서 출발한다. 일반적으로 증권거래는 증권의 인도와 대금의 이체로 결제가 완결된다. 이때 거래상대방의 신용위험을 피하기 위해 증권과 대금은 동시결제(DVP)된다.⁴²⁾

개별국가 내에서는 증권거래에 따른 동시결제가 효율적으로 이루어지고 있지만, 유럽에서 국제증권결제는 상당히 복잡해서 효율성이 떨어지고 있다.

따라서 각국 CSD가 증권결제를 목적으로 유럽중앙은행이 제공하는 단일플랫폼에 증권계좌와 중앙은행자금계좌를 가지게 되면 국제증권결제가 보다 효율적으로 이루어 질 것이다. 유로통화시스템은 T2S라는 프로젝트를 시작함으로써 중앙은행자금을 이용하는 지급결제시스템을 제공한다. 그러나 증권은 여전히 각국 CSD에 보관되어 있다.

T2S 프로젝트의 주요목적은 모든 유가증권의 거래에 따른 결제업무는 단일플랫폼의 증권 및 대금계좌에서 이루어지게 하는 것이다. 그래서 유로통화시스템은 유럽각국 CSD에게 유럽중앙은행이 제공하는 단일플랫폼에 증권계좌를 개설하게 했다.

T2S에서는 결제엔진(T2S Settlement Engine)에 의해 결제업무를 처리한다. 결제엔진은 결제지시를 각 CSD로부터 수취하면, 매수자의 T2S 자금계좌와 매도자의 증권계좌 데이터베이스에서 자금과 증권의 잔량을 확인하고, 충분한 잔량이 있으면 동시결제(DVP)한다.

일반적으로 유럽의 모든 CSD는 유로화를 중앙은행 자금으로 결제하기에 T2S에 참여할 수 있다. 증권계좌는 법적으로 각국 CSD가 보유하고, 계좌의 개설, 유지관리, 폐쇄 등은 CSD의 책임 하에 이루어진다. 증권계좌의 잔량은 T2S시스템에서는 증권계좌 데이터베이스(Securities Account Database)에서 집중적으로 관리된다.⁴³⁾

41) 29개 CSD에는 유럽연합의 모든 CSD와 EU에 속하지 않되 유로통화를 사용하지 않는 덴마크, 에스토니아, 라트비아, 리투아니아, 폴란드, 루마니아, 스웨덴, 영국과 EU에 속하지 않는 스위스, 아이슬란드, 노르웨이 등이 포함된다. 또한 덴마크, 스웨덴, 노르웨이 등의 CSD는 자국의 중앙은행의 지원을 받아 T2S에서 국제증권결제에 자국통화를 사용하기로 의사표명을 했다.

42) 한국예탁결제원(박준원역), 증권결제시스템의 모든 것(제2판), 2009, p329.

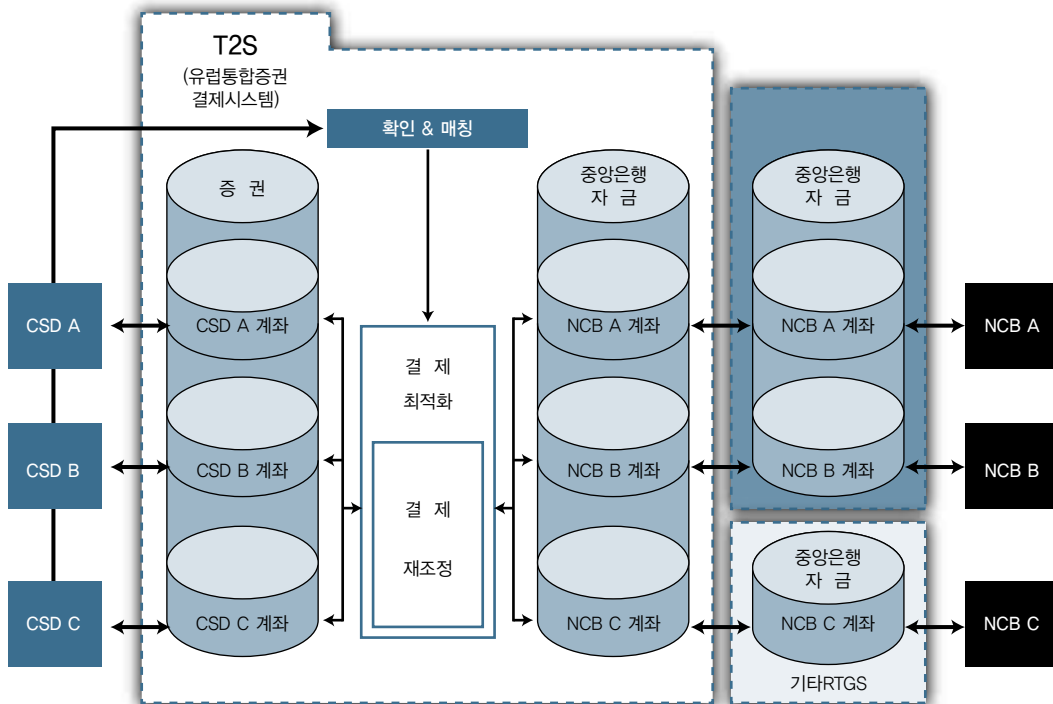
43) 증권계좌는 법적으로는 CSD에 개설되고 기술적으로는 T2S 내에서 관리된다. 따라서 증권결제의 최종성에 관해서도 CSD가 소재하는 국가의 법률에 준거하게 되어 있다. 그러나 EU 역내 있어서는 '결제최종성 지침(The Settlement Finality Directive)'에 의해서 통일되

각국 CSD는 결제할 용도로 고객의 증권포지션을 T2S에 보유하게 된다. 하지만 CSD는 보관업무와 등록 및 공증업무 등과 관련된 계좌정보를 보유하게 되고, 각국 CSD는 T2S 상 증권계좌를 하나씩만 가지게 된다.

마찬가지로, 모든 CSD에게 T2S에서 중앙은행 자금을 이용할 수 있는 T2S자금계좌(T2S cash account)⁴⁴⁾를 개설한다. CSD는 이를 통해 고객의 증권계좌와 관련된 어떠한 거래도 T2S자금계좌를 이용해 결제할 수 있다.

이때 각국 중앙은행이 유럽중앙은행에 보유하고 있는 자금계좌의 구조는 고객이 거래종류에 따라 한 개 이상의 CSD를 이용해도 대금결제가 문제없이 효율적으로 처리할 수 있게 되어있다.

〈그림 IV-2〉 T2S – 증권 및 대금결제를 위한 단일플랫폼



자료출처: 유럽중앙은행(ECB)

어 있다.

44) T2S자금계좌는 RTGS계좌(T2RTGS account)의 서브계좌다. RTGS계좌와 T2S자금계좌간의 유동성 이동은 이용자의 지식에 의해 언 제라도 실시간으로 할 수 있으며, 또한 미리 이체금액을 지정해 두는 '자동 유동성이체기능(automated transfer facility)'도 마련된다.

궁극적으로 고객은 T2S에 접속하여 한 개의 증권계좌와 한 개의 자금계좌를 이용해 유럽시장에서 거래되는 모든 증권을 사고 팔 수 있게 하는 것이다. 물론 CSD의 개인 고객이 중앙은행의 계좌에 접근할 수는 없다.

일반적으로 유럽중앙은행이 운영하는 거액결제제도(T2)에 참여하는 결제은행이 앞에서 언급한 증권 및 자금계좌개설 및 운영권을 유럽통합증권결제시스템(T2S)에서 이용한다. 거액결제제도(T2)와 유럽통합증권결제시스템(T2S)이 한 쌍으로 맞물려 돌아감으로써 비용을 절감하고, 유동성을 증진시키며, 정보관리를 편리하게 함으로써 시너지효과를 낸다.

앞의 (그림 IV-2)에서 보는 바와 같이, T2S는 최적화된 프로세스로 결제지시를 확인하고 매치시켜 동시결제(DVP)를 실시간으로 처리하게 된다.

결과적으로 T2S는 규모의 경제와 경쟁을 통해 유럽 투자자에게 많은 혜택을 줄 것이다. 규모의 경제 효과는 증권과 대금결제를 단일플랫폼에서 처리하고 또한 거래규모도 다중플랫폼에서 단일플랫폼으로 이동하기 때문에 나타난다. 이는 많은 증권결제를 단일플랫폼에서 처리함으로써 결제와 관련한 필요유동성을 상당히 감소시킨다.

또한 T2S는 유럽증권시장의 관행과 후선업무의 처리과정을 조화롭게 통일하는 유인을 제공함으로써 후선인프라의 효율성을 제고했다. 유럽중앙은행(ECB)에서는 국내결제와 동일한 수수료 체계를 국제증권결제에도 적용한다고 계획하고 있기 때문에 CSD를 이용하는 고객, 증권회사, 투자은행 등은 많은 혜택이 누리게 된다.⁴⁵⁾

경쟁측면에서 보면, 각국 CSD는 다른 나라의 CSD와 경쟁을 배제함으로써 독점적인 위치에 있다. 하지만 유럽통합결제제도(T2S)가 2014년에 실시되면, 각국 CSD는 다른 나라의 CSD가 발행한 증권에 대해서도 경쟁적으로 서비스를 제공할 수 있게 된다.

또한 CSD는 결제업무뿐만 아니라 보관 및 공증업무 등을 하게 되겠지만, 공동의 결제플랫폼을 사용한다는 것은 발행자에게는 자국 이외에도 증권을 발행할 수 있고, 시장참가자나 투자자는 매수한 증권을 보관할 CSD를 어디라도 선택할 수 있다.

하지만 T2S는 시장참가자가 보유한 증권을 가급적 하나의 CSD에 집중하게끔 각국 CSD에 권고할 것이다. 이때 투자자는 증권이 보관된 장소보다 서비스의 수준과 비용을 가지고 판단하여 CSD를 선택하게 된다. 결국 경쟁이 치열해지면 후선인프라와 관련한 수수료는 낮춰지게 된다.

궁극적으로 유럽의 증권시장은 T2S에 의해 실질적으로 통합될 것으로 기대되기 때문에, 1) 증권의 발행자로서 보다 폭넓은 시장을 대상으로 발행할 수 있고, 2) 투자가로서는 보다 저렴한 비용으로 유럽의 증권시장에 분산투자할 수 있으며, 3) 금융기관으로서 증권결제를 T2S를 통해 집중해서 할 수 있기 때문에 유로화 표시증권이나 유로자금을 단일계좌에 집중해서 관리함으로써 풍부한 유동성을 이용

45) EU 내 국경간 증권결제비용은 국내에서 증권결제에 드는 비용보다 10~15배나 많다고 알려져 있다. 유럽중앙은행(ECB)의 추정에 따르면, T2S에 의한 비용절감효과는 연간 30억~50억 유로 이상이라고 한다.

할 수 있다.⁴⁶⁾

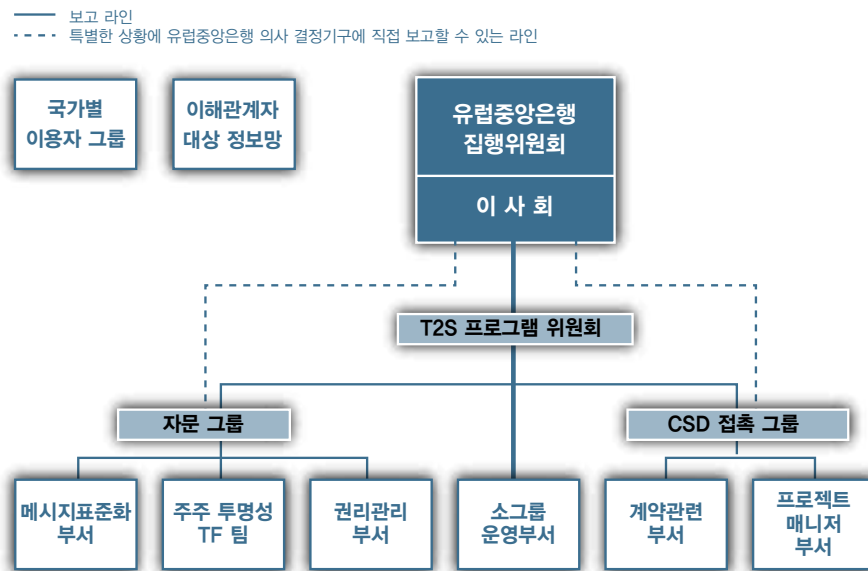
또한 비용측면에서의 개선에 의해, 유럽연합 내에서 국제증권투자가 더욱 활발해질 것이다. EU 전체적으로 생각하면 결제업무에 필요한 IT투자나 인력 등의 비용이 절감된다.⁴⁷⁾

3. T2S의 지배구조 및 조직체계⁴⁸⁾

유럽중앙은행 이사회는 T2S 프로젝트와 관련하여 최종적인 의사결정의 권한을 가지고 있다. 2009년 3월 이사회는 T2S 프로그램실행위원회(T2S Programme Board)라는 효율적인 조직체를 만들어 전략적 이슈나 T2S와 관련된 기술적 작업을 이사회의 제안에 따라 수행하게 했다.

물론 이사회가 최종적인 의사결정체이기는 하지만, T2S 프로그램실행위원회는 책정된 예산 내에서 시장의 요구에 맞게, 그리고 적시에 프로젝트를 실행하도록 관리한다.

〈 그림 IV-3 〉 유럽통합증권결제제도(T2S)의 지배구조



자료출처: 유럽중앙은행(ECB)

46) 한국예탁결제원(박준원역), 증권결제시스템의 모든 것(제2판), 2009, p337.

47) 유로클리어 입장에서 지금까지 CSD에서 일괄적으로 수행된 결제업무와 보관업무가 별도의 다른 기관에서 이루어진다면 시너지 효과가 상실된다. 따라서 유로클리어는 결제업무가 없어진다는 것에 의한 CSD의 비용절감이 그다지 크지 않다는 점을 들어 반대하기도 했다.

48) T2S 프로젝트의 진행에 따라 지배구조와 조직체계는 조금씩 변화하고 발전해 가고 있다. 이전의 지배구조와 조직체계는 “한국예탁결제원(박준원역), 증권결제시스템의 모든 것(제2판), 2009, p323.” 참조.

그 밑에 있는 자문그룹은 T2S에 참여하는 이용자의 자격요건과 시장요구 등을 이사회에 자문한다. 자문그룹은 중앙은행, CSD와 이용자 그룹에서 같은 수의 자문위원이 대표하고 하위조직의 지원을 받는다(그림 IV-3 참조). 자문그룹 밑에는 3개의 하위그룹이 1) 메시지 표준화, 2) 주주의 투명성, 3) 권리관리를 분담해서 작업하고 있다.

한편, 2009년 10월에는 이사회가 T2S에서 CSD의 역할 및 계약관계를 다룰 CSD접촉그룹을 만들었다. 이 그룹은 CSD의 고위관리자와 T2S 프로그램실행위원회의 회원이 참여하며, 유로통화체제(Euro-system)와 CSD간 계약합의서 등을 준비하고 있다.

4. T2S, 유로클리어, 링크-업-마켓의 상호관계⁴⁹⁾

유럽에서는 국제증권결제의 효율화를 위해서 링크-업-마켓, 유로클리어그룹에서 제시한 통합결제 시스템, 유럽중앙은행(ECB)이 제시한 T2S 등의 구상이 실현되고 있다.

유로클리어그룹은 국제증권결제서비스와 보관서비스 모두를 대상으로 한다는 점에서 증권결제서비스만을 제공할 유럽중앙은행의 T2S와는 엄격히 구별되나, 링크-업-마켓과는 정면으로 경쟁하는 관계가 된다.

한편 유로클리어는 프랑스, 영국, 아일랜드, 네덜란드, 벨기에의 CSD와 유로클리어은행(ICSD)을 합병해서, 이들 나라의 시장관행을 조정하고 데이터센터와 네트워크를 통합하는 등 노력을 해왔다.

이에 비해 링크-업-마켓은 국제증권거래에 따른 서비스를 기존의 CSD간 연계플랫폼을 통해 저비용구조에 중점을 두고 있는 것처럼 보인다. 규제나 세제 등 각 시장간 업무환경의 차이가 큰 보관서비스분야에 대해 클리어스트림이 주도하는 링크-업-마켓 진영이 어디까지 본격적으로 대응할 것인지가 경쟁의 핵심이 될 것이다.

T2S는 유럽연합에서 국제증권결제서비스의 효율화에 초점을 맞추고 있으며, 보관 및 담보관련 서비스는 해당 국가의 CSD에 위임한다는 방침이다.⁵⁰⁾

즉 T2S에서는 증권결제서비스만 제공되기 때문에 고객과의 관계(계약, 보고 등)는 지금까지와 마찬가지로 각국 CSD가 관리하게 되며, 결제 이외의 업무인 증권등록업무, 보관업무, 증권대차서비스, 자산관리업무, 고객 대응 등은 각국 CSD가 하게 된다.

따라서 T2S, 링크-업-마켓과 유로클리어 그룹에서 제공하는 서비스 중 증권결제서비스 부분에서는

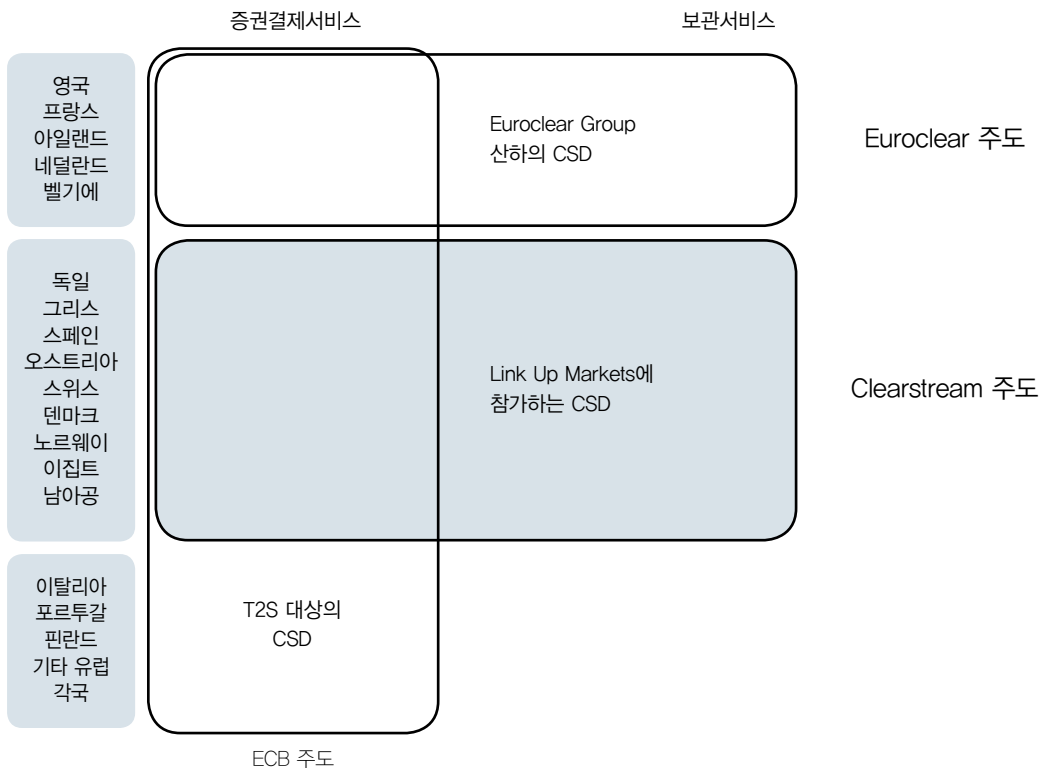
49) 일본증권업협회(박준원역), 유럽 Cross-border 증권결제의 새로운 움직임, Monthly Report, 2008.4

50) CSD와의 관계에 관해서 유럽중앙은행(ECB)은 T2S는 CSD가 아니라, 결제플랫폼에 불과하며 중앙은행 자금을 이용하여 동시결제(DVP)하기 위한 IT 플랫폼에 불과하다고 설명하고 있다.

3개의 프로젝트가 경쟁하는 구도이지만 보관 및 담보서비스를 포함한다면 링크-업-마켓과 유로클리어가 경쟁하고 T2S와는 상호 보완적 관계가 된다.

실제로 링크-업-마켓에 따르면, 자사의 활동은 유럽연합의 금융당국의 지침 즉 금융상품투자지침(MiFID)이나 청산·결제에 관한 유럽행동강령을 준수하여 상호이용원칙을 지킨다고 한다. 또한 2014년~2015년에 유럽중앙은행이 도입할 유럽증권결제시스템(T2S)과도 부합한다고 한다.

〈 그림 IV-4 〉 Link Up Markets vs. Euroclear Group vs. T2S



(註) 덴마크, 노르웨이, 이집트, 남아공화국은 유럽연합에 속하지 않기에 현재의 T2S의 계획상 참가가 아직 확정되지 않음.

자료출처 : 노무라종합연구소

링크-업-마켓은 개별 CSD가 T2S에 접속하는 것보다는 링크-업-마켓을 결제허브로 이용하여 T2S와 결제업무를 단일화하는 방안을 제시하고 있다. 이를 위해 링크-업-마켓은 참여하는 CSD와 고객에게 보다 광범위한 서비스를 제공하고자 한다.

예를 들면, 링크-업-마켓은 고객에게 2개 이상의 시장에 걸쳐 있는 자산의 담보이용을 최적화하는

‘다중시장의 최적담보관리시스템’을 제공할 수 있다. 대개 유럽과 아프리카의 11개 증권시장에 걸쳐 투자하는 투자기관은 중앙은행 자금, 증권대차, 파생상품거래 등에 필요한 담보서비스를 개별 시장의 담보풀을 통해 관련 담보를 개별적으로 관리하게 된다.

하지만 링크-업-마켓이 제공하는 담보관리시스템을 이용하게 되면, 개별담보를 통합하여 단일의 가상담보풀로 묶어 전체적으로 담보비용을 줄이고 효율적으로 담보를 이용하게 된다.

이와 같이 유럽에서는 국제증권거래에 따른 후선업무비용을 절감하기 위해 3개의 상이한 프로젝트가 기동되고 있다. 우리로서도 아시아 역내 국제증권투자에 따른 후선업무처리를 위해 경쟁력이 있는 아시아 공동결제인프라를 설립할 필요가 있는지 고려해야 할 것이다

V. 시사점

우리는 유럽의 국제증권결제제도를 1) 유로클리어라는 기관이 중심이 되어 국제증권결제를 수행하는 부분집중모델, 2)링크-업-마켓이라는 국제증권결제플랫폼에 상호연계하여 수행하는 플랫폼중심 부분집중모델, 3) 유럽중앙은행이 중심이 되어 T2S라는 단일통합플랫폼에 연계된 완전집중모델로서 국제증권결제시스템을 나누어서 분석해 보았다.

지금까지 아시아에서는 Asiaticclear, RSI 등 수차례 공동의 후선인프라 개발과 설립을 통해 아시아 채권시장을 발전시키고자 하였다. 그러나 각 국가마다 시장제도와 경제운영이 달라 자본 및 채권시장은 여전히 분산되어 투자자금을 주로 글로벌 금융시장을 통해 조달하고 있으며, 잉여자금도 글로벌 금융시장에서 운용하고 있는 형편이다.

이러한 현실에서 아시아-태평양지역에서는 아시아개발은행이 역내 국제증권결제의 효율성을 증진하고 시장간 표준에 장애가 되는 문제들을 해결하기 위해 다양한 모델을 연구하고 있다.

첫 번째 대안은 지난 수십 년에 걸쳐 논의되었던 아시아 국제증권결제기관(Asian ICSD)의 설립이다. 그러나 이러한 기관설립에는 아시아국가간 이해관계를 조정하기가 쉽지 않을 뿐만 아니라 동아시아의 증권결제시스템이 소유 및 지배구조, 계약의 법률적 효력, 시스템의 기술적 성격, 결제관행 등에서 국가별로 차이가 매우 크기 때문에 이러한 단일기관 집중모형은 실현 가능성이 낮다.

따라서 유럽의 국제증권결제시스템을 분석한 결과를 접목하여 역내 국제증권결제시스템을 도입한다면 단계적으로 먼저 중국, 일본, 한국간 일부 우량종목만 국제거래를 허용한 이후 공동플랫폼에 연결하여 청산 및 결제하는 부분집중모형을 초기에 도입하는 것이 실현 가능성이 높다고 본다. 이후 참가국가와 종목 범위를 넓혀가는 것이 바람직하다. 물론 국가별로 상이한 법률, 제도, 결제관행 등을 조화시키는 노력이 선행되어야 한다.

두 번째로 생각해 볼 수 있는 안은 주요 CSD(중국, 한국, 일본)가 아시아지역의 CSD들이 상호연계가 될 수 있는 ‘아시아판 링크-업-마켓’을 만드는 것이다. 링크-업-마켓은 지배구조뿐만 아니라 처음부터 전 세계의 CSD에게 네트워크에 접속할 수 있는 플랫폼을 개방하여 상호연계의 기회를 제공하고 있다.

특히 링크-업-마켓은 SWIFT를 통해서 상호 연결함으로써 아시아-태평양지역의 CSD들과 연계하기 좋은 조건을 갖추고 있다. 따라서 링크-업-마켓 방안은 아시아에서도 안전한 공동 플랫폼을 이용하여 역대 CSD들이 제공하는 최선의 서비스를 공유하고, 국경간 증권거래비용을 감소시킬 수 있음을 보여준다.

세 번째 대안으로 유로클리어가 중심이 되어 진행하고 있는 프로젝트로서, 아시아에서 일련의 중앙예탁결제기관(CSD)과 중앙은행 등이 유로클리어와 협력하여 아시아 자본시장에서 공동의 후선인프라를 개발하려는 것이다.⁵¹⁾

이는 본질적으로 유로클리어가 매개가 되어 아시아 중앙은행들과 CSD간 거래대금결제라는 기능을 공동플랫폼이라는 인프라를 통해서 해결하려는 것이다.⁵²⁾ 따라서 분산된 지역경제를 공동의 플랫폼으로 묶음으로써 통화 및 금융시장의 안정화를 도모하기가 쉽고, 재무환경을 개선할 기회를 갖는다. 그리하여 결국에는 국내 투자자뿐만 아니라 해외투자자에게도 아시아 자본 및 채권시장을 매력적으로 여겨지게 하자는 것이다.

또한, 공동플랫폼은 시장참가자에게 대규모의 담보품을 제공하는 것이 가능하다. 이는 곧 담보대출에 대한 시장의 신뢰를 신장하는 기회가 된다. 물론 이와 같은 공동플랫폼을 도입하기까지는 많은 시간과 노력이 필요하다.

아시아 자본시장을 발전시키기 위해서는 아시아 금융상품에 대한 수요와 공급을 촉진하는 다양한 조치들이 필요하다. 특히 아시아 금융상품의 국제적 거래와 관련하여 장애가 되는 법령이나 규제는 변경되거나 완화되어야 한다.

수년에 걸쳐 유로클리어는 유럽연합에서 단일의 증권시장에 대한 비전을 가지고 후선업무체계를 조정하고 통합해왔다. 유로클리어에 가입한 나라들은 각국의 금융시장의 발전정도에 따라 공동플랫폼에 점진적으로 가입함으로써 위험과 잠재적 갈등을 최소화했다.

이러한 경험은 아시아 자본시장에도 그대로 적용될 수 있다. 각국의 금융환경과 발전정도에 따라 처음에는 2 내지 3개국이나 아시아 금융시장의 특수성을 고려하면서도 적용될 수 있는 공동플랫폼을 개설한다. 이를 통해서 금융상품거래에 따른 일선 및 후선업무를 일치시킨 다음, 다른 나라들로 자국의 법

51) 최근 유로클리어는 아시아 채권시장의 후선인프라를 개선하기 위해서 태스크포스(Bank Negara Malaysia, HKMA)를 구성하고, 인도네시아 중앙은행과 태국 중앙은행을 참관하게 했다. 태스크포스의 주요한 목적은 후선업무과정을 통일적으로 조정하고 표준화함으로써 아시아 역대 채권거래가 공동플랫폼에서 효율적으로 이루어지게 하는 것이다.

52) 유로클리어에 따르면, 공동플랫폼은 1) 국외투자자가 편리하게 접근할 수 있는 공동플랫폼을 통해 아시아채권시장에 국외투자자가 투자하기 쉽게 하고, 2) 자국 내 주식이나 채권을 자국통화 또는 외국통화로 발행하는 것을 촉진하며, 3) 시장참가자는 자동화된 프로세스를 통해 운영위험의 관리가 편리해지고, 4) 국제간 거래비용이 감소에 기여하게 될 것이라고 한다.

과 규정을 공동플랫폼에 맞게 재개정하며 단계적으로 가입하게 하는 것이 유로클리어가 아시아 자본시장에 주는 교훈이다.

유럽의 경우 1990년대 초부터 역내 증권결제시스템 구축을 위한 노력을 기울여 왔으나 링크-업-마켓모델, 유로클리어의 통합결제플랫폼모델, T2S 등 아직도 진행 중에 있는 실정이다. 따라서 동아시아에서도 실물부문과 금융부문의 조화로운 성장을 도모하고, 효율적이고 높은 유동성을 지닌 동아시아 자본시장을 육성하기 위해서 지역 국제증권결제시스템의 구축이라는 과제를 장기적 전망을 가지고 지속적으로 추진되어야 할 것이다.

참고자료

1. 김영도, 국내 자본시장 인프라의 발전과제, 주간금융브리프, 한국금융연구원, 2010.
2. 김준석, 계속되는 거래소간 통합: 아시아 거래소의 현황 및 전망, 자본시장 Weekly, 2011-10호.
3. 노무라총합연구소, 유럽 Cross-border 증권결제의 새로운 움직임, Monthly Report(일본증권업협회), 박준원역, 2008.4.
4. 박대근·박재하·오규택·이창용, 아시아 채권시장의 인프라구축: 예탁결제 및 신용평가기구 설립 방안, 한국경제의 패널: 분석과 전망, 제11권 제1호, 한국금융연구원, 2005.4.
5. 이정형·곽선호, 유럽 자본시장 및 결제시스템의 주요변화, 한국금융연구원, 2003.5.
6. 채희율·이영섭, 동아시아 국제증권결제제도의 대안, 대외경제연구, 제9권 제2호, 2005.12.
7. 한국예탁결제원, 유럽 금융시장의 증권결제제도 발전, 2008.
8. 한국예탁결제원(박준원역), 증권결제시스템의 모든 것(제2판), 2009.
9. 한국예탁결제원, 해외증권예탁결제동향 Vol. 34, 2011. 2분기.
10. Allen, P., MiFiD has mixed consequences for trading market, Financial News, 2008. 3. 24.
11. Asian Development Bank, Bond Market Settlement and Emerging Linkages in Selected ASEAN+3 Countries, 2005.6.

12. Cave, T., MTFs could face 'further consolidation' from trading slump, Financial News, 2010.8.19.
13. Chai, H.Y. and Y. Rhee., Financial Integration in East Asia: A Comparison with Europe, In H. Kim ed, European Integration and the Asia-Pacific Region, KIEP, 2004.
14. Deutsche Börse Group, The European Post-Trade Market, 2005.
15. Euroclear, Information Paper on the migration to the Single Platform for Euroclear Finland and Euroclear sweden, 2009
16. Euroclear, ESES interaction with TARGET2 and related tools, 2011.4.6.
17. ECB, The Payment System – payments, securities and derivatives and the role of eurosyst-tem, 2010
18. ECSDA, European Code of Conduct for Clearing and Settlement, 2006.11.7
19. Financial Services Research, Driving post-trade efficiencies in Europe : Link Up Markets and the benefits of interoperability, p. 28-30, 3Q.2008.
20. Financial Services Research, Link Up Markets : approaches first stage of its launch pro-gramme, p. 72-74, 1Q.2009.
21. Gupta, H. S. and Daga, P., trends in clearing and settlement in Europe, FINsights, Infosys, 2009.
22. Mukundan, R., MiFiD: Impact on the European securities landscape, working paper, Wipro Technologies, 2006
23. Price Waterhouse, Shaping the Global Back-Office: A Front-Office Concern, 1994.
24. Steinert-Threlkeld, T., BATS Europe to Launch 'Preferred Clearer' Program, Securities Technology Monitor, 2011/5/20