



KCMI

Korea Capital
Market Institute

금융투자상품 불완전판매 규제 현황 및 시사점

정윤모 | 이효섭

정윤모 (Yoon Mo Chung)

연구위원 / 법학 박사

연구분야

- Securities Regulation
- Corporation Law
- M&A
- Corporate Governance

이효섭 (Hyo Seob Lee)

연구위원 / 재무학 박사

연구분야

- Asset Pricing
- Derivatives
- Portfolio Theory
- Risk Management

금융투자상품 불완전판매 규제 현황 및 시사점

2015. 3

연구 위원 정 윤 모
연구 위원 이 효 섭

序 言

저금리·저성장이 지속됨에 따라, 예금보다 높은 수익을 기대하는 금융투자상품에 대한 수요가 증가하고 있다. ELS·DLS 등의 금융투자상품이 인기를 끌고 있는 것이 대표적인 예이다. 문제는 고위험·고수익을 추구할수록 상품구조가 복잡해지고 투자자와 판매자 사이에 정보비대칭이 커져 불완전판매의 개연성이 커질 수 있다는데 있다. 일반투자자가 금융투자상품의 위험을 제대로 인식하지 못하고 투자하거나, 위험 성향이 낮은 일반투자자에게 고위험 상품을 권유하는 사례가 꾸준히 발생하는 것으로 알려져 있다. 특히, 일부 금융투자상품의 경우 판매자 역시 상품의 위험 요인을 정확히 판단하기 어려운 상황이다.

본 연구에서는, 금융투자산업의 건전한 투자 환경 조성 및 투자자 신뢰 회복을 목적으로, 금융투자상품의 불완전판매 규제 현황을 분석하고 규제 체계의 개선을 논의하였다. 먼저, 한국, 미국, 일본, 영국 등 주요 선진국의 투자권유 규제 현황 및 국내외 불완전판매 사례 분석을 통해 국내 불완전판매 규제 체계의 개선방향을 제시하고자 하였다. 설명의무의 구체화를 통해 투자자와 판매자 사이의 정보비대칭을 최소화하고, 주요 투자권유 규제 위반 시 처벌을 강화하는 방향의 규제 체계 개선을 제시하였다. 더불어 투자권유 규제에 사후관리 추가, 적합성 보고서 및 적정성 보고서 제공, 금융투자상품에 대한 위험 비교 공시 확대, 적정성 원칙에 적용되는 금융투자상품의 범위 확대 등을 제시하여 투자자 보호의 실질을 강화하고 규제 사각지대를 최소화할 수 있는 방안을 제시하였다.

본 보고서를 작성한 본 연구원의 정윤모 연구위원, 이효섭 연구위원에게 감사의 뜻을 표한다. 또한, 훌륭한 조언을 아끼지 않으신 본 연구원의 남길남 연구위원, 백인석 연구위원께도 고마운 말씀을 드린다. 아울러,

본 보고서의 기초자료 조사를 도와준 이승진 연구원, 김지태 연구원과
원고 교정과 편집을 담당한 주혜림 연구조원, 김지영 연구조원의 수고에
도 감사드린다. 마지막으로 본 보고서의 내용은 연구진 개인의 의견이며,
본 연구원의 공식의견이 아님을 밝혀둔다.

2015년 3월

자본시장연구원

원장 신인석

목 차

Executive Summary	vii
Abstract	ix
I. 연구 목적	3
II. 국내·외 금융투자상품 투자권유 규제 현황	9
1. 한국 투자권유 규제 현황	9
2. 미국 투자권유 규제 현황	16
3. 일본 투자권유 규제 현황	30
4. 영국 투자권유 규제 현황	37
5. 소결	48
III. 국내·외 불완전판매 사례 분석	53
1. 한국 불완전판매 사례 분석	53
2. 외국 불완전판매 사례 분석	62
3. 불완전판매 사례 특징 분석	67
IV. 투자권유 규제의 문제점 및 개선 방안	73
1. 투자권유 규제의 문제점	73
2. 투자권유 규제의 개선 방안	75
참고문헌	87

표 목 차

<표 III-1> KIKO 상품으로 인한 피해 현황	53
<표 IV-1> 설명의무의 구체화 예시	76
<표 IV-2> 금융투자상품에 대한 주요 사항 등을 고지 받았다는 사실에 관한 서명 예시	80

그 립 목 차

<그림 II-1> 자본시장법상 금융투자상품의 분류 체계	11
<그림 III-1> ELS·DLS 월별 발행금액 추이	56
<그림 IV-1> EDG의 구조화상품 위험등급 산정 예시	82
<그림 IV-2> 금융투자협회의 ELS·DLS 비교 공시 사이트	83

약 어 표

CDS	Credit Default Swap
CFTC	Commodity Futures Trading Commission
CLN	Credit Linked Note
COBS	Conduct of Business Sourcement
CP	Commercial Paper
DLB	Derivative Linked Bonds
DLS	Derivative Linked Securities
EDG	European Derivatives Group
ELB	Equity Linked Bonds
ELS	Equity Linked Securities
ELW	Equity Linked Warrant
ETF	Exchange Traded Fund
FCA	Financial Conduct Authority
FINRA	Financial Industry Regulatory Authority
FSA	Financial Services Authority
FSMA	Financial Services and Markets Act
IFA	Independent Financial Advisor
IOSCO	International Organization for Governmental Securities Commission
KIKO	Knock In Knock Out
KFD	Key Features Document
KFI	Key Features Illustration

MIFID	Markets In Financial Instruments Directive
NASD	National Association of Securities Dealers
NYSE	New York Stock Exchange
PRA	Prudential Regulation Authority
RDR	Retail Distribution Review
RIA	Registered Investment Advisor
RP	Repurchase Agreement
SEC	Securities and Exchange Commission
SRO	Self Regulatory Organizations
VAR	Value At Risk

《 Executive Summary 》

저금리·저성장 기조가 계속됨에 따라 예금 금리보다 높은 기대 수익을 제공하는 중위험·중수익 상품에 대한 관심이 증가하고 있다. 고령화 시대를 맞이하여 예금 이자만으로는 은퇴 후 안정적인 생활을 기대하기 어렵기 때문에 구조화상품에 대한 수요는 더욱 증가할 것으로 예상된다. 또한, 일부 고수익 채권형 상품 및 파생상품을 기반으로 한 구조화상품에 대한 관심도 역시 증가할 것으로 예견된다.

이처럼 투자위험성이 존재하는 신종 금융투자상품에 대한 공급이 확대되면서 금융투자업자의 불완전판매로 인하여 투자자들이 피해를 입게 될 가능성이 높아졌다. 이로 인하여 불완전판매가 발생할 경우에는 투자자들이 대규모 손실을 입게 될 뿐만 아니라 나아가 금융투자산업의 신뢰가 무너질 수 있다는 문제가 있다. 따라서 투자자의 불신을 유발하는 불완전판매 등의 행태를 최소화하려는 노력이 절실히 요구된다.

이에, 본 연구에서는 먼저 국내외 금융투자상품의 투자권유 규제 현황을 살펴보고, 각국의 투자권유 규제에 대한 비교 분석을 통해 합리적인 불완전판매 규제체계의 방향을 검토하였다. 한국, 미국, 영국, 일본 등은 설명의무, 적합성 원칙, 적정성 원칙 등 주요 투자권유 규제를 마련하고 있다는 점에서 유사하지만, 그 적용 범위와 수준에 있어서는 차이점이 존재한다. 영국은 FCA 규정을 중심으로 구체적이고 상세한 투자권유 규제시스템을 갖추고 있으며, 미국은 자율규제기관인 FINRA의 자율규정과 SEC의 적극적인 이론개발 및 법원의 판례축적을 통하여 엄중한 규제시스템을 운영하고 있다. 한편, 일본과 한국은 금융투자상품거래법, 금융상품판매법 및 자본시장법 등 법률 단계에서 직접 투자권유에 대해 규제하고 있다.

다음으로, 국내외 금융투자상품 불완전판매 사례 분석을 수행하였다. 한국의 경우 KIKO 불완전판매 사례, ELS 불완전판매 사례, 수익증권 불완전판매 사례, 동양그룹 계열사 채권 불완전판매 사례 등을 판례를 중심으로 하여 분석하였다. 외국의 경우, 영국, 미국, 홍콩, 싱가포르 등에서 구조화상품 및 고수익채권의 불완전판매 사례를 분석하였다. 그리고 한국에서 발생하였던 불완전판매 사례들에 내포되어 있는 공통적인 특징들을 분석하였다.

마지막으로 국내외 금융투자상품의 투자권유 규제에 대한 비교검토 및 불완전판매 사례에 대한 분석을 기초로 국내 투자권유 규제의 문제점을 지적하고 그 개선 방안을 도출하였다. 한국의 투자권유 규제는 규정내용의 추상성으로 인해 위반행위에 대한 규제의 실효성이 낮을 뿐 아니라, 투자권유 규제 위반 시 제재수위가 낮아 불완전판매가 지속된다는 문제점을 가지고 있다. 이에, 주요 개선 방안으로는 설명의무 구체화, 손해배상액 추정규정의 확대 도입, 투자권유 규제에 사후관리 추가, 적합성 보고서 및 적정성 보고서 제공, 금융투자상품에 대한 위험 비교 공시 확대, 적정성 원칙에 적용되는 금융투자상품의 범위 확대 등을 제시하였다.

« Abstract »

Korea's Regulation on Mis-selling of Financial Investment Products: Current State and Improvements

Mid-risk, mid-return products that provide higher expected returns compared to deposit rates are getting renewed attention as the low-rate, low-growth trend continues. Because retirees cannot expect to have stable incomes from deposit interest alone in the aging era, the demand for structured products is forecast to rise further. In addition, some structured products on high-yield bonds and derivatives will attract greater interest.

The increased supply of innovative products that could incur investment risk is problematic because it raises the chances where investors suffer damages from mis-selling practices of financial investment business firms. Any case of mis-selling has a danger of inflicting massive damages on investors, and undermining the confidence of the financial investment industry. Hence, efforts are necessary to minimize mis-selling practices that could cause investor distrust.

Under these circumstances, this study explores the current state of regulations in Korea and abroad for recommending financial investment products, conducts a comparative analysis on regulations varying among countries, and then examines a direction toward reasonable mis-selling regulation. While countries

such as Korea, the US, the UK, and Japan have placed investment recommendation regulations (e.g., the duty to explain, the suitability rule, the adequacy rule, etc.), these regulations are different in their level and range of application. For example, the UK has concrete, detailed investment recommendation rules by the Financial Conduct Authority, while the US operates a stringent regulatory framework based on the self-regulatory body FINRA, legal theories are developed by the SEC and precedents are made by the court. On the other hand, Japan and Korea have laws governing recommendation, e.g., the Financial Instruments and Exchange Act, the Law on Sales of Financial Products, and the Financial Investment Services and Capital Markets Act.

Furthermore, this study analyzes several mis-selling cases both in Korea and abroad. The Korean cases include scandals related to the distribution of KIKO, ELS, beneficiary securities, subordinated bonds of Tongyang Group affiliates, etc. Also analyzed are overseas cases associated with structured products and high-yield bonds in the UK, the US, Hong Kong, Singapore, etc. Through the analysis, we attempt to draw out and examine common denominators in Korean mis-selling cases.

Based on the comparative analysis on the investment recommendation regulation and case studies on mis-selling, we point out some inherent problems in Korea's relevant regulation and then present recommendations for improvements. The problems include vague substance, ineffectiveness in preventing

violations, and mild punishment for violators. We recommend countermeasures, e.g., giving concrete shape to the duty to explain; expanding the use of the provision presuming the amount of damages; adding after-sales activities in the investment recommendation regulation; providing suitability and adequacy reports to customers; strengthening comparative disclosure requirements on the risk of financial investment products; and expanding the range of financial investment products subject to the adequacy rule.

1. 연구 목적

I. 연구 목적

자본시장법이 제정된 2007년 8월 이후에도, 금융투자상품의 불완전판매로 인한 투자자의 피해사례가 속출하면서 투자자를 보호하고 자본시장의 공정성을 확보하기 위한 투자권유 규제의 중요성이 부각되고 있다. 고객에게 금융투자상품과 그 투자위험에 대해 불충분하거나 또는 과장되게 설명하거나, 고객의 투자목적이나 투자경험·재무상황 등을 제대로 파악하지 않고 부적합한 투자를 권유하는 불완전판매 사례가 빈발하면서, 이에 대한 해결책 마련이 요구되고 있는 것이다.

2008년 글로벌 금융위기 당시 불거진 통화옵션상품인 KIKO(Knock-In Knock-Out) 사건에서는, 예상환율의 급격한 변동으로 인하여 수많은 중소기업들이 대규모 손실을 입게 되었고, 그로 인해 이 사건은 금융투자상품의 투자위험성에 관한 사회적 주목을 이끌어내는 계기가 되었다. 파생형 펀드상품인 우리파워인컴펀드 불완전판매 사건의 경우, 은행이 장외파생상품으로 구성된 상품을 다수의 일반투자자에게 확정고정금리 상품으로 판매하였지만, 2008년 금융위기 이후에 80% 이상의 대규모 투자손실이 발생하였다. 또한 2013년 동양그룹사태의 경우처럼, 계열 증권 회사를 동원하여 일반투자자에게 투자부적격 회사채나 상업어음(CP) 등의 불완전판매를 하여서 그룹의 부실위험을 투자자에게 전가하는 사례도 발생하였다.

금융투자상품 거래를 둘러싼 불완전판매 사건이 발생하는 근본적인 이유는 일반투자자와 판매자 사이에 존재하는 정보비대칭성(information asymmetry)으로 인해, 거래당사자 간의 이해가 적절하게 반영된 공정한 거래가 체결되기 어렵다는 점에 있다. 전 세계적으로 자본시장에서 거래되는 금융투자상품의 내용이 점점 복잡해져 가고, 거래 관련 이해당사자들 간에 상품에 관한 정보비대칭성이 확대되고 있다. 특히 파생상품 및

4 금융투자상품 불완전판매 규제 현황 및 시사점

파생결합증권의 내용이나 그에 내재된 위험성과 적정한 수수료 및 가격에 대해 거래당사자인 일반투자자들이 충분히 파악하고 판매자와 상호 대등한 정보에 기하여 공정한 거래를 하기는 갈수록 어려워지고 있다.

모든 금융투자상품의 투자에 있어서는 자기판단·자기책임의 원칙이 전제되는 것이지만, 이러한 원칙에 대한 너무 형식적인 집착은 투자자들의 피해를 방지하고 금융투자업에 대한 불신을 초래하게 되어 결국에는 중요한 경제 인프라스트럭처에 해당하는 자본시장의 근간마저 무너뜨리게 될 우려가 있다. 따라서 신종 금융투자상품이 급속히 출현하고 그 시장규모가 확대되는 상황에서, 단순히 자기판단·자기책임의 원칙에 형식적으로 집착하여 투자자의 피해 및 자본시장에 대한 신뢰 상실을 방지하기 보다는, 거래당사자 간의 정보비대칭성을 해소할 수 있는 방안을 마련함으로써 자기판단·자기책임의 원칙을 실질화할 수 있도록 하는 것이 더욱 합리적인 접근방법이다.

미국·일본·영국과 같은 금융선진 각국들이 도입하고 있는 금융투자상품에 대한 설명의무라든지, 적합성 원칙(suitability rule)¹⁾이나 적정성 원칙(appropriateness rule)²⁾ 등은, 날로 복잡해져만 가는 금융투자상품 전반에 대한 투자권유나 판매 과정에서, 매도인과 매수인 사이에 존재하는 금융상품거래와 관련된 정보의 비대칭성을 해소하여 금융비전문가인 일반투자자도 충분한 정보에 기하여 판매자와 상호 공정한 거래를 할 수 있도록 하려는 제도적 장치이다. 이처럼 금융투자상품과 같이 복

1) 자본시장법 제46조에 명시된 투자권유 규제로, 동 원칙에 따라 금융투자업자는 일반투자자에게 투자권유를 하는 경우에는 일반투자자의 투자목적·재산상황 및 투자경험에 비추어 일반투자자에게 적합하지 않다고 인정되는 투자권유를 해서는 안 된다.

2) 자본시장법 제46조2에 명시된 투자권유 규제로, 동 원칙에 따라 파생상품등 고위험 금융투자상품이 일반투자자에게 적당하지 않다고 판단되는 경우, 비록 투자권유 행위가 없더라도 해당 사실을 투자자에게 알리고 일반투자자로부터 서명, 날인 등의 방법으로 해당 사실을 확인받아야 한다.

잡한 상품을 대상으로 하여 일반투자자가 거래하려는 상품의 내용과 구조, 위험성, 그리고 수수료 등에 대해 충분한 정보를 획득할 수 있도록 지원하고 이것을 토대로 거래 당사자가 공정한 계약을 체결할 수 있도록 함으로써, 자기판단·자기책임의 원칙을 실질화하는 것이 바로 투자권유 규제 도입 취지이다.

자본시장법상 투자권유 규제 제도도 금융선진국들의 규제 취지 및 내용과 다르지 않다. 자본시장법은 금융투자상품의 개념을 정의하면서 투자성이라는 특징을 가지는 모든 금융상품을 금융투자상품으로 간주하는 포괄주의 방식과 경제적 실질이 동일한 금융기능에 대해서는 동일하게 규제한다는 기능별 규율체계를 도입하는 일대 규제 개혁을 단행하였다. 그 결과 금융투자상품의 범위가 대폭 확대되면서 복잡하고 새로운 상품이 개발될 여지가 늘어나게 되었고, 금융투자상품에 대한 이해능력이 각각 상이한 증권회사, 은행, 보험회사 등이 판매상품을 제대로 파악하지 못한 채 판매활동에 나설 수 있는 법제도적인 여건이 허용되게 되었다. 이로 인한 부작용에 선제적으로 대처하고자 자본시장법은 선진적인 투자권유 규제로서 적합성 원칙이나 설명의무 등을 입법적으로 수용하여 투자자들이 충분한 정보에 근거한 투자결정(informed decision-making)을 할 수 있도록 유도하였고, 투자권유 규제를 위반한 경우에는 그 책임을 효과적으로 추궁할 수 있는 장치들을 마련하였다.

그러나 이러한 자본시장법상 투자권유 제도의 대대적인 정비에도 불구하고, 현재 금융투자상품을 둘러싼 불완전판매 사례가 줄어들지 않고 있으며, 투자권유 규제의 추상성으로 인해 위반행위에 대한 규제의 실효성이 낮은 상황이다. 또한 투자권유 규제 위반 시 제재수위가 낮아 불완전판매가 지속된다고 지적되고 있다. 즉 투자자 보호를 위한 자본시장법상의 투자권유 규제는 그 내용이 너무 추상적이고 불분명한 용어로 규정되어 있기 때문에 실제 투자권유 규제 제도를 운용·적용하는 단계에서는 정작 그 기준이 모호하고, 규제의 효율성이 그다지 높지 않다.

불완전판매는 자본시장에 참여하는 투자자들에게 피해를 초래하는 한편, 금융투자업의 신뢰를 떨어뜨린다는 점에서 그 부작용이 매우 심각하다. 그 동안 우리 자본시장에서 발생하였던 몇몇 대표적인 금융투자상품의 불완전판매 사례를 보아도 투자자 보호 내지 금융투자업의 신뢰상실이라는 측면에서 그 심각성을 쉽게 알 수 있다. 이에 대처하기 위해서는 투자권유에 관한 외국 법제의 비교 분석을 통하여 우리 자본시장법의 해석 운영상 불분명한 점을 명확히 하고, 불완전판매 사례에 내재되어 있는 투자권유 규제의 문제점을 찾아내서 그에 대한 합리적인 해결 방안을 제시하려는 노력이 필요하다.

본 보고서의 구성은 다음과 같다. I 장 연구의 목적에 이어서, II 장에서는 금융투자상품에 관한 국내·외 투자권유 규제의 현황을 살펴본다. 한국의 투자권유 규제 현황을 검토하고, 한국의 투자권유 규제의 입법 모델로서 자본시장법 제정에 영향을 미친 미국, 영국, 일본의 투자권유 규제제도를 비교법적으로 살펴보기로 한다. III 장에서는 투자권유 규제를 위반한 한국의 사례들과 외국의 사례들에 대한 분석을 통하여 투자권유 규제가 실제로 집행되는 모습을 파악한다. IV 장에서는 국내·외 투자권유 규제와 실제 위반사례 분석을 통하여 우리 투자권유 규제에 내재된 문제점을 찾아내고 그에 대한 개선 방안을 제시하기로 한다.

II. 국내·외 금융투자상품 투자권유 규제 현황

1. 한국 투자권유 규제 현황
2. 미국 투자권유 규제 현황
3. 일본 투자권유 규제 현황
4. 영국 투자권유 규제 현황
5. 소결

II. 국내·외 금융투자상품 투자권유 규제 현황

1. 한국 투자권유 규제 현황

자본시장법상 투자권유란 특정 투자자를 상대로, 금융투자상품의 매매 또는 투자자문계약·투자일임계약·신탁계약의 체결을 권유하는 것을 뜻한다.³⁾ 금융투자상품 중에서 특별히 파생상품 및 파생결합증권⁴⁾은 레버리지를 내재하고 있을 뿐 아니라, 투자자가 이해하기 어려운 정도로 수익구조가 복잡하여 투자권유 과정에서 불완전판매가 발생할 가능성이 높다. 여기서는 불완전판매 행위를 투자자, 투자대상 금융투자상품, 투자권유 규제를 중심으로 살펴보고자 한다.

가. 투자자 분류

일반적으로 투자자는 금융상품이나 금융거래에 관하여 보유하고 있는 전문성을 기준으로 하여 전문투자자와 일반투자자로 구분된다. 이 중에서 투자권유 규제가 적용되는 투자자는 일반투자자로 한정된다.⁵⁾ 전문투자자는 금융투자업자와 비교하여 공정한 금융상품거래를 할 수 있는 거래능력을 보유하고 있으므로 정보의 비대칭성 문제가 없고 따라서 법이 특별히 전문투자자를 보호하기 위해 후견적 역할을 할 필요성이 없기 때문이다.

3) 자본시장법 제9조 제4항 참조.

4) 통상적인 파생상품 중에서 파생결합증권은 원본을 초과하는 손실이 발생하지 않기 때문에 일반 장내·외 파생상품에 비해 위험이 낮다. 한편, 파생결합사채는 원금이 보존되는 상품으로 이자 부분에 대해서만 손실을 볼 수 있기 때문에 파생결합증권에 비해 위험도가 낮다.

5) 자본시장법 제9조 제5~6항, 동법 시행령 제10조 참조.

전문투자자는 국가, 한국은행, 은행법에 따른 은행, 보험법에 따른 보험회사, 금융투자업자, 주권상장법인, 금융투자상품의 잔고가 100억원 이상의 법인, 금융투자상품의 잔고가 50억원 이상인 개인 등으로 정의된다. 반면, 일반투자자는 전문투자자가 아닌 자로 정의하고 있어 일반 개인투자자 중에서 금융투자상품의 잔고가 50억원 미만인 경우가 주로 해당된다. 전문투자자가 원하는 경우 일반투자자로 이동하는 것은 가능하나,⁶⁾ 일반투자자가 전문투자자 대우를 받는 것은 일반적으로 허용하고 있지 않다.⁷⁾

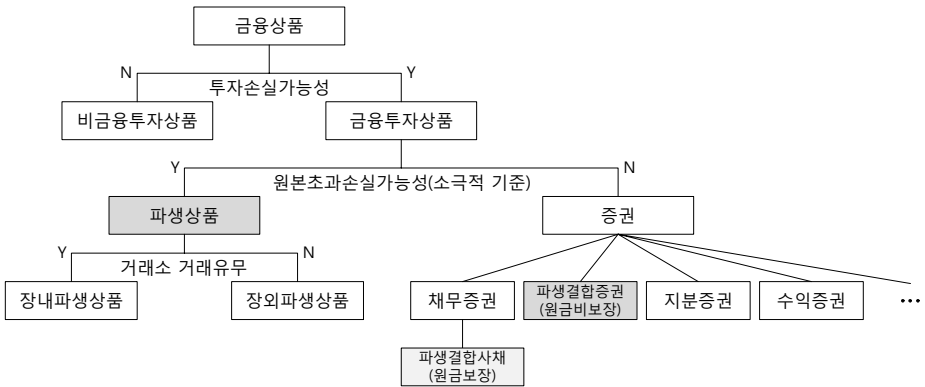
나. 금융투자상품

투자권유 대상이 되는 금융투자상품에는 자본시장법에서 정의하고 있는 증권 및 파생상품이 포함된다. 증권에는 수익증권, 채무증권, 지분증권, 파생결합증권이 포함된다. 파생상품은 통상적으로 정의되는 선물, 옵션, 스왑 등을 포함하며 장내파생상품과 장외파생상품으로 구분한다. 한편 증권으로 분류된 상품들 중에서도, 상당수 상품들이 파생상품의 속성을 가지고 있다. ELW(Equity Linked Warrant), ELS(Equity Linked Securities) · DLS(Derivative Linked Securities) 등의 파생결합증권, 레버

-
- 6) 자본시장법 제9조 제5항 이하, “전문투자자 중 대통령령으로 정하는 자가 일반투자자와 같은 대우를 받겠다는 의사를 금융투자업자에게 서면으로 통지하는 경우 금융투자업자는 정당한 사유가 있을 경우를 제외하고는 이에 동의하여야 하며, 금융투자업자가 동의한 경우에는 해당 투자자는 일반투자자로 본다.”
- 7) 전문투자자인 주권상장법인과 기금관리·운용법인 등과 같은 일부 기관투자자가 장외파생상품 거래를 하는 경우에는 일반투자자 대우를 하는 것을 기본 원칙으로 한다. 단, 이들 투자자들이 전문투자자로서 대우받기를 원하여 서면으로 통지하는 경우에는 일반투자자가 아닌 전문투자자로 대우받을 수 있다.

리지 ETF(Exchange Traded Fund) 및 인버스 ETF, 주식파생형 펀드와 채권파생형 펀드, 전환형 조건부자본증권 및 상각형 조건부자본증권⁸⁾ 등이 파생상품 유형을 가진 금융투자상품에 포함될 수 있다.

<그림 II-1> 자본시장법상 금융투자상품의 분류 체계



다. 투자권유 규제

금융투자상품에 대한 투자권유 규제는 설명의무, 적합성 원칙, 적정성 원칙, 부당권유 금지, 투자권유준칙 제정 및 집행 위임 등 크게 다섯 가지로 구분된다.

1) 설명의무

설명 의무는 금융투자업자가 일반투자자를 상대로 금융투자상품에 대해 투자권유를 하는 경우, 해당 금융투자상품의 내용, 투자에 따르는 위험, 그 밖의 사항들을 설명해야 하는 의무⁹⁾를 뜻한다. 예를 들어 증권회

8) 자본시장법 제162조의11 제1항 참조.

사의 영업직원은 일반투자자에게 ELS를 판매하는 과정에서 ELS의 상품 개요, 수익구조, 위험성 등을 알기 쉽게 설명해야 하는 의무가 있다. 이때 금융투자업자는 금융투자상품에 대해 설명한 내용을 일반투자자가 이해하였다는 뜻으로 서명, 기명날인, 녹취, 그 밖의 방법 중 하나로 확인을 받아야 한다. 또한 금융투자업자는 해당 금융투자상품에 관해 설명을 하는 데 있어서 투자자의 합리적인 투자판단 또는 금융투자상품의 가치에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항을 거짓으로 또는 왜곡하여 설명하거나 중요사항을 누락해서는 안 된다.

2) 적합성 원칙

적합성 원칙은 금융투자업자가 일반투자자에게 금융투자상품에 대한 투자권유를 하는 경우에, 일반투자자의 투자목적·재산상황 및 투자경험 등에 비추어 해당 일반투자자에게 적합하지 않다고 인정되는 경우 투자권유를 해서는 안 된다는 원칙이다. 이와 같은 적합성 원칙을 적용하기에 앞서 적합성 테스트의 과정을 반드시 거쳐야 한다. 먼저 금융투자업자는 투자자가 전문투자자에 해당하는지 아니면 일반투자자에 해당하는지를 구분해야 한다. 다음으로 해당 투자자가 일반투자자인 경우, 투자권유를 하기 전에 면담·질문 등을 통해 일반투자자의 투자목적·재산상황 및 투자경험 등의 정보를 파악하고 일반투자자로부터 서명, 기명날인, 녹취, 그 밖의 방법으로 확인을 받아 이를 유지·관리해야 하며 확인된 내용은 투자자에게 바로 알려야 한다. 즉, 적합성 테스트를 거쳐서 투자자의 위험성향을 파악한 후, 위험성향에 맞는 금융투자상품을 권유해야 한다. 적합성 테스트를 거쳐 일반투자자가 재산이 적고, 소득도 불확실한 고령의 투자자로 판단된 경우에는 해당 일반투자자에게 고위험상품을 권유해서는 안 되는 것이다.

9) 자본시장법 제47조 제1~3항 참조.

3) 적정성 원칙

적정성 원칙은 일반투자자를 상대로 하는 투자권유 행위가 없더라도 파생상품등¹⁰⁾과 같이 위험성이 높은 금융투자상품이 해당 일반투자자에게 적정하지 않다고 판단될 때에는 해당 사실을 반드시 알리고 서명, 기명날인, 녹취 등의 방법으로 확인을 받아야 한다는 것이다. 이때 적합성 원칙과 유사하게 투자권유가 없는 경우라도 면담·질문 등을 통해 일반투자자의 투자목적·재산상황 및 투자경험 등의 고객정보를 파악해야 한다. 예를 들면, 한국거래소에 상장된 장내파생상품을 거래하기 위해 일반투자자가 증권회사에 계좌개설을 요청한 경우, 해당 투자자의 재산상황, 소득 등을 고려하여 장내파생상품을 투자하기에 적합하지 않다고 판단된 경우 적합하지 않다는 사실을 투자자에게 반드시 알리고 이를 확인받아야 한다.

4) 부당권유 금지

부당권유 금지¹¹⁾는 금융투자업자가 투자권유를 함에 있어서, 거짓의 내용을 알리는 행위, 불확실한 사항에 대해 단정적 판단을 제공하거나 확실하다고 오인하게 할 소지가 있는 내용을 알리는 행위, 투자자로부터 투자권유의 요청을 받지 아니하고 방문·전화 등의 실시간 대화의 방법을 이용하는 행위, 투자권유를 받은 투자자가 이를 거부하는 취지의 의사표현을 하였음에도 불구하고 투자권유를 계속하는 행위, 그 밖에 투자자 보호 또는 건전한 거래질서를 해할 우려가 있는 행위 등으로 정의한다. 특별히 금융투자상품을 투자권유하는 데 있어서는 손실 가능성, 손실 발생 시 최대손실금액 등에 관해 단정적 판단이나 오인할 소지가 있

10) 자본시장법 시행령 제52조의2에 따르면, 파생상품등에는 장내외 파생상품, 파생결합증권, 파생형 ETF, 파생상품을 포함한 펀드, 신탁 등이 포함된다.

11) 자본시장법 제49조 참조.

는 내용을 알릴 수 있는 것을 주의해야 한다. 예를 들면 원금비보장형 ELS를 권유하는 과정에서 기초자산이 임계수준 이하로 떨어질 가능성은 전혀 없다는 판단을 근거로 투자권유를 하는 것은 부당권유행위로 볼 수 있다.

5) 표준투자권유준칙

마지막으로 표준투자권유준칙¹²⁾은 금융투자업자가 투자권유를 함에 있어서 금융투자업자의 임직원이 준수해야 할 구체적인 기준과 절차를 정하는 것으로 금융투자협회가 제정하여 이를 홈페이지 등을 통해 공시하고 있다. 특별히 파생상품과 관련해서는 장내파생상품과 장외파생상품을 구별하여 투자권유준칙을 제시하고 있으며, 일반투자자의 투자목적·재산상황 및 투자경험 등을 고려하여 투자자 등급별로 차등화된 투자권유준칙을 마련하도록 하고 있다. 예를 들면, 위험회피 성향이 높은 투자자에게는 투자자 보호가 강한 수준의 표준투자권유준칙을 제시하고, 위험회피 성향이 낮은 투자자에게는 투자자 보호가 낮은 수준의 표준투자권유준칙을 제시해야 한다.

라. 투자권유 규제 위반에 대한 제재

자본시장법에서는 투자권유 규제를 위반한 경우 형사책임은 부과하지 않고, 행정적 제재와 민사적 손해배상책임만 부과하고 있다. 사법상의 거래 관계에서 발생한 분쟁은 사법의 영역에서 사법적 이론을 통하여 해결하는 것이 바람직하다는 의견이 우세하여, (구)선물거래법, (구)간접투자자산운용법에서 설명의무 위반에 대해 형사책임을 부여하던 규정

12) 자본시장법 제50조 제1~3항 참조.

을 폐지하였다. 종래의 입법태도는 현행 일본의 금융상품거래법에서 설명의무와 관련된 계약체결 전·후의 서면교부의무를 위반한 금융상품거래업자에 대해 징역·벌금과 같은 형사적 제재를 통하여 투자권유 규제의 실효성을 강하게 확보하려는 것과 기초를 같이 하였던 것이지만, 민사적인 사안은 가능하면 사법 영역에서 민사적인 이론으로 해결하려는 입장이 반영되어 폐지된 것이다.

주요 투자권유 규제 중에서 적합성 원칙, 적정성 원칙, 설명의무를 위반하는 경우 금융투자업자에게 업무정지 명령, 과태료 부과 등 금융위원회의 행정적 제재가 부과¹³⁾될 수 있다. 금융투자업자에 대한 금융위원회의 주요 조치로는 6개월 이내의 업무의 전부 또는 일부의 정지, 신탁계약의 인계 명령, 위법행위의 시정 또는 중지 명령, 위법행위로 조치를 받았다는 사실의 공표 또는 게시 명령, 기관경고, 기관주의 등이다.

금융투자업자가 투자권유 규제를 위반하게 되면 행정 제재를 받는 것과는 별도로 피해자에 대한 손해배상책임을 부담하게 된다. 설명의무 위반을 제외한 나머지 투자권유 규제를 위반하는 경우 자본시장법의 일반적인 손해배상책임 규정에 따라 배상책임을 부담해야 한다.¹⁴⁾ 한편, 설명의무를 위반한 경우에는 자본시장법 제48조에서 별도로 손해배상책임을 명시하고 손해배상책임을 추정하는 규정을 마련하였다. 손해배상 추정 규정에 따르면, 금융투자상품의 취득으로 인해 일반투자자가 지급하였거나 지급할 총액에서 금융투자상품의 처분금액 또는 회수

13) 자본시장법 제420조 제3항 참조.

14) 자본시장법 제64조 제1항, “금융투자업자는 법령·약관·집합투자규약·투자설명서에 위반하는 행위를 하거나 그 업무를 소홀히 하여 투자자에게 손해를 발생시킨 경우에는 그 손해를 배상할 책임이 있다. 다만, 배상의 책임을 질 금융투자업자가 제37조제2항, 제44조, 제45조, 제71조 또는 제85조를 위반한 경우로서 그 금융투자업자가 상당한 주의를 하였음을 증명하거나 투자자가 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 할 때 그 사실을 안 경우에는 배상의 책임을 지지 않는다.”

할 수 있는 금액을 뺀 금액을 손해액으로 추정하도록 명시함으로써, 일반투자자의 원본손실액을 손해액으로 규정하였다.

금융투자업자의 투자권유 규제를 위반한 행위에 대해 손해배상책임을 물을 수 있는 법적 근거로는 자본시장법상의 손해배상책임의 특칙이 외에도, 판례상 인정되어온 고객보호의무 이론을 근거로 하여 민법 제 750조에 의한 불법행위상의 손해배상책임을 물을 수도 있다. 한편, 투자권유는 계약의 체결을 권유하는 행위이므로 계약과 관련된 채무불이행에 의한 손해배상책임을 물을 수도 있을 것이다. 다만 자본시장법상 손해배상책임 특칙을 통해 피해자인 원고의 입증책임 부담을 대폭 완화 내지 전가하였기 때문에 자본시장법상 손해배상책임 규정, 특히 설명의무와 관련된 손해배상책임 규정이 가장 활발히 이용될 것으로 예상된다.

2. 미국 투자권유 규제 현황

가. 서설

미국의 투자권유에 대한 규제는 법적 규제(statutory regulation)와 자율 규제(self-regulation)로 나누어진다. 법적 규제에는 연방증권법이 있으며, 그 이외에 Blue Sky Law¹⁵⁾라고 불리는 주증권법이 있다. 연방법 차원에서는 1933년 증권법(Securities Act of 1933)과 1934년 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934)을 기초로 증권 투자권유에 대한 규제가 이루어진다. 연방증권법은 주(州)의 증권거래위원회가 연방증권법에 저촉되지 않는 범위 내에서 증권거래를 규제하는 것을 인정하고 있다.¹⁶⁾ Blue Sky Law는

15) 청공법(靑空法)이라고도 한다.

일반적으로 브로커-딜러(broker-dealers)¹⁷⁾의 등록, 주내에서 모집 또는 거래되는 유가증권의 신고, 사기적 활동에 대한 규제 등에 관한 규정을 담고 있다.

미국의 투자권유는 주로 브로커-딜러에 의하여 이루어지고 있기 때문에 브로커-딜러가 회원으로 있는 금융산업규제협회(Financial Industry Regulatory Authority: FINRA)¹⁸⁾와 같은 자율규제기관(Self-Regulatory Organization: SRO)도 중요한 역할을 담당한다.

1934년 증권거래법은 건전한 증권거래 질서의 유지 및 투자자 보호를 위한 규제업무 가운데 일부를 자율규제기관에게 위임하고, 자율규제기관은 규칙제정권 및 징계권을 통해 회원 브로커-딜러나 그 임직원 등에 대한 규제 및 감독권한을 행사한다. 따라서 시장에 대한 1차적인 규제는 대부분 원칙적으로 SEC(Securities and Exchange Commission)¹⁹⁾가

16) 1933년 증권법 제18조, 1934년 증권거래법 제28조(a) 참고.

17) 미국 증권법상 broker-dealer는 증권업무를 담당하는 업자로서 증권회사를 의미한다. 1934년 증권거래법은 “broker”를 타인의 계산으로 증권거래를 담당하는 자로(제3조(a)(4)), “dealer”를 자신의 계산으로 증권을 매매하는 자(제3조(a)(5))로 규정하고 있다. broker-dealer는 SEC와 FINRA에 등록하여야 하며, 사실상 SEC는 이러한 등록의무제도를 적절히 이용하여 브로커-딜러가 일정한 수준을 유지할 수 있도록 규제하고 있다. 단, 증권매매 업무를 정기적으로(regularly) 수행하는 자만이 브로커-딜러로서 관련법규의 적용을 받으며 SEC에 등록이 강제된다.

18) 2007년 7월부터 NASD(National Association of Securities Dealers)와 NYSE(New York Stock Exchange)의 회원사 규제기능(Member Regulation), 법집행기능 등이 통합되어 금융산업규제협회(Financial Industry Regulatory Authority: FINRA)로 운영되고 있다. FINRA는 미국 내에서 모든 증권회사의 비즈니스를 규제하는 가장 큰 자율규제기관으로 약 5,000개의 브로커 회사, 약 174,000개의 지점 그리고 약 677,500명의 지정등록대리인을 감독하고 있다(<http://finra.org>).

19) 1934년 증권거래법에서는 SEC의 설치를 규정하고 투자자와 투자권유자 간에 발생하는 문제에 대한 규제 및 감독권한을 SEC에 부여한다.

아닌 SRO가 담당하고 있다.²⁰⁾

SEC가 브로커-딜러의 책임을 묻기 위한 근거가 되는 규정으로는 사기금지규정인 1933년 증권법 제17조(a), 1934년 증권거래법 제10조(b) 및 이에 근거한 SEC Rule 10b-5, 그리고 브로커-딜러의 사기적 행위를 금지하는 1934년 증권거래법 제15조(c)가 있다. 1934년 증권거래법 제10조(b)를 근거로 하여 1942년에 제정된 SEC Rule 10b-5는 연방 사기금지규정의 핵심적인 내용이다. 1934년 증권거래법 제10조(b)에서는 “누구든지 증권의 매수 또는 매도와 관련하여 SEC가 공익이나 투자자의 보호를 위하여 필요하거나 적당한 것으로 규정하는 규칙이나 규정에 위반하여 시세조정적이거나 사기적인 수단 또는 책략을 사용하는 것은 위법하다”고 명시하고 있다.

Rule 10b-5에서는 “누구든지 증권의 매수 또는 매도와 관련하여 주간 통상, 우편 또는 전국증권거래소의 시설을 이용한 방법 또는 수단으로 직접 또는 간접으로 (i) 사기를 위하여 어떠한 수단이나 계약 또는 술책을 사용하는 행위, (ii) 중요한 사실에 관하여 허위표시를 하거나 또는 표시가 행해진 당시의 상황에 비추어 오해가 유발되지 않도록 하기 위하여 필요한 중요한 사실의 표시를 누락하는 행위, (iii) 타인에게 사기 또는 기만이 되거나 될 수 있는 행위, 관행 또는 영업에 참여하는 행위 등을 하는 것을 위법”으로 규정하였다. SEC Rule 10b-5는 사기 등의 의미에 관하여 구체적으로 정의하고 있지 않기 때문에 그 정확한 의미는 판례를 통해 발전해 왔다.

투자권유자의 책임과 관련하여 어떠한 투자권유행위가 Rule 10b-5에 규정된 사기에 해당하는지 판단하는 데 중요한 자료가 되는 것은 증권시장에서의 공정관습(fair practice)이다. 투자권유에 관한 공정관습은 FINRA의 자율규제 규정에 ‘고객숙지의무’ 또는 ‘적합성 의무’ 등으로 규

20) 그러나 SRO는 다시 SEC의 감독을 받으므로 SEC로부터 완전히 자유로운 것은 아니다. 현재의 SRO는 증권감독 체제에 정식으로 편입되어 있기 때문에 제도화된 SRO라고 할 수 있으며, SEC라는 법적감독기관의 전반적이고 최종적인 감독기능을 전제로 하여 일정한 역할을 수행하고 있다.

정되어 있다. 즉, 미국의 투자권유 규제에 있어 FINRA에 의한 자율규제가 중요한 역할을 담당하고 있다.

나. 신인의무

브로커-딜러의 규정 위반에 의해 직접 손해를 입은 고객은 무엇을 근거로 책임을 물을 수 있는 것이냐가 문제된다. 미국의 법원은 브로커-딜러의 고객에 대한 책임의 기초를 일반적인 사기금지조항인 증권거래법 제10조(b) 및 그를 기초로 하여 제정된 SEC Rule 10b-5에 주로 두어왔다. 증권거래법 제10조(b)란 「시세조종적 및 사기적 책략」이라고 하는 제목하에 있는 조항의 하나로 증권의 매매에 관련된 시세조종적 혹은 사기적 책략 혹은 계약의 사용을 금지하고 있다. 그리고 무엇이 「시세조종적 혹은 사기적 책략」에 해당하는지를 정한 것이 SEC Rule 10b-5이다. SEC Rule 10b-5는 증권매매에 관하여 세 가지를 위법으로 하고 있다. 세 가지란 기망을 위해 책략·계약을 사용하는 것, 중요한 사실의 부실표시를 하거나 또는 중요한 사실을 기속하지 않고 오도적으로 하는 것, 누군가에 대하여 사기가 되거나 또는 될 것인 행위·관행·업무에 종사하는 것이다. 증권거래법 제10조(b)도 SEC Rule 10b-5도 고객이 브로커-딜러에 대하여 책임을 묻기 위한 조문이 아니지만, 미국 법원은 SEC Rule 10b-5 제정 직후인 1946년에 동 규정을 기초로 사인이 소송을 제기하는 것을 인정하여,²¹⁾ 그 이후 SEC Rule 10b-5는 많은 민사판례에서 원용되게 되어, 연방증권거래법 중에서 가장 많이 사용되는 규정이 되었다.

법원은 SEC Rule 10b-5와 관련하여, 다음 두 가지 이론을 이용하여 브로커-딜러의 고객에 대한 책임을 긍정하였다. 하나는 신인의무이론(fiduciary theory)²²⁾이고, 다른 하나는 간판이론(shingle theory)이다. 신

21) Kardon v. National Gypsum Co., 69 F.Supp. 512(E.D. Pa. 1946).

22) 신인의무란 영미에서 주로 신탁을 둘러싸고 발전해 온 개념으로, 당사자의

인 의무이론이란, 브로커-딜러는, 고객으로부터 신뢰를 얻은 딜러로서 행동하는지 또는 브로커로서 행동하는지에 상관없이, 상반된 이익도 포함된 거래에서 중요한 정보 모두를 공시하고, 고객의 최선의 이익을 위해 행동할 신인 의무를 부담한다는 것이다. 금융투자상품에 대해 충분히 설명하지 않고서 판매한 경우에는, 신인 의무이론에 의하면 해당 브로커-딜러는 해당 신인 의무를 완수하지 않은 것이다. 왜냐하면 중요한 정보 모두를 공시하지 않았고, 고객의 최선의 이익을 위해서 행동했다고는 말할 수 없기 때문이다.

이렇게 브로커-딜러가 고객에 대해 적절한 정보를 충분히 주지 않고서 손해를 입힌 사례에 있어서, 미국에서는 브로커-딜러에게 고객과의 신인관계로 발생하는 신인 의무를 부과하는 것(신인 의무이론), 또는 전문가로서의 기준을 따라서 행동한다고 묵시적으로 표시하고 있다고 이해하는 것(간판이론)에 의해서, 손해를 입은 고객을 구제하여 왔다.

미국에서 신인 의무이론이나 간판이론이 활용되는 것은, 책임의 근거 조문인 1934년 증권거래법 제10조(b) 및 SEC Rule 10b-5가 금지하려고 하는 것이, 사기이기 때문이다. 미국에서 사기가 성립하기 위해서는 사기요건을 충족할 필요가 있다. 그 중에서 브로커-딜러의 책임에서 많이 문제가 되는 것은 표시요건이 충족되지 않는 것이다. 브로커-딜러가 고객에게 사실과 다른 정보를 준 것이 아니고, 단지 중요한 정보를 제공하지 않은(미공시) 경우이다. 미공시는 법적 책임을 생기게 하지 않는다고 보는 것이 영미법의 대원칙이다. 이러한 상황에서 브로커-딜러의 행위가 사기에 해당한다고 어떻게 볼 수 있는지가 문제로 된다.

일반적으로 미공시는 법적 책임을 발생시키지 않는다고 하여도, 예외가 존재한다. 그 하나가 공시의무를 부담하고 있는데도 공시하지 않은 경우이며, 이 예외의 해당성 판단에서 이용할 수 있었던 것이 신인 의무

일방이 타방으로부터 신뢰를 받아, 그 자의 이익을 최우선적으로 고려하여 행동하여야 하는 관계 일반에서 인정되어온 것이다.

이론이다. 브로커-딜러는 고객과의 신인관계로부터 생기는 공시의무를 부담함에도 불구하고, 공시의무를 이행하지 않으면 사기에 해당한다고 하여, SEC Rule 10b-5의 책임이 긍정되는 것이다.

다. 간판이론

미국의 증권감독당국인 SEC는 증권사기에 관한 포괄적인 규정으로 볼 수 있는 1934년 증권거래법 제10조(b)와 1933년 증권법 제17조(a) 등에 의하여 브로커-딜러들을 엄격한 행위기준에 구속시키는 많은 원칙들을 발전시켰으며 그 중 하나가 간판이론이다. 이 이론은 1943년 Charles Hughes & Co v. SEC 판결²³⁾에서 최초로 채택되었다. 간판이론에 따라 브로커-딜러의 표시 위반은 연방증권법상의 사기(fraud) 조항에 따른 책임을 부담하며, SEC는 연방증권법의 집행(enforcement action)을 통하여 브로커-딜러의 책임에 관한 간판이론을 발전시켰다. SEC는 브로커-딜러의 행위가 1933년 증권법 제17조(a), 1934년 증권거래법 제15조(c) 등의 사기행위에 해당한다는 이유로 회사의 브로커-딜러 등록을 취소하였다.²⁴⁾

간판이론은 기본적으로 브로커-딜러가 고객에 대하여 공정한 거래를 할 특별한 의무(a special duty of fair dealing)를 부담한다는 것을 전제로 한다. 브로커-딜러는 영업을 개시할 때, 즉 간판을 내걸 때(When he hangs out his “shingle”) 고객에 대하여 공정하고 성실하게 업무를 수행하겠다는 묵시적인 표시(implied representation)를 하였다고 보아야

23) 139 F.2d 434 (2d Cir. 1943).

24) 법원은 Charles Hughes & Co v. SEC 판결에서 증권회사가 당해 거래를 할 수 있었던 것은 고객의 신임을 얻었기 때문인데, 증권회사가 고객의 수수료를 붙여 주식을 팔면서 그 시세를 알리지 않은 것은 “중요한 사실의 누락” 또는 “사기적 수단”에 해당한다고 판결하였다.

한다. 브로커-딜러와 해당 브로커-딜러를 신뢰하여 거래하는 고객 간에는 신인관계(fiduciary relationship)가 형성된 것으로 볼 수 있다. 이러한 경우 브로커-딜러는 최선의 신뢰와 성실로써 업무를 수행해야 할 뿐만 아니라, 일반인에게 요구되는 이상으로 그의 직업상 요구되는 상당한 정도의 능력과 판단에 따라 행동할 주의의무가 있는 동시에, 고객의 이익을 위해 행동하고 고객의 이익과 상충되는 행동을 하여서는 안 되며 (no-conflict), 고객으로부터 부여받은 권한을 남용하여 자신의 이익을 추구하는 것이 금지된다(no-profit).

따라서 브로커-딜러가 신인의무를 위반한 경우 그 행위유형에 따라 계약관계의 불이행 등을 이유로 브로커-딜러에게 채무불이행 책임을 추궁할 수도 있고, 행위의 기망성이 인정된다면 보통법상의 사기(fraud)에 따른 불법행위책임을 물을 수도 있을 것이다. 그러나 신인의무에 관한 이론은 그 요건이나 판단기준, 손해배상책임 등에 관해 제정법과 같은 명확한 법리상의 구조를 가지고 있지는 않으며, 형평의 관념에 따라 그때그때 사실관계를 검토하여 신인관계 여부를 판단해야 한다. 실제 브로커-딜러가 어떠한 불공정행위를 한 경우, 해당 행위가 신인의무 위반행위에 해당하는지 여부를 판단하는 것은 쉽지 않다.

한편 브로커-딜러의 불공정행위가 단순히 부실한 계약이행이나 이행지체가 아니라, 기망행위에 가까운 경우에는 연반증권법상의 사기행위에 해당하는지의 여부가 문제될 수도 있다. 이러한 문제에 대해 SEC는 브로커-딜러가 수탁자(fiduciary)로서 책임을 져야 한다는 것을 간판이론으로 설명한다. 브로커-딜러가 신인의무를 위반하여 공정하고 정직하게 행위하지 않은 경우 SEC가 그러한 불공정한 행위에 대해 1934년 증권거래법 제10조(b) 및 SEC Rule 10b-5를 적용하기 위한 가교로서 동 이론을 채택하고 있는 것으로 이해된다.

라. 고객숙지의무(Know your customer rule)

브로커-딜러가 특정한 고객에게 행하는 투자권유가 해당 고객에게 적합한지 여부를 판단하기 위해서는 해당 고객에 관한 기본적인 사실을 알아야 한다. 투자권유는 반드시 투자자의 투자목적, 재무상황, 투자경험 등을 고려하여야 하기 때문이다.

FINRA는 명시적으로 자신의 고객에 대해 알아야 한다(Know your customer rule)고 규정하고 있다. FINRA는 투자자를 보호하기 위해 1964년 “고객과의 공정거래(Fair Dealing with Customers)”라는 가이드라인을 채택하였다. 이후 SEC의 관련 규정과는 별개로 브로커-딜러에 대해 증권에 대한 지식을 구비하는 것 이외에, 자신의 고객에게 행하는 투자권유가 과연 당해 고객에게 적합한가를 판단해야 할 의무를 부과하는 적합성 원칙을 도입하였다.

FINRA Rule 2111은 적합성 원칙에 대해 규정하고 있다. 1937년에 공정관습규칙(Rules of Fair Practice) 중에 Know your securities rule을 규정하였다. 동 규정에 따르면 고객에게 증권 매매를 권유하기 이전에 당해 권유가 사실관계에 비추어 당해 고객에게 적합하다는 합리적 근거가 있어야 한다. 즉 “회원은 고객에게 증권을 권유할 때, 고객으로부터 제공받은(if any, disclosed) 고객의 특수상황, 재산상태, 매수욕구(needs)를 고려해서 권유행위가 고객에게 적합하다고 믿을만한 합리적인 근거를 가지고 있어야 한다(Rule 2111(a)).” 그런데 FINRA는 위 규정의 해석에 있어서 브로커-딜러 스스로가 고객의 투자목적 및 재무상황을 조사할 의무, 즉 고객정보수집의무 혹은 적극적인 고객조사의무는 없다고 해석하였다. 또한 여기서의 투자권유의 적합성 여부는 브로커-딜러의 주관적인 판단에 의해 결정되는 것이 아니라 객관적이고 합리적인 근거에 의해 결정된다.

1990년 SEC Rule 2310(b)는 적극적인 고객숙지의무를 명시적으로 규정하였다. 현재 동 규정은 FINRA Rule 2090으로 조항이 바뀌었다. 1960년대부터 Penny Stock(저가주)에 대한 일부 브로커-딜러의 무차별적 투자권유(cold call)의 형태인 부당권유행위(boiler room²⁵) tactics)가 사회문제화되면서,²⁶ SEC의 권고에 따라 1991년에 Rule 2310(b)²⁷를 신설한 것이다. “회원은 기관투자자가 아닌 고객에 대하여 권유하는 거래를 집행하기 전에 일정한 고객정보를 얻기 위한 합리적인 노력을 기울여야 한다(Rule 2310(b)).”

한편, NYSE(New York Stock Exchange)는 회원인 브로커-딜러나 거래소를 고객으로부터 보호하기 위하여 Rule 405(diligence as to accounts)에서 고객숙지의무를 규정하였었다. 동 규칙의 제정 취지는, NASD(National Association of Securities Dealers)와 전혀 달리 타인의 금전이나 증권을 훔친 자가 브로커-딜러에게 증권매각을 위탁한 경우에, 브로커-딜러가 금전이나 증권을 도난당한 피해자로부터 책임을 추궁당할 위험으

25) 주로 장거리 전화를 통해 이뤄지는 무차별적 투자권유행위로, 브로커-딜러들이 조그만 사무실에서 전화를 통하여 무차별적으로(cold call) 저가주의 투자를 적극적으로 권유하면서 이러한 저가주가 아직 시장가격을 형성하고 있지 못한 점을 이용하여 투자자에게 고가로 판매하여 부당한 이익을 취하게 되면서 사회문제가 되었다.

26) 이에 대한 대책으로 1990년 Penny Stock Reform Act가 제정되었다.

27) Prior to the execution of a transaction recommended to a non-institutional customer, other than transactions with customers where investments are limited to money market mutual funds, a member shall make reasonable efforts to obtain information concerning:

- (1) the customer's financial status;
- (2) the customer's tax status;
- (3) the customer's investment objectives; and
- (4) such other information used or considered to be reasonable by such member or registered representative in making recommendations to the customer.

로부터 이들을 보호하기 위한 것이었다. 회원사는 고객 및 그의 주문, 현금 또는 신용계좌 등에 관한 기본적 사실관계를 상당한 주의의무를 다하여 조사하여야 한다고 하였다(NYSE Rule 405).²⁸⁾ 그러나 Rule 405는 제정되자마자 본래의 취지와는 달리 브로커-딜러에게 성실공정의무를 부과한 NYSE Rule 401과 판례에 의하여 형성된 간판이론과 결부되어 투자자 보호를 위한 적합성 원칙에 관한 규정으로 해석되게 되었다. 그러나 현재는 NYSE와 NASD의 회원규제 통합방침에 따라 기존 NYSE Rule 405(diligence as to accounts)는 앞에서 설명한 FINRA Rule 2111으로 대체되어 단일화되었다.²⁹⁾

마. 증권숙지의무(Know your securities rule)

브로커-딜러는 투자를 권유하기에 앞서 고객숙지의무 이외에도, 증권숙지의무(Know your securities rule)를 부담한다. 브로커-딜러가 어떠한 투자자에게 투자를 권유하는 경우에는 그 증권이 당해 고객에게 적합하다는 신뢰에 합리적 근거가 있어야 하는데, 이를 위해서는 증권에 대한 지식을 구비하여야 한다.

브로커-딜러는 투자권유를 하기 전에 권유대상인 증권에 대하여 합리적인 조사를 하여야 한다.³⁰⁾ 브로커-딜러가 투자권유를 하는 경우에는

28) “use due diligence to learn the essential facts relative to...every customer, every order, every cash or margin account...”

29) http://finra.complinet.com/en/display/display_main.html?rbid=2403&element_id=9319 참조.

30) 현행 자본시장법의 경우 이와 같은 금융투자상품 숙지의무 규정을 별도로 두고 있지는 않지만, 적합성 원칙의 전제로서 금융투자업자에게는 고객숙지의무와 더불어 금융투자상품에 대한 숙지의무도 당연히 전제하고 있다고 보는 것이 타당할 것이다.

그에 대한 합리적인 근거가 있어야 하며, 투자자의 요청이 있을 때에는 자신의 투자권유를 뒷받침하는 정보를 제공하여야 한다(FINRA Rule 2210). 브로커-딜러가 권유대상 증권에 대해 낙관적인 설명(optimistic representation)만을 늘어놓고 자신이 알고 있거나 예상할 수 있는 악재(adverse information)를 알리지 않는 경우는 사기(fraud)에 해당될 수 있다.

브로커-딜러의 투자권유는 그 자체로 합리적인 조사에 의해 도출된 것임을 묵시적으로 나타낸다. 브로커-딜러가 권유대상 증권의 발행회사가 제공한 정보만을 맹신하여 별도의 독자적인 조사를 하지 아니하는 경우에는 적합성 원칙을 위반한 행위에 해당한다. Hanly v. SEC 판결³¹⁾은 증권숙지의무에 관한 대표적인 판례로 Gladstone이라는 증권판매원이 Sonics사의 임원이 확인해 준 정보만을 믿고 이 회사가 발행한 주식을 투자자에게 적극 권유하여 소속회사의 브로커-딜러 면허가 취소된 사건이다. 1977년 In re Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith 사건³²⁾에서도 브로커-딜러가 증권발행회사가 제공한 자료와 추정에 맹목적으로 의존하는 것은 합리적인 조사를 한 것으로 볼 수 없다고 결정하였다. 고객에게 충분하고 합리적인 근거 없이 특정 증권에 대한 투자를 권유해서는 안 되며, 권유대상 증권에 대한 중요정보(essential information)가 부족한 경우에는 당해 증권의 위험성과 정보부족 사실을 투자자에게 알려야 한다.

바. 적합성 원칙

적합성 원칙은 간판이론에서 비롯된 것이다. 적합성 원칙은 FINRA 라는 자율규제기관의 규정 형태로 정해져 있지만, 그 연혁은 판례에 기

31) 415 F.2d 589(2d Cir. 1969).

32) 1977 SEC LEXIS 412.

초한 SEC의 간판이론에서 찾을 수 있다. 1960년대까지는 주로 간판이론을 근거로 브로커-딜러의 영업활동을 규제하여 왔고 적합성 원칙은 규제수단으로서 거의 주목을 받지 못하였으나, 1960년대 소위 보일러룸(boiler-room)이라고 하는 부당투자권유행위가 사회문제화되자 이에 대한 대책으로서 FINRA 공정관습규정에 있던 적합성 원칙이 크게 각광받게 되었다. SEC는 브로커-딜러의 부당행위를 방지하기 위한 대책으로서 FINRA의 공정관습규칙에 있는 적합성 원칙의 개념을 보다 분명히 하고 이를 위반하는 행위에 대한 제재를 강화할 것을 제안하였다. FINRA는 1990년 Rule 2310(b)을 신설하여 브로커-딜러에 대하여 적극적인 고객숙지의무를 부과하였다. 이를 계기로 적합성 원칙은 최근까지 브로커-딜러의 부당한 투자권유행위를 규제하는 핵심적인 수단으로 사용되게 되었다. 간판이론이나 적합성 원칙은 브로커-딜러 간의 신인관계(fiduciary relationship)를 규제하기 위해, 신인의무를 보다 구체화하는 것으로서, 브로커-딜러의 신인의무 위반의 기망행위성을 강조하여 1934년 증권거래법 제10조(b) 및 SEC Rule 10b-5의 적용을 받을 수 있도록 하는 근거를 마련하거나(간판이론), 고객에 대한 투자조언이나 권유에 있어서 브로커-딜러의 신인의무를 보다 명확히 하는 근거가 되는 것이라고(적합성 원칙) 볼 수 있다.

미국에서는 브로커-딜러의 투자권유를 주로 적합성 원칙에 의해 규율한다. 판매자가 특정한 소비자의 필요에 적합한 증권만을 추천할 의무라고 정의할 수 있다.³³⁾ 브로커-딜러는 자신의 고객에게 투자권유를 하기 전에 ① 투자종목에 대한 충분한 조사를 하여야 하고(Know your securities rule), ② 고객의 사정을 정확히 파악하여(Know your customer rule), 그에게 적합한 투자종목을 권유해야 한다. ‘Know your customer rule’은 투자자의 주관적 사정에 적합한 투자권유를 해야 할 의무이고, ‘Know your securities rule’은 합리적 근거에 의해 투자권유

33) Loss and Seligman (2004) 참조.

를 해야 할 의무라고 할 수 있다. 브로커-딜러가 고의로 적합성 원칙을 위반하여 고객에게 손해를 끼쳤을 때에는 연방증권법상의 사기(fraud)금지조항에 저촉될 수 있다. 적합성 원칙에 대한 구체적인 기준은 자율규제기관인 FINRA의 규정에 의해 정해진다.

한편, 위험성이 큰 파생상품의 경우 적합성 원칙이 더욱 엄격하게 요구된다. 선물거래와 같이 상품의 구조가 더욱 복잡하고 고위험을 수반하는 금융상품에 대해서 보다 엄격한 특별규칙을 두고 있다.³⁴⁾ 고객이 옵션거래를 충분히 이해할 수 없다고 판단되는 경우(고객능력 확인의무), 또는 리스크가 현재화하여 손실이 발생하는 때에 손실을 감당할 수 있는 재산을 가지고 있지 않은 경우라면(고객재산 확인의무), 브로커가 옵션거래의 권유를 하지 못하도록 금지하고 있다(FINRA Rule 2360(b), Rule 2353). 또한 파생상품거래인 증권옵션거래에 있어서는 기관투자자인 경우에도 일정한 요건을 갖춘 경우 적합성 원칙의 적용을 인정한다. FINRA Rule 2111(b)에서 만일 (1) 기관고객이, 일반적으로 그리고 증권을 포함하는 특정한 거래나 투자전략에 관하여, 투자위험을 독립적으로 평가할 수 있다고 회원이나 그 종업원이 믿을 합리적인 근거가 있고, 그리고 (2) 기관고객이 회원이나 그 종업원의 권유를 평가하는 데 있어서 독립적인 판단을 하고 있다고 명백하게 표시하면, 회원이나 그 종업원은 당해 고객계좌에 대해 고객에게 특화된 적합성 의무(customer-specific suitability obligation)를 부담한다.

SEC는 적합성 원칙에 관한 특별규정으로 Rule 15c-9를 두고 있다. 저가주 거래와 관련하여 고객정보 수집의무, 적합성 판단의무, 고객능력 확인의무, 적합성 판단의 근거를 기술한 서면을 고객에게 교부할 의무 등을 명시하고 있다.

34) 그러나 상품선물거래의 영역에서는 적합성 원칙을 인정하지 않는다 (CFTC<Commodity Futures Trading Commission>규칙, NFA<National Futures Association>규칙 등).

사. 투자권유 규제위반에 대한 제재

브로커-딜러, 투자자문업자 및 투자회사 등이 투자권유와 관련하여 연방증권법을 위반한 때에는 행정상 및 민사상 제재를 받게 된다. 행정상 제재는 주로 연방증권법의 준수를 감시할 책임을 지고 있는 SEC에 의해 이루어진다. SEC는 1934년 증권거래법 제15조(c)³⁵⁾와 같은 연방증권법의 사기금지조항 위반을 근거로 브로커-딜러에 대하여 행정소송을 제기한다. 그러나 미국에서 투자권유자의 책임에 관한 이론은 고객의 적합성 원칙 위반을 근거로 하는 민사상 손해배상청구 소송에 의해 발전하였다.

브로커-딜러가 단순히 투자자에게 부적합한 증권을 권유하였다는 사실만으로 당연히 Rule 10b-5에 의한 민사상 손해배상책임이 발생하는 것은 아니다. 적합성 원칙의 위반을 이유로 브로커에게 책임을 묻기 위해서는 다음과 같은 일정한 요건을 충족해야만 한다. 즉 ① 부실표시(misrepresentations), 정보누락(omission) 또는 사기적 책략(fraudulent device)의 존재, ② 사기가 증권의 매매와 관련된 사실(a purchase or sale of a security in connection with the fraud), ③ 사기의 주관적 요건으로서 scienter의 존재(scienter by the defendant), ④ 부실표시 또는 공시하지 않은 사실의 중요성(materiality of the misstated or omitted fact), ⑤ 원고의 정당한 신뢰(justifiable reliance) 등의 입증을 하여야 한다.³⁶⁾ 가해자(브로커-딜러)의 scienter가 입증되지 않는 한, 단순히 적합성 원칙의 위반만으로는 민사상의 손해배상책임을 물을 수 없다. 여기서 가해자의 고의 내지 무사려(reckless)는 고의와 과실의 중간적인 개념으

35) 1934년 증권거래법 제15조 (c)항에서는 “브로커-딜러는 사기 또는 기망적 수단 및 계략을 사용하여 증권의 매매를 권유하거나 권유하려 해서는 안 된다”고 규정하고 있다.

36) Sowell v. Butcher & Singer, Inc., 926 F.2d 289 (3d Cir. 1991), Laird v. Integrated Resources, Inc., 897 F.2d 826 (5th Cir.1990).

로 증권사기 소송에서 요구되는 주관적 요건이다. 연방대법원은 Rule 10b-5 소송의 요건으로서 “scienter”(a mental state embracing intent to deceive, manipulate, or defraud)를 요구한다.³⁷⁾

3. 일본 투자권유 규제 현황

가. 서설

일본의 경우 금융상품의 판매·권유 등 금융상품거래업자의 영업행위 중 투자권유에 대한 규제는 「금융상품거래법」, 「금융상품판매 등에 관한 법률」(이하 「금융상품판매법」이라 함) 등에 의해 이루어지고 있다. 「금융상품거래법」에서 적합성 원칙(제40조)에 대해 규제하고 있으며, 「금융상품판매법」은 금융상품판매업자 등의 고객에 대한 설명의무 위반에 관한 손해배상책임 및 손해액의 추정 등을 규정하고 있다. 그 외에 투자신탁협회 등 자율규제기관의 「수익증권 등의 직접모집 및 해약에 관한 규칙」, 「투자신탁의 모집 및 판매 등에 관한 규칙」 등이 있다. 일본 증권업협회는 고객의 투자경험, 자산규모 등을 고려하여 적합한 경우에 한하여 거래계약을 체결하도록 의무화하고(협회원의 투자권유 고객관리등에 관한 규칙 제6조),³⁸⁾ 투자경험 및 지식, 재산 등이 부족한 고객에 대해 투기적 위험성이 높은 증권거래의 권유를 금지한다.

37) Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185, 96 S.Ct. 1375, 1976.

38) 고객정보 파악사항은 투자경험, 투자성향, 금융상품에 대한 지식수준, 연령·직업·경력, 투자자금의 성격, 자금력, 투자목적이다.

설명의무는 금융상품판매법에서, 적합성 원칙은 금융상품거래법에서 각각 행위규제로 규정하고 있다. 일본의 경우 금융상품거래법, 금융상품판매법 등의 법률규정 내에서는 설명의무가 고객에 대한 정보제공의무로서 적합성 원칙과는 엄격히 구분되어 있다. 그러나 판례의 경우에는 설명의무와 적합성 원칙을 일체로서 판단하여 금융상품거래업자의 설명의무 위반을 인정함에 있어서 고객의 적합성(지식, 경험, 재산상황이나 투자방향 등)을 고려하는 경향이 많다. 금융상품거래업자의 판매·권유와 같은 영업행위에 대한 규제는 주로 금융상품거래법을 중심으로 이뤄지고 있으며, 설명의무에 관해서는 금융상품판매법에서 규정하고 있다. 그러나 금융상품거래법에서도 계약체결 전 서면교부의무를 통해 사실상 설명의무에 관해 규정한다(제37조의3).³⁹⁾

2006년에 금융상품거래법 제정을 계기로, 금융상품판매법도 개정하였다. 구체적으로 금융상품판매법에서는 설명의무의 이행여부에 대한 판단 기준으로서의 적합성 원칙을 도입하였다. 금융상품판매법 제3조 제2항에서 “고객에 대한 설명은 고객의 지식, 경험, 재산상황 및 당해 금융상품의 판매에 관한 계약을 체결하는 목적에 비추어서 당해 고객을 이해시키는 데 필요한 방법 및 정도로 하여야 한다.”고 규정하여 설명의 정도와 방법에 있어서 적합성 원칙을 고려하도록 하고 있다. 그 밖에도 금융상품판매법은 개정을 통해 설명의무에 있어서 설명사항을 확충하여 거래구조의 중요한 부분을 설명의 범위에 포함시켰다.

39) 금융상품거래법 제37조의3(계약체결전의 서면의 교부)에서는 “금융상품거래업자 등은 금융상품거래계약을 체결하고자 하는 때에는 내각부령에서 정하는 바에 따라 사전에 고객에 대하여 다음에 규정하는 사항을 기재한 서면을 교부하지 않으면 아니 된다. 다만, 투자자의 보호에 지장이 생기지 않을 경우로서 내각부령에서 정하는 경우에는 그러하지 아니 하다.”라고 규정하고 있다.

나. 금융상품거래법과 금융상품판매법의 관계

금융상품거래법은 행정상의 단속법규(업자규제법)의 성질을 갖는데 반해, 금융상품판매법은 민사적 효력에 관해 규정하는 민법의 특별법이다. 금융상품판매법은 민법의 불법행위책임 규정의 특칙을 정한 것으로서 판매업자의 설명의무 위반에 의해 손해를 입은 고객에 대해 민사구제상 도움을 주기 위해 제정된 것이다.

따라서 제재수단에 있어서도 금융상품거래법은 행정제재를 주된 수단으로 하는데 반해, 금융상품판매법은 민사제재를 주된 제재수단으로 하는 차이가 있다. 금융상품거래법은 금융상품거래업자의 등록을 받아 등록업자를 규제·감독하는 구조로 되어 있는 반면에, 금융상품판매법은 등록의 유무를 불문하고 적용된다. 따라서 금융상품판매법상의 금융상품판매업자와 금융상품거래법상의 금융상품거래업자는 동일하지 않다. 금융상품판매법이 예금과 보험 등을 포함하여 그 적용범위가 광범위한데 비하여, 금융상품거래법의 적용범위는 투자성이 높은 투자상품에 한정된다. 다만, 금융상품거래법의 제정과 함께 투자성을 가진 예금이나 보험 등에 대해서도 동법상 행위규제를 준용하는 내용이 은행법과 보험업법에 포함되어,⁴⁰⁾ 투기성 있는 예금·보험·신탁 등을 판매·권유하는 경우에도 금융상품거래법의 규제를 받는다.

금융상품거래법은 금융투자상품의 판매·권유에 관한 일반적인 성격을 갖는 법이다. 동일한 경제적 기능을 갖는 금융상품에 대해서는 동일한 규제를 적용한다는 원칙에 따라, 업종을 불문하고 횡적인 행위규제를 적용하고 있다. 다양한 투자서비스에 관한 횡적인 규제체제를 도입하고 있다는 점에서 투자서비스법이라 할 수 있으나, 예금과 보험 등은 적용대상에서 제외되므로 금융서비스법은 아니다. 다만, 투기성 있는 예금·

40) 일본 은행법 제13조의4(금융상품거래법의 준용), 보험업법 제300조의2(금융상품거래법의 준용).

보험·신탁 등을 판매·권유하는 경우에는 금융상품거래법과 동등한 행위규제를 하여야 한다는 관점에서, 은행법·보험업법 등을 개정하여 금융상품거래법의 행위규제를 준용하도록 하고 있다.

다. 적합성 원칙

금융상품거래법은 영업행위규제에 있어서 투자자 보호를 강화하고 있다. 판매행위규제와 관련된 규정으로는 계약체결 전 서면교부의무(제37조의3), 계약체결 시의 서면교부(제37조의4), 적합성 원칙(제40조), 불초청 투자권유금지(제38조) 등이 있다.

금융상품거래법 제40조에 따라 금융상품거래업자는 투자권유를 함에 있어서 당해 투자자의 투자목적, 재산상태 및 투자경험에 비추어 투자자의 의향과 실정에 적합한 투자권유와 거래를 하여야 한다. 이는 종래 일본 증권거래법 제43조 제1호 규정과 유사한 것으로 1990년에 채택된 국제증권감독자기구(International Organization for Governmental Securities Commission: IOSCO)의 행위규범 원칙이 1992년 증권거래법에 반영된 것이다. 이는 금융상품거래업자가 적합한 거래를 권유할 적극적 의무를 의미하는 것이 아니라, 적합하지 않은 거래를 권유해서는 안 된다는 소극적 의무를 의미한다.

라. 설명의무

1) 금융상품판매법상의 설명의무

금융상품판매법은 금융상품에 대한 설명의무 부과와 설명의무 위반에 대한 손해배상책임 명문화, 그리고 판매업자의 권유의 적정성 확보를 주

요 내용으로 한다.⁴¹⁾ 동법은 각 업법에 개별적으로 규정되어 있던 금융기관의 업무에 대하여 설명의무에 초점을 맞추어 횡단적인 규율을 행한 것으로, 종래의 증권거래법 등의 경우 사업자에 대한 규제가 중심이었으며, 투자자에 대한 사법상 구제가 불충분하였기 때문에 이와 같은 규정을 마련하였다. 금융상품판매법상의 설명의무는 민사책임을 발생하게 할 뿐이며 행정적 제재인 금융감독의 직접적인 근거가 되지는 않는다.

금융상품판매업자는 원본손실의 우려가 있다는 등의 중요사항에 관하여 금융상품을 판매할 때까지 고객에게 설명하여야 한다(동법 제3조 제1항). 즉 ① 시세의 변동이나 발행인·판매업자의 신용상황의 변화에 의해 원본 결손이 생길 우려가 있다는 것, ② 판매대상의 권리에 행사기간의 제한이 있는 것이나, 판매계약에 해제기간의 제한이 있다는 것, ③ 시세의 변동이나 발행인·판매업자의 신용상황의 변화에 의해서 당초 원본을 상회하는 손실이 생길 우려가 있다는 것을 고객에게 설명하여야 한다. 2006년 금융상품거래법의 제정과 함께 단순히 “원본 손실”의 발생 우려뿐만 아니라, “최초의 원본을 상회하는 손실의 우려가 있다는 사실”과 그러한 우려를 발행하게 하는 “거래 구조의 중요한 부분”에 대한 설명의무가 추가되었다.

그리고 설명은 고객의 지식, 경험, 재산상황 및 당해 계약을 체결하는 목적에 비추어 당해 고객을 이해시키기 위해 필요한 방법 및 정도에 의하는 것이어야 한다는 규정이 신설되었다(동법 제3조 제2항). 고객의 적합성을 배려한 설명이 요구되어, 지식·경험 등이 부족한 고객에게는 보다 충실한 설명을 하지 않으면 설명의무를 이행한 것으로 되지 않는다. 중요사항에 관한 설명이 없었던 때에는 금융상품판매업자가 고객의 손해에 대하여 배상책임을 부담하며, 손해배상을 함에 있어서는 원본손실액을 손해액으로 추정한다(동법 제5조, 제6조). 손해액 추정규정으로 인해 설명의무 위반에 대한 입증책임은 금융상품판매업자에게 전환되었

41) 정순섭(2007).

다고 볼 수 있다. 전문투자자에게는 설명의무 및 손해배상책임의 규정이 적용되지 않는다(동법 제3조 제7항, 동법시행령 제8조).

2) 금융상품거래법상의 설명의무

금융상품거래법은 설명의무를 업자에 대한 행위규제로 구성하여, 업자가 설명의무를 위반한 경우에는 직접적으로 감독상 처분을 할 수 있도록 하였다. 금융상품거래법은 설명의무를 금융상품거래 계약체결 전 서면교부의무라는 형태로 도입하였다(동법 제37조의3). 계약체결 전에 고객의 판단에 영향을 미치는 중요한 사항⁴²⁾을 기재한 서면의 교부의무를 부과하고, 서면의 교부 시에 고객의 지식, 경험, 재산상황 및 계약체결의 목적에 비추어 당해 고객이 이러한 것들을 이해할 수 있도록 필요한 방법 및 정도에 따른 설명을 하여야 한다. 계약체결 전에 중요사항을 담은 서면이 교부되면 투자자는 충분한 정보를 습득하고 계약체결 여부를 판단할 수 있으므로 투자자 보호에 유리하다. 그 밖에 계약체결 이후에도 체결된 계약내용을 담은 서면이 투자자에게 교부되도록 함으로써, 고객과의 사후분쟁에 대한 예방에 도움이 되도록 계약체결 시의 서면교부의무를 규정하고 있다(동법 제37조의4). 우리 자본시장법에서 금융투자업자가 투자자와 계약을 체결한 경우 그 계약서를 투자자에게 지체없이 제공하도록 하고 있는 규정과 유사하다(자본시장법 제59조).

42) 이에는 해당 금융상품거래업자의 명칭, 주소 등 기본적인 사항 이외에도 ① 고객이 지급하여야 할 수수료와 보수 기타 해당 금융상품 거래 계약에 관한 사항 중 고객이 지급해야 할 대가에 관한 사항, ② 당해 계약의 개요, ③ 시세의 변동에 의해 손실이 발생할 우려가 있다는 것, ④ 손실이 고객의 예탁해야 하는 위탁증거금 등의 금액을 상회할 우려가 있다는 것 등이 있다(동법 제37조의3).

3) 설명의무의 면제

금융상품판매법에서는 고객이 금융상품의 판매 등에 관한 전문적인 지식 및 경험을 갖고 있거나(특정투자자) 고객 스스로가 중요사항에 관해 설명을 요하지 않는다는 취지의 의사표시를 한 때에는 설명의무를 면제한다. 금융상품판매법과 금융상품거래법은 투자자의 투자에 관한 전문지식 보유여부를 기준으로 일반투자자와 특정투자자로 구분하여, 금융상품의 판매 등에 관한 전문지식을 보유한 특정투자자에 대해서는 설명의무를 면제한다(금융상품판매법 제8조, 금융상품거래법 제45조). 금융상품거래법에서는 투자자보호에 지장이 없는 경우로서 내각부령에서 정하는 경우 계약체결 전 서면교부의무를 면제하는 형태로 설명의무의 적용을 면제한다.⁴³⁾

다. 투자권유 규제위반에 대한 제재

설명 의무 위반에 대해서는 금융상품판매법에서 금융상품의 원본손실 가능성 등 중요사항에 대한 설명을 하지 아니한 경우 투자업자에게 손해배상책임을 부과하고 있다(제5조). 또한 원본손실액을 손해배상액으로 하는 손해배상액 추정규정을 둬으로써 입증책임을 금융투자업자가 부담하도록 하였다(제6조). 한편, 금융상품거래법은 금융상품거래 계약체결 전 서면교부의무를 위반한 경우에는 직접적으로 행정감독상 처분을 발동할 수 있고, 형사적으로는 이 규정을 위반한 자에 대하여는 6개월 이하의 징역 혹은 50만원 이하의 벌금 또는 이를 병과하는 벌칙을 마련하였다(동법 제205조 제12호). 계약체결 시의 서면교부의무를 위반한 자에 대하여는 6개월 이하의 징역 혹은 50만원 이하의 벌금 또는 이를 병과

43) 과거 1년 이내에 상장유가증권등 서면의 교부가 있었던 경우, 과거 1년 이내에 동종내용의 금융상품거래계약이 체결된 경우, 사업설명서 등이 교부되고 있는 경우, 이미 체결된 계약의 일부 변경이 있는 경우 등이다.

하는 별칙이 존재한다(제205조 제12호).

적합성 원칙 위반에 대해서는, 금융상품거래법상 행정처벌의 대상이 나(제52조 제1항 제6호), 형사처벌의 대상은 아니다. 이는 적합성 원칙을 위반한 금융투자업자에 대해 자본시장법에 의한 행정적 제재는 가능하나 형사적 제재는 부과하고 있지 않은 우리나라와 유사하다. 금융상품판매법과 금융상품거래법 모두 적합성 원칙 위반에 대해 민사책임을 묻는 직접적인 규정은 없고, 이를 학설과 판례에 맡기고 있다.

그러나 금융상품판매법에 의해 적합성 원칙을 준수하지 않은 설명의 경우에는 동법에 따른 손해배상책임의 대상이 될 수 있다. 금융상품판매법은 제3조 제2항에서 “고객에 대한 설명은 고객의 지식, 경험, 재산상황 및 당해 금융상품의 판매에 관한 계약을 체결하는 목적에 비추어서 당해 고객을 이해시키는 데 필요한 방법 및 정도로 하여야 한다.”고 규정하고 있다. 판례는 불법행위책임을 부과하고 있는데, 일본 최고재판소에서는 “증권회사의 담당자가 고객의 의향이나 실정에 반하여 명백히 과도한 위험을 수반하는 거래를 적극적으로 권유하는 등 적합성 원칙을 현저하게 일탈한 권유를 하여 거래를 성사시킨 경우에는 당해 행위는 불법행위법상도 위법이라고 해석함이 상당하다”고 판시하고 있다.⁴⁴⁾

4. 영국 투자권유 규제 현황

가. 서설

영국은 「2000년 금융서비스 및 시장법」(Financial Services and Markets Act 2000: FSMA)을 제정하여 금융감독체계를 통합하였다.

44) 最高裁判所 平成17年 7月14日 判決 참고.

FSMA는 기존의 금융서비스법(Financial Services Act 1986), 은행법(Banking Act 1987), 보험업법(Insurance Companies Act 1982), 주택금융조합법(Building Societies Act 1986)을 발전적으로 폐지하면서 제정된 진정한 의미의 금융통합법이라 할 수 있다. FSMA 제2조(4)와 제138조에 근거하여 금융감독청(Financial Services Authority: FSA)은 영업행위규제 및 건전성규제에 대한 규정을 제정할 수 있다. FSMA 제2조(4)와 제138조에 의하여 FSA는 인가업자(authorised person)가 금융거래를 수행함에 있어서 소비자의 이익을 보호하기 위해 필요 적절한 규정을 제정할 수 있다. 현재 영국은 FSA를 분할하여 단일한 금융감독기구를 대체하는 새로운 감독기구로서 금융행위감독청(Financial Conduct Authority: FCA)과 건전성감독청(Prudential Regulation Authority: PRA)을 설립하였다. 그 결과 종래 FSA에서 수행하던 영업행위에 대한 규제는 FCA로 이관되어 있다.

현재 금융기관의 영업행위규제는 FCA의 영업행위규정(Conduct of Business Sourcebook: COBS)⁴⁵⁾에 의해 이루어진다. 금융판매권유행위(financial promotion) 규제는 FSMA에 의한 새로운 접근방법으로 단일화되었다. FCA는 기존의 증권업과 관련한 COB를 MiFID(Markets In Financial Instruments Directive: 금융상품시장에 관한 EU지침)를 반영한 COBS로 변경하면서 COBS를 중심으로 인가금융기관의 영업행위규제를 단일화하였다. FSMA의 투자권유규제는 금융업을 인가업자(authorised person)와 비인가업자(unauthorised person)로 구분하여 운영된다. FSMA는 원칙적으로 대부분의 금융행위를 '규제대상행위(regulated activities)'로 규정하고 이를 인가받은 자 또는 인가가 면제된 자(exempt person)⁴⁶⁾만이 수행할 수 있도록 하고 있다.⁴⁷⁾

45) 종전의 COB(Conduct of Business)를 MiFID에 따라 COBS(Conduct of Business Sourcebook)로 개정된 것으로서, 2007년 11월 1일에 발효되었다.

46) A person who is exempt from the general prohibition.

FSMA의 금융판매권유행위(financial promotion)에 관한 규정을 보기로 한다. FSMA에서는 “금융업 인가를 받지 않은 자(비인가업자)”에 대해서는 영업으로(in the course of business) 타인에게 투자를 권유(invitation)하거나 유인(inducement)하는 내용의 의사전달(communication)을 하는 것을 금지하고 있다(동법 제21조(1)). FSMA은 종전의 광고(advertisement)와 불초청권유(unsolicited call)의 개념을 버리고, 어떠한 수단을 통한 것이든 “의사전달(communication)”이라는 포괄적인 개념을 도입함으로써 “권유”와 “광고”를 분리하지 않고 하나로 규제하고 있다. 따라서 금융판매권유행위는 투자권유와 광고를 모두 포함하는 개념이다. 재무성은 금융판매권유행위의 금지조항을 적용하지 않는 상황을 명령으로 특정할 수 있다(동법 제21조(5)).

어떠한 행위가 투자의 권유 또는 유인이 되는지 여부는 제공된 자료가 타인으로 하여금 투자에 나서도록 하기 위한 목적을 가졌는지 여부에 의해 결정된다. 투자권유를 영업으로(in the course of business) 한다는 것은 반드시 금전적인 이익을 위한 것은 아니더라도 권유자 입장에서 상업적인 이익이 있는 것이어야 한다. 상업적 이익여부에 대한 판단은 권유자의 전체 영업활동을 기준으로 판단한다. 투자권유금지에 관한 FSMA 규정은 인가업자(authorized person)가 권유를 하는 경우 혹은 인가업자의 승인을 받은 내용을 권유하는 의사전달(communication)의 경우에는 적용되지 않는다(FSMA 제21조(2)). 즉, 인가를 받은 금융투자업자의 투자권유에 대해서는 FCA의 영업행위규정(COBS)에 의해 규제가 이루어진다.

FCA의 COBS는 소비자의 공정한 대우와 효과적이며 정보에 기초한 선택 및 시장의 효율성을 목적으로 한다. COBS는 FCA 규정집의 일부

47) No person may carry on a regulated activity in the United Kingdom, or purport to do so, unless he is: (a) an authorised person or (b) an exempt person(general prohibition, FSMA 제19조).

로서 FCA에 의해 규율되는 금융기관에 대한 상세한 영업행위요건을 규정하고 있다. COBS는 주로 인가금융기관과 소비자 사이의 정보의 교류, 소비자에 대한 자문 또는 소비자를 위한 재량적 행위 및 소비자의 지시에 대한 실행과 관련된 내용을 포함하고 있다.

COBS의 영업행위규제 체계를 보면, 투자권유가 있는 업무의 경우에는 COBS 제9장에서 적합성 원칙, 그리고 COBS 제13장(상품정보의 작성), 제6장(금융업자, 그 업무 및 보수에 관한 규정), 제14장(상품정보의 고객에 대한 제공)에서 설명의무(정보제공의무)를 규정하고, 반면에 투자권유가 없는 업무(non-advised services)의 경우에는 COBS 제10장에서 적정성(appropriateness)을 규정하고 있다.

나. 적합성 원칙

자문(advice) 등의 유무에 따라서 적합성 원칙의 적용 여부가 나뉜다. 영국의 경우 적합성 원칙은 원칙적으로 금융업자로부터 고객에 대한 자문(advice)이나 권유(personal recommendation)가 있는 경우에만 적용된다. 고객이 정보 제공을 거부하거나 충분한 정보를 제공하지 않는 경우 또는 금융업자가 자문을 제공하지 않고 고객의 특정한 주문에 따라 이루어지는 단순주문집행업무(non-advised/execution-only investment services)에 따른 거래에는 적합성 원칙이 적용되지 않는다. 이러한 경우에는 MiFID에 의하여 새로이 도입된 영업행위규제 원칙인 적정성 원칙(COBS 10)을 적용한다. 적정성 원칙이 인정되는 경우에는 금융투자업자는 투자자에 대해 관련 상품이나 업무의 위험을 경고한 후에 거래를 진행할 수 있다.

자문이나 권유가 있는 경우에는 적합성 원칙이 적용된다. 적합성 원칙은 원칙적으로 금융업자로부터 고객에 대한 자문(advice)이나 권유(personal recommendation)가 있는 경우에 적용된다. 권유는 특정한 투

자자에 대한 의사표시이므로 불특정 다수를 상대로 하는 것은 제외된다.⁴⁸⁾ 금융업자의 의견이나 판매자료가 권유(personal recommendation)에 해당하는지 여부의 판단책임은 금융업자에게 있다. 고객과의 모든 거래과정, 특히 고객과의 대화 중의 시장추측, 위험해지, 거래전략에 관한 토론, 로드쇼에서의 질의응답, 고객과의 brainstorming 등에서 실질적인 의견(opinion)이나 권유(personal recommendation)에 해당하는 발언이 있을 수 있다.

금융업자는 권유나 거래결정(decision to trade)이 고객에게 적합한지 여부를 확인하기 위하여 합리적인 조치를 취하여야 한다. 이를 위해서 고객의 지식과 경험, 재무상황 그리고 투자목적에 관한 정보의 취득이 요구된다(Know your customer rule). 고객으로부터 확보한 정보를 기초로 판단할 때, 당해 금융상품이 해당 고객에게 적합하지 않다고 판단되는 경우 그 상품을 권유하는 것이 금지된다.

금융업자는 고객으로부터 확보한 정보에 기초하여 해당 고객에게 적합하다고 판단되는 금융상품만을 권유하여야 한다. 적합성 원칙은 특정 고객과 특정 상품 간의 적절한 매칭을 전제로 하는 개념이기 때문에, 논리필연적인 전제로서 금융업자는 자신이 거래대상으로 하는 상품에 대해서도 전문가로서 충분히 알고 있을 것이 요구된다(Know your securities). 적합성 판단은 권유시점을 기준으로 하는 '사전적' 또는 '예측적'인 적합성(what was known or ought reasonably to have been known)이지, 투자의 결과가 확정된 후에 이루어지는 '사후적' 또는 '결과적'인 적합성(how the investment has turned out)이 아니다.

적합성 판단에는 '합리적인 근거(reasonable basis)'가 필요하다. 금융업자는 특정한 자문이 이루어진 이유를 명시하고(COBS 9.4), 권유 및 자문과정의 기록을 유지하여야 한다(COBS 9.5.2). 금융업자는 '투자권유'를

48) A recommendation is not a personal recommendation if it is issued exclusively through distribution channels or to the public.

할 경우, '적합성 보고서(a suitability report)'를 일반고객에게 제공하여야 한다(COBS 9.4). 여기서 적합성 보고서란, 일반고객의 경우 재무상황에 비추어 왜 해당 금융거래 고객에게 적합한 것으로 결정하였는지를 설명하고 거래의 주된 결과와 야기될 수 있는 일체의 불이익이 요약된 서면을 의미한다.

다. 고객숙지의무

금융업자는 “고객에 관한” 본질적인 사항을 이해하기 위해 필요한 정보를 고객으로부터 취득하여야 한다(COBS 9.2.2). 고객의 정보에 대한 취득방법에 대하여는 별도의 규정이 없으나, 질문지나 면담 등이 이용된다. 금융업자가 필요한 정보를 확보하지 못한 경우 권유를 하거나 거래결정을 해서는 아니 된다(COBS 9.2.5). 적합한 권유를 위한 취득대상 정보의 범위는 투자목표(investment objectives), 재무상황(financial situation), 투자나 업무에 대한 고객의 지식과 경험(knowledge and experience relevant to the investment or service)의 3개 분야에 관한 정보이다(COBS 9.2.1(2)).

고객으로부터 취득하여야 할 정보를 구체적으로 살펴보면 다음과 같다. 먼저 투자목표와 관련하여 확보해야 할 정보(COBS 9.2.2(2))로는 ① 투자보유기간, ② 위험선호성향, ③ 위험구조, ④ 투자목적 등이 있다. 그리고 고객의 재무상황과 관련하여 확보해야 할 정보(COBS 9.2.2(3))로는 ① 고객의 통상적인 수입(regular income), ② 유동자산(liquid assets), 투자대상물(investments), 부동산을 포함하는 고객자산, ③ 통상적인 금융수요 등이 있다. 한편 고객의 투자 및 업무에 대한 지식과 경험과 관련하여 확보해야 할 정보(COBS 9.2.3)로서는 ① 고객이 익숙한 업무, 거래 및 투자의 유형, ② 고객의 거래의 본질과 규모 및 빈도와 그들이 이루어진 기간, ③ 고객의 교육수준, 직업 또는 관련된 과거 직업(relevant former

professional of the client) 등이 있다. 전문고객에 대해서는 금융업자가 고객이 필요한 수준의 지식과 경험을 가지고 있다고 간주할 수 있다.

금융업자는 자신이 확보한 고객정보가 충분한지 여부를 판단하여야 한다. 고객이 적합성 판단에 필요한 정보의 제공을 거부하거나 불충분한 정보를 제공하여 금융업자가 필요한 정보를 확보하지 못한 경우에는 권유를 하거나 거래결정을 해서는 안 된다(COBS 9.2.5). 다만, 이 경우에도 고객에게 그 사실을 알리고 서면에 의한 동의를 받은 후 단순주문집행 업무(execution-only investment services)로 계속 진행할 수는 있다.

라. 설명의무

설명 의무에 대해서는 COBS 제6장, 제13장, 제14장에서 규정하고 있다. 먼저 설명의 내용에는 ① 금융업자 및 그 업무에 관한 정보, ② 상품에 관한 정보, ③ 보수 등 이해상충에 관한 정보를 포함해야 한다. 설명사항으로는 ① 금융업자와 그 업무에 관한 사항, ② 금융상품에 관한 사항, ③ 수수료 및 그 밖의 비용에 관한 사항, ④ 고객자산의 보호에 관한 사항이 있다.

금융업자, 그 업무 및 보수에 관한 정보(Information about the firm, its services and remuneration, COBS 6)를 보면, 금융업자는 일반고객 (retail client)에게 업자의 이름, 주소, 인가여부⁴⁹⁾ 등과 같은 금융업자에 대한 정보를 제공하여야 한다. 또한 거래를 하는 고객에 대해 금융업자와 효율적인 의사소통을 할 수 있는 세부적인 수단,⁵⁰⁾ 사용할 수 있는 언어(languages) 등 당해 업자의 금융서비스(services)를 이용하는 방법에

49) A statement of the fact that the firm is authorised.

50) The contact details necessary to enable a client to communicate effectively with the firm.

관한 정보를 제공하여야 한다. 그리고 금융업자는 일반고객에게 비용과 관련하여 수수료에 관한 정보를 제공하여야 한다. 금융업자는 집합상품을 일반고객에게 판매, 권유 또는 판매를 주선할 때 수수료나 수수료 상당액을 현금 기준으로 공시하여야 한다.

금융업자는 대부분의 집합상품⁵¹⁾ 등에 대한 주요특징서면(Key Features Document: KFD)과 주요특징예시(Key Features Illustration: KFI)와 같은 상품정보를 작성(Preparing product information)하여야 한다(COBS 13.1.1). 주요특징서면(KFD) 및 주요특징예시(KFI)의 기재사항을 보면, 주요특징서면에는 ① 일반고객이 금융거래의 진행 여부에 대해 정보에 근거한 판단을 하기 위한 당해 상품의 본질과 복잡성, 상품의 작동방법, 상품에 적용되는 한계와 최소기준, 매입이나 투자의 주요 이익과 위험에 관한 정보, ② 당해 상품에 관한 고충처리절차 등을 기재하여야 하며, 주요특징예시에는 적절한 수수료 정보를 포함하여야 한다. 금융업자는 주요특징서면과 주요특징예시를 단일문서로 통합하거나 개별적으로 제공할 수 있다(COBS 13.1.4).

고객에 대한 상품정보의 제공(Providing product information to clients)에서는 금융업자가 집합상품을 일반고객에게 판매할 경우 주요특징서면과 주요특징예시를 통해서 상품정보를 제공하도록 하였다(COBS 14.2.1(1)). 상품정보는 영속적 수단(durable medium)에 의하여 제공되어야 하며, 상품매매가 결정되기 전 적절한 시기(in good time)에 제공되어야 한다.

금융업자는 고객에게 요구되는 정보를 지정투자업무나 부수업무를 제공하기 전 적절한 시기에(in good time) 고객에게 제공하도록(COBS 14.3.9(1)) 설명의 시기를 규정하였다. 일정한 경우에는 금융업자는 지정투자업무나 부수업무를 제공한 후 즉시 정보를 제공할 수도 있다(COBS

51) KFD의 대상이 되는 상품은 packaged product, cash-deposit ISA 및 cash-deposit CTF이고, KFI의 대상이 되는 상품은 packaged product이다.

14.3.9(2)). ① 고객의 요청에 따라 원격지통신(distance communication)의 방법으로 계약이 체결됨으로써 당해 금융업자가 사전정보제공을 할 수 없게 되어 COBS 14.3.9(1)의 의무를 이행하지 못한 경우, ② 음성전화통신(voice telephony communications)에 관한 규정(COBS 5.1.12)이 적용되지 않는 경우로서 당해 금융업자가 일반고객에 대한 규정을 당해 고객이 소비자인 것처럼 준수한 경우, ③ 금융업자는 고객에게 제공하는 업무에 관련된 것으로서 이 규정에 따라 제공된 정보에 중대한 변화가 있는 경우 적절한 시기에 고객에게 통지하여야 한다(COBS 14.3.10).

설명의 방법 및 수단인 경우, 설명은 금융상품거래 전에 이뤄져야 하며, 설명방법으로 가장 일반적인 것은 서면(document)이다. 금융업자는 영속적 수단(in a durable medium)으로 서면이나 정보를 제공해야 한다(COBS 14.2.2). 영속적 수단의 요건을 충족하지 못하는 경우더라도 일정한 조건(website conditions)을 충족할 때는 인터넷 홈페이지의 이용이 가능하다. 설명의 정도에 대해서는 명시적인 규정이 없다. 금융업자가 동일한 유형의 금융상품에 관한 복수의 거래를 각각 개별적으로 취급할 필요는 없다.

마. 적정성 원칙(Appropriateness)

자문이 없는 경우에는 적정성(appropriateness, COBS 10) 원칙이 적용된다. 즉 일정한 자문이 없는 투자업무(non-advised investment services)의 경우, 금융업자는 상품이나 서비스가 고객에게 적절한지 여부를 판단하기 위해 그에 관련된 고객의 지식과 경험에 관한 정보 제공을 요구하여야 한다. 여기서 요구되는 고객 정보로는 ① 고객이 익숙한 업무, 거래 및 투자의 유형, ② 고객의 거래의 본질과 규모, 및 주기와 그들이 이루어진 기간, ③ 고객의 교육수준, 직업 또는 관련된 과거 직업(relevant former professional of the client)이 열거되어 있다. 이에 따

라 금융업자는 그 상품이나 서비스가 고객에게 적절하지 않다고 판단하는 경우 고객에게 경고하여야 한다(COBS 10.3). 경고는 표준화된 양식(standardised format)을 이용할 수 있으며, 서면으로 거래의 위험을 충분히 설명하는 내용으로 구성되어야 한다. 금융업자는 적정성 평가에 대한 기록을 적절하게 유지해야 한다. 고객관계를 시작할 때 적정성 판단을 하고, 금융업자에서 부적정성에 대한 경고를 했음에도 고객이 거래의 완료를 희망할 경우에는 거래가 가능하다. 적정성 원칙은 금융업자와 일반고객(retail client)간 파생상품(derivative)이나 워런트(warrant)를 대상으로 하는 거래에 적용된다(COBS 10.1.2).

바. RDR(Retail Distribution Review) 규정

영국은 2000년대 초, precipice bond로 불리는 구조화상품에서 일반 고객의 대규모 손실이 발생함에 따라 구조화상품에 대한 불완전판매 이슈가 불거졌다.⁵²⁾ 영국 FSA는 2006년부터 구조화상품을 포함한 소매 금융투자상품의 판매 과정 및 사후관리 전반에 걸쳐 적정성 검토를 실시하여 2012년말 확정된 RDR 규정을 시행하기로 발표하였다.

RDR은 금융투자상품을 일반고객에 권유하는 역할을 수행하는 독립투자자문인(IFA)의 불완전판매 가능성을 최소화하는 데 목표를 두고 있다. 독립투자자문인은 금융투자상품 제조회사로부터 수수료 수취가 금지되며 자문서비스에 대해 보수 수취만 가능하도록 규정한 것이다. 독립투자자문인은 금융투자회사와 어떠한 이해상충 관계가 있어서는 안 되며 모든 종류의 금융투자회사가 제공하는 금융투자상품을 고객에게 제공해 줄 의무가 부여되었다.

52) 남길남(2012) 참조.

독립투자자문업자에 대한 자격요건을 강화한 것 이외에, 독립투자자문업자가 수취하는 보수를 공시하도록 규정하여 일반고객이 금융투자상품을 효율적으로 선택할 수 있도록 하였다. 또한 자문의 종류를 독립자문(independent advice)과 제한된 자문(restrictive advice)으로 구분하여 투자자문업자가 지켜야 할 투자권유 규제를 별도로 제시하였다. 독립자문과 제한된 자문 모두 설명의무, 적합성 원칙 등을 지켜야 한다. 반면, 주된 차이점은 제한된 자문을 수행하는 투자자문업자는 특정 금융투자회사에서만 제조한 상품이거나 상대적으로 위험성이 높은 상품을 권유하는 경우가 많아, 독립자문과는 달리 투자자에게 별도로 알려야 하는 고지 의무가 있다.

사. 투자권유 규제위반에 대한 제재

금융업 인가를 받지 아니한 자의 투자권유에 대해서는 제재가 부과된다. FSMA상의 제21조의 투자권유 규제를 위반한 자에게는 형사처벌이 부과된다(FSMA 제25조(1)). 약식기소에 의한 판결의 경우, 6개월 이하의 금고 혹은 법정최고 금액 이하의 벌금, 또는 그 병과가 부과된다. 정식기소에 의한 유죄판결의 경우, 2년 이하의 금고 혹은 벌금, 또는 그 병과가 부과된다. 투자권유 규제의 위반(unlawful communication)으로 인한 손해를 고객에게 배상하고 원상회복하여야 한다(FSMA 제30조). 인가를 받지 않은 자가 규제대상행위를 하여 체결된 계약이라도 전부 위법 또는 무효가 되는 것은 아니다(FSMA 제27조, 제28조(9)). 인가를 받지 아니한 자가 체결한 계약의 효력을 주장할 수는 없지만(unenforceability of agreements), 계약의 상대방(고객)은 계약의 유효함을 주장하고 그 이행을 청구할 수 있다. 법원은 “공정하고 공평한(just and equitable)” 사유가 있는 경우에 계약의 효력을 인정할 수 있는 재량권을 보유한다(FSMA 제28조(3)).

행정적 제재로서는 인가업자가 COBS를 위반하면 FCA은 위반사실을 공표하거나(FSMA 제205조), 제재금(penalty)을 부과할 수 있으며(FSMA 제206조), 이 경우 인가업자는 제재금을 FCA에 납부해야 한다. 인가업자의 FCA규정 위반으로 인해서 손해를 받은 자는 인가업자에 대해 손해배상을 청구할 수 있다(FSMA 제150조). 그러나 FCA 규정위반을 이유로 거래가 무효로(transaction void) 되거나 FCA에 의해 강제집행(enforceable)을 할 수 있는 것은 아니다(FSMA 제151조(2)). 또한 FCA 규정을 위반하였다는 이유로 형사 처벌을 받지도 않는다(FSMA 제151조(1)).

5. 소결

투자권유에 대한 금융 선진각국의 입법례를 살펴보면, 어떤 형태로든지 투자권유에 대해서는 일정한 규제를 하고 있음을 알 수 있다. 우리나라나 일본의 경우에는 자본시장법이나 금융상품거래법 및 금융상품판매법과 같이 법률의 형태로 적합성 원칙 및 설명의무 등을 규정하고 있다. 반면, 영국의 경우에는 금융감독기관인 FCA의 규정(Rule)의 형태로 규정하고, 미국의 경우에는 자율규제기관인 FINRA의 자율규정의 형태로 투자권유에 관한 규제를 하고 있다. 이에 대해서는 한국의 투자권유 규제 체계가, 위로는 자본시장법과 동 시행령, 그리고 자율규제기관인 협회의 표준투자권유준칙으로 이어지는 법적 규제와 자율 규제간의 상호 유기적인 보완협력 관계를 통하여 추상적이고 포괄적인 투자권유 규제의 내용이 단계적으로 구체화될 수 있다는 점에서 바람직하다고 판단된다.

이러한 투자권유 규제에 위반한 금융투자업자의 행위에 대해서는 감독기관의 행정적 제재나 사법기관에 의한 형사적 제재, 그리고 손해배상 청구와 같은 민사적 제재 수단이 다양한 형태로 조합되어 적용되고 있다.

각국의 입법례나 실제 운영사례를 보면, 이 중에서도 피해 투자자가 입은 손실을 가해자를 상대로 하여 직접 구제받을 수 있는 민사소송이 가장 중요한 제재 수단으로 활용되고 있으며, 투자자에게 있어서도 중요한 의미가 있다고 본다. 민사적인 투자권유 규제에 대해 일본과는 달리 형사적 제재 수단을 도입하지 않고 사법 영역에서 해결을 도모하고자 한 점은 타당한 입법태도였다고 생각한다. 다만, 향후 투자권유에 관한 규제가 그 실효성을 확보하지 못하고 명목상의 운영으로 흘러서 투자자 보호 문제를 지속적으로 야기한다면, 실효성을 강화한다는 차원에서 일본식의 형사적 제재 수단을 도입하는 문제에 대해 검토할 가능성은 남아있다.

미국의 경우 FINRA 규정 위반은 직접적으로 민사소송을 위한 근거가 되지 않지만, 동 규정을 위반하는 행위가 연방증권법의 반사기조항을 위반하는 경우에 해당하게 되면 사기행위로서 연방증권법을 근거로 한 손해배상소송의 대상이 된다. 이에 비해 한국이나 일본의 경우에는 자본시장법 등에서 정한 구성요건을 충족하게 되면 곧바로 투자권유 규제의 위반에 해당하게 되어 자본시장법에서 정한 손해배상책임을 물을 수 있게 되거나 나아가 민법상의 불법행위 요건에 해당하게 되면 불법행위에 의한 손해배상책임을 물을 수도 있게 된다. 이러한 점에서 한국의 투자권유 위반에 대한 손해배상책임 시스템은 투자자 보호를 위해 매우 효율적으로 설계되어 있다고 판단된다. 그러나 무엇이 설명의무 위반에 해당하고, 무엇이 적합성 원칙 위반에 해당하는지 여부에 대한 판례의 불충분으로 인한 적용단계에서의 형식화 문제가 우려되는 것도 사실이다. 이에 대해서는 실제 소송사례에서 투자권유 규제가 적용되는 현황에 대한 지속적인 모니터링이 요구되며, 투자자 보호 측면에서 문제가 되는 점은 해석론이나 입법론을 통해 보완하는 것이 필요하다.

투자권유에 대한 각국의 규정과 운영사례를 보면, 규제의 추상성 및 포괄성으로 인해 각 개별 단계에 있어서 투자권유의 위반에 해당되는지 여부를 판단하는 것이 매우 어렵다. 이에 따라 실제 사례에 대한 법원의

판단을 통해 추상적인 규정을 구체화하는 노력이 매우 중요한 의미를 갖고 있음을 알 수 있다. 이와 더불어, 다양한 금융투자상품에 대한 판례의 축적이야말로 투자권유 규제를 실질화하는 과정에서 필수불가결하다.

III. 국내 · 외 불완전판매 사례 분석

1. 한국 불완전판매 사례 분석
2. 외국 불완전판매 사례 분석
3. 불완전판매 사례 특징 분석

III. 국내·외 불완전판매 사례 분석

1. 한국 불완전판매 사례 분석

가. KIKO의 불완전판매 사례

KIKO는 Knock-In, Knock-Out의 약자로 원달러 환율이 일정 범위 안에서 움직일 경우, 미리 약정된 환율에 약정금액을 지급하기로 계약한 장외파생상품이다. 2008년 글로벌 금융위기 이전, 상당수 중소기업들은 원달러 환율의 하락위험을 헤지하기 위해 국내·외 은행과 파생상품계약을 맺고 있었다. 구체적으로, 원달러 환율 하락 시에는 KIKO를 매입한 중소기업이 이익을 보고, 원달러 환율 상승 시에는 큰 손실을 보도록 설계되어 있었다. 2008년 초 원달러 환율은 900원대에 머물렀으나, 금융위기가 절정에 달했던 2008년 3/4분기에는 원달러 환율이 1500원을 넘어서기도 했다. 결국, 500여개의 기업들은 KIKO 상품에서 2009년 하반기 기준 약 3조 3천억원의 손실을 보고 상당수가 파산하였다.

<표 III-1> KIKO 상품으로 인한 피해 현황

구분	업체수	손실금액	손실비중
대기업	46	9,528억원	28.4%
중소기업	471	2조 4,000억원	71.6%
합계	517	3조 3,528억원	100.0%

자료: 오세경·박선중(2013) 재인용⁵³⁾

53) 원자료는 2009년 10월 13일 국회 기획재정위원회 김광림 의원 보도 자료.

문제는 KIKO 상품을 판매하는 과정에서 상품을 판매한 금융회사가 투자권유 규제를 준수하였는지 여부이다. 주된 판매회사였던 은행이 KIKO 상품의 위험성을 투자자인 기업에게 제대로 알렸는지 여부(설명 의무)와 투자자인 기업이 손실 위험을 감당하기에 적합하였는지 여부(적합성 원칙)가 주된 쟁점이 되었으며, 기타 KIKO 상품의 구조 및 수수료가 적정했는지 여부도 쟁점이 되었다.

2008년 12월부터 시작된 KIKO 소송은 2013년 대법원 판결(대법원 2013.9.26 선고 2012다1146 판결)로 사실상 일단락이 되었다. 대법원 판결 이전까지 100여개의 소송들 중에서 대부분이 원고 패소로 결정 났으나, 원고는 이를 인정하지 못하고 항소와 상고를 거듭하였다. 한편, 2012년 8월 서울중앙지방법원 민사 21부 판결에서는 특정 KIKO 계약 건에 대해서 은행의 설명의무 및 적합성 원칙 위반을 인정하여 원고 승소 판결을 내렸다. 그러나 2013년 9월 대법원 판결에서는 은행의 손해배상책임을 인정하지 않는다고 판시하면서 KIKO 소송은 대단원의 막을 내리게 되었다. 구체적으로, 원고가 제기한 KIKO 상품은 장외파생상품의 가치가 판매자와 투자자 사이에 현저한 불균형이 존재하지 않고, 환위험 회피에 부적합한 상품이라고 볼 수 없을 뿐 아니라 은행은 KIKO 상품에 내재된 옵션의 마이너스 시장가치에 대해 투자자에게 고지할 의무는 없다고 판시하였다. 단, 일부 사건⁵⁴⁾에서는 은행의 설명의무 위반 또는 적합성 원칙 위반이 인정되어 손해배상책임을 인정하였다.

54) 수출기업인 갑주식회사가 환위험을 피하기 위해 을은행 등과 통화옵션계약을 체결하였는데, 환율이 급등하여 갑회사가 을은행 등에 행사환율과 만기일 시장환율의 차이에 의하여 산정된 원화차액(현금정산)을 지급하거나 달러를 매도(실물정산)함으로써 손해를 입은 사안에서, 을은행 등은 설명의무 위반으로 갑회사에 발생한 손해를 배상할 책임이 있다고 인정한 사례가 있다(서울중앙지방법원 2013.1.17. 선고 2011가합71808 판결).

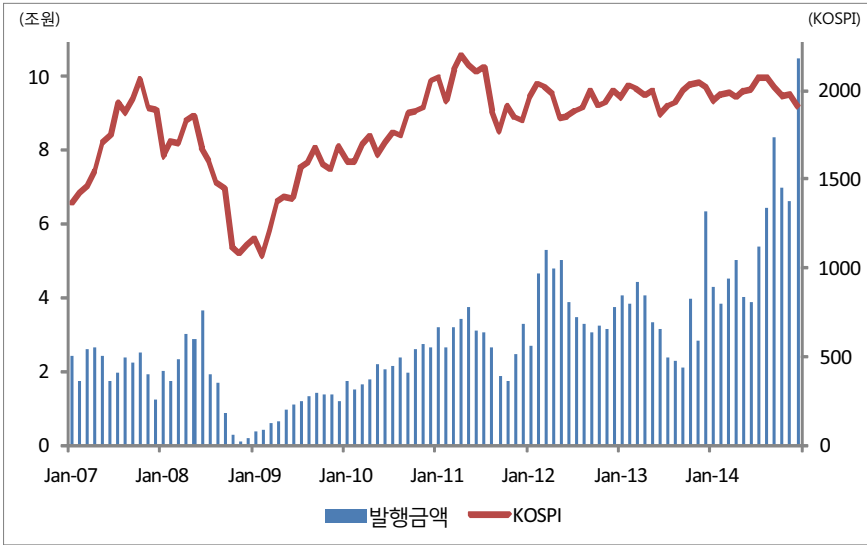
이처럼 KIKO와 관련된 소송은 결국 판매업자인 은행의 승소로 끝났지만, 금융투자상품 전반에 대해 투자권유 규제가 강화되는 계기가 되었다. 먼저, 장외파생상품 거래 시 주권상장법인과 일부 기관투자자는 전문투자자로 대우를 받겠다는 의사를 서면으로 표시하지 않으면 일반투자자로 대우받도록 규정함으로써, 주요 전문투자자에 대해서도 장외파생상품 투자권유 과정에서 일반투자자에 준하는 설명의무 및 적합성 원칙을 적용받게 되었다. 또한, 일반투자자는 헤지목적의 거래를 제외하고는 장외파생상품의 거래를 제한함으로써 투자자 보호를 강화하였다.

나. ELS 불완전판매 사례

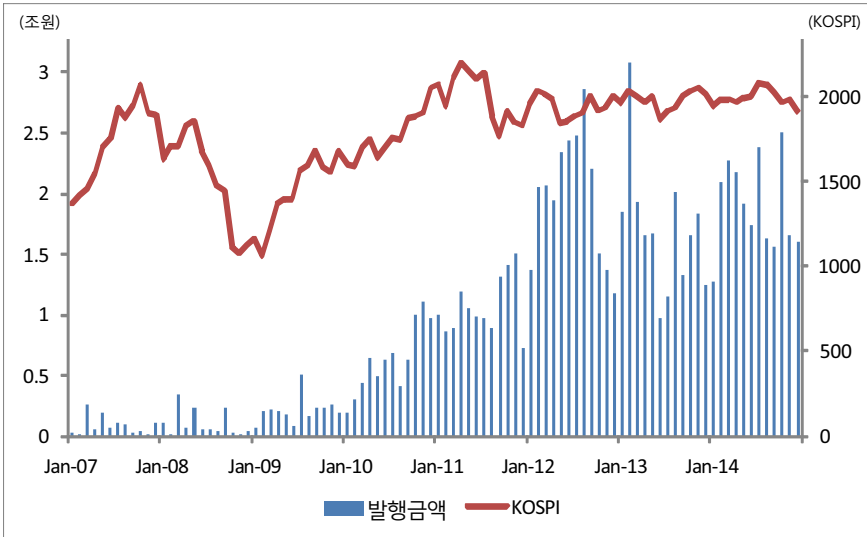
저금리·저성장 기조가 지속됨에 따라 중위험·중수익을 대표하는 ELS·DLS 상품의 수요가 빠르게 증가하고 있다. 2014년 상반기 ELS·DLS 발행금액은 월평균 4.5조원과 2조원으로 전년 대비 10~20% 증가했으며, 2014년 10월에는 ELS·DLS 발행금액이 각각 8.3조원과 1.7조원으로 둘을 합해 10조원을 달성하기도 했다.

<그림 III-1> ELS · DLS 월별 발행금액 추이

<ELS 발행금액>



<DLS 발행금액>



자료: 금융투자협회

한편, ELS·DLS의 빠른 성장에도 불구하고 최근 일부 기초지수의 급락으로 투자자 손실이 발생하는 사례가 늘고 있다. 개별주식을 기초자산으로 하는 ELS의 경우, 일부 기초자산의 종목들이 녹인(knock-in) 수준을 크게 하회해 약속된 수익을 지급받지 못하고 오히려 원금의 50% 내외의 손실을 보기도 하였으며, 원자재를 기초자산으로 하는 DLS의 경우에도 일부 상품에서 큰 손실이 발생하였다.

문제는, ELS·DLS를 판매하는 과정에서 투자자에게 손실 가능성과 최대 손실 금액을 알려주지 않았다는 데 있다. 만약, 금융투자업자가 판매과정에서 ELS·DLS에 대한 위험을 제대로 알려주지 않았다면 투자권유 규제 중 설명의무 위반에 해당된다. 설명의무와 더불어, 적합성 원칙 위반도 적용될 수 있다. 자본시장법에 따르면, 투자자의 위험성향에 비추어 적합하지 않은 상품을 권유해서는 안 된다. ELS·DLS 상품의 경우 수익구조가 이해하기 복잡하고, 원금 손실 가능성이 존재하기 때문에 금융투자협회가 제정한 표준투자권유준칙에서 연령 및 투자경험에 따라 투자권유에 적합한 투자자를 제시하고 있다. 예를 들어, 재산 수준이 낮고 ELS·DLS 투자경험이 없는 고령의 은퇴자에게 원금비보장형 ELS·DLS를 권유하는 것은 적합성 원칙에 위배될 수 있다.

실제로 최근에 ELS를 판매하는 과정에서 법적 분쟁 사례가 발생하였다. 특정 금융투자회사가 상품구조를 이해하기 힘든 고령의 은퇴자에게 원금비보장형 ELS를 판매하는 과정에서 설명의무와 적합성 원칙을 지켰는지 여부가 쟁점이 되었다. 원고는 자신이 고령으로서 보수적인 투자성향을 가졌음에도 불구하고 증권회사 직원이 연 7%의 확정금리를 지급하는 안전한 상품으로 설명하고 원금 전액 손실이 가능한 원금비보장형 ELS를 권유한 것은 설명의무와 적합성 원칙을 위배한 것이라고 주장하였다.

그러나 2009년 서울고등법원 판결(서울고등법원 2009선고 2008나7750 판결)에서는 D증권회사가 군인으로 25년 간 복무 후 전역한 투자자 A에게 투자설명서를 교부하고 자필로 서명을 받았다면 설명의무를 이행한 것이며, A씨가 과거 ELS 상품에 투자한 경험을 보아 적합성 원칙은 위배하지 않은 것으로 판단하였다. 비록 원고가 증권회사로부터 투자설명서를 직접 교부받지 않았더라도 청약서 및 위험고지문에 자필 서명을 하고, 대리인을 통해 투자설명서를 교부받았으면 증권회사가 설명의무를 한 것으로 볼 수 있다고 판시한 것이다. 적합성 원칙 위반과 관련해서도 과거 원고가 ELS와 유사한 ELF 상품을 청약한 적이 있기 때문에 원금 손실이 있는 상품에 전혀 투자하지 않은 보수적인 투자자라고 볼 수 없다고 판단하였다.

본 ELS 불완전판매 사례는 최근 일부 ELS·DLS 상품에서 다수의 손실이 발생하고 있다는 점에서 중요한 시사점을 준다. 비록 본 사건이 원고인 투자자의 패소로 끝났지만, 자필 서명만으로 상품구조가 복잡한 원금비보장형 상품에 대해 금융투자회사가 설명의무에 최선을 다했다고 볼 수 있는지 여부이다. 금융투자상품을 판매하는 과정에서, 투자권유인이 특정 부분에 자필서명을 권하고 위험에 관한 설명은 구체적으로 수행하지 않는 경우가 많기 때문이다. 더불어, 적합성 원칙과 관련해서도 명확한 기준을 제시할 필요가 존재한다. 오래전 원금비보장형 상품에 가입한 적이 있다는 사실만으로 현재 재산 수준이 낮은 고령의 은퇴자가 보수적인 투자자가 아니라고 판단하기는 어렵기 때문이다.

다. 수익증권(펀드) 불완전판매 사례

불완전판매 사례는 파생상품 및 파생결합증권에만 국한되지 않는다. 최근 중위험·중수익 상품이 인기를 끌면서, 절대수익을 추구하는 공모

펀드에 대한 관심이 증가하고 있다. 문제는 공모펀드 역시 자본시장법상 수익증권으로 분류된 금융투자상품이어서 원금 손실이 발생할 수 있다는 점이다.

2005년 2차례에 걸쳐 판매가 되었던 우리파워인컴펀드는 수익증권의 불완전판매 사례를 대표한다. 당시, 펀드 판매를 담당했던 은행의 투자권유인들은 우리나라 국채와 유사한 위험을 가진 상품으로, 은행금리보다 높은 고수익을 보장한다고 설명⁵⁵⁾하면서 약 2,000여명의 투자자를 모집하였다. 하지만, 당시 설계된 우리파워인컴펀드는 금융전문가도 이해하기 어려운 수익구조를 가지고 있어 판매권유인이 해당 상품의 기대수익과 위험을 제대로 알기 어려운 것으로 확인되었다. 실제, 해당 펀드는 신용파생상품으로 구성된 CDO(Collateralized Debt Obligation)에 투자하고 있어, 기초자산 구성종목들이 급격히 하락할 경우 원금 전액의 손실이 발생할 수 있었다. 결국, 2008년 글로벌 금융위기를 맞이하면서 우리파워인컴펀드에 투자했던 대부분의 투자자들은 원금의 80% 내외의 손실을 보게 되었다.

앞서 KIKO 및 ELS의 사례와는 달리, 본 우리파워인컴펀드의 경우 원고의 승소로 판결이 내려졌다. 2011년 대법원 판결(대법원 2011.7.8. 선고 2010다10752 판결)에서는 은행의 판매직원과 책임자들조차 장외파생상품 구조가 내재된 상품의 위험성을 전혀 인식하지 못하였고, 국채와 동일한 수준의 위험상품으로 투자자에 전달한 점에서 투자자 손실의 50% 수준에서 손해배상책임을 인정하였다. 재판부는 피고인 자산운용사는 광고 및 상품요약서, 상품제안서 등에 원금손실 가능성을 기재하긴 하였으나, 그 글자체가 매우 작고 알아보기 힘들었을 뿐만 아니라 신용등급이 높다는 점을 강조해 원금손실 가능성이 없는 상품으로 오인 설명하였다는 것을 지적하였다.

55) 당시 우리파워인컴펀드의 판매회사는 “3개월마다 연 6.7%의 금리를 지급하는 국채만큼 안전한 상품”으로 광고를 하였다.

비록, 본 수익증권의 불완전판매 사례는 금융투자상품 판매 시 설명 의무의 중요성을 부각시키는 계기가 되었으나, 손해배상책임 정도가 높지 않아 투자권유 규제의 실효성에 의문이 제기되었다. 본 사건 역시 투자자의 과실상계비율은 60~70%로 투자자들의 책임을 상당수 인정하고 있다. 당시 재판부는 투자자가 약관 및 투자설명서 등을 제대로 확인하지 않았고 일부 고객이 펀드를 환매하지 않고 만기까지 보유할 경우 손실이 줄어들었을 수 있다고 판시하였다. 반면, 일각에서는 불완전판매의 재발을 막기 위해서는 엄중한 처벌이 필요하다는 것을 지적한다. 투자권유 규제의 실효성을 높이기 위해서는 투자권유 규제 위반 시 손해배상 책임한도를 높일 뿐만 아니라, 금전적 행정제재 수단인 과징금 제도를 강화할 필요가 있다.

라. 채무증권(CP) 불완전판매 사례

저금리·저성장 기조가 지속되면서, 예금금리보다 높은 수익을 지급하는 고수익채권상품에 대한 관심이 증가하고 있다. 신용등급이 낮은 준거자산을 기초로 발행된 회사채, 단기 기업어음(CP) 및 이들을 기초로 하는 환매조건부채권(RP) 등이 큰 인기를 끌고 있다. 이들 금융투자상품은 채권형 상품으로 소개되기 때문에 준거자산이 부도위험에 처하지만 않으면, 예금금리보다 높은 기대수익을 얻을 수 있다.

이처럼 고수익 채권형 상품이 인기를 끌면서, 재무상황이 악화된 일부 기업집단들이 계열사의 자금을 조달하기 위해 CP를 공격적으로 발행하였다. 문제는, 신용위험이 낮은 계열사의 CP를 투자자에게 팔면서 모그룹의 지원가능성을 강조하여 손실 위험이 매우 낮은 것처럼 투자권유를 했다는 데 있다. 결국 해당 CP를 투자한 일반투자자들이 대규모 손실을 보게 됨에 따라, CP 투자권유 시 적합성 원칙과 설명의무를 위반했는지 여부가 쟁점이 되어 소송이 진행되었다.

서울고등법원 판결(서울고등법원 2013.2.8. 선고 2012나2189 판결)에서는 피고인 그룹사 증권회사 임직원이 원고인 고령의 투자자 A에게 설명 의무를 위반하였다고 판시하였다. 구체적으로 원고는 피고에게 해당 CP의 신용등급을 오인할 수 있을 정도로 그룹사의 지원 가능성을 강조하고 CP의 가치에 중대한 영향을 미칠 수 있는 위험요인들에 대한 설명을 등한시 했다고 판결하였다. 단, 원고가 80세가 넘는 고령자였음에도 적합성 원칙을 위반하지 않았다고 판시한 부분은 흥미롭다. 비록 고령의 투자자라 할지라도 과거에 고수익 채권에 투자한 경험이 있고 또한 원금보장형 ELS 상품에 투자한 경험을 비추어, 신용등급이 “A3-” 이었던 CP에 투자한 것은 적합성 원칙을 위반하였다고 보기 어렵다는 것이다.

본 CP의 불완전판매 사례는 사회적으로 큰 이슈가 되어, 투자권유 규제 of 중요성이 크게 부각되었다. 대규모 기업집단이 재무상황이 악화된 계열사에게 자금을 지원하기 위해 또 다른 금융계열사로 하여금 불완전판매를 강요한 사건으로, 기업집단에 대한 부정적 인식이 크게 증가하고 무엇보다 금융투자상품시장의 신뢰가 크게 훼손되었다. 이후 불완전판매를 최소화하려는 노력이 이루어지면서, 금융투자상품의 판매업자 역시 투자권유 규제의 중요성을 깨닫는 계기가 되었다. 금융투자상품을 판매하는 투자권유인은 해당 상품의 위험을 정확히 알고, 투자자에게 구체적인 위험요인들을 바르게 설명해야 하는 의무를 가지고 있음을 주지하게 되었다. 또한 투자권유인은 투자자의 성향 파악을 통해 해당 상품이 투자자에게 적합한지 여부를 바르게 판단하여, 적합하지 않은 상품을 투자자에게 권유해서는 안 된다는 사실을 깨닫게 되었다.

2. 외국 불완전판매 사례 분석

가. 영국 Precipice Bond 불완전판매 사례

영국은 1980년대 변액보험상품 등 신종 보험상품 수요가 증가하면서, 과당 수수료 수취를 목적으로 하는 부당한 권유행위를 중심으로 불완전 판매가 증가하였으며 1990년대에는 개인연금의 불완전판매가 급증하였다. 금융투자상품의 불완전판매가 증가하고 베어링스 은행의 파산 등 각종 금융사고가 발생함에 따라 영국 정부는 2000년 FSMA를 제정하고, 9개의 금융감독기구를 금융감독청(FSA)으로 통합하였다. 이러한 변화에도 불구하고, 금융투자상품에 대한 불완전판매는 줄지 않았다.

2000년대 초 IT 버블이 끝난 뒤 주식시장에 대한 기대수익률이 낮아지면서, 파생상품이 내재된 고수익채권에 대한 관심이 증가했다. 당시, Precipice Bond로 대표되는 소매 구조화상품은 기초자산이 크게 하락하지 않으면 연 10% 내외의 수익률을 지급하는 상품으로 많은 소매 투자자들에게 판매되었다. 그러나 Precipice Bond는 최근 한국의 ELS와 수익구조가 유사한 상품으로, 기초자산이 정해진 수준을 하회하는 경우 원금 전액 손실이 가능하도록 설계되었다.⁵⁶⁾ Precipice Bond의 만기는 보통 3~5년이었는데, 유럽의 주가지수와 같은 기초지수가 크게 하락하면서 소매 투자자들은 1조원이 넘는 큰 손실을 보게 되었다.

문제는 앞서 언급한 한국의 ELS 불완전판매 사례와 유사하게, Precipice Bond가 주로 고령의 은퇴자를 중심으로 무려 약 250,000명에게 팔렸으며, 판매 과정에서 상품의 위험성이 제대로 알려지지 않았다는 점이다. 당시 언론 보도에 따르면, Precipice Bond의 투자자 중에서 70%

56) 남길남(2012) 참조.

는 원금손실 가능성에 대한 주의를 듣지 못한 것으로 확인되었다. 결국 영국 Lloyds 은행 등 주요 판매업자는 투자권유 규제 위반으로 벌금을 선고받았다. 과거 1988년 제조와 판매를 분리하는 Polarization Rule과 독립자문판매업자(Independent Financial Advisor: IFA) 제도가 도입되었을 뿐만 아니라, 2000년에는 FSMA가 제정되고 9개 감독기구가 금융감독청(FSA)으로 통합되었음에도 불구하고, 불완전판매에 대한 문제는 끊이지 않았던 것이다. 결국 Precipice Bond 사건을 계기로 영국 FSA는 2006년부터 소매투자상품에 대해 적정성 검토(RDR)를 시행하였으며, 수수료 체계 개선, 투자자문업자의 자격요건 강화, 공시 강화 등의 내용을 담은 규제안을 2012년 말부터 시행하기로 발표하였다.

나. 미국 모기지 파생상품 불완전판매 사례

2000년대 초 영국에서 고수익채권이 인기를 끌었던 것과 유사하게, 미국에서는 부동산 경기 상승 및 부동산 담보대출의 증가로, 모기지 파생상품의 판매가 급격히 증가했다. 하지만 2008년 미국의 부동산 가격이 급락하고, 모기지 채권이 부실화되면서 모기지 파생상품에 투자했던 소매 투자자들의 대부분은 엄청난 손실을 보게 되었다. 2008년 글로벌 금융위기 당시 모기지 파생상품을 취급했던 상당수 금융회사 역시 큰 손실을 보면서, 지급보증 리스크가 커져 모기지 파생상품에 투자한 소매 투자자의 손실은 더욱 늘어났다.

미국 법무부는 당시 모기지 파생상품을 팔았던 주요 상업은행들이 설명의무 등 투자권유 규제를 위반했다고 판결하였다. 예를 들어, BOA (Bank of America)의 경우 투자권유인들이 소매 투자자들에게 기초자산인 모기지 채권이 부실화될 수 있음을 알았음에도 불구하고 모기지 채무자들이 채권을 상환할 수 있다고 오도하였다는 것이다. 미국 법무부는

모기지 파생상품을 소매 투자자에게 판매한 주요 상업은행 및 투자은행들에게 100억달러 이상의 과징금을 부과했으며, 최근에 들어서야 주요 상업은행들이 불완전판매를 인정하고 미국 법무부에 합의금을 내기로 결정하였다. 실제 BOA(Bank of America)의 경우, 2014년 8월에 미국 법무부에 약 167억달러를 합의금으로 지불할 것을 결정하였으며, JP 모건은행과 씨티그룹 역시 100억달러 내외의 매우 큰 액수의 합의금을 내기로 결정하였다. 이처럼 미국은 금융투자상품 판매업자가 불완전판매를 행할 경우, 사법부가 엄중한 과징금과 처벌을 내리는 특징을 가지고 있다.

모기지 파생상품의 불완전판매 사건 이후, 미국은 도드-프랭크법(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)을 제정하여 투자자 보호 장치를 강화하였다. 도드-프랭크법에서는 장외파생상품시장의 장내 인프라 사용에 관한 내용과 함께 투자자 보호 부분이 주된 내용으로 포함되었다. 투자자 보호 강화를 위해 금융소비자 보호 기능을 전담하는 소비자 금융보호국(Consumer Financial Protection Bureau: CFPB)을 신설하는 것이 주된 내용이다. 이와 더불어, SEC는 소비자보호를 위해 예산과 인력을 크게 확충하고 RIA⁵⁷⁾에 대한 정기 감독을 강화하였다.

다. 홍콩 미니본드 불완전판매 사례

홍콩은 아시아 금융시장의 허브 역할을 수행하면서, 일반 소매 투자자들에게 혁신 금융상품들을 공급하여 왔다. 2000년대 초부터 미니본드(miniBond)로 불리는 고수익채권 상품이 크게 인기를 끌었는데, 원발행

57) 등록투자자문인(Registered Investment Advisers: RIA)은 수탁자(Fiduciaries)로서 컴플라이언스 프로그램을 유지하고, SEC에게 보고서를 제출하도록 요구받는다.

회사는 리만브라더스로 실제 판매는 홍콩의 주요 상업은행이 담당하였다. 당시 판매된 미니본드는 한국의 신용연계채권(Credit Linked Note: CLN)과 유사한 구조로, 준거자산들의 신용등급이 크게 떨어지지 않으면 예금금리보다 높은 수익률을 지급하는 반면, 준거자산들의 신용등급이 일정 수준 이하로 떨어지거나 발행회사의 부도 사건이 발생하게 되면 원금 전액 손실이 가능하도록 설계된 상품이다. 실제 약 4만 3천명의 소매 투자자들이 미니본드에 투자했었는데, 2008년 글로벌 금융위기로 리만브라더스가 파산하자 투자자들은 원금의 대부분을 손해 보는 상황이 발생하였다.

홍콩의 미니본드 사례 역시, 판매를 담당한 은행의 임직원들이 상품의 위험요인을 정확히 설명하지 않았던 것이 문제가 되었다. 당시 손실을 본 피해자들은 미니본드를 판매한 은행의 임직원이 위험요인을 제대로 설명하지 않았다고 주장하며, 대규모 시위를 벌이기도 했다. 결국 금융당국은 불완전판매 여부와는 관계없이, 미니본드를 판매한 16개 은행으로 하여금 약 3만명의 투자자들에게 투자원금의 최소 60% 이상을 강제 환매수해 주도록 중용하였다.

홍콩의 미니본드 불완전판매는 한국의 투자권유 규제에 중요한 시사점을 남겼다. 당시, 미니본드의 원발행회사였던 외국금융기관의 부실로 해당 상품이 큰 손실을 봤음에도 불구하고, 자국 은행의 투자권유인이 설명의무 등 투자권유 규제를 위반한 사실을 인정하고 빠른 시일 내에 손해배상을 명령하였다는 것이다. 손해배상수준 또한 60% 이상으로 매우 높았으며, 특별히 적합성 원칙을 적용해 고령의 개인투자자들에게는 투자금액의 최소 70% 이상을 보상해주기도 하였다. 한국 금융기관이 투자권유 규제를 위반한 경우, 과실상계비율이 매우 높아 실제 소매 투자자들이 돌려받을 수 있는 금액이 매우 적은 것과는 대조되었다.

라. 싱가포르 구조화채권 불완전판매 사례

싱가포르 역시 홍콩과 함께 아시아 금융시장의 허브 역할을 수행하며, 혁신 금융상품들이 빠르게 공급되었다. 앞서 설명한 미니본드 역시 싱가포르에서 큰 인기를 끌었으며, 미니본드와 유사한 구조를 가진 Pinnacle Bond 등도 인기를 끌었다. Pinnacle Bond는 신용을 준거자산으로 하는 고수익채권으로, 미니본드보다 위험이 높고, 기대수익률도 높도록 설계된 상품이었다.⁵⁸⁾

싱가포르 금융당국은 해당 미니본드에 대해 투자권유 규제를 위반한 금융회사에 대해 최대 2년 간 유사 금융투자상품의 판매를 금지하는 처벌을 내리기도 하였다. 최근까지 소송이 진행되었던 Pinnacle Bond의 경우 원발행회사인 모건 스탠리가 불완전판매 사실을 인정하고 원고 측인 일반투자자에게 약 2천만달러를 지불하기로 합의했다. MARS의 보고서에 따르면, 미니본드와 Pinnacle Bond가 투자설명서에서 저위험에서 중위험상품으로 분류된 것은 잘못된 것이며, 오히려 고위험을 감당할 수 있는 투자자에게 적합한 상품이고 Pinnacle Bond는 미니본드보다도 위험한 상품임을 명시하였다.

흥미로운 점은 동일한 미니본드 상품의 손실에도 불구하고, 싱가포르는 홍콩과는 달리, 불완전판매에 대한 조사를 강화하고 투자권유 규제 위반에 대해 엄중한 처벌을 내렸다는 점이다.⁵⁹⁾ 또한, 싱가포르 금융당국이 불완전판매 여부를 조사하는 데 오랜 시간이 걸렸음에도 불구하고, 미니본드 투자자들이 원금을 회수하는 비율은 홍콩과 크게 다르지 않았다. 싱가포르의 사례는 불완전판매에 대한 원칙 있는 처벌을 제시하고

58) MARS 자료에 따르면, 미니본드가 약 7,800명의 소매 투자자에게 약 3억 7천만달러 금액으로 판매되었으며 Pinnacle Bond는 약 650명의 소매 투자자에게 약 2,500만달러 금액으로 판매되었다.

59) 남길남(2013) 참조.

투자권유 규제 of 실효성을 제고했다는 측면에서 홍콩 금융당국의 대응 보다 우수하다고 판단할 수 있다.

3. 불완전판매 사례 특징 분석

가. 발생원인

그 동안 한국에서 문제가 되었던 투자권유 규제 위반사례들의 발생 원인을 추출해 보면, 다수 투자자의 피해가 동시에 발생하는 대규모 불완전판매는 경제상황 급변시마다 발생하였으며, 대우 회사채부터 최근 동양그룹 계열사 CP에 이르기까지 반복되는 양상을 보이고 있다. 불완전판매의 발생 원인으로 공통적으로 지적되고 있는 것은, ① 상품구조적인 특성, ② 투자자의 위험성 인식 소홀, ③ 의존적 투자판단 관행, ④ 장점 위주의 설명 관행, ⑤ 피해발생 후 사후적 조치 관행 등과 같은 다섯 가지로 구분해 볼 수 있다.

첫째, 상품구조상에 특징을 찾을 수 있다. 대규모 불완전판매가 문제된 상품은 ① 손실발생가능성이 낮고, ② 투자목적이 시세차익보다는 만기보유 수익 중심으로 ③ 처분성에 제약이 있는 금융투자상품들이었다. 회사채, CP, 부동산펀드, ELS 등이 주로 문제시 되었으며, 오히려 주식, 선물옵션 등 시세변동이 심하고, 시장 처분이 자유로운 금융투자상품에서는 대규모 불완전판매 논란이 적었다. 회사채의 경우, 1999~2012년 기간 중에서 연평균부도율은 2.19%이며, 투기등급의 부도율도 7.54%에 불과하였지만 처분성이 제약되었다는 특징이 있었고, CP의 경우는 채권보다 부도율이 더 낮아 3개월 만기 CP의 1998~2012년 기간 중 연평균부도율은 0.44%이며, 투기등급도 1.83%에 불과하나 역시 처분성은 제약되었다. 부동산펀드의

경우도 당시에는 충분한 물적 담보를 가지고 있고 사업성도 양호하여 안정적인 수익이 예상되나 처분성이 제약되었다. 원금비보장형 ELS의 경우, 주가가 박스권 횡보 시 안정적인 수익획득이 가능하고, 판매당시 주가가 박스권을 형성되었으나, 역시 처분성은 제약되었다.

둘째, 위험성에 대한 인식이 소홀하였다. 과거 해당 금융투자상품으로부터 수익을 거둔 적이 있다면, 심리적 관성으로 인해 투자판단 시 해당 금융투자상품의 위험성에 대한 인식이 소홀해지는 경향이 발생하였다. 성공한 경험을 축적한 투자자는 해당 상품의 위험성에 대한 진지한 고민이 없이 재투자를 반복하고, 결혼준비자금, 노후자금, 전세자금 등 안전성을 최우선시해야 할 자금을 채권, CP 등에 계속 투자하였다. 또한, 투자자들이 입은 손실 규모가 예상을 뛰어넘는 경우가 많았다. 일반 투자자도 금융투자상품이 은행의 예금과 다름을 인지하고, 어느 정도 손실을 감수할 의사는 존재하지만, 100%에 가까운 투자손실을 예상하거나 이에 대비하는 투자자는 거의 없다.

셋째, 의존적 투자판단 관행이 존재하였다. 문제된 금융투자상품을 판매직원이 권유한 경우에는 불완전판매 논란으로 연결되었다. 투자자가 HTS 등을 통해 자기 주도적으로 투자를 결정한 경우, 불완전판매 논란이 발생할 개연성은 거의 없었다. 그러나 많은 일반투자자들은 판매직원의 권유에 의존하는 경향이 있고 투자결정이 판매직원에게 의해 이루어졌다고 생각한다. 그 결과 제대로 된 설명을 듣지도 않고, 설명서의 내용도 정확히 읽지 않았음에도 서명 날인하는 잘못된 관행이 아직도 일선 창구에서 일어난다.

넷째, 금융투자상품의 장점 위주로 설명하는 관행이 존재한다. 금융투자업자도 영리를 추구하는 업자이므로 투자권유 시 마케팅 유인이 존재하기 마련이다. 따라서 금융투자상품의 약점(최악의 경우 발생 가능한 손실규모 등)에 대해서는 명확히 설명하지 않는 경향을 보인다. 또한, 일반적으로 구조가 복잡한 상품일수록 판매보수가 높은 경향이 있어, 판매

업자는 커미션에 기초한 보상을 받기 위해 불완전판매를 종용할 가능성이 높다.

다섯째, 피해발생 후 사후적 조치 관행이 존재하였다. 판매절차상 다소 문제가 있더라도 성공한 투자에 대해서는 강하게 조치하지 않아서, 잘못된 투자권유 관행이 지속되어 왔다.

나. 피해구제의 곤란성

투자권유 규제의 위반 사건들은 대부분 민사상의 손해배상청구 사건으로 처리되지만, 설명의무 내지 적합성 원칙의 위반에 대한 판단과 사실관계 규명이 어려워 투자자들의 피해구제가 곤란하다는 한계를 드러내었다. 먼저 투자권유 규제의 이행여부에 대한 사실규명이 어렵다. 금융투자상품 판매는 통상 금융투자회사를 방문하여 설명을 듣고 관련서류에 서명하는 절차를 거치는데, 사후 문제 발생 시, 방문 시의 설명내용에 대해 확인할 수단이 없고, 투자자와 판매직원 간의 주장이 상반되는 경우가 대부분이다. 이 경우 투자설명서(확인서) 등의 자필서명이 판단기준이 될 수밖에 없어 투자자의 주장을 수용하기 어렵다.

손해배상책임 여부의 판단이 곤란한 문제점도 있다. 설명의무의 위반 여부는 투자자의 개별 특성(투자경험, 학력, 사회활동 정도, 연령 등)과 실제 설명내용을 함께 고려한다. 그 결과 사실관계의 작은 차이에 의해서도 설명의무의 위반 여부가 결정되는 사안별 판단(case by case)의 영역이 된다. 또한 과실상계로 인해 승소한 투자자가 받게 되는 손해배상 금액이 예상보다 적은 것도 문제이다. 손해배상액 산정 시 피해자의 과실도 상계하게 되므로 투자자가 실제 배상받는 금액은 손해금액에 크게 미달할 수 있다. 이로 인해 손해배상책임이 인정되더라도 투자자는 손해배상액에 대한 불만이 클 수밖에 없다.

IV. 투자권유 규제 의 문제점 및 개선 방안

1. 투자권유 규제 의 문제점
2. 투자권유 규제 의 개선 방안

IV. 투자권유 규제의 문제점 및 개선 방안

1. 투자권유 규제의 문제점

자본시장법상 투자권유 규제와 금융투자협회의 표준투자권유준칙은 투자자 보호를 목표로 꾸준히 개선되었다. 종래 증권거래법, 선물거래법, 간접투자자산운용법 등으로 나뉘었던 투자권유 규제가 단일한 자본시장법으로 통합되는 과정에서 투자권유 규제가 다소 추상적이고 포괄적으로 기술되면서 실제 규제를 적용하고 집행하는 단계에서 어려운 문제가 발생하였다. 특히 저금리 기조 속에서, 금융투자상품의 구조가 갈수록 복잡해지고 발행인과 투자자 사이에 정보비대칭이 커져감에 따라 파생상품이 내재된 구조화상품과 관련한 불완전판매 이슈가 끊임없이 제기되었다. 여기서는 한국의 투자권유 규제에 관하여 지적되고 있는 중요한 문제점들을 살펴보기로 한다.

첫째, 투자권유 규제가 추상적이고 포괄적으로 기술되어 있어 투자권유 규제를 효율적으로 집행하기 어렵다는 문제가 있다. 실제, 자본시장법상 명시된 설명의무, 적합성 원칙, 적정성 원칙 등의 규제 내용이 추상적, 포괄적으로 기술되어 있고 실제 운용·집행 과정에서 불명확한 부분이 많았다. 예를 들면 설명의무 항목에서 중요설명 사항이 무엇인지가 구체적으로 명시되지 않아 설명의무를 위반하였는지 여부를 판단하기 곤란한 부분이 있다. 설명의무 항목에 중요사항으로 금융투자상품의 최대손실 금액, 금융투자상품을 판매·제조하는 금융기관의 신용등급 등에 대한 구체적인 내용이 명시되어 있으면 설명의무를 위반하였는지 여부를 보다 쉽게 판단할 수 있을 것이다. 적합성 원칙도 마찬가지이다. “일반투자자에게 적합하지 않은 상품을 권유해서는 안 된다” 라고 하는 포괄적이고 일반적인 규제 방식의 서술로 인해, 실제 집행단계에서 적용하기 어려운 문제가 잔존한다.

둘째, 상품숙지의무(Know your products)의 규제 수준이 낮아 문제이다. 이와 함께 고객숙지의무(Know your client)의 규제 수준도 낮는데, 이것은 특정 투자자에게 적합한 특정 금융투자상품에 대하여 투자권유를 하여야 한다는 적합성 원칙을 실행할 수 있는 전제조건이 결여되어 있다는 것을 의미한다. 한편, 금융공학의 발달로 금융투자상품이 갈수록 복잡해지는 가운데, 저금리·저성장 기조가 계속되면서 ELS·DLS, 워안화예금 ABCP 등 파생상품을 기반으로 하는 구조화상품의 판매가 빠르게 증가하고 있다. 중위험·중수익을 목표로 하는 구조화상품들은 수익구조가 복잡하여 판매를 담당하는 금융회사의 임직원도 기대수익, 위험도 등을 정확히 구분하기 어려운 상황이다. 예를 들어 유사한 원금비보장 ELS 상품 A와 B에 대해서 어떤 상품이 더 위험하고 덜 위험한지를 판매자도 숙지하지 못하는 경우가 많다. 최근에는 정유, 화학, 조선업종 개별주식을 기초로 하는 원금비보장형 ELS에서 대규모 손실이 발생하고 있어 불완전 판매에 대한 우려가 더욱 커지고 있는 상황이다.

셋째, 고객숙지의무 또한 주요 선진국에 비하여 규제 수준이 낮다. 고객의 연령, 소득, 재산상황, 투자목적, 투자경험 등을 종합적으로 고려하여 위험감수 능력을 주기적으로 파악하는 것이 필요하지만, 실제 판매 과정에서는 체크리스트를 기반으로 형식적으로 파악하고 있는 것이 사실이다. 판매하는 시점뿐 아니라 판매 이후의 시점에도 고객의 위험 성향을 주기적으로 체크하여 위험도에 적합하지 않은 금융투자상품을 권유하는 것은 금지될 필요가 있다. 고객숙지의무와 관련된 우리 판례를 보면, 고객정보에 관한 사항 중에서 특히 투자경험을 투자권유 규제의 위반 여부를 판단하는 데 중요한 고려사항으로 여겨서, 선행되는 투자경험이 있는 경우에는 대부분 금융투자업자가 적합성 원칙을 준수하고 설명의무를 이행하였다고 판단하여 손해배상책임을 인정하지 않는 경향을 보인다.

넷째, 투자권유 규제를 위반하는 경우 손해배상책임의 수위가 낮다. 주요 투자권유 규제 중에서 설명의무를 제외하고는 손해배상액 추정이 법제화되어 있지 않아 손해배상책임을 부과하기가 쉽지 않다. 설명의무 위반의 경우에도 과실상계의 인정 비율이 높기 때문에 해당 투자자는 손실 금액의 극히 일부만을 받는 경우가 대부분이다. 또한 손해금액을 구제받는 절차나 과정이 복잡하고 길어 제재 수단이 실효성을 갖추지 못하고 투자자 보호도 취약하다.

2. 투자권유 규제의 개선 방안

가. 금융투자상품에 대한 설명의무의 구체화

자본시장법상 설명의무⁶⁰⁾에 따르면, 금융투자업자는 투자권유 하는 과정에서 금융투자상품의 내용, 투자에 따르는 위험, 그 밖에 대통령령으로 정하는 내용을 설명해야 한다. 이때 시행령에서 정하는 내용에는 금융투자상품의 투자성에 관한 구조와 성격, 수수료에 관한 사항, 조기상환조건이 있는 경우 그에 관한 사항, 계약의 해제 및 해지에 관한 사항이 포함된다. 즉, 금융투자업자는 금융투자상품을 판매하는 과정에서 해당 금융투자상품의 기대수익과 위험 외에 상품 수익구조, 수수료, 조기상환 여부, 계약 해제 및 해지에 관한 내용을 반드시 투자자에게 알려주어야 한다.

문제는, 금융투자상품의 기대수익과 위험에 대한 내용이 무엇인지 추상적이고 불명확하다는 데 있다. 예를 들면, 원금비보장형 ELS를 권유하

60) 자본시장법 제47조 제1항 참조.

는 과정에서 위험을 “원금 손실 가능성이 존재한다”라고만 설명하면 투자자는 일반 채권에 비해서 얼마나 위험하고 또 일반 주식에 비해서 얼마나 안전한 상품인지 판단하기가 어려울 수 있다. 또한 ELS와 같은 구조화상품은 상품의 수익구조가 매우 다양하여 기대수익과 위험을 개별적으로 인식하기가 어렵다. 따라서 금융투자업자는 금융투자상품을 권유하는 과정에서, 아래의 예시와 같이 과거 시물레이션을 기반으로 한 기대수익률, 원금손실 여부, 녹인접근도,⁶¹⁾ 최대손실금액, 발행회사의 신용등급 등 기대수익과 위험을 구체적인 수치로 제시할 필요가 있다. 또한 판매 이후 해당 위험이 변할 수 있으므로 사후에도 위험을 고지할 필요가 있다.

<표 IV-1> 설명의무의 구체화 예시

기대 수익률 (과거 시물레이션 기반)	4%
원금손실여부	원금손실가능
녹인접근도	80%
최대손실금액	원금의 100%
발행회사의 신용등급	AA-

다음으로 설명의무 내용을 금융투자상품의 거래 목적에 따라 구분할 필요가 있다.⁶²⁾ 금융투자상품의 거래 목적은 일반적으로 차익거래 목적, 시세차익거래 목적, 헤지거래 목적으로 나뉜다. 이때 차익거래 목적은 주로 전문투자자가 수행하는 것이므로, 일반투자자에게 권유하는 경우는

61) 이효섭(2015) 참조.

62) 박선중(2011) 연구에서는 파생상품의 거래 목적을 투기적 거래 목적과 헤지 거래 목적으로 구분하여 헤지 목적 거래의 경우 헤지 비용에 대한 부분을 추가로 설명하고, 기초자산의 위험을 초과하여 손실이 발생하는지 여부에 대한 내용도 설명의무 내용에 포함되어야 함을 주장하였다.

주로 시세차익거래 목적과 헤지거래 목적이 해당될 것이다. 앞서 제시한 것처럼 시세차익거래 목적과 헤지거래 목적 모두 금융투자상품의 기대 수익과 위험 부분을 구체적으로 설명하는 것이 필요하다. 추가로 헤지거래 목적인 경우 기초자산과 헤지수단으로 활용된 금융투자상품의 손익을 포함한 헤지포트폴리오의 손익 및 위험을 설명할 필요가 있다. 예를 들어, 금융투자회사가 주식을 기초자산으로 보유하고 있는 일반투자자에게 콜옵션 매도 상품을 헤지목적으로 권유하는 경우, 헤지포트폴리오의 수익구조 및 위험을 구체적으로 제시할 필요가 있다. 주식과 콜옵션 매도를 동시에 보유한 경우 기초자산의 하락으로 헤지포트폴리오에서 손실이 발생할 수 있음을 명시하고 옵션 매도포지션에서 결제 불이행에 따른 마진콜(margin call) 위험이 발생할 수 있음을 알려야 한다.

나. 손해액 추정 규정의 도입

자본시장법에는 주요 투자권유 중에서 설명의무를 위반하는 경우에만 손해배상책임 및 손해액 추정 규정이 명시⁶³⁾되어 있다. 기타 적합성 원칙, 적정성 원칙 등의 투자권유 규제를 위반하는 경우에는 자본시장법 제64조에 따라 일반적인 손해배상책임만 인정된다. 이때에는 설명의무 위반과는 달리 손해액을 추정하는 규정이 없다.

투자권유 규제의 실효성을 높이기 위해서는 설명의무와 유사하게 적합성 원칙, 적정성 원칙에도 손해액을 추정할 수 있도록 할 필요가 있다. 예를 들어, 장내 옵션을 매도한 투자자를 대상으로 금융투자업자가 적정성 원칙을 위반한 경우 해당 투자자는 옵션 매도에서 큰 손실을 볼 가능성이 있다. 해당 투자자가 투자권유를 받지 않고 자기책임 하에 투자하였다고 판단하여 설명의무 위반을 적용하기도 어려운 경우라면, 적

63) 자본시장법 제48조 참조.

정성 원칙을 위반하였다고 하여도 그 손해액을 입증하기 어려울 수 있다. 더욱이 파생상품등은 레버리지가 내재되어 있고 상품구조가 복잡해 투자자가 이해하기 어려운 경우가 많아 금융투자업자는 파생상품등에 대해서는 적합성 원칙과 적정성 원칙을 엄밀히 준수해야 할 필요가 있다. 따라서 적합성 원칙 및 적정성 원칙에 대한 투자권유 규제의 실효성을 높이기 위해서는 손해배상책임 조항을 명문화하는 문제와 피해 투자자가 입은 손해액을 추정하는 문제를 검토할 필요가 있다.

다. 투자권유 규제에 사후관리 추가

설명 의무, 적합성 원칙, 적정성 원칙 등 현행 투자권유 규제는 판매 시점에 초점을 맞추고 있어 투자자의 재산상황 변화, 투자목표 변화 등 투자자 속성의 가변성을 반영하지 못하고 있다. 이에 비해 영국은 독립 투자자문업자인 IFA를 중심으로 일반투자자들에게 생애주기 맞춤형 투자권유를 제공하고 있다. 나아가 최근 도입한 소매 금융투자상품에 대한 유통 채널 규제(RDR)에서는 금융투자업자 또는 투자자문업자가 금융투자상품 수명 주기 전 과정에 대해 관리하도록 명시하였다.

특히 레버리지가 내재된 금융투자상품에 투자하는 경우에는 대규모 손실 등으로 인해 일반투자자의 적합성 요건이 바뀔 수 있다. 예를 들어, 판매시점 당시에는 적합성 요건에 부합하였더라도 중간에 해당 금융투자상품에서 대규모 손실이 발생하게 되면 재산이 크게 줄거나 투자목적 자체가 변경되어 적합성 요건에 부합하지 않을 수 있다. 즉, 판매 이후의 시점이라도 투자하고 있는 금융투자상품이 적합하지 않다고 판단된 경우, 또는 투자권유 대상이 아닌 경우 해당 금융투자상품 투자가 적정하지 않다고 판단된 경우에는 해당 사실을 투자자에게 알리는 것이 필요하다.

기타 구조화상품에 투자한 경우에도 설명의무, 적합성 원칙, 적정성 원칙에 대한 사후관리가 중요하다. 금융투자업자가 원금비보장형 ELS를 투자하는 시점에 기초자산의 손실 확률이 매우 낮아 일반투자자가 감내하기 적합한 상품이라고 권유하였더라도, 시간이 경과하여 기초자산 하락 또는 변동성 상승 등으로 해당 원금비보장형 ELS 상품의 위험성이 크게 증가한 경우에는 그 투자자에게 적합하지 않은 상품이 될 수 있다. 자기책임에 따른 투자를 한 경우에도 마찬가지이다. 특히 구조화상품은 판매 이후의 시점에 기초자산 가격 변화 또는 기초자산의 변동성 변화, 발행회사의 신용등급 강등 등으로 보유한 상품에서 큰 손익의 변화가 나타날 수 있어 그 투자자의 재산상황 및 투자목적에 직접적인 영향을 미칠 수 있는 것이다. 따라서 금융투자상품을 투자권유하는 경우에 있어서는 영국의 생애주기 맞춤형 투자권유 절차와 유사하게, 금융투자업자가 주기적으로 판매규제에 대한 사후관리를 강화할 필요가 있다.

라. 적합성 보고서 및 적정성 보고서의 도입

적합성 원칙, 적정성 원칙 등을 준수하기 위해 일반투자자는 금융투자업자로부터 자신의 투자성향 등급, 투자권유 대상 금융투자상품의 위험도 등을 고지 받았다는 사실을 서명 등의 방법으로 확인받아야 한다(자본시장법 제46조 제2항, 제46조의2 제2항). 이때 일반투자자가 금융투자업자로부터 해당 사실을 확인받는 과정에서, 왜 투자자가 특정 투자성향등급을 받게 되었는지 그리고 금융투자상품이 자신에게 왜 적합하다고 결정되었는지 등에 관한 이유는 알지 못하는 경우가 많다. 투자권유 규제가 요식적인 절차로 전락하여 투자자 보호 강화라는 자본시장법상 도입 취지가 사라질 가능성이 있는 것이다.

<표 IV-2> 금융투자상품에 대한 주요 사항 등을 고지 받았다는 사실에 관한 서명 예시

1. 귀사가 파악한 본인의 투자성향이 ()등급임을 고지 받았으며, 본인의 투자성향보다 위험도가 높은 금융투자상품임에도 불구하고, 귀사로부터 투자권유를 받지 않고 (본인의 판단에 따라) 투자를 하고자 하며, 해당 금융투자상품에 대한 (투자의 위험성을 고지 받았음)을 확인합니다.
2. 해당 상품명 및 위험 등급: ()등급
3. 일자: (2014. .)
4. 고객의 성명: (), 서명/인

위의 예시처럼 일반투자자는 괄호 안의 내용을 자필로 기재하고 마지막에 서명을 하는 절차를 진행해야 한다. 이때 해당 투자자는 왜 자신이 특정 투자등급을 받게 되었는지, 왜 해당 금융투자상품이 적합하지 않다고 판단되었는지 등에 대한 설명을 받는 것이 필요하다. 하지만 상당수 투자자는 괄호 안의 내용을 투자권유인이 불러주는 대로 작성하는 등 해당 과정이 요식행위로 끝나는 경우가 많다.

금융투자상품에 투자한 일반투자자는 투자한 결과로부터 발생할 수 있는 예상치 못한 손실 가능성을 최소화하기 위해 투자결정의 주된 결과와 야기될 수 있는 일체의 불이익이 요약된 정보를 받는 과정이 필요한 것이다. 실제 영국은 금융투자업자가 주요 금융투자상품을 권유하는 경우, 왜 해당 금융투자상품이 고객에게 적합하다고 결정하였는지를 포함하는 적합성 테스트 보고서를 제출하도록 되어 있다. 우리도 금융투자상품을 권유하는 데 있어서 금융투자업자가 적합성 보고서 및 적정성 보고서를 일반투자자에게 제출하도록 하는 제도를 검토할 필요가 있다. 일반투자자는 적합성 보고서 또는 적정성 보고서를 확인함으로써, 자신의 투자성향이 어떻게 되고 특정 금융투자상품의 위험이 어느 정도인지를 파악할 수 있고, 이를 통하여 투자자는 자신이 합리적인 투자선택을 하였는지 여부를 알 수 있기 때문이다.

마. 구조화상품에 대한 위험 비교 공시 확대

금융투자상품을 권유하는 데 있어서 설명의무, 적합성 원칙, 적정성 원칙을 준수하기 위해서는 해당 금융투자상품에 대한 위험 정도를 정확히 파악하는 것이 무엇보다 중요하다. 특히 최근 인기를 끌고 있는 구조화상품의 경우 수익구조가 정형화되어 있지 않고 복잡하여 기대수익 및 위험 정보를 객관적으로 계량화하기가 쉽지 않다. 예를 들어 원금비보장형 ELS의 경우 기초자산, 녹인 비율, 조기상환 여부, 만기, 쿠폰 수익률, 만기 행사방법 등에 따라 상품구조가 다양하여 어떤 상품이 더 위험하고 덜 위험한지 객관적으로 판단하기가 쉽지 않다.

유럽은 EDG(European Derivatives Group)에서 유럽에서 판매되는 모든 구조화상품들에 대한 위험을 객관적으로 비교할 수 있는 시스템을 갖추고 있다. 해당 구조화상품들의 시장위험, 신용위험, 이해상충 위험을 객관적으로 측정하여 구조화상품의 위험 등급을 투자자가 알기 쉽게 제공하여 준다. 구체적으로 신뢰구간에서 발생할 수 있는 최대 손실 금액(Value At Risk: VAR) 개념을 기초로 시장위험을 계량화해서 측정하고 발행회사의 신용평가 정도에 따라 해당 구조화상품의 신용위험을 객관적으로 판단한다.

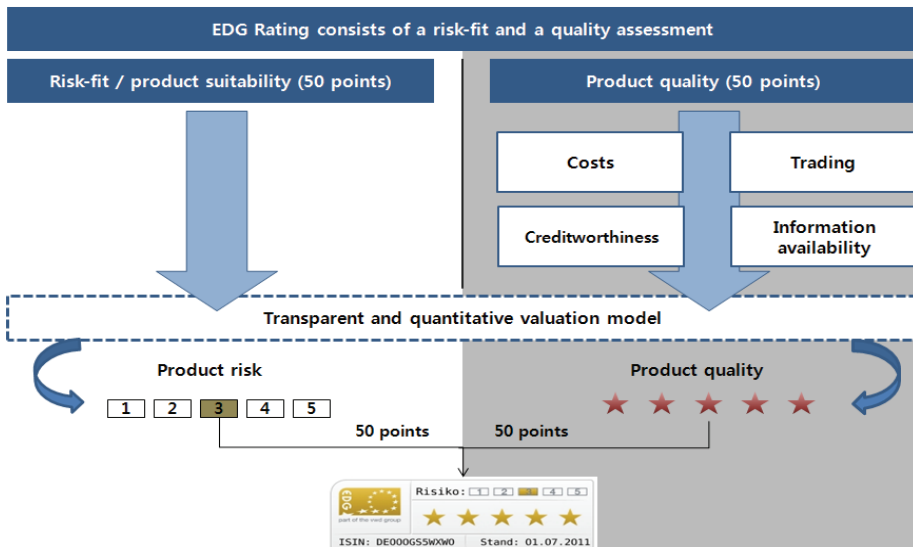
한국은 현재, 파생결합증권 및 파생결합사채의 증권신고서에 시장위험,⁶⁴⁾ 발행회사의 신용등급, 중도환매에 따른 수수료,⁶⁵⁾ 이해상충에 따른 위험 등을 구체적으로 명시하고 있다. 하지만 상품별로 시장위험 등이

64) 시장 위험에는 기초자산가격 수준에 따른 위험(델타), 기초자산가격 변동에 따른 가격 하락속도 위험(감마), 기초자산가격 변동성에 따른 위험(베가), 시간 경과에 따른 위험(세타), 이자율수준에 따른 위험(로), 기초자산 간 상관관계에 따른 위험(코릴) 등이 포함된다.

65) 중도환매 수수료는 약 5~10% 내외로 기초자산 및 잔존만기에 따라 환매 수수료가 차이날 수 있다.

더 높고 낮은지를 비교 판단하는 것은 어렵다. 구조화상품에 대한 적합성 원칙의 준수를 강화하고 설명의무를 통한 투자자 보호를 강화하기 위해서는 EDG에서 제공하는 서비스와 유사하게 구조화상품에 대해서 위험을 객관적으로 비교 평가할 수 있는 시스템을 갖추는 것을 검토할 필요가 있다.

<그림 IV-1> EDG의 구조화상품 위험등급 산정 예시



자료: EDG

다행히 최근 금융투자협회는 ELS·DLS, ELB·DLB 상품에 대해 기대수익과 위험 정도를 비교할 수 있는 비교 공시 사이트를 마련하였다. 기존에는 금융감독원의 전자공시시스템(DART), 개별 판매 증권회사, 그리고 예탁원 등에서 해당 파생결합증권의 청약정보 등을 제공하였으나, 상품별로 기대수익, 상품구조, 위험 등을 비교 판단하기는 어려웠다. 금융투자협회의 파생결합증권 비교 공시 사이트에서는 청약중인 상품뿐 아니

라 청약완료 상품 모두에 대해서 발행회사, 발행회사의 신용등급, 상품명, 수익구조, 예상 연환산수익률, 간이투자설명서, 발행일, 만기일 등의 정보를 알기 쉽게 제시하고 있다. 다만, 파생결합증권의 손실 가능성과 관련된 위험 정보는 아직 구체적으로 제공하지 않고 있다. 향후 원금비보장형 상품에 한해서는 객관적인 위험 척도인 녹인접근도 등을 제시하는 것을 고려할 수 있다. 파생결합증권 비교 공시 사이트 역시 ELS·DLS 포탈의 형태로 독립적인 사이트로 확대하는 것이 바람직하다.

<그림 IV-2> 금융투자협회의 ELS·DLS 비교 공시 사이트

전체	ELS	DLS	ELB	DLB		
발행사 <input type="button" value="+"/> 발행사 전체						
투자기간 <input checked="" type="radio"/> 전체 <input type="radio"/> 1년미만 <input type="radio"/> 1년~2년미만 <input type="radio"/> 2년~3년미만 <input type="radio"/> 3년이상						
기초자산수 <input checked="" type="radio"/> 전체 <input type="radio"/> 1개 <input type="radio"/> 2개 <input type="radio"/> 3개 <input type="radio"/> 4개 <input type="radio"/> 5개이상						
기초자산유형 <input type="radio"/> 전체 <input type="radio"/> 국내주가지수 <input type="radio"/> 국내주식 <input checked="" type="radio"/> 해외주가지수 <input type="radio"/> 해외주식 <input type="radio"/> 주가지수+주식 <input type="radio"/> 상품 <input type="radio"/> 금리 <input type="radio"/> 환율 <input type="radio"/> 신용 <input type="radio"/> 기타						
기초자산선택 <input type="button" value="+"/> 기초자산 전체						
<input type="button" value="검색"/> <input type="button" value="초기화"/>						
조건검색 숨기기 ^						
<input type="button" value="선택상품비교"/>						
검색결과: 4 건 <input type="button" value="다운로드"/> <input type="button" value="넓게보기"/>						
선택	발행회사	신용등급	상품명	기초자산	발행일	만기
<input type="checkbox"/>	현대증권	AA-	현대 able ELS 제841호	KOSPI200 Index S&P500 Index Nikkei225 Index	20141121	20171
<input type="checkbox"/>	현대증권	AA-	현대 able ELS 제844호	KOSPI200 Index HSCEI Index Euro Stoxx 50 Index	20141121	20171
<input type="checkbox"/>	현대증권	AA-	현대 able ELS 제842호	HSCEI Index S&P500 Index	20141121	20171
<input type="checkbox"/>	현대증권	AA-	현대 able ELS 제843호	KOSPI200 Index HSCEI Index Euro Stoxx 50 Index	20141121	20171

바. 적정성 원칙의 적용대상인 금융투자상품의 범위확대

자본시장법은 적정성 원칙 등을 일부 금융투자상품에게만 한정하여 적용한다. 이러한 적용대상 금융투자상품에서 제외되는 경우에는 자본시장법이 마련한 투자권유 규제에 의한 보호를 받지 못하게 된다. 적정성 원칙 등에 적용되는 금융투자상품에는 장내파생상품, 장외파생상품, 파생결합증권, 파생상품 및 파생결합증권을 운용자산으로 포함하는 집합투자기구, 조건부 자본증권 등이 한정적 열거형태로 나열되어 있다. 그러나 최근 상법 개정으로 자본시장법상 채무증권으로 분류된 파생결합사채 및 파생상품의 속성을 가진 상당수 채무증권에 대해서는 파생상품등에 포함시키지 않고 있다. 예를 들면, 전환사채, 교환사채, 신주인수권부사채 등은 기초자산 가격 변화에 따라 해당 채무증권의 가격이 변하게 되어 광의의 의미에서 파생상품등으로 분류할 수 있다.

이처럼 경제적 속성이 유사한 금융투자상품 내에서 특정 상품은 투자권유 규제의 대상이 되는 반면에, 다른 상품은 규제 대상에서 배제되면 동일한 속성을 지닌 금융투자상품들 사이에 비합리적인 규제 차이가 발생할 우려가 있다. 예를 들면 ELS·DLS와는 달리 ELB·DLB를 판매하는 과정에서 금융투자회사가 투자자 보호 의무를 소홀히 할 우려가 있는 것이다. 더욱이, 혁신 상품의 개발로 혁신 금융투자상품이 지속적으로 등장함에 따라, 투자권유 대상상품을 광의의 파생상품등으로 포함시키는 것을 고려할 필요가 있다. 기존 파생상품등에 파생결합사채, 전환사채, 교환사채, 신주인수권부사채 등 기초자산의 가격 변화에 따라 원본 또는 이자의 가치가 달라지는 모든 금융투자상품을 포함하여 파생상품등으로 정의하는 것이 바람직하다.

참 고 문 헌

참 고 문 헌

<국내문헌>

금융위원회, 자본시장 역동성 제고를 위한 파생상품시장 발전방안, 보도 자료, 2014 (6.17).

금융투자협회, 2014, 표준투자권유준칙.

김건식·정순섭, 2010, 『자본시장법』, 두성사.

김영식·안동현·유원석·최영민, 2010, Engineering For Whom? Theory and Evidence in Structured Products, 2010년 3차 한국증권학회 학술발표자료.

김용재, 2013, 스노우볼 계약과 고객보호의무에 관한 소고, 『증권법연구』, Vol 13. No 3., 261-291.

남길남, 2011, 유럽의 파생결합증권 규제와 시사점, 『한국금융법학회지』, Vol 8. No 2., 3-24.

남길남, 2012, 유럽의 일반투자자보호 강화의 시사점: EU의 PRIPS 및 영국의 RDR을 중심으로, KCMF 유럽 금융시장 포커스.

남길남, 2013, ELS·DLS 투자자 보호의 바람직한 방향, 자본시장연구원 weekly 보고서(2013-45호).

맹수석, 2010, Dodd-Frank Act의 장외파생상품 거래에 대한 주요 규제 내용과 법적 시사점, 『증권법연구』, Vol 11. No 3., 77-109.

오성근, 2010, 전문투자자규제에 관한 비교법적 고찰 및 입법적 개선과제, 『증권법연구』, Vol 11. No 1., 43-99.

오세경·박선중, 2013, 키코 KIKO 사태의 진실을 찾다, 북마크.

유영석·최영민, 2013, Complexity, Knowledge Asymmetry, and Monopolistic Competition: the Case of Retail Structured Product Market, 『선물연구』, Vol 21. No 4., 353-381.

이효섭, 2015, ELS·DLS 시장 진단 및 건전화 방안, KCMI 자본시장리뷰 이슈분석.

정순섭, 2007, 일본의 금융기관 설명의무 입법에 대한 연구, 『홍익법학』, Vol 8. No 1., 197-214.

정윤모, 2011, 파생상품에 대한 투자권유 규제와 판례동향의 분석, KCMI Perspective.

정윤모, 2012, 금융소비자보호법의 주요 이슈 분석, KCMI Perspective, Vol 4. No. 1., 28-40.

정윤모, 2014, 금융투자상품의 투자권유 규제와 책임에 관한 연구, 연세대학교 대학원 박사학위논문.

정윤모·이효섭, 2014, 파생상품 불공정거래 규제 체계의 개선방향, KCMI 연구보고서.

<해외문헌>

Akerlof, 1970, The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *Quarterly Journal of Economics*, Vol 84. No 3., 488-500.

Arrow, K. J. 1971, *Essays on the Theory of Risk Bearing*, Chicago: Markam Publishing.

- Bethel, Ferrel, 2007, Policy Issues Raised by Structured Products, Brookings Institution Press.
- Carlin, B., 2009, Strategic Price Complexity in Retail Financial Markets, *Journal of Financial Economics*, Vol 91. No 3., 278-287.
- Loss. L., Seligman. J., 2004, Fundamentals of Securities Regulation, Aspen Publishers.
- Pearson, N., Henderson, B., 2011, The Dart Side of Financial Innovation: A Case Study of the Pricing of a Retail Financial Product, *Journal of Financial Economics*, Vol 100. No 2., 227-247.

<웹사이트>

CFTC	http://www.cftc.gov
EDG	http://www.derivatives-group.com
FCA	http://www.fca.org.uk
SEC	http://www.sec.gov
국가법령정보센터	http://www.law.go.kr
금융감독원	http://www.fss.or.kr
금융위원회	http://www.fsc.go.kr
대법원 종합법률정보	http://glaw.scourt.go.kr
한국거래소	http://www.krx.co.kr

<연구보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
14-08	가계의 주식 및 펀드시장 참여에 대한 연구	김재철, 남재우, 장지혜	14.12
14-07	우리나라 외환스왑시장의 불균형 및 환율과의 관계에 관한 연구	이승호	14.12
14-06	선진국의 비전통적 통화정책과 출구전략 분석	강현주, 서현덕, 주현수	14.12
14-05	주식과세제도의 개선방향에 관한 연구	김갑래, 김준석, 황세운	14.07
14-04	그레인저 인과관계 네트워크를 이용한 금융기관간 상호연계성 추정	서현덕	14.05
14-03	금융산업의 특성을 고려한 담합의 판단기준에 대한 연구	이성복, 이승진	14.03
14-02	파생상품 불공정거래 규제 체계의 개선방향	정윤모, 이효섭	14.03
14-01	기관투자자가 자본시장 발전에 미치는 영향 및 정책과제	신보성, 김준석	14.02
13-05	국내 증권산업의 환경변화와 대응방안-2020 증권산업 비전과 전망	박용린, 이석훈, 장정모, 최순영	13.12
13-04	연금사회와 자산운용산업의 미래-2020 자산운용산업 비전과 전망	송홍선, 김재철, 김종민 남재우, 홍원구	13.12
13-03	인구고령화와 우리나라의 자본시장 II : 퇴직연금과 자본시장 성장의 선순환	김재철, 홍원구	13.12
13-02	글로벌 유동성과 국제자본이동과의 관계에 관한 연구	강현주, 이승호	13.12
13-01	통화 국제화의 결정요인에 관한 연구: 원화 국제화의 가능성에 관한 시사점	현석, 이상현	13.02
12-05	글로벌 거래소 변화양상과 시사점	이인형, 강소현, 김준석	12.12
12-04	탄소금융의 국제동향 분석과 발전방안에 대한 연구	노희진, 김필규	12.12
12-03	국내 주식형펀드의 투자효율성과 규모효과에 대한 연구	김종민, 송홍선	12.11
12-02	국내 애널리스트 이직에 관한 연구	김종민, 이석훈	12.11
12-01	주가지수파생상품 만기일 효과에 관한 연구	남길남, 이효섭	12.06
11-03	아시아 통화와 아시아 국경간(cross-border) 채권시장의 발전방안에 관한 연구	현석, 이상현	11.07
11-02	한국 외화자금시장 유동성 위기의 특징과 외환시장에의 영향 분석	이인형, 이운재	11.02
11-01	금융투자업의 시장구조에 대한 분석 및 시사점	신보성, 이석훈, 이성훈, 장정모	11.01
10-05	국내 IPO 시장의 경쟁도 분석	이석훈, 박신애	10.12
10-04	선물환 수요 불균형 해소방안에 관한 연구	이성훈, 김형욱, 윤종문	10.11
10-03	국내 자산운용시장 경쟁구조에 대한 연구: 판매시장의 가격규율을 중심으로	김재철, 박진모	10.07
10-02	학자금대출시장 분석 및 유동화 활성화 방안	김필규, 박연우, 이현진	10.06
10-01	증권발행가격 규제의 문제점과 제도개선 연구	장욱, 전상경	10.06
09-02	금융투자회사의 자기자본 규제 연구	권세훈, 송홍선, 정윤모, 한상범	09.04
09-01	국내 전자증권제도의 효율적 도입방안에 관한 연구	김필규, 이석훈, 황세운 김용재, 조인호	09.03
08-05	증권산업의 경쟁도 변화에 대한 분석 및 시사점	신보성, 이석훈, 이진호, 박신애	08.11
08-04	모기지의 조기상환 모형에 근거한 MBS 가격결정에 관한 연구	박연우, 김필규, 이현진, 정재선	08.07
08-03	헤지펀드의 국내 허용 방안	노희진, 김필규	08.03

<연구보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
08-02	세계 신용파생상품시장의 혁신과 시사점	남길남, 이석형, 주윤신	08.03
08-01	KRX 가격제한폭제도의 유효성에 관한 연구	엄경식, 강형철, 이윤재	08.03
07-03	기업집단 지배-소유 괴리 측정에 관한 연구: 임계지배권 방법을 중심으로	강형철, 빈기범, 조성훈, 윤정선	07.12
07-02	프로그램 매매가 변동성에 미치는 효과에 대한 연구	한상범, 이윤재	07.07
07-01	미국주식시장의 재개편: Regulation NMS의 도입 및 시사점	엄경식, 장병훈	07.03
06-08	증권회사의 자기자본 규제 개선에 관한 연구	권세훈, 한상범, 김현숙, 박희선	06.12
06-07	장외파생상품 자동거래시스템에 관한 연구	진익, 한지연	06.12
06-06	기업 현금성 자산 보유와 기업 가치에 대한 연구	빈기범, 서은숙, 송민규	06.11
06-05	"U.S. 달러표시 주식부문" 도입을 통한 한국자본시장 국제화의 타당성 검토	엄경식, 김영식, 정순섭	06.11
06-04	증권회사의 과당매매 규제에 관한 법적 연구	정윤모, 박기령	06.11
06-03	인구 고령화와 우리나라의 자본시장 I: 가계의 주식보유에 미치는 영향을 중심으로	김재철, 고광수, 김근수, 박진모, 박창욱	06.07
06-02	증권산업의 인적자본 축적에 대한 분석 및 시사점	신보성, 최강식	06.05
06-01	국내 주식시장의 버블 가능성 평가	김재철, 빈기범, 송민규	06.04
05-05	유동성 증대를 위한 효율적 주식거래 메커니즘 연구	엄경식, 선정훈, 한상범, 강대일	05.12
05-04	우리나라 자본시장과 은행의 균형 발전 필요성	신보성, 빈기범, 박상용	05.11
05-03	기관투자자와 주식시장의 안정성에 관한 연구: OECD 국가를 대상으로	고광수, 박창욱	05.06
05-02	가계의 주식보유 비중 결정 요인에 대한 연구	김재철	05.03
05-01	한국·일본·중국의 기관투자자 비교 연구	고광수, 김근수	05.02
04-09	우리나라 자본시장 규제의 선진화 방향	신보성, 박경서	04.12
04-08	한국주식시장의 투명성 연구: 외국계 증권회사 대량매매 정보공개 효과 분석	선정훈, 한상범, 강대일, 이윤재	04.12
04-07	수시공시제도의 개선방향 -포괄주의 방식의 도입 검토-	정윤모, 이주혜, 박기령	04.12
04-06	대량매매(Block Trade) 체결 메커니즘의 효율화에 관한 연구	선정훈, 한상범	04.11
04-05	증권산업 종사자의 자격 및 제한적 매매에 관한 연구	노희진, 주윤신	04.10
04-04	공적 연금의 지배구조에 관한 연구: 국민연금을 중심으로	조성훈, 고광수, 박창욱	04.09
04-03	공적 연기금의 투자 정책에 관한 연구	고광수, 김근수, 박창욱	04.09
04-02	투자자교육의 체계적 정립과 투자자보호	김근수	04.06
04-01	채권 스트립에 관한 연구	오승현, 유윤주	04.03
03-09	코스닥시장의 위상 재정립과 효율화 방안에 관한 연구	한상범, 엄경식, 강대일, 윤지아	03.12
03-08	증권산업에서의 이해상충에 관한 연구 II: 주식발행업무	정윤모, 조성훈, 한상범, 박현수, 이종은, 강대일	03.11
03-07	자산운용업의 바람직한 방향에 관한 연구	고광수	03.11
03-06	전자증권제도의 도입환경과 효과분석	송치승, 박연정	03.09

<조사보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
15-04	금융투자상품 불완전판매 규제 현황 및 시사점	정윤모, 이효섭	15.03
15-03	영국의 금융 영업행위 규제 및 감독 체계 변화와 시사점	이성복, 이승진	15.03
15-02	미국의 비공개주식 유통플랫폼 현황과 시사점	남재우, 박용린, 천창민	15.01
15-01	해외 정부 벤처캐피탈의 현황 및 시사점	박용린, 김종민	15.01
14-03	배출권 시장 안정화 정책의 분석 -중앙은행 모델을 중심으로-	유종민	14.07
14-02	주식시장 분할에 따른 시장구조 변화와 감독 및 규제체계 시사점	이인형, 강소현, 양진영	14.03
14-01	주요국 국제시장의 제도적 특성과 시사점	김필규, 백인석, 황세운	14.03
13-07	ETN 시장의 특징과 시사점	남길남	13.12
13-05	영국의 사회적 투자시장 육성정책의 시사점	김갑래, 박수연	13.12
13-04	맥쿼리 그룹의 성장사례 및 한국 증권회사에 주는 시사점	최순영	13.11
13-03	녹색기후기금(GCF)의 특성과 향후 정책방안	노희진, 김규림	13.11
13-02	아시아 주요국의 펀드산업 현황 조사	송홍선, 남재우, 홍원구 공경신, 태희, 장지혜	13.09
13-01	자산운용업의 경영현황 분석과 자생력 확보 방향	김재철, 장지혜	13.08
12-05	글로벌 금융위기 이후 자기자본 규제의 국제적인 변화	송홍선, 장정모, 한상범	12.12
12-04	이슬람금융의 현황과 시사점	김한수, 김보영	12.12
12-03	해외 선진 PEF의 운영현황과 시사점 -바이아웃(buyout)을 중심으로-	박용린, 천창민, 안유미	12.12
12-02	자본시장법과 외국환거래법의 비교 및 정합성 제고를 위한 과제	이승호, 이종덕	12.12
12-01	글로벌 국부펀드 현황 및 시사점	이승호, 김한수, 최순영	12.06
11-02	EU 금융서비스 통합 실행계획(FSAP)의 구조와 체계	이용우	11.12
11-01	신금융투자상품의 구조와 활용	박철호, 김형욱, 박연우, 빈기범	11.06
10-05	미국의 장외파생상품 규제: 도드-프랭크법을 중심으로	남길남	10.12
10-04	거래소 인수·합병: 동향과 사례	김준석, 장욱, 장병훈, 한지연	10.12
10-03	배당 재투자 계획(DRIP)에 관한 연구	권세훈, 박희선	10.09
10-02	FX마진거래제도 개선방안	박철호	10.07
10-01	녹색금융의 발전방향과 추진전략	노희진	10.06
09-02	펀드 규율체계의 바람직한 통합 방향	김재철, 빈기범, 박진모, 김란영	09.08
09-01	신흥시장국 주식시장의 구조와 현황 분석(I): 중남미 주식시장	김준석, 이윤재, 장병훈, 한지연	09.07
08-03	선진 자산운용회사의 경영전략과 시사점	송홍선, 공경신	08.11
08-02	증권회사의 M&A 사례 및 전략	권세훈, 박희선	08.11
08-01	자본시장을 활용한 공공투자 자금조달에 관한 연구	조성원, 박창욱	08.08
07-01	스타일투자를 활용한 맞춤형 자산관리	진익, 한지연	07.12

<정책보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
13-01	증권형 크라우드펀딩 제도의 구축방향과 과제	천창민	13.06
11-02	중국 주식시장 특성과 외국기업의 활용방안	안유화, 김은화	11.12
11-01	금융위기 이후 주요도시의 국제금융중심지 전략 변화 및 시사점	김한수, 김보영, 정은경	11.11

<이슈 & 정책 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
14-01	IPO 공모주 주가 변화에 대한 분석 및 시사점	이석훈	14.01
13-10	국내 상장기업 배당정책: 평가와 시사점	강소현, 김준석, 양진영	13.12
13-09	아시아 펀드패스포트(ARFP)에 대한 논의와 시사점	김종민	13.12
13-08	해외의 소액투자지원제도와 시사점	천창민, 이현정	13.11
13-07	이스라엘의 요즈마펀드에 대한 고찰 및 시사점	이성복	13.11
13-06	한국 채권시장의 변동성: 평가와 시사점	백인석, 황세운	13.10
13-05	한국 외환시장의 변동성: 원인과 대응	이승호	13.08
13-04	한국 주식시장 변동성: 평가와 시사점	김준석, 백인석	13.06
13-03	자본시장 관점에서 본 국민연금 주요이슈와 정책방안	남재우	13.03
13-02	한국 ELS/DLS 시장의 건전한 성장을 위한 방안	이효섭, 김지태	13.03
13-01	유럽의 금융거래세 도입논의와 한국에의 시사점	김준석, 황세운	13.03
12-08	캐나다 개인연금의 현황과 시사점	홍원구	12.11
12-07	기관투자자의 헤지펀드 활용 전략	남재우	12.11
12-06	주요국의 불공정거래 조사 및 제재의 분석과 시사점	정윤모, 이승진	12.11
12-05	위안화의 역외 사용 확대와 한국의 대응	안유화	12.11
12-04	사회성과연계채권(SIB) 활용방안: 자본시장을 통한 사회문제의 해결	김갑래	12.07
12-03	국채 CDS프리미엄의 결정요인 분석 및 시사점	조성원	12.06
12-02	영국 Vickers 보고서를 통해 본 울타리은행제도의 개요와 시사점	이용우	12.06
12-01	주요국 커버드본드시장 분석과 국내 도입 방안	김필규, 이현진	12.05
11-08	유로존위기의 현황과 향후 전망	이용우	11.12
11-07	세계 M&A 시장 전망과 시사점	박용린, 안유미	11.11
11-06	한국형 헤지펀드의 미래와 영향	김재철, 김종민	11.11
11-05	DMA 개요와 국내외 현황	이인형, 표영선	11.10
11-04	통화안정증권 관련 주요 이슈와 정책과제	조성원	11.07
11-03	고령화 시대 장수채권 도입 방안	권세훈, 장정모	11.04
11-02	글로벌 자산운용시장의 변화와 국내 자산운용업체의 대응	김재철, 장지혜	11.04
11-01	주요국 자산운용시장 발전모델 검토 및 시사점	김재철, 윤종문, 태희	11.03
10-02	금융투자회사의 자산관리서비스 발전 과제	송홍선	10.09
10-01	조건부 자본의 사례 및 활용전략 - 역전환채권 구조를 중심으로 -	권세훈, 장정모	10.07
09-06	국가채무 수준의 국제비교와 정책적 시사점	조성원	09.12
09-05	자본시장을 활용한 원금보장형 우리스주제도의 도입 방안	송홍선, 공경신	09.12

<이슈 & 정책 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
09-04	주식공매도에 관한 주요 이슈 평가 및 정책적 시사점	김준석, 빈기범	09.09
09-03	외환시장과 외화자금시장의 구분 및 KRX 통화시장 역할의 중요성	빈기범, 강원철	09.08
09-02	스왑시장, 채권시장 및 외환시장의 연계성 분석 - IRS와 CRS를 중심으로 -	박연우, 박태준	09.06
09-01	한국 증시의 MSCI 선진시장 지수 편입에 관한 주요 이슈 분석	빈기범, Jaemin Kim, Sean Sehyun Yoo	09.06
08-03	금융투자지주회사 제도 도입 방안	신보성, 송홍선	08.11
08-02	금융허브경쟁력 제고방안 및 시사점	강형철, 김민석, 김한수, 송민규	08.08
08-01	금융투자업 경영 확대에 따른 이해상충문제의 최소화 방안	김필규, 박연우, 김동철	08.06
07-04	서브프라임 사태의 금융시장 파급경로 분석 및 정책적 시사점	김민석, 빈기범	07.12
07-03	해외 부문 충격이 한국 주식시장의 수익률 및 변동성에 미치는 영향	빈기범, 강원철	07.12
07-02	미국 자본시장규제위원회(CCMR) 중간보고서 주요 내용 및 시사점	조성훈, 이종은, 심수연	07.05
07-01	ELS 시장 경쟁도 분석 및 진입규제에 관한 시사점	진익, 김형남, 한지연	07.05
06-02	자본시장통합법과 우리나라 자본시장 및 금융투자업 발전을 위한 과제	강형철, 조성훈	06.11
06-01	증권산업 지급결제서비스의 발전방향 : 자본시장통합법 제정과 관련하여	서은숙, 송민규, 윤지아, 김미혜	06.05
05-02	외국인 주주가 배당 및 투자 의사결정에 미치는 영향 분석	빈기범, 조성훈	05.08
05-01	출자회사 할인과 경영권 분쟁	빈기범	05.03
04-02	외국인 주식보유비중의 증대를 둘러싼 논의에 대한 검토	김재철, 빈기범, 신보성 오승현, 조성훈	04.06
04-01	퇴직연금과 금융기관의 역할	고광수	04.03
03-01	추가연계증권(ELS) 현황분석과 활성화 방안	김형태, 선정훈	03.05
02-02	펀드형 금융 신상품 연구: ETFs, HOLDERS, PIPs	고광수, 박기홍	02.09
02-01	채권시장 투명성 강화 방안	오승현	02.06
01-08	매매거래 비활발종목에 대한 유동성 제고방안	엄경식, 윤지아	01.12
01-07	구조설계채권(structured bond) 활성화를 위한 제도개선 방안	김형태	01.10
01-06	우리나라 수시공시제도의 개선방안 -KOSDAQ시장을 중심으로-	김문현, 정윤모, 김란영, 박현주	01.08
01-05	제3시장의 개선방안	최원근, 오경희	01.07
01-04	세계의 주식시장, 그 변화의 물결	엄경식, 성윤중	01.07
01-03	자본시장을 통한 공기업 민영화 정책방향	조성훈	01.07
01-02	신용평가제도의 바람직한 방향	오승현	01.04
01-01	2001년 자본시장 발전방향	노희진, 오혜진	01.02
00-04	투신산업 신뢰성 회복을 위한 제도 검토 및 시사점	노희진, 오혜진	00.10
00-03	디지털경제와 주식시장	김근수, 강창윤	00.10
00-02	M&A시장의 활성화 방안	김형태, 노희진	00.09

<Working Report 안내>

발간번호	제 목	연구회 / 저자	발간년월
14-01	VCPE 시장의 과제와 전망	VCPE 연구회	14.02
13-02	지속가능성과 형평성 제고	사회적금융연구회	13.12
13-01	임팩트 투자(Impact Investment)의 성과와 과제	녹색금융연구회	13.05
12-01	탄소펀드의 미래투자 전략	녹색금융연구회	12.11
11-01	중국의 녹색성장과 녹색금융 · 재정정책	녹색금융연구회	11.07
10-02	에너지 · 환경 헤지펀드	녹색금융연구회	10.10
10-01	기후변화와 탄소금융	사회책임투자연구회	10.06
09-02	해외 탄소배출권시장 동향 및 국내 육성 방향	사회책임투자연구회	09.11
09-01	기업의 사회적 책임과 녹색금융	사회책임투자연구회	09.04
08-04	기업의 사회적 책임에 관한 고찰 (1)	사회책임투자연구회	08.09
08-03	헤지펀드 투자전략 연구 (2)	사회책임투자연구회	08.08
08-02	헤지펀드 투자전략 연구 (1)	사회책임투자연구회	08.08
08-01	사회책임투자를 위한 기업 정보공개	사회책임투자연구회	08.01
07-07	금융신상품 활용사례 및 시사점	파생상품연구회 Financial Engineering 분과	07.11
07-06	헤지펀드 활용사례 및 시사점	파생상품연구회 Hedge Fund and AI 분과	07.11
07-05	M&A 시장의 과제와 전망 (2)	M&A 연구회	07.10
07-04	M&A 시장의 과제와 전망 (1)	M&A 연구회	07.06
07-03	간접투자상품 운용성과 공시기준에 관한 연구	M&A 연구회	07.05
07-02	사회책임투자의 해외제도 검토 및 국내 발전방향	사회책임투자연구회	07.04
07-01	증권산업의 새로운 자금이체경로에 관한 논의: 자본시장통합법 제정과 관련하여	송민규, 서은숙	07.04
06-02	사회책임투자의 원칙과 적용	사회책임투자연구회	06.10
06-01	사회책임투자 개념 및 국제 동향	사회책임투자연구회	06.04

<오피니언 시리즈 안내>

발간번호	제 목	발간년월
07	금융투자산업과 펀드·연기금 발전 방향	13.04
06	한국 경제와 자본시장의 역할	13.04
05	새로운 금융질서 하의 한국 자본시장의 발전	11.09
04	글로벌 금융시장의 새로운 질서와 한국의 대응	10.10
03	선진 자본시장 모색을 위한 제언	09.11
02	금융위기 이후 국내외 금융시장의 변화 모습	09.11
01	글로벌 금융위기와 자본시장	09.01

조사보고서 15-04

금융투자상품 불안전판매 규제 현황 및 시사점

인 쇄 2015년 03월 26일

발 행 2015년 04월 01일

저 자 정윤모, 이호섭

편집인 신인석

발행처 자본시장연구원

주 소 서울시 영등포구 의사당대로 143

전 화 3771-0600

팩 스 786-7570

인쇄소 비디아이

ISBN 978-89-6089-125-8-93320

www.kcmi.re.kr

자
본
시
장
연
구
원



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

서울시 영등포구 의사당대로 143
T 02.3771.0600 www.kcmi.re.kr

값 10,000원



9 788960 891258
ISBN 978-89-6089-125-8