

거래 참가자의 내부통제시스템 구축 전략

최홍식 · 한국조세연구원 선임연구위원

국내에도 거래소 시장에서 주가지수 선물과 같은 파생금융상품의 거래가 본격적으로 이루어짐에 따라 리스크 관리의 필요성과 중요성에 대한 인식이 크게 제고될 것으로 예상된다. 여기서 파생금융상품이란 그 가치가 통화, 채권, 주식, 일반 상품 등 기초 자산의 가격 변동에 의해 결정되는 금융 계약을 뜻한다. 선물, 옵션, 스왑 등이 최근에 논의되고 있는 주요 파생상품들이지만, 사실 이들의 기초 상품도 다른 자산의 파생상품 성격을 띠고 있다. 예를 들어, 16세기에 처음으로 출현한 주식도 사실상 회사 자산의 수익을 기초로 하여 가치가 결정되는 파생상품이라 할 수 있다.

파생금융상품들이 국제 시장에 본격적으로 나타나기 시작한 것은 70년대 초부터이다. 브레튼우즈체제의 붕괴, 오일 쇼크 등 금융 환경 변화로 환율과 이자율의 변동 위험이 증대하여 이들 위험을 회피하기 위한 수단으로 신금융 상품들이 개발되어 거래되기 시작하였고, 더욱이 전산 정보 기술의 발달은 고도의 계산과 정보 처리 능력이 요구되는 새로운 파생상품의 가격 결정과 실시간 거래를 가능케 하여 상품화를 촉진시켰다. 또한 주요국 정부의 금융 규제에 대한 우회 수단으로, 그리고 금융 시장의 효율성 제고를 위하여, 금융 자율화가 진전됨에 따라 금융 가격 변수의 변동 위험을 관리하기 위한 수단으로 파생금융상품 거래가 폭발적으로 증가하기 시작하였다. 예를 들어, 세계 파생금융상품 거래 규모는 1995년 말 현재 1985년 대비 약 15 배로 증가하였다.

이와 같이 파생금융상품 거래가 활성화되고 있는 반면, 최근 주요 기관들이 파생금융상품의 거래로 막대한 손실을 본 사건이 연달아 발생하자 일부에서 파생금융상품 거래에 내재한 리스크때문에, 이들 거래의 지나친 활성화는 금융 경제에 부작용을 가져다줄 것이라는 우려의 소리가 있다. 국내에도 향후 파생금융상품 거래가 활성화될 것으로 예상되는데, 거래 참여자들이 이들 거래의 특성을 올바르게 이해하지 못하고 참여할 경우 예기치 못한 대규모 손실을 입는 사례가 일어날 우려가 있다. 따라서 여기서는 파생금융상품 거래에서 대규모 손실을 본 메탈게젤샤프트社와 베어링社의 사례를 살펴보고 이로부터 파생금융상품을 적극적으로 활용할 것으로 예상되는 국내 참여자들에게 도움이 될 수 있는 시사점들을 도출하고자 한다.

메탈게젤샤프트사의 붕괴 사건

메탈게젤샤프트(Metallgesellschaft Refining and Marketing)사는 독일의 대기업 집단(Metallgesellschaft A.G.)의 미국 자회사로서 석유 제품을 판매하는 회사였다. 同社は 안정된 고객을 확보하기 위하여 1993년도 초반부터 중반까지 석유 도소매상들에게 10년간 일정한 가격으로 석유 제품들을 공급하기로 약속하였다. 이러한 선도 공급 계약(forward supply commitment)을 체결한 메탈게젤샤프트사는 석유 가격이 상승할 경우에 대규모 손실이 발생할 가능성이 있기 때문에, 가격 상승에 따른 리스크를 회피하기 위하여 선도계약을 취한 양만큼 뉴욕금속거래소(NYMEX)에서 석유 선물에 대한 매입 포지션을 취하였다. 한편, 선물시장에서는 만기가 10년 후에 도달하는 장기 선물계약이 거래되고 있지 않기 때문에 장기 선도계약에 대한 리스크를 헤징하기 위하여 단기 선물계약을 계속적으로 갱신하는 헤징 전략(rollover hedging strategy)을 취하였다.

이러한 갱신 헤징 전략을 취한 후인 1993년 후반부터 유가는 우려한 것과는 반대로 계속적으로 하락하기 시작하였다. 이에 따라 선도계약에서는 미실현 이익이 발생한 반면, 선물시장에서는 일일 정산을 함에 따라 대규모 손실을 보게 되어 추가 증거금의 납부를 요구(margin call)당하였다. 또한 선물시장에서는 근월물 선물가격이 원월물 선물가격보다 낮게 형성되는 역가격 시장(market in contango)이어서 지속적인 갱신 헤징 전략을 수행함에 따라 대규모의 손실을 보게 되었다. 즉, 헤징 포지션을 유지하기 위하여 근월물 선물을 낮은 가격으로 매도하고 원월물을 높은 가격으로 매입하는 갱신 헤징 전략이 계속적으로 손실을 누적시켰다.

이와 같은 메탈게젤샤프트사의 누적 적자는 동사의 선물시장에 대한 이해 부족으로 자초한 결과라 할 수 있다. 다시 말하면, 뉴욕금속거래소의 거래자들은 메탈게젤샤프트사가 대규모의 선물 포지션을 취하고 있고, 예상되는 특정 시점에 대규모 근월물 선물계약을 매도하고 원월물 선물계약을 매입하여야 헤징 상태를 유지할 수 있다는 것을 알고 있었다. 따라서 이들은 메탈게젤샤프트사의 상대방에 서서 근월물 선물은 낮은 가격에 매입하고 원월물 선물은 높은 가격에 매도하였다. 이 결과, 同社は 매번 갱신 헤징을 수행할 때마다 약 3,000만 달러를 손해보았다고 한다. 결국, 지나치게 위험한 선도계약과 그릇된 갱신 헤징 전략을 수행했다고 판단한 메탈게젤샤프트사의 모회사 감사회는 양 거래를 청산하였는데, 그 결과 약 13억 달러에 상당하는 손실을 보게 되었다.

메탈게젤샤프트사가 대규모 손실을 본 이유에는 동사가 지나치게 위험한 선도 공급 계약을 체결하였다는 영업 상의 문제점, 지나치게 보수적인 은행에 의거 지배되고 있다는 독일식 기업 지배 구조의 문제점, 파생금융상품 거래에 대한 회계 및 공시제도의 국가간 부조화때문에 그릇된 의사 결정을 유도하였다는 것 등이 제시되고 있으나, 무엇보다 선물시장에 대한 올바른 이해가 없어 과다하게 선물 시장에 참여한 점이 가장 큰 문제점으로 부각되고 있다.

베어링사의 파산 사건

베어링사는 싱가포르 소재 자회사(Baring Futures(Singapore) Limited) 직원인 리슨(Nicholas Leeson)의 과도한 투기적 거래때문에 파산하였다. 리슨은 오사카 증권거래소와 싱가포르 국제금융거래소(SIMEX)에 동시에 상장되어 있는 Nikkei 225 선물에 대한 차익 거래를 해왔는데, 1994년도 말부터 고수익 획득을 목적으로 투기 거래를 시작하였다. Nikkei 225가 1995년 3월경까지는 1만 8,500 엔과 1만 9,500 엔의 범위를 벗어나지 않을 것으로 예측하고, Nikkei 225 콜옵션과 풋옵션을 동시에 발행하는 매도 스트래들(short straddle) 전략을 구사하였다. 이 합성 포지션은 Nikkei 225 지수가 옵션 행사 만료일인 1995년 3월까지 1만 8,500 엔과 1만 9,500 엔의 범위를 벗어나지 않으면 무조건 이익을 보고, 범위를 벗어나면 옵션 매수자의 권리 행사로 손실을 보게 되는 전략이었다. 일본 주식 시장은 고베 지진 사태가 발생하기 전까지는 대체로 1만 9,000 엔 선을 유지하였으나, 1995년 1월 17일 고베 지진 사태가 발생한 후 지진 피해 규모가 예상 외의 큰 규모로 확대되자, 주식 시장이 급락하여 1월 23일에는 1만 7,785 엔까지 하락하였다.

리슨은 지수를 1만 8,500 엔 이상으로 끌어올리기 위해 SIMEX와 오사카 증권거래소에 상장된 Nikkei 225 지수 선물을 집중 매수하기 시작했고 이러한 시도는 일시적으로 성공하였다. 그러나 결국 시장의 대세에는 역부족이어서 지수는 계속 하락하였고, 손실 규모는 총 10억 6백만 달러에 이르게 되었다. 자본금 규모가 9억 6백만 달러인 베어링사는 영란은행에 파산 구제 신청을 하였으나, 영란은행은 이 사건이 무모한 투기 거래와 베어링사의 내부 통제 미비로 발생한 것으로 판단하여 구제를 거부하였다. 결국 233 년의 역사를 자랑하던 베어링사는 모든 채무를 인수한다는 조건으로 1 파운드(1.6 달러)에 네덜란드의 ING은행에 인수되었다.

경영층의 파생금융상품에 대한 올바른 이해

베어링사의 몰락 등 파생금융상품과 관련된 거래 사고를 살펴보면, 시장 참여자들이 적절한 내부통제 시스템만 갖추었다면 충분히 대형 사고를 방지할 수 있었을 것이다. 파생금융상품 자체가 위험한 것이 아니라 그에 대한 이해 부족과 잘못 설정된 거래 목적, 내부통제시스템의 미비 등이 문제인 것이다. 따라서 파생금융상품 거래에 대한 관리 감독의 기본 방향은 직접적인 규제보다는 안정된 거래 질서 확립을 위한 법·제도를 보완하여 금융시스템 안정을 위한 감독을 강화하고, 거래 참여자들에게 파생금융상품에서 야기될 수 있는 리스크를 인식시켜 자율적으로 철저한 내부위험관리시스템을 구축하도록 유도하는 것이라 할 수 있다.

시장 참여 기관의 내부통제제도가 올바르게 구축되기 위해서는 무엇보다도 경영층이 파생금융상품을 정확히 이해하여야 하며 거래 목적, 거래 한도 및 사후 평가 등에 대한 정확한 지침을 설정할 수 있어야 한다.

사실 파생금융상품이 활발히 활용되는 이유는 이를 통하여 신속하고 저렴한 비용으로 가격 변동 위험을 신속적으로 관리할 수 있기 때문이다. 가격 변동 위험을 회피하고 싶은 사람은 파생금융상품 거래를 통해 적절한 대가를 지불하고 이러한 위험을 다른 사람에게 전가시킬 수 있으며, 위험을 선호하여 이러한 위험을 인수한 사람은 보상을 받음으로써 파생금융상품 거래를 통하여 각자의 위험 선호도에 따라 수익과 위험 배분을 조절할 수 있게 된다. 그렇다고 파생금융 거래가 시장 전체의 위험을 줄여주는 만병 통치약은 아니다. 파생금융상품을 통한 위험 전가의 과정에서 비록 시장 전체의 위험은 축소되지 않으나, 그렇다고 새로운 위험을 창출하지도 않으며 단지 위험 소유를 재분배할 따름이다. 또한 이런 활동이 실물 생산과는 직접적인 관계가 없지만, 각 시장 참여자가 원하는 위험을 소유할 수 있어 투자 유용성을 증진시킨다. 결국, 파생금융상품 시장은 위험이 경쟁적으로 거래되는 시장이라 볼 수 있으며, 과거 수익성만을 고려하여 금융 시장에 참여하던 사람들에게 구체적으로 위험을 관리할 수 있는 수단을 제공한다는 측면에서, 파생금융상품의 출현은 기존 금융 시장이 한 차원 높은 금융 기능을 수행하고 활성화하는 데 일익을 담당하고 있는 것이다.

이와 같은 파생금융상품 거래의 본질에 대한 이해를 바탕으로 파생금융상품에 적극적으로 참여하고자 하는 기업의 경영층은 다음과 같은 질문에 자신있게 대답할 수 있어야, 위험을 관리하기 위하여 이용되는 파생금융상품 거래에서 오히려 대규모 손실을 경험하는 오류를 피할 수 있을 것이다.

- ① 기업의 장래 운명을 결정하는 데 결정적인 역할을 할 기업내 파생금융상품 거래 책임자가 누구인지를 알고 있는가?
- ② 현재 기업이 취하고 있는 거래 포지션의 규모가 어느 정도인지 알고 있는가?
- ③ 기업이 당면하고 있는 리스크는 무엇이고, 각 거래 분야에서 손익을 결정할 변수는 무엇인지 알고 있는가?
- ④ 기업이 취하고 있는 포지션의 가치는 얼마인지 아는가?
- ⑤ 기업이 정확하게 어떻게, 어디서, 얼마나 긴 기간 그리고 무엇에 대하여 헤지하고 있는지 알고 있는가?
- ⑥ 기업의 보수체계가 파행적 파생금융상품 거래 행태를 유발할 가능성은 없는가?
- ⑦ 기업의 통제시스템이 얼마나 효과적인가?
- ⑧ 기업의 내부재무통제시스템을 감시하는 책임자가 누구인가?

이상과 같은 질문들에 대하여 적합한 대답을 하기 위해서는 기업 내부에 상호 견제를 중심으로 한 통제체계가 구축되고, 명확한 리스크 관리 절차가 설정되어야 한다.

상호 견제 중심의 내부통제체계 구축

경영층은 우선 파생금융상품 거래시 리스크 허용 한도와 리스크 관리의 권한 및 책임 소재를 명시한 리스크 관리 지침을 제정하여야 한다. 이때 중요한 사항은 위험을 측정·통제하는 업무를 기관내 특정 전담 부서에 부여하고 이 실무 부서는 해당 기관의 위험에 관한 제반 통계를 작성하고, 이를 경영진이나 이사회에 정기적으로 보고해야 한다는 점이다.

리스크 관리 전담 부서를 설치할 때는 상호 견제를 통한 내부통제시스템을 구축하여야 할 것이다. 이는 파생금융상품 거래 업무를 수행하기 위해서는 전문적 지식과 경험이 필요하여 소수 전문가들의 전유물이 되기 쉬운데, 이때 조직 차원의 통제가 곤란해지는 현상이 발생할 수 있기 때문이다. 이러한 현상을 미연에 방지하기 위해서는 경영진이 단기 실적에 연연하지 말고, 파생금융상품의 리스크, 전체적인 리스크 노출 정도, 손익의 범위 등을 상시 파악하여 이를 자산 부채 관리에 반영하는 리스크 관리시스템을 수립하여야 한다.

또한, 리스크 관리 전담 부서를 구성하는 데는 상호 견제를 고려하여 거래를 실행하는 부서와 결제 지원 부서를 독립·분화시켜야 할 것이다. 베어링社, 광주은행, 수협중앙회 등의 기관에서 발생한 대규모 손실 사건에서 알 수 있듯이, 거래 담당자와 결제 담당자가 동일인일 경우에는 효과적인 내부통제가 이루어질 수 없으며, 실제 발생한 리스크나 손실을 조기에 적발하기도 쉽지 않다. 이러한 현실적 상황을 고려하여 거래 담당자와 결제 지원 부서는 엄격히 분리하여 독립시키지 않으면 안된다. 리스크 관리 부문이 독립함으로써 다른 부문에 대한 견제, 리스크 관리의 결정, 리스크에 대응한 수익 계획의 수립 그리고 경영진에 대한 신속한 보고가 가능하게 될 것이다.

리스크 관리 절차의 설정

리스크를 건전하게 관리하기 위해서는 포괄적인 리스크 측정 기법을 활용하여 리스크를 측정하고, 리스크 허용 한도 및 지침을 설정하며, 리스크의 통제 감시 보고를 위한 강력한 경영정보시스템을 구축하여야 한다. 동시에 파생금융상품 거래의 리스크 관리 절차를 기업 전체의 리스크관리체제에 통합하여 명문화된 절차 규정을 설정함으로써 리스크 관리의 효율을 높여야 한다.

효율적인 리스크관리체계를 구축하기 위해서는 첫째, 리스크에 대한 적합한 측정이 이루어져야 한다. 리스크측정시스템은 포괄적이고 정확해야 하며, 파생금융상품 거래와 관련된 리스크를 모두 망라해야 한다. 또한 리스크 측정에 있어서 잠재적 손실이나 이익을 계량화하는 양적 분석과 함께 위기 상황에서 경영진이 취할 조치를 분석하는 질적 분석도 병행하여, 소위 스트레스 분석(stress analysis)을 통해 불리한 상황 혹은 최악의 상황 발생 가능성에 대비한 리스크 측정이 이루어져야 한다. 최근에 논의되고 있는 VAR(Value At Risk)의 측정 기법은 이러한 작업에 크게 도움을 줄 것이다. 여기서

VAR이란 기관의 자산 및 부채의 총포지션 또는 포트폴리오가 일정한 신뢰 수준에서 그리고 일정한 미래 기간에 발생할 최대 손실의 추정치를 뜻한다. 예를 들어, 1997년 말부터 시행될 국제결제은행(BIS)의 금융 기관 적정 자본금 산정 기준안에 따르면, VAR의 추정에 99%의 신뢰 수준과 10일 보유 기간을 사용하도록 권고하고 있다. 이 기준 하에서 1억 달러의 VAR이란 10일 후에 포트폴리오의 손실액이 1억 달러보다 적을 확률이 99%임을 뜻한다.

둘째, 리스크의 허용 한도를 설정하고 이에 적합한 관리가 이루어져야 한다. 리스크 한도는 기업의 전반적인 영업 활동을 고려하여 종합적으로 설정하는 한편, 리스크 부담에 관한 지침이 마련되어야 한다. 리스크의 한도 체계는 기업의 전반적인 리스크관리시스템의 유효성이나 자기 자본의 적정성과 일치되도록 하며, 리스크 한도를 초과하는 경우에는 이 사실을 즉각 경영진에게 보고하여 이에 대한 승인권자의 승인을 받아야 한다.

셋째, 보고체제가 정비되어야 한다. 파생금융상품 업무에 관해 정확하고 시의 적절한 보고가 이루어질 수 있도록 정보시스템이 갖추어져야 하며, 위험의 정도 및 손익 상황이 최고 경영층에게 매일 보고되어야 한다.

맺음말

우리 경제가 개방화되고 경제 운용에 더 많은 자율성이 보장됨에 따라 경제의 효율성뿐만 아니라 불확실성과 변동성도 더욱 증대될 것이다. 이에 따라 파생금융상품의 국내 도입과 본격적인 활성화가 예상되는 바, 시장 참여자들은 이에 알맞은 내부관리감독체계를 구축·운용하여야 할 것이다. 고속 전철이 기존의 철도선에서 운영될 수 없고 이에 적합한 새로운 철도선의 구축이 필요하듯이, 새로운 파생금융상품의 출현에 적합하게 그리고 혁신성, 효율성, 안정성 등을 고려하여 각 개별 참여자의 내부관리감독체계를 구축하여야 할 것이다.

이를 위해서는 무엇보다 파생금융상품 거래에 참여하는 기업의 경영층이 이들 거래의 특성을 정확히 이해하여야 한다. 경영층이 파생금융상품을 어떻게 만들고 거래하는가에 대한 모든 것을 이해할 필요는 없지만 올바른 질문을 하고 올바른 대답을 요구할 수 있어야 한다. 조심스럽게 활용한다면 파생금융상품은 기업의 수익성을 증진시키고 변동성을 감소시킬 수 있는 엄청난 금융 수단이다. 거칠고 말괄량이처럼 통제되지 않은 상태에서 이용된다면 이들은 금융적 재난으로 가는 일방 편도 차표가 될 수 있다. 끝으로, 공적 금융 감독 기관이 직접 그리고 수시로 파생금융상품 거래 참여 기관들이 건전하고 잘 통제된 절차를 따르고 있는지를 규제·통제하여, 시장 실패를 방지하려는 상태에 이르기 전에 기업 경영자들은 자율적으로 파생금융상품 거래에 대한 철저한 내부통제시스템을 구축하여야 할 것이다. ■