

금융 산업의 규제방안을 통한 시스템위험 예방전략 검토

- 금융 규제정책을 중심으로 비교법적 관점에서 -

(A Comparative Study of the Provisional Policies of Financial Regulations
to protect Transactions from Systemic Risks within the Finance System)



금융 시스템이란, 금융 산업을 이루고 있는 자금의 공급자, 수요자 및 금융 기관 등을 형성하고 운영하는 모든 법규와 관행을 총칭하는 제도를 의미하며, 그 역할은 자본시장이 원활히 흐르도록 하는 것입니다. 그래서 금융 규제정책들은 금융 산업의 효율적인 구조를 목표로 금융공학 위 정립된 규제방안들을 포함하고 있습니다.

그런데, 우리가 “규제(Regulation)”라는 골자(骨子)를 두고 무엇이 금융 시스템을 위한 것인지를 한번정도 생각해 볼 필요가 있습니다. 자본시장에 대한 규제는 경기순환의 측면에서 “통제(Govern)”를 의미하기도 하지만 경기침체의 측면에서 “예방(Protection)”을 의미하므로, 결국 어떤 시각에서 규제방안이 검토되느냐에 따라서 금융 규제정책의 방향이 결정된다고 할 것입니다.

본 논문은 시스템위험을 두고 긍정적인 시각에서 이를 “예방전략”으로 바라보았다.

【Abstract】

A Comparative Study of the Provisional Policies of Financial Regulations to protect Transactions from Systemic Risks within the Finance System

iamhochul@gmail.com

Although there are many factors in coming about aspects and causes of Financial Systemic Risk such as Unsystematic Risk and Idiosyncratic Risk, this paper in laid down the today's batter view of microscopic analysis defines that the Systemic Risk from Idiosyncratic Risk directly aims at system hazard and is primarily caused by individual financial institutions which are ranked principally under the 2nd-Financial Markets. Because we need to consider a new circumstance of disintermediation within nowadays' financial systems and to stray from the traditionally controlled ways which were only based on the idea of Monetary Policy to accelerate/break Capital Flows between the central bank and the capital market, where there were a financial intermediaries who were subject to commission system and have intermediated between the 1st-Financial Market and the other markets at that time.

Not only that, out of microscopic analysis to the circumstances of financial market which is getting to be disintermediation, Unsystematic Risk indirectly aims at system hazard as well. Thus, this study suggest that system hazard been basically defined as a process of three keys: (1)Idiosyncratic Risk makes individual financial institutions fail in a particular financial market consecutively, i.e, a domino effect of Bank's failure; (2)if this effect spreads into other financial markets, it will skyrocket capital values or decrease the capital market accessability as to decreasing the radical price fluctuating the capital market, i.e, Financial Failure; (3)if this failure immensely evolves in the global market, it will cause a financial crisis like market down or Systematic Failure. In case of bellowing keys, the cause of system hazard may be particularly summarized as a domino of Bank's failure. Neither common factors of Financial Systemic Risk involve that system hazard is caused by a financial intermediary's failure or market down at the first time. Rather, Bank's failure of system hazard may be in this same manner as Idiosyncratic Risk at last. (*i.e. Bank's failure is not only a indirect cause of Unsystematic Risk but also a direct result of Idiosyncratic Risk, rather then such failure means an inevitable retribution between the Risks. Those are real Financial Systemic Risk this paper suggests in these days*) Now that, a factor does not conflict with three keys itself, unless all of the keys have been satisfied otherwise.

However, this study finds a fact that a result in course of system hazard is the same predominant view as the batter view in that such the results of negative economic effects are the same as both phenomena of market down and Systematic Failure. Of course, these phenomena have a difference in the extent of damage. The character of system hazard becomes different according to a process of occurrences. That is why this must be classified into two types in

order to take steps for different strategies of prevention against system hazard via the frameworks of the regulation system of Korea in force. Thus, at the goal to protect financial system hazard reaches the best way to "reinforce limited leverage systems", based on cases of some financial transactions which are analyzed in a domestic level with the Provisional Policies of Financial Regulation discussed on the international stage.

Thus, for example following this study's analyses, these show the strategies of financial regulation according to the ways of the provisional policies.

Firstly, Highly Leveraged Institutions(HLIs) via BASEL(II, III-effect in 2013) against a portfolio of financial products: (A)Project Financing, e.g. (i)Bank Run of Busan poor saving bank(2010); (B)Hedge Fund & Private Equity Fund, e.g. (ii)Strangle of Options Shock of KRX(2009), (iii)P&A of Korea Exchange Bank(Lone Star Funds, since 2003), Standard Chartered First Bank(SCB, since 2007), (iv)the plan of Privatization Fund of Woori Financial Group(since 2011), within Korea.

Secondly, Regulation of Financial Companies via Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act(2010, US) against Collateralized Debt Obligation that led to financial crises, e.g. (v)Subprime Mortgage Crisis(2008, US), (vi)IMF Crisis(1997-2001, Korea)

Thirdly, Derivatives via G20's Central Counter Party(2008; Korea-effect in 2012) against Clearing Over The Counter derivatives, e.g. (vii)Eurex Clearing(2009, Germany)

Fourthly, Banks Levy & Tobin tax via Currency Transaction Tax against foreign exchange leak, e.g. (viii)CTT(2009, Brazil)

Fifthly, Dynamic or Statistical Provisioning via Built-in-Stabilizer, e.g. (ix)Dynamic Provisioning(2000, Spain)

Sixthly, Korea's Alternative Transactions System via the theories of courts Between Korea and America against Scalping in Equity Linked Warrant Market, e.g. (x)2006가합 19857(26th Oct 2007, Korea), 94헌바24(27th Mar 1997, Korea), SEC v. Dorozhko(2d Cir. 2009, US)

Likewise, this study says that we need to review the international policies considered with characteristics of the financial transactions between the global market and ours. In Korea, where financial markets has not entered into a mature stage, it is difficult for the scale of economy to adopt American's Glass-Steagall Act of 1933 created a strong firewall between Capital Banking and Investment Banking. However, if we consider that the trade volume of derivatives and options is the biggest one from all parts of the world, we shall establish Central Counter Party that is subject to improving approval of Over The Counter derivatives or reviewing the systemic risk, or practicing elastically cyclical finance. Not only that, it is required to review Tobin tax as an substitute policy to solve problems of foreign exchange flows domestic economy has. Although a government regulation or a mandatory control becomes similar to finance-engineering aspect enough to cause side effects that decline the capital market, it is expected to be born again as the method of capital market which is more easily accessible a financial market.

In conclusion, this paper states that the studies hereof consolidate a direct regulation of

the leverage system for preventing a financial system from critical situations. Because the capital market oriented finance has had no choice but to form unlimited leverage systems at the free competitive market, even though portfolio systems are able to protect security of finance systems from whether there is system hazard in speculation that individual finance companies would have been in charge of direct financing such it is true that shadow banking system has been oriented gambling in project financing like some of the poor or insolvent saving banks that have recently brought out Bank Run. Meanwhile, we expect that such a direct regulation men lead to capital market closer, hereto a direct regulation at government regulations, mandatory controls, and the aspects of finance-engineering system may become a major contributor to let a financial market decline. With respect to both sides of the leverage system, the direct regulation can be the most efficient strategy in that it will not only itself minimize system hazard, but also help to reduce expenses in the controlling stakes in the future.

【Key Word】 : System hazard, Systemic Risk, Bank's Failure, Finance system, Financial Failure, Financial policy or Financial Regulation, BIS, Leverage or Highly Leveraged Institutions(HLIs), Project Financing(PF), Bank Run, Poor saving bank or Busan saving bank, Hedge Fund, Private Equity Fund(PEF), Buyout Found(P&A), Subprime Mortgage Crisis, Derivatives, Central Counter Party(CCP), Over The Counter derivatives, Strangle, Slump or Options Shock, Dynamic or Statistical Provisioning, Banks Levy, Tobin tax, Currency Transaction Tax(CCT), Scalping, Efficient Market Hypothesis(EMH), Portfolio or Optimal Portfolio Performance, Fraud on the Market Theory(FOTM), Fraud Created the Market Theory(FCTM), Alternative Transactions System(ATS)

금융 산업의 규제방안을 통한 시스템위험 예방전략 검토

- 금융 규제정책을 중심으로 비교법적 관점에서 -

iamhochul@gmail.com

<목 차>

<목 자> I. 서론 II. 시스템 위험의 개념 III. 시스템 규제방안 따른 예방전략 검토 IV. 결론	
☞ 주제어	금융 시스템, 시스템위험, 금융규제, 금융정책, 레버리지

I. 서론

글로벌 금융시장의 경향은 지속되어 왔던 금융자유화¹⁾로 인해 은행, 보험 및 증권 등 금융영업을 겸영하는 대형 금융지주회사(Financial Holding Company)의 등장과 더불어 글로벌화와 금융활동에 관한 규제완화 및 혁신적인 금융상품들(Innovations)의 개발 등으로 요약될 수 있다. 그러나 오늘날 금융의 탈중개화현상(Disintermediation)과 더불어 무제한적인 금융자유화로 인해 개별 금융회사가 부실화될 경우 그 위험은 도미노 효과(The dominos theory)처럼 자본시장 전체로 확산되어 시스템위험(Systemic Risk)을 증폭시켜 왔고, 그림자 금융기관들(Shadow Banking)의 투기성 금융상품들은 혁신적인 것 마냥 포장되어 왔다. 구체적으로 헤지펀드(Hedge Fund)는 과도한 레버리지(High Leverage)와 위험을 분산시키는 포트폴리오(Portfolio)에 의해 마치 안전한 금융상품으로 마냥 포장되어 왔으며, 주식형 M&A펀드로 알려진 사모펀드(Private, P&A or Buyout Fund)는 투기성 자본으로 변질되어 왔다. 특히 이와 연계된 장외파생상품은 시장투명성이 상대적으로 낮기 때문에 거래상대방과 복잡하게 연계되어 있는 그 특성²⁾을 고려하자면 자본시장 전체로 리스크가 확산될 가능성이 높으며 나아가 금융위기를 초래할 가능성이 높다. 결국 이러한 원인들이 2008년 미국으로부터 확산된 서브프라임 모기지 사태(Subprime Mortgage Crisis)를 방증하고 있다. 이를 계기로 현재 금융규제에 대한 국제

1) The effect of large sums of money moving in and out of national economies

2) The character of securitized derivatives within Over-The Counter derivatives market

적 차원의 논의는 금융 산업 시스템위험의 확산을 방지하고 투자자보호 등 직접적인 금융규제강화에 집중되고 있다.

한편, 위 논의들이 국내라고 해서 크게 다르지 않다. 우리 또한 1997~2001년 IMF구제 금융을 겪었던 시절이 있었고, 그 후 밀레니엄시대에 접어들면서 국내에도 대형 금융자본지주회사들이 들어서게 됨에 따라 해외의 금융상품들을 모방하거나 이를 연계한 혁신적인 금융상품들이 우호죽순 생겨났다. 한국거래소(KRX)가 자본시장에서 공정한 물이 지켜질 수 있도록 실시간으로 시장 감시업무를 수행하는 등 자본시장의 건전성을 지키는 파수꾼 역할을 충실히 해왔음에도 불구하고, 2003년 외환은행의 건전성 악화가 문제되어 외국계 금융회사인 론스타(Lone Star Funds)에 사모펀드로 인수되기도 하였다. 또한, 2009년 도이치은행의 주식시장과 파생상품을 연계한 작전세력의 불공정거래행위가 국내 증시의 옵션쇼크 사태(Slump of Options Shock)를 불러일으키기도 하였으며, 2011년 현재는 오히려 금융감독원의 감독기능 해태와 더불어 부실PF(Project Financing)상품들이 문제되어 정부가 부실저축은행들의 은행실패(Bank's Failure)를 막고자 제2금융권 시스템 전반에 공적자금이 투입되고 있는 실정이다. 특히 부산상호저축은행의 불법인출사태(Bank Run)가 사회적 이슈로 떠오르면서 금융규제에 대한 목소리는 한층 더 높아졌다. 이처럼, 시스템위험의 원인에 대해서는 다양한 견해들이 있겠지만, 우선 본고에서는 1차적으로 예측할 수 있는 위험은 개별 금융기관의 실패라는 부정적 결과로부터 그 원인이 점점 확산된 것으로 정의 내렸다.³⁾ 이런 1차적 정의에 따라 국내의 금융상품과 금융거래 사례들을 중심으로 분석하여 구체적인 규제대상에 대해서 살펴본 뒤 국제적인 차원에서 논의되는 규제방안들을 살펴보았고, 이러한 방안들을 근거로 결론에서는 국내의 사정에 맞춰 금융 시스템위험을 방지하기 위한 예방전략들에 대해 검토해 보고자 한다. 구체적으로는 현재 국내에서 문제가 되고 있는 저축은행 부실사태 등 기존 자본시장의 규제방안의 문제점을 비교·검토하여 국내 금융기관 전반의 업무영역에 대한 법적·제도적 규제방안을 예방적인 측면에서 전략을 수립해보았다.

II. 시스템위험의 개념

1. 정의와 원인

금융 시스템위험(Finance Systemic Risk)은, 서론에서 잠깐 언급한 바와 같이, 미시적인 차원에서 국내의 부실저축은행의 사태처럼 부실채권의 회수문제와 일부 금융권의 좁은 영역에서 발생하는 위험을 의미하기도 하지만 거시적인 차원에서 금융 시스템 전반적인 실패로 인해 발생하는 경제위기를 의미하기도 한다.⁴⁾ 일반적으로 거시적인 차원에서 논의되고 있는 시스템위험은 개별 금융기관의 위험이 금융 시스템의 불안정성을 야기할 수 있는 국제화된 위험(Internationalize Finance Systemic Risk)을 의미한다. 즉 시스템위험이란, 특정한 영역 내지 특정 국가에 공통적으로 발생하는 위험을 의미하는 것으로 대형

3) The results of negative economic effects

4) 경북대학교 법학연구소 연구원 하상석, “금융 산업의 시스템위험방지를 위한 국제적 규제방안에 대한 검토”, 2010, 2면



금융기관에 의해 개별적으로 운용중인 금융 시스템으로부터 발생하여 확산되는 위험이라고 정의내릴 수 있다.⁵⁾ 실제로, 2008년 미국의 거대 자본투자 회사인 리먼 브라더스(Lehman Brothers)의 분산 투자시스템(포트폴리오 및 헤징)의 전반적인 건전성 악화로 인해 파산한 것과 연계되어 세계 금융기관의 건전성 악화가 확산됨에 따라 금융 시스템 전반의 위기를 초래하고 나아가 세계경제 전반의 위기를 초래한 것이 대표적인 사례로 손꼽힌다. 한편 국내의 정의들을 살펴보면, 시스템위험은 외부적 충격 또는 금융회사, 금융시장 등 금융 시스템의 구성요소 내부의 문제로 인해 금융 시스템이 불안정해짐에 따라 발생할 수 있는 손실의 가능성이라고 정의한다.⁶⁾ 또 금융부분의 문제가 실물부분에 파급되어 단순히 금융 시스템이 아닌 경제시스템에 혼란을 초래하는 경우를 의미한다는 정의도 있다.⁷⁾ 그러나, 실질적인 부분에서 금융시장의 연동성 때문에 특정 시장에서 한 참여자의 파산이 다른 시장의 참여자에게 영향을 미칠 수 있는 위험으로 보고 있는 경제적 쇼크의 가능성 내지 파급효과라고 정의내리는 국제적인 다양한 논의들과 위 국내의 논의들은 단지 시스템위험의 발생추이에 따른 결과극단에서 발생하는 피해규모의 양적 차이만을 의미하는 것이지, 근본적으로는 “개별 금융기관의 건전성 악화”라는 공통된 원인에서부터 시작되는 것으로 볼 수 있다. 가령, 특정 A자본시장의 금융기관인 甲이 부실상품으로 인해 A시장내부에서 자본결제 능력을 상실하여 금융 중개기관인 乙에게 손해를 끼친 경우 그 여파가 특정 A시장뿐만 아니라 乙이 중개하는 B, C, D ... 시장 모두에게 그 여파가 미친다는 것이다.⁸⁾ 乙이 거래하는 특정 시장의 범위에 있어서 경제적 쇼크나 조직적 실패라는 원인이 연쇄적으로 작용하여 금융시장에 심각한 손실이나 자산가치가 급락하는 경제적인 파급효과가 금융기관의 연쇄도산이나 시장실패가 국제화된 금융리스크를 형성하는 셈이다. 그래서 “미시적이냐, 거시적이냐 하는 여부”는 시스템위험의 피해가 자본시장 내 어디까지 도달하느냐에 따른 리스크의 발생규모면적인 차이일 뿐, 원인적인 측면에 있어서 양자는 동일한 스펙트럼으로도 볼 수 있다는 것이다.

결국, 시스템위험은 특정 내지 중요 금융기관의 실패가 시스템에 대한 직접적인 타격을 가함으로써 시스템적인 위험발현의 가능성이 매우 높고, 금융기관들의 연쇄적인 파산효과를 예방적인 측면에서 개별 금융기관의 영업적인 법적 규제나 자본상품들에 대한 제도적 규제가 위와 같은 정의로부터도 충분히 가능하다. 단지 오늘날 시스템위험이, 과거 미국의 대공황사태를 겪으면서 탈중개화 되어왔음에도 불구하고, 모기지 사태를 불러온 것은, 특정 금융시장의 사업적 형태에 대한 법적 제재나 자본상품들에 대한 제도적 장치의 부재보다는, 앞선 가정에서의 乙과 같은 중개금융기관의 존재여부가 더욱 조명되어져 왔

5) Campbell R. Harvey, "The Financial Crisis of 2008: What needs to happen after TARP, Duke University, 3-4면; a) TARP should not pay "hold to maturity" prices for the assets they purchase as recently suggested by the Federal Reserve Chairman in his Congressional Testimony. The hold to maturity prices for most assets are unrealistic and an awkward (or inefficient) subsidy to financial institutions. In addition, it is infuriating to average Americans that the government proposes to pay high prices for assets of little value; b) Under the current proposal, the management of TARP will outsourced to private managers. This is a mistake. Managers should be recruited to a new division of the Treasury to manage the TARP. There are too many conflicts of interest that arise when TARP is subcontracted out. Furthermore, with the recent restructuring in the industry, there should be plenty of talent to recruit. The Treasury would probably need to buy some modeling expertise. Any government program should begin to unwind in five years and expire in seven years.

6) 금융감독원, 『금융감독개론』, 금융감독원 인력개발실, 2010, 57면

7) 채희율, “시스템 리스크와 금융정책과제”, 금융연구Working paper, 한국금융연구원 2010, 6면

8) 하상석, 위 논문, 3면 참조

는데,⁹⁾ 자본시장산업 육성이라는 미명아래 근본적인 원인 보다는 결과적인 위험확산의 파급력을 문제 삼아 제동을 거는 전통적인 방식에서 시스템위험은 정의되어 왔기 때문이라고 할 것이다.

2. 성격과 유형

시스템 위험(System Hazard)은 ①비체계적 위험(Unsystematic Risk) 내지 ②특이 위험(Idiosyncratic Risk)의 성격을 갖는다.

우선 체계적 위험(Systematic Risk)과 비교하자면, 거의 모든 증권에 영향을 미치는 위험을 의미하는 반면, 비체계적 위험은 개별증권에만 영향을 미치는 성격을 갖는다. 그래서 특정 증권에서 발생하는 비체계적 위험은 그 규모적인 측면에 있어, 어느 정도 예측될 수 있는 특성은 위 정의에서 언급한 견해들과도 일치된다. 이와 같은 맥락에서 비체계적 위험은 분산투자를 통해 그 위험으로부터 발생하는 체계적 위험을 막을 수 있는 성격을 갖는 것으로 볼 수 있는데, 분산투자라고 한다면 포트폴리오에 의해 다양한 투자를 함으로써 잠재적 위험을 분산시키고 관리하는 투자운용방법을 말한다.¹⁰⁾ 포트폴리오 관리의 궁극적 목표는 일정한 기대수익 하에서 위험을 최소화시키거나, 일정한 위험 하에서 기대수익을 최대화 시키는 효율적 분산투자를 하는 것이다.¹¹⁾ 이는 특히 효율적 시장가설(Efficient Market Hypothesis, EMH)을 바탕으로 분산되어 있는 개별 투자정보들의 성격을 3가지 요인(3-Factor Model)으로 분류하고, 그 요인에 따라 최적화 과정(Optimal Portfolio Performance)을 통해 체계적 위험을 예방하려는 것으로 이해된다.



포트폴리오는 효율적 시장가설(EMH)를 바탕으로 한 3-factor 금융모형과 H.Makowitz의 포트폴리오 선택 이론인 “최적화 과정”으로 구성되어 있다. 특히, H.Markowitz는 3-factor모형을 바탕으로 시스템리스크를 최소화시키는 분산투자의 최적화과정을 4계층으로 분류하였다. 분류 기준은 ①다양성, ②시기절적성, ③안정성 및 위험성, ④수입 및 총 자본회수율 이다.

(※구체적인 내용과 그 문제들에 대해서는 후술하여 검토하기로 한다.)

「그림 1」 포트폴리오의 최적화 규제(출처: 가톨릭대학교 이영종 교수님의 회사법 강의안 PPT)

한편, 시스템 위험은 특이 위험의 성격을 갖기도 하는데, 이른바 “시장위험(Market

9) 하상석, 위 논문, 4~5면 참조; 앞서서 언급하였던 리먼 브라더스의 사태와는 다르게, 헤지펀드회사인 LTCM(Long-Term Capital Management)의 경우 분산된 헤지펀드가 지니는 고유한 위험 때문에 시스템위험이 발생한 것이 아니라 다른 금융기관이나 시장참여자에게 위험을 전파할 가능성의 크기가 상당했기 때문이다. 이는 과거 미국이 겪었던 대공황의 사례와 마찬가지로 세계적 대형 경제 위기로 전이될 것을 우려하여 다른 대형 은행과 투자기관으로부터 대규모 구제금융을 받도록 하여 결국 2000년 LTCM은 정부적인 차원에서 청산하게 된 것이다.

10) Investopedia(<http://www.investopedia.com>)

11) 배재대학교 경영대학 김철교, <증권 연수원 FP 중 분산투자기법 I, 매일경제신문, 2000-2003> 강의자료, 출처: <http://www.christpoet.com/04/fp.html>; 이러한 집합을 두고, “효율적 포트폴리오”라고 부른다.

down)”을 두고 하는 말이다.¹²⁾ 이는, 즉 국제적인 경기침체나 환율변동 기타 환경적인 요인들의 영향을 받아 예측 불가능한 특이 위험들은 헤징(Hedging)에 의해 개별 금융상품의 레버리지를 과도하게 규제함으로써 시스템 리스크를 줄일 수 있는 성격을 갖는 것으로 볼 수 있다는 것이다.¹³⁾ 여기서 헤지(Hedge)는 본래 “위험 따위를 막다, 피하다”는 뜻으로, 금융 산업에서 헤징은 각종 자산운용방법을 통해 리스크를 피하는 방법을 말한다. 예컨대, 물가가 뛴 것 같을 때 현금을 은행에 저금하거나 장롱 속에 가지고 있으면 손실을 입게 되므로, 물가가 뛰면 현금이 아니라 물건으로 가지고 있어야 하는데, 그 중에서도 부동산은 물가상승의 위험으로부터 가장 안전하다고 할 것이다. 그래서 이는 부동산이 물가상승의 위험으로부터 도망 갈 수 있는 중요한 헤지의 수단이 되는 전략들을 말한다.

분류	전략
Relative value (상대 가치전략)	차익거래로서 일반적인 시장보다는 두 증권 간의 가격차이로부터 차익을 추구하는 차익거래(상대가치) 전략. (e.g.), Convertible, Bond arbitrage, Fixed income arbitrage, Equity market neutral, MBS arbitrage
Event driven (이벤트 드리븐)	파생분사(Spin-off)·합병·인수·청산·구조조정 등과 같은 이례적인 기업 사건이나 기업생애주기에 따른 기회를 포착하여 수익을 추구하는 전략. (e.g.), Meger arbitrage, Distressed securities, Special situations, Multi-strategy, Activist investors
Directional/Trading (방향성 전략)	개별주식보다는 주요 시장 경향을 이용하여 수익을 추구하는 거시전략. (e.g.), Global macro, managed futures, short sellers
Long/Short equity (지역거래 전략)	과소평가된 주식을 사고 과대평가된 주식을 파는 전략. (e.g.), Global, Sector specialists, Country or Geographical are specialists
기타 전략	(e.g.), Hoding company arbitrage, Closed-end fund arbitrage, Statistical arbitrage, Volatility trading, Split-strike conversion lending, PIPEs or Regulation D, Real estate, Natural resources, Energy trading, Natural events

「표1」 헤지펀드 전략 (출처: 한국증권연구원 파생상품연구 Hedge Fund strategy 분과)

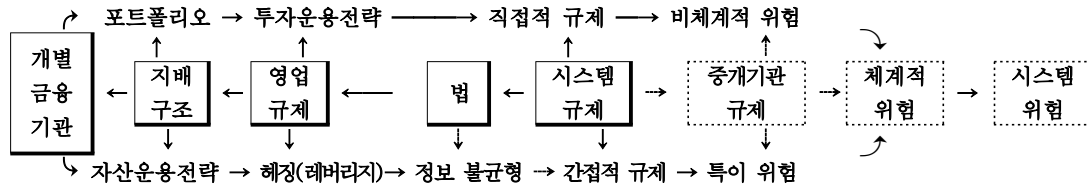
그러나, 특이 위험에 의해 발생하는 체계적 위험은 전체 시장변동에 의해 발생하는 위험이므로, 혁신적인 금융상품들의 레버리지를 규제하여 특이 위험을 미연에 방지하고자 하는 경우에는 전체 자본시장의 투자를 통제하는 결과를 초래하게 된다. 그러한 원인은, 효율적 시장 가설의 3-Factor모델에 의해 정상적인 시장변경에서 발생하는 예측될 수 있는 위험이라고 할지라도 그 위험은 비체계적 위험과는 또 다른 성격(예컨대, 위의 부동산 시세정보)을 갖기 때문에, 자본의 흐름을 일괄적으로 통제하는 것은 “불공정한 정보격차(Asymmetry of information)”로 인해 현실적으로 불가능하기 때문이다.¹⁴⁾ 또, 오늘날 자본 시장이 “정보가 곧 돈이 되는 공개시장”을 대변하고 있는 점¹⁵⁾으로 미루어 보자면 돈

12) 하상석, 위 논문, 3면

13) 서문에서 언급한 헤지펀드의 High Leverage System 규제를 말하는 것이다.

14) 헌법재판소 전원재판부 1997. 3. 27. 94헌바24; 대법원 1994. 4. 26. 93도695

의 흐름과 정보의 흐름과 일치하는 성격적 측면 때문에 자본시장에서 이러한 정보들까지 모두 통제를 한다는 것은 “최대 무리수(無理手)”라고 할 것이다. 물론, 인위적인 정보의 불균형 내지 하드웨어의 문제일 경우에는 해정을 구현하고 있는 혁신 금융상품들의 레버리지 규제 시스템자체의 문제로 환원된다.



「그림2」 시스템 위험의 구조

요컨대, 예방적인 시각에서 시스템위험은 정상적인 시장변동에 의해 발생하는 경기침체의 양상과 성격적으로 구별되어야 한다. 보통은 비체계적 위험과 특이 위험이 결합된 형태로 경기침체가 금융 시스템 전반에 충격을 가하는 체계적 위험으로 볼 수도 있겠지만, 오늘날 금융위기의 양상에서 체계적 위험은, ① “포트폴리오 → 투자운용전략들을 통해 발생하는 금융위기를 예측·예방 → 직접적으로 규제할 수 있는 비체계적 위험¹⁵⁾”과 ② “개별 금융기관의 자산운용전략 → 헤징에 의한 개별 금융상품의 레버리지 시스템 → (정보의 불균형) → 간접적 규제만으로 미연에 방지 할 수 없는 특이 위험”의 성격들을 갖는 것으로 크게 구별될 수 있다. 따라서 양자는 전통적인 견해의 측면에서 경제적인 메커니즘들에 의해 발생하는 “(비체계적 위험 ∪ 특이 위험) = 부정적 결과”와 같은 공통적인 결과로 볼 수도 있겠지만, 발생원인적인 측면에서 비체계적 위험은 체계적 위험의 직접적인 요인이 되는 것으로 볼 수 있고, 특이 위험은 체계적 위험의 간접적인 요인에 지나지 않는 것으로 볼 수 있다. 이는, 즉 시스템위험은 예측될 수 있는 “개별 금융기관의 건전성 악화 = (비체계적 위험 ∩ 특이 위험)”라는 공통적 원인에서부터 출발하지만, 직·간접적인 발생추이에 따른 부정적 효과는 “규제할 수 있는 위험 ↔ 없는 위험”으로 그 성격이 확연히 구분 된다는 것이다. 따라서 성격의 유형에 따른 개별적인 예방전략과 규제방안이 모색되어야 할 것이다. 또한, 정보 불균형의 문제가 해결될 수 있는 측면이 고려될 수 있다면, 이러한 문제에 대해서는 나아간 검토의 필요성도 인정된다고 할 것이다.

III. 시스템 규제방안에 따른 예방전략 검토

1. 시스템 설계

(1). 목적

15) Whirlpool Fin. Corp. v. GN Holdings, Inc. 67 F.3d 605(7th Cir. 1995)

16) Investopedia(<http://www.investopedia.com>)

시스템 규제 목적은 경제적 효과를 극대화 하는 것에 있다. 한국도 1970년대부터 「자본시장육성에관한법률」과 같이 입법을 통해서 자본시장육성을 위해 노력해 왔고, 자본시장이 계속해서 성장과 발전을 거듭한 결과 오늘날 제2금융시장의 증권법이 갖는 자유시장의 이념과도 일맥상통한다. 1997년 IMF 외환위기를 겪으면서 은행을 매개로 한 간접금융 중심의 자본조달은 주식시장에서 직접 투자자를 상대로 해서 자본을 구득하는 직접금융 중심으로 전환되었고, 은행의 자기자본 부채비율이 현저히 저하된 것은 이러한 목적을 방증하고 있다. 이러한 전환으로 인해 결국 자본시장이 기업의 자금조달의 원동력으로서 더욱 중요한 역할을 담당하고 있는 만큼 현재 자본시장을 육성하고 규율하는 일의 비중과 중요도가 더욱 커졌다는 것을 또한 의미한다. 결국 자본시장법이 말하는 금융이라는 것은 경제에 자본을 배분하는 효율적인 수단을 제공하고 실물자산과 금융자산이 적절한 가격을 발견할 수 있도록 해주며, 안정적이고 믿을만한 결제시스템을 투자자에게 제공함으로써 금융 시장의 역할에 도움이 될 때 금융 규제의 목표를 달성할 수 있다.

(2). 요건 및 효과

이러한 목적에 따라 국제 시스템 안정화 요건은 일반적으로 통합성(Integrity), 효율성(Efficiency), 경쟁력(Competitiveness), 안정성(Stability), 시장축진(Promote market discipline), 투자신통유지(Maintain investor confidence)를 전략적 시스템 규제의 요건으로 하고 있다.¹⁷⁾ 한편, 국내적인 차원에서 경제적 효과를 극대화 하는 요건으로는 효율성, 안정성, 공정성(Fairness)이 수반되어야 할 것으로 생각된다.¹⁸⁾ 물론, 이 3가지 요건에는 나머지 거시적인 효과들도 다음과 같이 함축하고 있다.

요건	효과
안정성	◆ 위험예방적(Ex-ante, Crisis-Preventative) 효과 ☞ 금융위기의 가능성 최소화 기능 ◆ 위험탄력적(Ex-post, Crisis-Resilient) 효과 ☞ 금융위기 발생 시, 충격완화 및 발생기간 단축 기능
효율성	◆ 혁신금융상품에 대한 투자 효과 ◆ 우량기업에 대한 자금 분배 효과 ◆ 기초자산 및 소유가치에 대한 가격반영 효과
공정성	◆ 투자자 및 소비자에 대한 공정성 효과 ◆ 투자기관에 대한 공정성 효과 ◆ 투기억제 효과

「표2」 금융 시스템 예방전략에 대한 요건과 효과

첫째, 효율성은 비체계적 위험과 특이 위험을 막아내고 특정 시장이 아닌 시스템 내부의 경제적인 조화를 이룸으로써 그 목적을 달성할 수 있다. 시스템위험을 예방하는데 있어, 우선적으로 고려되어야 할 조건은 내부적 효율성을 증진하는데 있다. 구체적으로는 기업

17) "Summary and Implementation Schedule of the Dodd-Frank Act", The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, July 15, 2010, Retrieved July 25, 2010.

18) 반면, 규제시각에서는 “1. 경제적 효율성의 달성, 2. 시스템의 안정성 유지, 3. 규제비용 최소화”이라는 견해(하상석, 위 논문, 6~7면 참조).



내지 가계경제를 위협하는 부실대출채권들이 효율적인지를 검토해 보아야 한다. 우선 개별 금융기관의 사채 또는 가계부채의 자본회수율이 효율적인지 검토해 보고, 담보가치가 대출채권의 가치보다 현저히 떨어지는 것은 살피볼 수 있을 것이다. 또한 개별 금융기관의 포트폴리오에 의한 분산된 개별 담보들의 가치가 부실하지는 않은지 살피볼 수 있다. 나아가 서브프라임 모기지 사태에서 문제가 되었던 미국의 부동산 시장의 과열경쟁사례와 같이 외부적 요인¹⁹⁾으로 작용하여 시스템 내부의 담보가치를 위협하지는 않는지 검토해 볼 필요도 있다. 따라서 국내의 경우에도 내부적으로는 규제대상의 자체의 부실성을 고려해 볼 수 있을 것이며, 외부적으로는 오히려 규제대상을 위협하는 요소들을 제거해나가는 것이 효율적인 시스템 규제하는 방법이 된다. 즉, 효율성을 극대화 하여 목적을 달성하고자 한다면 내부적으로는 적극적 규제방안을 모색하고 외부적으로는 소극적 규제방안을 취해야 한다는 것이다.

둘째, 안정성은 시스템 내부의 리스크를 최소화하며 외부적인 충격으로부터 상충작용을 함으로서 복구에 필요한 비용을 최소화시킬 수 있다. 경제적 효율성을 극대화 하는 것만이 시스템규제의 목적을 달성하는 유일한 방법은 아니라고 할 것이다. 앞서 언급한 바와 같이 금융상품의 효율성은 자본시장의 수요에 따라서 과열경쟁을 낳을 우려가 있기 때문에 개별 금융기관의 영업적인 부실성까지 방지할 수 없다고 하였다. 외부적인 부동산시장의 과열경쟁이나 또한 국내의 옵션쇼크 사태에서도 예측 하지 못하였던 작전세력들이 개입하여 시스템을 위협한 사례들과 같이 규제적인 관점에서는 효율성 밖의 문제로 화두가 되는 것들이다.²⁰⁾ 따라서 금융기관 내부의 자기자본의 건전성과 안전성을 확보하는 것도 금융규제의 전제조건이 되어야 한다.

셋째, 공정성은 자본시장 시스템 전체의 유동성을 높임으로서 투자자의 신뢰를 보호할 수 있고 나아가 불공정 거래행위를 규제함으로써 시장위험을 예방하는 역할을 한다.²¹⁾ 보통의 공정성의 문제는 부산상호저축은행의 사례와 같이 도덕적 해이(Moral Hazard)에 국한된 후발적인 금융 감독규제들의 해태만을 말하는데,²²⁾ 앞서서 언급한 바와 같이 금융 시스템의 유동성의 문제가 정보의 불균형으로 인해 애초 불공정한 출발선상에서 시스템이 운용된다면, 이를 사전에 규제하여야 할 필요성이 인정된다. 그래서, 내부자의 인위

19) 외부적인 요인은 소비자의 경제후생에 미치는 영향을 의미한다. 하지만 그 영향으로 인한 부정적인 효과에 대한 보상은 일체 이루어지지 않는 현상을 의미 한다; N. Gregory Mankiw, Principles of Economics, 5th ed., 2009, 248면(재인용: 하상석, 위 논문, 4면)

20) W. Kip Viscusi, John M. Vernon, & Joseph E. Harrington, Jr., 「Economics of Regulation and Antitrust」, 3rd ed., 2000, P.9(재인용: 하상석, 위 논문, 7면)

21) 유동성의 문제란, 돈이 필요할 때 적제적소에 쓸 수 있게 보장하여야 하는데, 금융 시스템의 문제로 인해 그렇지 못하는 것을 말한다. 쉬운 예를 들어보자면, 가족이 교통사고가 나서 빨리 수술해야 하며, 수술비를 마련해야 할 것이다. 그런데 생활하고 남은 돈을 예금 통장에 넣는 것 보다 아파트를 사두는 것이 낫다고 생각하여 아파트를 마련하는데 그 돈을 사용했다면, 쉽게 돈으로 바꿀 수 없어서 당장에 수술받기가 곤란하다고 할 것이다. 결국, 본 문의 시스템 유동성의 문제는 투자자산은 있지만 현금 형태가 아니어서 당장 쓸 수 없게 되는 것을 말하는데, 이러한 자산은 아무리 많아도 급할 때는 유동성이 적어서 큰 고민에 빠지게 된다는 것이다. 그래서, 유동성이라고 한다면 보통은 “현금화 가능성”으로 이해된다.

22) 최근 부산상호저축은행 사태를 되짚어보면 부실저축은행을 방지하였던 금융당국의 감사기능 해태가 오히려 자본시장의 건전성을 악화하였다. 도덕적 해이에 의한 간접적 규제조치가 도마 위에 오르게 된 것도 효율성만을 강조한 나머지 공정성이 잘 지켜지지 않기 때문이다. 투명한 금융자본의 흐름을 신뢰할 수 없는 이상 투자자본이 자연적으로 위축되는 것은 자본시장의 당연한 투자심리이다. 따라서 부수적으로는 내부에서 이루어지는 기본적인 상법상의 회계 관행들이 내부적으로 잘 지켜지는지 또는 그러한 회계 정보들이 외부적으로 잘 공시되고 있는지 살펴보아야 할 대목들이라고 하겠다. 이러한 긍정적인 규제들이 자본시장의 소비자로서 하여금 투자자본의 수요를 확충케 함으로서 시장위험을 예방할 수 있을 것으로 또한 기대된다. 이에 대해서는 후술하도록 한다.

적인 조작가능성 내지 시스템 자체의 하드웨어적인 문제를 지적해 보아야 한다. 특히 국내를 중심으로 온라인 자본시장의 수요와 거래량은 범세계적으로 증가하고 있는 추세이며, 인터넷을 통한 각종 외환통화·파생상품·선물·옵션시장을 우리가 장악하고 있다는 점을 고려해 보자면, 결국 공정성이 윤리적인 측면에서만 뿐만 아니라 시스템 인프라의 측면에서 시스템위험을 잠식시킬 개연성이 점차 높아지고 있기 때문에 문제가 될 여지가 있다. 따라서 불공정 거래시스템에 대한 문제점을 진단해 보고 공정성을 확보 할 수 있는 방안을 모색해 보아야 한다.

2. 규제방안 검토

(1). 현행 규제제도

1) 시장중심주의(Market Centered Paradigm)

현행 자본시장 내 규제 시스템의 체계는 아래와 같다.

- ① 금융감독기구와 중앙은행제도(「금융감독기구의 설치 등에 관한 법률」 및 「한국은행법」)
- ② 금융자본과 산업자본의 분리제도(「금융산업의 구조개선에 관한 법률」 제24조)
- ③ 금융기관의 업무 범위 규제제도(「은행법」 등 개별금융기관들의 「-업법」)
- ④ 금융기관의 금융상품 거래 규제제도(「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」)

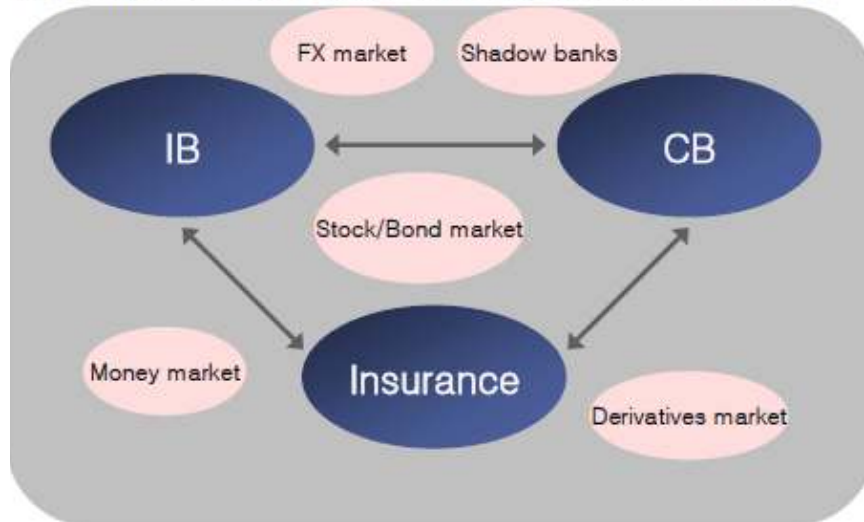
「표5」 현행법상 금융시스템 규제제도

금융 시스템의 지배구조(Governance)를 규제하는 위 ①, ②제도, 은행의 금융행위 중 금융거래(Transaction)를 규제하는 ③제도, 그리고 각종 금융행위 중 장내파생상품(On exchange derivatives) 업무만을 규제하는 ④제도로 금융 규제 시스템으로 구성된다. 앞선 개념적 정의에 따라 검토하자면, ③, ④의 규제제도는 개별 금융기관을 대상으로 금융거래와 금융상품을 규제함으로, 그 제도들 부실할 경우 개별 금융기관에 의해 시스템위험을 직접적으로 초래할 가능성이 있기 때문에, 그 위험의 성격은 “특이 위험”으로 볼 수 있고, 이러한 위험은 현행제도의 체계에서 “규제할 수 있는 위험”에 해당한다. 반면, ①, ②제도는 지배구조를 통해 모든 금융기관이 규제받는 형태이기 때문에, 이와 같은 제도들이 부실할 경우 “비체계적 위험”의 성격을 갖게 되며, 이는 직접적으로는 “규제할 수 없는 위험”에 해당한다.

그러나, 위 ①, ②제도의 지배구조에 대해서는 한국경제의 특수성²³⁾과 탈중개화로 인해 개별적인 시장중심주의(Market Centered Paradigm) 시스템을 갖는 점들을 고려해보자

23) ① Small open economy calls for tight management of system risks. (예컨대, FX마진거래(통화선물)의 변동 폭이 크다는 점) ② Diversified industrial base calls for corporate finance execution capability to support industry and business. ③ Dynamic economy and vigorous entrepreneurial spirit calls for creative funding mechanisms. (예컨대, CDS(신용거래파산스왑)에 대한 과도한 규제) ④ Given the development stage of Korean financial markets financial policies and supervision must balance between innovation and stability. (예컨대, 서브프라임 사태에서 문제가 되었던 MBS(주택저당증권)의 담보비율이 단지 2%라는 점)

먼, 제2금융권의 다양한 파생상품시장은 장내·외를 넘나드는 포괄적인 시장구조와 각각의 개별적 성격을 갖는 특이시장 구조를 형성하고 있기 때문에, 이러한 시장구조에서는 “특이 위험”이 발생할 수 있고, 그 위험은 “예방할 수 있는 위험”에 해당할 여지도 있다.



「그림 2」 시장중심주의 시스템

(출처: 자본시장연구원)

- Capital Baking(CB): 은행업
- Investment Baking(IB): 증권업(기업투자)
- Foreign Exchange(FX) market: 외환통화시장
- Stock/Bond market: 주식/공채(채권, 사채)시장,
- Money market: 단기 금융 시장(주로, 예금, 보험시장)
- Derivatives market: 파생상품 시장
- Shadow banks: 그림자금융기관(주로, 장외파생상품·주식·선물·옵션·외환거래시장)

2) 지배구조(Governance) 규제방안

현행 「금융산업의 구조개선에 관한 법률」 제24조는 증권업(Investment Banking, IB) ↔ 은행업(Capital Banking, CB)을 완전히 분리함으로써 통화시장(제1금융권)과 비통화시장(제2금융권)의 업무에 대한 경업을 금지하는 규제 시스템을 갖고 있다. 하지만, 양자를 분리할 경우 자본시장이 축소가 된다는 문제점을 갖고 있다.²⁴⁾

지배구조의 안정성에 대한 지배적인 견해는 i)증권업(IB)와 은행업(CB)의 완전분리 구조(미국, 한국의 다수견해), ii)완전통합 구조(영국 등 EU의 다수견해), iii)부분통합 구조(일본, 절충적 견해) 이다.

24) 경제학에서는 일반적으로 통화금융기관을 제1금융권(특수일반·지방은행), 비통화금융기관을 제2금융권(보험사, 증권사, 투자신탁회사, 상호저축은행, 여신금융회사—주로 신용카드)이라고 부른다. 또한 제1금융권과 제2금융권을 합쳐서 소위 “제도금융권”이라고 하며, 그 외 금융기관을 제3금융권(대부·사채업체)이라고 한다.



완전분리 구조 (IB↔CB)	– 미국(Glass-Steagall Act, 1993), 한국(금산법, 제24조, 1999) 거시적 규제방법의 측면에서는 가장바람직하지만, 잠재적인 효율성을 낮다는 견해다. 이는 은행의 수익성을 저해하고, 대부분의 은행들이, 낮은 시스템위험과 높은 안정성을 갖고 있기 때문이다.²⁵⁾
완전통합 구조 (IB↔CB)	– 영국(빅뱅정책, 1986), EU 등 일반적으로 심각한 경제위기를 극복하는 방안은 통합금융 시스템 이라는 견해다. 이는 낮은 부채와 높은 상환이득이 개별은행의 주주들에게 유용하고, 특히 시스템위험에 대한 국제적인 논의방향은 증권업과 은행업에 대한 분리규제를 완화되어야 한다는 흐름으로 변하고 있기 때문이다. 실제로, 2009년 미국의 금융개혁법은 모기지 사태 이후 (시장사이의) 방화벽을 강화하고 있는 점을 들고 있다.²⁶⁾
부분통합 구조 (IB↔CB)	i) 은행에게 CB와 IB 중 하나만을 선택적으로 업무를 허용하거나(일본의 금융개혁법-1993 및 미국의 금융서비스 현대화 법, Gram-Leach-Bliley Act-1999) 또는, ii) 금융지주회사의 경우 하부 계열사에게만 증권업과 은행업의 겸업을 허용하여야 된다는 견해이다.²⁷⁾

「표6」 지배구조의 안정성에 대한 학설

(출처: 자본시장연구원)

이에 대해 판례는, “금산법 제24조는 금융기관이 일정 규모이상의 다른 회사의 주식을 소유하게 되는 경우 금융기관의 공공성에 반하여 금융기관이 아닌 다른 회사를 사실상 지배하고 관련 시장에서의 경쟁을 실질적으로 제한할 수 있으며, 또한 그 회사의 부실을 통하여 금융기관 자체가 부실화될 우려가 있으므로 이에 관하여 금융감독위원회의 사전 승인을 거치게 함으로써 금융기관의 금융업에 대한 지배를 제한함과 동시에 관련 시장에서의 경쟁을 보장하고 금융기관의 부실화를 예방하여 자본의 충실화를 기하여야 한다”고 판시한바, 금산법 제24조의 완전분리 구조와 같은 입장이다(금산의 원칙).²⁸⁾

25) Most desirable from the standpoint of macro-prudential regulation, but potentially less efficient. Because Banks were utility banks, and it ensured a low system risk and a high system stability

26) Universal banking system can generate serious problems in crisisprone economy. Because Bank deposits and debts (low cost) financing IB business (high return) may be a useful model for shareholders of individual banks, but pose a system risk and Current international discussion tends to favor enhancing the separation between CB and IB, e.g, US Financial Regulatory Reform (June 17, 2009) directs strengthening the firewall after.

27) Either, IB and CB operate as separate entities altogether. Or, IB and CB operate as subsidiaries in a financial holding company structure.

28) 대법원 2003.11.27. 선고 2003다5337 판결



「그림3」 Firewall, System risk and synergy

(출처: 자본시장연구원)

금산법 제24조의 완전분리 구조는 영업효율성은 낮아지지만 시스템위험을 최소화 시킬 수 있고, 반면 영국 등 EU의 완전통합 구조는 시스템위험은 높아지지만 영업효율성을 최대화 시킬 수 있다.

생각건대, 은행은 건전성 확보의 측면에서 예금의 원본 보존성과 유동성과 대출 자산의 불투명성으로 인해 불법인출사태에 노출되어 있고, 높은 시스템위험으로 인해 증권영업이 갖는 시장위험에 부적절하다고 판단된다. 또 은행의 모럴해저드(Moral Hazard) 방지 측면에서는 예금보증으로 인한 은행의 고위험/고수익 영업(예컨대, 증권매매영업)으로 유도되어 이전되고 있는 점,²⁹⁾ 그리고 최근 일부 유럽계 은행이 높은 증권매매 전략으로 인해 독일 시중은행의 트레이딩 자산비중은 50%이상인 점,³⁰⁾ 실제로 이러한 전략을 추구하였다가 그리스 국가부도위기 사태로 인해 시스템위험이 발생하여 프랑스 시중은행들의 연쇄도산이 우려되는 점 등을 고려하자면, 결국 현재의 국면에서는 완전분리 구조에 따라 현행법을 유지하는 것이 옳다고 본다. 한편, 자본시장의 위축가능성에 따른 반대견해³¹⁾의 우려들에 대해서는, 증권사의 MMF(Money Market Funds)³²⁾나, 은행의

29) 영란은행 총재 Mervyn King의 견해

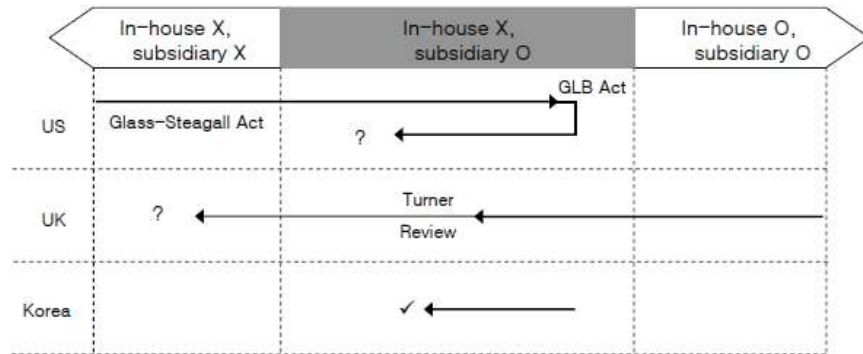
30) 前 FRB의장 Paul Volcker의 견해; 2008년 Deutsch Bank의 전체자산 중 트레이딩 자산의 비중은 66.8%, BNP Paribas, 56.5%

31) 고동원, 『금융규제와 법』, 박영사, 2008, 82면 아래각주 참고; 금융기관의 부실화 방지는 해당 금융기관 선택 근거법에서 자산 운용의 건정성 차원에서 규제감독을 하고 있는 것인데, 과연 금산법에서 일률적으로 20% 내지 5% 등의 기준을 모든 금융기관에게 적용하는 것이 자산 운용의 건정성을 위한 것이라고 볼 수 있는지에 대해서는 의문이 들기 때문이다.

32) 고객의 돈을 모아 금리가 높은 CD(양도성예금증서), CP(기업어음), 콜 등 단기금융상품에 집중 투자해 여기서 얻는 수익을 되돌려주는 실적배당상품을 말한다. 고수익상품에 운용하기 때문에 다른 종류보다 돌아오는 수익이 높은 게 보통이다. 미국 최대의 증권사인 메릴린치가 1971년 개발해 금리자유화가 본격화됐던 1980년대 선풍적인 인기를 끌었던 금융상품으로, 단기금융상품에 집중투자해 단기 실세금리의 등락이 펀드 수익률에 신속히 반영될 수 있도록 한 초단기공사채형 상품이다. MMF는 보통 1개월이 경과해야 환매가 가능한 클린 MMF와 제한이 없는 신중MMF로 나뉜다. MMF는 CD나 CP, 콜론 등 수익률이 높은 단기상품에 100%까지 투자할 수 있고 주식은 편입하지 않는다. 만기가 짧은 단기금융상품에 투자, 실세금리가 오를 때에는 펀드 수익률도 함께 상승한다. CD나 CP에는 투자금액이 1000만원 이상, CMA(어음관리계좌)에는 400만원 이상이라는 금액제한이 있지만 MMF는 가입금액에 아무런 제한이 없어 소액투자자도 손쉽게 투자할 수 있으나 29일 이전에 찾을 경우 중도해지수수료를 내게 되므로 30일 이상의 자금 운용에 유리하다. MMF는 단기금리가 장기금리보다 높거나 투자기간이 6개월 이하일 때 유리한 단기상품이다. 또 펀드 수익률이 실세금리 동향을 신속히 반영하기 때문에 시장금리가 오를 때 투자하는 것이 유리하다. 우리나라에서는 1996년 10월부터 투신사에서 발매되기 시작, 단기성 자금과 함께 기존에 투신사에 묶여 있던 단기공사채와 장기공사채 상품이 MMF로 크게 몰렸다.(출처: 네이버 지식사전)



MMDA(Money Market Deposit Account)³³⁾를 통해 금융 산업자체의 혁신으로 금융 산업의 지속성과 더불어 금융 산업자체의 시너지(Synergy)를 높일 수 있을 것으로 생각된다.³⁴⁾



「그림4」 Partial integration of IB in a financial holding company as a subsidiary(출처: 자본시장연구원)

현재 국제 금융규제 시스템은 2009년 서브프라임 모기지 사태 이 후 미국을 중심으로 “부분통합구조(제2금융권과 금융지주회사 내 계열사의 IB ⇄ CB 겸업구조)에서 ➡ 완전 분리구조(제2금융권의 IB or CB 선택구조와 금융지주회사 내 계열사의 IB ⇄ CB 분리 구조)”로 현행법을 개정³⁵⁾하거나, 영국을 중심으로 완전통합 구조를 취하고 있는 EU 마 저 절충적 구조를 취하거나, 대공황 이전으로 구조로 다시 회귀하고 있는 실정이다(협의 의 은행체제 회귀론, Returning to Narrow Banking).³⁶⁾

3) 금융행위 규제방안

금융행위는 금융거래(Transaction)와 금융상품(Innovations)을 말하는데, 양자는 법률행위를 함에 있어서 분리될 수 없는 관계이기 때문에, 이들을 모두 합쳐서 금융행위라고 한다.³⁷⁾ 그래서 이와 같은 관계에서 금융행위 규제에는 ①거래 규제 시스템과 ②상품 규제 시스템으로 구별될 수 있다. 우선, 현행 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」에서는 각종 금융투자 상품들을 아래와 같이 증권과 파생상품 등으로 구별하고 있다.

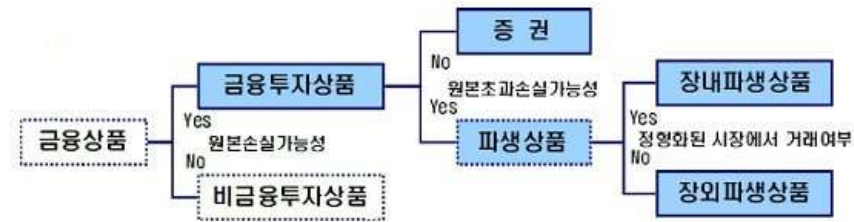
33) 은행이나 수산업협동조합·농업협동조합에서 취급하는 금융상품의 하나이다. 본래 미국의 은행이 투자신탁회사의 단기금융상품인 MMF(money market funds)에 대응하기 위해 도입한 고금리 저축성 예금으로 국내에는 1997년 제4단계 금리자유화 이후 도입되었다. 은행시장금리부 수시입출금예금 또는 단기금융시장 예금계정·화폐시장 예금계정이라고도 한다. 보통예금처럼 입출금이 자유롭고, 각종 이체와 결제도 할 수 있으며, 예금자보호법에 의하여 5000만 원 한도 내에서 보호를 받을 수 있다. 또한 실세 금리를 적용하여 보통예금보다 비교적 높은 이자를 지급하며, 가입대상에 제한이 없어 일시적인 목돈을 운용하는 데에 적합하다는 장점을 지닌다. 단 500만 원 미만의 소액이거나 법인의 경우 예치기간이 7일 미만일 때는 이자율이 낮거나 없을 수도 있다. (출처: 네이버 지식사전)

34) 자본시장연구원 특별연구원 박연우 박사님과 같은 견해

35) Financial Regulatory Reform, June 17, 2009

36) Paul De Grauwe, "What the G20 should do on November 15th to fix the financial system", Barry Eichengreen and Richard Baldwin (eds), a VoxEU.org Publication, 2008; "Bubbles and crashes have been part of financial markets for centuries. Allowing banks—which inevitably borrow short and lend long – to get deeply involved into financial markets is a recipe for disaster. The solution is to restrict banks to traditional, narrow banking with traditional oversight and guarantees while requiring financial firms involved in financial markets to more closely match the average maturities of their assets and liabilities."

37) 금융감독원, 위의 책, 179면 참조



「그림5」 금융상품의 경제적 실질에 따른 분류체계

(출처: 금융감독원)

- ◆ **자본시장법 제3조(금융투자상품)** 이익을 얻거나 손실을 피할 목적으로 현재 또는 장래의 특정 시점에 금전, 그 밖의 재산적 가치가 있는 것을 말한다.
- ◆ **제4조(증권)** 내국인 또는 외국인이 발행한 금융투자상품으로서 투자자가 취득과 동시에 지급한 금전등 외에 어떠한 명목으로든지 추가로 지급의무(투자자가 기초자산에 대한 매매를 성립시킬 수 있는 권리를 행사하게 됨으로써 부담하게 되는 지급의무를 제외한다)를 부담하지 아니하는 것을 말한다.
- ◆ **제5조 1항(파생상품)** 기초자산이나 기초자산의 가격, 이자율, 지표, 단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등에 의하여 산출된 금전등을 장래 특정 시점에 인도할 것을 약정하는 계약(1호), 당사자 어느 한쪽의 의사표시에 의하여 기초자산의 1호와 같은 방법들에 의하여 산출된 금전등을 수수하는 거래를 성립시킬 수 있는 권리를 부여하는 것을 약정하는 계약(2호), 또는 장래의 일정기간 동안 미리 정한 가격으로 기초자산이나 기초자산의 1호와 같은 방법들에 의하여 산출된 금전등을 교환할 것을 약정하는 계약(3호)을 말한다.
- ◆ **제5조 2항(장내파생상품)** 파생상품으로서 파생상품시장에서 거래되는 것 또는 해외 파생상품시장에서 거래되는 것을 말한다.
- ◆ **제5조 3항(장외파생상품)** 파생상품으로서 장내파생상품이 아닌 상품을 말한다.

위 지배구조에서도 언급한 바와 같이, 금융행위 규제제도는 제1금융권의 은행(CB)의 업무범위를 Positive 방식(열거주의 규정)으로 규제함으로써 증권업무 및 이와 연계된 파생상품업무를 겸업할 수 없는 등으로 인해 엄격한 금융규제를 받는 것으로 이해될 수 있는 반면, 제2금융권의 증권회사(IB)와 같은 소형 금융기관의 경우에는 금융행위를 기능별 규율체제로 전환하여 “거래 규제 시스템=영업업무+상품업무+투자자”라는 경제적 실질에 따라 각각 재분류하여 취급 금융기관을 불문하고 경제적 실질이 동일한 금융행위를 통합하여 동일하게 규제하고 있다. 또한, 투자상품에 대해서는 포괄주의 방식으로 규정하여 추상적으로 정의하여 향후 각종 출현할 수 있는 법률의 규율대상으로 포섭하고 있다. 특히, 현행법상 장내파생상품들을 주가연계증권(Equity-Linked Securities, ELS)과 주식워런트증권(Equity Linked Warrant, ELW)의 형태로 결합함으로써 유가증권 또는 파생금융상품의 형태로 무제한적으로 발행할 수 있고, 외환 연계 금융상품을 파생결합증권(Securitized Derivatives)의 형태로 발행함으로써 현행법의 레버리지 규제를 받지 않는 장외파생상품(Over The Counter derivatives) 시장에서 업무를 겸업할 수 있다.

(2). 검토

현행법상 규제제도는 시장중심주의 규제 시스템을 바탕으로 자본시장 내 개별 금융시장에서 발생할 수 있는 시스템위험에 대해서 ①지배구조 규제, ②금융행위 규제(거래규제, 금융상품 규제)를 포함하고 있다. 그러나 앞선 검토에서도, 장외파생상품에 대한 레버리

지 규제가 무제한적임을 알 수 있었다. 실제로 파생결합증권은 유가증권 또는 파생금융상품 형태로 발행함으로써, 이는 현행법상 포섭대상에 해당하지 않는데, 현행법은 포괄적 규정방식을 취하고 있지 않기 때문에, 이는 결국 레버리지 규제대상에 속하지 않는 문제점이 있다. 그 대표적인 예로는 주식연계증권(Equity Linked Note, ELN), 금리·환율연계증권(FX linked note), 상품·신용연계증권(Credit Linked Note, CLN)이 있으며, 이것들은 소위 “인플레이(Inflation)연계증권”이라는 비판을 받고 있다.³⁸⁾ 그래서 위와 같은 검토에서는 제2금융권의 금융상품의 규제가 무제한적이고 이에 따라 다양한 금융거래가 존재함을 알 수 있다. 따라서, 현행법의 포섭범위 밖의 파생결합증권과 장외파생상품의 시스템위험에 대한 규제정책들을 검토해 보아야 할 것이고, 나아가 논의에서 이러한 상품들을 취급하는 개별 금융기관들을 중심으로 시스템위험에 대한 예방전략이 검토되어야 할 것이다.

3. 예방전략 검토

금융 시스템이란, 금융 산업을 이루고 있는 자금의 공급자, 수요자 및 금융 기관 등을 형성하고 운영하는 모든 법규와 관행을 총칭하는 제도를 의미하며, 그 역할은 자본시장이 원활히 흐르도록 하는 것이다.³⁹⁾ 그래서 금융 규제정책들은 금융의 효율적인 구조를 목표로 금융공학 위 정립된 규제방안들을 포함하고 있다. 그러나, “규제”라는 말에 대해서 한번정도 생각해 볼 필요가 있는데, 자본시장에 대한 규제는 경기호황의 측면(Ex-ante)에서 “통제”를 의미하기도 하지만, 경기침체의 측면(Ex-post)에서는 “예방”을 의미하므로, 결국 어떤 시각에서 규제방안을 검토하느냐에 따라서 금융 규제정책의 방향은 결정된다고 할 것이다.⁴⁰⁾ 그래서, 시스템위험을 두고 긍정적인 시각에서 이를 “예방전략”으로 바라보았다. 앞서서 논의하였던 현행 금융 규제제도의 체계와 국제적으로 논의되었던 규제방안들을 접목시켜 고려해 보자면, 단기적으로는 금융행위의 공정성과 금융상품의 안정성을, 장기적으로는 지배구조의 효율성을 목적으로 하는 구체적인 예방전략을 설계할 수 있다.

(1). 레버리지(Highly Leveraged Institutions, HLIs)

레버리지는 차입투자를 말한다. 타인자본을 이용한 자기자본이익률의 상승효과를 볼 수 있는데, 타인으로부터 빌린 차입금을 지렛대로 삼아 자기자본이익률을 높이는 것으로 지렛대효과를 빌려온 말이다. 타인자본을 사용하는데 드는 금리비용보다 높은 수익률이 기대되는 경우에는 타인자본을 적극적으로 활용하는 것이 유리하지만 타인자본을 과도하게 도입하면 경기하강국면에서는 금리부담으로 인한 도산위험이 높다. 그래서 국제적인 수준에서 논의되어 지고 있는 방안은 자본적정성을 나타내는 국제결제은행(BIS) 기준 은행 자기자본 비율이 10% 이상으로 유지하도록 규제하는 방법이다. 바젤은행감독위원회

38) 고동원, 위의 책, 267~273면 참조

39) 금융감독원, 위의 책, 179면 참조

40) 이는 긍정적인 측면(Ex-ante)에서 “예방전략”이라고 할 수 있고 부정적인 측면(Ex-post)에서 “통제”라고 할 수 있다. 그러나 지배적인 견해들은 양자를 모두 “금융규제”로 보면서도 그 성격을 “막을 수 있는 특이 위험”과 “막을 수 없는 비체계적위험”으로 보고 있음으로, 본 논문에서는 제2금융권의 예방할 수 있는 특이 위험들을 중심으로 검토한 바, 이를 두고 긍정적인 시각에서 “예방전략”이라고 하였다. 연구자는 “금융규제=시스템위험 예방전략”이 관점에 따른 용어의 선택적 차이임을 밝힌다.

(Basel Committee on Banking Supervision, BCBS)는 자본의 질과 양에 따라서 BIS자기 자본비율규제의 실효성을 높이는데 초점을 맞추고 있는데, 특히 강력한 금융규제와 감독, 효과적인 법률시행 및 회계건전성과 공시정책을 통해 안전한 시스템을 설계하는데 그 목표가 있다.⁴¹⁾ 국내에도 IMF사태 이후 바젤협약에 따라 BIS자기자본비율을 10% 보유할 것을 금융감독위원회가 지도함으로써 은행법 제34에서 제1금융기관의 건정성 요건으로 명문화 하고 있다. 또한 금융감독원은 제1금융권의 경우 13~14%이상을 유지할 것을 권장하고 있으며, 정기적인 회계감사를 통해 이를 감독 및 공시, BIS비율을 기준으로 건정성을 판별하여 부실한 금융기관에 대해서는 시정 조치하는 등의 방법으로 지도하고 있다.

BIS비율 Tier1비율 ⁴²⁾	15%이상	13%이상	13%미만
12%이상	산업(17.27/16.16) 씨티(16.84/13.89) 신한(15.75/12.95) 농협(15.70/12.84)	-	-
10%이상	-	부산(14.95/10.96) 외환(14.41/11.91) 제일(14.41/11.00) 우리(14.23/11.34) 하나(14.22/10.40) 대구(14.13/11.03) 제주(13.47/10.38) 국민(13.33/10.70)	수출입 (12.18/10.78)
10%미만	-	경남(13.70/9.11) 광주(13.24/9.08)	전북(12.78/8.15) 수협(12.60/7.01) 기업(11.76/8.99)

*은행(BIS비율/Tier1비율)

「표7」 2011년 6월말 국내 18개 주요은행 자기자본비율 분포 현황 (출처: 금융감독원)

그 밖에도 BCBS에 의해 장외파생상품의 거래상대방 리스크에 대한 추가적인 자본유지의무와 시장위험에 대한 자본적립의무 강화 등이 또한 국제적인 차원에서 논의 중에 있으며, 실질적인 방안으로는 위험가중자산에 대한 자기자본비율규제안은 BIS은행자기자본비율의 보조적인 수단으로 활용함으로써 레버리지 규제를 도입하자는 주장이 설득력을 얻고 있다.⁴³⁾ 특히, 레버리지를 강제로 줄이도록 하는 규제전략은 금융기관이 초기에 실패할 위험을 최소화하거나, 특정 금융기관에서 타 금융기관으로 시스템위험을 확산시킬 가능성을 미연에 방지함으로써 시스템 내부의 안정을 높일 수 있다. 레버리지를 갖는 금융기관의 경우 일정수준 이상의 자본손실이 발생할 때 현저히 자본회수율이 떨어지는데, 레버리지를 제한함으로써 투자한도 내 손실만 부담하고 BIS자기자본비율을 일정수준으로 유지할 수 있기 때문이다. 은행의 지불능력을 안정적으로 유지함으로써 개별 금융기관의 자체파산을 막을 수 있고, 나아가 중개기관으로 하여금 연쇄적인 채무불이행 사태가 확산되는 것을 미연에 방지함으로써 시스템에 대한 위협을 예방하는 역할을 수행할 수 있다. 실제로, FDIC(Federal Deposit Insurance Corporation)를 통한 은행예금에 대한 연방보험인

41) Wigidipia(<http://en.wikipedia.org>)

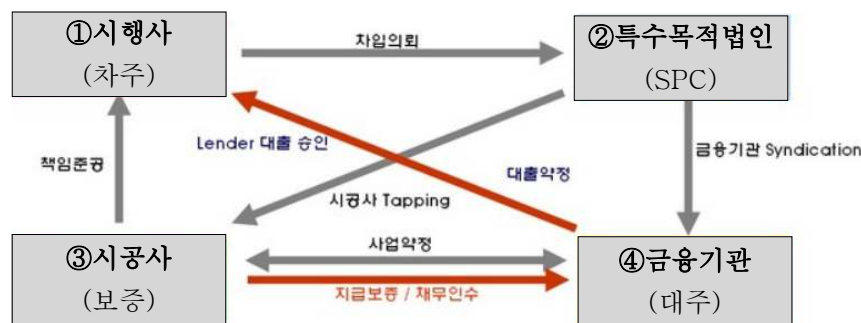
42) 기본자본(Tier1)은 자본금과 자본잉여금 등 핵심자본만 포함하는 비율을 말한다. 평균 11.59%로 2010년 4분기 보다 0.31%포인트 오른 상태이다.

43) 하상석, 위 논문, 11면

출사태라는 은행실패를 막기 위한 것이고, 은행법상의 자본 요건은 은행이 최소한의 자본비율을 유지하도록 하여 은행실패(Bank's Failure)를 방지하고 있다.⁴⁴⁾ 최근 국내에서도 이러한 논의에 무게가 실리고 있는 것은 2010년부터 시작된 부실저축은행 사태에서 비롯되고 있다. BCBS는 제2금융권과 같은 저축은행의 BIS비율을 5%기준으로 건전성을 파악하고, 또한 우량저축은행의 등급을 BIS비율 8%이상, 여신 8%미만, 이른바 “8-8클럽”으로 정하고 있는데, 국내에서는 2008년 8-8클럽에 해당하는 저축은행에게는 대출한도를 초과하여 일반저축예금까지 끌어다 쓸 수 있도록 신용공여한도 완화혜택을 부여함으로써 레버리지를 규제를 완화하고 있다(상호저축은행법 제11조 2항).⁴⁵⁾ 그래서 우량저축은행들이 설립한도(BIS비율5%)를 초과하여 공격적인 부동산 PF투자를 감행할 수 있었다. 그렇다면 이러한 개별 금융기관들의 상품에는 문제가 없는 것일까? 대표적으로 문제가 되었던 부산상호저축은행의 PF상품에 대해서 살펴보기로 한다.

1) PF(Project Financing)상품의 문제

PF(Project Financing)란, 특정사업 내지 사업계획에 대한 수익성을 담보로 제공하여 장기로 대출받거나 대출을 내주는 것, 즉 특정 사업에서 발생하는 투자수익을 기반으로 하는 담보대출을 말하는데, 주로 부동산PF 또는 동산PF(돈, 채권) 형태의 대출상품들을 일컫는다. 대표적으로, 부동산PF사업의 형태는 ①PF사업개발주체인 시행사(Obliger), ②PF사업수탁 및 PF투자유치 하는 특수목적법인(Special Paper Company, SPC), ③PF보증채무와 시공을 담당하는 시공사(Builder), ④PF대출을 투자하고, PF대출을 담당하는 금융기관 또는 대주(Lender)로 구성된다.



「그림6」 부동산 PF사업의 구조

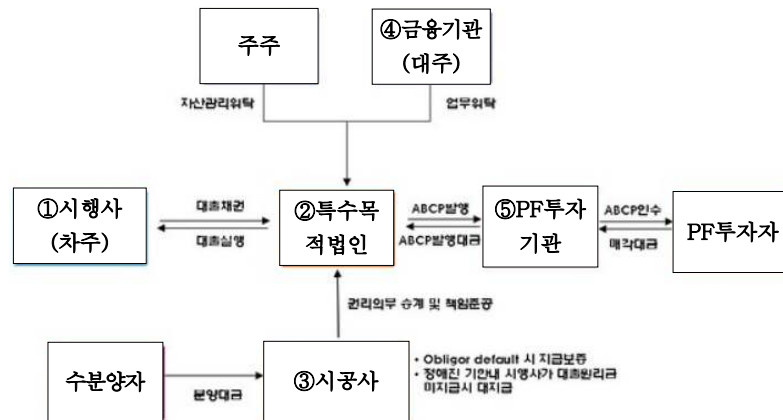
위와 같이, 일반적인 PF계약은 시행사, 시공사, 금융기관, 3자간의 PF대출계약과 그 보증계약으로 구성된다.

여기서, 주로 시스템위험을 가중시키는 부동산PF상품은 일부 PF투자기관의 “부동산 단기차익” PF상품들을 두고 하는 얘기인데, 특수목적법인이 추가적으로 자본금을 확보하기 위해 투자를 유치해야 하는 경우에는, 아래와 같이 PF투자기관을 통해 유동화 기업어음(ABCP)을 발행하여 그 투자기관으로부터 매각대금을 얻는다. 그 대금은 주로 건물대지

44) 하상석, 위 논문, 7면

45) 금융위원회, 제301회-저축은행비리의혹진상규명을위한국정조사특별조사록, 2011. 8. 3., 국정조사보고 활동내용기관보고, 41면

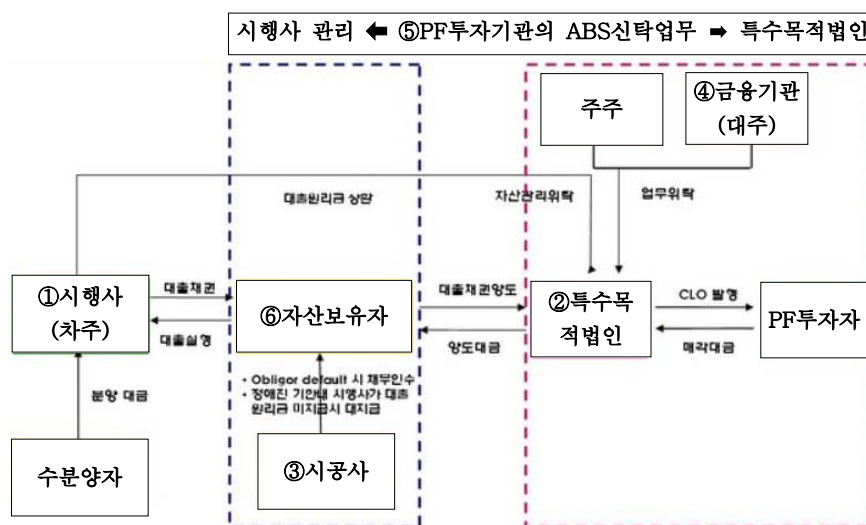
를 매입하는데 사용된다.



「그림7」 부동산 PF사업의 유동화 기업(ABCP) 구조

특수목적법인은 시행사로부터 받은 PF대출채권을 통해 시공사로부터 개발이익을 환수 받아 3자간의 계약을 이행하게 된다. 그 이익은 유동화 기업어음에 대한 배당이익으로 사용된다. 하지만, 시행사가 PF대출채무를 이행하지 못하여 3자간의 계약이 이행되지 않는 경우, 시공사가 원리금상환채무의 이행을 담보함으로써, 특수목적법인은 직접 개발이익을 환수 받아 그 이익으로 대주인 금융기관의 대출채무를 만족시킨 뒤 이해관계자들에게 배당이익을 지급하게 된다. 유동화 기업어음은 특수목적법인의 기업어음(CP)의 발행을 통해 PF투자자의 투자금을 유치함으로써 기업자산을 유동화하는 방법들 중 하나로 원리금상환이 주로 현금흐름에 의해 담보되는 채권을 의미하는 것이다.

한편, 특수목적법인이 자본금이 아닌 건물대지의 자산보유자(Bridge Loan Bank)로 하여금 직접 유치하는 경우에는, 아래와 같이 자산보유자가 직접 특수목적법인을 통해 자산유동화증권(ABS, 부동산자산증권:CLO)을 PF투자자(또는 PF투자신탁기관)에게 발행함으로써 대지양도대금을 얻고, 그 양도대금은 시행사의 PF대출금으로 지급된다.



「그림8」 부동산 PF사업의 자산유동화증권(ABS) 구조

특수목적법인은 앞선 방법과 동일한 방식으로 3자간의 계약을 이행하여 개발이익을 얻고, 그 이익금 중 일부인 원리금채무는 자산보유자의 대출양도채권과 상계함으로써 만족을 얻은 뒤, 남은 개발이익금은 이해관계자들에게 배당하게 된다. 하지만, 앞선 경우와 같이 3자간의 계약이 이행되지 않는 경우에는 자산보유자가 직접 시공사로 하여금 개발이익을 환수 받아 특수목적법인에 대한 원리금상환채무를 이행을 담보함으로써, 특수목적법인은 받은 그 채권을 통해, 앞선 경우와 마찬가지로, 금융기관을 만족시킨 뒤 배당금을 지급하게 된다. 자산유동화증권은 부동산자산의 증권화(CLO)를 통해 자산을 유동화하는 방법들 중 하나로 일반적으로 채권의 원리금상환이 주로 현금흐름에 의해 담보되는 채권을 의미하는 것이다.

위 3가지 경우⁴⁶⁾에 있어, 금융기관이 자신의 저당채권을 실행하는 경우 선순위 대주단을 구성하여 경매절차를 진행하고, PF투자기관 및 PF투자자가 후순위 채권단을 구성하여 나머지 금액을 경락받아 PF대출금을 환수 받거나 혹은 PF투자자로 하여금 위험부담을 하게 된다. 그 밖에도, 다양한 PF사업의 형태들은 다수의 특수목적법인들이 개입하여 PF대출채권 및 증권의 유동성을 최대화함으로써 원리금상환채권의 담보력을 높이고 있다.⁴⁷⁾ 이와 같은 검토에서는, PF사업의 형태가 복잡적일수록 아래와 같이 시스템 안정성은 높다는 점을 알 수 있다.

PF형태	담보력	건설사 도산	유동성	PF 사업성	시스템 안정성
단순구조	높음	높음	가장 낮음	가장 높음	낮음
ABCP	낮음	낮음	중간	중간	중간
ABS	낮음	낮음	높음	높음	높음
복합구조	가장 높음	가장 낮음 (연쇄도산)	가장 높음	낮음 (최근선호)	가장 높음 (연쇄적 위험)

「표3」 PF사업 형태에 따른 비교

그러나, 국내에서는 2011년 1월 이후 삼화저축은행 등 8개 저축은행이 영업 정지된 상태인데, 총 대출 63조원의 50%(약 32조원)를 PF 등 부동산 관련 여신에 투자하고, PF대출 부실은폐 및 BIS비율을 과장한 경우가 다수였다.⁴⁸⁾ 그 원인으로는, 금융시장의 자율화, 겸업화 진정 등에 따라 은행과 카드사의 소비금융 진출, 대부업의 성장으로 소비금융시장의 경쟁구도가 심화되는 가운데, 2005년 이후 저금리 등에 따른 부동산 경기 호황 속에서 손쉬운 수익성을 제고를 위해 금융기관들이 단순 PF대출을 과도하게 취급하였다가 2008년 글로벌 금융위기 여파로 부동산경기가 침체되자 오히려 더 큰 유동자산에 과도하게 치중하면서 외형확대를 추구한 것에서 비롯된다.⁴⁹⁾

46) 앞서 언급한 3가지 PF사업은 “한국투자증권”이 소개하는 사업구조를 재인용하여 작성하였음을 밝힌다.

47) 사실, 일반적인 PF사업의 형태는 정해진 바 없다. 위 3가지 모델은 자본시장에서 일반적으로 선호하는 모델들을 정리한 것이다. PF사업형태는 목적에 의해서(예컨대, 담보 강화목적, 분양목적, 개발목적, 청산 등), 또는 시간의 흐름에 따라서(예컨대, 토지매매→중도금지급→분양) 다양한 형태들로 변형된다.

48) 감사원, 위 조사록, 31면

49) 금융위원회, 위 조사록, 42면

구분		08.12월	09.6월	09.12월	10.6월	10.12월
PF대출	은행	52.5	54.1	51.0	44.9	38.7
	저축은행	11.5	11.0	11.8	11.9	12.2
	보험, 증권 기타	19.1	18.9	19.6	17.4	15.6
	소계	83.1	84.0	82.4	74.2	66.5
PF유동화	ABS	2.2	1.9	4.1	3.5	3.8
	ABCP	14.7	13.6	16.6	19.1	21.8
	소계	16.9	15.5	20.7	22.6	25.6

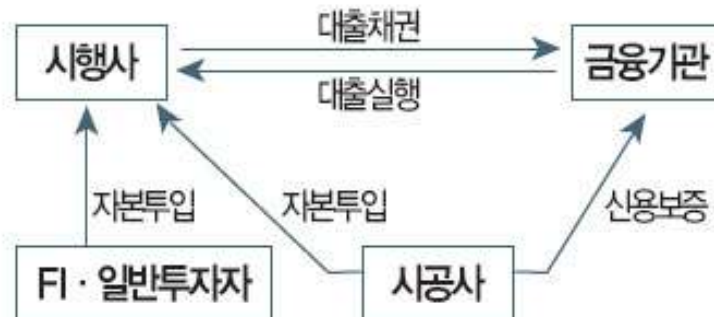
*단위: 조원

「표4」 PF 대출 및 유동화 현황

(출처: 금융감독원)

또한, 자산유동화 기업어음(ABCP) 시장의 경색으로 인한 건설사의 유동성 위기는 해당 건설사가 채무보증을 했거나 관여하고 있는 다른 사업으로 파급될 수 있고, 최악의 경우 건설사들의 연쇄부도와 건설경기 침체로 이어질 가능성을 배제할 수 없다. 또 다른 부정적인 징후들도 있는데, PF대출이 점차 감소하게 되면 자산유동화 기업어음 발행은 반대로 증가하고 있는 실정이다. 비교적 안정적인 시중은행 PF대출이 줄어드는 가운데, 차환 위험에 노출돼 있는 자산유동화 기업어음이 증가하는 현상은 전체 PF상품들의 질이 나빠지고 있음을 시사하고 있는 것이다. 실제로, 대우건설을 비롯해 대부분의 건설사가 떠안고 있는 PF담보채무는 사업주체인 시행사가 금융권에서 빌린 돈에 보증을 선 것이다. 빚을 갚아야 할 주체는 시행사지만, 국내 시행사들의 열악한 재무사정으로 인해 상대적으로 신용도가 높은 건설사들이 보증을 서는 형태로 자금을 융통해 왔다. 분양이 성공적으로 이뤄지고 분양대금도 착착 들어오면 PF사업은 순조롭게 마무리되지만, 분양에 실패해 현금흐름이 막히면 시행사가 빌린 빚은 고스란히 건설사 부담으로 돌아온다. 2008년 미국발 금융위기 이후 쓰러진 국내 건설사 대부분이 이렇게 보증을 섰던 PF보증채무에 호되게 당한 것이다.⁵⁰⁾

한편으로는, 비단 건설사들의 문제만은 아님을 알 수 있다. 그 빚은 PF대출을 허락한 금융기관에게도 직접적으로 타격을 입히게 되는데, 특히 부산상호저축은행 불법인출사태(Bank Run)가 더욱 문제시 되는 것은, 차환실패로 인한 위험부담을 방지하기 위한 기본적인 레버리지 구조는 물론, 보조적인 후발적인 규제조치마저 없었다는 사실 때문이다.



「그림9」 저축은행의 부동산 PF사업 구조

(출처:매일경제신문)

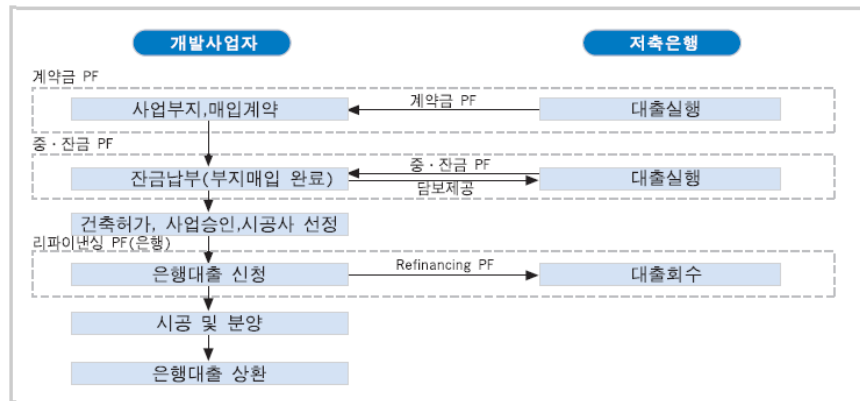
50) 오상용, <[마켓인]산업은행 대우건설 PF채무 묘수풀이>, 이데일리, 2011. 8. 31., 출처: <http://www.edaily.co.kr/news/NewsRead.edy?SCD=DA22&newsid=01098806596352896&DCD=A01202&OutLnkChk=Y>



금융당국이 대전저축은행의 파산사태를 막고자 부산상호저축은행에 인수하는 과정에서 부산상호저축은행의 예금 자본을 후순위 채권으로 전환하여 대전저축은행의 부실PF채권의 인수대금으로 충당하였다. 이 과정에서 금융당국은 부산상호저축은행의 감사를 3년 동안 면제해 주는 혜택 등 각종규제를 완화시켜 줌으로서 저축은행의 대주주로 있는 자들은 우량 저축은행으로 분류되는 8-8클럽에 해당하는 경우 PF대출의 레버리지 제한이 없다는 점을 이용하여 담보성이 불투명한 특수목적법인회사를 설립한 뒤, 자신이 대주주로 있는 저축은행과의 취약한 지배관계를 악용하여 저축은행의 설립한도(BIS자기자본비율5%)를 초과하여 대출을 받아왔다. 저축은행의 입장에서도 미분양 사태와 건설회사의 상환능력이 부족하다는 점을 뻔히 알면서도 내부직원들이 “부동산단기차익금을 형식적인 투자수익으로 계산하여 대손충당금에 산입하는 방식”으로 설립한도에도 미치지 못하는 부실저축은행의 자기자본을 8%이상으로 부풀려 금융감독원에 8-8클럽으로 신고함으로서 레버리지 규제를 완화할 수 있었다. 담보능력이 없음에도 불구하고 기존 대출금액의 한도금액을 초과하여 건설사에게 대출금을 지급하거나, 특히 부산상호저축은행의 경우 저축은행의 대주주의 자리에 있는 특수목적법인회사가 직접 나서서 건설사에게 하도급을 주는 방식으로 일반 저축예금자본까지 마음대로 사용한 것이다. 현재까지 부산상호저축은행 사태를 통해 밝혀진 특수목적법인회사가 약 120개가 넘는다. 대부분 자신이 대주주로 있는 저축은행의 자금을 개인 금고를 열 듯 마음대로 꺼내 쓸 목적으로 설립된 것이었고, 저축은행 내부 직원들은 부실담보임을 알면서도 이를 묵인해 준 사실이 들어났다. 오히려 부산저축은행은 탈법적인 회계 관행⁵¹⁾으로 대주주의 사금고 신세나 다름없었던 대출자금에 대한 불법대출을 자행해 온 것이다. 물론, 후발적인 금융당국의 감독체계가 허술했던 점과 금융기관의 도덕적 해이로 인한 탈법적인 회계 관행들을 문제 삼을 수도 있겠지만, PF대출상품의 레버리지가 시스템위험적인 차원에서 사전에 논의되어 8-8클럽의 무제한적인 레버리지 규제가 사전에 이루어 졌었다면, 부실저축은행 발생 자체를 그 원인에서부터 원천봉쇄 할 수도 있었을 것이다. 앞으로의 이러한 은행실패에 대한 법적 책임공방을 두고 “금융부실백화점 내지 부정부패자판기⁵²⁾”라는 비판을 피하기는 어려울 것으로 보인다. 일개 저축은행이 감사의 눈앞에서 버젓이 대놓고 120개의 차명 특수목적법인회사를 만들어 편법대출을 받아 부실투자하고, 계열사에 부당지원하는 불법을 자행하였기 때문이다. 이 과정에서 외부 감사인들 또한 이러한 사실을 뻔히 알면서도 해태하였거나 이를 빌미로 뇌물을 수뢰 혹은 공여한 혐의가 나타났고 현재는 검찰에 소환되어 조사를 받고 있는 형편인데, 이를 두고 단순히 “부실투자로 인한 은행실패”라고 평가하기에는 석연치 않은 점들이 많다. 게다가 여기에 가담한 일부 임직원들은 개인의 빚을 청산하는데 유용하기도 하였는데, 대출금 회수가 어려워지자 꼬리에 꼬리를 무는 문어발식 보증과 재 대출(Refinancing)까지 서슴없이 자행하였다.

51) 앞서 설명하였던, “단기차익금을 투자수익으로 계산하여 대손충당금에 산입하는 방식”의 문제를 말한다. 일반적으로 유동자산의 담보가치가 불확실한 투기의 경우 자산에 포함시키지 않는 것이 일반적인 회계관행으로 굳어져 왔다. 그러나 투기와 투자를 구분할 수 있는 기준이 모호하기 때문에 투기의 불확정 가치를 BIS자기자본비율로 산입하여 자기자산으로 부풀리는 회계관행을 두고 이를 단순히 분식회계라고 단정지을 수 없기 때문에 이를 탈법적인 회계관행이라고 하는 것이다. 특히, 부산상호저축은행 사태의 경우 사실상 부실담보임을 뻔히 알면서도 고의로 산입한 점을 두고 하는 말인데, 이는 분식회계와 크게 다르지 않기 때문에 문제가 된다.

52) 경제논이터, “저축은행사태 원인 MB식 인사가 부른 금융권력과 해저드”, 2011. 5. 9 (재인용: <http://ecoplay.tistory.com/273>)



「그림10」 부산상호저축은행의 부동산 PF사업 구조

(출처: 예금보험공사)

결국, 부실한 레버리지투자가 사전에 예고되어 있었음에도 불구하고 정부와 금융당국이 이를 방치한 것에 불과하다.⁵³⁾ 즉, 인재(人災)로 인한 “정부실패”로 평가하는 것이 더 설득력 있다고 할 것이다.



「사진1」 부산상호저축은행 비상대책위원회의 점거시위, 2011. 8. 22.

부산상호저축은행의 비상대책위원회 주장은 다음과 같았다.

“2008년 불법대출 혐의자에 대한 검찰의 전수조사 때부터 정부가 사실상 이를 묵인

53) 위 조사록, 국정조사 실시내용, 101이하 참조: (국무총리실) TF 민간위원(현 정권의 TK인사들) 부적절성으로 인해 정부의 공적기능 부실, 방조 등으로 저축은행 사태가 발생한데 따른 정부의 책임부담이 필요하다는 견해; (감사원) 2009년 금융감독기구 운영 및 감독실태 감사 시 부산상호저축은행이 지적대상에서 제외된 사유와 문제점, 동년 울산지검의 수사요청문인, 2010년 5월 PF전수조사에 대한 대통령의 묵인, 동년 BIS비율 왜곡 여부에 대해 관계자 감경처분; (법무부) 외부감사법위반자 불기소, 영남알프스사건의 1심 공판 후 후속조치 부존, 금융감독원의 금융기관 검사 및 제재에 관한 규정 제17조 위반, 금융감독원장 및 감사원장 직무유기, 2006년 캠프코시티 불법대출에 대한 명시적인 유권해석 적발, 검찰의 축소기소 및 신뢰성 문제, 해외로 도피한 로비스트 박태규가 부산저축은행과 청와대 로비청탁 알선한 사실; (기획재정부) 저축은행 부실과 관련한 사채업자의 양성화, 보증한도의 상향명칭 변경, 8-8클럽 도입 등과 같은 정부의 정책실패와 저축은행의 부동산 사업 직접수행 등을 발견하지 못한 감독 당국의 총체적 실패 등 정부의 책임 문제, 국가가 잘못했기 때문에 소송으로 처리하는 것이 맞으며, 정부가 잘못을 사과하고 배상한 후에 책임 있는 사람들에게 책임을 묻는 것이 필요하다는 견해.



하여 왔고, 2010년 5월경 부산저축은행의 BIS비율은 -58%로 부풀려 진사실 사실이 청와대에 보고되었음에도 불구하고, 현 정부가 이를 방조해 오다가, 결국 2011년 1월경 영업정지사태에 이르게 된 것이다”, 이에 덧붙여, “우리가 비대위활동을 정권농성으로 전개하는 것은 결국에는 대응할 수 있는 법이 없기 때문이다. 현 정부에게 직접적인 책임을 물을 수 있는 법이 없는데, 민사상 배상책임을 소송으로 전개하는 것은 아무런 의미가 없다. 또한 우리가 확보한 검찰자료들로 소송을 준비하기에는 터무니없이 부족하다. 올해 초 금융감독위원회가 국정조사 요구자료마저 거부한 마당에, 모든 자료는 정부가 손에 쥐고 있으면서, 하물며 정부가 우리에게 온갖 예금자보호법의 경제법 논리(5천만원 보호한도액을 기준으로 서민을 구별)를 강조하면서 도의적 책임마저 회피하려는 태도를 보면 우리는 이 땅의 민주주의가 누구의 것인지를 의심하게 된다, 우리가 단지 돈 때문에 그러는 게 아니다, 정부의 잘못을 공론화하려는 것일 뿐이다.” (부산상호저축은행상대책위원회 김옥주 위원장 인터뷰 내용, 2011. 8. 22.)

그나마 다행히도 국내에서는 부동산 거품이 만든 “부의 자산효과”가 미국만큼 크지 않았다. 예금자들의 피해를 줄일 수 있었던 것은 우리의 부실저축은행 사태가 미국의 서브프라임 사태와는 시스템위험의 규모면에서부터 달랐기 때문이다. 미국은 주택담보대출을 내주고 이를 유동화 시켜 원금을 회수한 뒤 이를 다시 대출로 쏟아 붓는 구조(Refinancing)를 갖고 있지만, 국내 PF시장은 유동화 규모가 미국만큼 크지 않았기 때문에 피해를 줄일 수 있었다. 즉, 미국의 주택담보대출상품들은 헤지펀드의 형태로 하위 파생상품들이 다단계로 연계되어 도미노처럼 쓰러지게 되어 있지만, 우리의 저축은행의 경우에는 1차 유동화 단계 이상을 넘지 못했기 때문에 차환의 위험이 발생하더라도 애초 규모면에서 그 상황이 다르다는 것이다. 미국에서는 부동산 가격 하락이 대부업체에서 시작해 은행과 자산운용회사, 헤지펀드의 부실로 확산됐지만 우리나라에서는 미분양 사태의 여파가 저축은행과 일부 은행 수준에서 그칠 가능성이 크다. 또한 미국은 담보 비율이 80%가 넘지만 국내의 경우 50%에도 못 미친다. 그러므로 부동산 가격이 하락하더라도 당장 심각한 금융 부실로 이어질 가능성은 없다. 미국과 우리나라의 차이라면, 미국은 부동산 거품을 모든 국민들이 향유하였지만, 우리나라는 건설 회사들과 은행, 그리고 일부 특수목적법인회사를 설립한 투기세력이 독차지했다는 점이다. 거품이 빠지는 과정에서 미국 경제는 전반적으로 심각한 타격을 받고 있었지만, 국내의 경우에는 불법대출에 가담한 세력들과 부동산투기에 가담한 자들의 부담이 집중될 가능성이 크다. 하지만 부동산 시장의 침체가 계속될 것이라고 가정한다면 일부 건설 회사들의 도산이 불가피할 것이고, 결국 대주인 은행들도 그 부실을 떠안을 수밖에 없다. 그래서 앞서서 언급했던 8-8클럽과 같은 우량 저축은행들이 탈법적인 방법으로 일반 저축예금자본까지 동원하고 있는 이상 정부와 금융당국이 이를 또다시 묵인한다면 부산상호저축은행 사태의 경우와 마찬가지로 다른 부실저축은행들의 사태가 가속화 될 것이고, 결국 제2금융권 전반의 피해는 일반투자자인 서민들의 몫으로 돌아가게 될 것이다.

요컨대, 시스템위험에 대한 피해양상을 규모적인 측면에서 차별해야 할 이유가 없다면 국내 PF상품에 대한 레버리지 규제의 부실성은 서브프라임 사태와 크게 차이하지 않는다고 할 것이다. 특히 부산상호저축은행의 불법인출사태는 정부, 금융당국 및 금융기관이 합작한 “모럴해저드에 빠진 금융 비리의 온상”으로 요약된다.⁵⁴⁾ 그래서 개별 금융기관의 자발

54) 국무총리실, 위 조사록, 국정조사 활동내용, 26면; 부실저축은행 관련 전체 88명 기소(구속 55명, 불구속 33명) 중 부산저축은행 관련 46명 기소(구속 34명, 불구속 12명)



적인 레버리지 규제와 정부주도 하 후발적인 감독체계가 관철되지 않는 이상 개별 금융기관에 대한 직접적인 레버리지 규제방안을 고려해 보아야 할 것이다. 최근, 미래에셋이 무제한 적인 레버리지의 위험성을 감안하여 스스로 신용투자거래를 정지한 것도 이와 같은 위험성을 알고 있었기 때문이다. 현재 대안으로는 “PF 정상화 Bank”방안이 논의되고 있다. 앞서 언급하였던 대전저축은행의 매각방법과 같은 형태로 부실PF채권을 사모펀드의 형태(P&A, Buyout)로 정리함으로써 우량은행이 부실은행을 인수하는 방안을 추진하는 동시에, 구조조정에 대한 포괄적인 투자를 정부적인 차원에서 고려하고 있다. 또, “은행 정상화 방안(즉, 대출 및 보증(↓) < ABCP, ABS의 유동화(↑))”에 따라 현재 잠정적으로는 서민을 제외한 부동산대출은 전면적으로 금지된 상태이며, 금리를 인상하여 이를 규제하겠다는 정책을 내놓았다. 그러나, 대전저축은행 인수당시 동종업계 1위, 약 2조원의 자산규모를 자랑하던 부산상호저축은행이 금융감독원의 감사면제기간 3년을 넘기지 못하고 침몰하게 된 원인이 정부주도의 M&A정책이었다는 점을 간과해서는 아니 될 것이다. 그렇다고 한다면, 정부가 추진하려고 하는 사모펀드와 더불어 일반적으로 투기성자본으로 분류되는 헤지펀드에 대해서도 문제점 및 규제방안을 검토할 필요성이 제고된다.

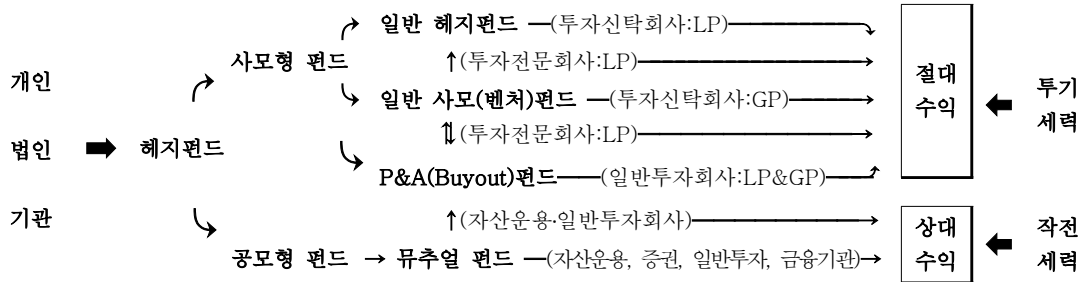
2) 헤지펀드(Hedge Fund) 및 사모펀드(Private Equity Fund, PEF)의 문제

국제적인 차원에서 헤지펀드에 대해서도 레버리지 규제를 하려는 연구가 있기는 하였으나 레버리지 비율이 높은 헤지펀드에 대해서만 선택적 공시⁵⁵⁾하는 것에 그쳐, 시스템위험의 자체의 위험을 후발적인 방법들⁵⁶⁾로만 규제하고 있다.⁵⁷⁾ 한편, 사모펀드의 본래목적은 기업의 자본을 원활하게 공급하여 기업 가치를 높이는 기능에 초점을 두고 있기 때문에 IMF외환위기 당시 정부정책 하 M&A를 통해 파산의 위기에서 많은 기업들이 회생하게 된 원동력이 되었다. 그래서 그 목적에 비추어 본다면 이를 마냥 규제하는 것만이 최선은 아니라고 할 것이다. 그러나 일부 헤지펀드의 경우 공격적인 투기를 목적으로 하고 있기 때문에 일반적으로 안정적이라고 믿고 있는 뮤추얼펀드(Mutual Fund, 공모펀드)상품들의 포트폴리오투자전략과는 그 성격이 다르고, 사모펀드는 법률상 레버리지가 거의 무제한적이라는 점 때문에 투기세력이 개입될 수밖에 없다는 문제점이 있다.

55) Whirlpool Fin. Corp. v. Gn Holdings, Inc. 67 F.3d 605(7th Cir. 1995)를 참고해 보자면, 인터넷 이용자는 잠재적으로 볼 때 무한하다고 볼 수 있겠지만, 법원과 SEC의 입장에서는 인터넷을 통한 공시는 실제 인터넷 이용자에게만 이용 가능한 선택적 공시라고 보는 입장이다.

56) 예컨대, 공시강화, 사기업의 위험관리 강화, 규제대상이 아닌 브로커, 딜러 또는 선물거래중개회사에 대한 위험평가권 확대, 역외헤지펀드의 국제기준 준수 의무 강화 등의 일반적 공고를 말한다; The Report of president's Working Group on Financial Markets, op.cit., 1999, 29 ~ 43면(재인용: 하상식, 위 논문, 8면)

57) Bill Summary & Status 111th Congress (2009 - 2010), H.R.4173, § 619 amends 12 U.S.C § 1841, § 13(f); Furthermore no bank that has a direct or indirect relationship with a hedge fund or private equity fund, "may enter into a transaction with the fund, or with any other hedge fund or private equity fund that is controlled by such fund" without disclosing the full extent of the relationship to the regulating entity, and assuring that there are no conflicts of interest.



「그림11」 헤지펀드의 유통 구조

우선 일반적인 헤지펀드라고 하면, 사기도 하고 팔기도 하면서 위험을 회피하는 펀드라는 의미로 “고위험=고수익” 원칙에 따라 선물·옵션 등 파생금융상품의 거래를 통해 자금을 투기적으로 운용하는 투자신탁을 말한다. 헤지펀드는 주로 투자신탁회사가 소수의 거액 투자자들(49명 이하)을 합자회사(Limited Partnership, LP)의 형태에 의해 투기적으로 운용된다는 점에서 안정적인 자산증식을 원하는 대다수 소액투자자들이 포트폴리오 수단으로 활용하는 뮤추얼펀드와는 다르다고 할 수 있다.

일반 헤지펀드	구별 기준	뮤추얼펀드
사모(49명 이하)	투자자 모집 방식	공모(50명 이상)
절대 수익률	펀드 평가 방식	종합주가지수 등을 기준으로 상대 수익평가
일부 레버리지 제한 외 대부분 자유로운 투자 보장	투자 대상 및 투자방식에 대한 규제	높은 레버리지 (부채는 총 자산의 300%를 초과할 수 없음)
투자 성과에 따라 보수 지급	펀드운용에 대한 보수	운용 규모에 따라 보수 지급
장세와 무관	투자 수익의 성격	장세에 의존

「표8」 일반 헤지펀드와 뮤추얼펀드의 비교

반면, 사모펀드는 49명이하의 소수의 투자자로부터 자금을 모아 주식, 채권 등에 운용하는 펀드이다. 그 중 벤처펀드(Venture Fund, 벤처캐피탈)는 공모펀드와는 달리 운용대상에 제한이 없는 만큼 모험적인 자산운용이 가능하다. 현행 자본시장법 제81조 1항에서 공모펀드는 펀드규모의 10%이상을 한 주식에 투자할 수 없고 주식이 채권 등 유가증권에도 한 종목에 10%이상 투자할 수 없다. 그러나 사모펀드는 이러한 제한이 없어 이익이 발생할 만한 어떠한 투자 대상에도 투자할 수 있다(동법 제249조 이하특칙). 다만, 주식투자의 경우에는 투자대상회사의 경영지배권을 사실상 방해하지 않는 수준에서 그 투자가 허용된다. 또한, 주식형 사모펀드(Buyout Fund or P&A Fund)는 투신사에 돈을 맡겨 특정기업의 주식을 집중적으로 사 들일 수 있는 상품인데, 이를 통해 원하는 기업의 경영권도 장악할 수 있다는 점이 그 특징으로 사실상 M&A펀드를 말한다.⁵⁸⁾

일반 헤지펀드와 기타 사모펀드들의 공통점은, 모두 사모형 펀드로서 자신을 보호할 수 있는 소수의 투자자(적격투자자), 기관투자자 혹은 개인 자산가를 대상으로 하여 사모 방

58) 금융위원회 용어사전(<http://www.fsc.go.kr>); P&A와 M&A는 형태만 다를 뿐, 동일한 목적을 갖고 있다.

식으로 자금을 모집하고 투자를 수행하는 구조를 가지고 있다. 뿐만 아니라 수익의 극대화를 위해 레버리지(차입) 투자를 한다는 공통점을 갖는다. 반면 양자의 차이점은, 투자 대상·방법이 다르다는 점이다. 사모펀드는 기본적으로는 기업의 인수 또는 성장자본의 공급을 통하여 기업 가치를 상승시킨 후 주식시장에 상장을 시키거나, M&A를 통하여 수익을 올리는 구조라고 한다면 헤지펀드는 가격변동이 있는 모든 자산(주식, 채권, 동산, 부동산, 외환통화, 원자재, 기타 파생상품 등)에 무제한적으로 투자(헤징)할 수 있지만 대부분 유동성이 높은 자산에 대체적으로 분산투자(포트폴리오)하는 것을 지향하고 있다. 헤지펀드만 해도 투자 대상과 전략에 따라 십 수가지로 나뉘지게 되는데 그 하나 하나가 모든 다른 전략을 구사하고 있는데, 이러한 점이 양자의 본질적인 차이점 중의 하나로 손꼽을 수 있다.

이중, 헤지펀드가 문제되는 점은 포트폴리오투자방식에 있는 것이 아니라, 포트폴리오를 구성하는 개별적인 “투자전략”에 있다는 점이다. 물론, 서브프라임 모기지 사태와 같이 시스템위험에 따른 경기침체가 확산되는 경우 분산투자상품 전체의 그 영향을 미치기도 하지만, 앞서서 언급한 바와 같이 일부 투기전략이 전체 포트폴리오 전체에 타격을 주기도 한다. 실제로, 2009년 11월 국내증시의 옵션쇼크 사태에서 문제되었던 와이즈에셋의 “스트랭글 매도(양매도, Strangle)전략”이다. 흔히 옵션⁵⁹⁾의 경우 기관투자자들이 만기일에 단기 매수차익을 올리기 위해 흔히 쓰이는 단골전략이기도 하다. 스트랭글 매도란, 만기일에 행사가격이 서로 다른 콜옵션과 풋옵션을 같은 포지션으로 매입하거나 매도하는 옵션 투자전략을 말한다. 스트랭글 매입은 행사가격이 서로 다른 콜옵션과 풋옵션을 매입하는 포지션을 취하는 것이며, 스트랭글 매도는 행사가격이 서로 다른 콜옵션과 풋옵션을 매도하는 포지션을 취하는 전략을 말한다.⁶⁰⁾ 스트랭글 매도는 기초자산이 콜옵션과 풋옵션의 행사가격 내에서 움직이면 옵션매수자가 지불한 프리미엄으로 수익을 얻는다. 하지만 행사가격이 코스피지수의 가격범위를 벗어나면 손실은 눈덩이처럼 불어난다. 아래와 같이 와이즈에셋의 순손실액은 약 888억원 달하는데, 문제가 되는 점은 장 마감 10

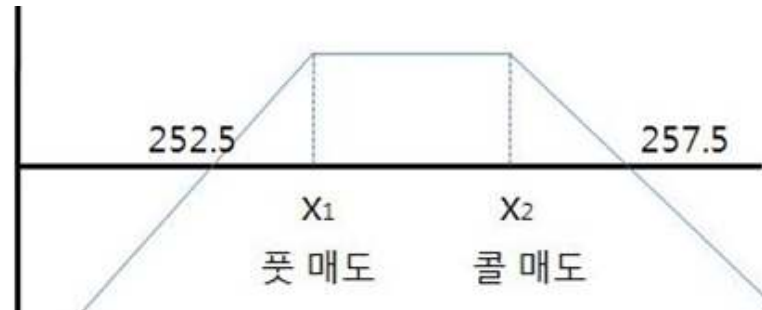
- 59) 옵션이란 특정 자산을 미래의 일정 시점에 사거나 팔 권리를 매매하는 계약이며, 크게 콜옵션과 풋옵션으로 다음과 같이 구분할 수 있다. 매수인이 시장가격의 변동에 따라서 옵션(프리미엄)을 행사할 수 있는 권리를 부여하고 매도인은 이에 대한 프리미엄을 받는다.

콜옵션 (살권리)	매수(Long)	살 권리를 삼
	매도(Short)	살 권리를 팔
풋옵션 (팔권리)	매수(Long)	팔 권리를 삼
	매도(Short)	팔 권리를 팔

즉, 콜옵션을 매도하는 사람이 있으면 반대쪽에서는 콜옵션을 매수하는 사람이 있기 때문에 이로써 콜옵션 거래가 성립된다. 반면, 풋옵션 역시 마찬가지로 풋옵션을 매도하는 사람이 있다면 반대쪽에서는 풋옵션을 매수하는 사람이 있다.

콜옵션 매수자	코스피 상승(옵션행사)	상승분-프리미엄 이익	Call	Put
	하락(옵션포기)	프리미엄만큼 손해		
콜옵션 매도자	상승(옵션가 적용)	프리미엄만큼 이익	Long (Buy)	Long하는 사람에게 상대역할
	하락(시장가 적용)	프리미엄-하락분 손해		
풋옵션 매수자	상승(옵션포기)	프리미엄만큼 손해	Short (Write, Issue, 매도)	Long하는 사람에게 상대역할
	하락(옵션행사)	하락분-프리미엄 이익		
풋옵션 매도자	상승(시장가 적용)	프리미엄-상승분 손해	Long (Buy)	Long하는 사람에게 상대역할
	하락(옵션가 적용)	프리미엄만큼 이익		

분을 남기고 약 18억원 상당의 프리미엄 단기차익금을 얻고자 무리한 투자를 감행하였다가 예상치 못한 사태가 벌어졌다.



「그림12」 2009년 11월 11일 옵션쇼크 당시 코스피지수에 따른 스트랭클 매도 전략의 손익분기점
(출처: 네이버 bulja200의 블로그)

와이즈셋의 자산운용의 경우, 코스피지수가 252.5 ~ 257.5사이에서 장이 마감된다면, 콜옵션과 풋옵션을 매도하였기 때문에 18억원의 프리미엄만큼의 이익을 갖게 된다. 반면, 그 범위 이하 또는 이상이 되면 그 만큼 무한 손해를 보게 될 위험이 있다.

옵션쇼크 당시 와이즈셋의 예상과는 다르게 도이치은행 런던법인에서 2조원대의 매수 차익거래⁶¹⁾ 청산매물이 쏟아져 나오면서 코스피지수가 수익구간을 벗어나게 되면서 코스피지수는 2.99%로 폭락해 손해를 보았다.⁶²⁾ 결국, 18억원을 벌려다 888억원의 손해를 본 셈이다. 이러한 것이 가능한 이유는, 현행 간접투자자산운용법상 투자제한은 펀드운용 자산의 5배까지 레버리지가 허용되기 때문에 전체 운용자산의 500%의 범위 내에서 레버리지의 제한을 받지 않고 차입투자를 할 수 있다. 이는, 즉 와이즈셋이 투자한 펀드자산 124억원의 5배인 620억원이 최대 위험부담금액이 되어야 한다. 그런데, 시장에서 계산되는 옵션만기일의 차입에 따른 위험 평가액은 “계약수×코스피지수×10만원”으로 산출되기 때문에 최대 위험평가액은 총 4조5000억원이 되어 실제로 약 73배까지도 손실을 입을 수도 있는데, 중개기관을 통한 거래의 경우 시장규칙에 따라서 중개기관이 손실액을 모두 결제한 뒤 구상청구를 해야 하기 때문에 사실상 위와 같은 손해를 입는 것이 가능하다.⁶³⁾ 또한 이와 같은 옵션거래가 헤지펀드가 아닌 뮤추얼펀드일 경우라면 투자금액의 300%만 위험부담함으로써 구상지급을 거절할 수 있다. 결국 현행 자본시장법은 124조원의 자산으로 4조5000억원의 배팅을 허용하고 있는 셈이다. 이는 현행법상 옵션거래의 안정성과 관련된 레버리지 규제에도 공백이 있음을 뜻한다. 그래서 예기치 못한 옵션쇼크 사태 이후 선택적 또는 의무적인 공시제도가 논의된 바 있다. 그러나, 위와 같은 단기차익거래의 경우, 옵션만기일에 장 마감 10분을 앞두고 시세가 형성되는 옵션시장에서, 공시의 효과는 사실상 없다고 할 것이다. 또, 도이치뱅크와 같은 외국계 기업들이 국내의 작전세력과 연계하여 옵션쇼크를 일으키려고 마음만 먹었다면 사실상 공시제도를 정면으로 무시할 것이다. 따라서 일부 투기적인 헤지펀드에 대한 개별적인 레버리지 규제는 시

61) 차익거래는 현물을 매수하고 선물을 매도하는 것을 말한다. 즉, 청산은 자신의 취한 현재 포지션을 정리하겠다는 뜻이므로, 매수차익거래 청산매물은 매수 차익거래의 개념과는 반대로 이해될 수 있다.

62) 현물을 매도 후, 선물을 매수하게 되었고 현물 공급분이 많아짐으로써 수요, 공급의 법칙에 따라서 주가가 폭락하게 된 것이다.

63) 박광엽, <와이즈셋의 ‘위험한 배팅’ 프리미엄 수입은 고작 18억 풋콜옵션 ‘양매도’가 화근>, 2009. 11. 16, 한국경제, 41면



장의 위험 평가액에 따라 차입 부담금이 실질적으로 정립되어야 할 것이다.

한편, 사모펀드의 문제는 그 목적과는 다르게 투기세력의 개입이 불가피하다는 점이다. IMF외환위기 이후 국내 부실금융기관을 인수했던 외국계 자본의 대부분이 사모펀드에 해당한다. 실례로, 제일은행을 인수한 뉴브리지캐피탈이나, 외환은행을 인수한 론스타, 한미은행을 인수한 칼라일 등이 국내 진출한 외국계 대형 사모펀드이다. 국내에서는 1999년 9월 처음으로 채권형 사모펀드가 허용되었고, 2000년 7월 정부정책 하 M&A의 효율성을 도모하기 위해 주식형 사모펀드가 허용되었다. 사모펀드는 일반적인 공모펀드에 비해 현행법상 레버리지 규제가 약한 만큼 비교적 자유로운 운용이 가능한 특징을 갖는다. 구체적으로는, 첫째 사모펀드는 법규에 따라 투자자가 100인 미만으로 한정되어 있고, 둘째 사모펀드에서는 집중투자에 따른 투자위험성을 고려하여 동일종목 투자한도를 신탁재산의 50%까지로 정하고 있다. 하지만 기업의 시가총액이 신탁재산의 50% 이하인 경우에는 그 기업의 주식을 100%까지 투자할 수 있도록 레버리지를 규제를 완화하고 있다. 셋째 현행 상법상 의결권 행사, 대량주식보고 의무 등은 공모펀드와 동일하게 적용되고 있지만, 동일종목 10% 레버리지 한도와 동일회사 발행주식 20% 레버리지 한도 등의 규정은 적용되지 않는다. 따라서 사모펀드의 경우 사실상 레버리지 제한이 거의 없다고 볼 수 있다. 그래서 사모펀드의 특성상 기업의 M&A시 효과적인 수단으로 활용될 수 있다. 이는 비공개로 모집된 거액의 투자자금을 활용하여 자산가치가 저평가된 기업을 인수하고 기업 가치를 높인 후에 주식을 되팔아 고수익을 노리는 전략을 취하려는 것이다.

이처럼 사모펀드의 레버리지를 규제가 무제한적인 것은, 외국계 펀드에 대한 “대항마”가 필요하다는 주장이 설득력을 얻어가던 시기였고, 또한 외국계 펀드 또는 자금이 우리 경제 회복에 순기능을 하였음을 인정하면서도 이제 국내 자금으로도 기업의 M&A 등을 원활히 할 수 있어야 한다는 목소리가 점점 더 커지던 시점이었기 때문이다. 이에 국내 자본이 효율적으로 M&A에 활용되기 위해서는 국내의 다양한 법률적 제약이 해소되어야 한다는 주장과 함께 효과적인 자금조달 방법으로서 외국계 P&A펀드의 전형적인 형태인 사모펀드가 도입될 수 있도록 제도정비가 이루어져야 한다는 인식이 확대된 것에서 비롯된다.⁶⁴⁾ 실제로 최근 국내에서도 우리금융지주회사의 민영화와 일부 투신증권사의 매각을 앞두고, 인수경쟁자로서 외국계 사모펀드와 경쟁할 수 있는 국내 대형사모펀드를 육성하겠다는 방침을 밝힌바 있다. 우리금융의 주식을 인수할 목적으로 약 3조원 규모의 대형 사모펀드를 조성하려는 움직임이 추진되고 있는데, 이에 예상되는 문제점도 만만치 않다. 우선 연기금 주식투자 제한과 산업계 자본의 금융기관 출자한도 등의 규제로 인해 거액자금을 출자할 투자자를 찾는 것이 여의치 않은 실정이다. 또한 대형 사모주식펀드의 설립 및 운영능력과 경험이 부족한 것도 사실이다. 그래서 부실기업을 인수한 후 과감한 구조조정을 통해 기업 가치를 높여야 하는데, 경험 있는 구조조정 전문경영자가 국내에는 부족한 현실이다. 그래서 P&A가 이루어 지지 않을 경우 국민 펀드를 조성하여 민영화 한다는 방침까지 내세우고 있는 실정이다. 하지만 너무 조급하게 활성화방안을 추진하기 보다는 장기적인 관점에서 법과 금융제도와 환경을 면밀히 분석하여 매각/인수 절차를 고려하고, 비록 현재 검토되고 있는 국민 펀드(한국형 헤지펀드: 300%→400% 레버리지 완화, 최소가입금액 1인당 5억원으로 제한)⁶⁵⁾에 의해 민영화가 된다고 할지라도 투기

64) 자본시장연구원, "사모투자전문회사 도입배경 및 경과", BFL 제10호, 3면

65) 우리투자증권 허준호 대리, <한국형 헤지펀드 등장>, 우리투자증권, 2011.10.12, 출처: http://blog.naver.com/PostView.nhn?blogId=woori_octo&logNo=80142480880&redirect=Dlog&widgetTypeCall=true



세력에 의해 소액 공모 투자자가 공격받지 않도록 재간접 투자에 대한 레버리지를 실질적으로 규제한다면 보다 경쟁력 있는 “토종펀드”가 탄생될 것으로 기대된다.

3) 검토

그들의 전략은 실물 경제에 중요한 어떠한 분석에도 기반을 두지 않고 있었으며 금융의 합법적 기능과는 아무런 관계가 없었다. 옵션시장의 만기일에는 단지 수요공급법칙을 가정한 정글의 법칙과 복잡한 금융전략만이 난무할 뿐임을 알 수 있다. 그래서 현행법상 내부 감독시스템을 재확인하는 기존 규제방안의 선에서만 그치게 된다면, 금융위기 때 금융 시스템의 안정적인 기능이 필요하기 때문에 피해 금융기관들을 구제해야 할 필요성은 인정되겠지만, 이런 종류의 탈법적인 범죄가 형사범죄든 아니든 투기시장에 뛰어들어 피해금융기관까지 구제해야할 문제는 아닐 것이다.

2008년 서브프라임 모기지 사태 이후 각종 PF상품들에 대한 규제는 일시적인 할인율인 하정책에만 그치고 있는 실정이다. 연방준비제도(Federal Reserve System)가 일시적인 자금부족 상태에 처한 시중은행들에게 공적자금을 투입하고 할인해 주는 방식으로 규제하고 있는데, 이는 우리의 저축은행사태의 모습과도 유사하다. 다만 이러한 전통적인 통화정책(Monetary Policy)은 간접적인 효과에만 그칠 뿐, 언제 발생할지 모르는 시스템붕괴에는 취약한 것으로 보아야 한다. 글로벌 경기침체 가능성, 국내 가계부채 부실 우려 등 시장 불확실성이 커지고 있기 때문에 은행들이 자본적정성 관리를 지속적으로 강화해야 한다는 지적도 나오고 있는 것도 이와 같은 문제점을 방증하고 있다. 또한 헤지펀드나 사모펀드의 사례에서도 살펴보았듯이 보조적인 레버리지 규제가 금융기관의 영업부문을 부정적으로 간섭하는 것만은 아니라고 볼 수 있기 때문에 금융기관의 등급에 따라서 개별적인 레버리지 규제를 강화할 필요성이 인정된다. 그래서 공시제도에만 그칠 것이 아니라, 현재 국제적인 차원에서 논의되고 있는 BCBS의 기존의 적성규제방식을 개선하거나, BASEL(II)의 자본적정성 요건과 같은 복잡한 요건이 필요하다는 주장들이 근거가 된다.⁶⁶⁾ 물론 레버리지는 수익성의 중추적인 역할을 담당하기 때문에 적절한 금융위원회의 정책적인 기준이 요구된다. 이에 금융당국은 2013년 이후 도입되는 BASEL(III) 자본규제에 대비해 향후 국내은행의 자본적정성이 양적, 질적으로 제고될 수 있도록 지도할 계획임을 밝힌바 있다.⁶⁷⁾

(2). 금융회사에 대한 금융행위(Transaction) 규제

2008년 서브프라임 모기지 사태 이후 투자은행업무 부문을 축소시키자는 여론이 지배적인데, 앞서서 언급한 “협회의 은행체제 회귀론”과 같은 급진적인 주장들이 힘을 얻고 있다. 미국의 경우 2010년 Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act⁶⁸⁾를 제정하여 제1금융권에서 자기자본의 3%이상을 투자할 수 없으며, 개별 펀드투자금은 출자총액의 3%를 1년 이상 초과할 수 없도록 하고, 대출고객업무와 무관한 자사의 이익을 위한 내부자거래를 금지하도록 개정하였다.⁶⁹⁾ 특히 헤지펀드나, 사모펀드 등

66) Steven L. Schwarz, op.cit., P.223-224(재인용: 하상석, 위 논문, 10면)

67) 김홍재, <은행 BIS 비율 좋아졌다>, 파이낸셜 뉴스, 2011.8.26

68) 111th United States Congress, Pub.L. 111-203, July 21, 2010



주력 금융상품업무에 대한 규제 및 투자 중개인업무를 제한함으로써 민간투자고문 등록법의 새롭게 입법하였다.⁷⁰⁾ 이는 즉, 미국 내 금융기관의 자기자본투자는 시장조성이나 위험 분산을 위한 포트폴리오 및 연방정부나 고객을 위한 거래의 경우에만 예외적으로 허용하는 등 자본제한과 공시를 강화함으로써 기타 비 금융활동에 대한 규제를 강화하고 있으며, 이러한 정책을 민간투자부문까지 규제함으로써 시스템 내부의 폭넓은 규제를 의도하려는 것으로 이해된다. 또한, 신용파생상품으로서 신용부도스왑(Credit Default Swap, CDS)⁷¹⁾, 선순위부채담보부증권(Collateralized Debt Obligation, CDO), 주식스왑(Equity Swap)⁷²⁾ 등을 원천적으로 봉쇄할 수 있다.⁷³⁾ 특히 부보금융회사가 스왑시장에 정기적으로 주식을 매수하거나 스왑시장을 지배하는 경우 예금자보호조치를 강구하는 한편⁷⁴⁾, 정부적인 수준에서는 예금자보호와 긴급지원 등의 각종 정부지원을 금지하도록 규정하여 부보금융회사가 스왑시장에 간접적으로 참여하는 것을 간접적으로 금지하고 있다⁷⁵⁾. 그 밖에도 Dodd-Frank Act는 금융회사의 규모를 규제하고 있다. 은행 및 금융지주회사에 대해 엄격하게 업무영역은 물론, 은행의 규모에 대해서도 제한을 가하고 있다. 특히 부보예금취급기관 및 지배회사, 제1, 2금융권의 지주회사, 연방 준비은행(FRB)의 감독을 받는 외국계 자본회사들의 대형화를 제한하기 위해 주식스왑 내지 컨소시엄의 결과 부채기준 시장점유율이 10%를 초과하는 경우에는 M&A뿐만 아니라 지배지분의 인수까지도 금지하고 있다. 또, 은행예금점유율이 10%를 초과하지 못하도록 제한하고 있다.⁷⁶⁾ 그러나, 국내의 자본시장은 규모면에서부터 미국의 자본시장과는 다르기 때문에 Dodd-Frank Act와 같은 미국식 규제는 불필요한 것으로 볼 수 있다.⁷⁷⁾ 이도 그럴 것이,

69) Title VI-Improvements to Regulation: Main articles: Bank and Savings Association Holding Company and Depository Institution Regulatory Improvements Act of 2010 and Bank Holding Company Act of 1956

70) Title IV-Regulation of Advisers to Hedge Funds and Others; Main article: Private Fund Investment Advisers Registration Act of 2010

71) 신용파생상품Credit Defaultt Def, CD)이란 신용파생상품의 가장 기본적인 형태로 채권이나 대출금 등 기초자산의 신용위험(credit risk)을 전가하고자 하는 보장매입자(protection buyer)가 일정보험료수료(premium)를 지급하는 대가로 기초자산의 채무불이행 등 신용사건(credit event) 발생 시 신용위험을 떠안은 보장매도자(protection seller)로부터 손실액 또는 일정금액을 보전 받기로 약건(는 거래를 말한다.(재인용: Wikidipia, <http://en.Wikidipia.org>)

72) 대상 회사의 주식의 주주 소유가 M&A의 일환으로 인수기업의 주식 교환하는 경우를 말한다. 주식을 교환하기 위해서는 양 회사의 주식은 정확, 공정한 교환비율에 따라서 가치가 측정되는 거래를 말한다(Commodity Exchange Act, 7 U.S.C. § 1a(47)(A)(v)). 주식스왑은 주식 인덱스로 실현되는 총 수익 (배당 혹은 시세차익)을 고정 혹은 변동 금리로 교환하는 계약이다. 예컨대, 양쪽의 동일한 원금에 적용하면서, 6개월간의 S&P 500의 총수익을 LIBOR로 교환될 수 있다. 주식스왑 펀드매니저들 고정 혹은 변동 투자로 부터의 수익을 주식 인덱스로 교환 혹은 그 반대로 사용할 수 있다.(재인용: Investopedia, <http://www.investopedia.com>)

73) Title VII, also called the Wall Street Transparency and Accountability Act of 2010, concerns regulation of over the counter swaps markets. Included in this section are the credit default swaps and credit derivative that were the subject of several bank failures circa. 2007. Financial instruments have the meanings given the terms in section 1a of the Commodity Exchange Act (7 U.S.C. § 1a)

74) Title IX-Investor Protections and Improvements to the Regulation of Securities; Main article: Investor Protection and Securities Reform Act of 2010

75) Title X-Bureau of Consumer Financial Protection; Main article: United States Consumer Financial Protection Bureau

76) Title II - Orderly Liquidation Authority; Main article: Orderly Liquidation Authority; When liquidating a financial company under this title (as opposed to FDIC or SIPD) there is a maximum limit of the Government's liquidation obligation, i.e., the Government's obligation can not exceed; (1)10% of the total consolidated assets, or; (2)90% of the fair value of the total consolidated assets.(Bill Summary & Status 111th Congress. *Ibid*)

77) 하상석, 위 논문, 17면과 같은 의견



흔히 CNN뉴스에서 보되는 미국 주식시장에서 말하는 -1% 변동에 따른 자본손실의 규모와 국내증시에서 말하는 규모차이는 약 20배에 달한다.⁷⁸⁾ 그래서 금융기관의 영업범위 내지 규모를 제한할 필요성이 상대적으로 적다는 것이다. 그러므로 현행 금융지주회사법상 설립요건 및 규제방안들 만으로 충분하다고 할 것이다.⁷⁹⁾ 물론, 서브프라임 모기지 사태의 주요 원인이 된 선순위부채담보증권 상품들은 IMF때부터 이미 있었다. 국내 업체가 회사채를 발행하게 되면, 회사채 발행한 회사가 채권 원리금을 지급하지 못하는 사태를 대비하고자 금융기관이 프리미엄(원금의 0.5% 내외)을 받고 보증을 해주는 방식으로 행하여 왔었다. 그래서 IMF 구제금융 당시 다수 금융기관이 부실화된 원인 중의 하나가 바로 이 프리미엄 보증료 때문이었고, 이 후 현재까지도 회사채는 거의 무보증으로 발행되고 있다. 국내에서는 이것에 대한 규제를 강제하지 않더라도 사실상 CDO를 더 이상 발행하지는 않는다. 주로 회사채 발행이 어려운 국내 기업들은 주로 3개월 만기의 기업어음(CP)을 발행하고 있는 실정이다. 한편으로는 “2008년 금융위기 사태의 진원지가 1997년 한국이다”는 외신언론들의 기사 또한 시스템위험의 발생 원인이 동일하다는 점을 두고 회화한 말일 것이다.

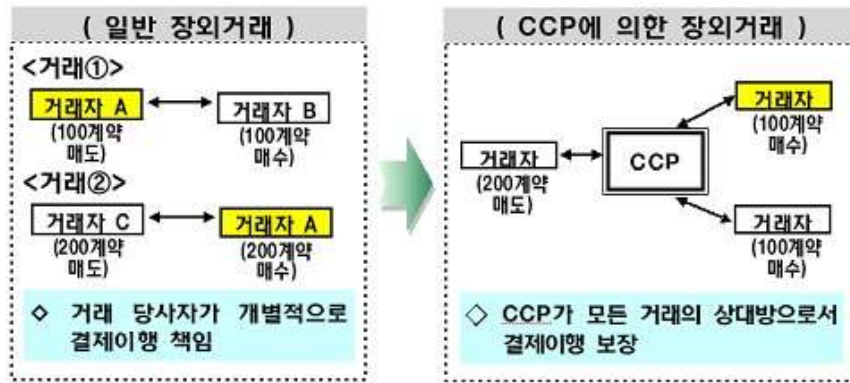
(3). 장외파생상품 규제

이미 앞서서 검토한 바, 파생상품은 다시 정형화된 시장에서 거래가 가능한지 여부에 따라 장내파생상품과 장외파생상품으로 구분되는데, 장내파생상품의 경우에는 정형화된 시장에서 청산기능(Clearing)에 따른 결제가 보장되지만 장외파생상품은 거래의 청산과 결제를 당사자의 사적자치에 따른 개인거래에 맡기기 때문에 결제가 보장되지 않고, 특히 서브프라임 모기지 사태를 통해 드러난 것과 같이 금융상품의 시장투명성이 상대적으로 낮기 때문에 시스템위험을 체계적으로 관리할 수 없는 단점이 있다. 그래서 2009년 9월 G20 피츠버그 정상회의에서 표준화된 파생상품은 중앙청산소(Central Counter Party, CCP) 설립을 통해 청산될 수 있도록 규정하고, 표준화되지 않은 장외파생상품 거래소나 전자플랫폼(Electronic Trading Platform)에서 일괄적으로 거래가 체결되도록 하되 거래의 내용은 거래정보저장소(Trade Repository)에 보고하도록 하여 파생상품거래에 대한 규제안을 마련하였다. 중앙청산소는 원래 거래소 장내시장에서 거래되는 상품에 대해 제공되는 중앙청산결제 서비스인데, 이를 장외파생상품까지 확대하여 중앙청산소가 장외파생상품 거래의 결제위험을 인수해 거래 상대방의 신용위험이 집중되도록 하고 더 나아가 회원자격의 제한, 포지션과 증거금 관리 등의 역할을 수행하도록 하는 시스템 또는 기관을 말한다. 즉, 장외에서 거래 당사자 간에 체결된 파생상품거래를 중앙청산기관이 넘겨받아 중앙청산소로서 청산결제서비스를 제공하는 역할을 한다.⁸⁰⁾

78) 2011년 1월 미국 NYSE Euronet(1,432 \$bn/1위), NADAQ OMX(888 \$bn/2위)인 반면, Korea Exchange(183 \$bn/8위) 이다.

79) (1)금융지주회사가 보유하는 각 자회사 주식총액이 자산의 50%이상(상장 30%)이상을 소유하여야 하나, 전체 자회사에 대한 출자총액이 금융지주회사의 자기자본을 초과할 수 없다; (2)금융지주회사는 금융기관을 자회사로 지배하며 비금융회사는 자회사로 지배할 수 없다. 자회사는 업무상 연관이 있는 금융기관(손자회사)을 지배할 수 있으나 손자회사는 다른 회사 지배가 금지된다.

80) Donald Lee, Tag Archives: central counterparty, FSC(금융위원회), 2011. 3. 10., 출처: <http://fsckorea.wordpress.com/tag/central-counterparty/>



「그림13」 중앙청산소(CCP) 제도 개요

(출처: 금융위원회 대표 블로그)

중앙청산소의 중요한 핵심기능은 "결제이행보장"과 "수인간의 결제금액 차감"함으로써 이를 통해 시스템위험을 감소시킬 수 있다.⁸¹⁾ 실제로, 독일 프랑크푸르트에 위치한 증권거래소 도이체 비르제와 이곳에 위치한 유렉스 클리어링(Eurex Clearing)은 유럽 10여개국 114개 회원을 대상으로 연간 약 300억건의 청산업무를 하는 유럽 최고의 청산기관으로서 중앙청산소의 좋은 모델로 손꼽히고 있다.⁸²⁾ 한편 이러한 G20에서의 논의와는 별개로 일부 해외의 거래소들은 이미 장외파생상품에 대한 청산·결제 서비스를 제공하고 있거나 추진 중에 있다. 미국 시카고상업거래소(CME)와 뉴욕상업거래소(NYMEX)⁸³⁾는 금리스왑이나 에너지 관련 장외파생상품의 청산·결제를 맡고 있고, 싱가포르거래소(SGX)도 원유나 해상운임협정(FFA) 등 28개 장외파생상품 거래를 지원하고 있으며, 일본은 2011년 3월에 관련 법안을 통과시켰다.

국내 파생상품시장(KRX)의 경우 서브프라임 모기지 사태에도 불구하고, 2008년 장외파생상품 거래량은 약 6,221조원(코스피 선물 거래량 약 27,665십만건)으로 장내파생상품 거래잔액의 약 70배에 육박하고 있고, 2010년 장년대비 20.9%증가세를 보이면서 2011년에도 세계 파생상품거래소의 전체 거래량의 약 69%를 차지함으로써 부동의 1위를 차지하고 있다. 이는 미국의 파생상품거래 규모(3위)의 약 2배이며 S&P지수(2, 4위의 약 13.9%) 절반에도 훨씬 못 미치는 수준이다.⁸⁴⁾ 그래서 국내 장외파생상품시장의 결제불이행시 발생할 수 있는 금융시장의 잠재적 위험은 매우 크다고 볼 수 있다.⁸⁵⁾ 특히 장외파생상품시장의 거래의 경우 선진증시에서 활용되고 있는 거래자동화기능이 전혀 도입되지 않아 결제불이행 및 거래 운용상의 위험이 상존하고 있어 시스템위험으로 이어질 가능성이 높다. 따라서 시스템 인프라를 업그레이드하여 장외파생상품 거래에 이르는 시스템위험을 효율적으로 관리하기 위한 개선방법으로서 중앙청산소도입이 논의되고 있는 것이다. 현재, 2012년 중앙청산소를 건립한다는 계획을 수립할 예정에 있고, 입법을 통해 「자본시장법」 제378조에서 중앙청산소제도를 2013년 시행할 것을 예고하고 있다.⁸⁶⁾

81) 금융위원회 대표 블로그, "장외파생상품규제와 중앙청산소(CCP, Central Counter Party)의 도입", 2010.

10. 20., 출처: <http://blog.daum.net/blogfsc/512>

82) 2009년 7월부터 신용스왑(CDS)에 대한 청산업무를 수행하고 있다.(이데일리 2009. 12. 14.)

83) 2008년 이후 현재는 NYMEX는 CME와 합병하여 CME그룹 내 자회사에 편입되어 있다.

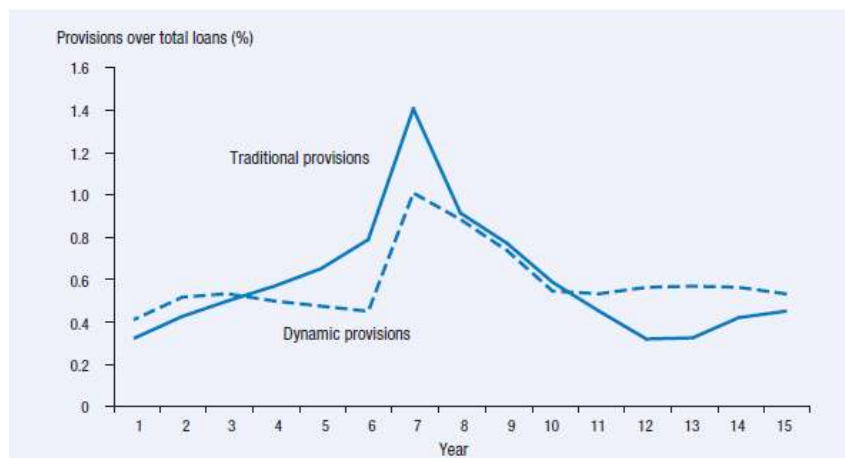
84) 금융위원회 대표 블로그, "자본시장 인프라 선진화 방향", 2011. 6. 30., 출처: <http://blog.daum.net/blogfsc/763>; 도표참조

85) 금융투자협회, "장외파생상품시장동향Report", 2009, 1면과 같은 견해

86) 자본시장과 금융투자업에 관한 법률[법률 제90408호, 2009.2.3, 일부개정]

(4). 대손충당금(Provisionig) 규제

경기순환적인 수준에서 시스템위험을 안정화하는 방법으로 논의되고 있는 것이 자동안정화장치(Built-in-Stabilizer)이다⁸⁷⁾. 대손충당금 규제란, 경기상승국면에서는 개별 금융기관의 시스템 위험에 대한 자본손실을 방지하기 위해 투자에서 발생한 잉여금을 강제적으로 적립하고, 경기하강국면에서는 BIS자본비율을 일정수준 유지함으로서 건전성을 유지하기 위한 완충장치로 사용될 수 있도록 하는 동태적인 규제방법을 말한다.⁸⁸⁾ 앞서서 언급하였던 레버리지 규제보다는 기회비용이 크다는 장점이 있다. 실제로, 스페인이 도입한 탄력적 대손충당금 제도(Dynamic Provisioning)를 들 수 있다.⁸⁹⁾



「그림14」 Traditional and dynamic provision across a simulated lending cycle (Source: The World Bank)

탄력적 충당금은 과거의 통계적 확률모형에 의한 잠재적 부실률을 토대로 경기 국면과는 무관한 잠재적 부실대출규모를 추산한 후 이 금액과 특별충당금의 차액으로 산출되기 때문에 경기호황기 및 침체기에 대한 감독당국의 자의적인 판단을 배제할 수 있다.⁹⁰⁾ 이러한 시스템관리는 금융기관을 등급별로 분류하여 차등적으로 규제함으로서 시스템위험 방

87) Claudio Borio, Changes and Constancy in the financial System: Implications for Financial Distress and Policy, 『Bis Working Paper No. 237』, 2007, P.27

88) 하상석, 위 논문, 13면 참조

89) Jesús Saurina, "Dynamic Provisioning", 『The world bank group financial and private sector development vice presidency』, The World Bank, 2009, Note Number 7, P.1~2; Banco de España, Spain's central bank and its banking supervisor, put dynamic-or statistical-provisions into place in July 2000, to cope with a sharp increase in credit risk on Spanish banks' balance sheets following a period of significant credit growth.³ Moral suasion had proved to be inadequate in inducing banks to become more conservative. Moreover, intense competition among banks had resulted in inadequate loan pricing—that is, risk premiums were too low. In addition, there had been a significant reduction in nonperforming loans in the second half of the 1990s, which meant that specific provisions were very low. Indeed, in 1999 Spain had the lowest ratio of loan loss provisions to total loans among OECD countries. It also had the highest correlation between the provisioning ratio and the GDP growth rate (−0.97) for the period 1991–1999. Thus loan loss provisions were very procyclical in Spain: they were very low during periods of expansion and very high during recessions, while credit risk and underpricing of risk spread during the boom period.

90) 금융감독원 인력개발실, 위의 책, 67면



지에 대한 간접적 인센티브를 강화하려는 것이다.⁹¹⁾ 결국, 이러한 방법들은 거시적인 차원에서 개별 금융회사에 대한 규제보다도 금융회사 상호간, 개별 금융회사와 금융 산업 및 금융시장 상호간, 개별금융회사와 거시경제 상호간, 금융과 실물 간, 국가 간에 발생하는 상호작용에 초점을 두고 시스템위험을 억제하려는 방법들 중 하나이다.⁹²⁾ 국내에서도 G20에서 논의되었던 거시건정성 감독강화 방안들을 2011년 말에 시행할 계획에 있고,⁹³⁾ 앞서서 언급하였던 건전성부담금에 대해서도 재원을 마련하기 위한 중·장기적인 단계방안들이 포함되어 있다.

(5). 은행세(Bank Levy)·토빈세(Tobin tax) 규제

국가가 개별 금융기관이 장래에 끼칠 수 있는 시스템위험을 환산, 이에 비례하여 은행세(비예금성 외화부채에 매기는 거시건전성부담금, Bank Levy)를 부과하는 것을 말한다. 은행세는 금융위기 처리과정에서 소요되는 자금을 금융권에게 사회적 비용으로 사전에 분담하게 함으로써 납세자의 부담을 경감하는 한편, 금융회사의 부채확대로 발생하는 피해를 금융회사 내부화하여 시스템위험 축소에 기여할 수 있다.⁹⁴⁾

반면, 토빈세(Tobin tax)는 국제투기자본의 무분별한 자본시장 왜곡을 막기 위해 단기 외환거래에 부과하는 세금을 말하는데, 국경을 넘는 금융거래에 부과되는 통화(외환)거래세(Currency Transaction Tax, CTT)를 말한다.⁹⁵⁾ 토빈세의 이점은 장기 국제투자에 부정적인 효과를 주지 않고 단기적인 투자를 억제할 수 있다는 점이다. 예컨대, 국경을 넘는 모든 금융거래에 거래액의 0.25%를 세금으로 매긴다고 가정해 보면, 과세액보다 적은 수익을 추구하는 데이 트레이딩(Day Trading)을 즉시 사라지게 할 수 효과뿐만 아니라 시장간 시세차익을 노리는 장기 외환거래도 차단할 수 있게 된다.⁹⁶⁾ 그래서 장기 자본투자나 상품·서비스 교역을 방해하지 않는 수준에서, 모든 외환거래에 세금을 부과해 보자는 것이다.⁹⁷⁾ 특히 글로벌 금융위기사태국면에서, 통화 시장의 개혁론의 입장은 토빈세는 거래비용을 높여 변동이 심한 금융시장을 안정화하고 나아가 국가의 통화정책에 대한 자율성을 향상시키는 효과가 있음을 암시한다. 그래서 최근 G20 회의에서도 토빈세 도입에 대한 논의는 있었으나, 새로운 금융상품의 개발이나 자회사 상계 등을 통한 조세회피의 가능성은 여전히 있으며 장기적으로는 세금을 피하기 위해 새로운 거래시장이 형성될 가능성도 존재한다.

91) 채희율, 위 논문, 30면

92) 손상호 외 1인, 『시스템위험과 거시건정성 감독 방안』, 금융 VIP시리즈, 한국금융연구원, 2010, 7면

93) 금융위원회, “금융회사의 외환건정성 제고 및 감독 강화 방안” 보도자료, 2009. 11. 19., 1면; ①외화유동성 비율 규제 정비, ②외화유동성 리스크 관리 기준 신설, ③외환파생상품리스크 관리 기준 신설, ④중장기재원조달 비율 강화, ⑤외화자산한도 규제 도입, ⑥합리적 환헷지 관행 유도

94) 박성욱, “금융회사부담금 도입 논의와 향후 과제”, 한국금융연구원, 주간금융 브리프 제20권 제2호, 2011, 10면 (재인용: 하상석, 위 논문, 14면)

95) Wigidipia(<http://en.wikipedia.org>)

96) 대니 로드릭, <세계의정 토빈세의 부활> 한겨레사설칼럼, 2009. 9. 25., 출처 <http://www.hani.co.kr/arti/opinion/column/378801.html>; 이에 대해서는 후술하겠지만, 데이 트레이딩은 주로 하루단위의 외환거래로 단기 차익금을 남기거나, 주식옵션 내지 선물거래의 만기일 직전 단시간에 전매차익을 남기는 거래를 말한다. 특히 스캘핑(불법적인 거래를 하는 데이 트레이딩)이 문제가 된다.

97) 금융감독청(FAS) 어테이 터너 청장이 토빈세 부활을 주장했다. 지나치게 비대해진 금융부문과 종종 역겨울 정도의 막대한 금융계 보수 수준을 우려하여 세계적 차원의 금융거래 과세가 이와 같은 문제들을 억제하는데 도움이 될 것이라고 밝힌바 있다.

국가	추진 내용
캐나다	1999년, 캐나다 의회에서 통화 거래세 도입을 정부에 요청
영국	2001년, 영국의회에서 정부가 토빈세의 가능성을 검토하도록 결의를 포함
프랑스	2001년, 프랑스국민회의에서 토빈세를 포함한 재정법 수정을 가결
벨기에	2004년, 벨기에 의회가 토빈세 법안 가결
독일	2005년, 독일·프랑스 연대세의 파일럿 프로젝트로서 항공권 연대세 도입 의향을 표명
브라질	2009년, 브라질 CCT도입
기타	한국 등 G20에서 도입 논의

「표9」 토빈세를 요구하는 세계 움직임

(인용: 姜哲勝의 논문)

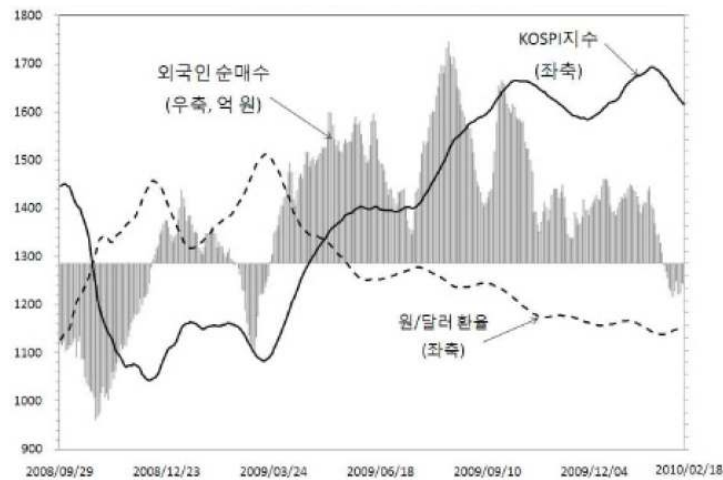
결국, 현실적 도입 가능성의 측면에서 위에서 평상시에는 외환거래에 대하여 거의 세금을 부과하지 않되 토빈세를 부과할 수 있는 시스템을 만들고 환율이 단기적으로 급변하는 비상시에 높은 세금의 부과를 통하여 이를 완화시키는 탄력세율 구조를 갖추어야 한다는 주장에 상대적으로 무게가 실리고 있다. 외환 위기나 금융위기를 맞이하였을 경우 토빈세 부과에 대한 국가 간 합의 도출이 용이 할 것이나 기본적인 메커니즘을 미리 구축하지 않으면 위기 시 단기간 내 합의 도출이 어려워 향후 국제적인 논의는 탄력적 토빈세를 중심으로 그 실현 가능성이 논의될 것으로 예상된다.

한편, 국내의 입장은 아직까지는 부정적이다. 특히 윤증현 기획재정부장관이 전면적으로 반대하고 나서는 이유는, “국제투기자본으로 인해 국제금융질서가 흐트러지는 것을 막고, 금융위기 촉발을 막기 위해서는 토빈세와 같은 직접적인 규제가 필요하다는 일부 국가들의 의견이 있었지만, 선순환보다는 부작용이 크다는 의견이 많다”며 국제 투기자금을 직접적으로 규제하는 토빈세 도입이 적절하지 않다는 시각에서이다.⁹⁸⁾ 실제로, 현재 토빈세를 유일하게 도입하고 있는 나라는 브라질이 유일하다. 기타 유럽국가에서도 아직 논의 단계에만 그치고 있는 것도 위와 같은 견해를 포함하고 있기 때문이다. 따라서 현재 고려되고 있는 수준은, 미리 언급하였던 거시건정성부담금을 조세의 형태로 걷는 ‘은행세’ 제도이다. 비록 조세의 형태로 강제함으로서 기회비용은 상대적으로 줄겠지만 토빈세에 비교하면 좀 더 유연하다고 볼 수 있고, 규제 범위에 있어서도 외화가 아닌 국내통화만을 규제하는 것이기 때문에 외교적인 마찰을 피할 수 있다는 장점이 있다. 또한 조세형태로 강제함으로서 시스템의 안정성이나 투명성은 상대적으로 더 높일 있다.

전 세계 파생상품 거래량 및 옵션지수는 한국이 1위를 차지하고 있다는 점을 고려한다면 토빈세를 적용할 필요성도 인정된다. 2010년 천안함 사건 당시인 5월 말 증시에서 하루 만에 23조가 빠질 정도로 자본유출이 심각한 상황에서도 “해외자본의 급격한 유출입에 따라 우리나라의 외환 및 금융시장이 필요 이상으로 변동성이 커지는 것을 막기 위해 시나리오별로 대응해 나갈 것”이라는 원론적인 언급만 남겼으나 구체적인 정책이 나오지 않고 있는 실정이다.⁹⁹⁾

98) 조태근, <조세연구원 “2단계 토빈세”, 한국만이라도 즉각 도입해야>, 민중의 소리, 2010. 6. 23, 출처: <http://www.vop.co.kr/A00000303224.html>

99) 姜哲勝, 韓國의토빈稅導入方案에관한研究, 春季學術大會 發表論文, 韓國金融育學會, 2011, 21-22면



(20일 평균)

「그림15」 외국인 순매수 증권·외환 시장의 변동 (출처: 한국은행)

하지만 외환시장이 안정된 평상시에는 낮은 세율을 적용하고 환율변동이 심할 때에는 투기적 외환거래를 효과적으로 억제할 수 있도록 높은 세율을 적용하는 일종의 서킷브레이크 성격을 가진 2단계 토빈세가 그 대안이 될 수 있다는 것이다.¹⁰⁰⁾ 토빈세 도입은 외화자금 유치에 있어 상대적 불이익을 당하지 않기 위해 국제공조가 필요한 측면이 있지만, 브라질이 2009년 외환거래세를 도입한 사례와 원화가 국제통화가 아니라는 점을 고려하자면 국내 원 달러 시장에 외환거래세를 도입하는 것이 불가능한 것은 아니다.

요컨대, 금융회사가 유리한 포지션을 이용해 이익을 얻는 것은 시장을 자본배분을 효율적 수단이 아니라 금융회사 내부자들이 다른 사람들을 부당하게 이용해 이익을 얻는 수단으로 만드는 시스템리스크를 증폭시키는 행위에 불가하다. 따라서 거시적 규제 운영적 측면에서 적절히 제동을 걸어줌으로서 국가정책적인 조정공간을 확보하는 한편 장기적 전망을 좇는 투자자들은 토빈세에 의해 크게 방해받지 않는다. 장기적으로는 자본시장을 올바른 방향으로 움직이도록 선도해 나갈 수 있다. 그래서 토빈세가 경제를 총체적으로 잘못 운영하는 정부를 응징하는 금융시장의 기능을 방해하지도 않는다는 것이다. 이에 더해 정부가 토빈세의 10%를 포상금으로 지급하는 수단을 병행한다면, 금융기관 내부직원들로 하여금 효율적인 자체감시를 강화할 수 있고 개별 금융기관들에게도 효과적인 인센티브가 될 것이다.¹⁰¹⁾

(6). 금융 거래시스템 규제

온라인 금융시장이 범세계적으로 활성화 되지 않은 까닭에 국제적인 차원에서 논의된 바는 없으나, 전 세계적으로 발생하고 있는 대형거래소간 합병 등에 대비하기 위해 대체거

100) 姜哲勝, 위 논문, 12면; Spahn은 1996년 토빈이 제안한 저율의 세금부과가 투기성자본의 이동을 억제하는데 효과적이지 않을 수 있음을 지적하고 대안으로 “2단계토빈세(Two-tier Tobin tax)”를 제안했다. 이는 외환시장이 안정된 평상시에는 낮은 세율을 적용하고 환율변동이 심한시기에는 투기적 외환거래를 효과적으로 억제할 수 있도록 높은 세율을 적용하는 것이다.

101) 워싱턴 경제정책연구센터 딘 베이커 소장의 의견, 원문은 위 한겨레 사설칼럼 참조

래시시스템(Alternative Transactions System, ATS)제도를 도입하여 유통시장에서 거래소와 경쟁구조를 도입하고, 또한 투자은행의 시스템 육성을 위한 인프라 구축을 위한 대안으로서 제시되고 있다. 특히, 이러한 시스템은 장외파생상품 중앙청산소를 통한 청산의 무화 등 G20 합의에 대응하기 위해 청산기구 규제의 재정비가 필요하다는 국내적인 차원의 논의에서 비롯된다.¹⁰²⁾ 한편 거래규모측면에서 세계적인 수준에 있는 국내 거래소를 선진국 거래소와 비교해보았을 때, 거래비용, 매매체결속도, 매매체결제도 등의 측면에서 경쟁력이 다소 미흡하다는 평가가 있다. 그래서 “자본시장 선진화 방안”으로서 중앙청산소와 더불어 새로운 결제시스템을 도입하려는 것이다. 대체거래시스템은 매매체결 등 정규 거래소의 유통기능을 대체하는 다양한 형태의 전자적 증권거래 시스템을 말한다. IT기술이 발달하면서 급속히 성장하고 있는 추세이다. 전 세계적으로 약 120개의 대체거래시스템이 운영 중이며, 미국에 80여개, 유럽에 20여개가 활동 중이다. 비록 오래되지 않았지만, 주식거래비중이 미국은 42%, EU는 30%나 된다. 이는 즉, 시스템 인프라를 새로이 구축하여 시스템 유동성을 보장하려는 것인데, 정책적인 측면에서는 시스템을 규제하려는 취지는 아니다.

그러나, 대체거래시스템의 도입의 이면에는 공정성의 규제적 요소가 또한 암묵적으로 전제되어야 한다. 현재 국내에도 운용중인 온라인 거래시스템으로는 한국거래소의 독자적인 단말기에 의존하고 있는데, 거래시스템으로 접근하는 길목에 있어 유동성을 저해하는 요소들이 잠재되어 있기 때문이다. 구체적으로, 국내 온라인 자본시장 내 거래시스템의 공정성의 문제가 있다는 점을 지적한다. 실제로, 국내 주식워런트증권(Equity Linked Warrant)의 경우 일부 금융회사들이 카르텔을 형성하여 온라인 투자자의 네트워크 접속을 스캘퍼(Scalper)¹⁰³⁾가 방해하여 기존의 주식워런트증권의 결제시스템의 속도를 제한함으로써 인위적인 정보의 불균형을 초래하고 있다. 그래서 결제시스템의 유동성 보장 이면에는 공정성이라는 전략이 우선되어야 한다는 것이다. 이를 단지 기술적인 문제 내지 유동성 문제만을 해결하려는 시각에는 다음과 같이 모호한 측면이 있다.

1) 불공정거래에 대한 법률행위의 해석 문제

구체적으로, 판례가 “주식워런트증권시장의 정보격차에 대해서 시세를 형성할 여지가 없다”고 판시한 바, 시스템위험에 대해서는, “증권사가 개인투자자에게도 시스템 유동성을 보장하고 있고 하드웨어(알고리즘 매매방식, Algorithm Trading)¹⁰⁴⁾의 시간적 오류로 인

102) 금융위원회 부위원장 신제윤, <자본시장 제도 개선 민관 합동위원회> 제 5차 회의에서 자본시장연구원에서 발표한 “자본시장 인프라 선진화 방안”, 2011. 6. 21.

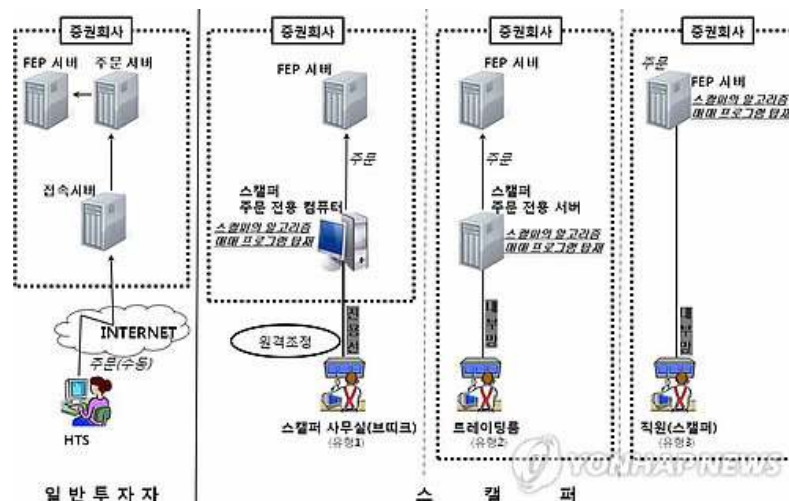
103) 박성희, <나는 스캘퍼...0.1초에 10만주 짜서 50만원>, 머니투데이 인터넷신문, 2011. 4. 1., 출처: <http://news.mt.co.kr/mtview.php?no=2011033114203075360&type>; 이른바 “슈퍼메뚜기”라고 불리우는 스캘퍼는 분·초 단위로 주가 흐름을 잡아 순간 차익을 남기는 투자자를 일컫는다. 데이 트레이더(day trader) 중에서도 초단기 주식 매매자다. 인디언들이 적의 시체에서 가장 얇은 피부층인 머리가죽을 벗겨내 전리품으로 챙겼다는 스캘핑(Scalping)에서 나온 말이다. 아주 적은 이윤, 즉 '박리'를 얻는다는 뜻이다. 검찰이 스캘퍼 수사에서 초점을 맞추고 있는 대목은 증권사가 위탁매매 점유율을 높이기 위해 '큰 손'인 스캘퍼에게 특혜를 제공했느냐이다. 또 스캘퍼는 시세를 조작해 부당 이익을 취했다는 혐의를 갖고 있다.

104) 알고리즘매매란 투자자가 설정한 목표가격·수량·시간 등의 매매조건에 따라 전산시스템에 의해 자동적으로 매매가 이뤄지는 거래를 말한다. 알고리즘매매를 통해 반복된 자동주문이 한 방향으로 몰릴 경우 시장이 빠른 속도로 붕괴할 수 있고, 불공정거래의 소지가 상당하다는 점이 문제시 되고 있지만, 인력의 중간관여가 없기 때문에 시장 변화에 대한 원직적인 대응과 비용의 절감이 가능하고, 기관투자자의 매수·매도 포지션 노출과 같은 정보유출 방지 기능을 수행하는 긍정적인 면도 있다. (네이버 지식사전)

한 잘못된 시세정보가 아닌 이상, 하드웨어의 지연시간으로 인한 직접적인 손해는 발생하지 않다”는 입장을 취하고 있다.

증권회사에 주가지수선물시세정보를 독점적으로 제공하는 회사의 시스템 장애로 오류 있는 선물시세정보가 제공되고 이로 인해 증권회사의 주식워런트증권(ELW) 유동성공급호가 비정상적으로 계산되어 ELW 매매계약이 체결됨으로써 손해가 발생한 사안에서, 위 시세정보제공회사의 손해배상책임을 인정하고, 그 손해액은 ‘잘못된 시세 정보 제공으로 인하여 체결된 각 지수 ELW 체결가격에 체결수량을 곱한 금액’과 ‘잘못된 시세정보 제공이 없었을 경우 각 지수 ELW 적정가격에 체결수량을 곱한 금액’과의 차액이고, 이때 ‘잘못된 시세정보제공이 없었을 경우 각 지수 ELW 적정 가격’은 ‘사고 직전 정상 유동성공급호가의 평균가’와 ‘사고 후 제출된 정상 유동성 공급호가의 평균가’의 평균으로 본 사례.(서울남부지법 2007.10.26. 선고 2006가합19857 판결)

물론, 현재 국제적으로는 온라인 자본시장의 인프라가 갖춰지지 않은 상태임을 감안 한다면, 이와 같은 문제는 극소한 문제 부분일지도 모른다. 그래서, 판례를 비롯하여 국내에서도 거래규모가 작기 때문에, 시스템위험에 대한 리스크가 없다는 점을 강조하면서, 실질적인 거래관계를 고려하지 않고, 단순히 합법적인 거래로만 취급되고 있는 것이다.

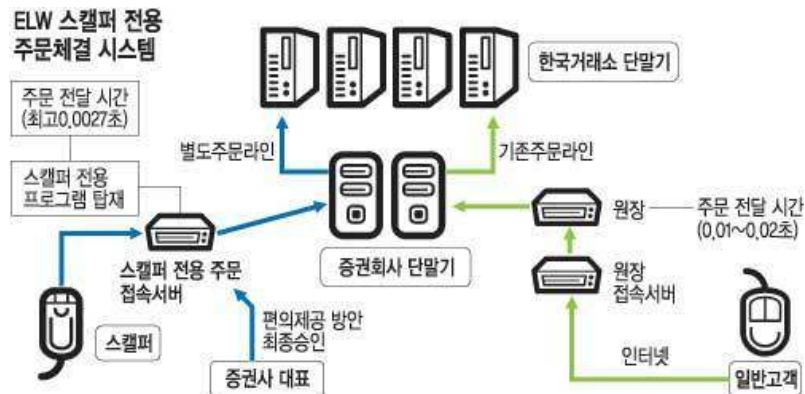


「그림16」 일반투자자와 스캘퍼의 ELW 주문 처리시스템 비교 (출처: 연합뉴스)

그런데, 판례는 “데이 트레이딩”과 “스캘핑”의 금융행위를 사실상 별하지 못하고 있다. 이는, 즉 “편법행위(Micro transaction)¹⁰⁵⁾”와 “불공정 거래행위(Unfair transaction)”로 인한 접속장애 발생의 원인이 위와 같은 불법행위임을 판단하지 않은 상태에서, 판례는 민법 제393조 1항의 통상손해에 대한 책임을 평균 시세를 기준으로, 원고의 손해가 그 시세를 초과할 경우 증권사의 과실에 따른 채무불이행 책임이 상당하다고 판단하여, 거래 시스템의 유동성문제로 인한 투자자의 손해범위를 판단하고 있는 것에 불과하다. 결

105) 글로벌 매크로 헤지펀드는 세계 각국의 거시경제 상황을 분석하여 수익기회가 발생하면 주식과 채권, 외환, 상품시장 등에 미치는 영향을 예측하여 수익을 올리는 헤지펀드를 말한다. 글로벌 매크로 헤지펀드의 특징은 가격변동성이 확대될수록 과감한 투자전략(leverage를 이용)을 통해 수익을 극대화시키는 전략을 취한다는 것이다. 매크로 펀드의 핵심은 국제 경제의 자본 이동에 베팅을 한다는 점이며, 1997년 외환위기 당시 한국 원화를 공격했던 ‘TigerFund’나 조지 소로스(George Soros)의 ‘QuantumFund’ 등이 여기에 속한다. (네이버 지식사전)

국 판례가, 증권사의 과실은 증권시장이 호가하는 시세에 따라 결정되는 주식시장의 시장논리인 “효율적 시장 가설”을 바탕으로 “시장에 대한 사기이론(Fraud on the Market Theory, FOTM)”을 적용하여, 유동성으로 인한 손해는 영미법상 “비대면적 거래에 따른 신뢰추정요건(Presumption of reliance)¹⁰⁶⁾”으로 판단하겠다는 취지에서는 스캘핑이 사기 거래가 아닌 것으로 이해될 수 있다.¹⁰⁷⁾



「그림17」 파생상품의 실제, ELW는 범죄이다. (출처: 네이버 ramirezim의 블로그)

일반투자고객과 스캘퍼의 거래 속도에 차등을 주고 있다. 특히 선물거래의 경우 투자만기일 장이 마감되기 전인 10분~3분 사이에 시세가 급격히 형성되는데, 스캘퍼는 일반투자자보다 접근성이 용이하다는 점을 노려 단시간 사이에 전매차익을 남긴다. 한 주당 약 20만원을 웃도는 다량의 주식을 불과 1~2분 사이에 거래함으로써 일반투자자에게 손해를 끼치게 된다. 보통 스캘퍼 1명이 거래하는 거래액은 약 1억~7억원 사이임을 감안하면, 그 피해의 규모는 상당하다.

물론, 스캘핑의 경우 결제시스템으로 접근하는 회선을 위와 같은 방법으로 조작하여 다른 트레이더들의 돈을 빼앗는 수단으로 악용하는 불공정거래자의 불법행위가 적발된다 해도, 데이 트레이딩의 기법들은 너무 복잡하기 때문에, 이것이 손해를 발생시켰다는 사실을 증명해 내기가 너무나도 어렵다. 그래서 민법상의 입증책임의 한계 때문에 현행법은 과태료나 벌금형으로만 규제하고 있는데, 이러한 벌금은 불법을 저지르는 스캘퍼들 사이에서는 투자비용 정도로밖에 여겨지지 않는다.

2) 판례의 시스템 규제이론 문제

(1) 시장에 대한 사기이론(Fraud on the Market Theory, FOTM)

106) SEC v. Falstaff Brewing Co., 629 F.2d 62, 77 (D.C. Cir 1980); 정보의 중요성(Materiality), 고의(Scienter), 거래능신의 인과관계(Relince or Transactaction causation), 손해인과관계(Loss causation), 손해배상(Damages). 단, 고의는 “적극적인 허위표시(Misrepresentation)를 원고가 인식하는 수준”을 요한다.

107) 자본시장조사본부 조사2국 조사3팀장 하은수, <“시장에 대한 사기이론과 사기가 만든 시장이론”>, 2010, 인용: <http://blog.naver.com/ottoha?Redirect=Log&logNo=10092811733>; FOTM은 공개시장에서 거래하는 자는 주식의 시장가격의 완전성을 신뢰하고 있다는 신뢰추정을 근간으로 한다. 그러므로 피고는 부실표시가 주가에 영향을 주지 못했다는 것과, 부실표시와 관계없이 원고가 거래하였을 것임을 입증함으로써 이런 추정을 깨드릴 수 있다. 이는 온라인 증권시장이 발달함에 따라 비 대면거래가 활성화된 상황에서 대면거래에서 형성된 신뢰요건을 어떻게 충족시킬 것인가를 고심한 끝에 시장에 대한 사기이론을 법원이 인정한 것이다.

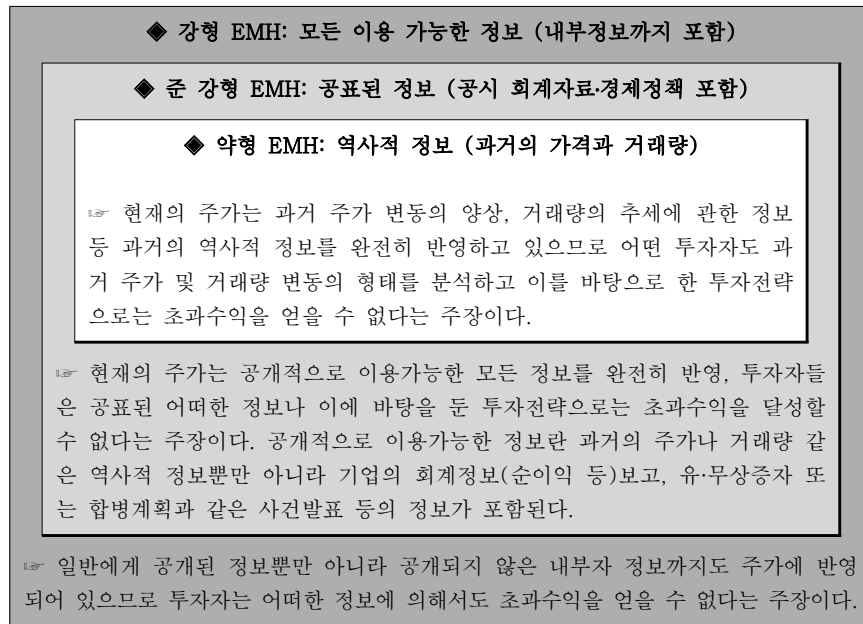
앞서서 언급한 바, 판례의 “효율적 시장 가설”은 포트폴리오의 건설적 모호성 (Constructive Ambiguity)에 바탕을 둔 “불공정한 정보격차”에 지나지 않는다고 할 것이다.¹⁰⁸⁾ 이는, 즉 “개별 금융기관이 자율적으로 규제할 것이라는 정책적인 믿음과 더불어 국가가 직접적으로 개입하지 않음으로서, 결과적으로는 자유 시장에 대한 유동성을 최대화 전략(포트폴리오의 최적화 과정, Optimal Portfolio Performance)하려는 국가적 배려(구제금융정책, Optimal Bail Out Policy)에 불가하다는 점을 알아야 한다.”¹⁰⁹⁾

우선 금융공학에서 효율적 시장 가설이라고 하면, 여러 가지 형태의 정보와 증권가격과의 관계를 다루는 증권의 가격행태에 관한 이론을 말하는데, 증권시장이 효율적이라면 현재의 시장가격이 모든 정보를 신속, 정확, 충분하게 반영하고 있어 어떠한 분석으로도 시장수익률 이상의 초과수익을 얻을 수 없다는 것이다.¹¹⁰⁾ 이에 더해, H.Makowitz는 포트폴리오 선택 이론인 “최적화 과정”을 통해, 효율적 시장 가설(EMH)을 정보의 범위에 따라 3-Factor Model로 검증하고, 다음과 같이 세 가지 주장으로 분류하였다.

108) Constructive ambiguity is a term generally credited to Henry Kissinger, said to be the foremost exponent of the negotiating tactic it designates. It refers to the deliberate use of ambiguous language on a sensitive issue in order to advance some political purpose. Constructive ambiguity is often disparaged as fudging. It might be employed in a negotiation, both to disguise an inability to resolve a contentious issue on which the parties remain far apart, and to do so in a manner that enables each to claim obtaining some concession on it. It warrants further hopes that the ensuing postponement of resolution on this particular point, in a way that causes neither side excessive discomfort, will enable them to make real progress on other matters. If this progress takes place, the unresolved question might be revisited at a later date, if not voided altogether by the passage of time. On the other hand, since ambiguity in agreements can generate subsequent controversy, the likelihood of its employment proving constructive in comparison to further attempts to negotiate the point in question in clear terms, is a question best left for historians. (Wikidipia: <http://en.wikipedia.org>)

109) Xavier Freixas, “Optimal Bail Out Policy, Conditionality and Constructive Ambiguity”, Economics Working Papers 400, Department of Economics and Business, Universitat Pompeu Fabra., 1999, P.1; The issue of the optimal behaviour of the Lender of Last Resort (LOLR) in its microeconomic role regarding individual financial institutions in distress. It has been argued that the LOLR should not intervene at the microeconomic level and let any defaulting institution face the market discipline, as it will be confronted with the consequences of the risks it has taken. By considering a simple cost benefit analysis we show that this position may lack a sufficient foundation. We establish that, instead, under reasonable assumptions, the optimal policy has to be conditional on the amount of uninsured debt issued by the defaulting bank. Yet in equilibrium, because the rescue policy is costly, the LOLR will not rescue all the banks that fulfill the uninsured debt requirement condition, but will follow a mixed strategy. This we interpret as the confirmation of the “creative ambiguity” principle, perfectly in line with the central bankers claim that it is efficient for them to have discretion in lending to individual institutions. Alternatively, in other cases, when the social cost of a bank's bankruptcy is too high, it is optimal for the LOLR to bail out the institution, and this gives support to the “too big to fail” policy.

110) 김철교, 위 강의를



「그림18」 효율적 시장가설의 3-Factor모델

(인용: 위 김철교교수님 강의안)

실제로, 이러한 주장은 미국 대법원의 회계부정사건 판결에도 영향을 미쳤다. 미국 대법원은 *Basic, Inc. v. Levinson* 사건에서 "효율적 시장 가설(EMH)"에 바탕을 둔 "시장에 대한 사기이론(FOTM)"을 받아들였다. 당시 시장에 대한 사기이론이 인정받게 된 배경에는, D.Fischel교수가 "강형 EMH의 모든 정보(예컨대, 투자설명서, 재무제표, 언론보도 및 법인공개자료 등)가 주가에 녹아 있고, 준 강형 EMH의 경우만 하더라도 주가에는 공개된 중요한 정보는 모두 반영되어 있으므로, 결국 이 이론의 정의상 부실표시로 인한 정보 역시 반영되어 있기 때문에 '신뢰요건=거래 인과관계'보는 것이 합리적이므로, 효율적인 시장에서 개인 투자자가 시장 가격을 신뢰하는 것은 매우 합리적인 추정"라고 보았다.¹¹¹⁾

"주가는 모든 정보를 반영하므로 투자자를 오도(Misrepresentation)하는 회계정보도 주가에 영향을 줄 것이다. 주가가 기업의 기본적 가치(Fundamental value)를 충실히 반영한다고 믿는 투자자들은 모두 회계부정의 피해를 입는 셈이다. 그 정보에 직접 의존하지 않은 투자자들도 피해자로 볼 수 있다."

(*Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, (Cir 1988))¹¹²⁾

이러한 신뢰의 추정을 인정 할 수 있었던 것은 "개방되고 개발된 증권시장(Open and

111) 하은수, 위 게재 논문

112) The fraud-on-the-market theory is the idea that stock prices are a function of all material information about the company and its business. It applies in open and developed securities markets, where it can be assumed that all material information is available to investors. The theory states that under these conditions, there is a causal link between any misstatement and any stock purchaser, because the misstatements defraud the entire market and thus affect the price of the stock. Therefore, a material misstatement's effect on an individual purchaser is no less significant than the effect on the entire market. The question before the court was whether this entitles an individual stock purchaser a presumption of reliance, even if the purchaser did not directly rely on the misstatements.

Developed Securities Market)”에서 공개정보의 특성을 고려한 취지였다. 그 판결 이후 증권사기 집단소송은 끊이지 않았다. 왜냐하면, 효율적 시장 가설에 따라 “폐쇄된 시장”임을 입증하기만 하면 “신뢰≠거래 인과관계”로, 원고는 효율적 시장에 대한 신뢰를 추정을 받지 않기 때문이다. 그래서 앞선 스캘핑의 사례에서, 증권워런트시장의 개방적인 특성에도 불구하고, 온라인 증권시장의 “비대면적 거래의 특성” 때문에, 온라인 증권시장과 같은 공개시장에서 소수 스캘퍼들 간에 이루어지는 수많은 거래에 영향을 미치는 스캘핑은 일반적으로 대면거래(Face-to-face transactions)에서 인정되는 증권사기의 법리가 불공정 거래행위로서 인정되지 않음을 알 수 있다.¹¹³⁾ 요컨대, 시장에 대한 사기이론은, 오늘날 포트폴리오 상품들이 공개시장에서 안전하다고 믿는 것처럼, 현재 미국에서 여전히 인정받고 있는 지배적인 이론이다.¹¹⁴⁾

(2) 사기가 만든 시장이론(Fraud Created the Market Theory, FCTM)

앞선 검토 외, 영미법상 신뢰의 요건을 추정 받는 시장에 대한 사기이론과 관련하여, “사기가 만든 시장이론(Fraud Created the Market Theory, FCTM)”이 있다. 이 이론의 핵심은, 증권법이 투자자로 하여금 시장의 완전성(Integrity)에 의존토록 하고 있으므로 투자자에게 매매하도록 제시되는 증권은 시장에 머물 수 있는 자격요건이 있는 것이라고 본다. 따라서, 원고는 “피고가 시장에 나올 수 없는 증권을 피고가 공모하여 시장에 나오도록 하였다”는 것을 입증하면 신뢰에 대한 추정을 받게 된다.¹¹⁵⁾

그러나, 이러한 논리는 *Malack v. BDO Seidman LLP* 사건에서 증권법의 제정배경 등을 들어 받아들여지지 않았다. 제3항소법원은 미국 의회가 제정한 증권법(The Securities Exchange Act of 1934)과 거래법이 투자자에 대한 손실보장이나 다양한 투자에 대한 직접적인 시스템 규제를 위한 것이 아님을 강조했다.

113) 김병연, “증권시장에 있어서 시장사기이론 관련 판례분석과 損害賠償責任에 있어서 因果關係의 문제”, <기업소송연구회 2005년 7월 발표회>, 2005, 2면 참조

114) Section 10(b) of the Exchange Act and Rule 10b-5 thereunder prohibit the making of such statements in connection with the purchase or sale of a security. Establishing violations of Sections 17(a)(1) and 10(b) and Rule 10b-5 (collectively “antifraud provisions”) requires a showing of scienter. The Supreme Court has defined scienter as a “mental state embracing intent to deceive, manipulate or defraud.” *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185, 193 n. 12 (1976). Reckless or willful disregard of the truth satisfies the scienter requirement. *IIT v. Cornfeld*, 916 F.2d 909, 923 (2d Cir. 1980). In the context of Sections 10(b) and 17(a), the term “material” refers to “those matters to which a reasonable investor would attach importance in determining whether to buy or sell the securities registered.” 17 C.F.R. § 240.12b-20; see also *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 231-32 (1988) (defining materiality as a substantial likelihood that a reasonable investor would consider the information important). Undisclosed payments to brokers are material facts that should be disclosed to investors due to an actual or potential conflict of interest. See *SEC v. Hasho*, 784 F. Supp. 1059, 1110 (S.D.N.Y. 1992) (“Misrepresenting or omitting to disclose a broker’s financial or economic incentive in connection with a stock recommendation constitutes a violation of the anti-fraud provisions.”); cf. *SEC v. Softpoint, Inc.*, 958 F. Supp. 846 (S.D.N.Y. 1997) (citing *SEC v. Scott*, 565 F. Supp. 1513, 1527 (S.D.N.Y. 1983) (stating that an apparent kickback agreement between an issuer and an underwriter is material because it “raises an inherent conflict of interest”), *aff’d sub nom. SEC v. Cayman Islands Reinsurance Corp.*, 734 F.2d 118 (2d Cir. 1984)). (재인용: Brannon’s Case, File No. 3-9597, U.S. Securities and Exchange Commission, 출처: <http://www.sec.gov/litigation/admin/3-9597.htm>)

115) 하은수, 위 게시 논문



“증권법은 공시를 통해 그동안 지켜왔던 매수자주 원칙(Caveat Empoter)을 완전공시를 통해 투자자들이 공시되는 내용을 알고서 투자하도록 하는 것이나, 이 이론은 투자자들이 스스로를 돌볼 필요가 없게 만든다고 보았다. 즉, 증권이 존재한다는 그 자체가 이 법의 증권사기 소송과 관련하여 합리적인 신뢰요건을 충족시켜 주면 투자자들이 증권을 매매할 때 맹목적으로 매매하면 되지 어떠한 공시도 살필 이유가 없게 만들며, 그렇게 되면 추후 부실표지나 생략과 관련하여 발생하는 손실에 대해 실제로 공시를 신뢰한 사람들이 보상받는 것과 아무런 차이가 없다”
(Malack v. BDO Seidman LLP, No. 09-4475, 2010 WL 3211088 (3d Cir. 2010))¹¹⁶⁾

사실, 이 사건에서 “시장이 만든 사기이론”이 받아들여 지지 않은 것은 1995년 증권소송법 (Private Securities Litigation Reform Act)을 제정하면서부터 불필요한 집단소송의 남발을 막고 화해를 유도하였기 때문인데,¹¹⁷⁾ 사실 자본시장법이 말하는 금융이라는 것은 경제에 자본을 배분하는 효율적인 수단을 제공하고 실물자산과 금융자산이 적정한 가격을 발견할 수 있도록 해주며, 안정적이고 믿을만한 결제시스템을 투자자에게 제공함으로써 금융혁신에 이러한 역할에 도움이 될 때 가치가 있다. 그러므로, 앞선 부실저축은행 사례에서 부실 PF상품들(기업 자산유동화 기업어음과 자산유동화증권)들 뿐만 아니라, 스캘핑과 같은 불공정 행위는 이와 같은 역할에 따라 행하여지는 모든 활동의 의미로 해석하여 본다면, 포트폴리오의 시스템위험 최적화 규제가 비판받는 건설적 모호성은 “사기가 만든 시장이론”을 통해 판례규제만으로도 비껴갈 수 있을 것이라고 기대된다.

3) 검토

오늘날 온라인 증권시장이 등장하면서부터, “카지노자본주”의 내지 “제로섬게임”과 같은 수식어가 붙게 된 것도, 파생상품시장에서는 돈을 잃는 사람이 있으면 반드시 돈을 버는 사람도 있는 그러한 지배구조를 갖고 있기 때문이다. 그래서 공정성이 시스템 내부에서부터 시스템 유동성을 의심케 한다면, 투자자의 불신이 증식될 것이고, 나아가 인터넷을 통한 글로벌 자본시장으로 흐르는 자본이 제한되는 결과를 초래하기 때문에 자본시장이 위축될 가능성이 있다는 것이다. 나아가 거시적인 시각에서는 국제화된 시스템 위험을 초래하는 원인이 될 수 있다. 일반적인 자본시장의 투자규모면에서나 거래량에 있어 기관투자자가 시세를 형성하고 있고, 실질적으로는 이들이 시장시스템을 만들어 나가고 있다. 반면, 주식워런트증권시장의 주된 수요자는 개인 투자자이다. 온라인 자본시장의 투자인구는 재미투자자가 상당수를 차지하고 있으며, 일정한 자본의 양을 시장에 공급함으로써 기관

116) the Third Circuit rejected the so-called ““fraud created the market”” theory of reliance in Section 10(b) securities fraud cases. This doctrine, first recognized by the Fifth Circuit in 1981 and since adopted by two other circuits, would presume reasonable reliance when a market for securities would not have otherwise existed absent the fraudulent scheme. Courts that recognize the doctrine would permit shareholders to rely upon the integrity of the market itself, as policed by the issuers, underwriters, auditors, lawyers, and regulators who participate in the issuance of new securities. Courts that reject the presumption, now recently joined by the Third Circuit, recognize the doctrine as a scheme of investors’ insurance that would all but eliminate the reliance requirement in Section 10(b) claims. The carefully reasoned Malack opinion provides new guidance in support of limiting the creation of presumptions that would expand the scope of Section 10(b) liability.

117) Michele D. Johnson and Colleen C. Smith of Latham & Watkins LLP, “‘Fraud Created the Market’ Theory of Reliance Loses Traction”, Securities Law Practice Center, PRACTISING LAW INSTITUTE(PLI), 2010, P.4

투자자 보다 시스템안정성에 기여하는 바가 크다. 그럼에도 불구하고, 투자기관과 결탁한 스캘퍼에게 하드웨어적인 방법으로 특혜를 주거나, 금융기관이 직접 스캘핑을 하는 경우 내지 스캘핑을 매개로 금융회사들의 카르텔을 두고, 개인투자들에게 판례의 견해나 국가적인 배려라고만 설명하기에는 설득력이 부족해 보인다. 결국, 스캘핑은 투자가 아닌 시세 조작(Affirmative Misrepresentation)라고 보아 할 것이다. 그래서 스캘퍼들에 대한 검찰 수사도 이와 같은 문제에 초점에 맞춰지고 있는 실정이다.¹¹⁸⁾ 이와 같은 맥락에서 판례가, 현행 자본시장법을 미국 판례법상 내부자거래 규제이론(Equal Access Theory)에 따라 포괄적(Catch-all) 규제로 해석한다면,¹¹⁹⁾ 적어도 시스템 내부의 내부자 특혜, 내지 카르텔에 의한 작전세력의 시세조정(옵션쇼크) 행위는 불공정 거래행위로서 증권사기(Deceptive Device or Contrivance)로 볼 수 있을 뿐만 아니라,¹²⁰⁾ 넓은 의미에서 스캘핑은 증권투자가 아니라 사기도박으로 보아야 할 것이다. 한편으로는, 스캘핑이 금융 혁신을 시스템을 조작하여 다른 트레이더들의 돈을 빼앗는 수단으로 악용되는 불공정 거래자의 “불법행위임”이 정책적으로 인정된다면, 민법 제760조의 공동불법행위 책임에 따라 스캘퍼 및 카르텔을 형성하고 있는 금융회사들에 대한 규제도 가능할 것으로 보인다. 특히 금융회사와 스캘퍼의 카르텔행위는 동조 2항의 입증책임 전환효과¹²¹⁾에 따라 불법행위의 상당인과관계를 법률상으로 추정함으로써, 투자자를 두텁게 보호할 수 있을 것으로 기대된다.

118) 정순환, <[핫 이슈 上] ELW 스캘핑, 불법 논란의 '핵심'은?>, 뉴스핌 인터넷 신문, 2011. 3. 29, 출처: <http://www.newspim.com/view.jsp?newsId=20110329000330>

119) SEC v. Dorozhko, 547 F.3d 42(2d Cir. 2009) The Securities Exchange Act of 1934 §10(b) as to Issues of Rule 10b-5; While the '33 Act contains an antifraud provision (Section 17), when the '34 Act was enacted, questions remained about the reach of that antifraud provision and whether a private right of action—that is, the right of an individual private citizen to sue an issuer of stock or related market actor, as opposed to government suits—existed for purchasers. As it developed, section 10(b) of the 1934 Act and corresponding SEC Rule 10b-5 have sweeping antifraud language. Section 10(b) of the Act (as amended) provides (in pertinent part): It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange (...); (b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities-based swap agreement (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act), any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors. Thus, Section 10(b) is codified at 15 U.S.C. § 78j(b). The breadth and utility of section 10(b) and Rule 10b-5 in the pursuit of securities litigation are significant. Rule 10b-5 has been employed to cover insider trading cases, but has also been used against companies for price fixing (artificially inflating or depressing stock prices through stock manipulation), bogus company sales to increase stock price, and even a company's failure to communicate relevant information to investors. Many plaintiffs in the securities litigation field plead violations of section 10(b) and Rule 10b-5 as a "catch-all" allegation, in addition to violations of the more specific antifraud provisions in the '34 Act.

120) 자본시장법 제178조(부정거래행위 등의 금지) 제1조 1호 “부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위”에 해당될 여지가 있다. 그러나 제172, 174조에 따라서 “타 법인이 발행한 CP, DR, 주식옵션 및 선물” 등이 그 대상이 되며, 반면 일반사채, 수익증권, 증권만을 기초자산으로 파생결합증권 금융투자상품, 즉 레버리지가 없는 상품들에 한해서는 규제대상에 속하지 않는다. 결국, 미국의 부정 유용론(Misappropriation theory)은 모든 내부의 신임관계나 특혜에 대한 폭넓은 신임관계로 인한 불공정 정보이용자를 규제(The 1943Act §10b-5)하고 있는데, 이는 현행 자본시장법 제174조 제2·3항의 범위까지 확대하여 규제할 수 있는 여지가 열려있다. (한양대학교 법학전문대학원 장근영 교수님 견해, <자본시장 활성화를 위한 정책토론회, 공정사회를 위한 부당주식거래 규제방안> 중 “자본시장법상 내부자거래규제와 개선방안”, 국회 정무위원회 국회 의원 정옥임, 2011.3.28.)

121) 대법원 2007다76306; 2003다2123



현재는 이에 대해서 금융위원회가 후발적 규제의 방안으로서 과태로만을 부과할 것을 약속하고 있는데, “외국 투자은행(IB)과 헤지펀드 활동이 활발해지면서 발생할 수 있는 신종 불공정거래 유인을 사전에 없애고자 상대적으로 느슨한 국내 규제를 선진국 수준으로 강화하는 것”이라는 입장이다.¹²²⁾ 물론, 절충적인 입장에서는 과태로 규제방안에 대해서도 어느 정도 동의할 수 있겠지만, 한편으로는 강력한 시스템 안정성을 확보하기 위해서 형사적 처벌의 필요성뿐만 아니라 금융회사들의 카르텔규제 및 새로운 결제시스템을 도입하는 등 나아가 새로운 논의의 필요성도 인정된다. 공정성의 측면에서는 증권워런트시장에 대체 결제시스템을 도입하여 매매체결제도를 개선한다면 단기간에 높은 거래 비용을 낮춤으로서 스캘퍼와 같은 불공정 거래자를 단속하는 효과가 있을 것이고, 국가 정책적인 측면에서는 유동성 수준에 비해 지나치게 큰 호가단위체계가 거래비용을 상승시킨 것을 감안하여 대체거래시스템(ATS)을 도입한다면 두 마리 토기를 동시에 잡을 수 있을 것이다. 그리고, 앞서서 언급한 바와 같이 외환거래시장에서 행해지는 스캘핑의 경우에는 예외적으로 토빈세를 적용함으로써 데이 트레이딩까지도 규제하는 효과를 고려해볼 수 있겠다.

IV. 결론

시스템위험에 관한 발생양상과 그 원인에는 여러 가지 요인이 있다. 하지만 오늘날 탈중개화 되어온 자본시장의 환경을 고려, 본 논문의 원칙적인 입장에 따라서 1차적인 리스크는 개별 금융기관에 의한 시스템위험임을 착안하자면, 시스템위험이란 “①특정 자본시장 내 개별 금융기관의 연쇄적인 은행실패를 발생시키고, ②이에 따라서 자본시장에서 급격한 가격변동의 현상이 나타나는 등 자본에 대한 비용을 증가시키거나 그 접근성을 감소시킴으로서, ③시장실패 내지 조직적 실패와 같은 경제위기를 초래하는 것을 의미하는 것으로 정의할 수 있다.” 이러한 정의에 따를 때, 특히 시스템위험의 원인은 ①에서 “은행실패”로 요약할 수 있다. 물론 이는, 금융 중개기관의 실패 내지 시장실패와 서로 상충하는 결과는 아니고, 부정적인 경제효과는 동일하다는 점에서 공통되는 현상으로 볼 수 있다. 단지 구별해야 될 차이점이라고 한다면, 피해규모의 측면에 있어서 발생양상에 따라서 시스템위험의 성격이 달라지기 때문에, 이를 유형별로 “포트폴리오로 통제할 수 있는 비체계적 위험”과 “헤징으로 통제할 수 있는 특이위험”으로 구분, 이에 상응하는 예방전략을 취해야함을 알 수 있다. 특히, 효율적 시장가설을 바탕으로 한 포트폴리오의 “최적화 규제”는 자본시장 내 정보의 불균형으로 인해 국내·외에서 논의되는 규제정책들이 “건설적 모호성”이라는 투자자로부터 비판을 받기 충분함을 알 수 있었고, 혁신적인 금융상품들을 바탕 한 헤징(또는 헤지펀드)은 무제한적인 레버리지로 인해 그림자 금융기관(투기 또는 작전세력)의 투자전략으로 유용된다는 점을 알 수 있었다. 따라서, 러한 시스템위험에 대비하기 위한 규제방식을 검토해 보면 국내적인 수준에서 분석하였던 사례들의 원인과 포괄적으로 논의되었던 규제방안들을 근거로 하여 금융 시스템위기에방을 위해서는 “레버리지 규제를 강화”할 것을 제시한다.

122) 연합뉴스, <스캘핑도 불공정거래 과징금 부과 대상>, 2011. 7. 26., 출처: http://app.yonhapnews.co.kr/YNA/Basic/article/new_search/YIBW_showSearchArticle.aspx?searchpart=article&searchtext=ELW&contents_id=AKR20110725180400008



그 근거로는 첫째, 시스템위험을 대비하기 위한 종래의 규제방식은 은행 중심의 규제방식을 그대로 사용하는 경우가 대부분이기 때문에 오늘날 금융의 탈중개화현상을 고려하여 종래의 규제방식으로부터 벗어날 필요가 있기 때문이다. 특히 직접금융을 담당하는 개별 금융회사에 의한 시스템 위험은 시장참여자들의 형태, 즉 투기여부에 따라서 발현될 수 있다는 점을 감안한다면 시장중심의 금융은 자유경쟁체제 속에서 레버리지에 의한 투자를 할 수 밖에 없다. 따라서 그 규제에 있어서도 레버리지의 양면성을 충분히 고려하여 직접적으로 규제하는 것이 시스템위험에 대한 규제비용을 최소화 시킬 수 있는 가장 효율적인 전략이 된다.

둘째, 혁신적인 금융상품들의 효율성은 자본시장의 수요에 따라서 과열경쟁을 낳을 우려가 있기 때문에 개별 금융기관의 영업적인 부실성까지 방지할 수 없기 때문이다. 특히 부산상호저축은행의 부실한 부동산 PF상품의 사례와 국내증시의 옵션쇼크사태의 원인이 되었던 파생상품의 스트랭글 매도전략 등, 헤지펀드 및 사모펀드가 연계된 각종 파생상품의 현행법상 레버리지에는 공백이 발견되었다. 이는 규제적인 관점에서는 효율성 밖의 문제로 대두되는 것들이다. 따라서 금융기관 내부의 자기자본의 건전성을 통해 안전성을 확보하는 것도 금융규제전략의 전제조건이 된다. 이에 대한 구체적인 사건으로는, 현행법상 개별 파생상품의 레버리지 규제(투자금 제한)규정을 실질 적으로 시장에서 산정되는 위험부담금을 계산하는 공식으로 명문화 시키는 방법이다.¹²³⁾

셋째, 정보 불균형 때문에 애초 불공정한 출발선상에서 금융 시스템이 운용된다면 이를 사전에 규제하여야 할 필요성이 인정되기 때문이다. 특히 증권워런트시장의 스캘핑은 자본시장법의 경제기능과는 무관하다. 국내를 중심한 온라인 자본시장의 수요와 거래량이 범세계적으로 증가하고 있는 추세임을 감안 하자면 시스템리스크를 잠식시킬 개연성이 점차 높아지고 있음을 인정할 수 있다. 외환거래의 경우에는 토빈세를 부과하는 방법도 고려해 볼 수는 있겠으나, 이는 자본시장을 위축시킬 위험이 있기 때문에 결국 레버리지를 강화함으로써 스캘핑을 막을 수 있을 것으로 생각된다. 따라서 공정성을 확보하는 것도 금융규제전략의 전제조건이 된다. 이에 대한 구체적인 사건으로는 옵션만기에 가까워질수록 레버리지 규제를 점점 강화하는 방법이다.

이처럼, 우리 금융시장이 가지는 특수성을 감안하여 국제적인 규제방안을 검토할 필요가 있다. 그러나 금융시장이 아직 성숙단계에 들어서지 못한 우리나라에서는 금융회사의 규모를 금융기관의 업무영역을 제한하는 미국식 규제방법을 채택하기에는 무리가 있겠지만, 옵션과 파생상품의 거래규모는 전 세계에서 가장 크다는 점을 감안하면 현재 금융당국이 고려하는 방안들과 같이, 장외파생상품을 결재의 신뢰성을 높이기 위한 중앙청산소를 설치하거나, 경기순환적인 차원에서 시스템위험 관리방안을 탄력적으로 검토해 볼 필요가 있다. 특히 탄력적 토빈세의 경우 우리경제가 안고 있는 자본유출입의 문제를 해결할 대안으로서 면밀한 검토가 요구된다. 물론 본 논문의 직접적인 정부규제 내지 법적규제는 자본시장을 위축할 수 있는 부작용을 낳을 수 있는 만큼 금융공학적인 측면들이 동인(動因) 된다면 좀 더 시장친화적인 자본시장법으로 거듭날 수 있을 것으로 기대된다.

123) 예컨대, 현행 파생상품법 상 옵션투자금의 제한규정 “5배”를 “계약수×코스피지수×10만원”과 같은 형식으로 명문화 시키는 방법이다.

【참고문헌】

1. 국내문헌

고동원, 『금융규제와 법』, 박영사, 2008

금융감독원, 『금융감독개론』, 금융감독원 인력개발실, 2010

손상호 외 1인, 『시스템리스크와 거시건전성 감독 방안』, 금융 VIP시리즈, 한국금융연구원, 2010

姜哲勝, “韓國의토빈稅導入方案에관한研究”, 春季學術大會 發表論文, 韓國金融育學會, 2011

자본시장연구원, “사모투자전문회사 도입배경 및 경과”, BFL 제10호, 3면

김병연, “증권시장에 있어서 시장사기이론 관련 판례분석과 損害賠償責任에 있어서 因果關係의 문제”, <기업소송연구회 2005년 7월 발표회>, 2005

김철교, <증권 연수원 FP 중 분산투자기법 I, 매일경제신문, 2000-2003> 강의자료, 출처: <http://www.christpoet.com/04/fp.html>

금융투자협회, “장외파생상품시장동향Report”, 2009

박연우, <한국 금융시스템 설계 방향> 발표자료, 자본시장연구원, 2009.9.29

신제윤, <자본시장 제도 개선 민관 합동위원회> 제 5차 회의에서 자본시장연구원에서 발표한 “자본시장 인프라 선진화 방안”, 2011. 6. 21.

장근영, <자본시장 활성화를 위한 정책토론회, 공정사회를 위한 부당주식거래 규제방안> 중 “자본시장법상 내부자거래규제와 개선방안”, 국회 정무위원회 국회의원 정옥임, 2011.3.28.

채희율, “시스템 리스크와 금융정책과제”, 금융연구Working paper, 한국금융연구원, 2010

하상석, “금융산업의 시스템위험방지를 위한 국제적 규제방안에 대한 검토”, 2010

하은수, <“시장에 대한 사기이론과 사기가 만든 시장이론”>, 2010, 인용: <http://blog.naver.com/ottoha?Redirect=Log&logNo=10092811733>

금융위원회 대표 블로그, “자본시장 인프라 선진화 방향”, 2011. 6. 30., 출처: <http://blog.daum.net/blogfsc/763>

금융위원회 대표 블로그, “장외파생상품규제와 중앙청산소(CCP, Central Counter Party)의 도입”, 2010. 10. 20., 출처: <http://blog.daum.net/blogfsc/512>

Donald Lee, “Tag Archives: central counterparty”, FSC(금융위원회), 2011. 3. 10., 출처: <http://fस्कorea.wordpress.com/tag/central-counterparty>

대법원 93도695; 2003다2123; 2007다76306

헌법재판소 전원재판부 1997. 3. 27. 94헌바24

대한민국국회, 제301회-저축은행비리의혹진상규명을위한국정조사특별조서록, 2011. 8. 3.의 국정조사자료, 출처: 부산저축은행 비상대책위원회 건문자료 직접인용

경제논이터, <저축은행사태 원인 MB식 인사가 부른 금융권력과 모럴해저드>, 2011. 5. 9., 출처: <http://ecoplay.tistory.com/273>

김홍재, <은행 BIS 비율 좋아졌다>, 파이낸셜 뉴스, 2011.8.26., 출처: http://www.fnnews.com/view?ra=Sent0401m_View&corp=fnnews&arcid=0922401160&cDateYear=2011&

cDateMonth=08&cDateDay=26

대니 로드릭, <[세계의창] 토빈세의 부활> 한겨레 사설칼럼, 2009. 9. 25., 출처:

<http://www.hani.co.kr/arti/opinion/column/378801.html>

박광엽, <와이즈넷의 '위험한 베팅' 프리미엄 수입은 고작 18억 푼·콜옵션 '양매도'가 화근>, 2009. 11. 16, 한국경제, 41면

박성희, <나는 스켈퍼...0.1초에 10만주 짜서 50만원>, 머니투데이 인터넷신문, 2011. 4. 1., 출처: <http://news.mt.co.kr/mtview.php?no=2011033114203075360&type>

연합뉴스, <스켈핑도 불공정거래 과징금 부과 대상>, 2011. 7. 26., 출처: <http://app.yonhapnews.co.kr/YNA/Basic>

오상용, <[마켓in]산업은행 대우건설 PF채무 묘수풀이>, 이데일리, 2011. 8. 31., 출처: <http://www.edaily.co.kr/newsNewsRead.edy?SCD=DA22&newsid=01098806596352896&DCD=A01202&OutLnkChk=Y>

조태근, <조세연구원 "2단계 토빈세", 한국만이라도 즉각 도입해야">, 민중의 소리, 2010. 6. 23, 출처: <http://www.vop.co.kr/A00000303224.html>

정순환, <[핫 이슈 상] ELW 스켈핑, 불법 논란의 '핵심'은?>, 뉴스핌 인터넷 신문, 2011. 3. 29, 출처: http://www.newspim.com/view.jsp?newsId=20110329000330article/new_search/YIBW_showSearchArticle.aspx?searchpart=article&searchtext=ELW&contents_id=AKR201107251804000008

허준호, <한국형 헤지펀드 등장>, 우리투자증권, 2011.10.12, 출처: http://blog.naver.com/PostView.nhn?blogId=woori_octo&logNo=80142480880&redirect=Dlog&widgetTypeCall=true

2. 외국문헌

Campbell R. Harvey, "The Financial Crisis of 2008: What needs to happen after TARP, Duke University

Claudio Borio, Changes and Constancy in the financial System: Implications for Financial Distress and Policy, Bis Working Paper, No. 237, 2007

Michele D. Johnson and Colleen C. Smith of Latham & Watkins LLP, "Fraud Created the Market' Theory of Reliance Loses Traction", Securities Law Practice Center, PRACTISING LAW INSTITUTE(PLI), 2010,

Jesús Saurina, "Dynamic Provisioning", 『The world bank group financial and private sector development vice presidency』, The World Bank, 2009, Note Number 7

Paul De Grauwe, "What the G20 should do on November 15th to fix the financial system", Barry Eichengreen and Richard Baldwin (eds), a VoxEU.org Publication, 2008

Xavier Freixas, "Optimal Bail Out Policy, Conditionality and Constructive Ambiguity", Economics Working Papers 400, Department of Economics and Business, Universitat Pompeu Fabra., 1999

"Summary and Implementation Schedule of the Dodd-Frank Act", The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, July 15, 2010, Retrieved July 25, 2010.



Fateful Stories in My mind
Since 2011 <http://blog.daum.net/hjung86/>

Bill Summary & Status 111th Congress (2009 - 2010), H.R.4173, § 619 amends 12 U.S.C § 1841, § 13(f); § 210(n)(6)

SEC v. Falstaff Brewing Co., 629 F.2d 62, 77 (D.C. Cir 1980)

Basic, Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988)

Whirlpool Fin. Corp. v. GN Holdings, Inc. 67 F.3d 605(7th Cir. 1995)

SEC v. Dorozhko, 547 F.3d 42(2d Cir. 2009)

Malack v. BDO Seidman LLP, No. 09-4475, 2010 WL 3211088 (3d Cir. 2010)

3. 기타

부산상호저축은행비상대책위원회 김옥주 위원장 인터뷰 내용, 2011. 8. 22., 직접인용: 가톨릭대학교 제2차 학부선진화 사업 멘토링 ACE367팀의 견문조사

금융위원회 용어사전(<http://www.fsc.go.kr>)

네이버 지식사전(<http://www.terms.naver.com>)

Investopedia(<http://www.investopedia.com>)

Wikidipia(<http://en.wikipedia.org>)

「표1」 헤지펀드 전략 (인용: 유시용, “헤지펀드 투자전략 연구(1)”, 파생상품연구 Hedge Fund strategy 분과, 한국증권연구원, 2008, 78면)

「표2」 금융 시스템 예방전략에 대한 요건과 효과 (직접작성)

「표3」 PF사업 형태에 따른 비교

「표4」 현행법상 금융시스템 규제제도(직접작성)

「표5」 지배구조의 안정성에 대한 학설, 자본시장연구원(출처: 박연우, <한국 금융 시스템 설계 방향> 발표자료, 자본시장연구원, 2009.9.29., 8면)

「표6」 2011년 6월말 국내 18개 주요은행 자기자본비율 본포 현황, 금융감독원(재인용: http://www.fnnews.com/view?ra=Sent0401m_View&corp=fnnews&arcid=0922401160&cDateYear=2011&cDateMonth=08&cDateDay=26)

「표7」 PF 대출 및 유동화 현황, 금융감독원(재인용: 금융위원회, 위 조사록, 42면)

「표8」 일반 헤지펀드와 뮤추얼펀드의 비교(직접작성)

「표9」 토빈세를 요구하는 세계 움직임(인용: 姜哲勝, 위 논문, 12면)

「사진1」 부산상호저축은행 비상대책위원회의 점거시위, 2011. 8. 22, 3층 후문입구(직접촬영)

「그림1」 포트폴리오의 최적화 규제(출처: 이영중 교수님의 회사법 강의안 PPT)

「그림2」 시장중심주의 시스템, 자본시장연구원(재인용: 박연우, <한국 금융시스템 설계 방향> 발표자료, 자본시장연구원, 2009.9.29)

「그림3」 Firewall, System risk and synergy(재인용: 박연우, 위 발표자료)

「그림4」 Partial integration of IB in a financial holding company as a subsidiary(재인용: 박연우, 위 발표자료)

「그림5」 금융상품의 경제적 실질에 따른 분류체, 계금융감독원(출처: <http://blog.daum.net/>)

blogfsc/512)

「그림6」 부동산 PF사업의 구조(재인용: 한국투자증권)

「그림7」 부동산 PF사업의 유동화 기업(ABCP) 구조(재인용: 한국투자증권)

「그림8」 부동산 PF사업의 자산유동화증권(ABS) 구조(재인용: 한국투자증권)

「그림9」 저축은행의 PF대출구조, 매일경제신문(재인용: <http://blog.naver.com/PostView.nhn?blogId=kireme93&logNo=60128926472>)

「그림10」 부산상호저축은행의 부동산 PF사업 구조(출처: 예금보험공사)

「그림11」 헤지펀드의 유통 구조(직접작성)

「그림12」 2009년 11월 11일 옵션쇼크 당시 코스피지수에 따른 스트랭글 매도전략의 손익 분기점(출처: <http://blog.naver.com/bulja200?Redirect=Log&logNo=30097246551>)

「그림13」 중앙청산소(CCP) 제도 개요, 금융위원회 보도자료, 2010. 2. 10., 금융위원회(출처: <http://blog.daum.net/blogfsc/512>)

「그림14」 Traditional and dynamic provision across a simulated lending cycle, The World Bank(출처: *Jesús Saurina. Ibid*)

「그림15」 외국인 순매수 증권·외환 시장의 변동, 한국은행(재인용: 姜哲勝, 위 논문, 20면)

「그림16」 일반투자자와 스캘퍼의 ELW 주문 처리시스템 비교(출처: http://app.yonhapnews.co.kr/YNA/Basic/article/new_search/YIBW_showSearchArticle.aspx?searchpart=article&searchtext=ELW&contents_id=AKR20110627190351008)

「그림17」 파생상품의 실체, ELW는 범죄이다.(출처: <http://blog.daum.net/ramirezzim/1246>)

「그림18」 효율적 시장가설의 3-Factor모델(인용: 김철교, 위 강의안)