

글로벌 금융규제 흐름과 우리나라 금융규제개혁의 바람직한 방향

2015. 5.

선임연구위원	신 보 성
연 구 위 원	권 재 현
연 구 위 원	김 종 민
연 구 위 원	이 효 섭
연 구 위 원	천 창 민



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

序 言

우리 경제는 지난 반세기 동안의 고도성장기를 마감하고 성숙기에 접어들었다. 여기에다 인구고령화까지 급속도로 진전되면서 우리 경제의 성장잠재력이 지속적으로 약화되고 있다. 이는 지금의 저성장 기조가 경기순환적 요인이 아닌 구조적 요인에 기인할 가능성을 시사한다. 최근 범국가적으로 이루어지고 있는 규제개혁 논의는 이와 같은 현실인식에 바탕을 두고 있는 것으로 보인다. 이러한 가운데 금융부문에서도 규제개혁 논의가 활발히 진행되고 있다. 특히 노동부문과 더불어 우리나라의 낙후된 금융이 국가경쟁력을 훼손하는 주요 요인이라는 지적이 강하게 제기되면서, 이제 금융규제 개혁은 피할 수 없는 국가적 아젠더가 되었다. 그리고 이를 반영하여 각 금융업권 별로 현장 중심의 미시적인 규제개혁과제들이 다양하게 제기되고 있는 실정이다.

규제개혁의 실효성을 높이기 위한 현장 중심의 규제개혁작업이 갖는 중요성은 아무리 강조해도 지나치지 않다. 그러나 규제개혁과 관련한 거시적인 방향성 정립이 병행되지 않을 경우, 현장 중심의 미시적·사안별 접근방식이 갖는 한계 또한 분명하다. 거시적 방향성이 명확하지 않은 상태에서는 각 사안별 과제들이 상호 충돌할 때 효과적으로 대처하기 어렵기 때문이다. 또한 명확한 방향성에 대한 공감대 없이는 약간의 환경변화에도 규제개혁의 동력이 쉽게 약화되는 등, 규제개혁의 효과성·일관성·지속성을 담보하기도 어렵다.

규제개혁작업이 상반된 이해를 가진 수많은 경제주체들을 설득해 나가야 하는 지난한 과정임을 생각한다면, 규제개혁의 방향성 설정이 갖는 중요성은 결코 가볍지 않다. 향후 미시적 과제 발굴작업과 함께 금융규제개혁의 거시적 방향성 정립을 병행하여 추진함으로써, 규제개혁작업의 동력을 지속적으로 확보해 나가야 할 것이다.

본 연구총서는 이러한 문제인식 하에 우리나라 금융규제의 바람직한 방향성을 우선적으로 설정하고자 집필되었다. 이를 위해 우선 지난 글로벌 금융위기 이후 주요국 금융규제의 흐름을 진단하고, 이러한 흐름으로부터 우리나라 금융규제 개혁의 바람직한 방향성을 도출하고 있다. 아울러 도출된 방향성 하에서 향후 우리가 추진해야할 주요 개혁과제들을 제시한다.

본 총서는 2014년 8월 자본시장연구원이 주최한 정책토론회에서 발표된 내용을 심화·발전시킨 것으로, 신보성 선임연구위원, 천창민, 김종민, 이효섭, 권재현 연구위원이 공동으로 작성하였다. 이들에게 감사의 뜻을 표한다. 또한 총서 작성과정에서 교정을 담당한 윤지아 선임연구위원, 편집을 담당한 양미희 연구조원에게도 감사의 마음을 전한다. 마지막으로 본 총서의 내용은 전적으로 저자들의 견해이며, 자본시장연구원의 공식 입장이 아님을 밝혀 둔다.

2015년 5월
자본시장연구원
원장 신인석

목 차

Executive Summary	xiii
Abstract	xx
I 편. 글로벌 금융규제 흐름과 우리나라 금융규제개혁의 바람직한 방향	1
1. 머리말	3
2. 주요국 금융규제의 내용 및 특징	9
3. 우리나라 금융규제의 바람직한 방향	28
4. 요약 및 결론	42
II 편. 은행업과 증권업 겸업규제의 바람직한 방향	45
1. 머리말	47
2. 주요국의 겸업규제	49
3. 우리나라의 겸업규제	83
4. 겸업규제의 바람직한 규제개혁 방향	99
III 편. 증권업 규제의 바람직한 방향	113
1. 머리말	115
2. 주요국의 증권업 규제	117
3. 우리나라의 증권업 규제	147
4. 증권업의 바람직한 규제개혁 방향	161

IV 편. 자산운용업 규제의 바람직한 방향	171
1. 머리말	173
2. 주요국의 자산운용업 규제	175
3. 우리나라의 자산운용업 규제	206
4. 자산운용업의 바람직한 규제개혁 방향	228
V 편. 파생상품업 규제 of 바람직한 방향	249
1. 머리말	251
2. 주요국의 파생상품업 규제	253
3. 우리나라의 파생상품업 규제	276
4. 파생상품업의 바람직한 규제개혁 방향	294
참고문헌	309

표 목 차

<표 I-1> 금융위기 이후 주요국 규제변화(은행업)	13
<표 I-2> 금융위기 이후 주요국 규제변화(증권업)	15
<표 I-3> 금융위기 이후 주요국 규제변화(자산운용업)	18
<표 I-4> 금융위기 이후 주요국 규제변화(겸업)	22
<표 I-5> 금융위기 이후 주요국 규제변화(파생상품업)	23
<표 I-6> 글로벌 금융위기 이후 주요국 규제의 특징	25
<표 I-7> 금융위기 이후 주요국 금융규제의 방향성	27
<표 I-8> 겸업규제: 해외법규와의 차이	32
<표 I-9> 시스템리스크 규제: 해외법규와의 차이	36
<표 I-10> 증권업자 규제: 해외법규와의 차이	39
<표 I-11> 자산운용업자 규제: 해외법규와의 차이	41
<표 II-1> 미국, EU 및 영국의 은행구조개혁안 비교	66
<표 II-2> 금융위기 이후 주요국 규제변화(겸업)	82
<표 II-3> 겸업규제: 해외법규와의 차이	105
<표 III-1> 자기자본에 따른 업무영역범위	128
<표 III-2> 금융위기 이후 주요국 증권업 규제변화	146
<표 III-3> 자본시장법 등에서 요구되는 NCR과 목적	154
<표 III-4> 적기시정조치별 내용	155
<표 III-5> 금융투자업자의 겸영업무	158
<표 III-6> 증권업 진입규제: 해외법규와의 차이	163
<표 III-7> 증권업 건전성 규제: 해외법규와의 차이	165
<표 III-8> 증권업 겸업 및 부수업무 규제: 해외법규와의 차이	166
<표 IV-1> 미국/EU/영국의 자산운용 규제수준 및 규제격차	202

<표 IV-2> 글로벌 금융위기 이후 자산운용업 규제변화 여부	204
<표 IV-3> 국내 운용업자 인가단위 및 자기자본요건	209
<표 IV-4> 국내 PEF 관련 사모투자전문회사 분류	210
<표 IV-5> 현행 사모펀드 투자운용 규제 개관	219
<표 IV-6> 국내 PEF 관련 사모투자전문회사의 분류와 운용규제	220
<표 IV-7> 우리나라의 공모·사모펀드 규제 수준 및 격차	227
<표 IV-8> 자산운용업 진입규제의 국내외 규제격차	229
<표 IV-9> 자산운용업 건전성 규제의 국내외 규제격차	233
<표 IV-10> 자산운용업 투자운용 규제의 국내외 규제격차	236
<표 IV-11> 자산운용업 투자자보호 규제의 국내외 규제격차	238
<표 IV-12> 공모펀드와 사모펀드의 비교	240
<표 IV-13> 국내와 해외의 자산운용 규제수준 및 규제격차 비교	241
<표 IV-14> 우리나라 자산운용 규제체계 개혁방향	242
<표 V-1> 증권기초스왑딜러의 최소자본요건 제안	261
<표 V-2> PFMI의 주요 원칙 요약	268
<표 V-3> 금융위기 이후 파생상품 정의의 변화	272
<표 V-4> 금융위기 이후 파생상품 취급기관의 변화	274
<표 V-5> 금융위기 이후 파생상품 시스템리스크의 변화	275
<표 V-6> 파생상품 인가업무 단위 및 최소자기자본	282
<표 V-7> 파생상품회원의 재무요건	283
<표 V-8> 파생상품의 정의: 해외법규와의 차이	295
<표 V-9> 파생상품의 진입규제: 해외법규와의 차이	297
<표 V-10> 파생상품의 자산운용·건전성 규제: 해외법규와의 차이 ..	298
<표 V-11> 아시아 주요 국가의 PFMI 이행 평가 결과	300
<표 V-12> 파생상품 시스템리스크 규제: 해외법규와의 차이	301

그림 목 차

<그림 I-1> 금융위기 이전 vs. 금융위기 이후	10
<그림 I-2> 우리나라 금융규제개혁의 바람직한 방향	43
<그림 V-1> 자본시장법상 파생상품의 분류 체계	279

약 어 표

AIFM	Alternative Investment Fund Manager
AIFs	Alternative Investment Funds
ARFP	Asia Region Funds Passport
ATS	Alternative Trading System
BHCA	Bank Holding Company Act of 1956
BIPRU	Prudential sourcebook for Banks, Building Societies and Investment Firms
BIS	Bank for International Settlements
CAD	Capital Adequacy Directive
CBOT	Chicago Board of Trade
CCO	Chief Compliance Officer
CCP	Central Counterparty
CDS	Credit Default Swap
CFD	Contract For Difference
CFMA	Commodity Futures Modernization Act
CFTC	Commodity Futures Trading Commission
CME	Chicago Merchantile Exchange
COLL	Collective Investment Schemes
COND	Threshold Condition
CPMI	Committee on Payments and Market Infrastructures

CPSS	Committee on Payment and Settlement System
CRD	Central Registration Depository
CRD	Capital Requirements Directives
CRR	Capital Requirements Regulation
CSD	Central Securities Depository
DFA	Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010
DLS	Derivative Linked Securities
DTCC	Depository Trust Company and the National Securities Clearing Corporation
EBA	European Banking Authority
EC	European Commission
ELS	Equity Linked Securities
ELW	Equity Linked Warrant
EMIR	European Market Infrastructure Regulation
ESMA	European Securities and Markets Authority
ETP	Exchange Traded Products
EU	European Union
FACTA	Fair and Accurate Credit Transactions Act
FCA	Financial Conduct Authority
FCM	Futures Commission Merchant
FCRA	Fair Credit Reporting Act

FDIC	The Federal Deposit Insurance Corporation
FINRA	Financial Industry Regulatory Authority
FIT	Fit and Proper Test for Approved Persons
FMI	Financial Market Infrastructure
FRB	Federal Reserve Board of Governors
FSA	Financial Services Authority
FSB	Financial Stability Board
FSMA	Financial Services and Markets Act 2000
FUND	Investment Funds sourcebook
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
GENPRU	General Prudential sourcebook
GLBA	Gramm-Leach-Bliley Act
GP	General Partner
GSA	Glass-Steagall Act
IB	Investment Banking
IB	Introducing Broker
IBA	International Banking Act
ICAAP	Internal Capital Adequacy Assessment Process
ICB	Independent Commission on Banking
ICG	Individual Capital Guidance
IFPRU	Prudential sourcebook for Investment Firms

IOSCO	International Organization of Securities Commissions
IPRU(INV)	Interim Prudential sourcebook for Investment Business
IRS	Internal Revenue Service
IRS	Interest Rate Swap
ISD	Investment Services Directive
KIID	Key Investor Information Document
KRX	Korea Exchange
LP	Limited Partner
LTCM	Long Term Capital Management
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
MMF	Money Market Fund
MTF	Multilateral Trading Facility
NCR	Net Capital Ratio
NSCC	National Securities Clearing Corporation
NURS	Non-UCITS Retail Scheme
NYSE	New York Stock Exchange
OCC	Office of the Comptroller of the Currency
OTF	Organized Trading Facility
PB	Private Banking
PCBS	Parliamentary Commission on Banking Standards
PEF	Private Equity Fund

PFMI	Principles of Financial Market Infrastructure
PRA	Prudential Regulation Authority
PRIIPs	Packaged Retail and Insurance-based Investment Products
PWG	President Working Group
QIS	Qualified Investor Scheme
RDR	Retail Distribution Review
SAI	Statements of Additional Information
SEC	U.S. Securities and Exchange Commission
SREP	Supervisory Review and Evaluation Process
SSS	Securities Settlement System
TR	Trade Repository
UCITS	Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities
VI	Volatility Interruption

《 Executive Summary 》

지난 2008년 글로벌 금융위기는 금융규제에 상당한 변화를 초래하는 계기로 작용하였다. 이는 금융위기를 계기로 이전에는 인지하지 못했던 새로운 위험이 드러났기 때문이다. 실제로 금융위기 동안 제기된 일부 위험들은 이전과는 전혀 다른 유형의 것이었기 때문에 이러한 새로운 위험에 대처하기 위해 규제변화가 필요하다는 견해가 힘을 얻었던 것으로 보인다.

그런데 이처럼 금융위기 이후 규제가 신설 혹은 강화되는 중에도 상당수 규제들은 거의 변화를 겪지 않았다. 이는 금융위기 동안에도 다수의 규제들은 여전히 유효하게 작동했음을 의미한다. 동시에 이들 변화하지 않은 규제는 환경변화에도 쉽게 변하지 않는 금융업의 보다 본질적인 속성을 반영하는 것이라 볼 수 있다. 따라서 금융위기 이후 글로벌 금융규제의 전체적인 흐름을 파악하려면, 위기 이후 신설 혹은 강화된 규제는 물론, 위기 이후에도 변하지 않은 규제를 함께 살펴볼 필요가 있다.

금융위기 이후 미국, 영국, EU 등 금융선진국의 규제를 살펴보면, 강화되거나 신설된 규제가 다수 존재한다. 그런데 이들 변화된 다수의 규제들을 특성별로 분류하면 겸업규제 및 시스템리스크 규제 두 가지로 압축된다. 우선 겸업규제로는 은행의 증권업 사내겸업 규제 강화, 은행계열 증권사에 의한 고위험증권업 영위 제한 등을 들 수 있다. 다음으로 시스템리스크 규제에는 은행의 건전성 규제 강화, 시스템적으로 중요한 대형증권사 규제 강화, 대형 사모펀드 및 장외파생상품 규제 신설 등이 포함된다. 결국 금융위기 이후 변화된 규제들은 겸업에 따른 도덕적해이를 억제하고 시스템리스크를 차단하기 위한 것이라고 평가할 수 있다.

한편, 금융위기 이후 변화를 겪지 않은 규제들 역시 크게 두 가지로 압축되는데, 겸업과 관련한 시너지 규제와 자본시장 금융업자에 대한 규제가 그것이다. 해외에서는 시너지 창출을 위해 계열사 간 임원겸직 및 정보공유를 허용해 왔는데, 금융위기 이후에도 이들 규제에는 변화가 없었다. 은행의 증권업 사내겸영 규제를 강화하는 가운데서도 계열사 간 협력을 통해 시너지를 창출할 수 있는 여지에는 변화를 주지 않은 것이다. 다음으로 자본시장 금융업자에 대한 규제 역시 거의 변화를 겪지 않았다. 시스템리스크를 야기할 위험이 있는 대형증권사 및 대형 사모펀드에 대한 규제가 일부 신설되었지만, 여타 자본시장 금융업자에 대한 규제에는 사실상 변화가 없었다.

이상 금융위기 이후 주요국 규제 분석을 통해 글로벌 금융규제의 세 가지 흐름을 읽을 수 있다. 첫 번째 흐름은 은행의 증권업 사내겸영에 따른 위험을 억제하되 계열사 간 시너지 창출 여지는 지속적으로 허용한다는 것이다. 여기에는 은행의 증권업 사내겸영이 야기하는 시스템리스크 및 도덕적해이를 억제해야 한다는 견해가 투영되어 있다. 그러나 다른 한편으로, 계열사 간 임원겸직과 정보공유를 통해 은행과 증권사 간 협업에 기반한 시너지창출은 여전히 필요하다는 판단을 내리고 있는 것으로 보인다. 계열사 간 임원겸직과 정보공유를 규제함으로써 시너지 창출을 제약할 경우, 겸업에 따른 편익이 사실상 소멸되기 때문이다.

글로벌 금융규제의 두 번째 흐름은 시스템리스크 규제 강화이다. 지난 금융위기는 과도한 신용팽창에 기인하는 측면이 강하며, 따라서 신용팽창을 사전에 억제할 필요성이 인정된다. 이는 전통적 시스템리스크 영역인 은행의 재무건전성 규제 강화 움직임으로 나타났다. 또한 지난 금융위기를 거치면서 자본시장 역시 시스템리스크에서

완전히 자유롭지 못하다는 점을 인식하게 되었다. 그 결과 과거에는 규제대상에서 제외되었던 자본시장의 일부 대형 금융업자 및 장외파생상품 관련 거래도 시스템리스크 규제 대상으로 새롭게 편입된 것이다.

세 번째 흐름은 자본시장의 역동성과 혁신성의 지속적인 추구를 들 수 있다. 전술한 바와 같이, 일부 대형사와 관련한 규제를 제외하면 자본시장 금융업자에 대한 규제에는 사실상 변화가 없었다. 이는 시스템리스크를 야기하지 않는 한, 자본시장 고유의 역동성과 혁신성은 지속적으로 추구할 필요가 있다는 인식에서 비롯된 것으로 판단된다.

우리나라 금융규제의 바람직한 방향성은 원칙적으로 전술한 세 가지 흐름(겸업위험 억제 및 시너지 허용, 시스템리스크 규제 강화, 자본시장의 역동성·혁신성 지속 추구)에 국내 규제를 수렴시키는 것이다. 이러한 수렴화 작업은 금융산업의 본질적이고 보편적인 속성을 감안한 것이다. 따라서 국내외 규제격차가 큰 부분일수록 대폭적인 규제개혁이 요구된다. 그러나 다른 한편으로, 국내 금융산업의 특수성을 감안하여 규제적용 여부와 규제수준을 결정할 필요성 또한 존재한다. 결국 우리나라 금융규제 개혁의 바람직한 방향 설정은 글로벌 금융규제의 세 가지 흐름을 주로 고려하는 가운데, 우리나라의 특수성을 일부 감안함으로써 이루어져야 할 것이다.

이러한 고려를 통해 도출된 우리나라 금융규제 개혁의 첫 번째 방향성은 '겸업에 따른 위험은 억제하되 시너지 창출 여지는 허용한다'는 것이다. 우선, 겸업에 따른 위험을 억제하려면 은행의 증권업 사내겸업 규제가 강화되어야 한다. 일찍이 은행 본체 내의 자본시장 업무 영위를 엄격히 규제해 온 미국과 더불어, 영국과 EU에서도 금융위기 이후 부보은행으로부터 자본시장업무를 분리(ring-fencing)하는 일관된 방향성을 취하고 있다.

반면, 우리나라의 경우 은행 본체 내에서의 주식투자, 일부 장외 파생상품업무, PEF 투자·운용 등에 대한 규제가 미약한 수준이다. 그러나 시스템리스크 영역인 은행이 본체 내에서 자본시장업무를 영위하는 것은 바람직하지 않다. 더불어 예금보험제도, 최종대부자 기능 등 각종 안전망(safety net)이 제공되는 은행의 자본시장업무 영위는 도덕적해이를 야기할 수도 있다. 이러한 점에서 은행 본체 내에서의 자본시장업무 경영은 엄격히 규제할 필요가 있다고 하겠다.

한편, 미국처럼 은행계열 증권사에 의한 고위험증권업(prop trading, 헤지펀드, PEF 투자 및 운용) 영위에 대해서도 규제하는 방안을 검토할 수 있으나, 이처럼 엄격한 규제는 아직 고위험증권업이 활성화되지 않은 국내 여건상 과도한 측면이 없지 않다. 따라서 은행계열 증권사에 대한 업무규제 여부는 고위험증권업이 활성화되고 난 이후 중장기적으로 검토할 수 있을 것이다.

검열과 관련한 두 번째 과제는 금융지주회사 계열사 간 시너지 창출 여지를 허용하는 것이다. 외국과 달리 우리나라에서는 계열사 간 임원겸직(수평적 겸직)과 고객정보공유에 상당한 제약이 존재한다. 그러나 임원겸직과 고객정보공유가 원활하지 않을 경우 계열사 간 협업에 바탕한 시너지 창출은 불가능하며, 그 결과 금융지주회사의 존립근거는 사라진다. 이러한 측면에서 시너지와 관련한 규제는 대폭 완화하는 것이 바람직하다고 하겠다.

우리나라 금융규제 개혁의 두 번째 방향성은 '시스템리스크 규제를 강화한다'는 것이다. 이와 관련하여 첫째, 자본시장의 시스템리스크 식별 및 억제방안을 마련할 필요가 있다. 지난 금융위기를 계기로 자본시장을 통한 시스템리스크 유발 가능성이 확인된 바 있다. 그러나 우리나라의 경우, 현 시점에서 규모(size), 상호연계성

(interconnectedness) 등의 측면에서 자본시장 금융업자의 시스템리스크 유발 가능성은 크지 않은 것으로 평가된다. 그럼에도 불구하고 중장기적으로 나타날 수 있는 자본시장에서의 시스템리스크 여지를 사전적으로 식별하는 동시에, 시스템리스크 억제방안에 대해서도 면밀히 검토해 나가야 할 것이다.

시스템리스크 규제와 관련한 두 번째 과제는 파생상품 거래에 대한 시스템리스크 규제를 보완하는 것이다. 우선, 장외파생상품 관련 시스템리스크 규제와 관련해서 국내외 규제격차가 존재한다. 대표적인 사례로 거래정보저장소(TR), 전자거래플랫폼 관련 규제가 미비한 점을 들 수 있다. 또한 시스템리스크 가능성을 사전에 파악할 수 있도록 장외파생상품 취급업자 뿐 아니라 주요 시장참가자에 대해서도 등록제를 도입할 필요가 있다. 더불어 장외CCP에 대해서만 도입되어 있는 일중증거금제도를 장내CCP에도 확대 적용함으로써, 장내거래에 의한 시스템리스크 가능성에도 대비해야 할 것으로 판단된다.

우리나라 금융규제 개혁의 세 번째 방향성은 ‘자본시장 고유의 역동성과 혁신성은 지속적으로 추구한다’는 것이다. 해외 주요국의 경우 금융위기 이후에도 자본시장 금융업자에 대한 규제에는 거의 변화가 없었다. 여기에는 시스템리스크를 유발하지 않는 한, 타 업권에 비해 한층 완화된 규제를 부과함으로써 자본시장 고유의 역동성과 혁신성을 촉진하려는 취지가 반영된 것으로 판단된다. 따라서 우리나라의 경우, 해외 대비 특히 규제격차가 큰 자본시장 금융업자 규제를 대폭 완화하는 쪽으로 규제개혁이 이루어져야 할 것이다.

먼저 증권업 규제개혁의 첫 번째 과제로는 증권회사의 인가·등록 단위 단순화 및 물적 진입요건 완화를 들 수 있다. 인가·등록 단위의 과도한 세분화는 증권회사 고유의 업무확장성을 제약하는

동시에 실질적인 진입장벽으로 작용한다. 따라서 현재의 인가·등록 단위를 대폭 통합하여 해외처럼 단순화시키는 것이 바람직할 것이다. 더불어 진입에 필요한 물적요건 역시 해외 대비 과도한 수준인데, 이러한 강한 물적요건은 진입과 퇴출 모두를 제약함으로써 자본 시장의 활력을 감소시킨다. 따라서 인가단위 단순화 작업과 병행하여 물적 진입요건을 큰 폭으로 완화해야 할 것이다.

두 번째 과제는 장외증권 취급규제 완화이다. 해외에서는 증권회사가 장내증권은 물론, 장외증권의 매매·중개에서도 중요한 역할을 수행하고 있다. 그러나 우리나라에서는 증권회사의 장외증권 관련 업무에 상당한 제약이 존재한다. 이러한 장외증권 관련 규제는 투자 자금 회수경로를 제약하고, 자산관리수요 충족에 어려움을 야기한다. 나아가 장외시장 부진은 장기적으로 발행시장 활성화에도 부정적 효과를 초래한다는 점에서 결코 바람직하지 않다.

증권업 규제와 관련한 세 번째 과제는 외환업무 등을 비롯한 증권회사 부수업무 범위의 확대이다. 외국의 경우와는 달리, 국내 증권회사의 외환 및 외화자금 거래에는 상당한 규제가 따른다. 그러나 이러한 규제는 증권회사로 하여금 국내 투자자의 해외투자 수요에 적절히 대응하기 어렵게 만들 뿐 아니라, 증권산업의 국제화에도 장애요인으로 작용한다. 따라서 증권회사의 외환·외화자금 관련 업무 제약을 완화하는 동시에, 부수업무에 대한 규제를 실질적인 네거티브 방식으로 전환하는 것을 검토할 필요가 있다.

다음으로 자산운용업의 규제개혁과 관련한 첫 번째 과제로는 공모·사모 펀드별 규제체계의 이원화를 들 수 있다. 해외의 경우, 사모펀드에 대해서는 공모펀드와는 완전히 상이한 규제가 부과되고 있다.

이는 투자자보호 측면에서 양자가 전혀 다른 속성을 지니고 있으며, 따라서 규제목적, 규제체계, 규제수준도 상이해야 한다는 점을 반영하는 것이다. 반면, 우리나라의 펀드규제는 공모펀드 중심의 규제체계로서, 공모펀드 운용업자 규제가 상당 부분 사모펀드 운용업자에게도 적용되고 있다. 그러나 이러한 규제체계 하에서는 사모펀드의 특성에 부합하는 규제를 적용하기가 곤란하다. 따라서 외국의 경우처럼 공모·사모의 이원화된 규제체계로 전환하고, 사모펀드에 대해서는 자산운용 규제를 대폭 완화해야 할 것이다.

두 번째 과제로는 자산운용업자의 진입규제 및 건전성 규제 수준 완화가 필요하다. 증권업과 마찬가지로 자산운용업자의 진입을 위한 물적요건은 해외 대비 매우 높은 수준인 바, 자본시장 고유의 역동성과 혁신성을 촉진하기 위해 동 규제를 완화해야 할 것이다. 더불어 과도하게 세분화된 인가·등록 단위 역시 대폭 통합함으로써 실질적인 진입규제를 완화하는 효과를 거둘 필요가 있다. 한편, 자산운용업에 적용되는 재무건전성 규제는 국내 특유의 규제로 자산운용업 고유의 속성과는 배치되는 측면이 강하다. 따라서 외국의 경우처럼 재무건전성 규제 대신 운영위험 중심의 규제로 전환하는 방안을 고려할 필요가 있다고 하겠다.

세 번째 과제로는 규제체계의 일관성 제고가 필요하다. 현재 자본시장법상의 사모펀드 유형별로 상이한 규제가 부과되고 있으나, 이는 규제차익 및 사모펀드 고유의 자산운용 자율성을 저해할 수 있다. 따라서 일반사모, 헤지펀드, PEF 등으로 구분되어 있는 규제를 통합함으로써 규제차익을 없애는 동시에, 운용업자 스스로 최적의 운용전략을 선택할 수 있는 여지를 허용하는 것이 바람직하다. 더불어 개별법 펀드와 자본시장법 펀드 간의 규제체계 역시 일관된 투자자보호 등을 위해 통합할 필요가 있을 것이다.

« Abstract »

Global Trends in Financial Reform and Korea

The financial sector is having heated discussions as regulatory reform emerges as one of Korea's top national agendas. There is still a long way to go before the discussed ideas materialize as reform. The most difficult task of all is persuading the numerous economic entities with conflicting interests to reach a consensus. Hence, in order for regulatory reform to achieve substantial results, it is necessary to set the fundamental direction first. If consensus is reached about the overall direction, it will be easier to coordinate conflicting interests and maintain momentum. More importantly, it will help the reform be more effective, consistent, and persistent. This article diagnoses the trends in developed nations' financial reform, and draws out the fundamental direction in which Korea should head. Based on that, I present concrete actions Korea should carry out.

The 2008 global financial crisis triggered considerable changes in financial regulations because it exposed new risks of which regulators were unaware. Indeed, some risk factors unveiled during the crisis were completely unconventional, and this made the case for regulatory reform all the more convincing.

Although new regulations were added and many were modified and strengthened, quite a few regulations remain unchanged. This is an indication that some rules were effective even during the crisis, reflecting the innate constancy of the financial industry. To better grasp the holistic picture of post-crisis financial regulation, it is useful to examine the immutable regulation, together with new and modified ones.

Global trends

In the post-crisis era, many developed countries, e.g., the US, the UK, and the EU nations, changed many regulations by adding new rules and modifying existing ones. The overall post-crisis regulatory reform can be broken down to two elements: one regarding universal banking, and the other about systemic risk. The former restricts banks from operating in-house securities business, and bank-affiliated securities firms from engaging in the high-risk securities business. The latter strengthens prudential regulation on banks, toughens regulation on systemically important financial institutions (SIFIs), and establishes new rules on large private equity funds and OTC derivatives. To sum up, post-crisis regulatory reform attempts to contain moral hazard involved in universal banking and rein in systemic risk.

On the other hand, there are two types of regulation that survived the global financial crisis: one is the regulation of synergy created from universal banking, and the other is the regulation over

capital market firms. Overseas financial markets generally allow affiliates to share information and their executives to hold more than one position concurrently within a business group; this remains the same after the crisis for the sake of synergy creation among affiliates. It is worth noting that this came when the separation between banking and securities business grew wider. Also unchanged is the regulation on capital market firms. While new regulations are in place to regulate SIFIs, e.g., large investment banks and private equity funds, other capital market firms are barely subject to the regulatory reform.

The aforementioned global regulatory reform reveals the following three trends. First, while trying to contain the risk from banks operating their in-house securities business, the reform leaves room for synergy creation among affiliates. This reflects the policy intention to rein in systemic risk and moral hazard of the universal banking model. But it also acknowledges that banking and securities affiliates should share information and allow for their executives to hold concurrent jobs in order to create synergy. Limiting those two activities would de facto eliminate the benefits of operating banking and securities businesses within one firm.

Second, the regulation to control systemic risk is more stringent. Excessive credit was the primary cause of the recent global financial crisis, and therefore, it is necessary to preemptively contain credit bubbles. This is the rationale behind the strengthening of bank's prudential regulation, which is related to

traditional systemic risk. Another point to note is the recognition during the financial crisis that the capital markets are not completely free from systemic risk. As a result, the coverage of systemic risk regulation was extended to large financial firms and OTC derivatives trading, both of which once sat outside the regulatory boundary.

The pursuit of dynamic and innovative capital markets has never ceased. As mentioned above, the overall regulatory framework for capital market firms, except for certain large ones, remains mostly unchanged perhaps due to the judgment that the capital markets' innate dynamics and innovation should be protected unless they directly give rise to systemic risk.

Recommended direction for Korea's regulatory reform

The desirable regulatory direction for Korea is to converge the domestic regulations into the aforementioned three trends. The convergence should take into account the innate, universal properties of the financial industry. The areas with the greatest regulatory disparities between Korea and other countries require dramatic change. At the same time, Korea-specific factors should be considered in setting its regulatory direction. Simply put, Korea should consider the aforementioned three global regulatory trends in addition to Korea-specific conditions in determining its future direction for reform as described below.

1. Contain risk, but allow for synergy creation

When it comes to the first global regulatory trend, Korea should toughen its regulation on banks' in-house operation of the securities business. The US has strictly separated banks from the capital market-related business for a long time. Since the global financial crisis, the UK and the EU are also shifting toward ring-fencing their capital market-related functions from commercial and savings banks. On the other hand, Korea places weak regulations on banks' in-house operations of stock investments, OTC derivatives, and PEF investments. Since banks are SIFIs, it is not desirable for them to engage in the capital market-related business within their organization. This can lead to moral hazard because banks benefit from various safety nets, e.g., deposit insurance and the lender of last resort. In this regard, it is necessary to ban banks from engaging in their in-house capital market-related operation.

One may recommend restricting bank-affiliated securities firms from engaging in high-risk trading (e.g., prop trading, and investments in hedge funds and PEFs) like in the US. But such a rigid restriction could be excessive for Korea where high-risk trading is still inactive. Regulating the business of bank-affiliated securities firms should be a mid- to long-term goal that should be put off until the high-risk securities business takes hold in Korea.

Another issue is to leave room for synergy creation among affiliates within a business group. Unlike other countries, Korea places significant limitations in executives holding multiple positions in the same hierarchy within one business group (“horizontal” positions). Those limitations, however, seriously hinder synergy creation among affiliates, thus eliminating the basis on which financial holding companies stand. Those limitations should be relaxed considerably.

2. More stringent systemic risk regulation

The first priority related to the systemic risk regulation is identifying and containing systemic risk in the capital markets. The recent financial crisis confirmed the possibility of systemic risk through the capital markets. But this is unlikely for Korea given the capital markets’ current size and interconnectedness. Nevertheless, it is still necessary to identify any factors that may give rise to systemic risk in the mid to long term, and then closely review ways to contain the risk.

The next challenge is supplementing the regulations regarding OTC derivatives trading, which vary across countries. More specifically, Korea’s regulation is imperfect in governing trade repositories and electronic trading platforms. Also, Korea’s current registration system through which financial firms must pass to handle OTC derivatives should be extended to other major market participants. Furthermore, for risk readiness, the current

intraday margin placed for central counterparty clearing of OTC derivatives should be extended to exchange-traded derivatives.

3. Sustain the dynamics and innovation in the capital markets

Developed nations barely changed their regulation on capital market firms. Their intent is to facilitate the dynamics and innovation in the capital markets by having relaxed regulation as long as those firms do not directly cause systemic risk. Korea should follow that stance: It is necessary to ease regulation on capital market firms because Korea's regulation is largely different from that of other nations.

(3-1) Securities industry

Korea's regulatory reform for the securities industry has three challenges. First, the license system for the financial investment business should be simplified, and the entry barriers should be lowered. Currently, business units are excessively subdivided, which in practice acts as an entry barrier and hindrance to business extension. Those subdivided units need to be integrated and simplified as in other countries. Moreover, the requirements to enter the industry are excessive compared to those in other nations. This deters both the entry and exit from the industry, ultimately contracting the vitality of the capital markets. Hence, the entry requirements should be lowered.

Second, the OTC market regulation should be loosened. In other countries, securities firms play an important role in trading and dealing both exchange-traded and OTC securities. Korean securities firms, in contrast, are limited in their business related to OTC securities. This narrows the paths of investment exits and makes it difficult to meet the wealth management demand. Furthermore, the lack of activity in the OTC market negatively impacts the primary market.

Third, securities firms should be allowed to engage in more diverse business scopes. Unlike other markets, the Korean market has substantial restrictions in the foreign currency and foreign exchange business. Those rules make it difficult for securities firms to satisfy Korean investors' overseas investment demand, but also hinder domestic players' business globalization strategy. It would be wise to relax those restrictions and to switch the relevant regulation to a negative system.

(3-2) Asset management industry

With regard to asset management, first, a dual regulatory regime should be introduced. In other markets, publicly and privately placed funds are treated differently because regulating both these funds, which are completely different in nature as far as investor protection, requires a different regulatory purpose, regime, and level. But Korea's fund regulation whose primary focus is on public offerings also covers most privately placed funds

and their managers. That type of regulatory regime is not suitable for the nature of privately placed funds. Korea would benefit from a dual regulatory regime, one for public offerings and the other for private placements. Privately placed funds should be subject to the regulation much looser than publicly placed ones.

Second, the level of entry and prudential regulation should be relaxed sufficiently. Like the securities industry, Korea's asset management industry faces entry requirements much higher than those of other nations. It seems obvious that they should be lowered to facilitate dynamic innovation in the capital markets. The integration and consequent simplification of the subdivided license system will substantially lower the entry barriers. Also notable is Korea's prudential regulation over the asset management industry. It exists only in Korea and conflicts with the innate nature of the asset management business. Therefore, it is advisable to shift away from the current regulation toward a system that regulates operational risk.

Third, the regulatory regime needs to improve its consistency. Currently, each type of privately placed funds is regulated differently as stipulated in the Financial Investment Services and Capital Markets Act (FSCMA). This arrangement may create regulatory arbitrage and undermine the discretion of privately placed funds. Integrating the rules for privately placed funds, hedge funds, and PEFs into a single regulatory regime will not only eliminate regulatory arbitrage, but also provide asset managers room

to maneuver when choosing the best strategy. In addition, all funds should be regulated by a single act to enhance consistency in investor protection.

Conclusion

Financial regulatory reform has entered the limelight as one of Korea's national agenda. The financial sector has been debating this issue, with all the industries in the sector proposing detailed reform ideas based on their hands-on experience. It is impossible to overemphasize how important those ideas are in making the reform more viable. But without setting the fundamental direction in which the reform should head, those individual, microscopic proposals will have substantial limits. Dealing effectively with individual proposals when they collide will be extremely difficult without a holistic, macroscopic direction. Regulatory reform without that kind of clear direction will easily lose its momentum, effectiveness, and persistence.

Given that regulatory reform requires the extreme difficulty of persuading countless economic entities that have conflicting interests, setting the overall direction in advance is too important to ignore. Going forward, Korea should simultaneously develop microscopic ideas and set a macroscopic direction in order to secure momentum for reform.

I 편. 글로벌 금융규제 흐름과 우리나라 금융 규제개혁의 바람직한 방향

1. 머리말
2. 주요국 금융규제의 내용 및 특징
3. 우리나라 금융규제의 바람직한 방향
4. 요약 및 결론

1. 머리말

가. 연구배경 및 방법론

우리 경제는 지난 반세기 동안의 고도성장기를 마감하고 어느덧 성숙기에 접어들었다. 이러한 가운데 인구고령화까지 급속도로 진전되면서 우리 경제의 성장잠재력이 지속적으로 약화되고 있다. 이는 지금의 저성장 기조가 경기순환적 요인이 아닌 구조적 요인에 기인할 가능성을 시사한다. 최근 범국가적으로 진행되고 있는 규제개혁 논의는 이러한 현실인식에 바탕을 두고 있다. 성숙기업 혹은 과거의 기술·비즈니스모델을 염두에 둔 규제체제는 구조적 저성장 국면에서는 더 이상 유효하지 않으며, 따라서 신기업 혹은 신사업의 진입과 성장을 촉진함으로써 국가경제에 활력을 불어넣는, 새로운 규제체제로의 전면적 이행이 불가피하다는 것이다. 고도성장기를 지나 경제가 성숙단계에 접어든 나라에서 예외 없이 규제개혁 움직임이 강하게 나타났다는 점을 고려할 때, 현재 우리나라에서 일고 있는 규제개혁 움직임은 시의적절한 것으로 평가된다.

한편, 최근의 규제개혁 논의는 주로 실물부문에 집중되어 온 측면이 강한 것으로 판단된다. 그러나 금융부문의 상황은 보다 심각하다. 실물부문의 과제는 그간의 성장세 위축 문제를 해결하려는 것인 반면, 금융부문은 제대로 성장하지도 못한 상태에서 조로할 기미마저 나타나고 있기 때문이다. 실제로 실물부문에서는 이미 세계적 기업으로 성장한 사례가 다수 있으나 금융부문은 사정이 다르다. 거의 모든 금융회사는 협소한 국내시장에만 초점을 맞춘 채 저부가가치의 함정에서 벗어나지 못하고 있으며, 정보상의 우위를 점해야 마땅한 국내시장까지 외국 금융사에게 잠식당하고 있는 실정이다.¹⁾

1) 특정 지역 자금수요자에 대한 정보는 해당 지역 금융회사가 우위에 있을

4 글로벌 금융규제 흐름과 우리나라 금융규제개혁의 바람직한 방향

금융부문의 상대적 낙후성에는 여러 가지 요인이 작용했을 것이다. 그러나 어느 나라를 막론하고 금융산업이 대표적인 규제산업이라는 점을 생각한다면 우리나라 금융부문이 국내 실물부문에 비해, 그리고 외국에 비해 낙후된 중요한 요인의 하나가 규제임을 어렵지 않게 짐작할 수 있다. 금융부문의 규제개혁 필요성이 특히 시급하게 대두되는 연유이다.

금융규제 개혁은 금융부문 자체의 성장을 도모한다는 측면 외에 실물경제 재도약을 위해서도 필요하다. 고도성장이 종식된 상태에서는 아주 작은 성장기회까지도 발굴하여 필요한 자원을 적절하게 배분하는 금융의 기능이 어느 때보다 중요하기 때문이다. 따라서 구조적 저성장 국면에 접어든 작금의 상황에서, 금융부문의 규제개혁 없는 실물부문 위주의 규제개혁은 온전한 효과를 내기 어렵다. 이러한 점에서 금융규제 개혁을 이루어내는 것은 향후 우리 경제의 재도약 여부를 좌우하는 극히 중요한 과제라고 하겠다.

이와 같은 문제인식을 바탕으로 본 총서는 우리나라 금융규제 개혁의 방향성을 정립하고, 이러한 방향성 하에서 주요 개혁과제를 제시하는 것을 목표로 한다. 이를 위해, 우선 지난 2008년 글로벌 금융위기 이후 주요국의 금융규제 흐름을 파악한다. 그리고 이렇게 파악된 글로벌 금융규제 흐름에 맞춰 우리나라 금융규제의 바람직한 방향성을 도출한다. 이러한 수렴화 작업은 금융산업의 본질적이고 보편적인 속성을 감안한 것이다.

주요국과의 비교를 통해 우리나라 금융규제의 방향성을 도출한다는 점에서 본 총서는 기본적으로 비교법적 접근방식을 취하고 있다. 그러나 비교법적 연구가 갖는 한계 또한 분명하다. 국가별 역사적 배경, 금융산업의 발전정도, 사법부의 역할 등이 상이한 상태에서, 평면적 비교에 근거해 규제를 수렴시키는 것은 상당한 부작용을 초래할 수 있기 때문이

수밖에 없으며(home bias), 따라서 많은 나라의 경우 적어도 자국 시장에서는 자국 금융회사가 분명한 우위를 점하는 경향이 강하게 나타난다.

다. 따라서 우리나라 금융규제 방향성을 정립하는 과정에서는 금융산업의 본질적이고 보편적인 속성 외에, 국내 금융산업의 특수성 또한 반드시 고려해야 한다. 결국 우리나라 금융규제 개혁의 바람직한 방향 설정은 글로벌 금융규제의 방향성을 주로 고려하는 가운데, 우리나라의 특수성을 일부 감안하면서 이루어져야 할 것이다. 본 총서에서는 이러한 과정을 통해 우리나라 금융규제의 바람직한 방향성을 도출하고, 이렇게 도출된 방향성 하에서 주요 개혁과제들을 제시한다.

규제개혁을 위한 방향성을 우선 정립한 후에 구체적 과제를 도출한다는 점에서 본 총서는 연역적(top-down) 방식을 따른다고 볼 수 있다. 연역적 방식은 귀납적(bottom-up) 방식과 달리, 현장 중심의 구체적이고 실천적 과제를 신속히 도출하는 데는 분명히 어려움이 있다. 그럼에도 불구하고 본 총서가 연역적 방식을 선택한 데는 나름의 이유가 있다. 당면한 금융낙후성을 혁파하려면 지역적이고 국소적인 규제개선이 아닌, 규제체계 전반에 걸친 개혁이 필요하다. 그런데 이러한 전방위적 규제개혁에는 세부적인 미시적 실천과제 도출보다는 규제개혁의 방향성 정립이 선행되어야 한다. 우선, 거시적 방향성이 명확하지 않은 상태에서는 각 사안별 과제들이 상호 충돌할 때 효과적으로 대처하기 어렵다. 또한 명확한 방향성에 대한 공감대 없이는 약간의 환경변화에도 규제개혁의 동력이 쉽게 약화되는 등, 규제개혁의 효과성·일관성·지속성을 담보하기도 어렵다. 규제개혁작업이 상반된 이해를 가진 수많은 경제주체들을 설득해 나가야 하는 지난한 과정임을 생각한다면, 규제개혁의 방향성 설정이 갖는 중요성은 결코 가볍지 않다. 이러한 점에서 본 총서는 일부 한계에도 불구하고 연역적 방식이 보다 나은 접근법일 수 있음을 전제하고 있는 것이다.

한편, 본 총서의 연구범위는 금융업자 규제로 한정한다. 지난 글로벌 금융위기 이후 금융소비자보호 규제가 금융규제의 중요한 한 축으로 부각되고 있으나, 금융소비자보호 문제는 본 총서의 연구대상에서 제외한다.

다. 무엇보다 금융업자 규제와 금융소비자보호 규제를 한 총서 내에서 포괄하는 것은 연구범위와 작업의 방대함 측면에서 상당한 어려움이 있기 때문이다.

본 총서 I 편의 순서는 다음과 같다. 이어지는 2장에서는 주요국 규제 변화의 내용 및 특징을 살펴본다. 이를 통해 글로벌 금융규제와 관련한 큰 흐름을 파악한다. 글로벌 금융규제의 흐름 파악은 금융위기 이후 변화된 규제와 변화되지 않은 규제 모두를 분석함으로써 이루어진다. 그리고 3장에서는 글로벌 금융규제의 흐름을 고려한 우리나라 금융규제의 세 가지 방향성을 도출한다. 분석을 통해 도출된 세 가지 방향성은 '겸업에 따른 위험은 억제하되 시너지 창출 여지는 허용', '시스템리스크 규제 강화', '자본시장 고유의 역동성과 혁신성 지속 추구'이다. 그리고 이러한 방향성 하에서 국내외 규제격차 분석 및 우리나라의 특수성을 고려한 주요 규제개혁과제를 개괄적으로 제시한다. 끝으로 4장의 요약 및 결론을 통해 I 편을 마무리한다.

나. 총서의 구성 및 각 편의 개요

우리나라 금융규제의 바람직한 방향 및 주요 개혁과제에 대한 개괄적인 이해를 원하는 독자는 I 편만 읽어도 크게 부족함은 없을 것이다. 그러나 각 주제별, 업권별 규제현황 및 규제개혁과제를 보다 세부적으로 파악하고자 한다면, 본 총서의 II편~V편을 읽기를 권한다. II편~V편은 I 편에서 제시된 주요국 금융규제의 연혁과 현황, 그리고 우리나라의 주요 규제개혁과제들을 보다 상세히 기술하고 있는데, 각 편의 주요 내용은 다음과 같다.

II편에서는 은행업과 증권업 겸업규제의 역사를 개관하고, 글로벌 금융위기 이후에 나타난 겸업규제의 변화사항을 정리한다. 이를 통해 파악

한 해외 주요국 겸업규제의 방향성은 '겸업에 따른 위험은 억제하되, 시너지 창출 여지는 허용한다'는 것이다. 위험억제를 위해 은행 본체 내에서 사내겸영이 아닌, 계열사 겸업방식으로 전환하는 움직임이 해외 주요국에서 예외 없이 나타나고 있다. 대신, 계열사 간의 겸업에 따른 시너지 창출에 필요한 부분, 즉 계열사 간 임직원겸직과 정보공유에 대해서는 규제변화를 거의 주지 않고 있다. 본 총서는 글로벌 금융규제의 이러한 방향성을 염두에 두고, 국내외 규제격차 분석을 통해 겸업과 관련한 우리나라의 바람직한 규제개혁 방향과 주요 개혁과제를 도출한다. 주요 개혁과제로는 은행의 증권업 사내겸영 축소, 금융지주회사 임직원겸직·정보공유 규제완화 등을 제시한다.

다음으로 III, IV편은 증권업, 자산운용업 등 자본시장 금융업자에 대한 규제개혁과제를 담고 있다. 우선 III편은 증권업자에 대한 규제개혁과제를 제시한다. 이를 위해 주요국 증권업 규제의 역사와 규제내용을 정리하고, 지난 글로벌 금융위기 이후의 규제변화 여부를 파악한다. 이를 통해 시스템적으로 중요한 대형증권사 등 일부 영역을 제외하고는, 글로벌 금융위기 이후에도 증권업과 관련해서는 사실상 규제변화가 없었음을 확인한다. 이는 금융시스템에 부담을 주지 않는 한, 자본시장 금융업자에 대해서는 역동성과 혁신성 추구를 위해 지속적으로 완화된 규제를 부과할 필요성이 있음을 시사한다. 이러한 방향성 하에서 도출되는 증권업 규제개혁과제로는 진입을 위한 물적요건 완화, 인가·등록단위 단순화, 증권회사의 장외증권업무 규제완화, 외환업무를 비롯한 부수업무의 포괄주의 전환 등이 있다.

IV편은 자산운용업의 바람직한 규제개혁 방향 및 주요과제를 제시한다. 해외 주요국의 자산운용업 규제를 살펴본 결과, 글로벌 금융위기 이후 변화된 규제는 대형 사모펀드의 진입 및 보고의무 부과 등으로 국한됨을 확인할 수 있다. 금융시스템에 부담을 주는 대형 사모펀드 등에 대한 감독당국의 정보 확보 등에 대한 규제 이외의 영역에서는 사실상 규

제변화가 없었다는 것이다. 이는 증권업과 마찬가지로 금융시스템에 영향을 주지 않는 한, 자산운용업에서도 역동성과 혁신성을 위한 여지가 지속적으로 제공되어야 함을 시사한다. 대표적인 규제개혁과제로는 공모·사모 펀드별 규제체계 이원화, 진입을 위한 물적요건 완화, 인가·등록단위 단순화, 자본시장법상의 사모펀드 규제 통합, 자본시장법 펀드와 개별법 펀드 간의 규제격차 해소 등이 제시된다.

마지막으로 V편에서는 파생상품업과 관련한 규제개혁과제를 살펴본다. 글로벌 금융위기를 계기로 장외파생상품이 시스템리스크를 확산시킨 요인의 하나로 지목되면서, 관련 규제가 대폭 강화되었다. 따라서 우리나라의 규제개혁 방향 역시 파생상품 거래에서 비롯되는 시스템리스크 억제에 초점을 맞춰야 할 것으로 보인다. 이러한 맥락 하에서, 장외파생상품과 관련해서는 거래정보저장소(Trade Repository, 이하 TR) 및 전자거래플랫폼 관련 규제 마련, 장외파생상품의 주요 시장참가자에 대한 등록제 도입 등의 과제를, 장내파생상품과 관련해서는 장내CCP거래 참여자에 대한 일증증거금제도 도입 등의 과제를 제시한다.

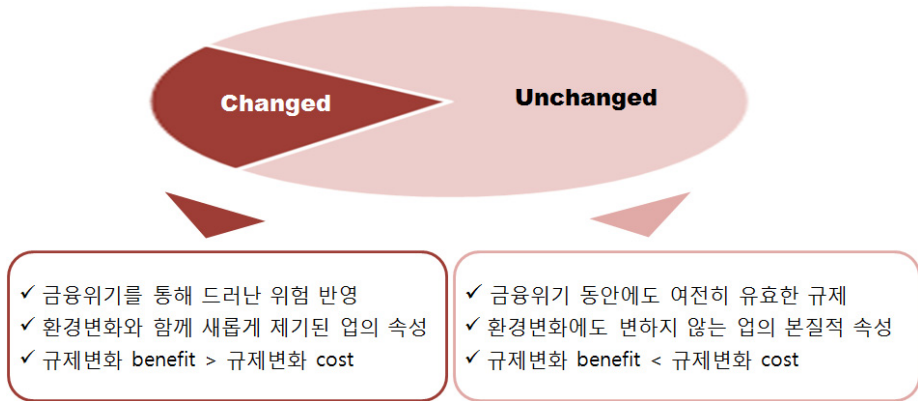
2. 주요국 금융규제의 내용 및 특징

지난 2008년의 글로벌 금융위기는 금융규제에 상당한 변화를 초래하는 계기로 작용하였다. 금융위기를 계기로 이전에는 인지하지 못했던 새로운 위험들이 드러났기 때문이다. 실제로 금융위기 동안 제기된 일부 위험들은 이전과는 전혀 다른 유형의 것이었으며, 따라서 이러한 새로운 위험에 대처하기 위해 규제변화가 필요하다는 견해가 힘을 얻었던 것으로 보인다. 아울러 이들 변화된 규제들은 해당 규제변화의 편익이 규제변화에 따른 비용보다 컸음을 시사한다.

그런데 금융위기 이후 규제가 신설 혹은 강화되는 와중에도, 상당수 규제들은 거의 변화를 겪지 않았다. 이는 금융위기 동안에도 다수의 규제들은 여전히 유효하게 작동했음을 의미하는 것이며, 동시에 이들 변화하지 않은 규제는 환경변화에도 쉽게 바뀌지 않는 금융업의 보다 본질적인 속성을 반영하는 것이다. 혹은 규제변화 필요성이 인정되기는 하지만, 규제변화의 편익에 비해 규제변화에 수반되는 비용이 과도한데 따른 것이라고 하겠다.

결국 금융위기 이후 글로벌 금융규제의 전체적인 흐름을 파악하려면 위기 이후 신설 혹은 강화된 규제는 물론, 위기 이후에도 변하지 않은 규제를 함께 살펴야 한다. 이러한 과정에서 '금융위기 이후 새롭게 제기된 위험'과 '환경변화에도 변하지 않은 업의 속성'을 추출할 수 있을 것이다. 이 장에서는 금융위기 이후 주요국 금융규제의 내용과 특징을 살펴보고, 이를 바탕으로 글로벌 금융규제의 방향성을 알아보기로 한다.

<그림 1-1> 금융위기 이전 vs. 금융위기 이후



가. 금융위기 이후 주요 부문별 규제변화

이 절에서는 금융업자 규제를 은행업 규제, 증권업 규제, 자산운용업 규제, 겸업규제, 파생상품업 규제로 분류하고, 이들 각 부문별로 금융위기 이후 규제변화 여부 및 규제변화 내용을 살핀다.

1) 은행업 규제

우선 진입규제를 살펴보면, 미국의 경우 물적요건 등 은행의 진입과 관련해서는 규제변화가 없었다. 주목할 만한 변화가 없었던 것은 영국과 유럽연합(European Union, 이하 EU)의 경우에도 마찬가지이다.

반면, 진입규제와는 달리 은행의 건전성 규제에는 상당한 변화가 있었다. 우선 미국의 경우 금융위기 이후 기존의 바젤II에 비해 한층 강화된 바젤III의 규제내용을 거의 대부분 수용하였으며, 일부 규제의 경우에는 바젤 권고안보다 높은 수준을 적용하고 있다. 실제로 규제자본

(regulatory capital)의 정의 및 레버리지 비율과 관련해서는 바젤 권고안에 비해 보다 엄격한 규제가 부과된다. EU의 경우에도 바젤Ⅲ를 바탕으로 2013년 7월 필요자본지침(Capital Requirements Directives, 이하 CRD) IV를 제정하여 은행에 대한 건전성 규제를 대폭 강화한 바 있다. 또한 영국에서는 금융위기 이후 소매은행업무와 도매·증권업무를 함께 영위하지 못하도록 규제(ring-fencing)하였으며, 도매·증권업무와 격리된 소매은행은 0~3%의 추가자본을 적립해야 한다.

지난 금융위기는 과도한 신용공급에 따른 유동성 과잉에서 비롯된 측면이 강하다. 따라서 금융위기의 재발을 방지하려면 신용공급의 중추인 은행의 자산이 과도하게 팽창하는 것을 사전에 차단할 필요가 있다. 더불어 여타 금융권역과는 달리 은행의 건전성 악화 및 이에 따른 파산 위험은 시스템리스크를 야기하는 문제도 안고 있다. 결국 과도한 신용팽창 및 시스템리스크의 사전 억제에 위해 은행의 자기자본비율 규제, 레버리지 규제 등 은행의 건전성 규제가 대폭 강화된 것으로 평가된다.

다음으로 은행의 업무범위 규제 역시 건전성 규제와 마찬가지로 강화되었다. 미국의 경우, 금융위기 이후 소위 불커룰에 의해 은행 및 은행그룹(banking entity)의 고위험증권업무가 대폭 제한되었다. 이에 따라 은행 및 은행그룹은 고유계정트레이딩(prop trading)이 원칙적으로 금지되며, 사모투자전문회사(private equity), 헤지펀드 등에 대한 투자 및 운용은 자기자본의 3% 이내로 제한되었다. 또한 장외파생상품업무 분리조치(swap push-out rule)에 따라, 부보예금은행은 일부 장외파생상품업무를 비은행계열사로 분사해야 한다.

영국에서도 은행의 업무범위 규제는 대폭 강화되었다. 금융위기 이전까지 미국과 달리 영국에서는 은행이 사내에서 도매은행업과 투자은행업을 영위하는 것이 금지되어 있지 않았다. 그러나 금융위기 이후 소매은행은 자본시장 관련 업무를 더 이상 영위할 수 없게 되었다(ring-fencing). 이와 유사하게 EU 차원에서도 상업은행의 자본시장업무 제한을 담은 규

제안이 이미 제시된 상태이다.

자본시장업무 제한을 통해 은행의 업무범위를 축소하는 일련의 움직임은 다음의 두 가지 요인을 반영하고 있다. 첫째, 시스템리스크 억제 필요성이다. 은행은 지급결제와 신용공급의 중추로서 파산 시 심각한 시스템리스크가 유발된다. 그런데 은행이 위험성이 높은 자본시장 관련 업무를 영위할 경우 파산확률이 높아지고, 그만큼 시스템리스크 가능성도 커질 수밖에 없다. 둘째, 은행의 모럴헤저드를 제어하기 위해 업무범위 규제를 강화할 필요성이 제기된다. 은행의 파산은 금융권 전체의 시스템리스크를 야기하며, 따라서 각국 정부는 건전성이 악화된 은행을 구제할 강한 유인을 지닌다. 그런데 건전성이 훼손되더라도 사후적으로 구제될 것이 기대된다면, 은행은 사전적으로 보다 위험성 높은 업무를 영위할 유인을 가질 수밖에 없다. 바로 이러한 왜곡된 유인을 사전에 차단하려면 업무범위를 제한해야 하는 것이다.

요약하면, 글로벌 금융위기 이후 은행업의 진입규제에는 변화가 없었지만, 건전성 규제와 업무범위 규제는 상당한 변화를 겪었다. 금융위기 이후 은행업에 대한 주요국의 규제변화 여부, 변화정도 및 주요 변화 내용은 <표 I-1>에 정리되어 있다.

<표 1-1> 금융위기 이후 주요국 규제변화(은행업)

	금융위기 이후 규제변화 여부	규제변화 내용 및 배경
진입규제	-	· 변화 없음
건전성 규제	○	· (미) 자기자본비율 규제 강화(보통주, 기본자본) · (영/EU) 자기자본비율 규제 강화, 레버리지 규제 도입, 부보소매은행의 자기자본비율 규제 강화 · 과도한 신용공급에 따른 시스템리스크 차단
업무범위	○	· (미) banking entity의 고위험증권업무 제한(prop trading, private equity, hedge fund) / swap push-out rule · (영/EU) 부보소매은행의 자본시장 관련 업무 영위 제한, 자본시장업무 분사(ring-fencing) · 시스템리스크 및 은행의 도덕적해이 억제

주: ○는 대폭변화를 의미

2) 증권업 규제

증권업의 경우 은행업과 달리 규제변화 폭이 크지 않았다. 우선, 증권업의 진입규제는 전혀 변화가 없었다. 이는 증권업과 관련해서는 금융위기 이후에도 기존의 물적, 인적 진입요건에 변화를 줄 필요성이 크지 않았음을 의미한다.

다음으로 건전성 규제의 경우 대형증권사에 대한 규제가 일부 강화되었다. 우선, 미국의 경우 시스템적으로 중요한 대형증권사에 대해서는 감독당국이 추가 자본적립을 요구할 수 있으며 양적 한도도 부과할 수 있게 되었다.²⁾ 그러나 여타 대다수 증권사의 건전성 규제에는 변화가 없었

2) 미국의 경우 증권사에 대한 자기자본비율 규제(NCR규제)는 건전성 규제가 아닌 유동성 규제의 성격을 강하게 띤다. 즉, NCR규제는 증권회사의 파산 시 해당 증권회사의 잔여재산을 투자자에게 신속히 지급할 수 있도록 적절한 유동성을 갖출 것을 요구하는 규제이다. 이러한 측면에서 미국에서 증

다. 영국과 EU의 경우도 비슷한 변화를 겪었다. 즉, 시스템적으로 중요한 금융투자회사에 대한 건전성 규제를 대폭 강화함으로써, 사실상 은행과 유사한 수준의 건전성 규제를 부과하는 입장을 취하고 있는 것이다. 결국 금융위기 이후 금융시스템에 영향을 줄 수 있는 대형 증권업자에 대한 건전성 규제는 강화하되, 일반적인 증권업자에 대한 건전성 규제에는 변화를 주지 않는 것이 글로벌 건전성 규제의 흐름이라고 하겠다.

끝으로 업무범위 규제의 경우 미국에서만 일부 변화가 있었다. 볼커 룰에 의한 고위험증권업 규제는 은행뿐만 아니라 은행그룹에 속한 모든 계열사에도 동일하게 적용된다. 이에 따라 은행과 계열관계에 놓여 있는 증권사는 기존과 달리 고유계정트레이딩(prop trading), 사모투자전문회사(private equity) 및 헤지펀드 등에 대한 투자·운용상의 제약을 받게 되었다. 이러한 변화는 은행계열 증권사에 의한 고위험증권업 영위가 계열 은행의 건전성에도 직간접적 영향을 미칠 수 있다는 우려, 즉 위험전이 가능성을 반영한 것으로 판단된다. 반면, 은행과 독립적인 순수증권사에 대해서는 금융위기 이전과 마찬가지로 고위험증권업 영위와 관련하여 일체의 규제를 부과하지 않는다. 미국과 달리, 영국과 EU의 경우에는 은행계열 여부와 무관하게, 금융위기 이후에도 증권회사의 고위험증권업 영위에 아무런 제약을 부과하지 않고 있다. 이는 유럽의 정책당국이 미국과는 다른 시각을 갖고 있음을 시사한다. 즉, 은행이 고위험증권업을 사내에서 영위하지 않는 한, 단순히 계열 증권사에 의한 고위험업무 영위만으로 은행에 위험을 전이시킬 가능성이 높지 않다는 것이다.

권사는 지속적으로 영업을 영위해야 하는 주체(going concern)로 간주되는 것이 아니라, 언제든지 파산이 일어날 수 있는 주체(gone concern)로 간주된다. 그런데 금융위기 이후 시스템적으로 중요한 소수의 대형증권사에 대한 건전성 규제가 강화되었다는 것은 기존의 관점에 변화가 있었음을 시사한다. 증권회사라고 하더라도 금융시스템에 영향을 미칠 정도의 대형증권사가 파산해서는 곤란하며, 따라서 going concern이 될 수 있도록 충분한 자본을 쌓아야 한다는 것이다.

이상에서 살펴본 바와 같이, 금융위기 이후 증권업에 대한 규제는 건전성 규제 및 업무범위 규제와 관련하여 부분적인 변화가 있었다. 건전성 규제의 경우 미국, 영국, EU 모두 시스템적으로 중요한 대형증권사에 대한 규제를 강화했으나, 일반적인 증권업자에 대한 규제에는 변화를 주지 않았다. 그리고 업무범위 규제의 경우에는 미국에서 은행계열 증권사에 한해 규제가 강화되었으며, 독립증권사에 대한 규제에는 전혀 변화가 없었다. 금융위기 이후 증권업에 대한 주요국의 규제변화 여부, 변화 정도 및 주요 변화내용은 <표 I-2>에 정리되어 있다.³⁾

<표 I-2> 금융위기 이후 주요국 규제변화(증권업)

	금융위기 이후 규제변화 여부	규제변화 내용 및 배경
진입규제	-	· 변화 없음
건전성 규제	△	· (미) 시스템적으로 중요한 대형증권사에 대해 추가 자본적립 요구 및 양적한도 부과 · (영/EU) 중요 투자회사(significant IFs)에 대해서는 강화된 건전성 규제 적용 · 중소형사에 대해서는 변화 없음 · 대형증권사에 의한 시스템리스크 가능성 고려
업무범위 규제	△	· (미) 은행계열 증권사의 prop trading 금지, private equity/hedge fund 투자한도 규제 (순수증권사에 대해서는 변화 없음) · (영/EU) 변화 없음 · 은행그룹의 도덕적해이 방지

주: △는 소폭변화를 의미

3) 증권업 규제와 관련한 보다 자세한 내용은 III편을 참고하라.

3) 자산운용업 규제

자산운용업의 경우에도 증권업과 마찬가지로 제한적인 규제변화가 있었다. 우선 진입규제의 경우 미국에서는 대형 사모펀드 운용업자(운용 규모 1.5억달러 이상)의 등록이 의무화되었다. 금융위기 이전까지 미국에서는 공모펀드에 대한 등록의무가 있었으나, 사모펀드 운용업자에 대해서는 등록의무가 부과되지 않았다. 이로 인해 감독당국은 이들 운용업자 및 동 운용업자가 관리하는 펀드에 대한 정보에 접근할 수 없었다. 그러나 금융위기를 계기로 대형 헤지펀드 등에 의한 시스템리스크 야기 등의 문제가 발생하자, 대형 사모펀드 운용업자에 대한 등록을 의무화하는 쪽으로 선회한 것이다. 그러나 운용규모 1.5억달러를 초과하지 않는 여타 사모펀드 운용업자에 대해서는 기존과 마찬가지로 등록의무가 부과되지 않는다. EU의 경우에도 금융위기 이전에는 사모펀드 및 사모펀드 운용업자에 대한 진입규제가 없었으나, 금융위기 이후 모든 사모펀드 운용업자에 대해 인가 혹은 등록을 의무화하였다.

다음으로 재무건전성 규제의 경우 영국과 EU에서만 일부 변화가 있었다. 미국의 경우에는 금융위기 이전은 물론 금융위기 이후에도 공모펀드와 사모펀드 운용업자 모두 일체의 재무건전성 규제는 부과되지 않고 있다. 반면, 영국과 EU에서는 금융위기 이후 사모펀드 운용업자에 대한 재무건전성 규제를 새롭게 도입하였다. 이에 따르면 사모펀드 운용업자는 진입자본(€125K)에다 운용규모가 2.5억유로를 초과할 경우, 동 초과분의 0.02%의 자본을 추가로 적립해야 한다. 그러나 여기에서 한 가지 유의할 점이 있다. 영국과 EU에서 이루어진 사모펀드 운용업자에 대한 이러한 규제변화는 과거 규제사각지대에 놓여 있던 일부 사모펀드 운용업자에 의한 금융사기 등을 방지하기 위한 것이다. 따라서 사모펀드 운용업자에 대한 재무건전성 규제는 사실상 운영위험(operating risk) 규제에 해당하며, 우리나라 자산운용사에 부과되는 재무건전성 규제와는 성격이 확연히 구분되는 것이라고 할 수 있다.

끝으로 자산운용 규제는 공모펀드와 사모펀드를 불문하고 금융위기 이후에도 아무런 변화가 없다. 한때 논란이 있었던 사모펀드의 자산운용 규제는 결국 도입되지 않는 것으로 결론이 났다. 대신 위험포지션과 한도를 감독당국에 보고하는 의무를 부과하는 쪽으로 규제변화가 있었다. 이는 사모펀드의 자산운용에 직접적인 규제를 가할 경우, 사모펀드 고유의 속성이 크게 훼손될 것이라는 염려가 작용한 것으로 보인다. 따라서 직접적인 자산운용 규제를 부과하는 대신, 위험포지션 등을 감독당국이 파악할 수 있도록 함으로써 시스템리스크의 사전 인지 가능성을 높이고자 하는 것이다.

요약하면, 지난 금융위기 이후 대형 사모펀드 운용업자에 대한 진입 규제가 소폭 강화되었고, 영국과 EU를 중심으로 사모펀드 운용업자의 자본적립 규제가 일부 도입되었다. 자산운용업과 관련한 여타 규제에는 사실상 변화가 없었다. 글로벌 금융위기 이후 자산운용업에 대한 주요국의 규제변화 여부, 변화정도 및 주요 변화내용은 <표 I-3>에 정리되어 있다.⁴⁾

4) 자산운용업 규제와 관련한 보다 자세한 내용은 IV편을 참고하라.

<표 1-3> 금융위기 이후 주요국 규제 변화(자산운용업)

	금융위기 이후 규제변화 여부	규제변화 내용 및 배경
진입규제	△	<ul style="list-style-type: none"> · (미) 대형 사모펀드 운용업자에 대한 등록 의무화 · (영/EU) 사모펀드 운용업자 인가 의무화 · 공모펀드는 변화 없음 · 사모펀드 운용업자(특히 대형사)에 대한 규제 필요성 제기
건전성 규제	△	<ul style="list-style-type: none"> · (미) 운용업자에 대한 재무건전성 규제는 없음 (금융위기 이후에도 변화 없음) · (영/EU) 사모펀드 운용업자에 대한 재무건전성 규제 도입(진입 자본금(€125K) 요건에 운용규모에 따른 추가 자본적립 요건 부과), 공모펀드 운용업자에 대한 규제는 금융위기 이전과 동일 · 사모펀드 운용업자에 의한 금융사기 방지(운영 위험 통제)
자산운용 규제	-	<ul style="list-style-type: none"> · 공모펀드는 변화 없음 · 사모펀드 역시 금융위기 이후에도 자산운용 규제를 부과하지 않고 있음(대신, 위험포지션 및 한도보고 의무 부과) · 자산운용 규제 부과 시 사모펀드의 속성이 크게 약화될 우려 · 직접적인 자산운용 규제 대신, 위험포지션 등의 파악을 통해 시스템리스크에 대한 사전 인지 가능성 제고

주: △는 소폭변화를 의미

4) 겸업규제

지난 글로벌 금융위기는 주요국을 중심으로 은행업과 증권업 겸업과 관련해서 많은 규제변화를 야기하였다. 겸업규제와 관련하여 살펴볼 부분은 크게 세 가지로, 첫 번째는 은행의 자본시장업무 사내겸영 이슈이다. 우선 미국의 경우 1999년 금융현대화법(GLB Act)에 의해 은행과 증권사가 계열관계를 맺을 수 있게 되었지만, 은행업과 증권업의 사내(in-house)겸영은 1933년 은행법(글래스-스티걸법)을 따라 여전히 엄격히 규제되고 있었다. 그런데 글로벌 금융위기 이후 이러한 사내겸영 규제는 한층 강화되었다. 은행의 증권업을 사내에서 영위할 수 없음은 물론, 기존에 은행 내에서 영위하고 있던 일부 파생상품 관련 업무도 은행이 아닌 계열 증권사 등에서 영위해야 한다(swap push-out rule, 이하 스왑배제안).

영국과 EU에서도 미국과 유사한 움직임을 보이고 있다. 전통적으로 영국과 EU에서는 은행업과 증권업의 사내겸영에 대한 규제가 없는, 가장 극단적 겸업은행제도(universal banking system)를 택하고 있었다. 그러나 금융위기 이후 영국을 시작으로 은행의 자본시장업무 사내겸영을 엄격히 차단하고 나섰다. 영국의 경우 부보소매은행은 은행 본체 내에서 자본시장업무를 영위할 수 없고, 대신 계열 증권사 등을 통해 영위해야 한다(Banking Reform Act 2013). 영국의 정책당국은 동 조치가 자본시장업무 영위에 따른 위험이 부보소매은행으로 전이되는 것을 차단(ring-fencing)하기 위한 것임을 분명히 하고 있다. 이와 별도로 독일, 프랑스, 벨기에 등의 국가에서도 상업은행과 투자은행을 분리하는 유사한 규제를 입법화하였다. 이처럼 은행업과 증권업 분리규제가 역내 국가별로 상이하게 입법화되는 움직임이 일자, 2014년 1월 EU 차원에서 통일된 규제안이 마련되었다. 동 규제안은 미국의 볼커룰과 영국, 프랑스, 독일 등 유럽 회원국의 개별 입법 내용들을 절충하고 있다.

미국에 이어 유럽 주요국까지 은행업과 증권업을 분리하는 움직임에 동참하게 된 것은, 물론 시스템리스크 차단 및 모럴해저드 방지를 위함이다.

겸업규제와 관련한 두 번째 이슈는 은행 계열사의 증권업 영위 문제이다. 미국의 경우 은행이 사내에서 증권업을 영위하는 것은 엄격히 금지되었지만, 계열 증권사는 증권업무를 제한 없이 영위할 수 있었다. 그러나 글로벌 금융위기 이후 계열사에 의한 증권업 영위도 일부 제한하는 방식으로 규제가 강화되었다. 즉, 은행과 계열관계를 맺고 있는 금융회사는 고유계정트레이딩(prop trading)을 원칙적으로 영위할 수 없으며, 사모투자전문회사(private equity), 헤지펀드업무와 관련해서도 제약을 받는다. 결국 비은행 금융회사라고 하더라도 은행과 계열관계를 맺고 있는 한, 고위험증권업으로부터 스스로를 격리시켜야 한다는 것이다. 반면, 영국과 EU의 경우에는 은행계열 금융회사의 고위험증권업 영위를 제한하지 않는다. 즉, 금융위기 이후 부보소매은행의 증권업 사내겸영은 엄격히 규제하는 쪽으로 선회하였지만, 계열사에 의한 고위험증권업은 규제하지 않는다는 것이 기본적인 방침이다. 이러한 점은 현재 우리나라의 규제와 유사한 것으로 평가된다.

겸업규제와 관련한 세 번째 이슈는 계열사 간 시너지 규제이다. 계열사 간 시너지 규제는 크게 임직원겸직 규제와 고객정보공유 규제로 대별된다. 우선 임직원겸직 규제를 살펴보면, 금융위기 이후 겸업 관련 규제가 대폭 강화되는 와중에도 미국, 영국, EU 모두 임직원겸직 규제에는 의미 있는 변화가 없었다. 영국과 EU의 경우 은행업과 증권업 분리 규제를 도입하면서 이사회의 독립성 요건을 새롭게 마련하였지만, 미국 수준의 느슨한 요건을 부과함으로써⁵⁾ 계열사 간 협업을 위한 임직원겸

5) 계열관계를 맺고 있는 은행과 증권사의 경우, 양사의 이사진은 상호겸직이 가능하다. 그러나 이러한 겸직이 상대 회사의 이사회를 장악할 정도가 되어서는 안 된다. 즉, 이사겸직을 허용하되, 각 회사의 최소한의 독립성은 요구하고 있는 것으로 해석된다. 한편, 이사가 아닌 임원에 대해서는 겸직에 아

직을 상당 부분 허용하고 있는 것으로 판단된다. 은행으로부터 고위험업무를 분리하되, 계열사 간 협업에 바탕한 시너지 창출에 필요한 임직원 겸직은 지속적으로 허용하고 있는 것이다. 정보공유 규제도 마찬가지다. 금융위기 이후에도 계열사 간 고객정보공유에는 주요국 모두 새로운 제약을 가하지 않고 있다.

은행과 증권사가 계열관계를 가진 상태에서, 임직원겸직과 정보공유까지 규제할 경우 사실상 계열사 겸업의 실익은 소멸되고 만다. 그렇다면 굳이 계열사 방식을 통한 겸업을 허용할 필요 없이, 은행업과 증권업을 계열분리하는 1933년 은행법(글래스-스티걸법) 체제로 회귀하는 편이 나을 것이다. 그러나 겸업의 시너지 효과를 지지하는 다수의 증거들이 제시되고 있는 상황에서,⁶⁾ 계열분리까지 강제하는 것은 오히려 부작용이 클 수 있다. 따라서 계열사 방식의 겸업을 허용한다면, 겸업에 따른 시너지 창출 여지 또한 제공하는 것이 마땅할 것이다.

이상 금융위기 이후 겸업규제와 관련한 사항을 정리하면, 상업은행으로부터 증권업을 격리하되, 증권업은 계열사를 통해서만 영위하도록 한다는 것이 주요국 모두에서 발견되는 일관된 규제흐름이다. 반면, 계열사 간 임원겸직 및 정보공유 등 시너지 관련 규제에는 실질적인 변화가 없었다. 글로벌 금융위기 이후 겸업에 대한 주요국의 규제변화 여부, 변화정도 및 주요 변화내용은 <표 I-4>에 정리되어 있다.⁷⁾

무런 제한을 두고 있지 않다.

6) Drucker and Puri(2005), Kanatas and Qi(2003)

7) 주요국 겸업규제의 주요 내용은 II편을 참고하라.

<표 1-4> 금융위기 이후 주요국 규제변화(검업)

	금융위기 이후 규제변화 여부	규제변화 내용 및 배경
은행의 자본시장업무 사내검영	○	<ul style="list-style-type: none"> · (미) 증권업 사내검영 규제 강화(Volcker rule, swap push-out rule) · (영/EU) 부보소매은행(ring-fenced bank)의 자본시장 관련 업무 제한 · 시스템리스크 및 도덕적해이 억제
계열사에 의한 증권업 검업	△	<ul style="list-style-type: none"> · (미) 은행계열사에 의한 고위험증권업(prop trading, PE, HF) 영위를 제한 · (영/EU) 은행계열사에 의한 증권업 영위는 포괄적으로 허용
계열사 간 시너지	-	<ul style="list-style-type: none"> · (미) 임원검직 및 고객정보공유 지속 허용 · (영/EU) ring-fencing 이후에도 임원검직 및 고객정보공유 허용 · 단, 임원검직은 이사회의 독립성을 해치지 않는 범위 내에서 허용

주: ○는 대폭변화, △는 소폭변화를 의미

5) 파생상품업 규제

글로벌 금융위기 이후 가장 큰 규제변화를 경험한 영역 중의 하나가 파생상품이다. 이는 파생상품, 특히 장외파생상품시장의 불투명성이 정책당국에 의한 리스크 식별을 어렵게 하고, 그 결과 시스템리스크를 야기했다는 비판이 강하게 제기되었기 때문이다. 이에 따라 파생상품과 관련한 규제가 대폭 강화되었다.

미국의 경우 ‘스왑’이란 용어를 통해 과거 규제대상에서 제외되었던 장외파생상품들을 규제영역으로 끌어들었다. 더불어 장외파생상품 취급업자(dealer)는 물론, 주요 시장참가자(market participant)에 대해서도 등록의무를 새롭게 부과하였다. 영국과 EU에서도 미국과 비슷한 규제가 신설되었다. EU의 경우 정규거래소에서 거래되지 않는 파생상품을 장외파

생상품이라고 명시적으로 정의함으로써, 금융위기 이후 장외파생상품과 관련한 규제공백을 제거하고자 하였다. 더불어 금융업자가 아닌 자(nonfinancial counterparty)가 장외파생상품시장에 참여하기 위해서는 감독당국의 승인을 받도록 하는 등, 시장참가자에 대한 규제도 강화하였다.

장외파생상품과 관련한 인프라 규제도 대거 신설되었다. 2009년 9월 G20 피츠버그 정상회의에서는 장외파생상품의 중앙청산소(Central Counterparty, 이하 CCP) 청산 의무화, 장외파생상품 거래의 거래정보저장소(TR) 보고 의무화, 전자거래플랫폼 사용 의무화 등 인프라 구축과 관련한 규제 합의안을 도출하였고, 미국, 영국, EU 등은 동 합의안을 자국 법규에 속속 반영하였다. 이러한 조치는 장외파생상품으로 인해 야기될 수 있는 시스템리스크를 차단하고, 동시에 감독당국으로 하여금 장외파생상품시장에 대한 정보를 확보할 수 있도록 하기 위한 것이다. 글로벌 금융위기 이후 파생상품과 관련한 주요국의 규제변화 여부, 변화정도 및 주요 변화내용은 <표 I-5>에 정리되어 있다.⁸⁾

<표 I-5> 금융위기 이후 주요국 규제변화(파생상품업)

	금융위기 이후 규제변화 여부	규제변화 내용 및 배경
장외파생상품 관련 시장인프라 규제	○	· 장외파생상품의 CCP청산 의무화 · 거래정보저장소(TR)기록·보고 의무화 · 전자거래플랫폼 거래 의무화 · 시스템리스크 방지 및 거래투명성 확보
거래자 규제	○	· (미) dealer/participant 등록, (영/EU) financial/nonfinancial counterparty 승인 · 일중증거금(intraday margin) 제도 도입 · 시스템리스크 억제

주: ○는 대폭변화를 의미

8) 주요국 파생상품업 규제의 주요 내용은 V편을 참고하라.

나. 글로벌 금융규제의 방향성 읽기

1) 금융위기 이후 주요국 규제 특징

앞 절에서 살펴본 바와 같이 미국, 영국, EU 등 금융선진국의 규제 중에는 금융위기 이후 신설 혹은 강화된 규제가 다수 존재한다. 그런데 이들 변화된 다수의 규제들을 특성별로 분류하면 겸업규제 및 시스템리스크 규제, 두 가지로 압축된다. 우선 겸업규제로는 은행의 증권업 사내 겸업규제 강화, 은행계열 증권사에 의한 고위험증권업 영위 제한 등을 들 수 있다. 다음으로 시스템리스크 규제에는 은행의 건전성 규제 강화, 시스템적으로 중요한 대형증권사 규제 강화, 대형 사모펀드 및 장외파생상품 규제 신설 등이 포함된다. 결국 금융위기 이후 변화된 규제들은 겸업에 따른 도덕적해이를 억제하고 시스템리스크를 차단하기 위한 것이라고 평가할 수 있다.

한편, 금융위기 이후 변화를 겪지 않은 규제들 역시 크게 두 가지로 압축되는데, 겸업과 관련한 시너지 규제와 자본시장 금융업자에 대한 규제가 그것이다. 해외에서는 시너지 창출을 위해 계열사 간 임원겸직 및 정보공유를 허용해 왔는데, 금융위기 이후에도 이들 규제에는 별다른 변화가 없었다. 은행의 증권업 사내겸업 규제를 강화하는 가운데서도, 계열사 간 협력을 통해 시너지를 창출할 수 있는 여지에는 변화를 주지 않은 것이다. 다음으로 자본시장 금융업자에 대한 규제 역시 거의 변화를 겪지 않았다. 시스템리스크를 야기할 위험이 있는 대형증권사 및 대형 사모펀드에 대한 규제가 일부 신설되었지만, 여타 자본시장 금융업자에 대한 규제에는 사실상 변화가 없었다고 하겠다.

<표 1-6> 글로벌 금융위기 이후 주요국 규제 특징

	변화된 규제	변화가 없는 규제
은행	- 건전성(시스템리스크) - 업무범위(시스템리스크, 도덕적해이)	- 진입
증권	- 건전성(대형사, 시스템리스크) - 업무범위(은행계열 증권사, 위험전이, 도덕적해이)	- 진입 - 건전성(대형사 제외) - 업무범위(순수증권사)
자산 운용	- 진입(사모, 시스템리스크) - 건전성(영/EU 사모, 운영리스크, 시스템리스크)	- 진입(공모, 미: 중소형 사모) - 건전성(미: 공사모 공통, 영/EU:공모) - 자산운용(공사모 공통)
겸업	- 은행의 증권업 사내겸업 규제 강화 (도덕적해이, 시스템리스크) - 은행계열 증권사 업무규제 강화 (도덕적해이, 위험전이)	- 계열사 간 임원겸직 - 계열사 간 고객정보공유
파생 상품	- (장외)장외파생상품 시장인프라 규제 강화 - (장내/장외)파생상품 거래자 규제 강화 (시스템리스크)	- (장내) 진입, 건전성

- 겸업에 따른 위험전이, 도덕적해이 규제
- 시스템리스크 규제

- 겸업과 관련한 시너지 규제
- 자본시장 금융업자 규제 (대형사 제외)

2) 글로벌 금융규제의 방향성

이상 금융위기 이후 주요국 규제 분석을 통해 글로벌 금융규제의 세 가지 흐름을 읽을 수 있다. 첫 번째 흐름은, “은행의 증권업 사내겸업에 따른 위험은 억제하되 계열사 간 시너지 창출 여지는 지속적으로 허용” 하는 것이다. 여기에는 은행의 증권업 사내겸업이 야기하는 시스템리스크 및 도덕적해이를 억제해야 한다는 견해가 투영되어 있다. 그러나 다른 한편으로, 계열사 간 임원겸직과 정보공유를 통해 은행과 증권사 간 협업에 기반한 시너지창출은 여전히 필요하다는 판단을 내리고 있는 것으로 보인다. 계열사 간 임원겸직과 정보공유를 규제함으로써 시너지 창출을 제약할 경우, 겸업에 따른 편익이 사실상 소멸되기 때문이다.

글로벌 금융규제의 두 번째 흐름은 “시스템리스크 규제 강화”이다. 지난 금융위기는 과도한 신용팽창에 기인하는 측면이 강하며, 따라서 신용팽창을 사전에 억제할 필요성이 인정된다. 이는 전통적 시스템리스크 영역인 은행의 재무건전성 규제 강화 움직임으로 나타났다. 또한 지난 금융위기를 거치면서 자본시장 역시 시스템리스크에서 완전히 자유롭지 못하다는 점을 인식하게 되었다. 그 결과 과거에는 규제대상에서 제외되었던 자본시장의 일부 대형 금융업자 및 장외파생상품 관련 거래도 시스템리스크 규제 대상으로 새롭게 편입된 것이다.

세 번째 흐름은 “자본시장의 역동성과 혁신성의 지속적인 추구”를 들 수 있다. 전술한 바와 같이, 일부 대형사와 관련한 규제를 제외하면 자본시장 금융업자에 대한 규제에는 사실상 변화가 없었다. 이는 시스템리스크를 야기하지 않는 한, 자본시장 고유의 역동성과 혁신성은 지속적으로 추구할 필요가 있다는 인식에서 비롯된 것으로 판단된다.

<표 1-7>에는 금융위기 이후 주요국 금융규제의 방향성이 정리되어 있다. 다음 3장에서는 이러한 글로벌 규제의 흐름을 염두에 두고, 우리나라 금융규제의 바람직한 방향성을 도출하고 규제개혁과제를 제시한다.

<표 1-7> 금융위기 이후 주요국 금융규제의 방향성

• **(방향성1) 겸업에 따른 위험은 억제하되, 시너지 효과는 인정**

- 은행의 증권업 사내겸영 억제, 은행계열 증권사의 업무범위 제한
 - 겸업에 따른 위험전이, 도덕적해이 억제
 - 겸업을 통한 시너지 추구 여지 제공(계열사 간 임원겸직, 고객정보공유)
 - 시너지 창출이 제약될 경우 겸업의 편익 소멸
-

• **(방향성2) 시스템리스크 규제 강화**

- 은행의 건전성 규제 강화, 대형증권사, 대형 사모펀드 및 운용업자 규제 강화
 - 과도한 신용팽창에 의한 시스템 위기 초래
 - 은행뿐 아니라, 대형증권사, 대형 펀드도 시스템리스크를 촉발할 수 있음을 확인
 - 장외과생상품 거래로 인한 시스템리스크 요인 발생
-

• **(방향성3) 자본시장의 역동성/혁신성 지속 추구**

- 시스템리스크를 야기하지 않는 한, 자본시장 금융업자에 대한 규제는 불변
 - 금융위기 이후에도 자본시장 금융업자에 대해서는 타 권역 대비 대폭 완화된 진입규제, 재무건전성 규제, 업무범위 규제, 자산운용 규제를 적용
-

3. 우리나라 금융규제의 바람직한 방향

2장에서 살펴본 주요국 금융규제의 세 가지 방향성은 “은행의 증권업 사내검영 금지 및 계열사 간 시너지 창출 허용”, “시스템리스크 규제 강화”, “자본시장의 역동성·혁신성의 지속 추구”이다. 따라서 우리나라 금융규제의 바람직한 방향성은 원칙적으로 전술한 세 가지 흐름에 국내 규제를 수렴시키는 것이다. 이러한 수렴화 작업은 금융산업의 본질적이고 보편적인 속성을 감안한 것이다. 따라서 국내외 규제격차가 큰 부분일수록 대폭적인 규제개혁이 요구된다. 그러나 다른 한편으로, 국내 금융산업의 특수성을 감안하여 규제 적용여부와 규제수준을 결정할 필요성 또한 존재한다. 결국 우리나라 금융규제 개혁의 바람직한 방향 설정 및 규제개혁과제 도출은 글로벌 금융규제의 세 가지 흐름을 주로 고려하는 가운데, 우리나라의 특수성을 일부 감안하여 이루어져야 할 것이다.

아래에서는 글로벌 규제의 세 가지 흐름 각각에 대해 국내외 규제격차를 살펴보고, 우리나라의 특수성이 이러한 규제격차의 존재를 정당화할 수 있는지를 논의한다. 그리고 이러한 논의에 바탕하여, 각 규제방향성 별로 주요 규제개혁과제를 제시한다.

가. 겸업규제의 바람직한 방향 및 주요 개혁과제

1) 겸업과 관련한 규제개혁 방향

겸업과 관련한 글로벌 규제의 방향성은, 겸업으로 인한 시스템리스크 및 모럴해저드를 차단하되 시너지 창출은 허용하는 것이다. 은행 고유의 자산변환기능은 은행 스스로를 상시적인 유동성 위협에 노출시킨다. 이러한 상시적 위협에 노출된 은행이 고위험증권업을 영위할 경우 건진성

이 훼손되고, 그 결과 시스템리스크가 야기될 수 있다. 또한 은행 특유의 시스템리스크를 차단하기 위해 은행권에 부여되는 제반 구제장치의 존재는 은행의 모럴해저드 유인을 제공한다. 이러한 상태에서 은행에 고위험증권업 영위를 허용할 경우, 업무 영위에 따른 이익은 사유화하고 손실은 사회화하는 모럴해저드가 더욱 극심해질 수 있다. 이러한 점에서 은행의 증권업 사내검영은 차단하는 것이 바람직하며, 이와 관련하여 우리나라만 해외 주요국의 흐름에서 벗어난 규제를 부과할 합리적인 근거가 있다고 보기 어렵다.

한편, 주요국의 경우 은행의 증권업 사내검영은 엄격히 차단하되, 계열사 간의 시너지 창출에 필요한 임직원겸직, 고객정보공유 등에 대해서는 규제변화를 주지 않았다. 이는 은행과 증권사 등을 완전히 계열분리하여 순수한 전업주의 체제로 회귀하기 보다는, 계열관계를 통한 겸업을 허용하는 것이 사회적으로 바람직하다는 고려가 작용하고 있다. 실제로 은행과 증권사가 계열관계를 맺고 협업할 경우 사회적 편익이 창출된다는 증거들이 다수 존재한다. 그런데 만약 은행과 증권사의 계열관계 구축은 허용하면서 임직원겸직이나 정보공유를 제약한다면, 계열사 겸업에 따른 시너지 창출은 사실상 불가능해진다. 이러한 점에서 임직원겸직과 정보공유 허용은 금융지주회사 등 계열관계에 의한 겸업체제 유지와는 불가분의 관계라고 하겠다.

현재 우리나라에서는 이미 모든 은행이 금융지주회사로 전환한 상태이며, 해당 지주회사 산하에 증권사를 계열사로 두고 있다. 이처럼 계열사 겸업 모델이 광범위하게 확산된 상태에서, 계열분리를 통한 순수 전업주의 회귀는 과도한 사회적 비용을 초래할 수 있다. 더불어 계열사 겸업체제가 가져오는 사회적 편익을 얻을 기회를 상실하는 문제도 발생한다. 따라서 우리나라 역시 주요국 흐름에 맞춰 계열관계에 의한 겸업체제를 유지하는 가운데, 시너지 창출에 필수적인 임직원겸직 및 정보공유를 허용할 필요가 있다고 하겠다. 이상의 논의에 근거할 때, 겸업과 관련한 우리나라의 바람직한 정책방향은 다음과 같다.

(규제개혁 방향 1) “검업에 따른 위험은 억제하되 시너지 창출 여지는 허용한다.”

2) 검업규제와 관련한 주요 개혁과제

<표 I-8>에는 검업규제와 관련하여 국내외 법규 차이가 정리되어 있다. 이를 보면, 특히 사내검영과 계열사 간 시너지 규제 부분에서 국내외 규제격차가 크게 나타난다. 따라서 이들 두 부분을 중심으로 대폭적인 규제변화가 필요하다고 판단된다.

규제격차 분석을 통해 도출되는 검업 관련 첫 번째 과제는 은행의 증권업 사내검영 규제를 강화하는 것이다. 일찍이 은행 본체 내의 자본시장업무 영위를 엄격히 규제해 온 미국과 더불어, 영국과 EU에서도 금융위기 이후 부보은행으로부터 자본시장업무를 분리(ring-fencing)하는 일관된 방향성을 취하고 있다. 반면, 우리나라의 경우 은행 본체 내에서의 주식투자, 일부 장외파생상품업무, 사모펀드(Private Equity Fund, 이하 PEF) 투자·운용 등에 대한 규제가 미약한 수준이다.

은행의 증권업 사내검영 규제 강화는 현재 국내 금융산업이 처한 위치 측면에서도 타당하다고 판단된다. 국내 모든 은행들이 이미 금융지주회사로 전환되어 증권사, 자산운용사 등과 계열관계를 맺고 있는 상태에서, 은행 본체 내에서 자본시장업무를 직접 영위해야 하는 마땅한 논거를 찾기 어렵다는 것이다.

검업과 관련한 두 번째 과제는 금융지주회사 계열사 간 시너지 창출 여지를 허용하는 것이다. 외국과는 달리 우리나라에서는 계열사 간 임원겸직(수평적 겸직)과 고객정보공유에 상당한 제약이 존재한다. 최근 임원겸직 규제가 일부 완화되기는 하였으나, 여전히 해외 대비 제한적인 요건들이 부가되어 있으며, 또한 2014년 고객정보유출 사건을 계기로 계

열사 간 정보공유 규제는 큰 폭으로 강화되었다. 그러나 임원검직과 고객정보공유가 원활하지 않을 경우 계열사 간 협업에 바탕한 시너지 창출은 불가능하며, 그 결과 금융지주회사의 존립근거는 사라진다. 이러한 측면에서 시너지와 관련한 규제는 대폭 완화하는 것이 바람직하다고 하겠다.

한편, 미국처럼 은행계열 증권사에 의한 고위험증권업(prop trading, 헤지펀드, PEF 투자 및 운용) 영위에 대해서도 규제하는 방안을 검토할 수 있다. 그러나 우리나라 금융산업의 발전단계를 고려할 때, 미국과 동일한 수준의 규제가 바람직한가에 대해서는 의문이 있을 수 있다. 국내의 경우 고위험증권업은 물론, 전통적인 증권업도 제자리를 찾지 못하고 있다. 이러한 상황에서는 은행계열 증권사의 고위험증권업 영위를 규제할 필요성은 크지 않으며, 규제의 실효성 또한 낮을 수밖에 없다. 따라서 은행계열 증권사에 대한 업무규제 여부는, 고위험증권업이 활성화되고 난 이후 중장기적으로 검토하는 것이 바람직하다고 판단된다.

<표 1-8> 겸업규제: 해외법규와의 차이

	미/영/EU	한국	규제격차 (규제강도)
사내겸영	<ul style="list-style-type: none"> · (미) 은행 본체 내에서 주식투자, PEF 투자·운용금지, 일부 장외과생상품업무 영위 금지 · (영/EU) 소매은행 내에서 자본시장 관련 업무 제한 	<ul style="list-style-type: none"> · 은행 본체 내에서 주식투자, PEF 투자·운용가능 · 장외과생상품업무 영위에 제약 없음 	(대)/중/소 (해외>국내)
계열사 겸업	<ul style="list-style-type: none"> · (미) 은행계열사의 일부 고위험증권업무 영위 금지 또는 제한 · (영/EU) 은행계열사에 대해서는 별다른 제약 없음 	<ul style="list-style-type: none"> · 은행 계열사의 고위험증권업무 영위에 제약 없음 	대/(중)/소 (해외≥국내)
계열사 간 시너지	<ul style="list-style-type: none"> · (미/영/EU공통) 계열사 간 임원겸직 및 고객정보공유 용이 	<ul style="list-style-type: none"> · 계열사 간 임원겸직 제한(수평겸직) · 계열사 간 고객정보 공유 규제 강화(2014) 	(대)/중/소 (해외<국내)

나. 시스템리스크 규제의 바람직한 방향 및 주요 개혁과제

1) 시스템리스크와 관련한 규제개혁 방향

글로벌 금융위기 이후 주요국 규제의 두 번째 방향성은 시스템리스크 규제를 강화하는 것이다. 지난 위기 동안 시스템리스크를 증폭시킨 것으로 지목받은 세 가지 요인은 다음의 세 가지로 대별된다. 우선 은행권의 과도한 신용창출이다. 금융위기의 중심에는 예외 없이 과도한 신용창출이 자리하고 있으며, 2008년 금융위기도 예외가 아니다. 이러한 점에서 금융위기 이후 각국은 과도한 신용창출에 의한 시스템리스크 여지를 차단하기 위해, 자기자본비율 규제를 비롯한 은행의 건전성 규제를 대폭 강화한 것이다.

둘째, 자본시장에 의한 시스템리스크 야기문제이다. 과거 시스템리스크는 주로 은행에 국한된 이슈이며, 자본시장은 시스템리스크와 무관하다는 것이 대체적인 견해였다. 그러나 이번 글로벌 금융위기는 자본시장 역시 시스템리스크에서 자유로울 수 없다는 점을 분명히 보여주었다. 특히 대형증권사, 대형 사모펀드 등도 시스템리스크를 촉발할 수 있으며, 규제받지 않는 그림자은행(shadow banking)에 의한 신용창출도 시스템리스크의 원천이 될 수 있음이 확인되었다. 그 결과 은행이 아닌 자본시장 플레이어에 대해서도 시스템리스크 차단에 각별한 관심을 기울이기 시작하게 된 것이다.

셋째, 파생상품에 의한 시스템리스크이다. 파생상품의 경우 금융회사와 투자자들 간의 연계성을 높임으로써 시스템리스크를 야기하는 주요 요인임에도 불구하고, 특히 장외파생상품에 대한 느슨한 규제로 말미암아 감독당국이 위험요인과 위험의 크기를 사전에 파악조차 하지 못했다는 비판이 강하게 제기되었다. 이로 인해 파생상품, 특히 장외파생상품과 관련한 규제가 대폭 강화되기에 이른 것이다.

이처럼 시스템리스크 규제를 강화하는 전세계적 흐름은 금융산업 및 시장의 변화추세에 적절히 대응하고 있는 것으로 보이며, 따라서 우리나라 역시 시스템리스크 규제 강화라는 방향성을 취할 필요성이 있다고 판단된다. 물론, 우리나라의 경우 지난 위기동안 주요국에서 나타난 규모와 정도에 맞먹는 시스템리스크는 없었다. 따라서 시스템리스크 규제 강화라는 글로벌 방향성에 보조를 맞추되, 규제의 수준과 규제적용 시점 측면에서는 우리나라의 상황을 적절히 관찰하며 결정할 필요가 있을 것이다. 따라서 우리나라가 향후 지향해야 할 두 번째 규제개혁 방향은 다음과 같다.

(규제개혁 방향 2) “시스템리스크 규제를 강화해 나가되, 우리나라 상황을 고려하여 규제 수준과 시점을 결정한다.”

2) 시스템리스크 규제와 관련한 주요 개혁과제

<표 I-9>에는 시스템리스크 규제와 관련하여 국내외 주요법규 차이가 정리되어 있다. 이에 따르면, 첫째, 은행 건전성 규제는 국내외 격차가 크지 않음을 알 수 있다. 이러한 결과는 개별국의 은행 건전성 규제가 원칙적으로 국제 공통규약인 바젤협약을 수용한 데 따른 것이다. 따라서 시스템리스크 측면에서 은행 건전성 규제는 현 수준을 유지해 나가면 될 것으로 보인다.

은행의 건전성 규제와는 달리, 자본시장의 시스템리스크 규제 및 파생상품 규제는 국내외 규제격차가 비교적 큰 것으로 판단된다. 우선 자본시장 시스템리스크 규제의 경우, 미국에서는 시스템적으로 중요하다고 판단되는 대형증권사에 대해 연방준비제도이사회(Federal Reserve Board of Governors, 이하 FRB)가 추가적인 자본적립을 요구할 수 있도록 규제를 강화하였다. 영국과 EU의 경우에도 시스템적으로 중요한 금융투자회사와 일반 금융투자회사 간의 건전성 규제를 차별화시킴으로써, 자본시장에 의한 시스템리스크 요인을 규제정책에 반영하고 있다. 그러나 우리나라의 경우 대형증권사와 관련한 시스템리스크 규제는 아직 마련되어 있지 않다.⁹⁾

물론, 현 시점에서 규모(size), 상호연계성(interconnectedness) 등의 측면에서, 우리나라 자본시장 금융업자의 시스템리스크 유발 가능성은 해외 주요국 대비 크지 않은 것으로 평가된다. 그럼에도 불구하고 중장

9) 대형증권사에 의한 시스템리스크 규제가 미비된 것과는 달리, 사모펀드 운용업자 및 펀드에 대해서는 이미 등록, 인가제를 시행하고 있다는 점에서 국내외 규제격차가 크지 않다.

기적으로 나타날 수 있는 자본시장에서의 시스템리스크 여지를 사전적으로 식별하는 동시에, 시스템리스크 억제방안에 대해서도 면밀히 검토해 나가야 할 것이다. 이러한 점에서 시스템리스크 규제 강화와 관련한 첫 번째 과제는 자본시장의 시스템리스크 식별 및 억제방안 마련이라고 할 수 있다.

시스템리스크 규제와 관련한 두 번째 과제는 파생상품 거래에 대한 시스템리스크 규제를 보완하는 것이다. 우선, 장외파생상품 관련 시스템리스크 규제와 관련해서 국내외 규제격차가 존재한다. 대표적인 사례로 거래정보저장소(TR), 전자거래플랫폼 관련 규제가 미비한 점을 들 수 있다. 또한 시스템리스크 가능성을 사전에 파악할 수 있도록, 장외파생상품 취급업자 뿐 아니라 주요 시장참가자에 대해서도 등록제를 도입할 필요가 있다. 더불어, 장외CCP에 대해서만 도입되어 있는 일중증거금제도를 장내CCP에도 확대 적용함으로써, 장내거래에 의한 시스템리스크 가능성에도 대비해야 할 것으로 판단된다.

<표 1-9> 시스템리스크 규제: 해외법규와의 차이

	미/영/EU	한국	규제격차 (규제강도)
은행 건전성 규제	<ul style="list-style-type: none"> · (미) 자기자본비율 규제, 레버리지비율 규제 강화 · (영/EU) 자기자본비율 규제 강화, 레버리지비율 규제 도입(CRD IV), (영) ring-fenced bank는 3%의 완충자본 추가적립 	<ul style="list-style-type: none"> · Basel III에 의해 건전성 규제 강화 	대/중/⓪ (해외≒국내)
자본시장 시스템 리스크 규제	<ul style="list-style-type: none"> · (미) 시스템적으로 중요한 대형 증권사에 추가 자본적립 요구, (영/EU) 중요 투자회사(SIF)에 대해서는 차별화된 건전성 규제 부과 · (미/영·EU)대형 사모펀드 등록/ 인가 의무화 	<ul style="list-style-type: none"> · 자본시장에서의 시스템리스크 가능성에 대한 논의 미약 · 사모펀드 업자 및 펀드 등록, 인가제 	⓪/중/소 (해외>국내) 대/중/⓪ (해외≒국내)
파생상품 규제	<ul style="list-style-type: none"> · (장외) CCP, TR, platform 거래 의무화, 시장참가자에 대한 등록 의무화 · (장외/장내) CCP 회원사에 대한 일중증거금 제도 도입 	<ul style="list-style-type: none"> · (장외) CCP는 의무화되었으나, TR/platform 관련 제도미비, 시장참가자에 대한 등록제도 미비 · (장외/장내) 장내CCP 회원사에 대한 일중증거금제도 미비 	⓪/중/소 (해외>국내)

다. 자본시장 금융업자 규제의 바람직한 방향 및 주요 개혁과제

1) 자본시장 금융업자와 관련한 규제개혁 방향

글로벌 금융위기 이후 해외 주요국의 자본시장 관련 규제는 주로 대형증권사 혹은 대형 사모펀드에 의한 시스템리스크 유발 가능성을 차단하는데 초점을 맞추고 있다. 반면, 시스템리스크와 관련성이 낮은 여타 자본시장 금융업자에 대한 규제는 금융위기 이전과 사실상 달라진 것이 없다. 실제로 중소형증권사의 진입규제, 건전성 규제, 은행계열이 아닌

순수증권사의 업무범위 규제에는 아무런 변화가 없었다. 자산운용업의 경우에도 상황은 비슷하다.

여기에는 시스템리스크를 유발하지 않는 한, 타 업권에 비해 한층 완화된 규제를 부과함으로써 자본시장 고유의 역동성과 혁신성을 촉진하려는 취지가 반영된 것으로 판단된다. 우리나라에 비해 자본시장이 한층 더 발전된 나라들이 금융위기 이후에도 자본시장 금융업자에 대한 규제에 거의 변화를 주지 않았다는 점은 많은 것을 시사한다.

지난 글로벌 금융위기 이후, 우리나라에서는 자본시장 발전을 위한 그간의 규제완화 움직임이 상당 부분 위축된 상태이며, 그 결과 자본시장 금융업자에 대한 국내외 규제격차는 오히려 더 확대되는 형국이다. 그러나 이처럼 자본시장 금융업자에 대한 규제가 과도한 상황에서는, 은행 편향의 금융시스템에서 벗어나는 일은 요원하다. 그리고 지금과 같은 과도한 은행 중심의 금융시스템 하에서는 고령화, 저성장으로 대변되는 현 상황의 타개 또한 쉽지 않다. 다양성 및 위험분산에 기반한 자본시장의 성장 없이는 국가경제의 활력을 되찾기 어렵다는 것이다. 이러한 점에서 향후 우리나라에서는 자본시장 금융업자에 대한 규제를 비교적 큰 폭으로 완화시킬 필요가 있다고 판단된다. 이상의 논의에 근거할 때, 자본시장 금융업자와 관련한 우리나라의 바람직한 정책방향은 다음과 같다.

(규제개혁 방향 3) “자본시장 고유의 역동성과 혁신성은 지속적으로 추구하며, 이를 위해 해외 대비 과도한 자본시장 금융업자 규제를 완화한다.”

2) 자본시장 금융업자 규제와 관련한 주요 개혁과제

가) 증권업 규제개혁과제

<표 I-10>에 따르면 증권업과 관련한 국내외 규제격차는 상당히 큰 수준이며, 이러한 격차는 주로 우리나라의 규제강도가 높기 때문임을 확인할 수 있다. 따라서 침체된 자본시장의 역동성과 혁신성을 제고하려면, 향후 우리나라에서는 증권업과 관련한 규제를 대폭 완화해야 할 것으로 판단된다. 증권업 규제개혁과제로는 첫째, 증권회사의 인가·등록 단위 단순화 및 물적 진입요건 완화를 들 수 있다. 지금과 같은 인가·등록 단위의 과도한 세분화는 증권회사 고유의 업무 확장성을 제약하는 동시에 실질적인 진입장벽으로 작용한다.¹⁰⁾ 따라서 현재의 인가·등록 단위를 대폭 통합하여 해외처럼 단순화시키는 것이 바람직할 것이다. 더불어 진입에 필요한 물적요건 역시 해외 대비 과도한 수준인데, 이러한 강한 물적요건은 진입과 퇴출 모두를 제약함으로써 자본시장의 활력을 감소시킨다. 따라서 인가단위 단순화 작업과 병행하여 물적 진입요건을 큰 폭으로 완화해야 할 것이다.

두 번째 과제는 장외증권 취급규제 완화이다. 해외에서는 증권회사가 장내증권은 물론, 장외증권의 매매·중개에서도 중요한 역할을 수행하고 있다. 그러나 우리나라에서는 증권회사의 장외증권 관련 업무에 상당한 제약이 존재한다. 이러한 장외증권 관련 규제는 투자자금 회수경로를 제약하고, 자산관리수요 충족에 어려움을 야기한다. 나아가 장외시장 부진은 장기적으로 발행시장 활성화에도 부정적 효과를 초래한다는 점에서

10) 자본시장은 본질적으로 혁신에 의해 외연이 지속적으로 확장되는 속성을 지니고 있다. 따라서 자본시장에서 활동하는 증권회사 역시 업무의 확장성이 필수적이다. 그러나 진입단위가 과도하게 세분화되어 있을 경우, 업무를 확장하고자 할 때마다 새롭게 인가를 받아야 함에 따라 상당한 제약이 발생할 수 있다. 특히 인가정책 방향에 대한 불확실성이 존재할 경우, 이러한 활동상의 제약은 극히 실질적인 규제장벽으로 작용하게 된다.

결코 바람직하지 않다.

증권업 규제와 관련한 세 번째 과제는 외환업무 등을 비롯한 증권회사 부수업무 범위의 확대이다. 외국의 경우와는 달리, 국내 증권회사의 외환 및 외화자금 거래에는 상당한 규제가 따른다. 그러나 이러한 규제는 증권회사로 하여금 국내 투자자의 해외투자 수요에 적절히 대응하기 어렵게 만들 뿐 아니라, 증권산업의 국제화에도 장애요인으로 작용한다. 따라서 증권회사의 외환·외화자금 관련 업무 제약을 완화하는 동시에, 부수업무에 대한 규제를 실질적인 네거티브 방식으로 전환하는 것을 검토할 필요가 있다.

<표 1-10> 증권업자 규제: 해외법규와의 차이

	미/영/EU	한국	규제격차 (규제강도)
진입	<ul style="list-style-type: none"> · 증권업 영위를 위한 물적요건은 매우 약함 · 포괄적인 인가/등록 단위 	<ul style="list-style-type: none"> · 증권업 영위를 위한 물적요건이 매우 강함 · 인가/등록 단위가 매우 세분화 	Ⓧ/중/소 (해외<국내)
장외시장 업무	<ul style="list-style-type: none"> · 장내/장외 증권 모두가 매매/중개 업무의 대상에 포함 	<ul style="list-style-type: none"> · 사실상 장외업무의 상당 부분이 증권회사의 업무에서 배제 	Ⓧ/중/소 (해외<국내)
부수업무	<ul style="list-style-type: none"> · 포괄주의 규제를 채택하고 있어, 증권회사가 영위할 수 있는 부수업무 유형이 광범위 · FX, commodity, 여신 업무 등이 증권회사의 업무로 포섭 	<ul style="list-style-type: none"> · FX 관련 업무는 외국 환거래규정에 의해 상당 부분 제약 · 형식적으로는 포괄주의를 택하고 있으나, 실질운영은 매우 경직적 (예: commodity 관련 업무 영위 불가) 	Ⓧ/중/소 (해외<국내)

나) 자산운용업 규제개혁과제

<표 I-11>에는 자산운용업에 대한 국내외 규제격차가 나타나 있는데, 증권업과 마찬가지로 자산운용업 역시 우리나라의 규제강도가 해외 대비 한층 높은 수준임을 확인할 수 있다. 이러한 분석에 근거할 때, 자산운용업과 관련한 첫 번째 과제로 공모·사모 펀드별 규제체계의 이원화를 들 수 있다. 해외의 경우, 사모펀드에 대해서는 공모펀드와는 완전히 상이한 규제가 부과되고 있다. 이는 투자자보호 측면에서 양자가 전혀 다른 속성을 지니고 있으며, 따라서 규제목적, 규제체계, 규제수준도 상이해야 한다는 점을 반영하는 것이다. 반면, 우리나라의 펀드규제는 공모펀드 중심의 규제체계로서, 공모펀드 운용업자 규제가 상당 부분 사모펀드 운용업자에게도 적용되고 있다. 그러나 이러한 규제체계 하에서는 사모펀드의 특성에 부합하는 규제를 적용하기가 곤란하다. 따라서 외국의 경우처럼 공모·사모의 이원화된 규제체계로 전환하고, 사모펀드에 대해서는 자산운용 규제를 대폭 완화해야 할 것이다.

둘째, 자산운용업자의 진입규제 및 건전성 규제 수준을 완화할 필요가 있다. 증권업과 마찬가지로 자산운용업자의 진입을 위한 물적요건은 해외 대비 매우 높은 수준인 바, 자본시장 고유의 역동성과 혁신성을 촉진하기 위해 동 규제를 완화해야 할 것이다. 더불어 과도하게 세분화된 인가·등록 단위 역시 대폭 통합함으로써 실질적인 진입규제를 완화하는 효과를 거둘 필요가 있다. 한편, 자산운용업에 적용되는 재무건전성 규제는 국내 특유의 규제로, 자산운용업 고유의 속성과는 배치되는 측면이 강하다. 따라서 외국의 경우처럼 재무건전성 규제 대신 운영위험 중심의 규제로 전환하는 방안을 고려할 필요가 있다고 하겠다.

셋째, 규제체계의 일관성 제고가 필요하다. 현재 자본시장법상의 사모펀드 유형별로 상이한 규제가 부과되고 있으나, 이는 규제차익 및 사모펀드 고유의 자산운용 자율성을 저해할 수 있다. 따라서 일반사모, 헤

지펀드, PEF 등으로 구분되어 있는 규제를 통합함으로써 규제차익을 없애는 동시에, 운용업자 스스로 최적의 운용전략을 선택할 수 있는 여지를 허용하는 것이 바람직하다. 더불어 개별법 펀드와 자본시장법 펀드 간의 규제체계 역시 일관된 투자자보호 등을 위해 통합할 필요가 있을 것이다.

<표 I -11> 자산운용업자 규제: 해외법규와의 차이

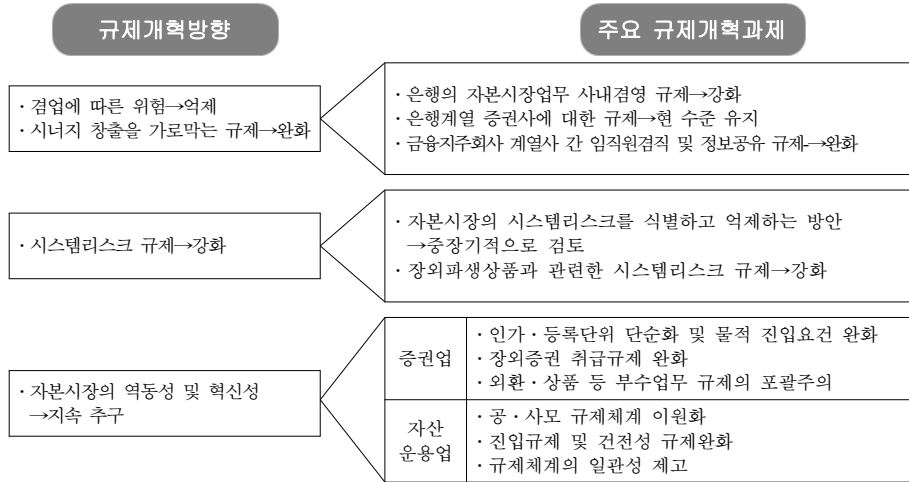
	미/영/EU	한국	규제격차 (규제강도)
공모·사모 규제체계	<ul style="list-style-type: none"> 공모와 사모가 명확히 분리된 규제체계 (진입/건전성/자산운용) 	<ul style="list-style-type: none"> 공모펀드 중심의 규제 체계 공모펀드 운용업자 규제가 상당 부분 사모펀드 운용업자에도 적용 	(대)/중/소 (해외<국내)
진입· 건전성 규제	<ul style="list-style-type: none"> (진입) 포괄적인 인가/등록 단위 및 낮은 물적요건 (건전성) 재무건전성 규제는 없거나 매우 낮은 수준 	<ul style="list-style-type: none"> (진입) 세분화된 인가/등록 단위 및 높은 물적요건 (건전성) 재무건전성 규제 수준이 높음 	(대)/중/소 (해외<국내)
규제체계의 일관성	<ul style="list-style-type: none"> 사모펀드에 대해서는 유형불문하고 동일한 규제 적용 일반펀드 및 특별목적펀드 모두 대체로 일관된 규제체계 적용 (자산운용 규제는 예외) 	<ul style="list-style-type: none"> 사모펀드 유형 간 상이한 규제 적용 자본시장법상의 펀드와 특별법상의 펀드 간에 상당한 규제격차 존재 	(대)/중/소 (해외<국내)

4. 요약 및 결론

최근 규제개혁이 국가적 아젠더로 등장한 가운데, 금융부문에서도 규제개혁 논의가 활발히 진행되고 있다. 이를 반영하여 각 업권 별로 현장 중심의 미시적인 규제개혁과제들이 다양하게 제기되고 있는 실정이다. 규제개혁의 실효성을 높이기 위한 현장 중심의 규제개혁작업이 갖는 중요성은 아무리 강조해도 지나치지 않다. 그러나 규제개혁과 관련한 거시적인 방향성 정립이 병행되지 않을 경우, 현장 중심의 미시적·사안별 접근방식이 갖는 한계 또한 분명하다. 거시적 방향성이 명확하지 않은 상태에서는 각 사안별 과제들이 상호 충돌할 때 효과적으로 대처하기 어렵기 때문이다. 또한 명확한 방향성에 대한 공감대 없이는 약간의 환경변화에도 규제개혁의 동력이 쉽게 약화되는 등, 규제개혁의 효과성·일관성·지속성을 담보하기도 어렵다. 규제개혁작업이 상반된 이해를 가진 수많은 경제주체들을 설득해 나가야 하는 지난한 과정임을 생각한다면, 규제개혁의 방향성 설정이 갖는 중요성은 결코 가볍지 않다. 향후 미시적 과제 발굴작업과 함께 금융규제개혁의 거시적 방향성 정립을 병행하여 추진함으로써, 규제개혁작업의 동력을 지속적으로 확보해 나가야 할 것이다.

본 총서는 이와 같은 문제인식 하에서, 연역적 방식에 의해 우리나라 금융규제 개혁의 바람직한 방향성을 먼저 정립하고, 이러한 방향성에 부합하는 규제개혁과제를 도출하고 있다. 본 총서의 주요국 금융규제의 흐름 분석을 통해 도출된 우리나라 규제개혁의 바람직한 방향성은 다음의 세 가지로 정리된다. 첫째, 겸업에 따른 위험은 억제하되, 시너지 창출을 가로막는 규제는 완화한다. 둘째, 시스템리스크 규제를 강화한다. 셋째, 자본시장의 역동성과 혁신성은 지속적으로 추구한다(<그림 I-2> 참고).

<그림 1-2> 우리나라 금융규제개혁의 바람직한 방향



그리고 이들 세 가지 방향성 각각에 대해 주요 규제개혁과제가 제시되고 있다. 즉, 첫 번째 방향성인 겸업규제와 관련해서는 다음의 두 가지 규제개혁과제가 있다. 우선, 은행의 자본시장업무 사내경영 규제를 강화하되, 은행계열 증권사에 대한 규제는 현 수준을 유지한다. 그리고 금융지주회사 계열사 간의 시너지 창출에 필요한 임직원겸직 및 정보공유 규제를 완화한다.

두 번째 방향성인 시스템리스크 규제 강화 역시 두 가지 개혁과제와 연결된다. 즉, 자본시장의 시스템리스크를 식별하고 억제하는 방안을 중장기적으로 검토하는 한편으로, 장외파생상품과 관련한 시스템리스크 규제를 강화해 나가야 할 것이다.

세 번째 방향성인 자본시장의 역동성 및 혁신성 지속 추구는 여섯 가지 주요과제와 맞닿아 있다. 우선, 증권업과 관련해서는 인가·등록단위 단순화 및 물적 진입요건 완화, 장외증권 취급규제 완화, 외환·상품

44 글로벌 금융규제 흐름과 우리나라 금융규제개혁의 바람직한 방향

등 부수업무 규제의 포괄주의가 필요하다. 끝으로 자산운용업과 관련해서는 공·사모 규제체계 이원화, 진입규제 및 건전성 규제완화, 규제체계의 일관성 제고가 이루어져야 할 것이다.

II 편. 은행업과 증권업 겸업규제의 바람직한 방향

1. 머리말
2. 주요국의 겸업규제
3. 우리나라의 겸업규제
4. 겸업규제의 바람직한 규제개혁 방향

1. 머리말

은행업과 증권업 겸업규제는 오랜 역사를 지니고 있는데, 겸업규제의 주요 논거로는 도덕적해이 및 시스템리스크 억제 등이 제시된다. 예금보험제도와 정부의 갖은 구제조치 등의 지원을 받는 은행이 위험도가 높은 증권업을 영위할 경우, '이익의 사유화-손실의 사회화'로 대변되는 도덕적해이가 필연적으로 개입된다. 또한 증권업 겸업으로 인해 은행의 건전성이 악화되면 은행시스템 전반의 위기를 가져올 수 있다. 그러나 반대 논거도 존재한다. 은행업과 증권업을 함께 영위하는데 따른 편익이 있다는 것으로, 예를 들어 은행과 증권사가 가진 고객정보를 공유할 경우 자원배분의 효율성이 한층 높아질 수 있다는 것이다. 그동안 은행업과 증권업 겸업규제는 강화 및 완화를 거듭해 왔는데, 이는 전술한 겸업에 수반되는 비용과 편익에 대한 견해의 부침에 따른 것이었다.

본고는 우리나라 겸업규제의 바람직한 방향을 도출하는 것을 목표로 한다. 이를 위해 주요 선진국의 은행업과 증권업 겸업규제 역사를 개관하고, 특히 지난 2008년 글로벌 금융위기 이후에 나타난 겸업규제의 변화사항을 정리한다. 이를 통해 파악한 해외 주요국 겸업규제의 방향성은 '겸업에 따른 위험은 억제하되 시너지 창출 여지는 허용한다'는 것이다. 실제로 위험억제를 위해 은행 본체 내에서의 사내겸영이 아닌, 계열사 겸업방식으로 전환하는 움직임이 해외 주요국에서 예외 없이 나타나고 있다. 대신 계열사 간의 겸업에 따른 시너지 관련 부분, 즉 계열사 간 임직원겸직과 정보공유에 대해서는 규제변화를 거의 주지 않고 있다. 본고에서는 글로벌 금융규제의 이러한 방향성을 염두에 두고, 국내외 규제격차 분석을 통해 겸업과 관련한 우리나라의 바람직한 규제개혁 방향과 주요 개혁과제를 도출하고 있다. 주요 개혁과제로는 은행의 증권업 사내겸영 축소, 금융지주회사 임직원겸직·정보공유 규제완화 등을 제시한다.

본고의 구성은 다음과 같다. 이어지는 2장에서는 미국, 영국, EU 등 주요 선진국의 겸업규제의 역사를 살펴보고, 아울러 글로벌 금융위기 이후 이러한 겸업규제에 주목할 만한 변화가 있었음을 확인한다. 그리고 이를 바탕으로 겸업과 관련한 글로벌 규제 흐름을 파악한다. 3장에서는 우리나라의 겸업규제에 대해 살펴본다. 특히 겸업규제를 은행의 증권업 사내겸영 범위, 임원겸직, 정보공유의 세 가지 측면에 초점을 두고 분석한다. 끝으로 4장에서는 우리나라와 글로벌 규제 간의 규제격차를 확인하고, 이러한 격차분석에 바탕하여 우리나라 겸업규제의 바람직한 방향성 및 주요 개혁과제를 도출한다.

2. 주요국의 겸업규제

가. 개관

은행과 증권사가 영위할 수 있는 업무의 범위는 각국 금융시장의 고유 역사, 법제, 시장 상황에 따라 다르다. 특히 은행업의 경우 설립, 취급업무, 자산운용, 건전성 등 다양한 측면에서 증권업이나 자산운용업에 비해 규제가 많다. 그만큼 금융시장에서 차지하는 비중과 실물경제에 미치는 파급효과가 크기 때문이다. 은행에 부과된 여러 규제 가운데 이 절에서는 은행의 취급업무에 대해 설명한다. 주요 논의 지역은 금융시장이 발달한 미국과 유럽이다. 이른바 금융선진국의 통시적 변화와 공시적 차이를 가늠함으로써 개혁조치 밑바탕에 흐르는 규제원칙을 파악하고자 한다.

미국의 글래스-스티걸법(Glass-Steagall Act, 이하 GSA)은 은행업과 금융투자업을 법률로써 분리한 규제의 시초다. 1930년대 초 미국을 위시한 세계경제는 대공황의 충격으로 나락에 떨어진다. 이에 감독당국은 은행의 증권업 사내겸영에 중대한 결함이 있다고 파악하고 1933년 GSA를 제정하여 은행업과 증권업의 엄격한 분리를 강제하였다.

영국에서도 20세기 초까지 은행업과 증권업은 분리된 상황이었다. 금융시장을 규율하는 법률이 부재한 상태에서 시장의 자율규제에 의하여 은행업과 증권업이 분할되었다. 런던증권거래소의 자율규제가 회원사 지분을 회원사 이외의 자가 소유하는 것을 막고 있었기 때문이다. 독일의 경우 은행이 대다수 금융투자업무를 사내겸영할 수 있도록 법적 기초가 마련되어 있었다. 영국과 독일 은행은 각각 전업주의(specialized banking)와 겸업주의(universal banking) 방식을 채택함으로써 은행그룹의 조직형태가 출발점부터 달랐다.

미국에서는 GSA에 기반한 은행과 증권업 사이의 칸막이가 점차 낮아졌다. 금융업 전체에서 직접금융 비중이 점점 높아지고, 여러 복잡한 규제로 인하여 은행업이 차츰 경쟁에서 비교열위에 처했기 때문이다. 이에 은행은 크게 세 가지 방식으로 해결책을 모색하게 된다. 첫째, 은행 지주회사 방식을 통해 은행 본체에서 수행할 수 없는 일련의 금융투자 업무를 계열 증권회사를 통해 간접적으로 영위하였다. 둘째, GSA의 법 해석을 완화하여 은행의 겸영업무를 점차 넓혔다. 셋째, 금융자유화 추세에 맞추어 꾸준히 불필요한 법률의 완화 및 철폐를 요구하였다.¹¹⁾ GSA도 이러한 규제완화 요구대상의 예외가 아니었다. 급기야 20세기 말에 이르러 반세기 넘도록 은행업과 증권업의 엄격한 분리막을 뒷받침한 GSA는 상당 부분 완화되었다. 1999년의 그램-리치-블라일리법(Gramm-Leach-Bliley Act, 이하 GLBA)은 사실상 형해화한 GSA를 법률로써 재확인한 것이었다.

1980년대 금융자유화 물결은 영국 전업주의 은행제도에 변화를 가져왔다. 오랫동안 자율규제에 의해 은행업과 증권업이 분리된 상태를 지속하던 영국은 국제적 경쟁 압력에 처한다. 자율규제에 기반한 경쟁제한 장치는 영국 금융업이 조금씩 조금씩 쇠퇴하는 굴레가 되고 있었다. 이에 1984년 이른바 ‘빅뱅(Big Bang)’을 계기로 자율규제를 대대적으로 철폐하여 개방과 경쟁을 선언하였다. 내외국의 은행이 대대적으로 증권회사를 자회사로 편입하여 바야흐로 겸업주의 은행제도로 변모하는 계기가 되었다.

1980년대 금융자유화를 정점으로 미국과 영국처럼 은증분리 전업주의 방식을 따르던 국가도 겸업을 보다 허용하는 쪽으로 법을 개정하여 금융회사 대형화와 다각화를 촉발하였다. 바야흐로 겸업주의가 대세로 부상하고 있었다.

11) 미국 은행에 부과된 법규제의 변천사는 Mishkin(2013)의 제12장에서 간략히 요약하고 있다. 특히 310-311면의 table 1에 나오는 연표를 참고하라.

그러나 2008년 글로벌 금융위기를 계기로 은행의 고위험증권업무 수행이 수반하는 여러 문제가 드러나기 시작했다. 대형화·겸업화를 이룬 대형은행이 실패하기 시작하자 납세자의 부담으로 규제금융을 실시하기에 이른다. 그 와중에 지나치게 큰 은행 규모와 과도하게 복잡한 업무로 인해 지불한 비용이 적지 않았다.¹²⁾ 이에 미국은 은행그룹 전체에 대한 규제를 도입하였다. 은행은 물론 은행 계열사도 고위험증권업무를 영위할 수 없도록 하는 강력한 규제다. 영국은 핵심예금업무를 담당하는 소매은행과 증권업무를 포함하는 도매은행으로 은행을 구조분리하는 방안을 도입하였다. 유럽연합은 고위험증권업무를 은행에서 분리하는 방안을 계획 중이다. 글로벌 금융위기는 대형화·겸업화가 초래할 수 있는 위험성을 환기하였으며, 미국과 유럽의 규제는 은증분리 강화로 방향을 선회하는 중이다.

나. 주요국 겸업규제 내용

이 절에서는 금융업이 발달한 미국과 영국 및 유럽연합을 중심으로 겸업규제의 내용을 살펴본다. 은행이 영위할 수 있는 금융투자업의 범위가 언제, 무엇을 계기로, 어떻게 변화하는지가 관심의 대상이다. 주요국이 금융위기의 원인을 진단하고 대응하는 방식의 공통점과 차이점을 소개한다.

12) Laeven and Valencia(2010)

1) 업무분리 규제

가) 미국

흔히 GSA로 알려진 1933년 은행법(Banking Act of 1933) 제정을 계기로 미국에서는 은행업과 증권업의 분리를 강제하는 전업주의(專業主義) 금융구조가 태동하였다. 1930년대 대공황을 겪으며 은행이 계열관계에 있는 증권사를 이용하여 고위험 증권을 고객에게 판매하는 영업행위에 이해상충 문제가 있다고 판단하여 상업은행과 투자은행의 완전한 분리를 추구하고자 한 것이 법의 취지다. 상업은행이 증권업무를 직접 수행한 것이 정말로 대공황의 원인이 되었는지에 대해서는 법제정 당시에도 논란이 있었으나,¹³⁾ 마침내 제정된 GSA는 소유, 지배, 경영 등 모든 면에서 은행업과 증권업이 완전한 상호분리를 준수할 것을 적시하였다.

증권시장의 규모와 중요도가 차츰 증가함에 따라 은행은 규제를 우회하여 수익성 있는 증권업무로 꾸준히 사업 확장을 시도하였다. 1950년대 회사채를 위시한 증권시장의 활황에 맞춰 은행은 지주회사 방식을 이용해 증권업무로 진입을 꾀하였다.¹⁴⁾ 이러한 흐름에 맞춰 규제 당국은 1956년 은행지주회사법(Bank Holding Company Act of 1956, 이하 BHCA)을 제정하여 은행이 계열 증권사를 통해 증권업을 영위하는 방식을 법적 테두리 안에 두고 규제하기에 이르렀다. 추후에도 FRB는 지속적으로 GSA가 허용하는 은행의 부수업무를 폭넓게 해석하여 사실상 엄격한 분리주의를 점점 완화하는 방향으로 시장 변화를 용인하였다. 그러나 증권업의 지속적 성장 속에서 GSA의 겸업규제가 미국 금융산업의 경쟁력을 약화시킨다는 비판이 힘을 얻어가자, 은행업·증권업·보험업

13) 상업은행의 투자은행업 겸업이 초래하는 이해상충의 문제가 실제로 있었는지에 대한 논란은 Krozner and Rajan(1994, 1997), Rajan(1995), Puri (1996), 권은지(2010)의 제3장을 참고하라.

14) 서완석(2010), 106면

사이의 진입장벽을 제거하여 금융기관 대형화와 겸업화를 이루고자 하는 금융업계의 요구를 규제당국이 더 이상 거부하기 힘든 상황에 이르렀다.

1999년 GLBA는 이러한 시대변화의 누적 산물이다. 반세기 넘도록 미국 금융산업의 확고한 원칙으로 자리 잡았던 GSA의 소유·경영상 강력한 분리 조치를 철폐하여¹⁵⁾ 은행이 다양한 금융업무를 함께 영위할 수 있는 길이 열렸다. 기존에 금지되었던 은행의 증권 및 보험업무, 투자회사 업무 등을 지주회사의 자회사를 통해 간접적으로 겸업할 수 있도록 허용한 것이다. 그러나 겸업화와 대형화에 적합한 새로운 시장 질서를 위해 상당히 완화된 규제를 적용하던 GLBA는 2008년 글로벌 금융 위기를 맞아 어느 정도 은행그룹의 자본시장업무를 제한하는 방향으로 기조를 선회하였다.

글로벌 금융위기를 겪으며 2010년 새로운 종합 규제안으로서 도드-프랭크법(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010, 이하 DFA)이 제정된다. 이 법의 제619조인 볼커룰(Volcker Rule)¹⁶⁾은 banking entity¹⁷⁾의 고유계정트레이딩(proprietary trading)과 헤지펀드(hedge fund) 및 사모펀드(PEF) 참여를 제한하고 있다.¹⁸⁾ 은행

15) 은행과 증권사의 계열관계 금지(§20)와 은행과 증권사의 임원겸직 금지(§32)를 규정하는 조항을 폐지하고, 은행의 증권업무 취급 금지(§16)와 증권사의 은행업무 취급 금지(§21) 조항은 유지하였다.

16) BHCA(Bank Holding Company Act) §13; 12 U.S.C. §1851

17) Banking entity의 정의는 BHCA §13(h)(1)을 준용하며, (1) 연방예금보험에 가입한 은행과 저축기관인 부보예금기관(insured depository institution: IDI), (2) 은행지주회사나 저축은행지주회사(savings and loan holding company)와 같이 부보예금기관을 지배하는 회사, (3) 해외 은행의 미국 내 지점과 대리점을 규율하는 국제은행법(International Banking Act: IBA) 제8조가 은행지주회사로 취급하는 회사, (4) 앞서 언급한 기관의 계열사(affiliate) 또는 자회사(subsidiary)를 의미한다.

18) 2010년 도드-프랭크법 전체의 내용은 정찬우 외(2010)를, 볼커룰과 자본시

과 은행계열사의 고위험 투자행위를 규제하려는 목적이다.

먼저 불커룰에서 가장 핵심이 되는 banking entity의 고유계정트레이딩 금지조항을 살펴본다. 우선 은행 본체뿐만 아니라 은행지주회사와 그 증권자회사까지 아우르는 banking entity가 모두 규제의 대상이라는 점을 주지해야 한다. 일반적으로 고유계정트레이딩이란 회사 내 특정 데스크에 자기자본의 일정 부분을 할당하여 고객에 대한 서비스 제공 및 자산-부채 관리 목적과 무관하게 수익을 창출하는 행위를 의미한다. 고유계정트레이딩은 금융위기의 근저에서 은행의 위험을 증폭시킨 원인으로 지목되어 규제의 주안점이 되었다. 불커룰에서 정의하는 고유계정트레이딩이란 banking entity가 신탁이 아닌 고유자금으로 트레이딩계정(trading account)을 운용하여 금융상품¹⁹⁾을 거래하는 행위를 의미한다.²⁰⁾ 따라서 banking entity의 특정 거래가 고유계정트레이딩 금지 적용을 받아야 하는지의 여부는 전적으로 해당 거래가 규정상 트레이딩계정에 해당하느냐에 달린 것이다. 법률상 트레이딩계정이란 금융회사가 단기 처분·차익을 목적으로 증권 및 상품을 매입하거나 포지션을 취하는 데 사용하는 계정을 지칭하며²¹⁾, 최종규칙(Final Rule)이 규정하는 세부기준을 충족하는 경우 트레이딩계정으로 분류한다.²²⁾

트레이딩계정의 범위가 지나치게 광범위하다는 지적에 따라 최종규

장에 관한 세부 법률 내역은 신보성 외(2010)를 참고하라. 이후 2013년 확정된 규제당국의 최종규칙(Final Rule)은 법률에서 규정하지 않은 구체적인 시행세칙을 포함하고 있다.

19) 증권(security), 파생상품(derivative), 상품선물매도계약(contract of sale of a commodity for future delivery), 이들을 기초자산으로 하는 옵션, 혹은 연방은행규제 당국, 증권거래위원회, 상품선물위원회가 정하는 증권이나 금융상품을 지칭한다.

20) BHCA §13(h)(4); 12 U.S.C. §1841 *et seq.*

21) BHCA §13(h)(6)

22) 세부기준은 Baris *et al.*(2014), 5-6면을 참고하라.

칙은 다시 여러 가지 유형의 거래를 예외로 설정하고 있다.²³⁾ 단기유동성관리, 청산·결제와 관련한 거래가 트레이딩계정의 예외를 이룬다. 따라서 해당 업무는 고유계정트레이딩이 가능하다. 이와 더불어 원칙적으로 고객을 위한 적격 인수행위, 시장조성과 관련한 행위, 위험경감을 위한 헤징 관련 행위 등도 고유계정트레이딩 금지 예외로 허용하고 있다.

고유계정트레이딩 금지 다음으로 불커롤은 헤지펀드(hedge funds)와 사모펀드(private equity funds)에 대한 banking entity의 참여를 금지하고 있다.²⁴⁾ 은행 및 계열사 본인(as principal)이 직·간접적으로 규제대상펀드(covered funds)의 소유지분을 취득하거나 후원(sponsoring)²⁵⁾하는 행위를 최종규칙은 금지하고 있다.²⁶⁾ 그러나 해외공공펀드(foreign public funds), 완전자회사(wholly owned subsidiaries), 합작투자(joint ventures), 인수목적기구(acquisition vehicles) 등²⁷⁾은 규제대상펀드에서 제외한다. 이 업무들은 위험 면에서 헤지펀드 및 사모펀드와 차이가 있고 실물경제의 원활한 작동에 중요한 업무이기 때문이다.

일반적으로 banking entity가 규제대상펀드에 투자하거나 이를 후원하는 행위는 금지하지만, 고객을 위한 투자 및 후원업무는 예외로서 허용한다. Banking entity가 선의로(bona fide) 신탁(trust), 수탁(fiduciary), 투자자문(investment advisory), 상품거래자문(commodity trading advisory) 역할을 수행하는 경우 펀드의 설립과 모집이 가능하다.²⁸⁾ 물론 고객을

23) Baris *et al*(2014), 6면; Final Rule §75.3(d)

24) BHCA §13(f). 1940년 투자회사법(Investment Company Act of 1940)이 규정하는 투자회사(investment companies), 상품거래법(Commodity Exchange Act)이 규정하는 사모 상품펀드(commodity pool), 미국 밖에서 발행되거나 설립된 해외펀드(foreign funds) 등이 대표적인 예이다.

25) Final Rule §75.10(d)(9)

26) Final Rule §75.10(a)

27) Final Rule §75.10(c)

28) Final Rule §75.11(a). 이 때 해당 행위는 문서화된 절차가 규정하는 대고

위한 경우에 한한다. 다만 규제대상펀드 설립과 모집이 예외로 가능하더라도 투자에 제한이 따른다. 규제대상펀드 결성 후 1년 이내²⁹⁾에 해당 개별 펀드 보유지분은 3% 이하로 제한되며, banking entity가 운영하는 펀드에 대한 총투자도 기본자본(Tier 1 capital)의 3%를 초과해서는 안 된다.³⁰⁾ 고유계정트레이딩 규제 조항과 유사하게 고객을 위해 필수 불가결한 은행의 펀드 투자 및 참여행위는 예외로 허용하고 있다.

한편 DFA 제716조인 Swaps Push-out Rule은 스왑(swap)과 증권기초스왑(security-based swap) 등을 취급하는 스왑거래주체(swaps entity)³¹⁾에게 어떠한 연방정부의 지원³²⁾도 허용하지 않는 방안이다.³³⁾ 많은 논란에도 불구하고³⁴⁾ 이 법의 취지는 고위험거래인 장외파생상품 취급으로 인해 부실이 발생할 경우 납세자의 부담으로 구제하는 사태를 미연에 방지하는 데 있다. 스왑딜러(swap dealer)로 등록된 은행은 예금보험의 적용을 받을 수 없고 연준의 재할인창구를 이용할 수 없기 때문에, 장외파생상품 취급은 자연스럽게 계열 증권사로 밀어내거나(push out) 해당 업무를 은행그룹이 더 이상 영위하지 않게 된다. 부보예금기관의 활동과 직접 연결되어 있는 위험 헤징이나 위험 경감행위에 대해서는 장외파생상품 거래를 예외로 허용하고 있다.³⁵⁾

객 업무여야 한다(Final Rule §75.11(a)(2)).

29) FRB의 재량에 의해 추가 2년 연장이 가능하다(Final Rule §75.12(e)).

30) Final Rule §75.12(a)(2)

31) DFA §716(b)(2)

32) 연방준비은행의 신용공여(credit facility) 또는 재할인창구를 이용한 자금대출과 연방예금보험공사의 지원을 의미한다(DFA §716(b)(1)).

33) DFA §716(a)

34) 2010년 당시 FRB 의장인 Ben Bernanke, FDIC(The Federal Deposit Insurance Corporation) 의장 Sheila Bair, 통화감독청(Office of the Comptroller of the Currency, 이하 OCC) 의장 John Dugan 모두 Swaps Push-out Rule이 시스템리스크(system risk)를 경감하기 보다는 오히려 증폭시킬 것이라는 이유를 들어 법안에 반대하였다(Davis Polk(2013), 1면).

나) EU 및 영국

자회사를 이용해 증권업 경영 방식을 취하는 현행 영국 겸업주의 은행의 모습은 1987년 ‘빅뱅(Big Bang)’이라 부르는 개혁조치의 결과 발생했다. 그 이전까지는 은행법이 존재하지 않았기 때문에 겸업에 대한 법적 제약이 없었다. 그러나 실상 은행과 증권업무 간 겸업은 이루어지지 않았는데,³⁶⁾ 각 금융부문의 경쟁제한적 자율규제³⁷⁾ 때문이었다. 법규제 없이 자율규제에 의한 전업주의 시장구조가 내생적으로 태동하여 장기간 지속된 것이다. 이종 업무의 겸영이 별다른 이득을 가져오지 않는다고 판단되어, 오히려 이해상충문제로 고객의 신뢰를 잃을 가능성을 우려하였기 때문이다.³⁸⁾

1970년대 뉴욕증권거래소가 거래수수료를 대폭 인하하고, 1979년 영국 정부가 외환규제를 철폐하자 대규모 자금이탈이 일어났다. 이에 1987년 런던증권시장의 국제 경쟁력 제고를 위해 개혁을 실시하게 되는데, 소위 ‘빅뱅(Big Bang)’이라고 칭하는 주요 4개 조항³⁹⁾이 핵심내용을

35) DFA §716(d)(1). 또한 부보예금기관일지라도 스왑거래 주체로서 이자율, 통화, 귀금속, 은행적격증권을 기초자산으로 하는 장외파생상품과 청산의 무가 부여된 신용부도스왑(Credit Default Swap, 이하 CDS)은 거래할 수 있다(DFA §§716(d)(2)-(3)).

36) Llewellyn(1996)

37) 장덕조(2010), 119-120면; 1908년부터 런던증권거래소는 ‘single-capacity’ rule을 고수하였는데, 이는 증권거래소 회원사들이 중개업이나 자기매매업 중 하나만 수행하도록 한 규정이었다. 또한 회원사들은 조합(partnerships) 형태로 설립되어 은행을 비롯한 외부 금융사가 지분을 소유하는 것을 금지하였다. 지분소유에 대한 제한은 빅뱅 이전에도 미약하나마 서서히 완화되는 추세였다(김용재(2010), 301면).

38) 김선호(1997), 39면

39) ① 수수료율 자유화로 요율인하 유인, ② 단일가격제 폐지로 종합증권업 기반 마련, ③ 주식과 국채의 전산매매시스템 개혁, ④ 증권거래소 회원 자격 개방(김선호(1997), 40면)

이론다. 개혁의 일환으로 증권거래소 회원 자격을 개방하자 영국의 상업은행과 국제 금융기관이 주요 증권회사를 매수하거나 지분참여에 나섰다. 증권사 사이의 자발적·암묵적 경쟁제한 조치도 막을 내렸다. 외부 금융기관에 의한 겸업은행화가 촉발되었다. 혹은 반대로 증권업에 기반을 둔 회사들이 상업은행 주도의 도매금융업 분야에 진출하기도 하였다.⁴⁰⁾ 바야흐로 증권자회사를 거느린 겸업은행⁴¹⁾ 사이의 경쟁 체제가 도래하였다.

신용기관의 정의 및 규율, 국가규제의 조화와 감독 관할권을 기술한 1977년 제1차 은행지침⁴²⁾에 이어 유럽연합 내에서 영위 가능한 은행의 업무를 적시한 법령은 1989년 제2차 은행지침⁴³⁾이다. 지침의 부속서⁴⁴⁾가 열거하는 은행의 허용업무는 총 14개이며 일반 상업은행업무뿐만 아니라 겸업주의 은행제도가 포괄하는 다양한 증권업무를 망라한다. 은행지침은 은

40) 김용재(2010), 298면

41) 은행이 증권의 자기거래업, 인수업, 투자업 등을 사내겸영 해야 하는지 또는 별도 자회사를 통해 겸업해야 하는지에 대한 논란은 빅뱅 이전부터 존재하였다. 고위험증권업무의 위험전이에 대한 우려로 인해 증권업무는 별도 법인격이 부여된 자회사에서 영위하는 것으로 결론이 났으며, 이는 일종의 방화벽(ring-fencing)이다(김용재(2010)).

42) First Council Directive of 12 December 1977 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to the taking up and pursuit of the business of credit institutions, 77/780/EEC, O. J. L 322/30

43) Second Council Directive of 15 December 1989 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to the taking up and pursuit of the business of credit institutions and amending Directive 77/780/EEC, 89/646/EEC, O. J. L 386/1

44) 가장 최근의 은행지침은 2006 EC 신용기관지침(Directive 2006/48/EC of the European Parliament and of the Council of 14 June 2006 relating to the taking up and pursuit of the business of credit institutions(recast))이며 제2차 은행지침의 부속서는 2006 지침의 제1부속서(Annex I)를 이룬다.

행업과 증권업의 사내겸영 또는 자회사를 통한 겸업을 모두 아우른다.

유럽 은행의 지배적 사업방식인 겸영은행 시스템은 2008년 글로벌 금융위기로 도전을 받게 된다. 겸영은행 방식 영업이 초래하는 잠재적 위험을 선도적으로 조사·연구한 국가 중 하나가 영국이다. 2011년 발간된 Vickers 보고서⁴⁵⁾의 한 부분으로 제시된 링펜싱(ring-fencing)⁴⁶⁾은 소매은행업(retail banking)과 투자은행업(wholesale/investment banking)의 구조적 분리를 권고하였다. 직접적 이유는 크게 두 가지이다. 첫째, 부실은행을 저비용으로 쉽게 정리하기 위해서이다. 실물경제에 필수적인 소매금융업을 보호하되 부실이 발생할 경우 납세자 대신 채권단이 손실을 분담하도록 구조를 설계하였다. 둘째, 금융기관의 국제적 상호연계성으로 인해 외부충격이 소매은행으로 넘어오는 것을 차단하고자 한다. 글로벌 위기 직전에 투자은행 부문에서 상당한 레버리지를 일으킨 것이 금융 불안정을 초래했다고 보았기 때문이다.⁴⁷⁾ 링펜싱은 소매은행업에 방화벽을 둘러 링펜스은행(ring-fenced body)을 만들고 기타 부문과 구조적으로 분리하는 방식이다. 링펜스은행 안에 반드시 두어야 할 필수서비스, 두어서는 안 되는 금지서비스, 링펜스은행에서 취사선택할 수 있는 허용서비스로 영업을 구분하였다.

보고서 결과를 대부분 받아들인 영국 정부는 의회 은행기준위원회(Parliamentary Commission on Banking Standards, 이하 PCBS)의 권고를⁴⁸⁾ 반영하여 법안 일부를 수정한 후 2013년 12월 18일 은행개혁법(Financial Services(Banking Reform) Act 2013)을 제정하기에 이른다.

45) 중간보고서인 ICB(Independent Commission on Banking, 2011a)와 최종보고서인 ICB(2011b)를 발간하였다. 독립위원회 의장(Chair)을 맡은 John Vickers 경의 이름을 따라 동 보고서를 'Vickers Report'라 부른다.

46) Vickers 보고서의 전체 내용은 이용우(2012)를 참고하라.

47) ICB(2011b), 9-10면

48) PCBS(2013a)와 PCBS(2013b)를 참고하라.

은행개혁법은 예금취급부문을 금융그룹으로부터 완전히 분리하는 방식을 도입한 것이 아니다. 그룹 내에서 해당 부문을 법률·경제·운영 면에서만 분리하는 링펜싱(ring-fencing)을 도입하였다. 규제 대상은 건전성규제원(Prudential Regulation Authority, 이하 PRA) 또는 영업행위 규제원(Financial Conduct Authority, 이하 FCA)의 인가를 받아⁴⁹⁾ 하나 이상의 핵심업무를 영위하는 영국 법인이며, 주택금융조합(building society)과 재무부가 정하는 금융기관은 제외한다.⁵⁰⁾ Vickers 보고서가 규정하듯이 링펜스은행만이 핵심업무(core activity)를 수행할 수 있고 배제업무(excluded activity)는 링펜스은행 내에서 금지된다. 핵심업무는 예금수취업무다. 재무부는 추가로 핵심업무를 지정하거나, 예금수취업무 중 일부를 핵심업무에서 제외할 수 있다.⁵¹⁾ 배제업무는 링펜스은행의 국내 또는 해외 자기명의 투자업무(dealing in investment as principal)이며 이 또한 재무부가 예외를 규정할 수 있다.⁵²⁾ 즉 일종의 고유계정트레이딩은 링펜

49) 글로벌 금융위기 이후 영국과 미국의 금융감독체계 변화는 성태윤·박기영·박단비(2012)를 참고하라.

50) FSA 2013 §4, FSMA Part 9B §142A

51) FSA 2013 §4, FSMA Part 9B §§ 142B-142C. 은행개혁법을 뒤따르는 추가 입법이 예정되어 있다. 2013년 7월에 발표된 재무부 시행령 초안(HM Treasury(2013b))에 따르면 구조개혁 대상과 해당 업무의 윤곽이 보다 구체적으로 드러난다. 우선예금규모 250억 파운드 이하인 소형은행과 보험회사(insurance firm), 신용협동조합(credit union) 및 산업공제조합(industrial and provident society)은 규제대상에서 제외한다(HM Treasury(2013b), Annex A). 링펜스은행의 핵심업무인 예금수취에서 대규모 법인의 예금, 고액자산가 및 그 가족의 예금, 유럽경제구역 밖의 예금, 일부 금융기관의 예금을 제외한다. 따라서 이러한 종류의 예금은 링펜스은행 밖에서도 영위할 수 있다(HM Treasury(2013b), Annex A). 은행개혁법과 재무부시행령의 정리도식은 한국은행(2014)의 4면, <참조1>에 나오는 도표를 참고하라.

52) FSA 2013 §4, FSMA Part 9B §142D. 자기명의투자업무는 링펜스은행의 배제업무이다. 시행령은 글로벌 시장가격 변동성에 노출될 위험이 있는 상품거래(commodities trading), 링펜스은행의 그룹내 다른 계열 은행 및 투자회사 등에 대한 익스포저, 유럽경제구역 밖의 지점이나 자회사 설립

스은행에서 금지된다.

유럽연합 차원에서 은행 구조분리를 논의하고 있을 무렵 주요 회원국에서는 개별 입법 조치가 이루어지고 있었다. 글로벌 금융위기에 대처하기 위한 방안은 영국이 가장 먼저 모색하였지만, 프랑스⁵³⁾와 독일⁵⁴⁾의 입법이 오히려 더 빨랐다. 최근에는 벨기에⁵⁵⁾도 새로운 규제를 도입하였다. 각국은 조금씩 다른 방식으로 은행구조개혁법을 제정하였고 집행일정도 제각각 달랐다. 이러한 움직임 가운데 유럽 시장 내 일관된 단일규제를 마련하고자 2014년 1월 29일 유럽연합집행위원회(European Commission)는 규제안(proposal)⁵⁶⁾을 발간하였다. ‘은행의 회복력 제고를 위한 구조방안’ 모색을 입법 취지로 구조분리, 금지업무 규정, 회원국과 역내 규제 적용 절차 등 다양한 예고안을 담고 있다.⁵⁷⁾ 은행그룹의 고유계정트레이

을 배제업무에 추가하였다. 한편 수익·손실이 기초자산의 가격에 정비례하는 단순파생상품거래, 자기자산 증권화, 출자전환(debt-equity swap), 리스크 관리를 위한 부수활동은 배제업무가 아니다(HM Treasury(2013b), Annex B).

53) LOI n° 2013-672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires(Law no. 2013-672 of 26 July 2013 on the separation and regulation of banking activities). 주요 사안은 ① 대출과 소매금융을 담당하는 특정 금융기관의 고유계정트레이딩(proprietary trading)을 제한·분리하는 링펜싱 도입, ② 은행과 일부 금융기관에 대한 채권자 손실 분담(bail-in)과 정리 권한(resolution powers) 등 감독기능 강화이다.

54) Gesetz zur Abschirmung von Risiken und zur Planung der Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und Finanzgruppen (Law concerning Separation of Risks and Restructuring and Winding-Up of Credit Institutions and Financial Groups)

55) Lois, Décrets, Ordonnances et Règlements, Belgisch Staatsblad — 07.05.2014 — Ed. 2 — Moniteur Belge, 36794(The Act of 25 April 2014 on the legal status and supervision of credit institutions). 입법화 과정을 보여주는 벨기에 중앙은행의 중간보고서와 최종보고서는 NBB(2012)와 NBB(2013)를, 최종입법에 대한 설명은 Baker & McKenzie(2014)를 참고하라.

56) EC(2014)

당, 헤지펀드와 PEF(private equity fund)에 대한 지원(sponsoring) 및 투자를 규제하는 미국의 볼커룰과 이미 진행된 유럽 각국의 다양한 입법화를 절충한 방안이다. 역내 단일규제로 추진될 가능성이 높은 유럽연합집행위원회의 규제안을 규제대상, 금지업무 규제, 추가적인 구조분리 절차 등을 중심으로 차례로 살펴보자.

주요 규제대상은 시스템적으로 중요한 은행과 대규모 은행이다. 금융 시스템 전반에서 중요한 역할을 차지하는 대형은행을 선별 규제하려는 의도다.⁵⁸⁾ 대상 기관 규제 여부는 개별 회원국가 규제당국이 최종 판단한다. 주지할만한 사항은 규제를 역외적용(extraterritorial)한다는 것이다. 해외 설립 은행의 EU 지점과 역내 설립 은행의 해외 지점 또는 자회사까지 규제 적용 대상이 된다. 설립지 규제가 유럽 규제안과 대등한 또는 더 엄격할 경우 규제 집행을 면제한다.⁵⁹⁾ 다분히 미국의 볼커룰을 염두에 둔 조항이다. 이미 유럽 규제안보다 엄격한 제한을 받게 된 미국계 은행은 유럽 지점과 자회사에 대한 추가적 규제 부담을 덜었다. 유럽 규제당국 입장에서도 규제집행비용을 절감할 수 있다.

미국의 볼커룰과 흡사하게 규제대상 은행은 수익추구를 목적으로 하는 고유계정트레이딩(proprietary trading)이 금지되며 대체투자펀드(Alternative Investment Funds, 이하 AIFs)⁶⁰⁾에 투자할 수 없다.⁶¹⁾ 미국의 경우 은행뿐만 아니라 증권사를 포함한 banking entity가 고유계정트레이딩과 헤지펀드·PEF에 투자할 수 없다. 유럽안의 경우는 예금수취은행(credit institution)에 한정하여 규제를 적용한다는 점을 눈여겨보아야 한

57) 규제안의 내용 중에 업무분리에 대한 설명은 권재현(2014b)을 참고하라.

58) EC(2014), Article 3

59) EC(2014), Article 4

60) 대체투자펀드의 정의에 따라 유럽연합에서 설립 또는 판매되는 비차입·폐쇄형 펀드(unleveraged and closed-ended funds)는 자동으로 금지행위에서 예외가 된다.

61) EC(2014), Article 6

다. 또한 고유계정트레이딩을 폭넓게 정의한 후 시장조성(market making)과 대고객 거래에 선별적 예외조항을 둔 미국 볼커룰과 대조적으로 유럽안은 고유계정트레이딩 범위를 상대적으로 좁게 개설하고 있다.⁶²⁾ 그 결과 고유계정트레이딩 금지는 미국과 유럽의 공통 규제 항목이지만, 구체적인 내용을 살펴보면 유럽안이 미국 볼커룰보다 완화된 규제를 적용하고 있다. 헤징(hedging), 시장조성(market-making), 인수(underwriting)업무는 일반적으로 규제적용에서 제외된다. 위험도가 높은 증권화나 구조화, 복잡한 파생상품 제조거래와 관련한 시장조성, 발행(issuance), 후원(sponsorship) 행위도 고유계정트레이딩 금지 대상이 아니다. 해당 업무는 정의상 고유계정트레이딩이 아니기 때문에 금지 대상이 아니며, 선별적 구조분리규제인 링펜싱(ring-fencing)을 실시할 경우 고려할 대상일 뿐이다.⁶³⁾ 또한 유동성 관리(cash management)를 위한 행위를 금지 예외로 설정하여 단기금융상품(money market instruments), 유럽연합 회원국 중앙정부가 발행하는 국채 등은 매매 가능하다.⁶⁴⁾

은행의 업무제한 조치는 규제대상인 역내 주요은행에 일률적으로 적용한다. 하지만 업무제한에 뒤따르는 구조분리 조치는 강제사항이 아니다. 업무제한 금융기관 가운데 부보⁶⁵⁾ 핵심예금기관(core credit institution)과 EU 모회사가 추가 구조분리 고려대상이다. 일정 기준⁶⁶⁾ 초과 위험행위에

62) 고유계정트레이딩(proprietary trading)을 정의할 때 유일한 목적(sole purpose)이 이윤창출일 경우라는 단서를 수립함으로써 고유계정트레이딩의 범위를 좁히고, 이를 전담하는 부서나 인력(desks, units, divisions or individual traders)을 통한 행위(EC(2014), Article 5(4))로 제한하여 불확실성의 여지를 줄였다.

63) Shearman & Sterling(2014), 5면

64) EC(2014), Article 6(2)(b)(ii)

65) Directive 94/19/EC의 예금보험(Deposit Guarantee Scheme) 적용을 받는 기관을 의미한다.

66) 아직 개별 규제당국이 활용할 구체적 위험척도(metrics)가 마련되지 않았다. 유럽은행감독청(European Banking Authority: EBA)과 유럽연합집행위

관여하는 은행에 한하여 개별규제당국(National Competent Authority)이 트레이딩 부문에 구조분리(ring-fencing)를 명령할 수 있다.⁶⁷⁾ 단, 핵심예금기관 위험행위가 과도하지 않더라도 개별규제당국은 해당 기관 또는 전체 금융시스템의 안정을 고려하여 임의로 구조분리를 실시할 수 있는 권한을 갖는다.

구조분리 시 부보예금수취기관 및 트레이딩기관의 금지업무와 허용업무를 판별하는 과정에서 개별 규제당국이 상당한 재량권을 가진다. 예금 수취, 대출, 소매지급서비스(retail payment services), 소매·상업은행 업무(retail and commercial banking activities)를 제외한 광범위한 행위가 모두 트레이딩기관 이전 고려 대상이다. 이 중에서도 규제당국은 주로 시장조성(market making), 복잡한 증권화(securitisation), 복잡한 파생상품 거래행위 등에 주목할 것을 입법안은 권고하고 있다.⁶⁸⁾

트레이딩기관은 예금보험 적용을 받는⁶⁹⁾ 예금을 수취할 수 없으며 소매지급서비스(retail payment services)를 제공할 수 없다.⁷⁰⁾ 하지만 예금수취기관 금지업무를 명시적으로 정하지 않았기 때문에 주택담보대출, 신용카드업무, 기업대출(corporate lending), 개인융자(personal loans) 등은 예금수취기관 또는 트레이딩기관 어느 쪽에 두어도 상관없다고 해석

원회가 추후에 입안하여(EC(2014), Article 9(4)), 트레이딩 자산의 상대규모와 레버리지, 거래상대방 신용위험과 시장위험, 파생상품거래의 상대적인 복잡성, 상호연계성(interconnectedness), 예금수취기관의 지급보증에 기인한 신용 및 유동성 위험 등을 측정하는 척도를 제시할 예정이다(EC(2014), Article 9(2)).

67) EC(2014), Article 10

68) EC(2014), Legal elements of the proposal 3.3.4

69) Directive 94/19/EC. 유럽안은 부보 예금을 수취하는 모든 은행을 대상으로 삼지만, 영국은 개인과 중소기업 예금만을 링펜싱 대상으로 삼는다. 대규모 법인, 고액자산가, 금융기관, 공공기관(public authority) 등의 예금은 영국 링펜스은행의 핵심업무에서 제외된다(Mayer Brown(2014), 문단 21).

70) EC(2014), Article 20

할 수 있다. 따라서 은행그룹은 입법안이 제한하는 거액익스포저(large exposure) 한도 내에서 현재 영위하는 업무를 예금수취기관 또는 트레이딩기관에 어느 정도 자유롭게 재배치할 수 있다.⁷¹⁾

유럽 개혁안은 유럽의회(European Parliament)와 유럽이사회(European Council)의 비준절차를 앞두고 있다. 최종 입법화가 이루어지면 2017년 1월 1일부터 고유계정트레이딩이 금지되며, 2018년 7월 1일부터 트레이딩행위의 추가 구조분리 조치가 효력을 갖는다.

다) 소결

지금까지 미국, 영국, 유럽연합이 글로벌 금융위기 이후 새로 도입한 규제를 은행그룹 구조분리와 금지업무 도입을 중심으로 살펴보았다. 미국은 은행과 은행계열사의 고위험업무를 금지하는 규제를 도입하였고, 영국과 유럽은 은행의 구조분리를 계획하고 있다. <표 II-1>은 미국, 유럽, 영국의 규제 양상을 비교·정리한다.

71) Deloitte(2014), 4면

〈표 II-1〉 미국, EU 및 영국의 은행구조개혁안 비교

항목	미국	EU	영국
입법화	<p><u>Volcker Rule</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ● 2014.4.1.부터 시행 <p><u>Swaps Push-Out Rule</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ● 2014.1.31.부터 시행 	<p><u>Liikanen Report</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ● 2012.10.2. 발표 <p><u>Proposal</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ● 2014.1.29. 발표 ● 2015.6. 입법화 예정 ● 2017.1.부터 고유계정 트레이딩 금지 예정 ● 2018.7.부터 구조분리 예정 	<p><u>Vickers Report</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ● 2011.9.12. 발표 <p><u>Banking Reform Act</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ● 2013.12.18. 제정 ● 2013.7. 2차 입법예고안 발표 ● 추후 입법화 예정 ● 2019.1.부터 구조분리 시작
규제대상 (임계치)	<p><u>Banking Entities</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ● 부모에금기관과 그 지주회사 ● 그 지주회사의 자회사 ● 외국은행과 그 자회사 및 계열사 	<p>대형기관</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 3년 연속 [총자산 ≥ €30bn ∧ 트레이딩행위 ≥ (€70bn ∨ 총자산의 10%)]인 신용기관 및 그룹 ● G-SII 지정기관 	<p>예금수취기관</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 개인 또는 중소기업수취예금(소매예금) 3년 평균 ≥ €25bn ● 소형은행(소매예금 3년평균 < €25bn) 제외 ● 보험회사, 신용협동조합, 산업공제조합 제외
규제방식	금지(ban)	금지(ban)+구조분리(ring-fencing)	구조분리(ring-fencing)

주: 논리연산자 ∧ 와 ∨ 는 각각 'and'와 'or'를 의미

<표 II-1> 미국, EU 및 영국의 은행구조개혁안 비교(계속)

항목	미국	EU	영국
적용 ● Banking entity는 외국은행을 포함 ● 해외분부는 은행지주회사로 취급하며, 그 자회사와 계열사도 모두 banking entity로 포함 범외국 적용여부	적용 ● 원칙적으로 지역과 관계없이 규제 ● 유럽연합 밖 설립 은행의 EU 지침에도 적용 ● 다른 조건이 없으면 EU설립 규제대상이 EU 밖에 설립한 지침과 자회사에도 적용 ● 고유계정트레이딩, 대체투자펀드(AIFs)에 대한 투자	비적용 ● 예금수취행위가 발생한 지역과 관계없이 영국(UK) 설립 기관에 적용 ● 영국 밖 설립 은행의 영국 지침이나 자회사에 적용하지 않음	
금지업무	Banking entity ● 고유계정트레이딩, PEF나 헤지펀드에 대한 투자 ● 부보예금기관(IDI) ● 장외파생상품 취급 ● 해당 업무의 타 계열사 이전은 가능		N/A
금지예외업무	● 정부, 주정부, 지방정부 발행채권 거래 ● 고객을 위한 인수와 시장조성 행위 ● 단순 헤징과 유동성 관리(liquidity management)	● EU 회원국 발행 채권 거래 ● 유동성 관리(cash management)	N/A

<표 II-1> 미국, EU 및 영국의 은행구조개혁안 비교(계속)

항목	미국	EU	영국
분리방식	N/A	<p>트레이딩부분 Ring-Fencing 유럽은행감독국이 정하는 기준(미정)을 초과한 규제대상에 실시</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 금융안정성을 고려한 당국의 제량에 의해서도 분리 가능 	소매은행부분 Ring-Fencing
펜스內 필수업무	N/A	<ul style="list-style-type: none"> ● 감독당국이 지정하는 트레이딩 행위 ● 시장조성, 복잡한 증권화, 복잡한 파생상품이 주요 필수업무 대상 	<ul style="list-style-type: none"> ● 개인과 중소기업 예금(core deposits) 수취 ● 대항법인, 고액자산가, 일부 금융기관으로부터의 예금 수취는 필수업무가 아닌 허용업무
펜스內 금지업무	N/A	<ul style="list-style-type: none"> ● 예금(Eligible Deposits) 수취 ● 그와 결부된 결제서비스제공 	<ul style="list-style-type: none"> ● 자기명의 투자업무 ● 상품(commodities) 거래 ● 비링펜스은행에 대한 익스포저
펜스內 금지예외업무	N/A	N/A	<ul style="list-style-type: none"> ● 단순파생상품거래 ● 자기 자산의 증권화 ● 출자전환 ● 리스크 관리를 위한 부수활동

<표 II-1> 미국, EU 및 영국의 은행구조개혁안 비교(계속)

항목	미국	EU	영국
펜스外 금지업무	N/A	<ul style="list-style-type: none"> ● 펜스內필수업무 	<ul style="list-style-type: none"> ● 개인과 중소기업 예금 수취
펜스外 금지예외업무	N/A	<ul style="list-style-type: none"> ● 자기위험관리나 대고객 판매를 위한 특정 파생상품 거래 	N/A
분리된 그룹 부문 간 익스포저	N/A	<ul style="list-style-type: none"> ● 예금수취부문은 다른 계열부문에 대한 익스포저가 자기자본의 25%를 초과할 수 없음 	<ul style="list-style-type: none"> ● 링펜스은행의 타 그룹계열사에 대한 익스포저는 자기자본의 25% 이내로 제한
분리된 그룹 부문 간 거래	N/A	독립(arm's length)	독립(arm's length)
지배구조분리	N/A	<ul style="list-style-type: none"> ● 분리된 부문 이사회를 지배하는 다수이사는 다른 부문의 이사를 겸직할 수 없음 	<ul style="list-style-type: none"> ● 링펜스은행의 다수이사는 해당 은행으로부터 독립적이고 다른 부문 이사회외도 독립

자료: Allen & Overy(2014), Deloitte(2014), Shearman & Sterling(2014), 한국은행(2014), 해당국 법령

2) 임원겸직 규제

이 절에서는 임원겸직⁷²⁾과 관련한 규제변화를 진단한다. 임원겸직은 금융그룹 전체의 시너지 효과를 불러일으키는 주요 요소로서 은행업과 증권업 업무분리의 보완책이라 할 수 있다. 다양한 금융업무를 각각 관장하는 계열사들을 하나의 공동체로 묶어 시너지를 창출하기 위한 장치 중 하나가 계열사 간 겸직이다.

가) 미국

은행지주회사의 계열사 간 이사겸직 또는 이사회 구성과 관련한 차단벽 조항은 있으나, 집행임원의 겸직에 대한 규제는 없다.⁷³⁾ 회사의 최종의사결정을 담당하는 회의체인 이사회의 독립(independence)을 위한 규제는 글로벌 금융위기 전후로 변화하지 않았다. 한편 일상적인 업무집행을 위한 임직원의 겸직에 대해서는 특별한 제한을 두지 않고 있다.

잔존하는 이사겸직 규제를 살펴보자. 은행과 증권사의 임원겸직을 금지하던 GSA의 제32조는 GLBA에 의하여 1999년 폐지되었다.⁷⁴⁾ 그렇지만 계열 증권사⁷⁵⁾와 은행 간 이사겸직에 있어서 어느 한 쪽 이사진이 다른 쪽을 지배할 수 없도록 명시한 연방준비은행의 규정은 아직도 유효하다.⁷⁶⁾ 특정인이 계열사 전체를 지배하여 독단적 의사결정이 이루어

72) 신보성(2009, 2010a, 2010b, 2011, 2013)을 참고하라.

73) 국내 상법상 이사, 이사회, 집행임원의 연혁과 법적 정의에 대해서는 송옥렬(2014), 876-878면과 1067-1068면을 참고하라.

74) GLBA §101(b)

75) GSA §20과 BHCA §4(c)(8)에 의해 설립한 은행지주회사의 비은행 계열 증권사를 흔히 '제20조 자회사(section 20 subsidiary)'라고 부른다.

76) 1987년 이래 연방준비은행은 은행지주회사의 증권업 자회사 설립을 허용하는 동시에 위험전이 차단을 위한 차단벽 조항을 설정하였는데, 1997년 조항 일부를 통폐합하면서 계열사 이사겸직제한 방화벽조항(Firewall 13)

지거나 계열사 간 이해상충이 발생하는 것을 예방하는 견제·균형 장치로서 차단벽은 기능하고 있다.

그렇지만 임직원겸직에 대한 규제는 존재하지 않는다. 은행 또는 증권사의 이사 및 임직원이 다른 부문의 이사 및 최고경영자가 될 수 없다고 규정하였을 뿐이다. 규제의 초점은 내부감독기관으로서의 이사회(board of directors)에 집중되어 있다. 실제 일상 업무를 집행하는 임원(executive officers)이나 직원(employees)의 계열사 간 겸직은 제한하지 않는다.⁷⁷⁾

나) EU 및 영국

겸업은행주의(universal banking)를 표방해 온 영국과 유럽연합에서는

은 그대로 유지하기로 결정하였다(62 Fed. Reg. 45295, 45301면(1997.8.27.)). 법령의 내용을 살펴보면 은행의 이사 또는 임원이 계열 증권사의 이사가 되는 것은 가능하다. 다만 은행이 계열 증권사를 자의로 통제할 정도로 증권사 이사진을 장악해서는 안된다(FRB Regulation Y; 12 C.F.R. §225.200(b)(3)). 마찬가지로 계열 은행 이사회를 장악하지 않는 한 증권사 이사 또는 임원은 은행 이사를 겸할 수 있다. 임원겸직을 금지한 GSA 제32조를 폐지했지만 은행과 증권업 자회사의 이사겸직에 차단벽(firewall) 조항을 남겨 둔 것은 두 업무를 어느 정도 분리하여 안전성(safety)과 건전성(soundness)을 갖추기 위해서이다(Board of Governors of the Federal Reserve System, 1997, Bank Holding Companies and Change in Bank Control (Regulation Y); Amendments to Restrictions in the Board's Section 20 Orders, 62 Fed. Reg. 45295, 45301면(1997.08.27.)).

77) 12 C.F.R. §225.200(b)(3). 미국 대형은행의 집행임원은 법인으로서의 회사가 아니라 기능별로 직책을 정한다. 이를테면 최고경영자(Chief Executive Officer), 소비자대출담당임원(Consumer Lending Officer), 인사관리임원(Human Resources Officer), 최고위험관리임원(Chief Risk Officer)과 같이 그룹 전체의 해당 기능을 총괄·담당하는 직책이 임원에게 주어진다. 국내 회사법에서는 이사와 집행임원의 차이가 모호한데 이는 국내법의 모태가 된 일본법의 역사에 기인한다(송옥렬(2014), 877-878면).

임원겸직제한이 존재하지 않았다. 글로벌 금융위기 이후에도 집행임원의 겸직에 대한 제한은 신설되지 않았다. 다만 구조분리조치를 도입하면서 분리된 은행과 증권사 사이의 이사회 독립성을 위한 이사겸직제한을 규정하였다. 집행임원에 대한 겸직제한은 여전히 논의된 바가 없다.

링펜싱의 일환으로서 도입한 영국의 이사겸직 규제는 미국 방식과 유사하다. 은행개혁법(Financial Services(Banking Reform) Act 2013)은 다른 계열사가 초래할 악영향을 차단하여 부실이 발생할 경우에도 링펜스은행(ring-fenced body)이 핵심업무를 지속하도록 조치한다. 이를 위해 링펜스은행은 계열사와 독립적으로 의사 결정할 수 있는 이사회를 구비해야 한다.⁷⁸⁾ 은행 이사진(board of directors)⁷⁹⁾ 가운데 일정 수의 구성원은 (i) 은행이 속하는 그룹의 계열사와 독립인 사람, (ii) 은행과도 독립인 사람, (iii) 사외이사(non-executive members)⁸⁰⁾여야 한다.⁸¹⁾ 링펜스은행 이사진을 내·외부의 이해관계로부터 독립적인 인사로 운영하려는 법규정이다.

유럽 은행개혁안(EU proposal)도 이사회 독립성 원칙을 천명하고 있다. 링펜스 조치로 분리된 핵심예금기관(core credit institution)⁸²⁾과 증권업무기관(trading entity) 모두 다수 이사진(majority of the members of the management body⁸³⁾)을 다른 부문 이사진에 속하지 않는 사람들

78) Banking Reform Act 2013 §4, FSMA 2000 Part 9B §142H(4)

79) 이사진이 없으면 그에 상당한 경영진(management body)

80) Banking Reform Act 2013 §4, FSMA 2000 Part 9B §142H(5)(d)

81) 세 가지 조건을 모두 충족해야 한다.

82) 핵심예금기관(core credit institution)은 Regulation (EU) No 575/2013의 Article 4(1) point(1)의 정의를 준용한 예금기관(credit institution) 가운데 Directive 94/19/EC의 예금보험제도 적용대상 예금을 수취하는 기관을 의미한다.

83) Management body는 소속 기관의 전략(strategy), 목표(objective), 방향(overall direction)을 설정하고, 경영에 필요한 의사결정을 관리·감독하며,

로 구성해야 한다. 핵심예금기관 또는 증권업무기관에 종사하는 이사(member of the management body)는 두 기관에서 동시에 경영업무(executive function)를 수행할 수 없다.⁸⁴⁾ 개별 회원국의 현행 법률⁸⁵⁾이 유럽 은행개혁안이 정하는 '은행 이사회(management body)의 독립성'을 충분히 같음한다고 판단할 경우⁸⁶⁾ 이사겸직제한 조항 적용을 면제할 수 있다.⁸⁷⁾

효율적 사업 감독을 책임지는 사람들로 구성된, 개별 국가 법률이 정하는 회사 내 기구를 의미한다(Directive 2013/36/EU의 Article 3(1), point (7)). 일반적으로 management body는 회사 최고이사결정기구를 의미하며 회사 법상 이사회에 상응한다.

84) 회원국에 따라 이사와 집행임원의 업무를 맡는 이사회(management body)의 구조가 상이할 수 있다. 이사가 집행임원 업무를 수행하는 single-tier 구조와 이사와 집행임원이 구분되는 two-tier 제도로 대별할 수 있다(DIRECTIVE 2013/36/EU OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 26 June 2013 on access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions and investment firms, amending Directive 2002/87/EC and repealing Directives 2006/48/EC and 2006/49/EC). Single-tier의 경우 이사겸직제한은 곧 임원겸직제한을 의미하며, two-tier의 경우 '동시에 경영업무(executive function)'를 수행할 수 없다는 것은 이사겸직제한만을 의미한다고 해석할 수 있다.

85) 중소기업이나 개인에게 예금을 수취하는 기관에 대한 규제를 2014년 1월 29일 이전 입법화한 개별 회원국 법률이 적용면제의 대상이다.

86) 개별 회원국 법률이 다음의 조항을 만족해야 한다: ① 예금수취부문을 투자를 주로 하는 그룹 부문 또는 트레이딩 자산을 보유하는 부문으로부터 분리하도록 규정한다(링펜싱). ② 그룹 내 다른 계열사와 독립적이며 해당 예금수취기관과도 독립적인 인사로 예금수취기관의 이사회(management body)를 구성하도록 규정한다(독립성).

87) EC(2014), Article 21(1)의 point (c)

다) 소결

금융위기 이후 링펜싱 방식의 구조분리를 채택한 영국과 유럽 모두 계열사 간 이사겸직에 다소 제한이 생겼다. 이는 법, 경제, 지배구조 순서로 은행부문과 증권부문을 분리하는 링펜싱의 절차 때문이다. 두 개의 법인격을 설립한 후, 영위가능한 업무를 은행부문과 증권부문으로 배분하고, 두 부문의 독립운영을 위한 마지막 보루로서 이사겸직제한을 차단벽으로 설치하는 것이다.⁸⁸⁾ 다만 분리된 두 부문의 독립성을 훼손하지 않는 범위에서 임원겸직에 대한 제한은 없다. 임직원겸직 가능여부를 세세히 열거하지 않고 ‘이사회 독립성’이라는 원칙 중심으로 규제한다는 공통점도 관찰된다.

미국의 경우 글로벌 금융위기 전후로 이사겸직규제에 변화가 없으며, 영국과 유럽은 링펜싱으로 인해 분리부문의 독립성을 담보하기 위한 이사겸직제한 규제를 신설하였다. 하지만 이들 국가를 통틀어 임원겸직에 대한 규제는 글로벌 금융위기 이전에 존재하지 않았으며, 이후에도 도입된 바가 없다. 계열사 간 집행임원겸직이 그룹 시너지 창출의 핵심요소임을 역으로 드러내는 것이다.

3) 정보공유 규제

정보처리기술의 비약적 발전에 힘입어 그룹내 자유로운 고객정보공유는 지주회사방식의 금융그룹에게 점차 중요한 자산이 되고 있다.⁸⁹⁾ 이 절에서는 은행그룹 시너지를 추동하는 계열사 간 정보공유 규제를 살펴본다. 글로벌 금융위기 전후, 주요국 정보공유 규제의 변모양상을 조명한다.

88) 영국의 경우 ICB(2011b)의 12면, 유럽의 경우 EC(2014), 10면의 3.3.4.6.절에서 법률 제정 취지를 살펴볼 수 있다.

89) 권재현(2015)을 참고하라.

가) 미국

연방 차원에서 금융계열사의 정보공유를 규율하는 주요 법률은 1970년 제정한 공정신용보고법(Fair Credit Reporting Act, 이하 FCRA)⁹⁰⁾이다. FCRA는 2003년 공정정확신용거래법(Fair and Accurate Credit Transaction Act, 이하 FACTA)⁹¹⁾에 의해 개정되었으며 계열사 사이의 정보공유에 대한 일반적 기준을 명시하고 있다. 기본적으로 FCRA는 고객정보의 프라이버시 중요도에 따라 무제한 공유, 거부권부여 조건부 공유(opt-out), 사전동의 취득 후 공유(opt-in) 방식으로 해당 고객정보를 계열사가 함께 이용할 수 있도록 보장한다.⁹²⁾

이 법은 금융정보의 종류를 크게 경험정보(experience information)와 적격성정보(eligibility information)로 구분하고 있다. 거래정보(transaction information)라고도 부르는 경험정보⁹³⁾를 계열사와 공유하는 데 제한은 없다.⁹⁴⁾ 신용대출신청(credit application)에 이용하는 적격성정보⁹⁵⁾를 계열사와 공유하려고 하는 경우에는 사전에 고객에게 거부(opt-out) 기회를 주어야 한다.⁹⁶⁾ 개인의료정보와 같이 매우 민감한 정보를 공유할 경우에는 사전동의(opt-in) 방식으로 고객의 이용허락을 먼저 구해야 한다.⁹⁷⁾ 경험정보는 계열사 간 제한 없이 공유 가능하고, 적격성정보는 고

90) 15 U.S.C. §1681, Pub. L. 91-508, 84 Stat. 1127

91) Pub. L. 108-159, 117 Stat. 1952

92) FCRA §603(d)(2)(A)(iii), 15 U.S.C. § 681a; FCRA §624, 15 U.S.C. §1681s-3

93) 특정 고객과 금융기관의 거래를 통해 축적된 자료로서 계좌 유형, 거래량, 변제 유무 등의 정보가 이에 해당한다.

94) FCRA §§603(d)(2)(A)(i)과 (ii). 경험정보의 경우 대부분 GLBA의 비공개개인정보(nonpublic personal information)에 해당한다(Boyd(2006), 952면).

95) 고객의 신용도, 신용능력, 성격, 평판 등 금융서비스 가입을 위한 정보다.

96) 고객이 실제로 거부권(opt-out)을 행사하지 않았다면 신용보고기관(consumer reporting agency)에 적용하는 규제를 면제받을 수 있다.

객에게 거부권을 부여하는 방식으로 공유 가능하며, 민감정보는 사전동의를 구할 경우 공유 가능하다.⁹⁸⁾

연방법인 FCRA 이외에도 각 주의 주법(State law)과 금융기관의 자율규제(self regulation)가 개인정보보호를 규정하고 있다. 연방법에 비하여 주법은 소비자 입장에서 개인정보보호를 더욱 강화하는 입장이다.⁹⁹⁾ 그러나 어떠한 주법이나 자율규제도 FCRA가 규정하는 계열사 간 정보공유 조항을 앞설 수 없다.¹⁰⁰⁾ 금융그룹 계열사의 고객정보공유가 그만큼 시너지 제고에 중요한 요소임을 재확인한 것이다. 또한 고객정보보호와 고객정보공유가 서로 대립하는 의제가 아니며, 정보보호를 강화하면 서로 정보공유를 자유롭게 허용하는 것이 가능하다는 점을 의회 제출 보고서도 명시하고 있다.¹⁰¹⁾

나) EU 및 영국

영국의 경우 일반적으로 고객비밀정보를 공개할 때는 사전동의를 구하도록 규정하고 있다.¹⁰²⁾ 그러나 구조분리된 링펜스은행(Ring-fenced bank)과 다른 계열사와의 고객정보공유에 대한 규제는 없다. 은행개혁법의 모태라고 할 수 있는 Vickers 보고서에서는 링펜스은행의 분리·독립에도 불구하고 그룹 내에서 자유롭게 고객정보를 공유함으로써 윈스톱

97) 더불어 FACTA는 자격정보 또는 이력정보를 제공받는 계열사가 마케팅 목적으로 이를 사용하기 전에 고객에게 명확한 방식으로 통지할 것을 요구하고 있다(Boyd(2006), 952면).

98) 노혁준(2014), 특히 22면의 표2를 참고하라.

99) Murphy(2003), 4-5면과 Boyd(2006), 954면

100) Boyd(2006), 953면. 계열사 간 정보공유 조항은 원래 일몰조항(sunset provision)이었으나 FACTA에 의해 영구조항으로 개정되었다.

101) Department of the Treasury(2004), 54면

102) Banking Reform Act 2013 §91

(one-stop) 서비스를 지속적으로 제공하는 것이 중요하다는 원칙을 이미 표명한 바 있다.¹⁰³⁾

시각을 조금 넓혀 유럽연합 전체를 관할하는 정보공유 방식에 대해 살펴보자. 글로벌 금융위기가 발생하기 이전 유럽에서는 개인정보보호에 대한 법제정이 이미 이루어졌다. 미국과 달리 유럽에서는 프라이버시(privacy)를 인간의 기본권으로 취급하고 있으며, 유럽의회가 제정한 데이터보호지침(Data Protection Directive)¹⁰⁴⁾에 의거하여 시민의 개인정보를 보호하기 위한 통합적 규제를 실행하고 있었다. 미국의 경우 산업과 이슈에 따라 개인정보를 관할하는 법이 천차만별이고 정보보호의 정도도 차이가 심하다. 유럽의 경우는 정보보호지침에 의하여 산업과 관계없이 동일한 개인정보보호 기준을 적용하고 있었다.

금융회사 간 정보공유도 데이터보호지침의 적용대상이다. 지침에 따르면 개인정보를 처리하는 과정은 언제나 정보주체의 '모호하지 않은 동의(unambiguously given his consent)'를 요구한다.¹⁰⁵⁾ '모호하지 않은 동의'라는 것은 미국의 거부권(opt-out) 방식에 상응하는 것으로 해석한다.¹⁰⁶⁾ 다른 금융 기관과의 정보공유 사실을 충분히 고지를 했음에도 이에 대해 고객이 거부하지 않았을 경우 정보주체가 모호하지 않은 동의를 부여했다고 간주하는 것이다. 의료정보와 같이 민감한 정보는 '명백한 동의(explicit consent)'를 요구한다.¹⁰⁷⁾ 이는 미국법의 사전동의(opt-in) 방식에 대응한다. 정보를 공유하기 이전에 반드시 고객의 동의

103) ICB(2011b), 문단 3.97, 5.47, 5.53. 다만 은행개혁법에서는 고객정보의 그룹 내 공유에 대한 세부 제한을 규정하지 않아 링펜스은행과 그 밖의 계열사 간 고객정보공유의 범위와 조건이 이슈가 될 우려는 있다 (CGI(2013), 14면).

104) Council Directive 95/46/EC 24, 1995 O.J. (L 281) 31

105) Council Directive 95/46/EC 24, Article 7(a)

106) Boyd(2006), 960면

107) Council Directive 95/46/EC 24, Art. 8(1)

를 얻어야만 한다.

미국의 금융지주회사와 달리 유럽 대륙에는 복합금융회사 방식의 금융사가 많다. 따라서 복합금융회사의 고객정보공유는 데이터보호지침이 정하는 바에 따라 거부권 방식으로 계열사들 사이에 가능했다. 사내겸영 방식으로 은행업과 증권업을 동일한 신용기관 내부에서 영위한다면 고객정보공유의 문제 자체가 발생하지 않았다.¹⁰⁸⁾ 사실상 부서 간 공유에 제한이 없었기 때문이다. 보험업처럼 별도 계열 법인을 통해 소유할 수밖에 없을 경우 거부권 방식의 정보공유를 요구했을 뿐이다.

글로벌 금융위기 이후 진행된 분리안 논의에서도 계열사 간 정보공유는 아직 현안으로 떠오르지 않았다. 유럽은행개혁안의 내용에도 아직 분리된 은행부문과 증권업부문의 정보공유 방식에 대해 권고 사항이 없다. 어떠한 방식이 채택되든 분리된 은행과 증권사 간 시너지 확보를 위해 정보공유는 보장할 것으로 전망한다.¹⁰⁹⁾

다) 소결

미국의 경우 동일 금융그룹 소속 계열사 간 고객정보공유는 상당히 자유로운 편이다. 고객정보 공유방식은 정보의 종류에 따라 차등을 두고 있다. 고객과의 거래를 통해 습득한 정보는 기본적으로 제한 없이 계열사 간 공유가 가능하다. 개인신용정보는 고객에게 거부권을 부여하는 방식을 통해 상당히 자유롭게 공유 가능하다. 의료정보와 같이 민감한 정

108) Boyd(2006), 977-978면

109) 유럽은행 구조분리안을 최초로 조사·연구한 Liikanen 보고서에도 정보공유의 중요성이나 분리된 부문 간 정보공유 방식에 대한 사안이 없다. 다만 부록에서 은행의 사업다각화 장점을 설명하며 정보공유가 수입과 비용에서 범위의 경제를 가져오는 원천 중 하나라는 점을 언급했을 뿐이다(Liikanen *et al.*(2012), 132면의 A4.2).

보의 경우는 사전동의를 얻은 경우에만 공유하고 있다.

개인 사생활(privacy) 보호가 미국에 비해 상대적으로 엄격한 영국과 유럽에서도 계열사 간 고객정보공유는 자유롭다. 개인정보는 거부권 부여방식으로, 민감정보는 사전동의를 구하는 방식으로 금융그룹 계열사 간 공유가 가능하다. 금융계열사 간 정보공유는 글로벌 금융위기 이전에 확립되었으며, 위기 전후에 특별한 변화 사항은 없다. 영국과 유럽에서 진행 중인 구조분리안에도 불구하고 계열사 간 정보공유는 최대한 허용될 것으로 예상된다.

다. 주요국 겸업규제에 대한 평가

1) 은행업과 증권업의 분리규제

글로벌 금융위기는 금융시장의 안정성을 훼손하는 요인에 대해 점검하는 계기가 되었다. 감독의 사각지대에 있던 금융기관의 업무연계를 통한 위험전이 가능성이 대두되었고, 은행에 대한 부보장치인 예금보호 또는 구제금융이 내포하는 '도덕적해이(moral hazard)' 문제도 다시 떠올랐다. 은행이 사내겸영하거나 계열사를 통해 영위하는 자본시장업무도 같은 관점에서 제한을 받게 되었다. 미국의 경우 '볼커룰'에 의하여 고유계정트레이딩을 은행 본체뿐만이 아니라 은행그룹 전체에서 영위할 수 없게 되었다. 또한 'Swaps Push-out Rule'에 의하여 일부 장외파생상품 거래를 은행 본체에서 영위할 수 없게 되었다. 영국 은행개혁법과 유럽 은행개혁안 역시 은행업무에 제한을 두게 되었다. 겸업은행제도(universal banking) 안에서 광범위한 업무를 영위하던 은행은 더 이상 예전처럼 자유롭게 자본시장업무를 영위할 수 없다. 예금을 취급하는 소매은행(retail banking)업무가 실물경제에 갖는 중요성을 감안하여, 고위

험 투자업무를 여수신업무와 함께 취급할 수 없도록 함으로써 은행부문과 증권부문의 법적, 경제적 분리가 이루어지고 있다.

은행 본체에서 수행하는 업무를 살펴보면 미국과 유럽 모두 고위험 업무에 대한 제한을 추가하였다. 이는 납세자의 부담인 공적 안전망에 기대어 은행이 위험투자에 뛰어드는 것을 막으려는 취지이다. 은행의 계열 증권사 영위업무에는 미국과 유럽 규제에 차이가 있다. 미국의 경우 은행과 계열관계를 가진 증권사도 고위험업무를 수행하지 못하도록 하였다. 결국 해당 업무는 은행을 소유하지 않은 금융그룹에게만 가능하다. 유럽의 경우 소매은행 부문만을 따로 분리한다면 계열 증권사가 영위할 수 있는 업무는 여전히 포괄적이다.

2) 임원겸직 규제

은행과 계열사 간의 시너지를 뒷받침하는 임원겸직에도 큰 변화가 없다. 미국의 경우 글로벌 금융위기 이전부터 존재한 이사겸직 규제에 변화가 없다. 이사회 독립성과 무관한 임원겸직은 금융위기 이후에도 여전히 규제하지 않는다. 현행 은행지주회사제도에서 임원겸직 제한조치 신설에 대한 문제는 불거지지 않았다. 영국의 경우 새롭게 도입하는 링 펜싱의 마지막 조치로 이사겸직에 대한 제한을 도입할 예정이다. 은행과 증권사의 임원겸직이 한 부문의 이사진이 다른 쪽 이사진을 지배하지 않을 경우 허용한다. 미국과 사실상 동일한 이사겸직제한 조치이며 마찬가지로 임원겸직은 제한하지 않는다. 유럽의 경우 아직 이사겸직제한을 통한 계열 간 차단벽 설치는 논의되고 있지 않다. 입법화 추진 과정에서 자연스럽게 논의가 불거질 것으로 예상된다. 그럼에도 불구하고 시너지 제고에 중요한 임원겸직을 제한하지는 않을 것으로 본다.

3) 정보공유 규제

금융계열사 간 고객정보 공유방식의 경우 미국, 영국, 유럽 사이에 큰 차이는 없다. 정보의 민감도에 따라 공유 시 고객의 승낙을 받는 정도를 달리 하고 있다. 금융계열사가 스스로 취득한 고객의 거래정보는 제한 없이 공유한다. 거래를 신청할 때 제출하는 개인신용정보는 고객에게 통지하여 공유를 거부할 권리를 부여하는 방식을 채택하고 있다. 의료정보와 같이 민감한 정보는 사전동의를 취득한 경우에만 공유할 수 있다.

복합금융상품과 서비스를 제공하는 금융그룹에게 정보공유를 통한 고객의 선호, 소비 패턴, 투자성향 분석 등은 점차 중요한 자산이 되고 있다. 정보처리기술의 발전이 금융업에 활발히 도입되면서 계열사 간 정보공유의 가치가 급증하고 있는 것이다. 개인정보보호가 강화되는 와중에도 계열사 간 정보공유에 대한 규제를 특별히 제한하지 않는 배경에는 이와 같은 기술적 진보가 있다.

4) 금융위기 이후 겸업에 대한 시각변화 여부

지금까지 논의한 은행 본체의 증권업무 수행, 은행 계열사를 통한 증권업 겸업, 은행과 계열사 사이의 임원겸직과 정보공유에 대한 사항을 간략히 정리하면 다음의 <표 II-2>와 같다.

글로벌 금융위기 이후 주요국은 은행의 자본시장업무 사내겸영에 대한 규제를 강화하고 있다. 그러나 이사겸직에 대한 규제는 미국의 경우 전과 동일하고, 영국과 유럽의 경우 링펜싱 조항으로 인해 이사겸직에 미국 수준의 제한을 새로 도입하였다. 이들 국가에서 임원겸직에 대한 제한은 없으며 금융위기 이후 규제 신설에 대한 논의도 없다. 다양한 복합금융서비스 제공에 필수적인 정보공유는 글로벌 금융위기에도 변함없

이 상당히 자유롭게 허용하고 있다. 임원검직과 정보공유 모두 금융그룹이 단순한 계열사의 합이 아닌 시너지를 창출하는 유기체로서 기능하도록 하는 주축 요소이기 때문이다.

<표 II-2> 금융위기 이후 주요국 규제변화(겸업)

규제사항	규제변화	내용 및 배경
사내겸업	○	(미) 증권업 사내겸업 규제 강화 (Volcker Rule, Swaps Push-out Rule) (영/EU) 링펜스은행(ring-fenced bank)의 자본시장 관련 업무 제한 (배경) 시스템리스크 및 도덕적해이 억제
계열 증권사 겸업	△	(미) 은행계열사에 의한 고위험증권업(고유계정트레이딩, 헤지펀드 및 PEF 투자) 영위 제한 (영/EU) 은행계열사에 의한 증권업 영위는 포괄적으로 허용
계열사 간 시너지	△	(미) 임원검직 및 고객정보공유 지속 허용 (영/EU) 링펜스은행 이사회의 독립성을 해치지 않는 범위 내에서 임원검직 및 고객정보 공유 허용 원칙

주: ○는 대폭변화, △는 소폭변화를 의미

3. 우리나라의 겸업규제

가. 개관

해방 직후 제정된 은행법은 당시 미국의 금융규제철학인 은행업과 증권업의 확고한 분리를 받아들였다. 한국전쟁 직후 비은행 금융산업이 미미한 환경에서 은행의 금융투자업무 겸업금지선 수익성 창출에 심각한 제약이 아니었다.

경제개발의 시작을 알린 1960년대 들어 은행은 정부의 자금창구로서 기능하였고, 성공적 경제발전을 토대로 새로운 금융수요가 창출되었다. 이러한 시대 요구에 부응하여 새로운 금융업종이 생겨나기 시작하였고 정부는 관계 법령을 정비하여 관련 금융법을 제정하게 된다. 그럼에도 불구하고 1960년대와 1970년대 은행의 증권업무 겸업은 본격적으로 태동하지 않았다.

1980년대 전 세계적 금융자유화 물결 속에서 은행의 금융투자업무 진출 움직임이 서서히 생겨나기 시작했다. 규제완화로 은행은 일부 국공채 및 회사채 인수·매도업무를 본체에서 겸업하게 되었다. 이후 1990년대 초 은행법을 개정하여 자회사를 통해 은행이 금융투자업무를 본격적으로 겸업할 수 있게 되었다. 2000년에는 금융지주회사법이 제정되어 다양한 금융업무를 포괄적으로 영위할 수 있는 새로운 겸업방식이 열렸다. 이미 자회사를 설립·인수하여 기타 금융업무를 영위하고 있던 은행에게 금융지주회사는 또 다른 대안이 되었다.

금융지주회사 방식으로 시중은행 구조재편이 이루어졌으나 미국 은행그룹과 같은 시너지 효과를 얻고 있다고 평가하기는 어렵다. 업무분장을 넘어서, 은행과 비은행 계열사들 간 긴밀한 협조를 통해 그룹 전체의

시너지 창출이 일어나고 있지 않기 때문이다.¹¹⁰⁾ 이에 상승효과 도모를 위한 업무공조의 원천으로 계열사 간 임원겸직과 고객정보공유 규제가 재조명되고 있다.

나. 겸업규제 내용

1) 은행의 증권업 겸업

은행이 증권업을 겸업하는 방식은 크게 세 가지다. 은행 본체 내에서 직접 경영하는 방법, 은행이 지배하는 자회사가 증권업을 영위하는 방법, 은행의 모회사인 금융지주회사가 증권자회사를 설립하여 겸업하는 방법이 있다. 이 절에서는 은행의 겸업 방식과 범위가 역사적으로 형성되는 과정을 살펴본다.

1950년 한국은행법과 은행법을 제정하였으나 한국전쟁 발발로 1954년에 이르러 은행법이 시행되었다. 두 법을 포함한 건국 초기 전반적 금융법 체계는 미국 법률에 근간을 두었다.¹¹¹⁾ 당시 은행업과 증권업의 확고한 분리를 고수하던 GSA를 본 따 한국에도 은증분리 원칙이 도입되었다.

개발의 시대인 1960년대와 1970년대에는 다양한 금융기관이 등장하였다. 하지만 은행에 다른 금융업을 허용하기보다는 새로운 금융수요에 적합한 금융기관을 신설하는 방식이 지배적이었다.¹¹²⁾ 1980년대는 전세

110) 신보성(2009, 2011, 2013)

111) 정부는 중앙은행제도를 재정비하기 위해 미국에 전문가 자문을 요청하고, 이에 따라 1950년 4월 블룸필드(A.I. Bloomfield)와 쟈센(J.P. Jensen)이 「중앙은행 개편에 관한 건의서」 및 「일반금융기관 개편에 관한 건의서」를 제출하였으며, 이 두 문서는 한국은행법과 은행법의 초안이 되었다. 「일반금융기관 개편에 관한 건의서」의 경우 1933년 Glass-Steagall 법에 기초한 상업은행업과 투자은행업의 분리와 금산분리를 핵심적 내용으로 하고 있다(김용재(2012b), 30-31면).

계적인 금융자율화와 금융시장 개방의 시대로 규정할 수 있다. 국내 시장도 예외가 아니었다. 금융산업 개편 과정에서 은행 신설로 인한 경쟁 심화를 이유로 은행 업무영역에 대한 제한이 부분적으로 완화되었다. 이 시기 업무확대로 은행이 본체 내 증권 관련 업무를 일부 겸영하는 것은 가능하였으나 체계적 겸업화는 아직 이루어지지 않았다.¹¹³⁾

1991년 은행법 개정은 자회사를 통해 금융투자업무를 영위할 수 있도록 길을 열어주었다. 개정은행법은 은행 자회사가 은행금지업무를 영위하는 것은 용인하였다. 다만 금융기관이 자회사를 통하여 여타 금융업무를 겸업할 경우 예상되는 부작용에 대비하여 자회사에 대한 여신제한과 임직원겸직금지 등의 규제장치를 동시에 마련하였다.¹¹⁴⁾ 1993년 발표된 금융산업개편 계획안은 은행업·증권업·보험업으로 구분된 권역 간에 자회사 설립을 통한 상호 진출을 허용하고, 각 업종 내 업무 영역을 최대한 완화하는 겸업주의를 지향하였다. 또한 한국은행 은행감독원 규정인 금융기관 일반업무 감독규정을 개정하여 은행이 증권회사와 보험회사를 자회사로 편입할 수 있음을 명시하였다. 이로써 자회사 방식에 의한 은행의 기타금융업무 겸업이 법적으로 인정되었다.¹¹⁵⁾ 이듬해 1994년에는 은행법 개정을 통해 금융기관 자회사에 대한 규제가 추가적으로 완화되었다.¹¹⁶⁾ 자회사에 대한 출자요건이 완화되자 은행은 1995년부터

112) 박경서 외(2001), 6~7면

113) 박경서 외(2001), 7~8면. 1980년대 비은행금융기관의 업무영역 확대 추이는 이영훈 외(2004)의 50면 <표 11-12>을 참고하라.

114) 은행법 제27조(금지업무) ① 금융기관은 다음의 업무를 할 수 없다. 10. 금융기관의 주식 또는 타주식회사의 발행주식의 100분의 10을 초과하는 주식의 매입 또는 항구적 소유. 다만, 한국은행은행감독원장이 승인한 때에는 예외로 한다.

은행법 제28조 (임원등의 겸직제한) ② 금융기관의 임원 또는 직원은 당해 금융기관의 자회사의 임원 또는 직원이 될 수 없다. 다만, 한국은행은행감독원장의 승인을 얻은 경우에는 그러하지 아니하다.

115) 박경서 외(2001), 8~9면

종합금융그룹을 추구하며 자회사를 설립하기 시작하였다.¹¹⁷⁾ 외환위기 후 대대적인 금융구조조정이 불가피하게 되었으나, 오히려 겸업과 관련한 자회사 영위업종을 은행업감독규정에서 폭넓게 명시함으로써¹¹⁸⁾ 자회사를 통한 다양한 금융투자업무 겸업은 계속해서 확장하였다. 1990년대 말까지 사내겸업과 자회사를 통한 겸업이 상당 부분 허용되었다.

새로운 세기를 맞아 은행의 금융투자업무 겸업과 관련한 가장 큰 변

-
- 116) 은행법 제27조(금지업무) ① 금융기관은 다음의 업무를 할 수 없다. 10. 타 주식회사의 발행주식의 100분의 10을 초과하는 주식의 매입 또는 항구적 소유(이하 '자회사 출자'라 한다). 다만, 자회사 출자의 총합계액이 금융기관 자기자본의 100분 20을 초과하지 아니하는 범위 안에서 한국은행은행감독원장이 정하는 업종에 속하는 회사의 주식을 매입 또는 소유하는 경우 및 자회사 출자의 총합계액이 금융기관 자기자본의 100분의 20을 초과하는 경우로서 대통령령이 정하는 바에 의하여 한국은행은행감독원장이 따로 정하는 요건을 충족하는 경우에는 그러하지 아니하다. 11. 제10호 단서의 규정에 의하여 자회사 출자를 하고 있는 경우의 당해 자회사에 대한 금융통화운영위원회가 정하는 한도를 초과하는 대출 기타 신용공여.
- 117) 금융시장 개방화와 국제화로 일반은행이 여수신 위주 업무에서 벗어나 자회사를 통해 보험과 증권업무 수행하는 유니버설뱅크를 지향하게 되었다. 1996년 6월말 기준 25개 일반은행은 국내 자회사 99개, 해외 현지법인 44개 등 총 143개 자회사 보유하고 있었으며, 자회사를 업종별로 구분하면 신용금고업 21개, 리스업 20개, 금융연구소 12개, 투자자문업, 금융전산업, 창업투자업이 각각 7개, 증권업이 5개사, 신용카드업이 3개사였다(이영훈 외(2004), 693-694면).
- 118) 1998년 1월 당시 은행업감독규정 제48조는 자회사의 영위업무로 다음을 열거하고 있다: ① 은행법에 의한 은행업, ② 장기신용은행법에 의한 장기신용은행업무, ③ 증권거래법에 의한 증권업 및 투자자문업, ④ 보험업법에 의한 보험사업, ⑤ 종합금융회사에관한법률에 의한 종합금융회사업무, ⑥ 신탁업법에 의한 신탁업, ⑦ 증권투자신탁업법에 의한 위탁회사업무, ⑧ 상호신용금고법에 의한 상호신용금고업무, ⑨ 여신전문금융업법에 의한 여신전문금융업, ⑩ 신용정보의이용및보호에관한법률에 의한 신용정보업, ⑪ 중소기업창업지원법에 의한 중소기업창업투자업, ⑫ 선물거래법에 의한 선물거래업, ⑬ 은행업의 수행과 직접 관련된 금융전산업, 금융연구업, ⑭ 팩토링업.

화는 금융지주회사법 제정이었다. 2000년 10월 금융지주회사법과 시행령을 제정하여 금융지주회사의 설립과 자회사 편입을 용이하도록 하였다.¹¹⁹⁾ 지주회사법의 제정으로 사내겸영과 자회사를 통한 겸업 이외에 지주회사 방식의 겸업이 추가된 것이다. 이로써 은행법과 금융지주회사법이 규정하는 테두리 안에서 국내 은행업은 은행 본체, 은행자회사, 모 지주회사의 계열자회사를 통한 겸업이 혼재한 양상을 보이게 된다.¹²⁰⁾

지금까지는 겸업방식의 변천사를 살펴보았다. 국내 은행은 자회사 또는 지주회사의 계열자회사를 이용하여 증권업무를 상당히 자유롭게 영위할 수 있다. 본체 내에서도 겸영업무에 금융투자업무가 일부 포함되어 있다. 주목해야 할 점은 은행법이 규제하지 않는 자본시장 관련 업무 가운데 일부는 해외 주요국에서 금지업무라는 것이다. 이에 국내 규제 가운데 은행이 사내겸영 할 수 있는 유가증권 및 사모펀드 투자, 장외파생상품업무에 주목한다. 글로벌 금융위기 이후 주요국 규제변화가 은행의 고위험 자본시장업무에 집중되었기 때문이다.

우선 은행의 투자적격증권 규제를 살펴보자. 국내 은행은 주식을 포함하여 상환기간이 3년을 초과하는 일부 증권에 대해 은행 자기자본의 60% 이내에서 투자할 수 있다.¹²¹⁾ 채무증권¹²²⁾으로서 상환기간이 3년을

119) 지주회사는 자회사의 경영관리업무와 그에 부수하는 업무 이외에 다른 업무를 영위할 수 없도록 하여 순수 금융지주회사만을 인정하였다(금융지주회사법 §6의4). 금융지주회사의 계열자회사를 통한 은행의 모든 금융업 진출이 가능하며, 자회사의 업무는 금융업 및 금융업의 영위와 관련이 있는 경우로 제한하고 있다(금융지주회사법 §6의3). 산업자본을 지배하지 못하도록 한 조치이다.

120) 송두한(2010)은 IB업무와 관련하여 해외법규제와 한국 법규제를 비교하며 국내 IB업무의 현황을 보여주고 있다.

121) 투자적격증권에 대한 투자의 총 합계액이 은행 자기자본의 100% 범위에서 대통령령으로 정하는 비율에 해당하는 금액을 초과하여 투자하지 못하도록 하고 있으며(은행법 §38), 대통령령으로 증권의 투자한도를 60%로 설정하고 있다(은행법 시행령 §21의2). 최근 주식시장 발전 방안의 일

초과하는 것,¹²³⁾ 지분증권,¹²⁴⁾ 파생결합증권 일부¹²⁵⁾ 등이 은행 자기자본으로 투자가능한 유가증권이다. 따라서 주식 또는 주식관련 파생상품에 은행이 자기자본으로 직접 투자·거래할 수 있다.

둘째, PEF에 대한 투자규제를 살펴보자. 원칙적으로 은행은 다른 회사의 의결권이 있는 지분증권의 15%를 초과하여 소유할 수 없다.¹²⁶⁾ 그러나 금융위원회가 정하는 업종에 속하는 회사의 경우 또는 기업구조조정 촉진을 위하여 필요한 것으로 금융위원회의 승인을 받은 경우에는 15% 초과하여 소유할 수 있으며, 이 때 피출자회사는 은행의 자회사로 규정한다.¹²⁷⁾ 따라서 피출자회사를 자회사로 편입할 경우 은행은 자회사

환으로 은행의 유가증권 투자한도를 자기자본의 60%에서 100%로 확대하는 방안을 논의 중이다. 기관투자자인 은행·보험사의 주식시장 참여가 미흡하고 보유자산의 운용을 국공채 등 안전자산 위주의 투자에 치중하는 등 적극적인 자산관리 역량이 부족하다는 것이 정부당국의 시행령 개정 취지이다(금융위원회(2014c)).

- 122) '채무증권'이란 국채증권, 지방채증권, 특수채증권(법률에 의하여 직접 설립된 법인이 발행한 채권), 사채권(상법 제469조제2항제3호에 따른 사채의 경우에는 제7항제1호에 해당하는 것으로 한정), 기업어음증권(기업이 사업에 필요한 자금을 조달하기 위하여 발행한 약속어음으로서 대통령령으로 정하는 요건을 갖춘 것, 그 밖에 이와 유사한 것으로서 지급청구권이 표시된 것을 말한다(자본시장법 §4③)).
- 123) 자본시장법 §4③에 따른 채무증권. 다만 국채 및 한국은행 통화안정증권, 「금융산업의 구조개선에 관한 법률」(금산법) 제11조제6항제2호에 따른 채권은 제외한다.
- 124) 금산법 제11조제6항제1호에 따른 주식은 제외한다.
- 125) 자본시장법 §4⑦에 따른 파생결합증권으로서 상환기간이 3년을 초과하는 것을 의미한다. 자본시장법에서 '파생결합증권'이란 기초자산의 가격·이자율·지표·단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등의 변동과 연계하여 미리 정하여진 방법에 따라 지급하거나 회수하는 금전 등이 결정되는 권리가 표시된 것을 일반적으로 지칭한다.
- 126) 은행법 §37①. 한국산업은행, 중소기업은행, 농협은행, 수산업협동조합중앙회 등은 특례를 통하여 동 규정 적용이 배제된다.

에 대한 출자한도 규제, 자회사와의 거래규제, 사모투자전문회사에 대한 특례 등 다양한 규제를 받는다. 현재 PEF에 투자하는 은행의 경우 특례 조항을 통하여 업무집행사원(Executive Partner, 이하 EP), 무한책임사원(General Partner, 이하 GP), 유한책임사원(Limited Partner, 이하 LP)으로서 출자총액의 30%를 초과하여 지분을 보유하는 경우에는 해당 PEF를 자회사로 간주하여 자회사 관련 출자규제를 모두 적용한다.¹²⁸⁾ 이를 역으로 해석하면, 은행이 제한적 의결권을 갖는 LP로 PEF에 참여할 경우 30% 이하 지분만 투자한다면 자회사 관련 각종 규제를 면제받게 된다는 것을 의미한다.¹²⁹⁾ 결국 국내 은행의 PEF에 대한 투자는 30% 한도 내에서는 별다른 제한이 없는 상황이다.

셋째, 국내 은행의 장외파생상품 거래는 자유롭다.¹³⁰⁾ 자본시장법 제정 이후 2010년 5월 은행법 개정을 통해 장외파생상품 매매 등은 은행의 겸영업무로 규정하여 파생상품의 매매·중개 업무,¹³¹⁾ 파생결합증권의 매매업무¹³²⁾를 은행이 영위할 수 있다.¹³³⁾ 즉, 은행 본체 내에서 장외

127) 은행법 §37②

128) 일반적 자회사 판단기준인 15%보다 높은 수준이다.

129) 고동원(2007), 202~204면. 물론 업무집행사원(EP)이 아닌 무한책임사원(GP)의 경우는 출자지분이 15%가 되지 않더라도 자회사로 간주한다.

130) 은행법 §28, 동법 시행령 §18의2, 은행업감독규정 §25의2. 2010년 5월 17일 개정 은행법에 의거하여 은행은 자본시장법이 규정하는 파생상품의 매매·중개 업무, 파생결합증권의 매매업무 등을 영위할 수 있다.

131) 자본시장법 제3조제2항제2호 준용

132) 자본시장법 제4조제2항제5호 준용. 금융위원회가 정하여 고시하는 파생결합증권으로 한정하며, 감독규정 제25조의2에서는 금적립계좌 및 은적립계좌로 한정하고 있다.

133) 2014년 3분기 현재 은행의 장외파생상품 누적 거래현황을 살펴보면 주식관련거래(주식선도, 주식스왑, 주식옵션)의 10.7%, 이자율관련거래(이자율선도, 이자율스왑, 이자율옵션)의 84.0%, 통화관련거래(통화선도, 통화스왑, 통화옵션)의 91.3%, 귀금속및상품등거래(기타선도, 기타스왑, 기타옵션)의 73.3%, 신용관련거래(신용부도스왑, 총 수익스왑)의 15.3%, 전체 합

파생상품 거래가 사내검영으로 허용되어 있다. 특히 유가증권 중 주식관련 장외파생상품인 주식선도, 주식스왑, 주식옵션 모두 은행이 거래할 수 있다.

요컨대 은행의 증권업 겸업은 은행그룹의 조직구조에 따라 차이는 있지만 해외에 비해 상당히 자유롭다. 자회사나 지주회사를 통해 은행이 증권업무를 겸업하는 것이 가능하다. 은행이 금융투자업무를 직접 사내검영하는 것도 각종 투자한도 및 자기자본규제 안에서 상당 부분 허용된다.

2) 임원겸직

임원겸직 규제의 역사는 금융지주회사법이 제정되기 전 은행이 증권업을 자회사 방식으로 겸업하던 시기까지 거슬러 올라간다. 1991년 은행법 일부개정을 통해 은행과 자회사의 임직원겸직을 금지하는 조항이 신설된다.¹³⁴⁾ 1998년 1월 은행법 전부개정은 자회사의 업종을 명확히 하는 동시에 은행의 임원 또는 직원이 자회사의 임원 또는 직원이 될 수 없다고 규정하여¹³⁵⁾ 임직원의 겸직을 계속해서 제한하였다. 2002년 개정은행법은 경영효율성을 취지로 은행과 자은행의 임직원겸직은 허용하게 된다.¹³⁶⁾ 모자회사 모두 은행업을 영위할 경우 임원겸직이 효율성을 도모한다고 보았기 때문이다. 그러나 증권업 자회사의 경우는 임원겸직을 허용하지 않는다.

계의 88.6%를 차지한다. 반면 장외파생상품 거래 중 증권사가 차지하는 비중을 살펴보면 주식관련거래는 85.9%, 이자율관련거래 15.9%, 통화관련거래 4.1%, 귀금속및상품등거래 24.9%, 신용관련거래 80.3%, 전체 합계의 7.8%이다(금융감독원 업무자료의 파생상품 관련자료 참조).

134) 개정은행법 §28②(1991.12.31)

135) 개정은행법 §20(1998.1)

136) 은행법 [법률 제5745호, 제6691호]

금융지주회사법이 규정하는 임원겸직 규제의 변천을 살펴보자. 2000년 제정된 금융지주회사법은 지주회사에 종사하는 임원과 관련한 일반적인 겸직제한 원칙만 천명하였고 계열사 임원 간 겸직에 대한 법률적 제한은 두지 않았다.¹³⁷⁾ 원칙적으로 금융지주회사와 자회사의 수직 임원겸직을 허용하였으며,¹³⁸⁾ 자회사와 자회사 사이의 수평 임원겸직은 동일업종을 영위하는 경우에만 가능하도록 규정하였다.¹³⁹⁾ 이로 인하여 업종이 다른 자회사 사이의 임원겸직이 금지되었다. 은행 기업금융업무와 증권사 기업금융업무를 동일 임원이 총괄하는 방식이 불가능했다. 이후 계열사 간 임원겸직으로 협업이 부족하고 시너지 창출에 제약이 있다는 비판이 지속되자 해당 조문을 재개정하기에 이른다.

2009년 12월 금융지주회사법 개정으로 임직원의 수평겸직 제한을 일부 완화하였다.¹⁴⁰⁾ 표면상 자회사 간 임원겸직을 폭넓게 허용하게 된다. 하지만 타 금융업 임원겸직을 엄격히 제한하는 은행법을 실무상 우선

137) 금융지주회사의 상무에 종사하는 임원은 금융지주회사의 자회사 등의 고객과 이해가 상충되거나 당해 자회사 등의 건전한 경영을 저해할 우려가 있는 경우로서 대통령령이 정하는 경우에는 다른 회사의 상무에 종사하거나 영리를 목적으로 하는 다른 사업을 영위할 수 없다(금융지주회사법 §39①(2000.10.23.)).

138) 금융지주회사의 임직원은 당해 금융지주회사의 자회사 등의 임원이 될 수 있다(금융지주회사법 §39②(2000.10.23.)).

139) 2000년 금융지주회사법 제정 당시에는 수평겸직 관련 조항이 없었다. 2002년 법률 일부개정으로 신설된 자회사 간 임원겸직 조항은 동일업종을 영위하는 경우에만 수평겸직을 가능하도록 규정하였다. 신설된 수평겸직 조항에 따르면 금융지주회사의 자회사 등의 임원은 당해 금융지주회사에 속하는 자회사 등으로서 동일한 업종을 영위하는 다른 자회사 등의 임원이 될 수 있다(금융지주회사법 §39③(2002.4.27.)).

140) 금융지주회사의 자회사 등(금융기관 또는 금융업의 영위와 밀접한 관련이 있는 회사)의 임직원은 다른 자회사 등의 임직원이 될 수 있다. 다만, 집합투자업, 변액보험계약에 관한 업무, 그 밖에 금융위원회가 정하여 고시하는 업무를 겸직하는 경우 겸직 금지한다(금융지주회사법 §39③ 개정).

적용함으로써 수평검직에 제한이 많았다.¹⁴¹⁾ 글로벌 금융위기의 발발과 동시에 당국은 자회사 간 수평검직이 금지되는 업무를 감독규정에 광범위하게 설정하여 수평검직을 사실상 제한하였다.¹⁴²⁾ 검직임원이 담당하는 계열 증권사의 업무가 은행의 부수업무¹⁴³⁾나 겸영업무¹⁴⁴⁾에 해당하는 경우만 임원검직을 예외로 허용했다.¹⁴⁵⁾ 즉 임원이 총괄·담당하는 자회사들의 업무가 은행 본연의 업무에 해당할 경우에만 검직을 허용한 것이다. 금융지주회사의 자회사 사이 임원검직은 법률상 자유롭게 허용된 것처럼 보이나 실제로는 제약이 많았다.

최근 시행령과 감독규정을 개정하여 수평검직 규제를 좀 더 완화하는 추세다.¹⁴⁶⁾ 검직 금지업무를 직접 수행하지 않는 임원은 사업계획 수립, 성과 평가, 인사 등 관리업무에 한하여 검직할 수 있다.¹⁴⁷⁾ 은행과 증권사의 상근임원으로서 사업기획, 인사 및 성과평가 등의 권한을 행사하여 금융지주회사의 개인사업부문(Private Banking: PB) 등, 시너지 창출을 장려하려는 취지다.¹⁴⁸⁾

요약하자면, 국내 법령은 모은행과 증권자회사 사이의 임원검직을 원칙적으로 금지한다.¹⁴⁹⁾ 모자관계가 아니라 금융지주회사로 그룹이 조직

141) 수평검직을 실제로 규율하는 것은 감독규정이다.

142) 금융지주회사감독규정 <별표 1-4> 자회사 등의 임직원검직이 금지되는 업무 제3호 규정 <신설 2010.3.8.>.

143) 은행법 시행령 §18의2 제4호

144) 은행법 시행령 §18의3. 다만 자본시장법에 따른 신탁업은 제외한다.

145) 금융지주회사감독규정 별표 1-4 제2호 규정(2014.2.11.)

146) 금융위원회(2014b). 감독규정을 2014.11.26일 개정하여 동년 12.1일부터 시행하고 있다.

147) 금융지주회사감독규정 §13의15, 별표 1-4 제4호 규정(2014.12.1.)

148) 금융위원회(2014a), 3면

149) 파산관리인으로 선임되는 경우 또는 기업구조조정을 위한 경우는 예외로 정한다(은행법 §20②).

된 경우, 은행 임원이 동일 금융지주회사의 증권자회사 임원을 겸하는 수평겸직은 제한적으로 허용된다. 그동안 수평겸직을 금지하던 입장에서 선회하여, 복합금융그룹의 시너지 제고를 위해 수평겸직 제한을 완화하는 추세다.

3) 정보공유

금융지주회사의 장점 중 하나는 복합금융상품 및 서비스의 개발과 제공이다. 이를 위해 고객의 다양한 기호와 수요 파악이 선결되어야 한다. 계열사가 수집·보유한 파편적 고객정보를 서로 공유하여 분석하는 것이 필요하다.

금융지주회사법이 규정하는 계열사 간 고객정보의 제공 및 관리는 2002년 조항 신설¹⁵⁰⁾ 후 최근까지 크게 달라지지 않았다. 임원 중 1인 이상을 개인신용정보를 관리할 신용정보관리인으로 선임하여 정보공유를 통제함으로써 계열사 간 영업목적으로 고객정보를 별다른 제약없이 공유할 수 있었다.

종전 금융지주회사법¹⁵¹⁾에 따르면 금융지주회사 소속 계열사는 개인 고객의 금융거래정보¹⁵²⁾와 개인신용정보를 공유할 수 있다.¹⁵³⁾ 여기서

150) 금융지주회사법 §48의2

151) 2009년 개정 금융지주회사법. 고객정보의 제공 및 관리를 규율하는 제48조의2는 2014년 5월 28일 개정되었고 2014년 11월 29일부터 시행되었다. 신설된 동법 동조 제4항(고객통지)과 제5항(통지방법)은 2015년 5월 29일부터 시행한다.

152) 「금융실명거래 및 비밀보장에 관한 법률」(금융실명법) 제4조에 따른 금융거래의 내용에 관한 정보 또는 자료를 지칭한다.

153) 금융실명법 §4①(금융거래의 비밀 보장) 및 「신용정보의 이용 및 보호에 관한 법률」(신용정보법) §§32, 33(개인신용정보의 제공·활용에 대한 동의 및 개인신용정보의 이용)의 적용이 배제되는 특별법적 성격을 지닌다.

개인신용정보란 특정 신용정보주체를 식별할 수 있는 정보, 신용정보주체의 거래내용을 판단할 수 있는 정보, 신용정보주체의 신용도를 판단할 수 있는 정보, 신용정보주체의 신용거래능력을 판단할 수 있는 정보 등을 지칭한다.¹⁵⁴⁾ 또한 금융지주회사의 자회사인 투자매매업자 또는 투자중개업자는 증권총액정보 등을 금융지주회사 등¹⁵⁵⁾에게 영업상 이용 목적으로 제공할 수 있다.¹⁵⁶⁾ 증권총액정보에는 예탁한 금전의 총액, 증권의 총액 및 종류별 총액, 채무증권의 종류별 총액, 집합투자기구의 종류별 총액, 위탁자의 평균 증권보유기간 및 일정 기간 동안의 평균 거래 등이 포함된다.¹⁵⁷⁾ 계열사 간 공유 가능한 고객정보의 대상은 현재의 신용도를 나타내는 신용정보와 계열사 또는 비계열사와의 금융거래를 통해 축적한 거래정보로 볼 수 있다.

종전 금융지주회사법이 규정하는 정보의 공유방식과 절차를 살펴본다. 금융지주회사 등은 임원 중 1인 이상을 고객정보관리인¹⁵⁸⁾으로 선임해야 한다.¹⁵⁹⁾ 고객정보관리인은 고객정보의 엄격한 관리를 위하여 금융위원회가 정하는 바에 따라 업무지침서를 작성하고,¹⁶⁰⁾ 그 내용을 금융위원회에 보고하여야 한다.¹⁶¹⁾ 금융지주회사 등은 고객정보의 취급방침

154) 신용정보법 §2

155) 금융지주회사와 자회사

156) 금융지주회사법 §48의2②

157) 금융지주회사법 §48의2②와 금융지주회사감독규정 §24의2①

158) 2009년 4월 1일 개정 이전에는 '신용정보관리인'으로 지칭하였다.

159) 금융지주회사법 §48의2③

160) 업무지침서에는 고객정보의 제공 목적, 특정고객에게 부당한 이익을 제공하기 위한 고객정보의 이용제한 등에 관한 사항, 금융지주회사등간 제공 가능한 고객정보의 종류, 고객정보를 제공·열람하는 금융지주회사 등의 상호, 금융지주회사등간 고객정보를 제공하는 업무처리절차, 고객정보에 대한 보안대책, 고객정보관리인의 권한 및 임무, 업무지침서 위반자에 대한 제재기준 및 절차, 고객정보의 취급방침의 공고 또는 통지방법에 대한 사항이 포함되어야 한다(금융지주회사감독규정 §24의2②).

을 정하고,¹⁶²⁾ 이를 거래상대방에게 통지·공고하고 영업점에 게시하여야 한다.¹⁶³⁾

2014년 고객정보 유출사건으로 인해 금융회사의 고객정보공유에 대한 우려가 증폭되자 금융지주회사법의 계열사 간 정보공유 조항도 개정된다. 종전 금융지주회사법 제48조의2는 정보주체의 동의 없이 계열사 간 개인정보 공유를 허용하고 있다는 지적이 있었다. ‘영업상 이용할 목적’으로 고객정보를 제공할 수 있다고 추상적으로 규정하고 있어 범위와 한계가 불분명하다는 주장이 있었다. 또한 개인정보가 신용위험 관리 등 경영상 관리 목적을 넘어 텔레마케팅 등 마케팅 목적으로 이용되고 있다는 점에서 금융지주회사 설립 용이성과 금융경쟁력 강화라는 정책 수단의 범위를 넘어 정보 주체의 개인정보 자기결정권을 과도하게 침해하고 있다는 의견도 제기되었다. 금융지주회사와 자회사 등과의 개인정보 공유는 개인정보 부당 조취 및 유출의 위험성을 증가시키는 원인이 될 수 있어 해당 규정의 개정 권고가 있었다.¹⁶⁴⁾

이에 2014년 5월 28일 금융지주회사 고객정보의 공유 및 관리 조항이 개정되었다.¹⁶⁵⁾ 고객의 사전동의 없이 자회사 간 공유할 수 있는 정보 제공은 내부 경영관리 목적에 한정한다.¹⁶⁶⁾ 내부 경영관리의 범위는 구체적

161) 금융지주회사법 §48의2④

162) 금융지주회사 등이 정하는 고객정보 취급방침에는 제공되는 고객정보의 종류, 고객정보의 제공처, 고객정보의 보호에 관한 내부방침에 대한 사항을 포함해야 하며(금융지주회사법시행령 §27의2①), 금융지주회사등의 상호 및 업종, 고객정보가 제공되는 금융지주회사등의 상호 및 업종, 고객정보의 제공목적, 제공되는 고객정보의 종류, 고객정보에 대한 보안대책, 고객정보의 제공에 대한 법적 근거, 금융지주회사등이 위법하게 고객정보를 제공하여 고객에게 피해가 발생한 경우 그 구제수단에 대한 사항을 포함해야 한다(금융지주회사감독규정 §24의2⑤).

163) 금융지주회사법 §48의2⑥

164) 국가인권위원회(2014)

165) 2015년 5월 29일부터 시행

으로 위험관리, 내부통제, 고객분석, 성과관리, 금융상품 및 서비스의 개발, 업무위탁, 자회사 등의 업무와 재산 상태에 관한 검사 등이다. 제공되는 고객정보는 암호화 하고 분리 저장하며 세부 절차에 따라 이용기간 경과 후 삭제해야 한다.¹⁶⁷⁾ 마지막으로 자회사 간 정보를 제공하는 경우에는 그 제공내역을 고객에게 통지하도록 한다.¹⁶⁸⁾ 통지해야 하는 정보 종류, 주기, 방법은 대통령령으로 정하며,¹⁶⁹⁾ 고객정보 제공내역 통지와 관련하여 금융지주회사 계열사 간 고객정보를 제공할 경우 정보제공 회사, 정보수령 회사, 제공목적, 제공항목 등을 전자우편·서면·모사전송·전화 등의 방법으로 연 1회 이상 통지토록 규정하였다.¹⁷⁰⁾

개인정보 유출사건 이후 금융지주회사 계열사 사이의 고객정보공유는 점점 엄격하게 제한되는 추세다. 영업이 아니라 내부경영 목적으로만 고객정보를 공유할 수 있으며, 활용 가능한 대상정보의 범위와 기한도 사전에 정하고 있다. 한편 공유절차를 살펴보면, 계열사 간 정보를 공유할 때는 고객의 사전동의를 구할 필요 없이 고객정보¹⁷¹⁾ 공유 사실과 내역을 해당 고객에게 통지하도록 하고 있다. 마치 계열사 간 정보공유

166) 금융지주회사법 시행령 §27의2①(신설 2014.11.24., 시행 2015.5.29.)

167) 고객정보 제공 절차 및 방법에 관하여 고객정보 제공시 고객정보의 엄격한 관리를 위해 고객정보관리인의 승인, 고객정보 제공·이용의 점검 등에 대해 금융위원회가 세부 절차 및 방법을 명시하도록 한다(시행령 §27의2②). 특히, 고객정보 원장을 제공하지 않을 것, 고유식별번호의 암호화, 고객정보관리인의 승인받은 자 외 제공 정보에 대한 접근과 활용 제한, 제공된 고객정보의 분리 보관, 1개월 이내 정보이용기간, 정보 불필요시 즉시 파기 등을 세부적으로 절차와 방법에 규정해야 한다(금융지주회사감독규정 §24의2①).

168) 금융지주회사법 §48의2④ 신설

169) 금융지주회사법 §48의2⑤ 신설

170) 개정시행령 §27의2③과 ⑤

171) 금융거래정보, 개인신용정보, 증권총액정보를 통칭한다(금융지주회사법 §48의2③).

가 자유롭다고 해석할 수도 있다. 하지만 고객정보의 민감도에 따라 무제한, 거부권 부여 후 공유(opt-out), 사전동의 취득 후 공유(opt-in) 등의 차등방식을 설정하고 있지 않다. 한정된 정보만 공유 가능하며, 정보의 종류에 관계없이 일률적인 고객통지 절차를 엄수해야 하는 부담이 있다.

4) 소결

해방 이후 태동한 초기 은행법은 미국 GSA의 영향으로 은행업과 증권업의 엄격한 분리를 천명하였다. 1980년대 금융자유화의 물결 속에서 은행은 서서히 겸업의 범위를 금융투자업으로 넓혀왔으며, 이후 거듭된 은행법 개정을 통해 사내겸영과 자회사를 통한 겸업이 점차 확대되었다. 21세기 들어 제정된 금융지주회사법은 지주회사를 통한 계열사 설립을 통해 은행이 다양한 금융업무를 겸업할 수 있는 또 다른 길을 열어주었다. 현재 은행 본체 내 금융투자업무 사내겸영이 일부 허용되며, 은행의 자회사 혹은 금융지주회사의 증권자회사를 통해 자본시장업무 겸업이 허용되고 있다.

금융지주회사 임원겸직은 법제정 초창기에는 상당히 자유로웠다. 수직겸직을 허용하였으며 수평겸직에 대한 제한이 없었다. 그러나 2002년 계열사 간 임원겸직 조항을 신설하여 동종 금융업을 영위하는 자회사들 간 임원겸직만 허용하게 되었다. 2009년 해당 법조항을 개정하여 계열사 간 수평겸직을 널리 허용하려 하였으나, 동법 시행령과 감독규정에서 겸직금지 조건을 엄격히 규정하여 사실상 불허하였다. 2014년 말 현재 감독규정을 개정하여 수평겸직 제한 일부를 완화하였으며, 영업이 아닌 관리 담당 임원의 수평겸직은 가능하다.

금융지주회사법 제정 당시에는 계열사 간 정보공유에 대한 조항이 없었으나, 2002년 들어 계열사의 개인신용정보 제공 및 관리에 대한 조항이 신설된다. 금융거래정보와 증권총액정보 등을 아우르는 고객정보에

대한 규제는 법개정을 거치며 점차 구체적으로 변모하였다. 공유 가능한 고객정보의 유형을 법률에 상세히 열거하는 한편, 공유절차의 안전성을 확보하기 위한 기술적 조치가 추가되었다. 최근에는 개인정보유출 사건의 여파로 고객정보공유와 관리에 여러 규제가 추가로 도입되었다. 영업이 아닌 내부경영 목적으로, 금전과 증권의 총액 또는 종류별 총액은 공유 가능하다. 공유할 경우에도 목적을 사전에 명시해야 하며 일정 기한이 지나면 폐기해야 한다. 해당 고객에게는 사후에 통지해야 한다. 금융지주회사의 계열사 간 정보공유는 점차 어려워지는 추세다.

4. 겸업규제의 바람직한 규제개혁 방향

가. 국내외 규제격차

1) 은행의 증권업 겸업

은행의 증권업무 취급제한은 글로벌 금융위기 이후 다양한 형태로 강화되었다. 규제대상이 된 은행의 고위험증권업무는 크게 세 가지다. 고유계정트레이딩, PEF 및 헤지펀드에 대한 투자, 장외파생상품 취급이 규제가 강화된 부문이다. 이 절에서는 주요국의 최근 규제 강화와 비교하여 국내 은행업의 증권업무 겸업 현황을 살펴본다.

우선 은행의 고유계정트레이딩 업무를 보자. 미국의 경우 은행 및 은행지주회사의 자회사 및 계열사가 원칙적으로 고유계정트레이딩을 할 수 없다(Volcker Rule). 은행뿐만 아니라 은행그룹의 모든 회사가 동일하게 규제 적용을 받는다. 영국과 유럽연합의 경우 은행의 자기자본거래를 금지하는 방안을 입법 또는 입법화하고 있다. 하지만 계열 증권사가 고유계정트레이딩을 영위하는 것은 허용하고 있어 규제가 은행에 국한된다. 이와 비교하여 국내 은행법에는 본체 내부에서 고유계정트레이딩을 금지하는 조항이 없다.¹⁷²⁾

다음으로 PEF·헤지펀드에 대한 투자규제 차이를 보자. 미국은 Volcker Rule에 의해 PEF에 대한 투자를 은행그룹 전체에서 금지하고 있다. 예외로 허용하더라도 1년 이내 개별 펀드 보유지분은 3% 이하, 총 펀드투자 규모도 은행 기본자본(Tier 1 capital)의 3% 이내로 제한하고

172) 해당 법령이 없더라도 은행 내부의 '고유계정트레이딩' 규모가 작고 해당 업무에서 발생할 수 있는 위험이 시스템을 통해 증폭될 가능성이 낮아 규제가 불필요하다는 지적이 있다.

있다.¹⁷³⁾ 영국과 유럽연합은 PEF, 헤지펀드 등을 포괄하는 대체투자펀드(AIFs)에 대한 은행 투자를 금지하지만 계열 증권사의 투자는 제한하지 않고 있다. 주요 국가 모두 은행의 PEF와 헤지펀드에 대한 투자규제는 공통으로 강화하였다. 한국의 경우, 은행 본체가 직접 사모펀드(PEF)에 투자하는 것이 가능하다. 무한책임사원과 유한책임사원으로서 참여가 가능¹⁷⁴⁾한 것은 물론, 업무집행사원으로서 운용¹⁷⁵⁾도 가능하다.¹⁷⁶⁾

마지막으로 장외파생상품 거래규제를 비교하자. 미국의 Swaps Push-out Rule은 장외파생상품을 부보예금기관이 거래하는 것을 불허하는 규제이다. 장외파생상품 거래금지 대상에서 이자율, 통화, 귀금속, 일부 증권을 기초자산으로 하는 장외파생상품 및 청산의무가 부여된 신용부도스왑(CDS)은 제외한다. 영국과 유럽은 대고객 또는 위험해징을 위한 단순한 파생금융상품 거래를 제외하고 은행부문의 복잡한 파생금융상품 취급을 금지하고 있다. 미국 규제보다는 좀 더 추상적이고 원칙적이다. 이에 비해 국내 은행의 장외파생상품 거래대상에는 제한이 없다.¹⁷⁷⁾ 특히 미국에서 금지하는 은행의 주식¹⁷⁸⁾ 및 주식관련 장외파생상품 거래¹⁷⁹⁾가 자유롭다. 미국 규제를 적용한다면 국내 은행¹⁸⁰⁾이 취급하

173) Final Rule §75.12(a)(2)

174) 자본시장법 §269, 동법 시행령 §291, 동법 규정 §7-47

175) 자본시장법 §272②, 동법 시행령 §297①

176) 은행이 의결권 있는 지분증권의 15%를 초과하여 소유하는 경우 피투자회사는 자회사로 규정하여(은행법 §37②) 각종 규제를 받게 된다. PEF에 투자하는 은행의 경우 특례조항을 통하여 LP로서 출자할 경우 30%를 초과하여 지분을 보유하지 않으면 자회사 규제를 받지 않는다(고동원(2007), 202~204면).

177) 2010 개정 은행법 §28①,②; 동법 시행령 §18②; 동법 감독규정 §89⑧

178) 원칙적으로 의결권 있는 지분증권의 15% 한도 내에서 취득할 수 있으며(은행법 §37), 상환기간이 3년을 초과하는 일부 증권에 대한 투자를 은행 자기자본의 60% 범위 내에서 제한적으로 허용한다(은행법 §38, 동법 시행령 §21의2)

는 주식, 원유, 곡물 등을 기초자산으로 하는 장외파생상품과 중앙청산소(Central Counterparty: CCP)를 활용하지 않는 신용부도스왑(CDS) 거래가 금지대상이 된다.

이를 종합·비교하면, 한국이 주요국에 비해 은행의 자본시장업무 겸업규제가 느슨하다고 할 수 있다. 우선 은행 본체 내에서의 증권업 사내겸영은 전업주의(specialized banking)를 추구하는 미국에 비하여 국내 규제가 약하다. 이는 겸업주의(universal banking)를 추구해 오다가 글로벌 금융위기를 겪은 후 업무분리를 강제하는 영국과 유럽에 비해서도 약한 규제이다. 또한 겸업의 범위를 국내 금융그룹의 계열 증권사가 영위하는 자본시장업무로 확대할 때도 겸업제약이 외국과 비교하여 엄격하지 않다. 은행그룹 계열사를 본질적으로 은행의 확장체로 취급하는 미국의 경우 계열 증권사의 고위험증권업무에도 제약을 부과하였다.¹⁸¹⁾ 영국과 유럽에서는 은행업과 증권업의 구조분리를 도입하였으나, 증권사가 은행과 계열관계에 있다는 사실만으로 특별히 고위험증권업무 취급에 추가규제를 받지 않는다. 한국의 경우에는 증권사가 은행계열이라고 해서 고위험증권업무 영위에 제약이 부가되지 않는다. 따라서 계열 증권사를 활용한 국내 은행의 겸업규제는 주요국에 비해 더 엄격하지는 않다.

179) 주식선도, 주식스왑, 주식옵션

180) 미국의 경우 부보예금기관은 은행과 은행지주회사이다. 한국은 은행, 증권사(투자매매업자, 투자중개업자), 보험회사, 종합금융회사, 상호저축은행 등이 예금보호제도의 보호대상 금융회사다.

181) Volcker Rule과 Swaps Push-out Rule이 대표적이다. 이 조치들이 과도한 규제인지의 여부는 법제정 당시에도 논란이 있었다.

2) 임원겸직

미국의 경우 은행지주회사 산하의 은행과 증권자회사 사이 임원겸직 시 이사회 독립성 기준을 준수하여야 한다. 따라서 은행의 이사회가 증권사 이사회를 지배해서는 안 되며 그 역의 경우도 허용하지 않는다. 반면 이사회 독립을 엄수하는 한 업무집행을 담당하는 임원겸직에 대한 추가규제는 없다. 영국과 유럽의 링펜싱 조항에도 이사회 독립성 원칙이 드러난다. 영국은 특히 은행부문 지배구조 독립성에 집중하고 있다. 분리된 은행부문과 증권부문 중 은행부문의 규모가 상대적으로 크다면 은행 이사회의 증권부문으로부터의 독립성은 문제 삼지 않는다. 다만 분리된 증권부문의 규모가 은행부문보다 상대적으로 클 때 은행의 지배구조를 증권 계열사로부터 독립시켜야 한다. 유럽안의 경우도 분리된 은행과 증권 부문의 지배구조를 링펜싱의 마지막 차단벽 조항으로 간주한다. 공통점은 이사회의 독립성이며 이를 훼손하지 않는 한 임원겸직을 특별히 규제하지 않는다.

국내 법규는 금융지주회사의 임원겸직을 열거주의 방식으로 세세히 제한하고 있다. 미국처럼 전업주의 전통이 강한 나라는 투자은행업(Investment Banking, 이하 IB)을 영위하기 위하여 기능별로 부서를 배치하고¹⁸²⁾ 담당 임원이 해당 업무를 총괄한다. 따라서 법인격이 다른 회사를 업무별로 하나로 꿰는 임원겸직이 회사조직상 시너지 창출의 근간이 된다. 따라서 금융그룹 내 계열사 간의 이사회 독립성은 유지하되¹⁸³⁾ 임원겸직을 규율하지는 않는다. 국내 금융지주는 최근까지 금융지주회사의 자회사 간 수평임원겸직을 엄격하게 제한하였다. 은행업과 증권업의 엄격한 분리에 입각하여 금융회사의 은행자회사와 증권자회사 간 임원

182) 흔히 이를 매트릭스(matrix) 체제로 명명한다.

183) FRB Regulation Y; 12 C.F.R. §225.200(b)(3) Interlocks restriction. 참고로 금융그룹 간의 임원겸직은 제한하고 있다(FRB Regulation L; 12 C.F.R. §212 Management Official Interlocks).

겸직이 금지되었다. 최근 법 개정으로 관리담당 임원겸직은 가능해졌다. 그럼에도 불구하고 영업이 아닌 관리담당 임원겸직만 허용하고 있어 미국의 임원겸직 규제와 비교할 때 엄격하다. 겸업주의를 표방하는 영국과 유럽에서는 최근 은행업과 증권업의 구조분리를 추구하면서 양 부문 이 사회의 독립을 표명하였다. 하지만 임원겸직에 대한 규제를 신설하지는 않고 있다.

외국과 비교할 때 금융지주회사 산하의 은행자회사와 증권업자회사 간 임원겸직 제한은 매우 엄격하다. 회사의 주요 의사를 결정하는 이사회회의 독립성은 유지하되, 일상 업무를 총괄하는 임원의 겸직은 제한하지 않는 것이 금융위기 전후 주요국의 규제 동향이다. 국내 금융지주회사의 수평임원겸직은 해당 법률의 제정 이후 업권 간 겸직을 엄격하게 규제하였다. 최근 관리담당 임원의 수평겸직은 허용하여 좀 더 완화된 규제로 변모하였다.

3) 정보공유

FCRA에서 보듯이 미국은 금융거래정보를 공유하는 데 제한이 없다. 다만 한국의 개인신용정보에 상응하는 자격정보(eligibility information)를 계열사 간 공유할 경우, 고객에게 통지하여 거부권을 부여하는 방식(opt-out)으로 동의를 얻어야 한다. 물론 의료정보와 같은 민감정보는 사전동의를 취득하는 방식(opt-in)으로 공유하도록 한다. 영국과 유럽의 경우 링펜싱과 관련하여 계열사 간 정보공유 문제는 아직 불거지지 않았다. 영국 Vickers 보고서가 계열사 정보공유는 최대한 확보한다는 추상적 원칙만 제시한 상황이다.¹⁸⁴⁾ 링펜싱 이전부터 유럽 전역의 정보공유

184) 분리 부문들 간 정보공유에 대한 원칙은 ICB(2011b), 12면, 64면의 문단 3.66, 69면의 문단 3.79, 76-77면의 문단 3.97, 136면의 문단 5.47, 138면의 문단 5.53을 참조

를 규율하는 데이터보호지침(Data Protection Directive)은 민감한 정보일 수록 고객으로부터 동의를 얻는 절차를 까다롭게 하고 있다. 미국과 흡사하게 일반 금융정보는 거부권 부여(opt-out) 방식으로 금융회사 간¹⁸⁵⁾ 공유할 수 있으며 의료정보는 사전동의 취득(opt-in) 방식으로 공유할 수 있다. 미국과 유럽은 정보의 민감도에 따라 정보의 공유 방식을 달리 한다고 평가할 수 있다.

시너지의 또 다른 원천으로 거론되는 계열사 간 정보공유 규제는 국내에서 강화되는 추세다. 금융지주회사법상 계열사 간 공유할 수 있는 정보의 대상은 개인신용정보, 금융거래정보, 증권총액 정보이다. 세 종류 모두 고객정보로 분류하여 동일한 규제를 받는다. 주요국에서 프라이버시와 관련한 정보의 민감도에 따라 공유방식을 다르게 하는 것과 차이가 있다. 또한 공유목적은 사전 확정하여 영업 이외 내부관리 목적으로 사용할 경우만 정보공유가 가능하다. 정보공유의 목적이 사전에 뚜렷한 경우만 정보의 제공을 허용하고 있으며, 수익을 창출하기 위한 영업 목적으로는 사용할 수 없도록 제한하고 있다. 요컨대 공유 대상과 절차 등 모든 면에서 주요국의 계열사 간 정보공유 규제에 비해 국내 규제는 매우 엄격하다고 평가할 수 있다.

4) 소결

<표 II-3>은 지금까지 논의한 국내외 사내겸영, 계열사를 통한 겸영, 계열사 간 임원겸직과 정보공유에 관한 규제의 격차를 요약하고 있다.

주요국에 비해 은행 본체의 사내겸영 규제는 느슨하고, 계열사를 통한 겸업규제도 상대적으로 강하지 않다. 그러나 임원겸직은 열거주의 방식으로 허용 가능한 업무를 설정하고 있어 상당히 제한적이다. 외국의

185) 계열관계 여부와 상관없다.

포괄주의 방식 또는 원칙 중심 규제와 대조를 이룬다. 금융지주회사 사이의 정보공유 제한도 국내 규제가 상당히 강하다. 공유의 궁극적 목표인 영업을 위해 고객정보를 사용할 수 없다.

최근 국내에서 금융지주회사 계열사 간 수평겸직 규제는 다소 완화되는 반면, 정보공유 규제는 강화되는 방향이다. 주요국에서 두 규제 모두 매우 낮은 수준임을 감안하면, 임원겸직 규제는 외국에 수렴하는 방향으로, 정보공유 규제는 국제기준과 반대 방향으로 개정되는 추세다.

<표 II-3> 겸업규제: 해외법규와의 차이

	미/영/EU	한국	규제격차
사내 겸영	<ul style="list-style-type: none"> • (미) 은행 본체 내에서 주식투자, PEF 투자·운용 금지, 일부 장외파생상품업무 영위 금지 • (영/EU) 소매은행 내에서 자본시장 관련 업무 제한 	<ul style="list-style-type: none"> • 은행 본체에서 주식투자, PEF 투자·운용 가능 • 장외파생상품업무 영위에 제약이 없음 	대/중/소 (해외 > 국내)
계열사 겸업	<ul style="list-style-type: none"> • (미) 은행계열사의 일부 고위험증권업무 영위 금지 또는 제한 • (영/EU) 은행계열사에 대해서는 별다른 제약 없음 	<ul style="list-style-type: none"> • 은행계열사의 고위험증권업무 영위에 제약 없음 	대/중/소 (해외 ≥ 국내)
계열 시너지	<ul style="list-style-type: none"> • (미/영/EU) 계열사 간 임원겸직 및 고객정보공유 용이 	<ul style="list-style-type: none"> • 계열사 간 임원겸직 (수평겸직) 제한 • 계열사 간 고객정보공유 제한 	대/중/소 (해외 < 국내)

나. 겸업규제와 관련한 개혁방향

1) 은행의 증권업 겸업규제 강화

글로벌 금융위기 이후 금융규제의 화두로 떠오른 주제는 ‘대마불사(too big to fail)’로 대변되는 ‘도덕적해이(moral hazard)’와 시스템리스크이다. 개인예금을 수취하고 대출을 집행하는 은행부문의 특성상 다른 금융업에 비해 은행이 실물경제에서 차지하는 역할과 중요성이 크다. 예금보험을 비롯한 다양한 사회적 안전망 또는 구제장치가 필요한 이유도 여기에 있다. 최근 발생한 금융위기의 원인을 조사한 결과 은행이 납세자 부담으로 운영되는 공적 안전망을 바탕으로 지나치게 위험한 투자에 뛰어들었다는 분석이 지배적이다. 또한 복잡하게 얽힌 업무와 기관 간 연계성 강화로 위험이 쉽게 시스템을 타고 전이된다는 규제당국의 공통적 평가가 있었다.

이에 해외 주요국에서는 위험전이를 사전에 차단하기 위하여 은행이 증권업무를 겸업하는 것에 다시 규제를 부과하는 추세다. 미국 및 유럽 연합과 회원국가에서는 은행의 고유계정트레이딩(proprietary trading)과 사모펀드에 대한 투자·운용을 금지하게 되었다.¹⁸⁶⁾ 다른 고위험 트레이딩 업무도 잠정적 규제 고려대상이다.

한국의 경우 고유계정트레이딩을 비롯하여 해외 규제가 주목하는 고위험증권업이 활성화되지 않았다. 그러나 1997년 외환위기와 2008년 금융위기를 겪으며 은행에 대한 공적자금 투자가 막대했다는 사실을 상기한다면 은행업이 경제에 미치는 중요성을 감안할 때 그 위험성을 과소평가할 수 없다.¹⁸⁷⁾ 위기 때마다 공적 보호장치가 작동한다는 점을 감안

186) 미국은 banking entity 전체에 규제를 적용하고 유럽은 은행부문에만 규제를 적용한다는 차이점은 있다. 예외조항의 구체적 설정에 차이가 있지만 원칙적으로 은행이 해당 업무를 영위하는 것을 금지한다.

한다면 은행의 고위험 투자행위를 규제할 필요성이 뒤따른다.

국내 은행의 본체 내 자본시장업무 중 고유계정트레이딩, 주식 및 주식관련 장외파생상품 거래, PEF 및 헤지펀드에 대한 투자·참여 등에 대한 제한을 고려해야 한다. 물론 해당 거래가 국내 현실에서 시스템리스크를 초래하거나 증폭시킬 정도로 비중이 크지 않다는 지적이 충분히 일리가 있다. 외국에서 고위험 증권거래로 지목한 업무가 국내에서는 그렇지 않을 수 있으며, 외국에서 규제를 도입한다고 하여 반드시 한국이 같은 규제를 채택해야 할 필요는 없다. 하지만 금융규제가 갖는 국제성과 이를 선도하는 미국, 영국, 유럽의 유사한 규제가 바젤협약과 같이 국제기준으로 자리 잡을 가능성이 높다. 한국 금융업이 대형화·복합화를 발판으로 역외 진출을 목표로 한다면, 국제기준으로 수렴하는 해당 은행업무규제를 준수하지 않고 글로벌 시장에서 활동할 수 있으리라고 기대할 수 없다.¹⁸⁸⁾ 따라서 은행의 자본시장업무 사내겸영은 가급적 계열 증권사로 이관하여 영위하는 것이 국제 규제의 변화에 부합한다.

국내 대형 시중은행은 현재 금융지주회사 편제 하에 활동하고 있다. 여러 다양한 금융업무를 지주회사를 통하여 조율하여 경영 효율성을 달성하는 것이 금융지주회사제도의 취지다. 금융지주회사 산하의 은행과

187) 1997년 외환위기 직후 3년간 정부의 금융부문 구조조정을 위해 투입한 공적자금 규모를 살펴보면 국민총생산의 31.2%에 해당한다. 글로벌 금융위기 직후 미국, 영국, 독일, 프랑스의 4.5%, 8.8%, 1.8%, 1.0%에 비해서 상당히 높은 편이다(Laeven and Valencia(2010), 225-270면). 누적 금액을 살펴보면 1997.11월~2013.6월 중 지원한 공적자금I의 168.7조원 가운데 86.9조원, 2009.6월~2013.6월 중 지원한 공적자금II의 6.2조원 가운데 1.2조원을 은행부문 구조조정에 사용하였다(금융위원회 공적자금관리위원회(2013)). 은행을 위한 안전망을 위해 지불해야 하는 납세자 부담이 상대적, 절대적 규모 면에서 작지 않다.

188) 미국의 Volcker Rule과 유럽연합의 규제는 역외적용(extraterritorial application)이 가능한 범세계적 규제이다. 해당 법역에서 활동하는 외국 금융기관의 본국까지 법의 적용을 받게 된다.

증권자회사가 동일한 자본시장업무로 경쟁하는 것은 모순이다. 주요국 규제에서 보듯이 해당 자본시장업무는 계열 증권사로 이관하고, 은행의 리스크관리 및 고객관리에 필수 불가결한 증권업무를 예외로 인정하는 조치가 필요할 것이다.

미국의 Volcker Rule처럼 은행뿐만 아니라 금융지주회사의 증권자회사의 자본시장업무도 규제할 것인지가 논란이 될 수 있다. 영국의 개정 은행법과 유럽의 은행개혁안은 은행과 계열을 맺는 증권자회사의 업무 제한을 두지 않는다. 미국과 유럽의 주요 차이점이며, 미국의 규제가 더 강하다고 평가하는 대목이다. 이 문제 역시 국제 규제의 흐름이 어떤 방식으로 수렴하는지 지켜봐야 한다. 우선 겸업규제 방향은 영국 또는 유럽 방식으로 설정하고, 추후에 더 강한 미국식으로 국제 규제가 수렴하면 추가적인 규제 도입을 고려해야 할 것이다. 금융시장 국제화를 목표로 한다면 글로벌 겸업규제 동향을 항상 주시해야 한다.

2) 임원겸직 규제완화

미국의 연방인가은행은 오래 전부터 은행지주회사제도를 이용하여 타 금융업무를 영위하였다. 은행의 부수업으로 규정되는 업무를 은행지주회사의 자회사에서 영위함으로써 계열사 간 시너지를 극대화하는 문화가 있었다. 그 일환으로 은행이 지주회사의 증권자회사 이사회를 지배하지 않는 한 임원겸직을 자유롭게 허용하였다

유럽의 경우 겸업은행의 구조적 분리가 노정되어 있다. 분리된 은행 부문과 증권부문의 지배구조는 분리되어야 한다는 점에서 이사겸직에 제한이 있다. 그러나 역시 이사회 독립성이 유지되는 한 임원겸직 가능 여부를 제한하지는 않는다. 지배구조 독립의 포괄적 원칙주의를 따르고 있다고 해석할 수 있다.

국내 금융지주회사 계열사 간 임원겸직은 지주회사-자회사 사이 임원 겸직(수직겸직)이 상대적으로 자유로운 반면 자회사-자회사 사이 임원겸직(수평겸직)에 많은 제한이 있었다. 최근 금융위원회의 시행령 및 감독 규정 개정을 보면 관리업무에 한정하여 수평겸직 제한을 부분적으로 완화하려는 시도가 엿보인다. 그럼에도 불구하고 금융그룹 전체의 유기적 시너지 창출에 필요한 임원겸직까지 사전 금지에 묶일 가능성이 있다. 예를 들어 그룹 전체의 위험관리를 담당하는 임원은 수평겸직을 통해서만 효율적으로 해당 업무를 수행할 수 있다.¹⁸⁹⁾ 금융지주회사 전체의 마케팅을 총괄하는 임원(marketing officer), 개인자산운용 업무를 관장하는 임원(wealth management officer) 등도 계열사 간 임원겸직이 선행해야 가능한 직책이다.

여전히 수평겸직의 상당 부분이 제한적이며 그 법규제 또한 열거주의 방식으로 지나치게 세세하다. 임원겸직으로 인해 발생할 수 있는 이해상충 문제와 상대적으로 규모가 큰 은행부문의 지배력 확장 가능성에 대한 현실적 우려를 반영하고 있다. 이에 국내 규제도, 업무나 직무를 세세히 나누어 수평겸직 여부를 명시할 것이 아니라 계열사 지배구조의 독립성 원칙을 천명하여 금융지주회사가 스스로 규제에 부합한 겸직체계를 설립하도록 유도할 필요가 있다. 지배구조의 독립성을 확보하여 부작용을 최소화하되 향후 금융지주회사 임원의 수평겸직 확대를 통해 시너지를 극대화 하는 방안을 모색할 때다.

189) 유럽의 은행구조개혁안은 위험관리임원(risk management officer)은 임원 겸직금지의 예외로 두고 있다(EC(2014), Article 13(8)). 최근 금융지주회사 감독규정 개정으로 국내에서도 위험관리임원의 수평겸직은 가능해졌다.

3) 정보공유 규제완화

미국 은행지주회사 계열사 간 정보공유는 정보의 종류에 따라 공유 방식이 다르다. 금융서비스를 신청하기 위한 개인신용정보(eligibility information 또는 application information)는 거부권 부여(opt-out) 방식을 통해 계열사 간 공유가 가능하다. 즉, 정보공유 사실을 해당 고객에게 통지하고 거부의사를 회신하지 않는 한 계속해서 해당 정보를 금융계열사 간 공유할 수 있다. 계열사를 통해 금융거래를 하면서 누적되는 금융정보(experience information 또는 transaction information)는 거부권을 통지할 필요도 없이 자유롭게 공유할 수 있다. 물론 개인의 민감한 사생활을 담은 정보는 반드시 사전동의(opt-in) 방식을 채택하여 고객에게 사전 통지한 후 승낙을 받지 못하면 공유할 수 없다.

유럽의 경우 영국은 자회사를 통한 금융투자업무 겸업을, 독일은 복합 금융회사 내부에서 직접 금융투자업무를 영위하는 사내겸업 전통이 있었다.¹⁹⁰⁾ 글로벌 금융위기 이후 예금수취업무 및 대출과 같은 핵심 은행업무와 고위험 증권투자업무를 한 기관에서 수행하지 못하도록 분리하는 링펜싱(ring-fencing) 방안이 도입되고 있다. 법인격의 분리에도 불구하고 정보공유의 원칙은 계속해서 유지될 것으로 전망한다. 만일 현행 데이터 보호지침(Data Protection Directive)이 그 최저 기준이 된다고 가정하면, 미국의 계열사 간 정보공유를 규정하는 FCRA와 큰 차이가 없을 것이다.

국내 금융지주회사법이 규정하는 계열사 간 정보공유 규제는 점차 강화되는 추세다. 최근 일련의 정보유출 사건을 통해 계열사의 정보공유가 정보유출의 주요인으로 거론되고 있다. 이로 인해 2014년 개정된 법령에서는 세세히 열거한 내부 경영관리 목적으로만 계열사 간 고객정보 공유가 가능하다. 또한 공유 시 해당 고객에게 공유 여부와 공유 내역을

190) 몇 차례 걸쳐 공표된 유럽 은행지침은 이 두 전통을 아우르는 겸업은행주의(universal banking)를 천명하였다.

통지할 것을 요구하고 있다. 공유한 정보라 하더라도 분리저장, 접근과 활용 제한, 보유기한 제한 및 용도폐기 등 여러 규제를 추가하였다. 해외법규제와 같이 정보의 민감성에 따라 등급을 매겨 고객동의의 방법을 차등화 하는 방안을 모색할 필요가 있다.

정보공유와 정보유출은 별개의 사안이다. 정보유출은 책임을 엄격히 묻고 기술적으로 개인정보가 유출되지 않도록 보완하는 것이 가장 중요하다. 계열사 사이의 정보공유는 복합금융상품에 대한 고객의 선호를 정확히 파악하여 금융소비자가 원하는 다양한 상품을 개발하고 추천하는 사회적 순기능이 있다. 금융지주회사의 시너지를 제고하기 위해 엄격한 보안정책 하에서 금융계열사 간 정보공유를 보다 자유롭게 허용해야 한다.

III 편. 증권업 규제 of 바람직한 방향

1. 머리말
2. 주요국의 증권업 규제
3. 우리나라의 증권업 규제
4. 증권업의 바람직한 규제개혁 방향

1. 머리말

자본시장에서 활동하는 증권업은 본질적으로 경쟁에 기반한 혁신을 추구해 왔다. 증권업자들의 활발한 경쟁 및 이에 바탕한 혁신에 힘입어 다양한 상품들이 쏟아져 나왔고, 그 결과 자본시장은 끊임없는 진화를 거듭해 올 수 있었던 것이다.

경쟁과 혁신이라는 증권업 고유의 속성은 적합한 규제가 수반될 때 비로소 발현될 수 있다. 증권산업에서 활발한 경쟁이 이루어지려면 진입과 퇴출이 용이해야 하며, 따라서 다른 권역과는 달리 진입규제와 재무건전성 규제는 상당히 완화된 수준이어야 한다. 업무범위 규제 역시 증권업 고유의 속성을 반영해야 한다. 혁신을 통해 끊임없이 상품을 개발해 나가는 입장에서, 업무범위에 대한 규제가 강할 경우 혁신에 제약이 발생할 수 있기 때문이다. 실제로 주요 선진국의 증권업 규제에는 증권업이 갖는 이러한 속성이 잘 투영되어 있다. 그러나 우리나라의 경우는 그동안의 규제완화 노력에도 불구하고, 여전히 증권업 고유의 속성에 배치되는 규제가 다수 존재하는 것으로 평가된다.

본고는 향후 우리나라 증권업 규제의 바람직한 방향을 도출하는 것을 목표로 한다. 이를 위해 주요 선진국 증권업 규제의 역사를 개관하고, 특히 지난 2008년 글로벌 금융위기 이후에 나타난 증권업 규제의 변화내용을 살펴본다. 이를 통해 시스템적으로 중요한 대형증권사 등 일부 영역을 제외하고는, 글로벌 금융위기 이후에도 증권업과 관련해서는 사실상 규제변화가 없었음을 확인한다. 이는 금융시스템에 부담을 주지 않는 한, 증권업자에 대해서는 역동성과 혁신성 추구를 위해 지속적으로 완화된 규제를 부과할 필요성이 있음을 시사한다. 본고에서는 글로벌 금융규제의 이러한 방향성을 염두에 두고, 국내외 규제격차 분석을 통해 증권업과 관련한 우리나라의 바람직한 규제개혁 방향과 주요 개혁과제

를 도출하고 있다. 주요 개혁과제로는 진입을 위한 물적요건 완화, 진입 단위 단순화, 재무건전성 규제완화 및 규모별 차등화, 장외증권업무 규제완화, 외환업무를 비롯한 부수업무의 포괄주의 전환 등이 있다.

본고의 구성은 다음과 같다. 이어지는 2장에서는 미국, 영국, EU 등 주요 선진국 증권업 규제의 역사를 개관하고, 아울러 글로벌 금융위기 이후 증권업 규제의 변화여부 및 변화내용을 점검한다. 3장에서는 우리나라의 증권업 규제를 진입규제, 재무건전성 규제, 업무범위 규제로 대별하여 살펴본다. 끝으로 4장에서는 우리나라와 글로벌 규제 간의 규제 격차를 확인하고, 이러한 격차분석에 바탕하여 우리나라 증권업 규제의 바람직한 방향성 및 주요 개혁과제를 도출한다.

2. 주요국의 증권업 규제

가. 개관: 연혁과 목적

현대 증권법상 증권업자에 대한 진입규제와 가장 유사한 규제의 효시는 영국의 1697년법이라 할 수 있다. 1697년법은 정부 차원에서 증권브로커와 자버(jobber)¹⁹¹⁾를 등록하게 하고,¹⁹²⁾ 그 수를 제한하는 규정과 시세조종(manipulation)과 같은 불공정행위(ill practice)를 규제하는 내용을 담고 있었다.¹⁹³⁾ 한편, 1720년 South Sea 회사 사건에 따른 최악의 버블이 터지자 영국정부는 Bubble Act of 1720을 제정하였다. Bubble Act는 증권업자에 대한 규제를 보충하여 투자자의 투기적 증권투자 자체를 규제하는 초기 형태의 증권규제였다.¹⁹⁴⁾ 이후 Companies Act of 1844의 제정을 통해 최초로 초기 형태의 투자설명서(prospectus) 규제를 도입함으로써 강제공시의 원칙을 규정하였다. 또한 Companies Act of

191) 자버는 일종의 시장조성자(market maker) 역할을 하던 영국의 증권업자를 말한다. 다만 당시에는 브로커와 자버의 기능이 분리되지는 않았다고 한다(Markham & Hazen(2013), §1:2).

192) 그러나 브로커와 자버의 등록의무 규제에도 불구하고, 자버들은 모두 면허를 취득한 반면 브로커들은 면허 없이 증권업을 영위하였기 때문에, 1707년부터 면허를 받은 증권업자에게는 표징으로서 해당 증권업자의 이름이 새겨진 은메달을 부여하기 시작했다. 또한 면허취득에 대한 공시 차원에서 매년 면허를 취득한 브로커 명단을 인쇄하여 거래소와 주변 유명 커피숍에 게시하도록 하였다. 그렇지만, 1870년에 제정된 London Broker's Relief Act에 따라 브로커에 대한 규제가 대폭 완화되었고, 결과적으로 증권거래소 외에서는 사실상 아무나 브로커가 될 수 있었다(Dos Passos(1882), 5면; Biddle & Biddle(1882), 40면).

193) Loss, Seligman & Paredes(2011); Hazen(2002); Markham & Hazen(2013), §1:2

194) Markham & Hazen(2013), §1:2

1867에 의해 투자설명서의 내용 자체에 대한 규제를 최초로 도입하였다.¹⁹⁵⁾

미국의 증권규제는 주(州)정부의 증권규제 즉, Blue Sky법¹⁹⁶⁾으로부터 시작한다. 미국 역사의 초창기인 영국 식민지 시대에는 사실상 브로커나 딜러 없이 거의 모든 상인이 금융서비스를 제공하고 있었다.¹⁹⁷⁾ 1776년 영국으로부터 독립 이후 1792년 3월 12일에 뉴욕의 Corre's Hotel에서 오늘날 뉴욕증권거래소의 기초가 된 증권업자(brokers)의 회합이 최초로 있었다. 그리고 동년 5월 17일 이른바, 양버즘나무협정(Buttonwood Tree Agreement)에 따라 브로커들에 의한 집중화된 증권 시장이 뉴욕에 들어서게 되었다.¹⁹⁸⁾ 1817년 7개의 증권회사와 3명의 개인브로커가 모여 New York Stock and Exchange Board를 만들고 Wall Street 40번지에 30종목의 주식을 거래하는 증권거래소를 열었다. 이처럼 미국 증권시장은 증권업자의 회합에 의한 시장형성과 거래소 등을 통한 진입 및 영업행위 등의 자율규제에 의해 움직이고 있었다. 당시 주정부의 개입은 투기를 방지하기 위한 공매도 금지 정도에 그친 것으로 보인다.¹⁹⁹⁾ 1911년 Kansas 주의 Blue Sky법이 채택됨에 따라 주 내에서의 증

195) Loss, Seligman & Paredes(2011)

196) Blue Sky법은 靑空法으로도 번역하는데, 이는 증권업자들을 방임하면 푸른 하늘도 구획을 나누어 팔 청공(파란하늘)상인(blue sky merchant)이란 말에서 유래한다. Kansas주는 당시 인민주의(populist) 철학의 본산(stronghold)이었는데, 당시 만연했던 증권사기를 방지하기 위해 1911년 州로서는 최초로 증권법을 제정하여 규제하였다. 이후 이를 따라 대부분의 주에서 주증권법(Blue Sky Statutes)을 제정하였다(Loss, Seligman & Paredes(2011)).

197) Markham & Hazen(2013), §1:3

198) 미국 최초의 증권거래소는 그보다 2년 앞선 1790년 필라델피아에서 브로커를 중심으로 설립되었다.

199) 1812년 뉴욕주는 입법으로 공매도를 금지하였고, 1858년 공매도 금지를 폐지하였다.

권매도를 위해서는 면허가 요구되었고, 이에 따라 본격적으로 업자에 대한 법적 규제가 시작되었다.²⁰⁰⁾ Blue Sky법의 채택 이전에는 거래소를 중심으로 한 영업행위 규제형태의 자율규제만 존재하였으며,²⁰¹⁾ 연방 차원의 규제는 부재한 상황이었다.

미국에서 연방 차원의 증권규제는 1933년 증권법(Securities Act)과 1934년 증권거래법(Securities Exchange Act)이 제정됨으로써 그 기틀이 마련되었다. 특히 1934년법에 의해 증권업자에 대한 연방정부 차원의 진입규제, 건전성 규제, 영업행위 규제 등 체계적인 업규제가 도입되었다. 1934년법이 담고 있는 증권업 규제의 모형과 철학은 오늘날 전세계 증권업 규제의 기초가 되었다. 그러나 연방 및 주정부 차원의 증권규제에도 불구하고, 자율규제에 의한 증권업 규제의 역사적 배경에 따라 여전히 규제의 많은 부분이 거래소 등을 중심으로 한 자율규제 영역에 맡겨져 있었다.²⁰²⁾ 미국에서는 지금도 상당 부분의 증권업 규제가 자율규제기관인 금융산업규제기구(Financial Industry Regulatory Authority, 이하 FINRA)를 통해 이루어진다.

증권업 규제는 증권업자의 부적절한 영업행위나 증권사기로부터 투자자를 보호하기 위해 도입된 제도이다. 은행업 규제 또한 예금자보호가 규제의 큰 틀 중 하나를 차지하고 있다는 점에서 유사한 측면이 있다.

200) 그러나 Blue Sky법에서도 오늘날과 같은 증권업자의 등록제는 Pennsylvania 주에서만 채택하고 있었고, 다른 주에서는 증권매도에 대한 면허를 요구하였다.

201) Markham & Hazen(2013), §2:1

202) 영국은 1997년 10월 FSA(Financial Services Authority)를 설립하면서부터 증권업 규제를 자율규제 대신 정부 차원의 규제 체계로 전환하였다. 기술한 바와 같이 영국은 1697년법의 제정으로 정부 차원의 증권업자 규제가 도입되었으나, 1870년 London Broker's Relief Act 이후 정부 규제가 사실상 유명무실해지면서 자율규제 형식의 규제가 대세를 이루다가 1997년 FSA의 설립으로 다시 강력한 정부 차원의 규제체계로 전환하였다.

그렇지만 증권업 규제를 은행업 규제와 비교할 경우 그 규제의 강도 면에서 증권업 규제가 훨씬 완화된 형태를 띠고 있다.²⁰³⁾ 은행은 시스템리스크 유발 영역이라는 점에서 매우 촘촘한 규제가 존재하는 반면, 증권업은 본질적으로 시스템리스크와는 거리가 있고, 그 특성상 업무의 다양성과 확장성이 중요하기 때문이다.

증권업의 이 같은 연혁적 배경과 특성은 증권업 규제에 대한 기본적인 접근법 내지 근본적인 철학이 은행업에 비해 보다 자유로운 환경에서 증권업을 영위하되, 증권업자의 건전한 영업행위를 유도함으로써 증권사거나 불공정행위로부터 투자자를 보호하기 위한 것에 있음을 보여준다. 즉, 증권업 규제는 투자자보호를 해치지 않는 범위 내에서, 금융혁신을 추구하고, 다양한 금융상품 및 서비스의 제공을 통한 효율성 추구가 가능하도록 설계되어 있다고 할 수 있다. 2008년 금융위기 이후에도 증권업 규제에 대한 철학과 증권업을 바라보는 시각의 본질적인 변화는 찾아보기 힘들다. 금융업의 상호연계와 거대화·복합화에 따라 나타날 수 있는 시스템리스크를 방지하기 위한 규제 강화 조치와 규제차익 내지 규제공백을 치유하기 위한 조치가 있었을 뿐, 증권업 자체에 대한 규제 철학의 근본적 변화가 있었다고 하기는 힘들기 때문이다.

나. 증권업 규제의 내용

이 절에서는 진입규제, 건전성 규제, 업무규제를 중심으로 미국과 EU 및 영국의 증권업 규제에 대한 내용을 소개한다. 영국의 증권규제는 EU 체제의 출범 이후 EU법의 영향 아래 있기 때문에 필요한 경우 EU의 규제와 같이 논의하기로 한다.

203) 은행업 규제와 증권업 규제의 상호 특성에 대해서는 Allen & Herring (2001)을 참고하라.

1) 진입규제

가) 미국

미국 증권거래위원회(U.S. Securities and Exchange Commission: SEC)는 브로커-딜러 등록(registration)규제를 증권업자 관련 규제 중 가장 핵심(keystone)적인 규제라고 보고 있다.²⁰⁴⁾ 이는 브로커-딜러의 SEC 등록을 통해 규제적 통제장치가 시작되기 때문이다. 진입규제로서의 브로커-딜러에 대한 면허제도는 증권업²⁰⁵⁾에 부적합한 자를 가려내고 규제적 통제장치를 부여함으로써 브로커-딜러 서비스를 제공하는 자에게 투자자보호와 관련된 규정을 적용하기 위한 것이다. 보다 구체적으로 브로커-딜러 등록제도가 가지는 기능은 다음의 여섯 가지로 요약할 수 있다.²⁰⁶⁾ 첫째, 브로커-딜러의 기본적 역량(basic competency)을 담보하는 역할을 한다. 둘째, 일반 대중에 대하여 브로커-딜러의 업무와 건실성(integrity)에 관한 정보제공 기능을 수행한다. 셋째, 브로커-딜러의 재무적 지급능력(solvency)을 증진(promote)하는 기능을 제공한다. 넷째, 브로커-딜러를 자율규제기관인 FINRA의 규율영역으로 포섭하여 간접규제의 영역에 있도록 한다. 다섯째, 브로커-딜러에게 일련의 신의성실의무(fiduciary duties)를 지게 한다. 여섯째, 브로커-딜러에게 시세조종금지 등의 사기금지(antifraud) 규정²⁰⁷⁾을 적용함으로써 시장의 신뢰를 도모한

204) Markham & Hazen(2012), §3:1. 그러나 정작 1934년법을 제정한 미의회는 브로커-딜러 등록제도의 목적을 뚜렷하게 밝힌 바 없다(Lipton(2013), §1:3).

205) 미국에서 광의의 증권업은 증권법(securities laws)의 적용을 받는 업을 의미하며, 이에는 투자자문업자법(Investment Advisors Act of 1940), 투자회사법(Investment Company Act of 1940)도 포함되나, 일반적으로 증권업이라 함은 1934년법에 따른 브로커-딜러업을 의미한다. 브로커는 우리 자본시장법의 투자중개업자 개념에, 딜러는 투자매매업자 개념에 해당한다.

206) Lipton(2013), §1:3

다.

미국의 증권업자에 대한 진입규제는 '브로커-딜러' 단일 등록제에 의하며 별도의 법적 진입단위는 없다. 그러나 후술하는 바와 같이 영위업무의 특성에 따라 물적요건이 다르기 때문에 실질적인 측면에서는 단일 등록제에도 불구하고 복수의 진입단위를 두고 있다고도 할 수 있다. 예컨대 A라는 업무를 영위하기 위해 등록한 증권업자가 이후 B라는 업무를 영위하기 위해서는 B업무에 요구되는 진입자본을 갖추어 등록 변경 신청을 해야 하기 때문에 세분화된 진입단위를 두고 있는 우리나라의 진입규제와 기능적인 측면에서 유사하다고 평가할 수 있다. 그러나 상품의 종류나 투자자의 종류에 따라 진입단위를 세분하지 않고, 업무특성에 따른 물적요건의 종류 또한 상대적으로 매우 단순하다는 점에서 우리나라와 큰 차이가 있다는 점을 주의하여야 한다. 한편, SEC 등록은 'Form BD'에 의하며, SEC 등록브로커-딜러는 FINRA의 등록이 사실상 강제되어 있다.²⁰⁸⁾ 즉, 미국의 브로커-딜러의 진입규제는 SEC단계와 FINRA단계로 이원화 되어 있는 구조이다.²⁰⁹⁾

1934년법은 구체적인 진입요건의 제시 없이 등록의무만 규정한다. 브로커-딜러의 등록에 관한 SEC의 규칙인 Rule 15b1-1 또한 Form BD에 따라 CRD(Central Registration Depository)시스템을 통해서 신청하라는 내용만 규정하고 있을 뿐이다.²¹⁰⁾ Form BD에서는 직접적으로 재무적

207) 1934년법 제15조 c항 참조

208) 1934년법 제15조 b항 8호 참조. Rule 15b9-1에 따라 (1) 전국거래소의 회원이고, (2) 고객계좌를 가지고 있지 않으면서 (3) 자신이 회원인 거래소에서의 거래를 제외한 거래의 연간 총수익이 1천달러를 넘지 않는 브로커만 FINRA 등록이 면제되기 때문에 사실상 거의 모든 브로커-딜러는 FINRA 등록이 강제되어 있다고 할 수 있다.

209) FINRA 단계의 진입규제는 NASD Rule 1010에 상세하게 규정되어 있다.

210) 실무상 Form BD는 FINRA가 관리하는 CRD에서 전자적 방식을 통해 제출되며(최초의 신청 시에는 서면의 신청서도 같이 CRD시스템에 제출하

상황에 대한 내용을 요구하고 있지 않으며, 브로커-딜러에 대한 진입자본 규제는 순자본규칙(Net Capital Rules; Rule 15c3-1)에서 정한 최소 순자본과 동일하다. 진입자본은 영위업무에 따라 차등화된 (최소) 자기 자본이 요구되는데,²¹¹⁾ 최소 5천달러에서 최대 150만달러 수준이다. 일반적으로, 고객을 보유하거나 고객을 위해 자금이나 증권을 처리하여 보유하는 브로커-딜러에게 25만달러의 진입자본이 요구된다. 그 외, 프라임 브로커(prime broker) 업무는 150만달러, 시장조성자(market maker) 업무²¹²⁾가 1백만달러 정도로 물적요건이 매우 낮다. 한편 상품선물거래중개업자(Futures Commission Merchant, 이하 FCM)에게는 통상 1백만달러의 진입자본이 요구된다.

Form BD에 의한 등록신청 시, 브로커-딜러는 업무의 성격(nature), 임원, 관계자, 범죄기록 등에 대한 내용을 기재하게 된다. Form BD 외에도 1934년법 §15(b)(7)은 브로커-딜러에게 운영능력(operational capability)과 브로커-딜러 및 개인인 관계인(associated persons)이 경험, 능력 등 SEC가 요구하는 기준에 부합할 것을 요구한다. 그러나 미국은 자율규제시스템에 구체적인 진입규제를 맡기고 있기 때문에,²¹³⁾ 법이나

여야 함), 사실상의 실질적 심사도 SEC가 아닌 FINRA에 의해 진행된다 고 할 수 있다. Form BD는 SEC의 다음 링크에서 입수할 수 있다 (<http://www.sec.gov/about/forms/formbd.pdf>).

- 211) Form BD의 12번 항목에서는 신청인의 종사업무를 체크하도록 하고 있기 때문에 이를 통해 필요한 자기자본을 요구하는 것으로 보인다. 참고로, 12번 항목은 25개 유형의 업무를 나열하고, 그 외의 업무에 대해서는 별도로 기술하도록 하고 있는데, 외환업무 등 부수업무 등이 이에 해당한다고 할 수 있다.
- 212) 시장조성자(market maker)에게는 자신이 시장조성하는 증권당 2,500달러의 자기자본이 요구되며, 최대 총 1백만달러와 NCR규칙에서 요구하는 자기자본 중 큰 금액을 필요로 한다. 예컨대, 200 종목을 시장조성하는 증권업자는 50만달러(200×2,500달러)의 자기자본이 요구되는데, 고객을 갖는 일반 증권업자에게 요구되는 25만달러와 비교하면 50만달러가 더 큰 금액이므로 50만달러가 자기자본으로 요구되는 것이다.

규칙에서 사전적으로 세세한 요건을 규정하지 않는다. 이에 따라 신청자의 대주주나 임원 등의 과거 범죄기록, 업무역량의 확인 등 인적심사를 중심으로 진입을 규제하고, 진입 후 자율규제기관을 통한 사후적 통제에 초점이 맞추어져 있다.

증권업자의 진입규제는 1934년법과 SEC규칙 모두 매우 느슨한 방식으로 원칙적인 사항만 규정하고 있다. 2008년 금융위기 이후에도 증권업자의 진입규제에 대한 변화는 없다.²¹⁴⁾

요컨대, 미국의 진입규제는 진입단위가 매우 단순하고, 물적요건 또한 상대적으로 낮다. 규제의 서술방식도 연방정부 차원에서는 원칙적인 규정만 기술하고, 세부사항은 자율규제에 맡기고 있다.

나) 영국

영국은 2000년에 제정된 Financial Services and Markets Act 2000(이하 FSMA)에 따라 은행, 증권, 보험 등의 모든 금융업과 금융시장을 통합하여 규제한다.²¹⁵⁾ 금융업자의 진입규제에 있어서도 단일인가(single

213) SEC 등록이 완료된 경우에만 FINRA 등의 자율규제기관에 등록이 가능하기 때문에, 실질적인 진입규제의 심사는 FINRA가 하지만 법적으로 절차적인 심사는 SEC가 우선한다고 평가할 수 있다.

214) 다만, 장외파생상품을 취급하는 브로커-딜러에 대한 진입자본은 대폭 증액되었다. 상세한 내용은 V편을 참고하라.

215) 영국은 FSMA의 시행과 더불어 종래의 업권별 규제를 FSA에 의한 단일 통합규제로 전환하고, 기존의 자율규제에 의한 금융규제 권한을 독립된 준국가기관인 FSA에 의한 규제로 통일하였다. 2008년 금융위기 이후 통합감독기구체제가 갖는 단점을 극복하고자 Financial Services Act 2012에 따라 2013년 4월 1일부터 FSA를 다시 영업행위 감독을 담당하는 Financial Conduct Authority(FCA)와 거시건전성 감독을 담당하는 Prudential Regulation Authority(PRA) 두 체제로 분리하여, 이른바, ‘쌍봉(twin peak)형’ 감독시스템을 시행하고 있다.

authorisation)주의를 채택하고 있다. 따라서 증권업자만을 분리하여 진입 규제의 목적을 설명하기는 쉽지 않다. 또한 영국은 유럽연합(EU)법의 영향 아래 있다. 금융부문에서는 EU의 금융시장통합계획에 따라 EU 차원의 상당한 지침(Directive)²¹⁶과 규정(Regulation)²¹⁷이 존재하여, FSMA와 FCA 및 PRA의 규정집이라 할 수 있는 핸드북(Handbook)은 사실상 이러한 EU법을 반영하는 성격이 강하다. 그러나 영국의 증권업에 대한 진입규제 목적 또한 미국과 같이 투자자보호와 자본시장의 신뢰성을 확보함으로써 건전한 시장발전을 위해 부적합한 증권업자를 가려내고 인가제도를 통해 각종 규제를 가할 수 있는 기초를 마련하기 위한 것이라 할 수 있다.

연혁적으로, 영국의 현대 증권규제 또한 미국과 마찬가지로 증권업자의 규제로부터 시작한다. 1937년 7월에 작성된 Bodkin보고서는 상당수의 증권사기 사건에 대응하기 위해 거래소 회원을 제외한 모든 증권업자를 공적기구에 등록할 것을 제안하고,²¹⁸ 처음으로 등록증권업자에 대해 영업행위규칙의 준수를 제안하였다.²¹⁹ 이후 1984년에 발간된 Gower 보고서는 자율규제에 기초한 규제 구조를 정부의 감독을 받는 제정법적

216) 지침은 각국에서 지침에 따라 입법행위에 의해 시행하게 함으로써 법적 조화를 꾀하는 기능을 담당한다. 입법지침의 줄임말로 보면 된다.

217) 규정은 지침과 달리 회원국의 입법행위 없이도, 그 자체로서 각 회원국에 효력을 가지는 유럽법의 하나이다. 입법의 조화보다는 통일의 필요성이 클 경우 규정의 형식을 취한다. 이를 규칙으로 번역하는 경우도 있으나 이 글에서는 규정으로 번역한다. 금융 분야의 대표적인 규정의 예로는 필요자본규정(Capital Requirements Regulation)과 유럽시장인프라규정(European Market Infrastructure Regulation)을 들 수 있다.

218) Bodkin보고서보다 1년 앞선 1936년 7월의 Anderson보고서는 단위신탁운용자(unit trust manager)의 등록을 제안한 바 있다. 이 보고서는 단위신탁과 관련된 오도된 광고와 불완전판매(mis-selling)에 대응하기 위한 검토가 주목적이었다(Blair, Walker & Purves(2009)).

219) Blair, Walker & Purves(2009), para 12.09.

구조로 바꿀 것을 제안했다. 또한, 모든 금융투자업자에게 면허를 요구하는 방식으로 전환하되, 자율규제기관의 회원이 되는 것으로 면허취득을 인정하는 방식을 취하거나 관련 정부기관을 통해 면허를 직접 취득하는 방안을 제시하였다. Gower보고서에 따라 Financial Services Act of 1986(이하 FSA 1986)이 제정되었고, FSA 1986은 진입규제에 대해 자율규제기관에 의존하되, 자율규제기관이 정부의 법적 기관인 Securities Investment Board의 규제를 받을 수 있도록 두 단계의 간접규제방식을 취하였다. 그러나 1997년 5월 노동당 정권은 자율규제에 기초한 FSA 1986 시스템은 실패했다고 보았다. 업권별 감독체계는 금융투자업자에게 부담이 됨은 물론 비효율적이라고 판단하여, 단일의 제정법적 '슈퍼-규제기관'인 FSA의 설립을 도모한 것이다. 이에 따라 FSMA 2000이 제정되었고, 진입과 관련해서도 자율규제기관의 개입을 배제하고 그 절차를 신설된 감독기관인 FSA로 통일하는 등 인가절차를 개편하였다.²²⁰⁾

영국의 금융업자에 대한 규제는 규제대상행위에 대한 전면적 금지와 인가제도로부터 시작한다(FSMA 제19조). 규제대상행위는 FSMA 2000 Schedule 2와 이를 보충하는 명령(FSMA 2000 (Regulated Activities) Order 2001, 이하 '규제대상행위명령')에서 상세히 규정하고 있다. 이 중 증권업과 관련한 규제대상행위로는 투자매매업과 유사한 dealing in investments 행위와 투자중개업과 유사한 arranging deals in investments 행위를 들 수 있다. FSMA에 따르면, 하나 이상의 개별 규제대상행위에 대해 허가(permission)를 받은 경우 인가를 받은 것이기 때문에(FSMA 제31조) 인가라는 용어와 허가라는 용어의 실질적인 차이는 없다. 따라서 증권업과 관련한 세부 진입단위는 허가 대상인 증권업 관련 규제대상행위라고 할 수 있으며, 위에서 언급한 투자매매업과 투자중개업이 가장 유사한 진입단위이다.²²¹⁾ 이런 점에서 영국의 진입단위

220) Blair, Walker & Purves(2009); Perry(2001)

221) 물론 투자자문(investment advice)도 규제대상행위이기 때문에 이도 증권

또한 매우 단순하다고 할 수 있다.²²²⁾

허가신청(FSMA 제40조 및 제51조)이 있는 경우 규제당국(FCA/PRA)은 신청자가 FSMA 2000 Schedule 6에 규정된 최소요건(threshold conditions)을 만족하는가를 심사하여 허가하게 된다. 그런데 이 최소요건은 추상적이고 원칙 중심의 규정이기 때문에 규제당국에 상당한 재량권이 주어져 있다.²²³⁾ 최소요건의 항목은 법적 지위, 사무소의 위치, 관련자(close links), 적절한 자원 및 적합성이다. 이에 대해서는 FCA/PRA 핸드북 COND(threshold condition)와 FIT(fit and proper test for approved persons)에서 보다 상세한 지침(guidance)을 제공하고 있다. 규제당국은 신청자의 규제 감수력, 영업모델, 신청자가 영위하고자 하는 사업의 크기, 성격, 규모 및 복잡성 정도 등을 감안하여 최소요건의 만족 여부를 결정한다.

재원의 적정성과 관련하여 재원은 자기자본과 같은 재무적 자원과 인적 자원, 전산시스템과 같은 비재무적 자원으로 구분되는데, 원칙규정의 특성상 이에 대한 구체적인 기준은 없다. 다만, 건전성 규제로서 증권업자는 최소자기자본을 유지해야 하므로 IFPRU(prudential sourcebook for investment firms)에서 규정하는 자기자본이 진입자본으로 요구된다고 할 수 있다. IFPRU는 EU 관련 규정²²⁴⁾의 예에 따라 자기자본을 기

업에 포함할 수 있다.

222) 한편, FSMA는 ‘단일’ 인가제를 채택하고 있기 때문에 예컨대 투자중개업을 영위하던 업자가 투자매매업을 추가하려는 경우 새로운 허가신청을 하는 것이 아니라 기존 허가에 대한 변경을 신청하는 형식을 취한다(FSMA 제44조).

223) 참고로, 영국의 진입규제가 원칙 중심이기 때문에 진입규제의 구체적인 요건을 열거하는 우리의 경우보다 느슨하다고 평가할 수 없으며, 경우에 따라 우리나라보다 엄격할 수도 있다는 점을 유념할 필요가 있다.

224) 필요자본지침(Capital Requirements Directive) 제28조 및 제29조를 말한다. 필요자본지침은 1993년에 제정된 적정자본지침(Capital Adequacy Directive)을 대체하는 지침이며, 2006년에 제정되었다. 필요자본지침의 목적은 BASEL

준으로 IFPRU 730K투자회사, IFPRU 125K투자회사, IFPRU 50K투자회사, 집합포트폴리오운용투자회사로 분류하고,²²⁵⁾ 각각 73만유로, 12만 5천유로, 5만유로, 12만 5천유로의 자기자본(최소자본, base capital)을 요구한다. 이처럼, 영국에서도 진입자본의 유형이 매우 단순할 뿐만 아니라 물적요건 또한 매우 낮다. 진입자본의 규모에 따른 각 회사들의 업무영역을 요약하면 <표 III-1>과 같다.

<표 III-1> 자기자본에 따른 업무영역범위

	50K	125K	730K	집합포트폴리오 운용투자회사
고유계정트레이딩	x	x	o	x
총액인수	x	x	o	x
다중거래시설 운영	x	x	o	x
집합투자회사	x	x	x	o(집합투자)
고객 자금·증권의 보관	x	o	o	x
주문의 수령·전송·집행	o	o	o	o
개별투자포트폴리오관리	o	o	o	o

규정을 EU에서 시행하기 위한 것이며, 현재 BASEL III의 시행을 위한 CRD IV가 2014년 1월 1일부터 시행되었다.

225) 자기자본에 따른 증권업자의 분류 외에, 영국은 EU의 필요자본규정(Capital Requirements Regulation) 제95조 및 제96조에서 규정하는 업무범위에 따라 IFPRU종합투자회사(full scope IFPRU investment firm), IFPRU제한면허회사(IFPRU limited licence firm), IFPRU제한행위회사(IFPRU limited activity firm)로도 분류한다. 참고로, CRR은 신용제공금융기관(credit institution)과 금융투자회사의 건전성(prudential) 요건을 정하는 규정이다.

요컨대, 영국의 경우도 미국과 같이 진입단위가 매우 단순하고 증권업의 특성을 반영하여 물적요건도 매우 낮다는 특징을 가진다. 영국의 진입규제는 영국 금융법규제의 전체적 특징인 원칙 중심 규제방식으로 서술되어 있다. 한편, 미국과 같이 영국의 진입규제 또한 금융위기 이후에도 변화가 없다.

다) EU

EU 증권업 규제의 목적은 시장실패, 정보비대칭성, 담합, 비효율적 자원배분을 시정함으로써 미시적으로는 개별 투자자보호, 거시적으로는 투자자신뢰와 시장 효율성 및 시스템안정성 제고라는 금융정책의 추구에 있다.²²⁶⁾

현행적으로, EU 차원의 증권규제는 본격적으로 1993년에 제정된 금융투자업지침(Investment Services Directive, 이하 ISD)부터 시작되었다. 그 이전에도 승인지침(1979), 정보지침(1980), 반기보고서지침(1982), 투자설명서지침(1989), 내부자거래지침(1989) 등이 있었지만,²²⁷⁾ 이들은 모두 유럽국가간의 거래가 아닌 회원국 자체 내에서의 투자활동에 대한 규정들이었다.²²⁸⁾ 1996년부터 시행된 ISD에 따라 EU 최초로 모국에서의 인가취득과 EU회원국 간 그 인가의 상호인정제도(passport regime)가 도입됨으로써 EU 차원의 통일된 진입규제의 틀이 놓이게 되었다. 현행 금

226) Moloney(2008). EU의 증권업 진입규제도 바로 이러한 금융정책의 관점에서 부적합한(sub-optimal)한 증권업자의 진입을 방지함으로써 투자자에게 신뢰성을 줄 수 있는 일종의 시그널로서의 기능을 하고, 증권업자의 건전성(soundness)을 강화하는 역할을 한다. 또한 감독기구의 입장에서는 시장안정과 투자자보호를 꾀할 수 있도록 증권업자를 통제하는 수단을 제공한다.

227) ISD의 내용과 그 이전의 EU지침들에 대한 소개로는 Warren(1994), 187면 이하를 참고하라.

228) Smith(2000)

금융상품투자지침(Markets in Financial Instruments Directive, 이하 MiFID) 차원의 진입규제에 대한 전체적인 구조도 ISD와 상당히 유사하다.

MiFID에 따른 진입규제²²⁹⁾는 경영진, 기관구조, 진입자본, 적격주주 등과 같이 ISD와 유사한 구조로 규정되어 있다. 진입규제를 실행하는 자는 인가권을 가진 금융투자회사(investment firms)의 모국(home state)이다. 모국의 개념은 자연인의 경우에는 주영업소(head office)가 소재하는 곳, 법인의 경우에는 등록사무소(registered office)가 소재하는 곳을 말하며, 등록사무소가 없는 경우에는 본점이 소재하는 곳을 말한다(제4조 1항 20호).²³⁰⁾

우선, 인가 대상자와 관련하여, 국제적 활동 여부 혹은 타회원국 지점 설립 여부와 상관없이, EU 역내에서 금융투자업(investment services)에 종사하고자 하는 모든 자는 인가를 받아야 한다. 여기서 금융투자업이란 MiFID II Annex I Section A에서 규정하는 아홉 가지 업무²³¹⁾를 말한다.

EU법 차원에서의 진입단위는 금융투자업(investment services) 하나 뿐이나, 세부 영위업무의 범위에 따라 세 가지 유형(73만, 12.5만, 5천유로)의 진입자본을 요구하기 때문에 우리법의 시각에서 보면 실질적으로 세 가지 진입단위가 있다고 볼 수 있다. 그렇지만, 이렇게 볼 경우에도 진입단위가 매우 단순하다는 것을 알 수 있다.

229) 인가의 조건과 절차는 MiFID 제5조~제13조에서 규정하고 있다.

230) 등록사무소가 소재한 지역에 본점이 소재하도록 규제하는 것은 법인이 규제차익을 위해 규제가 보다 느슨한 국가에 사서함주소(letter box)를 만들고 이를 등록사무소로 이용하는 것을 막기 위함이다(제5조 4항).

231) 아홉 가지 업무는 다음과 같다: (1) 하나 이상의 금융투자상품과 관련한 주문의 수령 및 전달 업무, (2) 고객을 위한 주문의 집행, (3) 고유계정트레이딩, (4) 자산운용(portfolio management), (5) 투자자문, (6) 금융투자상품의 인수 및/또는 총액인수방식에 의한 공모(placing), (7) 총액인수 이외의 방식에 의한 공모(placing), (8) MTF(Multilateral Trading Facility) 운영, (9) OTF(Organized Trading Facility) 운영.

인가신청자는 ISD에서의 요건과 같이 두 명 이상의 경영자를 갖추어야 하고,²³²⁾ 경영진은 인가대상인 금융투자회사를 건전하게 경영할 수 있을 만큼 상당한 평판과 경험이 있는 자이어야 한다. 충분한 평판과 경험의 기준에 대해서는 MiFID 시행지침 제6조와 제9조에서 간접적으로 규정하고 있다. 진입자본은 필요자본지침에서 규정하는 바에 따르며 (MiFID II 제15조), 증권업자는 영국의 증권업 규제에서 논의한 바와 같이 영위업무의 범위에 따라 73만유로, 12만 5천유로, 5만유로의 진입자본이 필요하다. 즉, EU 증권규제법상 증권업자의 물적요건도 매우 낮게 규정되어 있다.

요컨대, EU의 증권업 규제에서도 증권업자에 대한 진입규제와 관련하여 단순한 진입단위, 낮은 물적요건이라는 공통된 특징을 발견할 수 있다. 진입규제의 목적은 미국 및 영국과 유사하나, 진입규제에 대한 보다 상세한 원칙과 내용을 EU법 단계에서 규정하고 있다는 점에서 차이가 있다. 그러나 원칙 중심 규제라는 점에서는 차이가 없다. 한편, 금융위기 이후에도 증권업자의 진입규제에 대한 변화는 없다.

라) 소결

미국과 EU 및 영국의 증권업 진입규제는 부적합한 증권업자를 가려내어 투자자를 보호하고 자본시장의 신뢰성을 확보하기 위한 것이다. 진입규제는 증권업자에게 각종 규제를 가할 수 있는 기초가 되기 때문에 모든 증권업 규제의 시발점이라 할 수 있다.

해외 증권업 진입규제는 업무다양성과 위험인수를 통한 모험자본 제공, 금융혁신 추구라는 증권업의 특성을 잘 반영하고 있다. 이에 따라 진입단위는 매우 단순하며, 진입자본의 수준 또한 낮다. 그리고 진입규

232) 이를 four-eyes principle이라고 한다.

제의 목적이 부적합한 증권업자의 진입 차단에 있기 때문에 규제의 중점은 인적 심사에 있다는 것을 확인할 수 있다. 한편, 금융위기 이후에도 이러한 증권업 진입규제에 대한 규제철폐와 세부 규정에는 사실상 변화가 없다.

2) 건전성 규제

가) 미국

미국의 건전성 규제는 순자본비율(Net Capital Rule, 이하 NCR) 규제로서, 그 근원은 예금자보호를 위해 도입된 은행의 지준율이나 채권자 보호를 위한 주식회사의 자본금제도에서 찾는다.²³³⁾ 그러나 미국 증권규제 역사상 최초의 NCR규제는 1921년 뉴욕증권거래소가 회원에게 업무 영위를 위해 총자산 대비 10%의 최소자본비율을 요구하면서부터 시작되었다.²³⁴⁾ 뉴욕증권거래소의 회원에 대한 NCR규제에 따라 회원의 도산이 급격하게 줄게 되었고, 특히 1929년 증권시장의 대폭락에도 불구하고 뉴욕증권거래소 회원의 도산은 많지 않아 NCR규제의 유용성이 어느 정도 입증되었다. 이에 연방의회는 1934년법상 유사한 제도의 도입을 결정하였다. 1934년법 제정 당시의 의회청문회 기록에 따르면 “브로커는 고객에 대한 채무와 그 밖의 요구에 대응하기 위해 항상 일정량의 즉시 현금화가 가능한 자원(immediate resources)이 필요하다”는 발언이 있다.²³⁵⁾ 즉, 입법자는 NCR규제를 증권회사의 도산방지를 위한 규제(solvency rule)가 아니라 유동성 규제(liquidity rule)로 파악하였으며, 현재 SEC와 학자들도 이 견해를 취하고 있다.²³⁶⁾

233) Markham & Hazen(2013), §4:2 및 FN1 참조

234) Ibid; Dale(1996), 60면

235) Markham & Hazen(2013), §4:2

236) Ibid; Loss, Seligman & Paredes(2011), 1197면 참조

한편, 1967년~1970년 사이의 이른바 ‘증권사무위기(paperwork crisis)’로 인한 결제실패와 여기에서 파생된 주가폭락과 증권업자의 도산은 NCR규제 변화의 계기가 되었다. 먼저 1969년 1월 순자본비율이 120% 미만이 될 경우 이 사실을 SEC에 통지하도록 early warning규제²³⁷⁾ (Rule 17a-11)가 추가되었다. 또한 증권사무위기의 여파로 뉴욕증권거래소 회원인 브로커-딜러도 12개사나 도산에 이르게 됨에 따라 1975년부터 ‘모든’ 브로커-딜러에게 NCR규제를 적용하게 되었다.²³⁸⁾

최소 순자본(net capital)의 산정방식에는 표준방식과 대체방식이 있으며, 대체방식은 SEC의 승인을 요한다. 중대형 브로커-딜러의 경우 대부분 대체방식을 사용하고, 소형 브로커-딜러의 경우 표준방식에 의한다. 표준방식의 경우 총부채액이 순자본의 1,500%를 넘지 않거나, 순자본을 SEC가 업무범위에 따라 정한 최소 순자본보다 높게 유지해야 한다. 이를 식으로 나타내면, ‘순자본 > Max [최소 순자본, 총부채의 6.67%]’로 정리할 수 있다. 업무범위에 따라 정한 최소 순자본은 진입규제에서 기술한 바와 같이 고객계좌를 관리하는 일반적인 증권업자 25만달러, 마켓메이커 1백만달러, 프라임브로커 150만달러 등 최소 5천달러에서 최대 150만달러 수준이다. 대체방식의 경우 SEC Rule 15c3-3이 규정하는 준비금공식(reserve formula)에 포함될 수 있는 총부채액의 2%와 25만달러 중 큰 금액을 최소 순자본으로 하는 산정방식이다. 대고객 업무를 영위하는 대부분의 브로커-딜러는 대체방식을 채택하고 있으며, 25만달러를 초과하는 순자본을 보유하고 있다.

순자본은 브로커-딜러의 순자산(net worth)²³⁹⁾에서 즉시 현금화가 불

237) 이는 우리나라 금융투자업규정상의 적기시정조치로 볼 수 있다.

238) NCR규칙을 통일순자본규칙(Uniform Net Capital Rule)이라고 부르는 이유는 1975년부터 모든 브로커-딜러에 대해 적용되었기 때문이다.

239) 일반적으로 순자산은 일반회계원칙(Generally Accepted Accounting Principles: GAAP)에 따라 계산된다(SEC Rule 15c3-1(c)(2)/01).

가능한 자산, 회수불능의 무담보 미수채권을 공제하고, 다시 보유 유가증권, 옵션 등 금융상품의 시장가치에서 일정 평가손인정비율(haircut)을 곱해서 나온 금액을 공제한 금액을 의미한다. 순자본 산정 시, 순자산에서 무보증 대출이나 미수채권 등 현금화가 어려운 자산과 시장성이 없는 자산을 전액 차감하는 등 비유동자산에 대한 기준을 다른 국가보다 엄격하게 설정함으로써 유동성 규제로서의 성격을 보다 뚜렷이 하고 있다.

적기시정조치(early warning)로서, 표준방식을 사용하는 브로커-딜러는 총부채비율이 순자본의 1,200%를 초과하거나 순자본이 최소 순자본의 120%보다 작은 경우, 대체방식을 사용하는 브로커-딜러는 순자본이 준비금공식에 따라 산정된 총부채의 5% 이하가 될 경우, 24시간 내에 SEC 및 자율규제기관에 이를 보고할 의무가 있다. 최초 보고 후 브로커-딜러는 해당 보고일부터 NCR 상황을 주기적으로 보고해야 하고 3개월 내에 이를 시정하여야 한다(Rule 17a-11).²⁴⁰⁾ SEC 또는 FINRA는 보고의무 위반 시 징계, 과징금, 영업정지 등의 제재조치를 가할 수 있다.²⁴¹⁾

건전성 규제는 미국 증권업 규제에서 금융위기 이후 큰 변화를 보이는 부문이다. 도드·프랭크법 제618조에 따라 증권지주회사(securities holding companies)라는 용어가 도입되었고,²⁴²⁾ 연방준비위원회의 감독을 받게 되는 증권지주회사는 자기자본 및 위험관리와 관련하여 연방준비위원회가 제정하는²⁴³⁾ 적정 자기자본 및 그 밖의 위험관리규정을 따

240) 1993년 이전에는 From X-17A-5의 Part II A 양식에 의해 매월 보고하도록 되어 있었으나, 1993년부터 이러한 보고의무는 삭제되었다(Markham & Hazen(2013), §4:39).

241) Ibid., §4:39 & §4:40 참조

242) 증권지주회사라는 용어는 종래의 투자은행지주회사(investment bank holding company)라는 용어를 대체하는 것으로, 연방준비위원회에 등록된 증권지주회사를 '피감(supervised) 증권지주회사'로 분류하여 연방준비위원회의 감독을 받도록 하고 있다.

243) 2013년 9월 통화감독청(OCC), 재무부 및 연방준비위원회는 공동으로 이

라야 한다.²⁴⁴⁾ 특히 동조 (d)항은 자본 및 위험 관리와 관련하여 증권지주회사의 업무나 규모 등에 따라 차별화된 자본적정성 및 위험관리 규정을 적용할 수 있도록 하여, 대형 증권지주회사에 대한 보다 엄격한 기준을 마련하고 있다. 한편, 도드·프랭크법 제171조는 최소레버리지 및 최소위험가중자본의 기준을 규정하고, 이를 연방준비위원회의 감독을 받게 되는 비은행금융회사(nonbank financial companies)에 대해서도 적용한다. 특히 동조 (b)항 7호는 시스템리스크를 초래하는 행위에 대해 별도의 자본요건을 규정하도록 요구함으로써 대형 금융기관에 대한 감독 강화를 시사한다. 이에 따라 대형증권사는 연방준비위원회의 감독 하에서 시스템적으로 중요한 다른 대형은행과 유사한 자기자본규제를 받게 되었다.

이상의 논의를 요약하면, 미국의 증권회사에 대한 건전성 규제는 증권회사의 유동성 규제에 초점이 맞추어져 있다고 할 수 있다. 금융위기 이후에도 이러한 건전성 규제의 철학에는 근본적인 변화가 없다. 다만, 금융위기 이후 시스템리스크를 유발할 수 있는 대형증권사에 대해서는 은행과 유사한 수준의 건전성 규제가 도입되었다는 점을 주목할 필요가 있다. 건전성 규제의 기술방식은 규제의 특성상 규칙 중심이다.

나) EU와 영국

EU의 증권업자에 대한 건전성 규제는 금융기관에 대한 통합건전성 규제지침인 1993년 자본적정성지침(Capital Adequacy Directive, 이하 CAD)에 기초를 두고 있다. 자본적정성지침은 1998년 한차례 개정을 거친 후, 2006년 신BIS협약인 바젤II의 내용을 반영한 필요자본지침(CRD)

와 관련된 규칙을 제정하였다. 이에 대하여는 78 FR 62018(October 11, 2013)을 참고하라.

244) 이에 대한 소개는 장정모·송홍선·권세훈·한상범(2011), 47~51면 참조

으로 대체되었다.²⁴⁵⁾ CRD의 목적은 금융회사로 하여금 최소자본재원을 확보하도록 함으로써, 금융회사의 파산 또는 채무불이행으로부터 예금자와 투자자를 보호하고 금융회사의 재무건전성을 확보하는 데 있다.²⁴⁶⁾ CRD는 EU 역내 금융회사의 겸업주의를 반영한 것이므로, 은행과 증권 회사에 대해서도 원칙적으로는 동일한 틀이 적용된다. 영국의 현행 건전성 규제도 CRD의 구조에 따라 설계되었고, 최근 CRD IV를 반영하였다. CRD IV는 바젤III를 시행하기 위한 것으로서 금융위기 이후 상대방위험에 대한 새로운 규칙을 추가하였다. 특히, 시스템적으로 중요한 금융기관에 대한 적정 위험수준과 감독방안, 유동성비율 규제 및 경기순응적 완충자본(buffer)의 도입 등 새로운 거시건전성 기준을 규정한다.

CRD는 EU 역내 건전성 규제의 조화를 목적으로 은행을 적용대상으로 하는 바젤II를 투자은행, 보험회사 등 비은행금융회사에게도 확대 적용하는 것이다. 따라서 근본적 구조는 바젤II와 같이 Pillar I, II, III의 형식을 따른다.²⁴⁷⁾ 영국의 금융기관 건전성 규제도 CRD의 구조와 같다. 우선 Pillar I에 해당하는 자기자본비율 산정방식에 따라 모든 금융회사는 기본적으로 재무재원을 규제당국(FCA와 PRA)이 정한 최소필요자본(capital resource requirements) 이상으로 유지해야 한다. 이를 식으로 나타내면 '재무재원 - max[최소자본(base capital), 필요자본] ≥ 0'으로 정리할 수 있다. 즉, 금융기관은 최소자본과 필요자본으로 구성되는 최

245) 필요자본지침은 이후 2009년, 2010년, 2013년에 개정되어 필요자본규정(CRR)과 함께 패키지로써 각각 CRD II, CRD III, CRD IV로 불린다.

246) 권세훈·송홍선·정윤모·한상범(2009), 33면

247) Pillar I은 규제로서, 계량가능한 위험을 측정하고 대비하는 기본적 규제이며, 위험에 상응하는 자본을 일정 수준 이상 유지할 것을 요구한다. Pillar II는 감독기관의 검토로서, 개별적 자본적정성 규제개념을 통해 개별 회사에 필요한 적정자본을 고려하는 질적 규제에 대한 것이다. Pillar III는 시장규율에 대한 것으로서, 공시 및 투명성과 관련한 시장규율의 내용을 담고 있다.

소필요자본보다 많은 재무재원을 유지하여야 것이다. 여기서 최소자본은 진입규제에서 기술한 바와 같이, 금융투자회사의 업무범위에 따라 5만유로, 12만 5천유로, 73만유로가 요구된다(IFPRU 3.1.9).²⁴⁸⁾ 필요자본은 가변자본과 고정간접비자본의 합으로 산정하는데, 가변자본은 총위험액과 동일한 개념이며, 시장위험자본, 신용위험자본, 운영위험자본으로 구성된다. 주목할 것은, 금융투자회사는 은행과는 달리 개별위험 특성과 보다 낮은 시스템리스크 특성을 가진 금융서비스를 제공한다는 점을 감안하여 필요자본의 재원요소와 산정방식을 은행에 비해 다소 느슨하게 규정하고 있다는 점이다.²⁴⁹⁾ 금융투자회사에 대한 자기자본규제는 GENPRU (General Prudential sourcebook), IFPRU 및 BIPRU (Prudential sourcebook for Banks, Building Societies and Investment Firms)에 산재해 있으며, IFPRU에서 금융투자회사의 특성에 맞춘 구체적인 산정방식을 규정하고 있다.²⁵⁰⁾ 금융투자업 특성에 맞는 방식을 채택한다는 점에서 영국의 건전성 규제는 미국과 마찬가지로 유동성 규제의 속성을 지닌다고 할 수 있다. 그러나 동시에 순수한 유동성 규제에 초점을 둔 미국의 경우와는 달리, 영국의 경우에는 금융투자회사의 도산을 방지하기 위한 목적도 지니고 있다는 견해가 지배적이다.²⁵¹⁾ 결국 영국의 금융투자회사에 대한 건전성 규제는 도산방지 목적과 유동성 규제의 목적을 모두 지니고 있는 것으로 평가된다.

248) 집합투자포트폴리오운용투자회사는 IPRU(INV) 11.1에 따라 12만 5천유로의 최소자본을 필요로 한다(IFPRU 3.1.10).

249) 장정모 · 송홍선 · 권세훈 · 한상범(2011), 74면

250) 종래에는 BIPRU에서 금융투자회사에 대한 규정을 은행 등과 같이 규정하고 있었다. 그러나 2014년 1월부터 BIPRU는 유동성 기준에 관한 사항만 금융투자회사에 적용된다.

251) 영국 금융투자회사의 건전성 규제는 금융투자회사가 만기채무를 지급하지 못할 위험을 관리하기 위한 것이다(Blair, Walker & Purves(2009), para 11.02; IFPRU 2.2.1 참조).

영국 금융투자회사에 대한 적기시정조치 개념은 CRD의 Pillar II를 반영한 IFPRU 2.3에서 찾을 수 있다. 금융투자회사의 자본²⁵²⁾적정성 평가는 해당 금융투자회사와 FCA가 정하는 절차에 따라 이루어지며, 금융투자회사는 내부 자본적정성평가절차(Internal Capital Adequacy Assessment Process: ICAAP)에 의하고, FCA의 평가는 감독기관 검사 및 평가절차(Supervisory Review and Evaluation Process, 이하 SREP)에 의한다(IFPRU 2.3.3). FCA는 SREP의 일환으로 개별 금융투자회사에 대해 개별 자본규준(Individual Capital Guidance, 이하 ICG)을 제시²⁵³⁾할 수 있다.²⁵⁴⁾ 금융투자회사는 ICG에 따라 보유하는 자본이 FCA가 제시한 자본 미만으로 떨어지거나 떨어질 것으로 예상되는 경우 즉시 이를 FCA에 통지하여야 한다(IFPRU 2.3.23).²⁵⁵⁾ FCA가 제시한 ICG를 수락하지 않은 금융투자회사의 경우에도 동 회사의 자본이 ICG에서 제시한 수준 미만으로 떨어지거나 떨어질 것으로 예상되는 경우 즉시 이를 FCA에 통지하여야 한다(IFPRU 2.3.25). 이상의 통지를 게을리 할 경우 FCA로부터 과징금 등의 징계를 받을 수 있다.²⁵⁶⁾

금융위기 이후 대형 금융투자회사나 시스템적으로 중요한 금융회사에 대한 추가적인 건전성 규제 필요성이 제기되었고, 영국도 국제적 움직임에 발맞추어 규제 강화조치를 취하였다. 영국의 금융투자회사에

252) IFPRU 2.3에서 규정하는 자본은 Pillar II에서 규정하는 재무자원(financial resources), 자기자금(own fund), 내부자본(internal capital)을 포괄하는 개념이다(IFPRU 2.3.2). 이하, 이 문단에서는 이 개념에 따른다.

253) ICG에는 FCA가 판단할 때 해당 금융투자회사가 전체적인 재무적정성규칙을 준수하기 위해 보유해야 할 자본의 양과 질을 제시한다.

254) 그러나 그 금융투자회사가 반드시 이를 따를 의무는 없다(IFPRU 2.3.19 및 2.3.25 참조).

255) 이때 자기자본이 기준 미만으로 떨어지게 된 이유, 자본을 늘리거나 위험을 감소하기 위해 동 회사가 취할 조치나 제시된 ICG에 어떠한 변경이 필요한 것인가에 대한 내용을 포함하여야 한다.

256) DEPP 6.6 이하 참조

대한 건전성 규제는 FCA가 담당한다. 그러나 FCA의 건전성 규제를 받는 금융투자회사도 자산규모나 부채규모 등의 요소에 따라 '중요IFPRU 투자회사'(significant IFPRU firm)²⁵⁷⁾로 분류되어 보다 엄격한 규제를 받는다.²⁵⁸⁾ 또한 중요IFPRU회사보다 규모가 더 크고 PRA가 정한 일정한 기준을 충족하는 금융투자회사²⁵⁹⁾는 건전성과 관련해서는 FCA가 아니라 PRA의 규제를 받기 때문에 은행과 유사한 수준의 건전성 규제를 받

257) 중요IFPRU투자회사는 다음의 다섯 가지 요건 중 하나 이상을 충족하면 자동적으로 중요IFPRU투자회사로 분류된다: (1) 총자산이 5억 3천만파운드를 초과하는 경우, (2) 총부채가 3억 8천만파운드를 초과하는 경우, (3) 규제대상행위의 영위를 통한 연간 수수료 및 커미션 수익이 1억 6천만파운드를 초과하는 경우, (4) 수령하거나 보관하는 고객예탁금이 4억 2천 5백만파운드를 초과하는 경우, (5) 규제대상업무 및 그 업무와 관련하여 보관하는 고객소유자산의 총액이 78억파운드를 초과하는 경우.

258) 중요IFPRU투자회사로 분류되면, IFPRU 1.2.1에서 규정하는 9가지 요소에서 보다 엄격한 규제가 가해진다.

259) PRA의 규제대상인 금융투자회사는 우선 자기자본투자(deal in investment as principal)를 허가를 받았거나 허가를 신청한 자로서 73만유로의 최소자본을 가진 금융투자회사이어야 한다. PRA는 이러한 금융투자회사 중에서 다음의 세 가지 요소를 고려하여 '적격금융투자회사'(eligible investment firms)로 지정한다. 첫째, 금융투자회사의 대차대조표상 4분기 세전 총자산이 150억파운드를 초과하는가의 여부이다. 둘째, 그룹내 모든 적격금융투자회사의 대차대조표의 합이 4분기 세전 총자산이 150억파운드를 초과하는가의 여부이다. 셋째, 금융투자회사가 PRA그룹내 회사인 경우, 그 금융투자회사의 수익 대차대조표 및 위험인수가 그 그룹의 수익, 대차대조표 및 위험인수와 관련하여 상당한 것인가의 여부이다. 적격금융투자회사로 지정 시, PRA는 이 세 가지 요건을 동시에 고려할 수도 있고, 개별적으로 고려할 수도 있다. 두 번째 요건은 금융투자회사가 지정을 피하기 위하여 복수의 금융투자회사로 분사한 후 이를 그룹체제로 운영할 경우 그룹내 개별 금융투자회사들이 첫째 요건을 회피할 수 있기 때문에 그룹체제로 운영되는 경우에는 그룹 산하의 모든 금융투자회사의 자산을 합해서 산정하는 것이다. 참고로, 2013년 3월 PRA는 이러한 내용의 PRA 건전성 규제 대상 금융투자회사 지정기준에 관한 정책설명서(Policy Statement)를 공간한 바 있다.

게 된다. 따라서 이러한 금융투자회사는 영업행위에 대해서는 FCA로부터, 건전성에 대해서는 PRA로부터 분리하여 규제를 받게 된다.

요컨대, EU와 영국의 건전성 규제는 유니버설뱅크 전통에 따라 전체 금융기관의 통합건전성 규제의 틀을 따르되, 증권업의 특성을 반영함으로써 은행에 비해 낮은 수준의 규제를 적용한다. 이에 따라 금융업 전체에 대한 도산방지 목적과 유동성 규제의 속성을 동시에 가지고 있는 것으로 판단된다. 한편, 금융위기 이후 EU와 영국도 미국과 같이 대형증권사에 대해서는 시스템리스크 방지 차원에서 건전성 규제를 강화하였다. 그러나 시스템리스크와 무관한 일반 중소형증권사의 건전성 규제에 대해서는 변화가 없다는 점을 주의할 필요가 있다. 건전성 규제의 기술방식은 미국과 동일하게 규칙 중심 규제이다.

다) 소결

미국의 증권업 건전성 규제는 유동성 규제에 초점이 맞추어져 있다. 즉, 증권업자의 도산방지가 주목적이 아니라 도산 시 투자자 등 이해관계자가 빠른 시일 내에 자금을 회수할 수 있도록 하는 것이 규제의 핵심이다. 따라서 규제의 수준이 높지 않다. 미국과 달리 EU 및 영국의 건전성 규제는 겸업은행(universal banking) 관례를 반영하여 금융업자 전체에 대해 공통의 규제틀 내에서 설계되었으며, 따라서 유동성 규제 및 도산방지 규제의 두 가지 속성을 모두 가지고 있다. 단, 증권업이 갖는 특성을 고려함으로써 타 업권 대비 상당 부분 완화된 건전성 규제를 적용하고 있다.

한편, 미국과 EU 및 영국 모두 증권업자의 보고의무와 건전성 회복의무를 주요 내용으로 하는 적기시정조치를 두고 있다. 규제의 기술방식은 건전성 규제의 특성상 미국, EU 및 영국 모두 규칙 중심이다.

금융위기 이후 미국과 EU 및 영국에서 증권업자의 건전성 규제에 대한 근본적인 철학의 변화는 관찰되지 않는다. 다만, 금융위기를 통해 대형증권회사가 시스템리스크를 일으킬 수 있다는 점이 확인됨에 따라 이에 대한 규제적 보강이 이루어졌다. 그 결과 일반 중소형증권사와 대형증권사에 대한 건전성 규제가 이원화 되는 경향을 띠고 있다.

3) 업무범위 규제

이 절에서는 미국과 EU 및 영국 증권회사의 업무범위와 관련한 규제를 살펴본다.

가) 미국

미국에서는 증권업자의 업무범위와 관련하여 열거적 형식의 금지규제가 없으며, 따라서 명시적인 겸영금지 규제의 적용을 받는 타 업권의 고유업무를 제외하고는 업무영위에 제약이 없다. 여기에서 겸영금지 규제를 적용받는 타 업권의 고유업무란 예금수취업과 보험업을 말한다. 증권회사가 예금수취업과 보험업을 겸영할 수 없는 것은 은행법(Banking Act of 1933) 제21조 a항 1호와 GLB법(Gramm-Leach-Bliley Act of 1999) 제302조 및 주법의 보험규제에 따른 것이다. 우선 은행법 제21조 a항 1호에서는 증권회사가 영위할 수 없는 업무에 예금수취업무가 명시적으로 규정되어 있다. 또한 GLB법 제302조에 따라 은행은 인가된 보험상품의 판매만 가능하고 보험업은 금융지주회사를 통해 영위할 수 있도록 규정하고 있기 때문에, 해석상 증권회사도 단독으로는 보험상품 판매 이외의 보험업에 대한 겸영은 금지된다. 그리고 GLB법 이전부터 주법의 엄격한 보험규제에 따라 증권회사는 보험업을 영위할 수 없었다.²⁶⁰⁾ 결

260) Poser & Fanto(2009), §2.02. 오영수(1996), 97면은 보험사업 업무범위의

국 미국 증권회사는 예금수취업과 보험업이 아닌 한, 사실상 모든 업무를 포괄적으로 영위할 수 있다고 할 수 있다.

이러한 점은 증권업자의 등록절차를 통해서도 드러난다. 미국의 증권업자는 SEC에 브로커-딜러로 등록 시 Form BD에서 열거하는 업무에 체크하는 방식으로 자신의 영위업무를 선택한다. 그리고 Form BD에 열거되어 있지 않은 업무는 추가 기재란에 기재할 수 있기 때문에 업무범위의 확장이 매우 용이하다.²⁶¹⁾ 또한 최초 브로커-딜러 등록 시에 밝힌 것 외의 업무를 이후에 추가로 영위하고자 할 때에도, 최초 등록 시와 유사하게 업무범위 변경에 관한 사항을 신청하는 방식에 의한다.

결국 미국의 증권업자는 원칙적으로 예금수취업무 및 보험업무를 제외한 모든 업무의 영위가 가능하며, 등록 시 영위업무를 기재하고, 추후 변경도 간편하다는 점에서 업무의 확장성이 매우 높다고 할 수 있다. 일례로 우리나라 증권회사 입장에서는 상당한 제약이 부과되는 외환업무 및 일반상품(commodity) 관련 업무 등도, 미국에서는 자유롭게 영위할 수 있으며,²⁶²⁾ 그 결과 고객요구에 부응한 다양한 금융서비스를 제공할 여지가 존재하는 것이다.

국제비교표에서, GLB법 제정 이전에도 미국의 경우 증권회사의 보험업무 진입과 관련하여, 모회사 단계에서는 주(州)보험법상 대리인 자격을 조건으로 판매가 가능하고 지주회사와 자회사를 통한 진입은 가능하나, 그 외 증권회사의 보험업무 영위는 불가능했다고 한다.

261) 예컨대, 외환업무는 Form BD에서 열거하지 않는 업무이기 때문에 추가 기재란에 이를 기재하여 외환업무의 영위를 등록한다.

262) 금융위기 이후 소매외환업무와 관련한 투자자보호 문제가 대두되면서, 미국 증권업자들은 증권 관련 업무뿐만 아니라, 소매외환업무와 관련해서도 신의성실의무(commercial honor and principles of just and equitable trade)를 따르도록 규제가 강화되었다. 그러나 이는 증권업자의 외환업무 자체를 제약하는 것이 아니라, 소매외환업무와 관련한 투자자보호 부문의 규제공백을 해소하기 위한 것이다.

한편, 금융위기 이후 은행계열 증권사의 업무범위에 일부 변화가 있었다. 즉, 은행과 계열관계를 맺고 있는 증권회사에 대해서는 자기자본 거래(proprietary trading) 및 헤지펀드 관련 업무에 제한이 가해진 것이다.²⁶³⁾ 그러나 은행계열이 아닌 독립 증권회사에 대해서는 금융위기 이후에도 업무범위와 관련한 규제는 변화가 없다.

나) EU 및 영국

영국 증권업자의 업무범위는 MiFID Schedule I, Section A와 Section B를 따른다. MiFID에서는 증권업자가 영위하는 금융투자업무 및 부수업무를 열거적 방식으로 규정하나, 그 범위가 매우 넓어 업무확장에 실질적인 제한을 가하지 않도록 설계되어 있다. 영국에서 증권업과 직접적으로 관련된 업무는 투자매매(dealing in investments)와 투자중개(arranging deals in investment) 두 가지인데, 이들에 의해 포섭되는 업무의 내용이 상당히 포괄적이다. 또한 부수업무에 대해서는 FSMA Regulated Activities Order에서 MiFID Schedule I, Section 2의 내용을 그대로 수용하고 있는데, 투자서비스 제공과 관련한 외환업무 및 파생거래의 기초가 되는 일반상품 관련 투자업무도 여기에 포함된다.

이처럼 영국과 EU 역시 미국과 마찬가지로 증권업자의 업무범위는 증권업 고유의 특성에 부합하여 매우 포괄적이라고 할 수 있다. 그리고 금융위기 이후에도 EU와 영국에서 증권업자의 업무범위에 대한 규제변화는 관찰되지 않는다.

263) 이에 대한 자세한 내용은 II편을 참고하라.

다) 소결

미국의 경우 타 업권의 고유업무에 해당하는 예금수취 및 보험인수를 제외하고는 증권업자가 영위가능한 업무의 종류에 사실상 제한이 없다. 영국과 EU의 경우도 이러한 사정은 크게 다르지 않다. 이에 따라 이들 국가에서는 외환, 일반상품(commodity), 여신 등, 우리나라에서는 증권업자가 취급하기 어려운 업무들도 활발히 영위하고 있다. 그리고 금융위기 이후에도 증권업자의 업무범위에는 변화가 발견되지 않는다. 다만 미국의 경우 금융위기 이후, 은행계열 증권사에 대한 일부 고위험증권업 영위와 관련하여 새로운 제약이 부과되었다. 그러나 은행계열이 아닌 순수증권사에 대해서는 금융위기 이후에도 이러한 제약이 부과되지 않는다.

다. 주요국 증권업 규제에 대한 평가

1) 주요국 증권업 규제의 특징

미국과 EU 및 영국의 증권업 규제는 진입, 건전성, 업무범위 세 가지 측면에서 볼 때 자본시장 본연의 역동성 및 금융혁신을 촉진할 수 있도록 설계되었다는 공통점을 가진다.

진입규제의 경우 진입단위가 매우 단순하고, 진입요건도 증권업을 영위할 수 있는 역량이 있는가라는 인적 심사가 주된 포인트이다. 이에 따라 주요국 모두 진입에 필요한 자본요건은 매우 낮게 설정하고 있다. 이러한 규제 환경은 증권업자의 진입과 퇴출을 원활하게 하는 요소로 작용하고 있다.

건전성 규제의 경우는, 특히 미국의 사례가 증권업 본연의 속성을 잘 반영하고 있는 것으로 판단된다. 미국의 증권업 건전성 규제는 증권업자

의 도산방지가 아니라, 도산 시 투자자 등 이해관계자가 빠른 시일 내에 자금을 회수할 수 있도록 하기 위한 것이다. 즉, 유동성 규제에 초점이 맞추어져 있으며, 따라서 규제의 수준이 높지 않다. 미국과 달리 EU 및 영국의 건전성 규제는 겸업은행(universal banking) 관례를 반영하여 금융업자 전체를 대상으로 하는 공통의 규제를 내에서 설계되었으며, 따라서 유동성 규제 및 도산방지 규제의 두 가지 속성을 모두 가지고 있다. 단, 증권업이 갖는 특성을 고려함으로써 타 업권 대비 상당 부분 완화된 건전성 규제를 적용하고 있다. 한편, 주요국 모두 금융위기 이후 시스템 리스크 제어 차원에서 시스템적으로 중요한 대형증권사에 대해서는 강화된 건전성 규제를 부과하는 방향으로 선회하였다. 그러나 시스템리스크와 무관한 일반 증권사에 대한 건전성 규제에는 금융위기 이후에도 변화가 없다.

업무범위 규제에서도 진입규제 및 건전성 규제에 녹아있는 규제철학이 그대로 발견된다. 즉, 증권회사의 업무범위는 실질적으로 포괄주의에 가까우며, 따라서 필요시 업무를 확장하여 다양한 영역에서 고객의 필요에 맞는 업무를 제공할 수 있도록 되어 있다.

2) 금융위기 이후 증권업에 대한 시각 변화 여부

2008년 금융위기에 따른 미국과 EU의 규제 강화 조치와 관련하여 증권업 규제에 있어서는 앞서 논의한 바와 같이 근본적인 변화가 없다는 점을 주목할 필요가 있다. 규제가 강화된 부문은 시스템리스크와 밀접히 관련된 일부 대형 증권회사에 대한 건전성 규제 및 은행계열 증권사의 업무범위 규제에 국한된다.²⁶⁴⁾ 여타 중소형증권사와 순수증권사와 관련해서는 의미 있는 규제변화가 발견되지 않는다.

264) 참고로, 이상의 규제 강화 조치 외에도 미국과 EU에서 장외파생상품 취급과 관련한 진입규제가 새로 도입되었다. 이에 대해서는 V편을 참고하라.

금융위기 이후 주요국의 증권업 규제변화 내용을 정리하면 다음의 <표 III-2>와 같다.

<표 III-2> 금융위기 이후 주요국 증권업 규제변화

규제 영역	금융위기 이후 규제변화 여부	규제변화 내용 및 배경
진입	-	-
건전성	△	<ul style="list-style-type: none"> • (미) 시스템적으로 중요한 대형증권사에 대해 추가 자본적립 요구 및 양적한도 부과 • (영/EU) 중요 투자회사(significant IFs)에 대해서는 강화된 건전성 규제 적용 • 중소형사에 대해서는 변화 없음 • 대형증권사에 의한 시스템리스크 가능성 고려
업무 범위	△	<ul style="list-style-type: none"> • (미) 은행계열 증권사의 prop trading 금지, private equity/hedge fund 투자한도 규제 (순수증권사에 대해서는 변화 없음) • (영/EU) 변화 없음 • 은행그룹의 도덕적해이 방지

주: △는 소폭변화를 의미

3. 우리나라의 증권업 규제

가. 개관

1956년 1월 31일 재무부장관의 설립인가를 받아 대한증권거래소가 설립되었지만, 규제 측면에서 본다면 현대 한국 증권업 규제의 시작은 1962년에 제정된 「증권거래법」²⁶⁵⁾ 부터라고 해도 과언이 아니다.²⁶⁵⁾ 증권거래법은 증권회사의 자격을 재무부장관의 설립허가²⁶⁶⁾를 얻은 자본금 5천만원 이상의 주식회사로 제한하였고(제13조), 증권업협회의 설립에 관한 규정을 둬으로써 증권업자의 자율규제에 의한 업무질서 유지를 유도하였다. 증권거래법은 기본적인 영업행위 규제에 대한 법 단계에서의 규정도 두고 있었다. 요컨대, 당시의 증권거래법도 그 기본적인 규제의 틀은 영미 증권법 및 지금의 자본시장법과 상당히 유사한 형태를 띠고 있었다고 할 수 있다. 즉, 증권업자에 대한 규제 측면에서 볼 때 큰 시각에서 보면 오늘날과 동일하게 진입규제, 건전성 규제, 업무범위 규제 등에 대한 틀을 모두 가지고 있었다. 이후 현행 자본시장법이 제정되기 전까지의 증권거래법은 자본시장의 발전과 필요에 따라 개정을 거듭해 가며 증권업 규제를 보다 정치하게 정비하여 나갔다.

2009년 2월 4일부터 시행된 자본시장법²⁶⁷⁾은 여러 법률로 산재되어 있던 자본시장 관련 법률을 단일 법률로 통합하고, 포괄주의 규율체제로의 전환, 기능별 업자규제, 업무범위의 확대, 투자자보호제도의 선진화를

265) 1962년 1월 15일 법률 제972호로 제정·공포되고 동년 4월 1일부터 시행되었다.

266) 여기에서 허가의 의미는 증권업을 위한 주식회사의 설립에 대한 허가를 의미하며, 후술하는 바와 같이 증권업 자체에 대해서는 1968년 말까지 등록제를 도입하고 있었다.

267) 자본시장법은 2007년 8월 3일 법률 제8635호로 제정되었다.

통해 자본시장 규제를 개혁하고 투자자보호를 강화하는 것을 입법의 지향점으로 삼고 있다.²⁶⁸⁾ 자본시장법 이전에는 증권회사, 선물회사, 자산운용회사, 신탁회사 등 금융업권별로 존재하던 개별 법률 간의 규제차익으로 인해 투자자보호의 공백과 업권 간의 형평성 문제가 있었다. 이에 따라 자본시장법은 기능별 규제를 통해 동일한 금융기능을 수행하는 경우 동일한 규제를 가할 수 있는 법체계를 도입하였다. 금융투자상품에 대한 정의도 기존의 한정적 열거주의에서 포괄주의로 전환하여 신종 금융상품의 설계·판매·중개에 대한 제약요인을 제거하려고 하였다. 또한 증권업, 선물업, 자산운용업 간 원칙적으로 사내겸영이 금지되어 있던 것을 과감히 negative체제로 전환하여 여섯 개의 금융투자업(투자매매, 투자중개, 집합투자, 투자자문, 투자일임, 신탁)에 대해서는 겸영을 허용하되, 차단벽(Chinese wall) 등을 구축하여 이해상충 가능성을 방지하고자 하였다. 부수업무에 대해서도 기존의 열거주의에서 negative체제로 전환하고 예외적으로 제한할 수 있는 근거를 두고 있다.

나. 증권업 규제의 내용

1) 진입규제

증권의 매매 등 자본시장에 참여하기 위해서는 일반적으로 증권회사의 관여가 필수적이다. 그런데 통상 증권회사는 투자자보다 정보 면에서 우위에 있고, 대리인 이론에 따라 투자자와 이해상충 관계에 있는 것이 일반적이다. 증권업자에 대한 진입규제의 필요성은 바로 이러한 관점에서 출발한다. 즉, 투자자보호와 자본시장의 건전성, 공정성, 신뢰성을 담보하기 위해서는 증권업자에 대한 진입규제가 필요하다는 것이다.²⁶⁹⁾ 결

268) 재정경제부(2006), 4면

269) 김건식·정순섭(2013), 673면; 안문택(1982), 342면; 김병연·권재열·양기

국 증권업자에 대한 진입규제는 자격불비자의 증권업 영위를 금지함으로써 투자자를 보호하고 자본시장의 건전하고 공정한 질서를 유지하기 위한 것이다.

1962년 제정 증권거래법은 매매, 위탁매매, 인수·모집·주선 등의 증권업을 규정하고(제2조 6항), 이러한 증권업을 영위하고자 하는 증권업자에 대해 등록을 요하였다(제18조). 등록제는 1968년 12월 31일 개정 증권거래법에 따라 허가제로 전환되었고, 이후 증권거래법의 폐지 시까지 허가제로 운영되었다. 자본시장법 이전 증권업자의 진입 자본금은 모든 업종을 영위하는 증권업자는 5백억원, 자기매매업과 위탁매매업을 겸영하는 경우에는 2백억원, 위탁매매업만 영위하는 자는 30억원, 장외시장업무만 영위하는 증권사는 20억원으로 규정하고 있었다.

이에 반해, 자본시장법은 금융기능에 따라 진입단위를 크게 세분화하였다. 자본시장법상 금융투자업은 기능에 따라 투자매매업, 투자중개업, 집합투자업, 신탁업, 투자자문업, 투자일임업 여섯 가지로 구분한다.²⁷⁰⁾ 여섯 가지 금융투자업 중 투자자문업과 투자일임업은 등록제이며 나머지 네 가지 업종은 인가제이다.²⁷¹⁾ 진입단위는 금융투자업의 종류, 금융투자상품의 범위 및 영업행위의 대상인 투자자의 유형을 기준으로 총 90개의 단위를 설정하고 있어, 진입단위가 매우 세분화되어 있다. 특히, 증권업의 핵심이라고 할 수 있는 투자매매업 및 투자중개업과 관련된 진입단위만도 총 61개로 상당히 세분화 되어 있다.

물적요건과 관련하여, 모든 증권과 투자자를 대상으로 하는 투자매매업은 500억원, 투자중개업은 30억원, 장내파생상품 투자매매업은 100억

진(2012), 59면

270) 증권업은 집합투자업을 제외한 나머지의 조합으로 이해할 수 있다.

271) 인가제와 등록제는 투자자에게 노출되는 위험의 크기에 따른 구분이다. 등록제는 객관적 기준의 충족 여부만을 평가하고, 인가제는 사업계획의 타당성 등 감독당국의 재량적·주관적 판단을 허용하는 점에서 차이가 있다.

원, 장외과생상품 투자매매업은 900억원으로 높은 수준이다.²⁷²⁾ 또한, 진입단위별로 추가하는 방식의 인가제를 취하고 있기 때문에 물적요건이 단위별로 점차 높아지는 특징이 있다. 투자일임과 투자자문 및 신탁을 포함한 증권업 전체를 영위하기 위해서는 총 2천억원의 자기자본이 필요하고, 2013년 5월 개정법에 따라 신설된 종합금융투자사업자²⁷³⁾의 경우에는 3조원의 자기자본이 필요하다(제77조의2). 그러나 이는 해외는 물론, 국내 타 권역에 비해서도 매우 높은 수준이다. 은행의 경우 자본금을 기준으로 하지만, 시중은행은 1천억원, 지방은행은 250억원이 요구된다. 상호저축은행도 업무지역에 따라 40억원, 80억원, 120억원의 자본금만 필요한 실정이다. 허가제인 보험사의 경우에도 허가에 필요한 자본금이 종합보험업은 300억원, 단종보험업은 50억원일 정도로 증권업에 비하여 낮은 수준이다.

금융투자업의 인가요건은 물적요건의 하나인 자기자본 외에도 회사 형태, 사업계획의 타당성, 인적·물적요건, 임원, 대주주 및 이해상충 방지체계 등을 갖추어야 한다(법 제12조 2항 및 제18조 2항 참조). 대주주는 최대주주와 주요주주로 분류되는데, 자본시장법은 대주주의 적격성 요건으로서 출자능력요건, 건전한 재무상태요건, 사회적 신용을 요구한다. 특히, 최대주주와 그 특수관계인은 최근 3년간 규제당국으로부터 기관경고 이상의 조치를 받지 않아야 한다. 외국과 달리 대주주의 자기자본이 출자금의 3배 이상이고 부채비율이 300% 이하일 것을 요구하는 등 대주주에 대한 요건이 비교적 엄격하다(시행령 별표 2 참조).

자본시장법 시행 이후 금융위원회는 금융투자업자의 진입과 관련하

272) 이는 과거 증권거래법 당시의 진입자본금을 고려한 것으로 판단된다.

273) 종합금융투자사업자의 경우에는 투자매매업자나 투자중개업자 중 일정한 요건을 만족하는 자의 신청이 있는 경우 '지정'하는 방식을 취하기 때문에 이를 진입에서는 제외하였으나, 이 경우 지정은 사실상 등록과 동일한 것으로 해석하여도 무방하다(김건식·정순섭(2013), 740면).

여 금융투자업 인가 기본방향과 운영계획에 대하여 총 네 차례의 정책 방향을 발표한 바 있다.²⁷⁴⁾ 2014년 7월 발표된 인가정책 방향에서, 금융위원회는 과도하게 세분화된 진입단위를 간소화하고 인가절차를 개선하는 등 금융투자업 진입규제를 완화함으로써 금융투자업자의 전문화·특화 및 사업 구조조정을 촉진하고자 하였다. 그럼에도 불구하고, 세분화된 진입단위 및 과도한 물적요건은 여전하다고 판단된다.

요컨대, 현행 자본시장법상 진입규제는 인가·등록 단위를 과도하게 세분하고 있다. 진입자본 요건 또한 국내 타 금융업권과 비교해도 매우 높은 수준으로서, 규제의 강도가 매우 높다고 할 수 있다. 이는 경쟁과 혁신을 추구하는 증권업 고유의 특성을 반영하지 못한 탓이라고 평가할 수 있다. 한편, 자본시장법의 진입규제는 규칙 중심의 서술방식을 취하고 있다.

2) 건전성 규제

연혁적으로, 현재와 유사한 형태의 건전성 규제는 1997년 4월부터 시행된 「증권회사의 재무건전성준칙」²⁷⁵⁾에 따라 도입된 ‘자기자본관리제도’이다. 자기자본관리제도에 따라 1998년 금융감독원은 「증권회사의 재무건전성 감독규정」을 제정하였다. 1999년 2월 증권거래법 개정 시 자기자본규제를 법 단위로 흡수하였고, 이러한 변화는 자본시장법에 그대로 반영되어 있다.²⁷⁶⁾ 1997년 당시 자기자본관리제도를 도입하고 대신 자산

274) 2009년 3월 5일(금융투자업 인가의 기본방향과 운용계획); 2009년 7월 30일(2단계 금융투자업 인가방향과 운용계획); 2010년 5월 31일(향후 금융투자업 인가방향과 운용계획); 2014년 7월 14일(금융투자업 인가제도 개선 및 운영 방안)

275) 재무건전성준칙은 증권거래법 제54조에 따라 증권관리위원회가 가지고 있던 건전자산운용명령권에 근거한 것이다.

276) 김건식·정순섭(2013), 753면

운용준칙²⁷⁷⁾을 폐지한 이유는, 자산운용에 대한 직접 간섭은 개별 증권회사의 경영자율성을 해치고 전체 리스크를 관리하는 데도 부적합하다는 판단 때문이었다. 즉, 증권사의 각종 리스크에 대한 종합관리를 통하여 재무안정성을 유지하는 동시에, 국제결제은행(Bank for International Settlements, 이하 BIS), EU의 CAD, 미국의 NCR 등과 유사한 제도를 마련함으로써 국제정합성을 제고하기 위한 것이었다.²⁷⁸⁾

자본시장법상 영업용순자본비율(NCR) 규제는 유동성 규제의 성격을 지니는 동시에, 도산 및 시스템리스크 방지, 건전경영 유도 목적도 함께 지니고 있는 것으로 보인다.²⁷⁹⁾ 미국의 NCR제도가 증권회사가 도산할 경우 유동성 있는 자산의 처분을 통해 신속한 투자자보호 등이 가능하도록 하기 위한 유동성 규제임에 반해, 우리나라의 NCR제도는 증권회사의 도산 및 시스템리스크 방지 등 은행에 대한 건전성 규제의 특성이 추가돼 있다고 할 수 있다. 즉, 자본시장법상 금융투자회사에 대한 건전성 규제는 EU 및 영국처럼 유동성 규제의 속성과 도산방지 목적을 동시에 지닌 것으로 평가된다.

현행 건전성 규제에 따르면, 투자자문업, 투자일임업, 투자자문업 및 투자일임업만을 영위하는 자를 제외한 모든 금융투자업자는 영업용순자본을 총위험액 이상 즉, NCR을 100% 이상으로 유지할 의무를 부담한다(법 제30조 및 시행령 제34조).²⁸⁰⁾

277) 자산운용준칙은 과거 증권회사의 부채비율을 순재산액의 5배 이내로 제한하고 개별 자산운용에 대한 한도를 관리하던 규범이었다.

278) 전홍렬(1997), 203면; 김건식·정순섭(2013), 753면

279) 금융감독원(2012), 10면. 참고로 2014년 4월 8일에 발표된 금융위원회와 금융감독원의 보도자료에서도 NCR을 증권회사의 재무건전성 또는 손실 흡수능력 지표로 보고 있어, 우리나라의 NCR제도는 유동성 규제와 도산방지 목적을 동시에 가지고 있다는 정책당국의 시각에는 변화가 없다(금융위원회·금융감독원(2014) 참고).

280) NCR규제는 모든 금융투자업자의 건전성 도모를 위해 통일적으로 적용되

영업용순자본은 현금화가 가능한 순자산의 가치 또는 청산 시 일반 채권자의 채권액을 공제하고 남게 될 유동자산을 의미하며, 이를 식으로 나타내면, '영업용순자본=(기준일 현재 재무상태표상 자산총액-부채총액)-차감항목합계금액+가산항목 합계금액'으로 정리할 수 있다(금융투자업규정 제3-11조).

위험산정방식은 '표준방법'과 '내부모형' 두 가지 방식이 있다. 금융투자업규정은 시장위험액에 한하여 표준방법과 내부모형 중 택일을 허용하고, 신용·운영위험액의 산정은 표준방법만 허용한다. 표준방법이란 금융투자업규정 제3-15조부터 제3-25조까지에서 정한 산정방식을 의미하고, 내부모형이란 금융투자업자가 자체적으로 구축·운영하는 일련의 위험산정체계를 말하며, 현재 증권회사의 내부모형 사용은 일반적이지 않다.

NCR은 금융투자업자의 도산 시 투자자와 이해관계자의 손실 최소화를 위한 목적 외에도 NCR에 따른 적기시정조치(prompt corrective action)의 기준 등으로 사용된다. 또한 NCR이 200% 미만일 때에는 새로운 장외파생상품의 매매는 중지하여야 하고 미종결거래의 정리 또는 위험회피 관련 업무만 수행 가능하다(법 제166조의2 1항 3호). 자본시장법 외, 타 규정에서도 금융투자업규정에서 정한 비율보다 엄격한 NCR을 요구하는 경우도 있다. 이를 정리하면 <표 III-3>과 같다.

며, 영업용순자본의 세부 산정방식은 금융투자업규정에서 규정하고 있다(금융투자업규정 제3-11조 이하, 위험액 산정식은 규정 제3-15조 이하 및 동 규정 시행세칙 제2-4조 이하와 별표 5~8 참조).

3<표 III-3> 자본시장법 등에서 요구되는 NCR과 목적

구 분	NCR 요구비율	목적	은행과의 비교
자본 시장법	100% 이상 200%(장외파생)	유동성확보 등	BIS비율 8% 이상
감독규정	150%(경영개선권고), 120%(요구), 100%(명령)	적기시정조치	8% 6% 2%
감독규정	150%	채권전문딜러 지정	8%
국민연금	250%(만점요건)	거래증권사 선정	-
우정본부	450%(만점요건)	거래증권사 선정	-
예금보험공사	375%(만점요건)	차등보험료 평가	-
거래소	180%	회원자격	-
	150%	ELW LP	
		ELW 및 ELS 상장	
		합성ETF	
		CCP IRS 청산업무	8%
기재부	250%	국고채 전문딜러	10%
한국은행	250%	공개시장조작 대상	-

자료: 금융위원회·금융감독원(2014), 이석훈·장정모·이용우(2013)

금융위원회는 영업용순자본비율이 일정 한도 이하로 내려갈 경우 적기시정조치로서 경영개선권고(150%), 경영개선요구(120%), 경영개선명령(100%)을 할 수 있다.²⁸¹⁾ 경영개선권고, 경영개선요구 및 경영개선명령 시 증권업자가 취해야 할 조치는 다음의 <표 III-4>와 같이 정리할 수 있으며, 증권업자는 열거된 사항의 일부 또는 전부에 해당하는 조치를 취하여야 한다.²⁸²⁾

281) 2014년 11월 개정된 금융투자업규정에 따르면, 증권업자(1종 금융투자업자)의 경우 순자본비율이 100% 미만이면 경영개선권고, 50% 미만이면 경영개선요구, 0% 미만이면 경영개선명령에 해당한다.

<표 III-4> 적기시정조치별 내용

종류	내용
경영개선권고	<ul style="list-style-type: none"> • 인력 및 조직운용의 개선 • 경비절감 • 점포관리의 효율화 • 부실자산의 처분 • 영업용순자본감소행위의 제한 • 신규업무 진출 제한 • 자본금의 증액 또는 감액 • 대손충당금 등의 설정
경영개선요구	<ul style="list-style-type: none"> • 고위험자산보유제한 및 자산처분 • 점포의 폐쇄, 통합 또는 신설제한 • 조직축소 • 자회사 정리 • 임원진 교체 요구 • 영업의 일부 정지, 합병·제3자 인수·영업의 전부 또는 일부의 양도 등과 관련한 계획의 수립 • 경영개선권고 조치사항
경영개선명령	<ul style="list-style-type: none"> • 주식의 일부 또는 전부 소각 • 임원의 직무집행 정지 및 관리인 선임 • 합병, 금융지주회사의 자회사로의 편입 • 영업의 전부 또는 일부의 양도 • 제3자의 당해 금융투자업 인수 • 6개월 이내의 영업정지 • 계약의 전부 또는 일부의 이전 • 경영개선요구 조치사항

282) 금융투자업규정 제3-26조~제3-28조. 증권업자에 대한 금융위원회의 경영 개선 권고, 요구, 명령은 은행업감독규정 제34조~제36조에서 은행에 대해 규정하는 조치와 매우 유사하다.

한편, 2014년 4월 금융위원회와 금융감독원은 큰 폭으로 변경된 NCR제도를 발표함에 따라, 2016년부터 모든 금융투자회사는 변경된 제도를 따라야 한다.²⁸³⁾ 개정된 NCR제도의 가장 큰 특징은 현재 분모로 되어 있는 총위험을 업무단위별 필요 유지 자기자본으로 대체하고, 동시에 현재 분자에 있는 영업용순자본을 영업용순자본에서 총위험액을 차감한 값으로 대체하는 것이다. 개정 전후의 NCR산정 방식을 도식으로 나타내면 다음과 같다.

$$\frac{\text{영업용순자본}}{\text{총위험액}} \rightarrow \frac{\text{영업용순자본} - \text{총위험액}}{\text{업무 단위별 필요 유지 자기자본}^*}$$

*인가업무 단위별 법정 필요자기자본의 70%

그러나 개정된 산식에도 불구하고 도산방지와 유동성 규제를 동시에 추구하는 기존의 규제철학에는 변화가 없는 것으로 보인다. 또한 새로운 산식을 적용할 경우, 자기자본의 절대규모가 작은 중소형증권사의 경우에는 NCR이 기존 대비 낮아지는 반면, 자기자본의 절대규모가 큰 대형증권사에게는 NCR이 기존 대비 큰 폭으로 높아지는 현상이 나타날 전망이다. 이는 글로벌 금융위기 이후 시스템적으로 중요한 대형증권사에 대해서는 보다 엄격한 건전성 규제를 가하고 있는 해외의 규제 추세와는 차이가 있다는 점에서 주목할 만하다.

지금까지 살펴본 바와 같이, 우리나라 증권회사에 대한 그간의 건전성 규제가 은행업과는 구별되는 증권업 고유의 특성을 충실히 반영해왔다고 보기는 어렵다. 증권회사에 대한 건전성 규제는 유동성 규제에 초점을 두는 것이 바람직하나, 우리나라의 경우에는 도산방지 및 시스템리스크 관리를 위한 목적도 함께 지니고 있었기 때문이다. 최근 NCR 산

283) 상세는 금융위원회·금융감독원(2014)을 참고하라.

정방식에 상당한 변화가 있었으나, 이 역시 기존의 규제철학에서 근본적인 변화를 꾀하는 것으로 평가하기에는 무리가 있다고 판단된다. 또한 변화된 제도 하에서는 시스템리스크를 야기할 수 있는 대형사에 대해 보다 완화된 건전성 규제가 적용됨에 따라, 국제적인 규제흐름에 배치되는 측면도 일부 관찰된다. 이러한 점에서 향후 금융투자업자의 건전성 규제에 대한 근본적인 철학의 변화를 꾀하는 동시에, 국제적인 규제흐름을 반영하는 문제를 심도 있게 논의할 필요가 있다고 판단된다. 한편 현행 증권회사 건전성 규제의 기술방식은 열거주의에 기초한 규칙 중심으로 평가된다.

3) 업무범위 규제

자본시장법 이전까지 우리나라 금융투자업은 엄격한 전업주의 규제를 따르고 있었다. 즉, 금융투자업을 증권업, 선물업, 자산운용업 등 세부 영역으로 구분하여, 이들 업무를 사내에서 겸영할 수 없도록 하였다. 금융투자업을 지나치게 세분화하여 전업주의를 적용하는 방식은 전세계에서 유례를 찾기 어려운 것으로, 과도한 규제라는 비판이 꾸준히 제기되었다. 그 결과 자본시장법 제정과 함께 이러한 과도한 전업주의 규제는 철폐되기에 이른다. 즉, 금융투자업으로 분류되는 다양한 업무들을 한 울타리 내에서 겸영할 수 있게 된 것이다. 실제로, 자본시장법 제40조는 투자자보호 및 건전한 거래질서를 해칠 우려가 없는 금융업무로서 열거된 경우에는 겸영을 허용하고, 사전에 금융위원회에 신고하도록 규정하고 있다(금융투자업자의 겸영업무는 <표 III-5> 참고).

<표 III-5> 금융투자업자의 겸영업무

구분	업무범위	수행가능 금융투자업자
<p><유형 1> 금융관련 법령 에서 별도의 인가 · 허가· 등록을 받아야 하는 업무 (40조 1호)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 보험대리점· 보험중개사 업무(보험업법) • 일반사무관리회사(254조) • 외국환· 외국환 중개업무(외국환거래법) • 퇴직연금 사업자(근로자퇴직급여보장법) • 담보부사채신탁업(담보부사채신탁업법) • 자산관리회사(부동산투자회사법) • 기업구조조정전문회사(산업발전법) • 벤처캐피탈(중소기업창업지원법) • 신기술사업(여성전문금융업법) • 직불전자지급수단 발행· 관리업무(전자금융거래법) 	<p>해당 법령에서 인허가를 받을 수 있는 금융투자업자</p>
<p><유형 2> 금융관련 법령 에서 금융투자 업자가 영위할 수 있도록 한 업무 (40조 2호)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 시행령 27조 1항 각 호의 법령(은행법, 보험 업법 등 48개 법령) 	<p>해당 법령에서 정한 금융투자업자</p>
<p><유형 3> 지급결제업무 (40조 3호·4호)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 국가· 공공단체 업무대리 • 투자자에탁금으로 수행하는 자금이체업무 	<p>투자매매업자, 투자중개업자 (영 43조 1항 1호)</p>
<p><유형 4> 그 밖의 업무 (40조 5호)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 자산유동화 자산관리자 및 수탁업무 • 투자자계좌에 속한 증권 등에 대한 제3자 담 보권 관리 • 상법상 사채모집 수탁 • 기업금융업무 및 3개월 이내의 프로젝트파이 낸싱 관련 대출 • 증권 대차거래, 그 중개· 주선· 대리 • 지급보증업무 • 원화표시 CD 매매· 중개· 주선· 대리 • 대출채권 등 매매· 중개· 주선· 대리 • 대출 중개· 주선· 대리 • 금지금의 매매· 중개 • 퇴직연금수급권 담보대출 <p>* 기업금융관련대출은 인수포함 증권투자매매업자 에 한정(영 43조 5항 단서 1문) * 증권대차거래는 해당 증권에 대한 투자매매· 중 개업자에 한정(영 43조 5항 단서 2문) * 지급보증업무는 인수포함 증권 투자매매업자 및 장외파생상품 매매업자에 한정(영 43조 5 항 단서 3문) * CD, 대출채권 등 매매 등은 채무증권 투자매 매· 중개업자에 한정</p>	<p>투자매매업자, 투자중개업자, 집합투자업자, 신탁업자 (영 43조 1항 2호)</p>

자료: 김건식· 정순섭(2013)

이처럼 과거에 비해 겸영업무가 대폭 확대된 것이 사실이나 그럼에도 불구하고 겸영업무를 포괄적으로 허용하는 것이 아니라 구체적으로 열거하고 있는 관계로, 실제 업무 영위에는 제약이 가해지는 경우가 빈번하게 발생한다. 예를 들어, 투자매매업자·투자중개업자가 국내에서 발행된 '외화표시'의 양도성 예금증서(CD)의 매매·중개·주선·대리를 할 수 없는 경우도 있고, 기업여신의 경우 3개월 이내의 프로젝트파이낸싱 관련 대출만 허용하는 등, 자금의 용도와 기간에도 제약이 있다. 이처럼 겸영업무가 열거주의 방식으로 허용된 관계로, 겸영업무의 실질적인 영위에는 제약요인이 있다고 하겠다.

겸영업무와는 달리 부수업무에 대해서는 포괄주의(negative system)를 취함으로써 과거 대비 규제가 대폭 완화되었다. 즉, 자본시장법은 모든 부수업무에 대해 이를 허용하고, 부수업무의 영위를 위해서는 해당 업무의 개시일 7일 전까지 이를 금융위원회에 신고하도록 하고 있다(제41조 1항). 단, 정부는 신고내용이 금융투자업자의 경영건전성을 저해하는 경우, 투자자보호에 지장을 초래하는 경우 또는 금융시장의 안전성을 저해하는 경우에는, 그 부수업무의 영위를 제한하거나 시정할 것을 명할 수 있는 광범위한 재량권을 가지고 있다(제41조 2항).

원칙적으로 부수업무를 포괄적으로 허용하는 대신, 해당 업무의 영위가 금융시장 안정이나 투자자보호에 문제를 초래할 가능성이 있을 경우 이를 정부가 재량적으로 금지하도록 하는 것은 바람직하다고 판단된다. 그러나 부수업무의 실제 영위 실태를 고려하면, '원칙허용-예외금지'라는 자본시장법 정신이 그대로 구현되고 있는지에 대해서는 확신하기 어렵다. 예를 들어 외국의 경우 증권회사가 일반상품(commodity) 관련 업무를 영위하는데 별다른 제약이 없으나, 우리나라의 경우에는 정부의 재량권 행사로 인해 동 업무의 영위가 불가능하다는 점을 그 근거로 들 수 있다.

자본시장법이 아닌 타 법규로 인해 증권회사의 업무범위가 과도하게 제한되고 있는 부분도 존재한다. 대표적인 사례가 외국환거래규정이다. 일례로, 금융투자업자가 1년 누적으로 미화 3천만달러를 초과하여 차입할 경우 건별로 사전신고를 해야 하는데(동 규정 제7-14조 1항), 이로 인해 증권회사 입장에서 직접적인 외화차입을 통한 국제금융업무는 사실상 불가능하다. 또한 자본시장법상 허용된 RP 및 신용공여에 대해서도 외화가 개입될 경우, 동 업무에 대한 제약이 발생한다.

다. 평가 및 소결

자본시장법 이전까지 우리나라의 금융투자업은 엄격한 전업주의 규제를 따르고 있었으나 자본시장법 제정과 함께 과도한 전업주의 규제는 철폐되었다. 그 결과 외국의 경우와 마찬가지로 금융투자업으로 분류되는 다양한 업무들에 대한 사내겸영이 허용되었다. 그러나 이러한 겸영허용은 포괄주의가 아닌 열거주의 방식에 따르고 있고, 이로 인해 겸영업무의 실질적인 영위에는 여전히 제약이 존재하는 것으로 평가된다.

겸영업무와는 달리 부수업무에 대해서는 포괄주의를 취함으로써 적어도 법규적인 측면에서는 상당 부분 규제가 정비되었다. 그러나 정부의 재량권 발휘의 정도에 대한 불확실성으로 인해, 포괄주의가 실질적으로 구현되고 있는지에 대해서는 의문이 존재한다.

끝으로 자본시장법이 아닌 타 법규로 인해 증권회사의 업무범위가 과도하게 제한되고 있다는 것이다. 외국환거래규정상의 과도한 외국환 및 외화자금 관련 업무 제약으로 증권회사의 국제금융업무가 큰 폭으로 제한되고 있어 국내 증권회사는 외국의 경우와 달리, 협소한 국내 시장 중심의 영업을 지속해야 하는 환경적 열위에 처해 있다고 하겠다.

4. 증권업의 바람직한 규제개혁 방향

가. 국내외 규제격차

1) 진입규제

우선, 진입규제의 방식 측면에서 보면, 미국은 등록제, 영국은 허가제, EU는 인가제로 운영되고, 자본시장법은 인가제와 등록제를 병행한다. 그러나 실질적인 진입규제의 내용 측면에서 본다면 외국과 비교 시 큰 격차를 보인다고 할 수는 없다. 다만, 겸업주의를 채택하고 있는 EU와는 달리 전업주의 하에서 증권업자에 대해 반드시 인가제를 유지해야만 하는 것인지에 대해서는 향후 시장 상황과 자본시장의 발전 상황을 고려하여 보다 적극적인 검토가 필요하다. 증권업의 속성과 증권업 규제의 철학적인 측면에서만 본다면 다양한 증권업자의 자유로운 진출입이 보장되는 등록제가 보다 적절하기 때문이다.

진입단위 측면에서 보면, 미국과 영국 및 EU에서는 진입단위가 브로커-딜러, 투자매매업·투자중개업으로 단순화되어 있기 때문에 추후 업무 확장성이 매우 유연하다. 반면, 우리나라는 업무단위별로 별도의 인가·등록을 받아야만 해당 업무의 영위가 가능하다. 자본시장법은 특화 증권회사의 진입을 촉진하기 위해 진입단위를 세분화하였으나, 오히려 지나치게 세분화되어 있어 업무 확장성을 제약하는 결과를 초래하고 있다. 예컨대, 현재의 세분화된 진입단위 하에서는 복수의 인가를 받아야만 특정업무가 가능할 정도여서, 당초 목적과는 달리 진입규제가 실질적으로 는 강화된 효과가 발생하고 있다.²⁸⁴⁾

284) 2014년 9월 15일부터 시행된 Fast-track 인가제에 따라 다소 문제가 해결된 측면도 있으나, 이 제도는 이미 영위 중인 업종 내에서 취급상품의 확대를 위한 업무단위의 추가에만 적용되기 때문에 한계가 있다.

물적요건 측면에서 보면, 자본시장법의 경우 진입에 필요한 물적요건이 외국은 물론, 국내 타 금융업권과 비교 시에도 매우 강하다. 이는 다양성·개방성을 통한 금융혁신을 특징으로 하는 증권업에 대한 근본적인 고려보다는 경쟁의 제한을 통한 증권산업의 육성이라는 규제철학이 반영된 데 따른 것으로 보인다. 그러나 외국의 진입규제는 물적요건에 대한 심사보다는, 증권업을 영위하려는 자에 대한 인적 심사를 통해 부적격한 자를 가려내는 것이 핵심이라는 측면에서 높은 진입자본은 완화할 필요가 있다.

규제서술 방식 측면에서 보면, 미국은 SEC단계만 놓고 보면 원칙 중심의 진입규제를 두고 있고, 영국은 금융업자 전체에 대해 원칙 중심의 규제체계를 가지고 있다. 이에 반해 우리나라는 모든 요건을 나열하는 규칙 중심 규제이다. 하지만, 원칙 중심이 규칙 중심보다 규제수준이 낮다고 단언할 수 없다. 예컨대 영국의 경우 적격성(fit and proper) 심사에서 감독당국에 상당한 재량권이 있기 때문이다. 따라서 규제서술 방식에서 외국과 차이가 있으나, 실제 운영 측면에서는 본다면 격차가 그렇게 크지 않을 수도 있다.

<표 III-6> 증권업 진입규제: 해외법규와의 차이

	미국/영/EU	한국	규제격차 (규제강도)
규제 내용	<ul style="list-style-type: none"> • (미)등록, (영)허가, (EU)인가 • 포괄적인 진입단위: 진입 단위를 세분화하지 않음 • (미)범죄사실 여부 등의 인적심사 위주 (영) 원칙위주의 물적·인적 요건 제시 	<ul style="list-style-type: none"> • 인가·등록 병행 • 진입단위의 세분화: 업무, 투자자 및 상품단위별로 세분화 • 높은 물적요건과 대주주에 대한 재무건전성, 출자요건까지 규정 	대/중/소 (해외<국내) 대/중/소 (해외<국내) 대/중/소 (해외<국내)
규제 수준	<ul style="list-style-type: none"> • 진입자본요건 약함 • 영/EU의 경우 인허가제 채택으로 미국보다는 상대적으로 엄격 	<ul style="list-style-type: none"> • 진입자본요건 강함 • 대부분의 진입단위에 인가제가 적용되어 해외에 비해 다소 엄격 	대/중/소 (해외<국내) 대/중/소 (해외<국내)
규제 체계	<ul style="list-style-type: none"> • 원칙 중심 	<ul style="list-style-type: none"> • 규칙 중심 	대/중/소 (해외≒국내)

2) 건전성 규제

미국의 증권회사 건전성 규제(NCR규제)는 여타 권역과는 별개로 증권회사만을 염두에 둔 규제로서, 증권업의 속성을 반영한 유동성 규제의 성격이 매우 강하다. 반면, EU와 영국에서는 겸업주의 전통에 따라 전체 금융회사에 대한 건전성을 동일한 틀로 규제해 왔다. 그 결과 증권업자에 대한 건전성 규제 역시 은행의 건전성 규제 목적, 즉 도산방지 목적을 지니고 있다고 평가된다. 대신 증권회사 고유의 특성을 일부 반영하여 은행 대비 완화된 규제를 적용한다는 점에서 유동성 규제의 성격도 가지고 있는 것으로 판단된다.

우리나라 정책당국이 천명한 증권회사 건전성 규제는 유동성 규제의 성격을 지니는 동시에, 도산방지, 시스템리스크 억제의 목적도 함께 지니고 있다. 이러한 점에서 자본시장법상 증권회사 건전성 규제는 미국보다는 영국 및 EU에 가까운 것으로 보인다.

한편, 미국, 영국 및 EU 모두 증권회사에 대해 우리나라와 유사한 적기시정조치를 두고 있으나, 그 내용에서는 상당한 차이를 보인다. 해외 주요국 적기시정조치에서는, 자기자본 비율이 일정 수준 미만일 경우 증권회사로 하여금 이를 감독기관에 보고하게 하고 증권회사 스스로 그 비율을 회복하도록 규정하고 있다. 그러나 우리나라의 적기시정조치에서는 은행의 경우와 마찬가지로, 정부가 증권회사 경영의 세세한 부분까지 개입할 수 있도록 규정하고 있다. 이러한 점에서 은행업에 적용되는 규제철학이 증권업에도 고스란히 투영되어 있다고 볼 수 있다.

글로벌 금융위기 이후, 주요 선진국에서는 시스템리스크를 야기할 수 있는 대형증권사에 대해서는 보다 강한 건전성 규제를 부과하는 등, 대형사와 중소형사 간에 차등화된 규제체계를 마련하고 있다. 반면, 국내에서는 규모에 상관없이 대형사와 중소형사에게 동일한 건전성 규제를 부과하고 있다는 점에서 국내외 규제격차가 존재한다.

끝으로, 규제 기술방식 측면에서는 건전성 규제가 갖는 특성상 외국과 우리나라 모두 열거주의 및 규칙 중심으로, 큰 차이를 보이지는 않는다.

<표 III-7> 증권업 건전성 규제: 해외법규와의 차이

	미국/영/EU	한국	규제격차 (규제강도)
규제 내용	<ul style="list-style-type: none"> • (미) NCR규제는 증권업자의 유동성 규제 목적(비유동자산에 대한 차감정도가 높음) • (영) 바젤Ⅲ를 반영한 EU의 CRD에 따르나 증권업의 특성 반영 • 영미 모두 금융위기 이후 대형증권사에 대한 건전성 규제 강화 • 영미 모두 적기시정조치가 있으나, 우리보다는 느슨 	<ul style="list-style-type: none"> • 유동성 규제 목적 외 도산방지, 시스템리스크 방지와도 연계 • 금융위기 이후에도 중대형사 구분 없이 동일한 건전성 규제 • 은행 수준의 적기시정조치 실시 	대/Ⓢ/소 (해외≤국내) Ⓢ/중/소 (해외>국내) Ⓢ/중/소 (해외<국내)
규제 수준	<ul style="list-style-type: none"> • 엄격 	<ul style="list-style-type: none"> • 엄격(보다 강도가 높음) 	대/Ⓢ/소 (해외≤국내)
규제 체계	<ul style="list-style-type: none"> • 열거주의 및 규칙 중심 	<ul style="list-style-type: none"> • 좌동 	대/중/Ⓢ (해외≧국내)

3) 업무범위 규제

미국에서는 증권업자의 업무범위와 관련하여 열거적 형식의 금지규제가 없으며, 따라서 명시적인 겸영금지 규제의 적용을 받는 타 업권의 고유업무를 제외하고는 업무영위에 제약이 없다. 이러한 점에서, 미국 증권회사는 예금수취업과 보험업이 아닌 한, 사실상 모든 업무를 포괄적으로 영위할 수 있다. 그 결과, 우리나라 증권회사 입장에서는 상당한 제약이 부과되는 외환업무 및 일반상품(commodity) 관련 업무 등도, 미국에서는 자유롭게 영위할 수 있다. 글로벌 금융위기 이후, 은행계열 증권회사에 대해 일부 고위험업무와 관련한 제약이 부과되었으나, 순수 증권회사의 업무범위는 금융위기 이후에도 아무런 변화가 없다.

영국의 경우 업무범위와 관련하여 열거주의 방식을 취하고 있으나, 그럼에도 불구하고 실제로 포섭되는 업무의 범위가 매우 광범위하여, 실질적으로는 미국과 같은 포괄주의에 가까운 것으로 판단된다. 그 결과 외환업무 및 파생거래의 기초가 되는 일반상품 관련 투자업무도 당연히 증권회사의 영위업무에 포함된다. 한편, 미국과 달리 금융위기 이후에도 은행계열 여부에 따른 증권회사 업무범위 차이는 존재하지 않는다.

우리나라의 경우 다양한 금융투자업의 사내겸영이 허용되어 있으나, 열거주의 방식을 취함에 따라 영위업무에 실질적인 제약이 가해지는 경우가 다수 발견된다. 한편, 겸영업무와는 달리 부수업무는 포괄주의를 채택하고 있으나, 정부의 재량권 행사 범위의 불확실성으로 인해 실질적인 포괄주의 구현과는 거리가 먼 것으로 평가된다. 또한 해외에서는 증권회사가 자유롭게 영위할 수 있는 외환 및 외화자금 업무가 규제되고 있어, 증권산업의 국제화에 상당한 제약요인으로 작용하고 있는 실정이다.

<표 III-8> 증권업 겸업 및 부수업무 규제: 해외법규와의 차이

	미국/영/EU	한국	규제격차
규제 내용	<ul style="list-style-type: none"> • 업무범위가 매우 포괄적 (여신, 장의업무, FX업무, commodity업무 모두 영위 가능) • 단, 미국의 경우 금융위기 이후, 은행계열 증권사의 고위험업무 영위 제한) 	<ul style="list-style-type: none"> • 겸영업무의 내용을 열거적으로 제한 • 부수업무가 포괄적으로 정의되어 있으나, 엄격한 해석으로 업무확장에 제약(예: commodity 업무 영위 불가) • 외국환거래규정에 의해 FX/외화자금 관련 업무 영위 제약 	대/중/소 (해외≤국내)
규제 수준	• 낮음	• 높음	대/중/소 (해외<국내)
규제 체계	• 포괄주의	<ul style="list-style-type: none"> • 겸영업무: 열거주의 • 부수업무: 포괄주의 	대/중/소 (해외≤국내)

나. 증권업 규제개혁의 방향

1) 진입규제

진입규제의 방식과 관련하여, EU와 영국의 사례는 금융업의 겸업 관행을 반영하여 은행업 및 증권업을 비롯한 모든 금융업에 대해 인가주의를 취한다. 반면, 전업주의를 택하는 미국에서는 증권업자의 진입에 대해 등록주의를 택하고 있다. 전업주의 하에서 다양한 증권업자의 출현을 통한 경쟁과 금융혁신을 추구하기 위해서는 우리의 경우에도 과감히 등록제로 전환하는 것이 바람직하다. 시스템리스크 영역을 규제해야 하는 은행업과 동일하게 증권업에까지 인가제를 유지할 필요가 없다고 본다.

자본시장법 제정 시 진입단위의 세분화는 특화·전문화를 유도함으로써 다양한 증권업자의 출현을 위한 목적이 컸다. 그러나 현재의 세분화된 진입단위 하에서는 동시에 복수의 인가를 받아야만 특정업무가 가능할 정도로 개별 진입단위 자체의 의미가 없는 경우도 있을 정도이다. 그 결과, 당초 목적과는 달리 진입규제가 실질적으로 강화되는 효과가 발생하였다. 이런 측면에서 자본시장 고유의 업무확장성을 보장하기 위해서는 외국의 경우처럼 증권업자의 진입단위 자체를 대폭 단순화하는 것이 바람직할 것이다.

진입에 필요한 물적요건 또한 대폭 완화해야 한다. 금융혁신과 다양성 확보를 위해서는 물적 진입요건이 엄격해서는 곤란하기 때문이다. 또한 영위업무의 위험도가 높거나 투자자보호 필요성이 큰 일부 진입단위에 대해서는 물적요건이 상대적으로 높아야 하나, 이 경우에도 물적요건의 절대수준은 현재보다 대폭 완화하는 것이 바람직하다. 현재의 높은 진입규제는 과거 경쟁의 제한을 통한 증권산업의 육성 및 증권업의 신인도 제고를 위한 정책적 판단에서 기인한 것이다. 그러나 창의적인 위험인수와 다양한 섹터에서 활동하는 증권업자의 출현을 위해서는 물적

요건의 대폭적인 완화 조치가 필수적이다.

한편, 외국과 같이 진입규제에 대해 원칙 중심 규제로 전환하는 것과 관련해서는 주의가 필요하다. 우리나라와 같이 규제당국의 재량권 행사에 대한 우려가 있는 상황에서는 종래와 같이 규칙 중심 규제가 적합할 수 있기 때문이다.

2) 건전성 규제

건전성 규제와 관련하여 국내외 규제격차가 존재하는 부분은 첫째, 증권회사 건전성 규제에 대한 기본적인 철학이다. 미국의 경우, 진입과 퇴출이 활발한 증권회사 고유의 속성을 반영하여, 건전성 규제는 사실상 유동성 규제에 초점을 맞추고 있다. 반면, 겸업주의 전통이 강한 영국과 EU의 건전성 규제는 유동성 규제의 성격을 지니고 있는 동시에, 도산방지 목적도 함께 지닌 것으로 평가된다. 이러한 점에서 우리나라 증권회사의 건전성 규제는 미국보다는 영국 및 EU에 가깝다. 그러나 은행업과 연계되지 않은 순수 증권회사의 건전성 규제에 도산방지 등의 목적이 개입되는 것이 타당한지에 대해서는 의문이 남는다. 적어도 시스템리스크와 무관한 증권회사, 특히 중소형 증권회사에 대해서는 도산방지 목적을 배제한, 순수한 유동성 규제로 전환하는 문제를 심각하게 고려할 필요가 있을 것이다.

다음으로, 건전성 규제의 차등화 필요성에 대한 검토가 요구된다. 글로벌 금융위기 이후 대형증권회사에 의한 시스템리스크 야기 가능성이 확인됨에 따라, 해외 주요국에서는 대형증권사에 대해 보다 엄격한 건전성 규제를 도입하고 있는 추세이다. 이러한 점에서 우리나라에서도 증권회사 규모별로 건전성 규제를 차등적용하는 문제를 검토할 단계라고 판단된다. 물론, 현재 국내 대형 증권회사의 규모는 주요 선진국과는 비교

할 수준이 되지 못하며, 따라서 건전성 규제의 차등화가 시급한 사안으로 보이지는 않는다. 그럼에도 불구하고 ELS를 비롯한 파생결합증권, RP 등의 규모가 급속히 늘고 있어, 향후 대형 증권회사에 대한 차별화된 접근이 필요한 부분이 드러나고 있는 것 또한 사실이다. 따라서 증권회사의 규모에 따른 건전성 규제 차등화 문제는 중장기적 과제로서 심도 있는 논의가 필요하다고 판단된다. 다만, 대형 증권회사에 대해 보다 강화된 건전성 규제를 부과한다고 하더라도, 그 절대적 수준은 증권업 고유의 속성을 반영하여 은행 등 타 업권에 비해서는 낮아야 할 것이다.

끝으로, 현행 증권회사에 적용되는 적기시정조치 수준을 상당 부분 완화할 필요가 있다. 1997년 외환위기 이후 증권회사의 건전성 규제를 은행의 건전성 규제를 모델로 설계함에 따라, 적기시정조치제도에도 도산방지 목적이 강하게 반영되었다. 그 결과 도산방지를 위한 감독기관의 강도 높은 개입 또한 자연스러운 것으로 받아들여졌다. 그러나 해외 사례를 보면, 증권회사에 대한 적기시정조치는 증권업자 스스로 자기자본을 회복할 수 있도록 유도하는 장치로 활용되는 수준에 그치고 있음을 알 수 있다. 따라서 감독기관은 증권업자의 적시(timely) 보고에 따라 NCR 상황을 인지하고 이를 모니터링하는 후견적 역할에 머무르는 것이 바람직할 것이다.

3) 업무범위 규제

자본시장법 제정과 함께 다양한 금융투자업의 사내겸영이 허용되었고, 그 결과 과거에 비해 겸영업무가 대폭 확대된 점은 긍정적으로 평가된다. 그럼에도 불구하고 겸영업무를 포괄적으로 허용하는 것이 아니라 구체적으로 열거하고 있는 관계로, 실제 업무 영위에는 제약이 가해지는 경우가 쉽게 발견된다. 대표적인 사례가 기업여신을 용도 및 기간에 따라 제한을 가하는 경우를 들 수 있다. 그러나 예금수취 및 보험인수에

중사하지 않는 한, 확장성이 중요한 증권회사의 업무에 제약을 가할 필요성은 크지 않다고 판단된다. 따라서 겸영업무에 대해서도 열거주의 방식에서 탈피하여 포괄주의로 전환하는 방안을 적극적으로 검토할 필요가 있다.

다음으로 부수업무의 실질적인 포괄주의 구현이 필요하다. 지금까지 원칙적으로 부수업무를 포괄적으로 허용하는 대신, 해당 업무의 영위가 금융시장 안정이나 투자자보호에 문제를 초래할 가능성이 있을 경우 이를 정부가 재량적으로 금지하도록 하는 것은 분명 바람직하다. 문제는 '원칙허용-예외금지'라는 자본시장법 정신이 실제로 구현되고 있는가에 달려 있다. 부수업무의 실질적인 포괄주의 구현을 위해서는, 정부가 특정 부수업무 영위를 제약하는 것과 관련하여 불확실성이 최소화되어야 한다. 다시 말해, 재량권 행사를 통해 특정 부수업무 영위를 불허할 경우에는, 그 근거가 명확히 특정되어야 할 것이다.

끝으로 외국환 관련 법규로 인해 증권회사의 외환 및 외화자금 관련 업무에 제약이 존재하는 현실은 반드시 시정해야 한다. 향후 국내 금융자산이 급속도로 축적됨에 따라 해외투자 수요 역시 급속히 늘어날 전망이다. 뿐만 아니라 역내 금융시장 통합도 가속화되고 있어 국경을 넘는 자본이동도 점차적으로 증가할 수밖에 없다. 이러한 상황에서 증권회사의 외환 및 외화자금 관련 업무에 제약이 존재할 경우, 해외투자 및 국경간 자금이동과 관련한 서비스를 효과적으로 제공하기 어렵다. 증권회사에 대한 외화 관련 업무제약이 국민의 금융자산 축적을 저해하는 동시에, 국내 금융산업의 국제화도 지연시키는 좋지 않은 결과를 야기할 수 있다는 것이다.

증권산업은 태생적으로 업무의 확장성을 근간으로 한다. 그리고 이때 비로소 자본시장의 혁신도 활발히 이루어질 수 있다. 이러한 점을 고려하여, 시스템리스크 등의 문제를 야기할 우려가 크지 않는 한, 증권회사의 업무범위는 포괄적으로 허용하는 것이 바람직하다고 하겠다.

IV편. 자산운용업 규제의 바람직한 방향

1. 머리말
2. 주요국의 자산운용업 규제
3. 우리나라의 자산운용업 규제
4. 자산운용업의 바람직한 규제개혁 방향

1. 머리말

자본시장에서 중요한 역할을 담당하는 자산운용업은 증권업과 마찬가지로 경쟁에 기반한 혁신을 추구해 왔다. 자산운용업자들의 활발한 경쟁 및 이에 바탕한 혁신에 힘입어 다양한 펀드들이 출현했고, 그 결과 자산운용업의 외연은 지속적으로 확장될 수 있었던 것이다.

경쟁과 혁신이라는 자산운용업 고유의 속성은 동 산업에 적합한 규제가 수반될 때 비로소 발현될 수 있다. 자산운용산업에서 활발한 경쟁이 이루어지려면 진입과 퇴출이 용이해야 하며, 따라서 다른 권역과는 달리 진입규제와 재무건전성 규제는 상당히 완화된 수준이어야 한다. 특히 자산운용업의 경우, 운용업자의 역량이 핵심경쟁력이라는 점에서 인적요건 중심의 완화된 진입규제가 적용되어야 한다. 또한 운용업자의 파산이 투자자 손실로 이어질 가능성이 낮다는 점에서, 재무건전성 규제 역시 다른 권역과는 다른 관점에서 바라볼 필요가 있다. 더불어 투자자보호 필요성이 낮은 영역, 즉 사모펀드 영역에서는 공모펀드와는 달리 투자운용과 관련한 제약이 존재해서는 곤란하다. 실제로 주요 선진국의 자산운용업 규제에는 자산운용업이 갖는 이러한 속성이 잘 투영되어 있다.

물론 지난 글로벌 금융위기 이후, 일부 대형 사모펀드에 의한 시스템 리스크 문제가 확인되었고, 이에 따라 이들에 대한 규제가 일부 신설된 것은 사실이다. 그럼에도 불구하고 규제변화의 내용과 범위는 사실상 매우 제한적이다. 실제로 해외 주요국의 자산운용업 규제를 살펴본 결과, 글로벌 금융위기 이후 변화된 규제는 대형 사모펀드의 진입 및 보고의 무 부과 등으로 국한된다. 금융시스템에 부담을 주는 대형 사모펀드 등에 대한 감독당국의 정보 확보 등에 대한 규제 이외의 영역에서는 사실상 규제변화가 없었다는 것이다. 이는 증권업과 마찬가지로 금융시스템

에 영향을 주지 않는 한, 자산운용업에서도 역동성과 혁신성을 위한 여지가 지속적으로 제공되어야 함을 시사한다.

이러한 점을 염두에 두고 본고에서는 우리나라 자산운용업 규제 바람직한 방향 및 주요 개혁과제를 제시한다. 여기에는 공모·사모 펀드별 규제체계 이원화, 진입을 위한 물적요건 완화, 진입단위 단순화, 자본시장법상의 사모펀드 규제 통합, 자본시장법 펀드와 개별법 펀드 간의 규제격차 해소 등이 포함된다.

본고의 구성은 다음과 같다. 이어지는 2장에서는 미국, 영국, EU 등 주요 선진국 자산운용업 규제의 역사를 개관하고, 아울러 글로벌 금융위기 이후 자산운용업 규제의 변화여부 및 변화내용을 점검한다. 3장에서는 우리나라의 자산운용업 규제를 진입규제, 건전성 규제, 투자운용 규제로 대별하여 살펴본다. 끝으로 4장에서는 우리나라와 글로벌 규제 간의 규제격차를 확인하고, 이러한 격차분석에 바탕하여 우리나라 자산운용업 규제의 바람직한 방향성 및 주요 개혁과제를 도출한다.

2. 주요국의 자산운용업 규제

가. 개관

이 장에서는 미국, EU 및 영국의 자산운용업 규제를 진입, 건전성, 투자운용, 투자자보호 등으로 구분하여 살펴보고, 이들 규제의 주요 특징과 글로벌 금융위기를 계기로 변화된 규제 내용에 대해 알아보고자 한다.

운용업자 및 펀드를 규율하는 미국의 법률은 투자자문업자법(Investment Advisers Act of 1940), 투자회사법(Investment Company Act of 1940), 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934), 증권법(Securities Act of 1933) 등이 있다. 이 중에서도 투자자문업자법과 투자회사법이 미국 자산운용업 규제체계의 근간을 이루고 있다. 투자자문업자법은 운용업자를 포함한 투자자문업자의 등록 및 의무 등을 규정하고 있으며, 투자회사법은 투자회사의 구조, 운영, 자산보관, 투자운용, 이사회 등에 대한 사항을 규정하고 있다.

미국의 자산운용업 규제를 이해하기 위해서는 이 법률들이 제정된 배경을 이해할 필요가 있다. 1차 대전 이후 미국의 경제가 급성장하면서 미국에서 오늘날의 폐쇄형펀드와 유사한 투자신탁이 처음으로 생겨나기 시작하였다.²⁸⁵⁾ 또한, 미국 최초의 개방형펀드인 Massachusetts Investors Trust가 1924년에 설립된 이후에는 개방형펀드도 많이 생겨났다. 하지만, 이때만 하더라도 규제체계가 미비하여 펀드의 포트폴리오 보유내역 미

285) 집합투자 개념의 최초의 펀드는 1868년 영국에서 설립된 단위신탁(unit trust) 형태의 폐쇄형펀드인 Foreign and Colonial Government Trust로 알려져 있다. 이후 1차 대전 이전까지만 하더라도 대부분의 펀드는 유럽에서 설정되었다. 이에 대한 내용은 Gremillion(2005)을 참고하라.

공시, 차입을 통한 펀드규모 및 수익 부풀리기, 내부자거래 등 투기적 행태와 불건전 펀드운영이 관행적으로 이루어지고 있었다. 특히, 일부 펀드의 경우에는 사기나 다름없는 폰지(Ponzi) 방식으로 운영되었다고 한다. 이에 따라 1929년 대공황이 발생했을 때 펀드 투자자들도 큰 피해를 입었는데, 중도환매가 가능했던 개방형펀드에 비해 폐쇄형펀드 투자자들의 피해가 특히 심했다.

이에 미국은 1930년대에 들어서 일련의 공모펀드 관련 법률들을 제정하였다. 특히 투자회사법은 제정 당시 공공의 이익 및 투자자의 이익에 반하는 8가지 유형의 불건전 행위를 규정하고 이를 방지하기 위한 내용을 법에 반영하였다.²⁸⁶⁾ 따라서, 투자회사법과 투자자문업자법은 기본적으로 투자자보호를 목적으로 공모펀드와 공모펀드 운용업자를 규율하는 법률이라고 할 수 있다. 이에 반해 사모펀드에 대해서는 자율적인 개인 간 사적계약으로 간주하여 사실상 규제하지 않았다. 그런데 지난 2008년 금융위기 이후 Madoff 사건과 같은 사모펀드 금융사기가 드러나고, 대형 사모펀드가 시스템리스크를 전파하는 매개체로 작용할 수 있다는 인식을 하게 되었다. 이후 미국은 도드-프랭크법(Dodd-Frank Act)을 제정, 대형 사모펀드 운용업자의 SEC(Securities and Exchange Commission) 등록 및 위험포지션 보고의무 등을 규정하면서 사모펀드 운용업자를 규제하기 시작하였다.

영국을 비롯한 EU 회원국들의 자산운용업 규제체계는 1985년에 제정된 UCITS(Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities)지침과 2011년에 제정된 AIFM(Alternative Investment Fund

286) 이에 해당하는 불건전 행위는 투자회사의 목적, 행위, 포트폴리오 등에 대한 불충분한 공시, 투자자의 이익을 해치는 운영진의 이익추구 행위, 투자자 이익에 반하는 주식발행, 권한 남용 및 다단계를 이용한 투자회사 운영, 불건전 회계 관행, 투자자의 승인 없는 구조조정, 과도한 차입 및 선순위채 발행, 불충분한 자산 등이다.

Manager)지침으로 구성되어 있다.

UCITS지침은 양도성증권(transferable securities)에 투자하는 공모펀드와 해당 운용업자의 인가(authorization), 투자운용 규제, 영업활동, 수탁회사(depositary)의 의무 및 역할, 그리고 이에 대한 감독 및 정보공시 규정 등을 포함하고 있다. 즉, UCITS지침은 EU 회원국의 공모펀드를 규율하는 규제체계로서, UCITS지침의 규제를 받는 공모펀드를 UCITS이라고 한다.

UCITS지침이 제정된 배경에는 유럽사회의 고령화가 자리하고 있다. 유럽에서 고령화가 진전됨에 따라 안정적인 노후자금 마련을 위한 수단으로서 펀드가 주목받기 시작하면서 펀드투자가 늘어나기 시작하였다. 이에 유럽위원회(European Commission: EC)는 1985년 회원국 간 펀드 판매시장 단일화를 목적으로 역내에서 자유로운 판매가 가능한 공모펀드 규율체계인 UCITS지침을 제정하였다.²⁸⁷⁾ UCITS지침의 목적은 유럽 단일의 펀드판매시장 형성뿐만 아니라 규모의 경제를 활용한 유럽 자산운용산업의 효율성 증진에 있다. 또한, 1985년에 제정된 이후 이에 대한 지속적인 개선노력이 이루어진 결과, UCITS지침은 역내 투자자의 펀드 선택폭과 분산투자 기회를 확대하고, 유럽 자산운용산업의 성장에도 기여한 것으로 평가받고 있다.²⁸⁸⁾

2011년에 제정된 AIFM지침은 UCITS지침의 규제를 받지 않는 펀드인 AIF와 AIF의 운용업자를 규율하는 규제체계이다.²⁸⁹⁾ AIFM지침은

287) 흔히 이 지침을 UCITS I이라고 한다. 1990년대 들어 UCITS I을 보완하는 UCITS II가 추진되었으나, 회원국 간 이해 불일치로 무산되었다. 이후 지속적인 논의를 거쳐 2001년에는 UCITS III가, 그리고 2009년에는 UCITS IV가 제정되었고 2011년 7월부터 시행되고 있다.

288) CRA(2006)는 UCITS지침으로 유럽 공모펀드 시장이 완전 통합되고, 유럽 펀드의 평균 규모가 미국 펀드의 평균치에 가까워지면서 연간 17bp의 비용절감을 얻을 수 있으며, 수익률 또한 제고될 것으로 추정하고 있다.

289) AIF는 UCITS지침의 규제를 받지 않는 펀드를 지칭하는데, 헤지펀드,

AIF와 AIF 운용업자의 인가, 영업활동, 수탁회사의 의무와 역할, 감독당국에 대한 위험포지션 보고 및 투자자에 대한 정보제공 의무 등의 내용으로 구성되어 있다.

AIFM지침이 제정된 배경에는 2008년 리만 브라더스의 파산으로 촉발된 금융위기가 자리하고 있다. 금융위기를 거치면서 전 세계적으로 헤지펀드 및 PEF와 같은 사모펀드의 투자활동이 위험요인을 전파 또는 증폭시킬 수 있는 가능성을 확인하였다. 즉, 사모펀드가 시스템리스크 요인으로 작용하여 금융시스템의 안정성을 해칠 수 있음을 인식하게 되었다.²⁹⁰⁾ 이에 유럽위원회는 기존 UCITS지침의 규제를 받지 않는 펀드 및 운용업자를 통일적으로 규율하여 금융안정성을 도모하기 위해 AIFM지침을 마련하였다.

AIFM지침의 제정으로 공모펀드는 UCITS지침으로, 그 이외의 펀드는 AIFM지침으로 규제하게 되면서 EU 차원의 자산운용업 규제체계가 완성되었다. 특히, UCITS지침으로 통일된 규제를 받는 유럽 공모펀드와는 달리, 그동안 개별 국가별로 분절되어 있던 유럽의 헤지펀드 및 PEF 등의 사모펀드가 통일된 규제를 받게 되었다.²⁹¹⁾

한편, 영국은 UCITS지침과 AIFM지침을 자국의 FSMA(Financial Services and Markets Act 2000)와 관련 규정에 반영하여 시행하고 있

PEF, 부동산펀드, 인프라펀드 등의 사모펀드 또는 대체투자펀드가 이에 해당한다(AIFM지침 4조 1항(a)). 이외에도 룩셈부르크의 특수투자펀드(specialized investment fund), 아일랜드의 적격투자펀드, 독일의 특별펀드(Spezialfond), 영국의 투자신탁(investment trust), 자선펀드, 미국의 미국은행 집합신탁(US bank collective trust) 등이 AIF에 해당한다(천창민(2012)).

290) AIFM지침 전문에서 동 지침의 배경으로 이를 명시하고 있다.

291) 예를 들어, 유럽 헤지펀드 시장의 중심지인 영국은 AIFM지침을 자국 법체계에 수용하여 기존 사모펀드 운용업자에 대한 등록제를 인가제로 전환하였다(Greene and Adams(2010)).

다.²⁹²⁾ 이에 따라 영국 자산운용업 규제의 핵심적인 내용은 UCITS지침 및 AIFM지침과 동일하다.

나. 주요국 자산운용업 규제 내용

이 절에서는 미국, EU 및 영국의 자산운용업 규제 내용을 진입, 건전성, 투자운용, 투자자보호 등으로 구분하여 살펴보고자 한다. 진입규제는 등록제 또는 인가제 채택 여부, 등록 또는 인가단위, 자기자본 또는 자본금과 같은 물적요건과 인적요건 등에 대한 내용으로 구성되어 있다. 건전성 규제는 재무건전성요건과 내부통제·지배구조 중심의 기타 건전성요건으로 구성되어 있다. 투자운용 규제는 포트폴리오 운용과 직간접적으로 관련된 분산투자 및 거래제한 등에 대한 내용으로 구성되어 있다. 투자자보호는 운용업자가 투자자에게 제공해야 하는 정보 및 공시요건을 중심으로 알아보고자 한다.²⁹³⁾

1) 진입규제

가) 미국

미국의 투자자문업자(Investment Advisers)는 우리나라의 자산운용업자 또는 집합투자업자(이하 '운용업자')에 해당하는데, 미국은 1940년에 제정된 투자자문업자법으로 이들을 규제하고 있다.²⁹⁴⁾ 투자자문업자법에

292) FCA Handbook의 COLL(Collective Investment Schemes sourcebook), FUND(Investment Funds sourcebook), IPRU(INV) 내용이 규정되어 있다.

293) 본 총서에서는 UCITS지침과 AIFM지침의 국가 간 교차판매(cross-border distribution)를 위한 패스포트 관련 규정은 분석에서 제외한다.

294) 투자자문업자법 202조에서 투자자문업자는 '보상(compensation)을 받고 타인에게 증권(securities)에 대한 자문, 보고서 또는 분석을 제공하는 것

규정된 운용업자 진입규제는 공모펀드 운영업자와 헤지펀드 및 PEF와 같은 사모펀드 운용업자로 나누어 살펴볼 수 있다.

미국은 공모 및 사모펀드 운용업자에 대해 등록제를 채택하고 있다.²⁹⁵⁾ 우선, 투자회사법의 규율을 받는 공모펀드 운용업자는 운용규모에 상관없이 SEC에 등록해야 한다. 사모펀드 운용업자에 대해서는 그동안 투자회사법과 투자자문업자법의 적용을 면제하였으나, 글로벌 금융위기 이후 도드-프랭크법 제정에 따라 SEC는 운용규모가 1.5억달러 이상인 미국 소재 대형 사모펀드 운용업자의 등록을 의무화하였다.²⁹⁶⁾

등록의무가 있는 공모펀드 및 사모펀드 운용업자는 등록 시 자신에 대한 일반 정보와 펀드유형, 자산운용 관련 투자자문 서비스 유형 등에 대한 정보를 SEC에 제공해야 한다. 여기서 펀드유형은 투자회사 여부 등 펀드의 법적형태를 의미하는 것으로 SEC가 해당 펀드의 적격성 여부를 판단하는데 필요한 정보이다.²⁹⁷⁾ 이러한 정보 이외에 별도로 요구되

을 업으로 하는 자연인 또는 회사로 정의하고 있다. 따라서, 투자자문업자는 자산운용업자 또는 집합투자업자를 포함하고 있다.

295) 사모펀드(private fund)는 투자회사법에서 100인 미만의 투자자(3조 c항) 또는 5백만달러 이상을 투자한 적격투자자(qualified purchasers)로부터 사모로 투자자금을 유치한 펀드로 정의된다.

296) 투자자문업자법에서 등록이 면제되는 사모펀드 운용업자는 운용규모가 1.5억달러 미만인 오직 사모펀드만을 대상으로 투자자문업을 수행하는 미국 소재 운용업자로 한정된다. 따라서, 운용규모가 1.5억달러 미만인 사모펀드 운용업자라 하더라도 사모펀드 이외에 운용하는 공모펀드가 하나라도 있다면 SEC에 등록을 해야 한다.

297) 운용업자는 등록신청서류(ADV Form)에 나열되어 있는 투자자문 서비스의 유형 중에서 해당하는 서비스 유형을 선택하여 제출한다. 이 중에서 자산운용 관련 투자자문 서비스 유형에는 투자회사의 포트폴리오 운용, 투자회사 이외의 집합투자기구의 포트폴리오 운용 등이 있다. 투자자문 및 일임에 해당하는 서비스 유형에는 개인 및 중소기업 사업자의 포트폴리오 운용, 중대형 사업자 및 기관고객의 포트폴리오 운용 등이 있다. 기타 항목으로는 금융설계(financial planning), 연금 컨설팅, 다른 자문업자의

는 등록단위가 없고, 등록단위가 자산 또는 투자자를 기준으로 명시적으로 세분화되어 있지 않다는 점에서 미국의 운용업자 등록단위는 포괄적이라고 할 수 있다.

그런데 미국의 경우 공모 및 사모펀드 운용업자의 등록과정에서 자본금과 같은 물적요건과 교육, 경험 등과 같은 인적요건의 구체적인 내용을 규정하지 않고 있다.²⁹⁸⁾ 그 대신 운용업자가 고객 또는 투자자에게 자신의 경험 및 자격요건에 대한 정보를 제공하도록 규정하고 있다.

한편, 미국에서 공모펀드는 투자회사법에 의해, 그리고 공모펀드의 주식(shares)은 증권법에 의해 SEC에 등록해야 한다.²⁹⁹⁾ 이 때 SEC에 등록하는 공모펀드는 일반 투자자에게 공모되기 이전에 적어도 10만달러 이상의 자본금(seed capital)을 구비해야 한다.³⁰⁰⁾ 이에 반해 투자회사법의 적용을 받지 않는 사모펀드의 경우에는 증권법 Regulation D 506(b)의 규정에 따라 전문투자자(accredited investors) 또는 충분한 금융지식과 투자경험을 구비한 투자자(sophisticated investors)들로부터 자금을 모집할 수 있다. 이 때 전문투자자(accredited investors)의 수는 제한이 없으나 전문투자 지식을 보유한 투자자(sophisticated investors)의 수는 35인으로 제한된다.³⁰¹⁾

선정, 정기간행물의 발행, 신용평가, market timing, 세미나/워크숍 등이 있다(자세한 내용은 SEC 웹사이트 및 ADV Form 참고).

298) 비록 자본금과 같은 물적요건을 명시하지는 않았으나, SEC는 등록여부를 결정하는 과정에서 운용업자의 재무건전성에 대한 고려를 하고 있는 것으로 보인다(Greene and Adams(2010)).

299) 투자회사법 8조 및 증권법 6조

300) 투자회사법 14조

301) Regulation D 506(c)에 의한 사모발행의 경우에는 공개적 청약권유와 광고가 가능하나, 최종 청약에 따른 투자자는 모두 전문투자자여야 한다.

나) EU 및 영국

EU UCITS지침의 진입규제는 다음과 같다. 우선, UCITS지침은 공모 펀드인 UCITS과 운용업자에 대해 인가제(authorization)를 채택하고 있다. 또한, 미국과 마찬가지로 세부적인 인가단위를 규정하고 있지 않아서 인가단위가 포괄적이다.

UCITS지침은 운용업자에 대한 진입요건으로 미국보다는 구체적으로 자본금요건과 인적요건의 원칙을 제시하고 있다.³⁰²⁾ UCITS 운용업자로 인가를 받기 위해서는 우선 12만 5천유로 이상 규모의 자본금을 구비해야 한다.³⁰³⁾ 또한, 해당 운용업자는 UCITS 유형의 펀드 운용경험과 평판을 갖추어야 한다.³⁰⁴⁾

UCITS지침은 미국의 뮤추얼펀드와 같은 회사형 펀드에 대해서도 진입요건을 규정하고 있다.³⁰⁵⁾ 우선, 30만유로 이상의 충분한 초기자본(initial capital)을 가진 투자회사 즉, 회사형 UCITS이 아니라면 앞서 언급한 진입요건을 충족하는 운용업자를 지정해야 한다. 만일 투자회사가 운용업자를 지정하지 않았다면, 투자회사를 대표하거나 정책을 결정하는 임원진은 운용업자의 인적요건에 준하는 요건을 충족해야 한다.

AIFM지침의 진입규제는 다음과 같다. 기본적으로 AIFM지침은 AIF 및 AIF의 운용업자에 대한 인가제를 채택하고 있으며, UCITS지침과 마찬가지로 인가단위가 포괄적이다.³⁰⁶⁾ AIF의 운용업자인 AIFM은 인가를 신청할 때 자신과 AIF의 정보를 관할 감독당국에 제출해야 한다. 운용

302) UCITS지침 7조

303) 인가를 받은 이후에는 CRD(구체적으로는 Directive 2006/49/EC 21조)에 따라 상시요건으로 자본금은 전년도 고정비용(fixed overhead)의 25%에 해당하는 금액보다 커야 한다(UCITS지침 7조).

304) UCITS지침 8조

305) UCITS지침 29조

306) AIFM지침 7조 2항 및 3항

업자에 대한 정보에는 임원, 주주, 조직구조, 보상(remuneration)정책, 업무위탁, 수탁회사와의 계약 등이 포함된다. AIF에 대한 정보에는 해당 펀드의 투자전략 및 투자위험, 차입 사용여부, 모자펀드인 경우에는 모펀드 정보 등이 해당된다.

한편, 운용규모가 1억유로 미만이거나, 무차입폐쇄형 AIF로만 구성된 5억유로 이하의 포트폴리오를 운용하는 AIF 운용업자는 등록제를 선택할 수 있다.³⁰⁷⁾ 단, 이에 해당하는 AIF 운용업자는 등록 시 투자전략에 대한 정보를 관할 감독당국에 제공해야 한다. 또한, 등록된 AIF 운용업자는 관할 감독당국이 정기적으로 시스템리스크를 점검할 수 있도록 투자자산 및 위험포지션 관련 정보를 제출해야 한다.³⁰⁸⁾

UCITS지침과 마찬가지로 AIFM지침은 AIF 운용업자에 대한 최저자본금요건과 인적요건에 대한 원칙을 규정하고 있다.³⁰⁹⁾ AIF는 운용업자가 자체적으로 운용하는 내부 AIF(internally managed AIF)와 다른 AIF의 운용업자로 선정된 외부 AIF로 구분되는데, 내부 AIF인지 외부 AIF인지에 따라 최저자본금이 달리 적용된다. 내부 AIF 운용업자의 초기자본금은 최소 30만유로 이상, 외부 AIF 운용업자의 초기자본금은 최소 12만 5천유로 이상이어야 한다.³¹⁰⁾ 인적요건으로는 운용업자가 AIF의 투자전략에 대한 풍부한 경험과 평판을 갖추어야 한다는 원칙과, 운용업자

307) AIFM지침 3조 2항. 여기서 무차입폐쇄형 AIF는 투자자가 최초 투자시점부터 적어도 5년간 환매할 수 없는 AIF를 의미한다.

308) AIFM지침 3조 3항. 그런데 등록요건을 만족하는 AIF 운용업자라 하더라도 인가를 신청할 수 있으며, 이 경우 AIFM지침에 규정된 국가 간 상호인증에 의한 운용 및 판매관련 패스포트 제도의 혜택을 받을 수 있다(AIFM지침 3조 4항).

309) 초기 자본금과 같은 물적요건은 AIFM지침 9조 1항, 2항, 5항에서, 운용업자의 인적요건에 대한 원칙은 AIFM지침 8조 1항에서 제시하고 있다.

310) UCITS지침과 마찬가지로 인가를 받은 이후에는 상시요건으로 자본금은 전년도 고정비(fixed overhead)의 25%를 초과해야 한다.

의 건전하고 신중한 운용을 담보할 수 있도록 주주의 적합성(suitability) 원칙을 제시하고 있다. 다만, AIFM지침은 적합성의 구체적인 내용을 담고 있지는 않다.

영국 역시 운용업자와 펀드에 대해 인가제를 채택하고 있고, 인가단위 또한 포괄적이다. 또한, 운용업자는 UCITS지침과 AIFM지침에 규정된 최저자본금과 같은 물적요건과 인적요건의 원칙을 모두 충족해야 한다.³¹¹⁾ 펀드의 경우도 운용업자와 마찬가지로 UCITS인지 AIF인지에 따라 해당 지침의 규제를 받는다. 그런데, 영국은 감독당국인 FCA(Financial Conduct Authority)가 운용업자 인가과정에서 추가적으로 물적·인적요건의 적합성 및 적정성(fitness and propriety) 테스트를 하고 있다.³¹²⁾ 적합성 테스트는 운용업자가 적절한 기술, 주의, 성실함과 신중하고 평판 있는 인력을 갖추고 정직하게 영업을 수행할 수 있는지 판단하는 것이다. 적정성 테스트는 운용업자가 자본금 및 기타 영업행위에 필요한 물적 자원을 갖추었는지 판단하는 것이다. 따라서, FCA는 운용업자의 물적·인적요건, 조직체계, 이해상충 방지체계, 내부통제 및 위험관리체계 등을 종합적으로 검토한 후 운용업자에 대한 인가여부를 결정하고 있다.

2) 건전성 규제

가) 미국

미국 투자자문업자법은 우리나라의 NCR(Net operating Capital Ratio)과 같은 운용업자의 재무건전성요건에 대해서는 규정하지 않고 있다. 하지만, 투자자문업자법은 투자자문업자와 고객과의 계약관계에 주

311) FSMA 31조

312) IMA(2012) 및 FSMA 64조

목하여 투자자문업자가 수탁자로서의 의무(fiduciary duty)를 충실히 이행할 것을 규정하고 있다.³¹³⁾ 이 규정은 고객의 이익에 반하는 일체의 직간접적인 거래, 행위, 영업 등을 금지하여 투자자문업자가 고객을 기만(fraud)할 가능성을 차단하고자 하는 것이다. 이와 동일한 목적으로 SEC는 잠재적인 이해상충(conflicts of interest)의 여지가 있는 사항이나 계약상 중요한 문제에 대한 공시(disclosure), 자문의 적합성, 고객자산의 안전한 보관, 준법감시인(Chief Compliance Officer: CCO)의 선정 및 내부 준법감시 프로그램 구축 등의 의무를 규정하고 있다(Plaze(2014)).³¹⁴⁾ 이 중에서 정보공시를 제외한 사항은 사모펀드 운용업자에게도 동일하게 적용된다.

도드-프랭크법 제정 이후 SEC에 등록된 대형 사모펀드 운용업자는 공공의 이익 및 투자자보호, 또는 시스템리스크에 대한 평가를 위해 필요한 정보 및 연간보고서를 포함한 각종 보고서를 SEC에 제출해야 한다.³¹⁵⁾ 또한, SEC는 정기 또는 특별검사를 통해 이러한 보고서가 제대로 기록되고 유지되고 있는지 여부를 조사할 수도 있다. 다만, SEC는 운용업자로부터 획득한 사모펀드 및 운용업자의 정보를 비공개로 할 수 있다. 구체적으로 투자전략, 분석 및 연구방법론, 거래자료, 지적재산권을 포함하고 있는 컴퓨터 하드웨어 및 소프트웨어, 그밖에 SEC가 인정하는 정보 등 운용업자의 고유정보(proprietary information) 등이 이에 해당한다.

313) 투자자문업법 206조

314) 투자자문업자법은 이외에도 합리적인 근거에 의한 추천, 최선의 실행(best execution), 투자자의 최선의 이익을 위한 대리투표(proxy vote), 윤리준칙(code of ethics) 작성 및 준수 의무 등을 부과하고 있다.

315) 이에 해당하는 정보는 운용규모, 부외 차입을 포함한 차입규모, 거래 상대방 신용위험 익스포저, 거래 및 투자포지션, 평가정책, 보유자산의 유형, 특정 투자자에게만 유리한 권리를 부여하는 side letter와 같은 약정, 거래관행, 기타 시스템리스크 평가에 필요하다고 판단되는 정보 등이다(투자자문업자법 204조(b)).

한편, 투자회사법은 이해상충 및 운용업자의 금융사기를 방지하기 위해 공모펀드의 지배구조 및 통제체계 등에 대해 규정하고 있다. 예를 들어, 투자회사법은 뮤추얼펀드 운용업자를 감독하는 기구로 이사회(board of directors)를 두고 있는데, 적어도 이사회 구성원의 40% 이상이 펀드 운용과는 관계없는 사외이사여야 한다.³¹⁶⁾ 이외에도 투자회사법은 투자자의 자산을 일정한 자격을 갖춘 보관기관(qualified custodian)에 안전하게 보관하고, 매년 회계감사를 실시하여 그 결과를 SEC에 제출하도록 규정하고 있다.³¹⁷⁾

나) EU 및 영국

UCITS지침은 재무건전성 규제가 없는 미국과는 달리 운용업자에 대한 재무건전성 규제를 시행하고 있다. 단, UCITS지침의 재무건전성 규제는 운영위험을 고려한 추가 자본금 적립요건에 국한된다. 구체적으로 운용업자의 운용규모가 2.5억유로를 초과할 경우 2.5억유로 초과분의 0.02%에 해당하는 금액을 추가로 적립해야 하며, 자본금의 최대한도는 1,000만유로이다.³¹⁸⁾

UCITS지침은 건전한 경영을 위해 지배구조 및 통제체계에 대해서도

316) 투자회사법 10조. 사외이사는 투자자를 대표하여 펀드의 운용성과를 평가하고, 운용 및 판매보수를 승인하며, 준법감시프로그램을 감독하는 역할을 수행한다. 한편, ICI(2014)에 따르면 2012년말 기준 이사의 3/4 이상이 사외이사인 뮤추얼펀드의 비중이 약 85% 수준이다.

317) 투자회사법 17조(f)에 규정된 적격 보관기관은 은행, 증권거래법 (Securities Exchange Act of 1934)에 정의된 거래소(national securities exchange)의 회원사, 해당 투자회사, 중앙청산소(central clearing system) 등이다. 펀드에 대한 회계감사는 투자회사법 32조에 규정되어 있다.

318) UCITS지침 7조. 한편, 운용업자는 관할 감독당국의 승인을 거쳐 추가로 적립되는 자본금의 50%까지 금융기관의 보증 또는 보험으로 대체할 수 있다.

규정하고 있다.³¹⁹⁾ 우선, 운용업자는 이해상충을 방지하기 위한 조직체계를 갖추어야 하며, 건전한 사무행정 및 회계절차, 데이터 처리를 위한 통제 및 보안규정, 충분한 내부통제 시스템을 갖추어야 한다.³²⁰⁾ 또한, UCITS지침은 운용업자가 준수해야 하는 5가지 원칙을 제시, 이를 바탕으로 회원국 감독당국이 행위준칙(rules of conduct)을 만들도록 규정하고 있다.³²¹⁾ UCITS지침이 제시한 5가지 원칙은 수탁자로서의 의무를 구체적으로 서술한 것으로서 다음과 같다. 첫째, 운용업자는 UCITS의 이익과 시장의 보전(integrity)을 위해 정직하고 공정하게 영업행위를 수행해야 한다. 둘째, 운용업자는 UCITS의 이익과 시장의 보전을 위해 충분한 기술, 주의, 성실함을 갖추어 행동해야 한다. 셋째, 운용업자는 적정한 성과를 내기 위해 필요한 자원 및 절차를 갖추어야 한다. 넷째, 운용업자는 이해상충을 회피하기 위해 노력해야 하며, 이를 피할 수 없을 때에는 해당 UCITS이 부당한 대우를 받지 않도록 해야 한다. 다섯째, 운용업자는 투자자의 이익과 시장의 보전을 위해 영업행위 규정을 준수해야 한다.

AIFM지침의 건전성 규제는 기본적으로 UCITS지침의 건전성 규제와 유사하다. 하지만, AIFM지침은 운용업자의 이해상충과 운영위험을 방지하기 위해 재무건전성과 지배구조 및 통제체계를 UCITS지침보다 상세하게 규정하고 있다.

우선, AIFM지침은 UCITS지침과 마찬가지로 운영위험을 고려한 추가 자본금 적립요건을 규정하고 있다. 즉, 운용규모가 2.5억유로를 초과하는 AIF 운용업자는 2.5억유로 초과분의 0.02%에 해당하는 금액을 추가로 적립해야 한다.³²²⁾

319) 한편, 운용업자를 지정하지 않은 회사형 펀드인 투자회사는 운용업자에게 적용되는 건전성요건을 준수해야 한다.

320) UCITS지침 12조

321) UCITS지침 14조

322) AIFM지침 9조 3항. 또한, UCITS과 마찬가지로 AIF 운용업자는 추가로

또한, AIFM지침은 건전한 경영을 위해 UCITS지침과 유사한 지배구조 및 통제체계 규정을 명시하고 있다. 우선, AIFM지침은 AIF 운용업자가 기본적으로 준수해야 하는 6가지 원칙들을 제시하고 있다.³²³⁾ 이러한 원칙들은 UCITS지침의 원칙과 매우 유사한 것으로 다음과 같다. 첫째, 운용업자는 적절한 기술, 주의, 성실함을 갖추어 정직하고 공정하게 행동해야 한다. 둘째, 운용업자는 AIF 또는 AIF 투자자들의 이익과 시장의 보전(integrity)을 위해 행동해야 한다. 셋째, 운용업자는 적절한 성과를 내기 위해 필요한 자원 및 절차를 갖추어야 한다. 넷째, 운용업자는 이해상충을 회피하기 위한 모든 합리적인 수단을 강구해야 하며, 이를 회피할 수 없을 때에는 이해상충 요소를 파악하고 관리하여 AIF와 투자자들의 이익을 보호하고 AIF가 공정하게 대우받도록 해야 한다. 다섯째, 운용업자는 AIF 또는 투자자들의 이익과 시장의 보전을 위해 영업행위 규정을 준수해야 한다. 여섯째, 운용업자는 모든 AIF 투자자들을 공정하게 대우해야 한다.

AIFM지침은 이러한 원칙들이 구체적으로 적용될 수 있도록 보상(remuneration) 정책 및 지침, 이해상충 방지체계, 위험관리 조직체계 및 시스템, 유동성관리 시스템, 유동화 관련 투자포지션 관리체계 등을 갖추도록 규정하고 있다.³²⁴⁾ 이 중에서 위험관리 조직체계 및 시스템 구축 의무는 다음과 같은 내용으로 구성되어 있다.³²⁵⁾ 첫째, 운용업자는 포트폴리오 운용과 분리된 위험관리조직을 갖추어야 한다. 둘째, 운용업자는 AIF의 투자전략과 관련된 모든 위험을 파악하고, 측정하며, 감시·감독할 수 있는 적정 위험관리시스템도 갖추어야 한다. 셋째, 운용업자는 정

적립되는 자본금의 50%까지 관할 감독당국의 승인을 거쳐 금융기관의 보증 또는 보험으로 대체할 수 있다(AIFM지침 9조 6항).

323) AIFM지침 12조 1항

324) AIFM지침 13조 ~ 17조

325) AIFM지침 15조

기적으로 갱신되고 문서화된 실사절차(due diligence process)에 따라 AIF의 투자전략 및 목적에 적합한 투자를 수행해야 한다. 넷째, 적절한 스트레스 테스트를 통해 위험포지션이 포트폴리오에 미치는 영향에 대해 파악하고, 측정하며, 감시·감독할 수 있어야 한다. 다섯째, AIF의 위험 프로파일이 AIF의 규모, 포트폴리오 구조, 투자전략 및 목적에 합당해야 한다.

한편, 영국의 운용업자에 대한 건전성 규제도 진입규제와 마찬가지로 기본적으로 UCITS지침 또는 AIFM지침에 규정된 내용과 동일하다.³²⁶⁾ 그런데 영국은 자국 법체계에서 인가를 받은 자산운용업자를 포함한 모든 금융투자업자가 준수해야 하는 영업행위 원칙(Principles for Business)을 규정하고 있다. 이 원칙 중에서 UCITS지침 및 AIFM지침에 규정된 건전경영 원칙과 유사한 것들은 다음과 같다.³²⁷⁾ 첫째, 운용업자는 정직하게 영업행위를 수행해야 한다. 둘째, 운용업자는 적정 기술, 주의 및 성실함을 갖추고 영업행위를 수행해야 한다. 셋째, 운용업자는 적절한 위험관리 시스템을 구비하여 업무를 효율적으로 조직화하고 통제해야 한다. 넷째, 운용업자는 적절한 자원(financial resources)을 유지해야 한다. 다섯째, 운용업자는 표준적인 행위준칙을 준수해야 한다. 여섯째, 운용업자는 고객의 이익에 주의를 기울이고, 공정하게 대우해야 한다. 일곱째, 운용업자는 자신과 고객 또는 고객과 고객 사이에서 발생하는 이해상충을 공정하게 관리해야 한다. 여덟째, 운용업자는 고객의 자산을 보호해야 한다.

326) 이는 FCA Handbook의 COLL, FUND, IPRU(INV) 등에 규정되어 있다.

327) 원문에는 운용업자 대신 회사(firm)로 표기되어 있으나, 운용업자에게도 적용되므로 문맥상 운용업자로 표기하였다(PRIN 2.1).

3) 투자운용 규제

가) 미국

미국의 공모펀드 투자운용 규제는 특정 유형의 펀드에만 적용되는 분산투자 규제와 이와는 관계없이 적용되는 투자운용 규제, 차입규제 등으로 구분할 수 있다.

미국의 개방형 공모펀드인 뮤추얼펀드는 등록과정에서 분산투자형 펀드(diversified company) 또는 비분산투자형 펀드(non-diversified company)로 구분된다. 분산투자 규제는 이 중에서 분산투자형 펀드에만 적용된다. 분산투자형 펀드는 총 자산의 75% 이상을 현금성자산, 정부채권, 다른 공모펀드, 다른 증권 등에 투자해야 한다. 그리고 개별 종목의 투자한도는 펀드자산의 5%, 총 발행 보통주 주식수의 10%로 제한된다.³²⁸⁾ 그런데 미국 IRS(Internal Revenue Service)는 분기마다 공모펀드의 이익구조 및 분산투자에 대한 테스트를 시행하여 이를 통과하는 펀드에 법인세를 면제하는 등의 세제혜택을 부여하고 있다. 이 점에서 미국의 공모펀드는 분산투자형 펀드가 아니더라도 세제혜택을 받기 위해 분산투자를 할 유인을 가지고 있다.³²⁹⁾

분산투자형 및 비분산투자형펀드 모두에 적용되는 투자운용 규제의 예는 다음과 같다. 우선, 특정 산업 또는 산업군에 집중투자하는 펀드는 등록과정에서 이를 감독당국에 보고해야 한다.³³⁰⁾ 다른 펀드에 대한 투

328) 투자회사법 5조(b)

329) IRS 분산투자 테스트는 다음과 같다. 우선, 펀드자산의 50% 이상을 현금성자산, 정부채권, 펀드, 증권 등에 투자해야 하며, 이에 포함되는 개별 종목의 비중은 펀드자산의 5%(주식수는 총 발행 보통주 주식수의 10%) 이내여야 한다. 이 조건을 충족하면, 정부채권 및 다른 펀드 주식을 제외한 나머지 개별 종목의 비중이 펀드자산의 25% 이내여야 한다(Johnson and MacIvor(2012)).

330) 투자회사법 8조(b). 여기서 특정 산업 또는 산업군에 집중투자의 기준이

자는 펀드자산의 5% 이내에서 의결권이 있는 다른 펀드 발행 주식수의 3%까지 가능하다.³³¹⁾ 보험회사에 투자하는 경우에는 해당 보험회사 보통주 발행주식수의 10%까지 투자할 수 있다.³³²⁾ 그리고 공모펀드는 브로커, 딜러, 증권인수업자, 또는 투자자문업자 등이 발행한 증권에 펀드자산의 5% 이내 범위에서 보통주 발행 주식수의 5%(채권인 경우에는 원금의 10%)까지 투자할 수 있다.³³³⁾ 또한, 이해관계자와의 투자 및 자금대차 등의 거래가 원칙적으로 금지된다.³³⁴⁾

미국 투자회사법은 개방형 공모펀드의 차입 및 공매도, 파생상품 거래에 대해서도 한도 및 제한사항을 규정하고 있다. 예를 들어, 개방형 공모펀드(open-end investment company)는 은행으로부터만 차입할 수 있으나, 차입규모의 300% 이상의 순자산(asset coverage requirement)을 보유하고 있어야만 한다.³³⁵⁾ 이외에도 공모펀드는 공매도, 마진거래, 공동투자 또는 거래계정(trading account) 참여 등이 금지된다.³³⁶⁾ 또한 편

되는 투자비중은 펀드자산의 25%이다(KLM&F(2013)).

331) 투자회사법 12조(d)(1). 단, ETF나 MMF(Money Market Fund)에 투자하는 펀드는 이 조항의 적용을 받지 않을 수 있다(KLM&F(2013)).

332) 단, 보험업종에 25%에 투자하는 펀드일 경우에는 10% 이상 투자할 수 있다(투자회사법 12(d)(2)).

333) 이들 증권발행인이 최근 회계연도 총수입(gross revenue)의 15% 이상을 증권 관련 인수 및 판매로부터 얻은 경우에 한해 적용된다(투자회사법 12(d)(3) 및 SEC Rule 12d3-1).

334) 투자회사법 17(a)

335) 투자회사법 18조(f). 폐쇄형 공모펀드(closed-end investment company)는 선순위채권을 발행 또는 판매할 수 있는데, 이 경우 적어도 발행 또는 판매규모의 300%(우선주의 경우는 200%) 이상의 펀드 순자산을 보유하고 있어야만 한다(투자회사법 18조(a)(1)). 한편, ICI(2014)에 따르면 미국 공모펀드는 대체로 특수하거나 긴급한 상황에서 임시적인 조치로만 차입을 사용하고, 차입규모 또한 펀드자산의 5% 이하로 제한하는 등 법규정보다 훨씬 더 엄격한 자체 차입제한 정책을 채택하고 있는 것으로 알려져 있다.

336) 투자회사법 12조(a). 단, 거래청산 목적의 단기신용에 의한 마진거래, 해

드가 보유하고 있는 유동성 자산의 평가액 이내에서 파생상품 및 파생상품 관련 투자를 할 수 있다.³³⁷⁾

한편, 미국은 사모펀드에 대해서는 투자운용 규제를 하고 있지 않으며, 앞서 건전성 규제에서 살펴본 바와 같이 시스템리스크와 관련된 위험포지션의 기록 및 보고의무를 부여하고 있다.

나) EU 및 영국

UCITS은 주식, 채권 등의 양도성증권과 단기금융상품, 예금, 펀드, 헤지 목적의 파생상품 등에 투자할 수 있는데,³³⁸⁾ UCITS지침은 분산투자를 목적으로 명시적인 투자운용 규제를 하고 있다.

우선, 양도성증권과 단기금융상품 등에 대한 투자운용 규제는 다음과 같다. UCITS은 기본적으로 펀드자산의 5%를 초과하여 단일기관이 발행한 양도성증권 또는 단기금융상품에 투자할 수 없으며, 특정 단일기관의 예금상품에 펀드자산의 20%를 초과하여 예치할 수 없다. 그런데 단일기관이 발행한 양도성증권 및 단기금융상품에 대한 5% 투자한도 규정에는 예외가 다수 존재한다.³³⁹⁾ 우선, 회원국 감독당국의 재량으로 단일종목 투자한도를 5%에서 10%까지 상향할 수 있다. 이 경우 투자한도 5%를 초과하는 양도성증권 및 단기금융상품의 총가치는 펀드자산의 40%를 초과할 수 없다. 또한, 회원국정부 또는 지방정부, 국제기구가 발행하거나 보증한 개별 양도성증권 및 단기금융상품에 펀드자산의 35%까지 투자할

당 펀드가 대상 증권의 인수와 관련된 공매도, 공동투자 및 거래계정 투자는 허용된다.

337) 투자회사법 18조(f) 및 KLM&F(2013)

338) UCITS은 귀금속이나 해당 귀금속의 증서에 투자할 수 없으나, 사업영위를 위해 필수적인 동산 또는 부동산의 취득은 가능하다.

339) UCITS지침 52조

수 있다.³⁴⁰⁾ 그리고 역내 신용제공기관(credit institution)이 발행한 채권에는 펀드자산의 25%까지 투자할 수 있다. 단, 이 경우 펀드자산의 5%를 초과하여 보유하고 있는 채권의 총가치가 펀드자산의 80%를 초과할 수 없다. UCITS이 인덱스펀드의 경우에는 단일 기관이 발행한 주식 또는 채권을 펀드자산의 20%까지 편입할 수 있다.³⁴¹⁾

다른 펀드에 대한 투자운용 규제는 다음과 같다. 다른 펀드에 대한 투자한도는 펀드자산의 10%이나, 회원국의 재량에 의해 20%까지 가능하다. UCITS이 아닌 펀드에 대한 총투자금액은 펀드자산의 30%를 초과할 수 없다.³⁴²⁾ 모자형펀드의 경우 자펀드(feeder fund)는 총자산의 85% 이상을 모펀드(master fund)에 투자해야 하며, 모펀드는 다른 펀드의 자펀드가 될 수 없다.³⁴³⁾

헤지 목적의 파생상품에 대한 투자운용 규제는 다음과 같다. 우선, 파생상품의 글로벌 익스포저는 펀드 포트폴리오의 순가치를 초과할 수 없다.³⁴⁴⁾ 그리고, 장외파생상품 거래의 경우에는 거래상대방 위험평가액이 자산의 10%를 초과할 수 없다.³⁴⁵⁾

한편, UCITS지침은 기업 경영권에 미치는 영향을 최소화하기 위해 의결권이 없는 주식수(non-voting shares, 10%), 채권(10%), 펀드지분(25%), 단기금융상품(10%) 등에 대한 투자한도를 두고 있다.³⁴⁶⁾ 이외에도 UCITS은 차입이 제한되며,³⁴⁷⁾ 공매도를 할 수 없다.³⁴⁸⁾

340) UCITS지침 54조

341) UCITS지침 53조. 인덱스펀드가 추종하는 벤치마크 지수에 편입되어 있는 특정 양도성증권 또는 단기금융상품이 지배적인 상황이 인정되는 경우 한 종목에 한해 35%까지 편입할 수 있다.

342) UCITS지침 55조

343) UCITS지침 58조

344) UCITS지침 51조 3항

345) UCITS지침 52조

346) UCITS지침 56조

AIFM지침은 미국과 마찬가지로 명시적으로 투자운용 규제를 하고 있지 않다. 하지만, AIFM지침은 운용업자에게 차입한도 설정의무와 위험포지션 및 AIF 정보 보고의무를 부과하고 있다.

우선, 시스템리스크 관리 차원에서 AIFM지침은 AIF의 유형, 투자전략, 차입(leverage)의 원천, 시스템리스크를 야기할 수 있는 다른 금융기관과의 연계, 익스포저 한도, 담보, 자산부채비율, 규모 등을 감안하여 차입의 최대한도와 담보사용권 또는 보증의 범위 등을 운용업자가 설정하도록 규정하고 있다.³⁴⁹⁾

또한, AIFM지침은 운용업자의 투자자산, 주요 참여시장, 주요 위험포지션 및 자산 집중도 등에 대해 관할 감독당국에 보고하도록 규정하고 있다.³⁵⁰⁾ 구체적으로 AIFM지침에 명시된 보고대상으로는 비유동성 자산의 비중, 유동성 관리를 위해 체결하는 계약, AIF의 리스크 프로파일, 시장위험, 유동성위험, 거래상대방위험, 운영위험 등에 대한 위험관리시스템, 포트폴리오 포지션 및 유동성에 대한 스트레스 테스트 결과 등이 있다.³⁵¹⁾ 이와 함께 감독당국이 요구하는 경우 운용업자는 자신이 운용하고 있는 AIF의 연간 보고서와 분기별 AIF 상세목록 등을 제출해야 한다.

한편, 영국의 펀드는 법적 형태에 따라 신탁형과 투자회사형으로 구분되고, 적용대상 법률 및 투자자에 따라 UCITS, NURS(Non-UCITS Retail Scheme), QIS(Qualified Investor Scheme) 등으로 구분된다.

347) UCITS지침 83조 1항. 일시적인 차입 또는 사업에 필수적인 부동산 취득의 목적으로 각각 펀드자산의 10% 이내에서(총차입규모는 15% 이내) 가능하다.

348) UCITS지침 89조

349) AIFM지침 15조 4항

350) AIFM지침 24조

351) AIFM지침 24조. 이외에도 지침 27조는 AIF가 비상장 기업의 경영권을 획득하는 경우에도 이를 관할당국에 알리도록 하고 있다.

NURS는 UCITS지침의 규제를 받지 않는 소매펀드를, QIS는 기관투자자 및 고액자산가 등 투자위험 감수능력이 있다고 인정되는 투자자를 대상으로 하는 펀드를 지칭한다. 당연히 UCITS은 UCITS지침의 규제를 받고, NURS와 QIS는 AIFM지침의 규제를 받는다.³⁵²⁾ 그런데 AIFM지침은 AIF가 일반 개인투자자에게 판매될 경우에는 관할 감독당국이 전문투자자(professional investors)에게 판매되는 경우보다 더 강한 규제를 부과할 수 있도록 하고 있다.³⁵³⁾ 이러한 맥락에서 영국은 UCITS은 아니지만 소매펀드(retail scheme)인 NURS에 대해 투자운용 규제를 하고 있다.³⁵⁴⁾ 예를 들어, NURS는 개별 양도성증권 및 단기금융상품에는 펀드자산의 10%, 장외(non-regulated)증권에는 펀드자산의 20%(총투자한도 기준), 금에는 펀드자산의 10%까지 투자할 수 있다. 또한, NURS는 부동산에 투자할 수 있으며, 펀드순자산의 10% 한도 이내에서 차입도 가능하다. 이에 반해 QIS의 경우에는 투자제한이 없고, 차입도 펀드순자산의 100%까지 가능하다.

4) 투자자보호 규제

가) 미국

우선, 투자회사법과 증권법은 공모펀드 등록단계에서 투자설명서(prospectus), SAI(Statements of Additional Information) 등을 제출하도록 규정하고 있다.³⁵⁵⁾ 투자설명서는 투자목적, 투자전략, 위험, 제반 보수 및 비용, 성과, 환매 등에 대한 정보를 담은 문서이다. 또한, SEC는 투자설명서가 너무 길고 투자자가 이해하기 어렵다는 점을 인식하여 투자목적 및

352) 이는 FCA Handbook의 COLL, FUND, IPRU(INV) 등에 규정되어 있다.

353) AIFM지침 43조

354) COLL 5.6

355) 투자회사법 24조 및 증권법 10조

전략, 위험, 비용 및 성과 등 펀드에 대한 핵심정보를 평이하게 서술한 요약투자설명서를 투자자에게 제출하도록 하고 있다(SEC(2014)). SAI는 투자의사결정과는 직접적인 관련이 없는 펀드이력 및 공시정보와 임원진 등에 대한 정보를 담은 문서이다.

또한, 공모펀드 운용업자는 회계감사보고서를 포함한 연간보고서, 분기보고서 등을 감독당국 및 투자자에게 제공해야 한다.³⁵⁶⁾ 이외에도 투자회사법은 시장가격 또는 공정가격에 의한 일별 순자산가치 산정, 환매 요구 이후의 미래가격(forward pricing)에 의한 가치평가, 7일 이내 환매 등을 규정하고 있다.³⁵⁷⁾

한편, 미국은 투자자보호의 필요성이 낮은 사모펀드 투자자에 대해서 별도의 규제체계를 갖추고 있지 않다. 다만, 진입규제에서 살펴본 바와 같이 금융위기 이후 대형 사모펀드 운용업자의 등록을 의무화하였다. 이에 따라 운용업자는 자신의 투자전략, 보수, 이해상충 방지체계, 학력 및 경력 등에 대한 정보를 SEC에 제출하면서 이를 고객 또는 투자자에게도 제공해야 한다.

나) EU 및 영국

UCITS지침은 투자자보호를 위해 투자자에게 제공해야 하는 보고서 및 정보를 상세하게 규정하고 있다. 우선, 운용업자 또는 UCITS은 투자설명서(prospectus), 연간 및 반기보고서 등을 투자자 및 감독당국에 제공해야 한다.³⁵⁸⁾ 이 중 UCITS의 연간보고서에는 1인 이상의 회계감사인이 작성한 회계정보를 포함해야 한다.³⁵⁹⁾ 또한, UCITS지침은 KIID(Key

356) 투자회사법 30조

357) 투자회사법 22조

358) UCITS지침 68조 및 74조

359) UCITS지침 73조

Investor Information Document)를 투자자에게 제공하도록 규정하고 있다.³⁶⁰⁾ KIID는 투자자가 투자대상 펀드의 특징을 파악하고, 다른 펀드들과 쉽게 비교할 수 있도록 간결하고 명료하게 작성된 A4 두 페이지 분량의 투자설명서를 말한다. 이 문서에는 펀드명, 투자전략, 운용성과 및 위험정보, 직간접 펀드비용, 그리고 운용전략과 관련된 투자위험이 포함되어야 한다. 이외에도 UCITS은 지분의 발행, 판매, 환매 또는 상환가격에 대한 정보를 적어도 월 2회 이상 공시해야 한다.³⁶¹⁾

AIFM지침 역시 투자자보호를 위해 AIF 운용업자가 투자자에게 제공해야 하는 정보 및 보고서의 종류를 명시하고 있다. 우선, AIF 운용업자는 투자자가 투자를 결정하기 이전에 AIF 및 운용업자, 수탁회사, 프라임브로커, 감사, 기타 서비스 제공업자 등에 대한 정보를 제공해야 한다.³⁶²⁾ AIF 정보로는 투자전략, 목적, AIF 유형, 투자자산, 투자위험, 투자제한, 차입한도 및 차입관련 정보, 자산평가방법, 제반 보수 및 비용, 과거 성과, 가장 최근의 연간보고서 등이 해당된다. 그리고 운용업자는 정기적으로 비유동성 자산의 비중, AIF 유동성관리 목적으로 체결하는 신규 계약, AIF의 리스크 프로파일 및 위험관리 시스템 등에 대한 정보를 투자자에게 제공해야 한다. 또한, 운용업자는 AIF의 연간보고서를 회계연도 종료 후 6개월 이내에 작성해야 하며, 투자자의 요청이 있을 경우에는 이를 투자자에게 제공해야 한다.³⁶³⁾ 연간 회계보고서 작성의무가 있는 AIF는 투자자의 요청이 있을 경우 이를 별도로 또는 연간보고서에 포함하여 투자자에게 제공해야 한다.³⁶⁴⁾

360) UCITS지침 78조. KIID는 UCITS III까지 사용되었던 기존의 요약 투자설명서(simplified prospectus)가 지나치게 많은 정보를 포함하고 있을 뿐만 아니라 일반 투자자들이 이해하기 어려운 방식으로 작성되었다는 비판이 제기되어 UCITS IV에서 새롭게 추가된 문서이다(김종민(2012)).

361) UCITS지침 76조

362) AIFM지침 23조 1항

363) AIFM지침 22조 2항

한편, 영국은 투자자보호를 위해 운용업자가 준수해야 하는 영업행위 원칙(Principles for Businesses)을 규정하고 있다.³⁶⁵⁾ 예를 들어, 운용업자는 고객의 이익에 주의를 기울여 공정하게 대우해야 하며, 고객이 필요로 하는 정보를 명료하고, 공정하게, 오해의 소지가 없는 방식으로 제공해야 한다. 또한, 운용업자는 발생할 수 있는 이해상충을 공정하게 관리해야 하며, 감독당국에게 필요한 정보를 제공해야 한다. 이러한 기본 원칙하에 영국의 운용업자 및 펀드는 UCITS지침 또는 AIFM지침에 규정된 투자자보호 관련 규제를 받는다.³⁶⁶⁾

다. 주요국 자산운용업 규제에 대한 평가

1) 주요국 자산운용업 규제의 주요 특징

가) 인적요건 중심의 운용업자 진입규제

미국을 비롯한 EU와 영국의 공모펀드 운용업자에 대한 진입규제는 자본금과 같은 물적요건보다는 인적요건을 중시하는 등록제 또는 인가제를 채택하고 있다. 예를 들어, 미국은 운용업자의 물적요건과 인적요건에 대해 명시적으로 규정하고 있지 않지만, 인적요건에 대한 사항을 투자자에게 제공하도록 하여 운용업자에 대한 적격성 여부를 투자자의 자율적인 판단에 맡기고 있다. EU와 영국도 자본금요건이 매우 낮은 반

364) AIFM지침 22조 1항

365) PRIN 2.1

366) 한편, 영국은 EU의 UCITS IV, MiFID II, AIFM지침, PRIIPs(Packaged Retail and Insurance-based Investment Products) 등을 FCA Handbook에 반영하여 공모 및 사모펀드를 모두 아우르는 투자자보호 체계를 구축하였다. 그리고 2006년부터 RDR(Retail Distribution Review)을 통해 불완전 판매 이슈가 불거졌던 소매펀드 상품판매 과정을 개선하였다.

면, 운용업자의 운용경험과 평판을 중시하는 인가제를 시행하고 있다. 특히, 영국은 운용업자에 대한 적합성 및 적정성 검증과정에서 자본금 이외에도 내부인력, 조직체계, 이해상충 방지체계, 내부통제 및 위험관리 체계 등을 종합적으로 검토하여 인가여부를 결정하고 있다.

미국, EU 및 영국은 2008년 금융위기 이후 그 동안 규제를 받지 않았거나 느슨한 규제를 받았던 사모펀드 운용업자에 대한 등록 또는 인가요건을 신설하거나 강화하였다. 예를 들어, 미국은 운용규모가 1.5억달러 이상인 대형 사모펀드 운용업자의 SEC 등록을 의무화하였고, EU는 대형 사모펀드 및 그 운용업자에 대한 규제에 초점을 둔 AIFM지침을 신설하였다. 영국 또한 AIFM지침을 자국법에 반영하면서 기존 등록제를 인가제로 전환, 규제를 강화하였다. 하지만, 규제대상이 대형 사모펀드 운용업자로 한정되어 있으며, 공모펀드 운용업자에 비해 더 강한 진입요건을 부과하고 있지는 않다. 한편, 진입규제의 내용 자체가 명시적인 규정보다는 원칙 중심의 요건을 위주로 서술되어 있고, 등록 및 인가과정에서 감독당국의 판단이 중요하다는 점에서 규제체계의 서술방식은 원칙 중심이라고 할 수 있다.

나) 운영위험 및 이해상충 방지 목적의 건전성 규제

해외 주요 국가들은 공모 및 사모펀드 운용업자에 대한 재무건전성 규제보다는 운영위험 및 이해상충을 방지하기 위한 장치 또는 체계구축에 초점을 둔 건전성 규제를 시행하고 있다. 우선, 미국, EU 및 영국은 공·사모펀드 운용업자에 대해 공통적으로 우리나라의 NCR과 같은 강한 재무건전성요건을 규정하고 있지 않다. 예를 들어, 미국은 재무건전성요건 자체가 없으며, EU와 영국은 우리나라에 비해 매우 느슨한 재무건전성요건으로 운용규모에 따른 추가 자본금 적립요건만을 규정하고 있다.³⁶⁷⁾ 대신 이들 국가들은 공모 및 사모펀드 수탁자로서의 의무를 강

조하면서, 운영위험 및 이해상충을 방지하기 위한 조직, 내부통제 및 위험관리체계, 영업행위 원칙 등을 규정하고 있다.³⁶⁷⁾ 한편, 이러한 내용들이 구체적으로 서술되어 있다는 점에서 건전성 규제에 대한 서술방식은 열거주의 및 규칙 중심인 것으로 판단된다.

다) 펀드의 특성에 따라 이원화된 투자운용 규제

미국, EU 및 영국의 투자운용 규제는 공모펀드와 사모펀드에 따라 명확하게 분리되어 있다. 공모펀드에 대해서는 미국과 EU 및 영국의 규제내용에 차이가 있긴 하나, 공통적으로 투자대상 자산제한, 분산투자요건, 레버리지 및 공매도 제한, 이해관계자와의 거래금지 등 명시적이고 강한 투자운용 규제를 하고 있다. 이러한 공모펀드 투자운용 규제의 목적은 운용업자의 과도한 리스크 추구 행위를 제한하고, 분산투자를 통해 포트폴리오의 투자위험을 줄이는 것이다.

이에 반해 사모펀드에 대해서는 해당 펀드의 특성을 감안하여 미국, EU 및 영국 모두 명시적인 투자운용 규제를 하지 않고 있다. 그 대신, 감독당국이 잠재적인 시스템리스크를 감시·감독하기 위한 목적으로 위험포지션 보고 및 정보제공 의무를 부과하고 있다. 이는 사모펀드의 자율적인 운용을 최대한 보장하되 잠재적인 위험요인에 대해서는 감독당국이 지속적으로 감시하려는 것이다. 그런데 AIFM지침은 AIF 운용업자가 사전에 자신의 차입 최대한도와 담보 및 보증의 범위 등을 설정하도록 규정하여 유럽이 미국보다 강한 규제를 가하고 있다. 한편, 공모펀드의 투자운용 규제, 사모펀드의 위험포지션 보고 및 정보제공 의무가 명

367) 예를 들어, 운용규모가 10억유로(약 1.3조원)인 운용업자는 27만 5천유로(약 3억 7천만원) 수준의 자본금을 유지하면 된다.

368) 특히 EU의 AIFM지침은 운용업자에게 위험관리 조직 및 시스템을 갖출 것을 명시적으로 요구하고 있다.

확하게 규정되어 있다는 점에서 규제체계 서술방식은 규칙 중심이다.

라) 펀드의 특성에 따라 이원화된 투자자보호 규제

다수의 개인투자자를 대상으로 하는 공모펀드에 대해서 미국, EU 및 영국은 공통적으로 각종 보고서의 제공 및 공시의무, 가치평가 및 환매 등에 대한 규정을 명시하여 규제하고 있다. 이러한 규정들은 모두 펀드 운용의 투명성을 제고하여 투자자를 보호하는 것을 목적으로 한다.

이에 반해 이들 국가들은 사모펀드에 대해서는 공모펀드보다 느슨한 규제를 가하고 있다. 예를 들어, 미국은 사모펀드에 대해서는 운용업자에 대한 정보를 투자자에게 제공하도록 하는 규정 이외에는 특별한 규제를 가하지 않고 있다. EU와 영국은 금융위기 이후 사모펀드에 대한 통합적인 규제체계를 마련하여 미국보다는 구체적이고 강한 규제를 하고는 있으나, 여전히 사모펀드 고유의 특성을 반영하는 정보에 대한 공시의무는 규정하지 않고 있다. 다만, 금융위기 이후 잠재적인 시스템리스크 요인으로 부각된 대형 사모펀드에 대해서 투명성을 높이고 있는 추세는 주목할 만하다. 한편, 해당 규제 내용을 명시적으로 규정하고 있다는 점에서 규제 서술방식은 규칙 중심이라고 할 수 있다.

마) 소결

지금까지 미국, EU 및 영국의 자산운용업 규제체계를 진입, 건전성, 투자운용, 투자자보호 등 네 가지로 구분하여 살펴보았다. 이들 해외 주요 국가들의 자산운용업 규제체계의 가장 중요한 특징은 공모펀드 및 사모펀드별 규제체계의 이원화로 정리할 수 있다(<표 IV-1>). 다만, 미국과 EU 및 영국의 규제체계 이원화는 그 방식에서 차이가 난다. 미국의 경우에는 공모펀드 및 해당 운용업자에 초점을 둔 규제체계를 확립한

후 사모펀드 및 해당 운용업자에 대한 적용을 면제하는 반면, EU와 영국은 공모펀드와 사모펀드 영역 각각에 대해 별도의 규제체계를 구축하고 있다.

이들 국가들은 투자자보호가 가장 중요한 공모펀드에 대해서는 명시적이고, 강한 규제를 하고 있다. 특히, 운용업자의 등록 또는 인가, 내부통제 및 지배구조와 관련된 건전성, 투자운용, 그리고 투자자보호 등에 초점을 두고 있다. 하지만, 등록 및 인가단위와 운용업자에 대한 인적·물적요건 및 재무건전성 규제수준은 다른 항목에 비해 약하다.

<표 IV-1> 미국/EU/영국의 자산운용 규제수준 및 규제격차

구분	항목	공모	사모	규제격차
진입	운용업자 등록/인가	●	◐	중
	인가단위	○	○	소
	인적/물적요건	○	○	소
건전성	재무건전성	○	○	소
	내부통제/지배구조	●	◐	중
	투자운용	●	○	대
	투자자보호	●	○	대

주: 규제수준이 강한 경우에는 '●', 중간 수준인 경우에는 '◐', 규제가 약하거나 없는 경우에는 '○'로 표시

이에 반해 투자자보호의 필요성이 낮은 사모펀드에 대해서 이들 국가들은 금융위기 이후 대형 사모펀드 및 운용업자에 대한 규제를 신설하거나 강화하였다. 그럼에도 불구하고 이들 국가들은 이해상충 및 운영위험 방지와 시스템리스크 관리를 위해 사모펀드 운용업자의 진입 및 건전성요건에 규제의 초점을 두고 있다. 실제로 사모펀드의 특성을 고려하여 투자운용과 투자자보호에 대한 규제는 없거나 정보제공에 그치는

수준이다. 따라서, 이들 국가들의 사모펀드에 대한 규제수준은 공모펀드에 비하면 전반적으로 약한 수준임을 유의해야 한다.

2) 금융위기 이후 자산운용업에 대한 시각변화 여부

본 절에서는 2008년 글로벌 금융위기 이후 자산운용업에 대한 규제 변화 내용을 살펴보고, 이를 바탕으로 미국, EU 및 영국 등 해외 주요 국가들의 자산운용업에 대한 시각변화 여부에 대해 논의하고자 한다.

<표 IV-2>는 2008년 글로벌 금융위기 이후 미국, EU 및 영국의 자산운용업 규제변화 내용을 보여주고 있다. <표 IV-2>에서 보는 바와 같이 글로벌 금융위기를 계기로 변화된 규제는 모두 대형 사모펀드 또는 사모펀드 운용업자에 대한 규제에 국한되며, 공모펀드에 대한 규제변화는 없다.³⁶⁹⁾

이해상충 및 금융사기가 발생할 가능성은 다수의 일반 개인투자자를 대상으로 하는 공모펀드에서 높게 나타난다. 실제로 1930년대 이전 미국만 하더라도 투기적 행태와 불건전 펀드운영으로 인해 공모펀드 투자자들의 피해가 많이 발생하기도 하였다. 이에 해외 주요 국가들은 투자자 보호를 위해 일찌감치 진입, 건전성, 투자운용, 투자자보호 등 공모펀드 전 영역에 걸쳐 대체로 명시적이고 강한 규제체계를 확립하였다. 그 결과 글로벌 금융위기에도 불구하고 공모펀드에 대한 규제에는 별다른 변화가 없었던 것이다.

369) EU의 UCITS IV 및 영국의 RDR(Retail Distribution Review) 등 글로벌 금융위기 이후 제정되거나 시행된 규제가 있지만, 이러한 규제는 모두 글로벌 금융위기 이전부터 제·개정이 추진되어 왔던 것이므로 글로벌 금융위기가 이러한 규제변화의 배경이라고 할 수 없다.

<표 IV-2> 글로벌 금융위기 이후 자산운용업 규제변화 여부

	금융위기 이후 규제변화 여부	규제변화 내용
진입	△	<ul style="list-style-type: none"> • (미) 대형 사모펀드 운용업자에 대한 등록 의무화 • (EU/영) 사모펀드 운용업자 인가 의무화 • 공모펀드는 변화 없음
건전성	△	<ul style="list-style-type: none"> • (미) 운용업자에 대한 재무건전성 규제 없음 • (EU/영) 사모펀드 운용업자에 대한 재무건전성 규제 도입 (진입 자본금에 운용규모에 따른 추가 자본적립 요건) • (미/EU/영) 운영위험과 이해상충 방지를 위한 건전성 규제 부과 • 공모펀드 운용업자에 대한 규제는 금융위기 이전과 동일
투자 운용	-	<ul style="list-style-type: none"> • 공모펀드는 변화 없음 • 사모펀드는 금융위기 이후에도 투자운용 규제 없음 • 단, 사모펀드에 대해 위험포지션 보고 및 정보제공 의무 부과
투자자 보호	△	<ul style="list-style-type: none"> • 투명성 제고 및 운영위험 관리 필요성 • 사모펀드 운용위험에 대한 정보제공 의무 부과 • 공모펀드는 변화 없음

주: △는 소폭변화를 의미

이에 반해 금융위기 이전만 해도 헤지펀드 및 PEF와 같은 사모펀드는 투자자보호의 필요성이 낮고, 금융시스템에 미치는 영향 또한 크지 않은 것으로 인식되어 이들에 대해 규제를 하지 않았거나, 하더라도 약한 규제를 하고 있었다. 그런데 2008년 글로벌 금융위기를 거치면서 대형 사모펀드가 시스템리스크를 전파할 수 있고, Madoff 사건과 같은 금융사기가 발생하면서 이들에 대한 규제의 필요성이 제기되었다. 이에 미국, EU 및 영국 등은 대형 사모펀드 및 해당 운용업자에 대한 등록제 또는 인가제를 도입하였고, 위험포지션 보고 및 정보제공 의무 등을 부과하여 시스템리스크에 대한 사전 인지 가능성을 높이고자 하였다. 특히, EU는 AIFM지침을 제정하여 사모펀드 및 해당 운용업자에 대한 통합적인 규제체계를 확립하였고, 영국도 이를 자국법에 반영하면서 규제

를 강화하였다. 이러한 점에서 글로벌 금융위기 이후 자산운용업 규제체계의 가장 큰 변화는 기존에 규제를 받지 않았거나 규제가 느슨했던 대형 사모펀드 및 운용업자를 잠재적인 위험요인으로 인식하여 공적규제 체계로 편입한 것이라고 할 수 있다.

하지만, 이들 해외 국가들은 시스템리스크 관리 목적의 규제를 강화하였을 뿐 사모펀드의 속성을 해칠 수 있는 정보공시 또는 투자운용 규제는 금융위기 이후에도 부과하지 않고 있다는 점에 유의해야 한다. 이 점에서 해외 주요 국가들은 시스템리스크를 야기하지 않는 한 사모펀드의 자율성과 창의성을 최대한 보장하여 사모펀드 시장의 혁신을 촉진하고 규제의 실효성도 높이고 있다고 할 수 있다.

3. 우리나라의 자산운용업 규제

가. 개관

자산운용업을 규율하는 우리나라 최초의 법률은 1969년에 제정된 증권투자신탁업법이다. 1998년에는 증권투자회사법이 제정되었고, 2003년에는 증권투자신탁업법과 증권투자회사법을 통합한 자산운용업법이 제정되었다. 이후 2009년에는 증권업, 자산운용업, 선물업, 신탁업 등 자본시장 관련 금융투자업을 종합적으로 규율하는 자본시장법이 제정되면서 현재에 이르고 있다.

자본시장법은 기존 법규가 자본시장과 금융산업의 발전을 뒷받침하기에는 미흡하다는 인식하에 제정되었는데, 제정 당시 자산운용업 규제에 대해서도 다양한 문제점이 지적되었다.³⁷⁰⁾ 당시 제기된 문제점으로는 법률 간 규제차익으로 인한 미흡한 투자자보호, 투자기구의 다양성 부족, 협소한 투자대상 자산, 펀드 종류별 운용대상 자산의 제약 등이다. 이에 자본시장법은 다음과 같은 개선방안을 포함하고 있다. 첫째, 투자자보호를 위해 자본시장법의 원칙을 개별 법률상 펀드운용업과 공모펀드에 적용하되, 산업정책적인 예외는 인정하기로 하였다. 둘째, 투자신탁, 주식회사, 합자회사로 제한되어 있던 집합투자기구의 법적 형태를 민법, 상법 등 현행법상 설립가능한 모든 형태로 확대하였다. 셋째, 명확히 열거되어 있던 투자대상 자산을 '재산적 가치가 있는 모든 재산'으로 추상적으로 정의하여 투자대상 자산을 확대하였다. 넷째, 7종류로 구분되어 있던 펀드구분을 5종류로 간소화하고,³⁷¹⁾ 펀드 종류별 운용대상 자

370) 재정경제부(2006)

371) 증권, 파생상품, 부동산, 실물, 재간접, MMF, 특별자산 등의 펀드구분을 증권, 부동산, 특별자산, MMF, 혼합자산 등으로 간소화하였다.

산의 제한을 폐지하였다. 다섯째, 사모펀드에 대한 규제를 완화하기 위해 수익자총회 개최, 수탁회사의 자산운용사 감시의무 등의 규제를 면제하였다. 여섯째, 기존에 열거되어 있던 자산운용방법을 포괄적으로 적용하여 확대하고, 펀드 환매금지 규제를 완화하였다.

이처럼 자본시장법은 제정 당시 지적되었던 자산운용업 규제의 문제점들을 상당 부분 개선한 것으로 평가된다. 그럼에도 불구하고 국내 자산운용업에 대한 규제가 자본시장이 발달한 선진국에 비해 복잡하고 과도하여 개선이 필요하다는 지적이 계속 제기되고 있다.³⁷²⁾ 이에 이 장에서는 자산운용업에 대한 우리나라 자본시장법의 규제를 진입, 건전성, 투자운용, 투자자보호 등으로 나누어 살펴보고, 주요 특징에 대해 논의하고자 한다.

나. 우리나라의 자산운용업 규제 내용

1) 진입규제

우리나라의 자산운용업자는 자본시장법의 적용을 받는 공모펀드, 일반사모펀드, 헤지펀드 등의 운용업자와 자본시장법상 특례에 의해 별도의 규제를 받는 사모투자전문회사(이하 PEF)와 기업채무안정사모투자전문회사(이하 기업채무안정PEF) 운용업자로 구분된다.³⁷³⁾ 이 중에서 공모펀드, 일반사모펀드, 헤지펀드 운용업자에 대한 진입규제를 먼저 살펴보기로 한다.

372) 이러한 지적을 받아들여 작년 말 이후 정부는 국내 자산운용업 규제체계를 개선하기 위한 정책을 발표하고 있다. 사모펀드제도 개편방안과 자산운용사 건전성 규제 개선방안이 그 대표적인 예이다.

373) PEF와 기업채무안정PEF에 대한 규제내용은 자본시장법 5편 7장 사모집합투자기구 등에 대한 특례에서 규정하고 있다.

자본시장법은 공모펀드, 일반사모펀드, 헤지펀드 운용업자에 대해서 인가제를 채택하고 있다. 그리고 인가단위는 투자자와 투자자산을 기준으로 세분화되어 있다. 투자자는 전문투자자와 일반투자자로 구분되고, 투자자산은 주요 투자대상 자산의 구분에 따라 증권, 부동산, 특별자산, 혼합자산으로 구분된다.³⁷⁴⁾

인가 기본요건에는 회사형태, 자기자본, 사업계획의 타당성 및 건전성, 임원 및 대주주를 포함한 인적요건과 물적요건, 이해상충 방지체계 등이 있다.³⁷⁵⁾ 세분화된 인가단위별로 차등화된 자기자본을 제외한 요건은 공모펀드, 일반사모펀드, 헤지펀드 운용업자에 모두 공통적으로 적용된다.³⁷⁶⁾

자기자본요건은 <표 IV-3>에서 보는 바와 같이 투자자와 투자자산을 기준으로 세분화된 진입단위별로 규정되어 있다. 예를 들어, 모든 투자자를 대상으로 증권, 부동산, 특별자산에 투자하는 펀드를 운용하고자 하는 운용업자는 최소 80억원의 자기자본이 필요하며, 이 운용업자가 인가단위가 혼합자산으로 분류되는 헤지펀드를 운용하려면 추가적으로 60억원의 자기자본이 필요하다.

374) 전문투자자는 자본시장법 9조에, 펀드의 종류에 대해서는 자본시장법 229조에서 규정하고 있다.

375) 자본시장법 12조

376) 회사형태는 주식회사, 대통령령으로 정하는 금융기관, 국내에 지점 및 영업소를 설치한 외국 금융투자업자 등으로 구분된다. 운용업자의 회사형태는 이 중에 주식회사에 해당된다.

<표 IV-3> 국내 운용업자 인가단위 및 자기자본요건

구분		투자자	
		전문투자자 및 일반투자자	전문투자자
투자 자산	종합	80억원	40억원
	증권	40억원	20억원
	부동산	20억원	10억원
	특별자산	20억원	10억원
	혼합자산	60억원(적격투자자 대상)	

주 : PEF, 기업재무안정PEF 운용업자는 등록이며, 별도의 자기자본요건이 없음
 자료: 금융위원회 보도자료(2014.4.24)

사업계획의 타당성 및 건전성은 다음과 같은 네 가지 요건들로 구성되어 있다.³⁷⁷⁾ 첫째, 수지전망이 타당하고 실현가능성이 있어야 한다. 둘째, 위험관리와 금융사고 예방 등을 위한 적절한 내부통제장치가 마련되어야 한다. 셋째, 투자자보호에 적절한 업무방법을 갖추어야 한다. 넷째, 법령을 위반하지 아니하고 건전한 금융거래질서를 해칠 염려가 없어야 한다.

인적요건은 전문인력, 임원 및 대주주 요건으로 구성되어 있다. 우선, 운용업자 인가를 받기 위해서는 투자자보호가 가능하고 자산운용업을 수행하기에 충분한 인력을 갖추어야 한다. 임원은 결격사유가 없어야 하며, 대주주는 충분한 출자능력, 건전한 재무상태 및 사회적 신용을 갖추어야 한다. 물적요건은 운용업자가 자기자본 이외에 투자자보호가 가능하고 자산운용업을 수행하기에 충분한 전산설비, 통신수단, 업무공간 등을 갖추어야 함을 의미한다. 마지막으로 자본시장법은 운용업자와 투자자 간, 특정 투자자와 다른 투자자 간 이해상충을 방지하기 위한 체계를 갖출 것을 요구하고 있다.

377) 자본시장법 시행령 16조 4항

다음으로 PEF와 기업재무안정PEF 운용업자는 특례에 의해 별도의 규제체계의 적용을 받는 만큼 공모펀드, 일반사모펀드, 헤지펀드 운용업자와는 다른 진입규제를 받고 있다.³⁷⁸⁾ 우선, 자본시장법은 PEF와 기업재무안정PEF 운용업자에 대해서 등록제를 채택하고 있다.³⁷⁹⁾ 따라서, 이들 운용업자(업무집행사원 또는 GP)에게는 공모펀드, 일반사모펀드, 헤지펀드 운용업자의 진입요건이 적용되지 않는다. 특히, 법인 20억원, 개인 10억원 등 투자자의 최소 출자금액의 요건 이외에는 운용업자에 대한 명시적인 인적·물적요건이 없다.³⁸⁰⁾

<표 IV-4> 국내 PEF 관련 사모투자전문회사 분류

구분	PEF	기업재무안정 PEF	기업구조개선 사모투자전문회사	해외자원개발 투자전문회사
근거 법률	자본시장법		산업발전법	해외자원개발 사업법
도입 시기	2004년 (舊간접투자자산 운용법)	2010년 (3년 한시로 도입, 2013년에 재연장)	2009년 (기업구조조정 전문회사(CRC) 대체)	2006년
투자 유형	경영권 참여	구조개선기업 (경영권참여와 무관)	구조조정대상기업	해외자원, 해외자원개발전담 회사
등록	금융위		금융위(지경부 협의)	
운용업자	제한없음	제한없음	제한없음	집합투자업자 (30억원, 인가)

주 : 중소기업창업지원법, 여신전문금융업법, 그리고 벤처기업육성에 관한 특별조치법 등에 근거한 벤처캐피탈 펀드는 제외

자료: 금융감독원(2011), 금융위원회(2013)

378) 이러한 차이는 집합투자업자로 불리는 공모펀드, 일반사모펀드, 헤지펀드 운용업자 이외의 자가 PEF 또는 기업재무안정PEF를 설정하여 운용할 수 있기 때문이기도 하다(자본시장법 272조 4항).

379) 자본시장법 268조 및 자본시장법 시행령 290조

380) 다만, 등록 시 운용업자에 대한 재무건전성 및 인적요건에 대해 검토하고 있다(자본시장법 시행령 290조 2항 및 금융투자업규정 7-46조 2항).

한편, <표 IV-4>에서 보는 바와 같이 기업구조개선사모투자전문회사, 해외자원개발투자전문회사와 같이 PEF 및 기업재무안정PEF와 사실상 동일한 기능을 하는 펀드가 존재한다. 이들 펀드들은 산업발전법 또는 해외자원개발사업법 등의 개별법에 의해 만들어져서 PEF 및 기업재무안정 PEF와는 상이한 운용업자 인가 및 감독, 운용규제 등의 적용을 받는다.

마지막으로 자본시장법은 펀드유형에 관계없이 등록제를 채택하고 있다. 단, 투자신탁 이외의 회사형펀드, 투자조합, 투자익명조합 형태의 펀드는 등록신청 시 자본금 또는 출자금이 1억원 이상이어야 한다.

2) 건전성 규제

진입규제와 마찬가지로 자본시장법은 기능별로 다소 차이가 나긴 하나 건전경영을 위해 금융투자업자에게 공통적인 재무건전성, 경영건전성, 그리고 내부통제 및 지배구조에 대해 규제하고 있다. 그런데 이러한 건전성 규제는 공모펀드, 일반사모펀드, 헤지펀드 등의 펀드운용 인가를 받은 집합투자업자에게 적용되며, PEF 및 기업재무안정PEF만을 전문적으로 운용하는 운용업자에게는 적용되지 않는다.

우선, 운용업자에 대한 재무건전성 규제로 영업용순자본비율(Net operating Capital Ratio: NCR) 규제를 들 수 있다.³⁸¹⁾ 이에 따르면 운용

381) NCR규제는 1997년 4월부터 증권회사 재무건전성 감독수단으로 사용되기 시작하였다. 자산운용사의 경우에는 2001년 10월부터 간접투자자산운용업법에 따라 기본적인 산정방식이 NCR과 유사한 위험대비 자기자본비율의 규제를 받았다. 이후 2009년 2월 시행된 자본시장법에서 '동일행위 동일규제'의 원칙하에 NCR규제 대상을 기존 증권회사에서 선물회사, 자산운용사, 부동산신탁회사 등으로 확대, 금융투자업자에 공통적으로 적용되었다. 단, 투자자문업, 투자일임업, 또는 투자자문업 및 투자일임업만을 수행하는 금융투자업자는 NCR규제를 받지 않는다(자세한 NCR규제내용은 금융투자업규정 3절 및 금융감독원(2012)을 참고). 한편, 최근 정부는

업자를 포함한 금융투자업자는 자신이 파산했을 때 투자자 및 이해관계자의 손실을 최소화하기 위해 영업용순자본을 운용업자의 자산 및 부채에 내재하거나 업무에 수반되는 총위험액 이상으로 유지해야 한다.³⁸²⁾ 총위험액은 시장위험액, 신용위험액, 운영위험액 등으로 구분되는데, 여기서 운영위험액은 일반적으로 영업이익, 법정최소자기자본금을 기준으로 산출된다. 그런데 자산운용사의 경우에는 이와 함께 고객의 집합투자재산위험액을 기준으로 한 위험액을 별도로 산정하여 운영위험액에 추가하여 NCR을 산정한다.³⁸³⁾ 운용업자의 NCR은 분기보고서에서 파악할 수 있는 영업용순자본을 총위험액으로 나눈 값이며, NCR은 최소 150% 이상을 유지해야 한다.³⁸⁴⁾

자본시장법은 이외에도 건전한 경영을 위한 요건으로 자본의 적정성, 자산건전성, 외환건전성, 경영실태평가 및 NCR에 근거한 적기시정조치, 위험관리 등의 사항을 규정하고 있다.³⁸⁵⁾ 자본의 적정성 요건은 NCR 및 자기자본비율 등을 적정 수준으로 유지해야 한다는 규정이다. 자산건전성 요건은 매분기마다 금융투자업자가 보유한 자산 및 부채에 대한 건전성을 평가하여 '정상', '요주의', '고정', '회수의문', '추정손실' 등 5단계로 분류하고, 각 단계별로 일정 수준 이상의 대손충당금을 적립해야 한다는 규정이다.³⁸⁶⁾ 외환건전성 요건은 외화자산이나 부채에 노출되어 받

2015년 4월부터 자산운용사에 대한 NCR규제를 폐지하는 것을 주요 내용으로 하는 건전성 규제개선방안을 발표하였다(금융위원회 보도자료 (2014.9.25)).

382) 자본시장법 30조

383) 집합투자재산위험액은 고객의 자산을 운용함에 있어 법령 및 집합투자계약 등에 위배되는 행위 등을 함에 따라 입을 수 있는 손실액을 의미한다.

384) 만일 NCR이 150% 미만이면 적기시정조치에 따라 경영개선권고, 120% 미만이면 경영개선요구, 100% 미만이면 경영개선명령의 대상이 된다.

385) 자본시장법 31조 및 자본시장법 시행령 35조

386) 금융투자업규정 3-7조

생활 수 있는 외화유동성 문제를 방지하기 위해 외국환포지션의 한도 및 외환유동성비율에 대한 사항을 규정하고 있다.³⁸⁷⁾ 경영실태평가는 자산운용사를 포함한 금융투자업자의 경영 및 재무건전성을 판단하기 위해 재산과 업무상태 및 위험을 종합적·체계적으로 평가하는 것이다.³⁸⁸⁾ 위험관리 요건은 금융투자업자가 각종 거래에서 발생하는 시장위험, 신용위험, 유동성위험, 운영위험 등의 제반 위험을 적시에 인식·평가·감시·통제하는 등 위험관리 체제를 갖추어야 함을 의미한다.³⁸⁹⁾ 이를 위해 금융투자업자는 부서별, 거래별 또는 상품별 위험부담한도·거래한도 등을 적절히 설정·운영해야 하고, 각종 위험을 종류별로 평가하고 관리해야 한다.

또한, 자본시장법은 임직원이 직무를 수행할 때 준수해야 할 내부통제기준을 갖추도록 하고 있다.³⁹⁰⁾ 그리고 자본시장법은 지배구조와 관련하여 준법감시인, 사외이사 선임, 감사위원회 설치 등의 요건을 명시하고 있으며, 운용업자를 포함한 금융투자업자와 대주주 간 거래를 엄격하게 제한하고 있다.³⁹¹⁾

한편, 자본시장법은 해외의 수탁자로서의 의무(fiduciary duty)에 해당하는 신의성실의무, 선관의무 및 충실의무, 이해상충 방지장치 구축 등의 의무를 규정하고 있다.³⁹²⁾ 즉, 집합투자업자는 투자자에 대한 선량

387) 금융투자업규정 6장. 예를 들어, 외국환포지션은 자기자본의 50% 이내로, 외화유동성비율은 잔존만기 3개월 이내 자산의 비율을 80% 이상으로 유지해야 하는 등의 내용을 포함하고 있다.

388) 금융투자업규정 3-25조

389) 금융투자업규정 3-42조

390) 자본시장법 28조

391) 준법감시인 규정은 자본시장법 28조 2항, 사외이사 선임요건은 자본시장법 25조 및 자본시장법 시행령 28조, 감사위원회 설치요건은 자본시장법 26조 및 자본시장법 시행령 29조 참조

392) 신의성실의무는 자본시장법 37조, 선관의무 및 충실의무는 79조, 이해상

한 관리자의 주의로 집합투자재산을 운용하고, 투자자의 이익을 보호하기 위하여 해당 업무를 충실하게 수행해야 하며, 이를 위한 체계를 갖추어야 한다.

이와 동일한 맥락에서 펀드재산을 보관·관리하는 신탁업자는 선량한 관리자의 주의로 펀드재산을 보관·관리해야 하며, 고유자산과 펀드재산을 명확하게 분리해야 한다.³⁹³⁾ 그리고 신탁업자는 투자회사 등 펀드를 운용하는 집합투자업자의 계열사가 아니어야 하며, 펀드 운용지시 또는 운용행위가 법령, 집합투자계약 또는 투자설명서 등을 위반하는지 여부를 확인하고, 위반사항이 있을 경우에는 운용지시 또는 운용행위의 철회, 변경 또는 시정을 요구해야 한다.³⁹⁴⁾

3) 투자운용 규제

가) 공모펀드의 투자운용 규제

자본시장법은 투자자보호 및 공모펀드의 안정적인 운용을 위해 분산투자, 파생상품 위험한도, 차입·공매도 및 대여의 제한, 이해상충과 관련된 거래 및 불건전 영업행위의 금지 등을 규정하고 있다.

분산투자에 대한 투자운용 규제는 투자자산을 기준으로 한 펀드유형별 최소투자한도와 공모펀드에 적용되는 분산투자 요건으로 구분할 수 있다. 우선, 증권펀드, 부동산펀드, 특별자산펀드 등 투자자산을 기준으로 구분되는 펀드는 주요 투자대상 자산에 펀드자산의 50%를 초과하여 투자해야 하며, 투자대상 자산의 범위도 한정되어 있다.³⁹⁵⁾ 최소투자한

총 방지장치 구축은 44조 및 45조에 규정하고 있다.

393) 자본시장법 244조 및 246조

394) 자본시장법 247조

395) 자본시장법 229조

도와 함께 공모펀드에 적용되는 기본적인 분산투자요건은 다음과 같다.³⁹⁶⁾ 펀드는 동일종목 증권에 펀드자산의 10%를 초과하여 투자할 수 없으며, 동일법인 발행 지분증권 총수의 10%를 초과하여 투자할 수 없다.³⁹⁷⁾ 다만, 동일법인 등이 발행한 지분증권의 시가총액비중이 10%를 초과하는 경우에는 그 시가총액 비중까지 투자하는 것이 허용된다. 또한, 운용업자의 전체 펀드자산 총액을 기준으로 운용업자는 동일법인 발행 지분증권 총수의 20%를 초과하여 투자할 수 없다.

한편, 투자위험이 크지 않다고 판단되는 경우에 한해 투자운용 제한 예외규정을 두고 있다. 투자운용 제한 예외규정은 펀드자산의 100%, 그리고 30%까지 투자할 수 있는 경우로 구분된다.

펀드자산의 100%까지 투자할 수 있는 경우는 다음과 같다.³⁹⁸⁾ 우선, 국채증권, 한국은행통화안정증권, 국가나 지방자치단체가 원리금 지급을 보증한 채권 등에는 100%까지 투자할 수 있다. 부동산 및 부동산 관련 자산을 기초로 발행된 유동화증권(ABS)으로서 그 기초자산의 합계액이 유동화자산 가액의 70% 이상인 유동화증권, 주택저당채권유동화회사, 한국주택금융공사 또는 금융기관이 보증한 주택저당채권담보부채권 또는 주택저당증권 등에도 100%까지 투자할 수 있다. 부동산투자목적회사가 발행한 지분증권, 사회기반시설에 대한 민간투자법에 따른 사회기반시설 사업의 시행을 목적으로 하는 법인이 발행한 주식 및 채권, 대출채권 등

396) 자본시장법 81조 및 시행령 80조

397) 한편, 최근 정부는 미국 IRS 분산투자 테스트를 참고하여 펀드재산의 50% 이상을 다른 종목에 5%씩 분산투자하는 경우 나머지는 동일 종목에 25%까지 투자를 허용하는 자본시장법 시행령 개정안을 입법예고하였다(금융위원회 보도자료 (2015.3.5)). 그런데, 미국의 IRS 분산투자 테스트의 주목적이 비분산투자형 공모펀드의 분산투자를 장려하는 것이라면 최근 정부의 시행령 개정안의 목적은 현재의 분산투자 규제를 완화하여 다양한 펀드의 출현을 유도하는 것이라는 점에서 차이가 난다.

398) 자본시장법 시행령 80조 1항

에도 100%까지 투자할 수 있다.³⁹⁹⁾

펀드자산의 30%까지 투자할 수 있는 증권은 지방채증권, 특수채증권, 파생결합증권, 금융기관이 발행한 어음, 양도성예금증서 및 채권, 금융기관이 보증한 모집발행 채권 및 어음, OECD 가입국가가 발행한 채권, 자산유동화법에 따른 후순위 사채 또는 후순위 수익증권, 주택저당채권 유동화회사, 한국주택금융공사 또는 금융기관이 지급보증한 주택저당채권담보부채권 및 주택저당채권 등이 있다.

다른 펀드(역외펀드 포함)에 투자하는 재간접펀드의 경우에는 펀드자산의 50%를 초과하여 동일 집합투자업자가 운용하는 펀드에 투자할 수 없으며, 개별 펀드에는 펀드자산 또는 펀드재산의 20%를 초과하여 투자할 수 없다. 또한, 펀드는 펀드자산의 40%를 초과하여 다른 펀드에 투자하는 펀드 및 사모펀드에도 투자할 수 없다.⁴⁰⁰⁾ 그리고 자산총액의 40%를 초과하여 다른 펀드에 투자하는 재간접펀드 또는 자산총액의 60% 이상 채권에 투자할 수 있는 증권펀드는 투자한도의 요건을 갖춘 ETF에 100%까지 재간접투자할 수 있다. 이외에도 재간접펀드에 대한 투자운용 제한이 다수 있다.

장외파생상품 매매의 경우 무자격자와의 거래가 금지되어 있으며, 장외파생상품 거래상대방 위험평가액은 펀드자산의 10% 이내, 파생상품 관련 위험평가액은 펀드자산의 100% 이내여야 한다. 한편, 자본시장법상 모든 유형의 펀드는 부동산에 투자할 수 있으나, 이 경우 일반 주택은 3년, 기타 부동산은 1년 이내에 처분할 수 없다.⁴⁰¹⁾

399) 이외에도 부동산펀드 또는 특별자산 운용에 대한 예외도 있다.

400) 다만, 자산총액의 40%를 초과하여 다른 펀드에 투자할 수 있는 재간접펀드는 펀드재산의 90% 이상을 외화자산에 운용하는 펀드에 100%까지 투자할 수 있다. 이 경우 재간접투자의 대상이 되는 펀드가 역외펀드라면 해당 펀드는 감독당국에 등록을 해야 한다.

401) 다만, 자본시장법 81조 1항 2호 및 자본시장법 시행령 80조 9항에 기간

금전차입은 환매청구가 대량으로 발생하여 일시적으로 환매대금의 지급이 곤란하거나, 매수청구가 대량으로 발생하여 일시적으로 매수대금의 지급이 곤란한 경우에 한해 펀드재산 총액의 10%까지 허용된다.⁴⁰²⁾ 금융기관에 대한 30일 이내의 단기대출을 제외한 금전대여와 채무보증 및 담보제공은 금지된다.⁴⁰³⁾ 또한, 환매조건부증권의 매도한도, 증권대여 한도, 공매도 제한에 대한 규정이 있다.⁴⁰⁴⁾ 이외에도 자기 집합투자증권의 취득, 계열회사 증권 취득 및 이해관계인과의 거래가 제한되며, 불건전 영업행위가 금지된다.⁴⁰⁵⁾ 공모펀드의 경우에는 성과보수 역시 제한된다.⁴⁰⁶⁾

나) 사모펀드의 투자운용 규제

이상 살펴본 동일종목 투자한도 및 펀드에 대한 운용제한 등 공모펀드의 투자운용 규제는 기본적으로 일반사모 및 헤지펀드에는 적용되지 않는다.⁴⁰⁷⁾ 다만, 일반사모펀드는 주요 투자대상자산 최소투자한도의 적

내에 처분할 수 있는 예외를 규정하고 있다.

402) 자본시장법 83조 1항

403) 자본시장법 83조 4항, 5항

404) 자본시장법 81조 1항 4호 및 자본시장법 시행령 81조 1항에 근거하여 환매조건부증권의 매도는 펀드내 증권총액의 50%, 증권대여는 보유증권의 50%(증권차입은 20%)로 제한하고 있다.

405) 자기 집합투자증권 취득에 대한 사항은 자본시장법 82조, 계열회사 증권 취득에 대한 사항은 87조 및 시행령 86조, 이해관계자와의 거래에 대한 사항은 84조, 불건전 영업행위 금지규정은 85조에서 규정하고 있다.

406) 자본시장법 86조

407) 자본시장법 249조. 다만, 펀드 자산총액의 40%를 초과하여 다른 펀드에 투자할 수 있는 재간접펀드는 펀드재산의 90% 이상을 외화자산에 운용하는 펀드에 100%까지 투자할 수 있는 규정과 분산요건을 갖춘 ETF에 투자할 수 있는 규정은 일반사모펀드에도 적용된다(변제호 외(2009)).

용을 받으며, 공모펀드와는 차이가 나긴 하나 파생상품 투자의 위험평가액 기준, 차입, 보증 및 담보, 대여 등의 사항에 대해서도 규제를 받는다. 헤지펀드는 파생상품 투자(순자산의 400%) 및 차입한도(재산총액의 400%) 이외의 투자운용 제한은 거의 없으나, 시스템리스크 관리를 위해 운용전략과 투자대상 자산의 종류, 파생상품 매매현황, 위험관리 등에 대한 사항을 감독당국에 보고해야 한다.⁴⁰⁸⁾

PEF와 기업채무안정PEF는 일반사모펀드 및 헤지펀드와는 또 다른 투자운용 규제를 받고 있다.⁴⁰⁹⁾ PEF의 경우에는 경영권 참여 목적의 투자에 재산의 50% 이상을 운용해야 하는데, 기본적으로 경영권 참여를 목적으로 하는 PEF는 의결권 있는 주식을 10% 이상 보유하거나 투자대상기업에 대해 사실상의 지배력 행사가 가능한 투자를 해야 한다. 그리고 경영권 참여 목적의 메짜닌증권 투자, 투자대상기업이 발행한 증권에 대한 투자위험을 회피하기 위한 장내외파생상품 투자, 투자대상기업의 금전채권 투자, 투자대상기업의 구조개선과 관련된 부동산 및 금전채권 투자, 사회기반시설에 대한 투자 등이 가능하다. 경영권 참여 목적과는 무관한 여유자금은 재산의 5% 이내에서 증권투자와 단기대출, 금융기관 예치, 원화 CD 및 기업어음을 제외한 어음 등 안정적인 단기자산에 대한 투자만이 허용된다. 또한, PEF는 지배목적의 투자에 부합하는 날부터 6개월 이상 투자대상기업이 발행한 지분증권 등을 소유해야 한다.⁴¹⁰⁾ PEF는 PEF 재산의 10% 이내에서 자금을 차입하거나 채무보증을 할 수 있다.⁴¹¹⁾ 이외에도 자본시장법은 상호출자제한기업집단 계열인 PEF에 대한 운용제한을 두고 있다.⁴¹²⁾

408) 자본시장법 249조의 2 및 자본시장법 시행령 271조의 2

409) PEF의 투자운용 규제는 자본시장법 270조에, 기업채무안정PEF의 투자운용 규제는 278조의 3에서 규정하고 있다.

410) 자본시장법 270조 5항

411) 자본시장법 270조 7항

412) 자본시장법 274조

<표 IV-5> 현행 사모펀드 투자운용 규제 개관

항목	일반사모			헤지펀드
	증권	특별자산	부동산	
분산투자	×			×
최소투자한도	주요 투자대상에 50% 이상 투자			×
파생상품투자	○ (순자산의 400% 이내)			
차입	× (공모와 동일하게 재산의 10% 이내에서 예외적인 경우에만 가능하며, 부동산 취득 시 부동산가액의 70% 이내)	○ (순자산의 200% 이내)	○ (재산총액의 400% 이내)	
보증 및 담보	×			○ (재산총액의 50% 이내)
대여	×			×
부동산 투자	○ (단, 일반주택 3년 이내, 기타 부동산 1년 이내 처분 금지)			

자료: 자본시장법, 금융위원회 보도자료(2014.4.24)

기업재무안정PEF의 경우에는 대상기업의 경영정상화 및 재무안정을 목적으로 하는 투자에 재산의 50% 이상을 운용해야 한다. 구체적으로 재무구조개선기업이 발행한 증권의 매매, 재무구조개선기업이 채무자인 대출채권 등의 채권 및 이에 수반되는 담보권, 재무구조개선기업이 보유하고 있는 부동산 및 영업권 등에 투자할 수 있다. 경영정상화 및 재무안정 목적의 투자 이외의 여유자금은 증권 투자, 증권 투자위험을 회피하기 위한 장내외파생상품 투자, 재무구조개선기업의 인수합병을 위한 자금의 대여 또는 지급보증, 30일 이내의 금융기관 단기대출, 금융기관 예치 등으로 운용할 수 있다.⁴¹³⁾ 또한 기업재무안정PEF 및 투자목적회

413) 자본시장법 시행령 300조의 2

사(SPC)는 6개월 미만의 기간 중에는 취득한 지분증권을 처분할 수 없다.⁴¹⁴⁾ 기업재무안정PEF는 금전을 차입하거나 재무구조개선기업 또는 재무구조개선기업과 관련된 타인을 위하여 채무보증을 할 수 있다. 이 경우 차입금액 및 채무보증액 합계는 기업재무안정PEF 자산의 200%를 초과할 수 없는데, 차입금액 및 채무보증액의 합계는 기업재무안정PEF가 차입한 금액 및 채무보증한 금액과 SPC가 차입한 금액을 합하여 산정한다.

한편, 산업발전법 및 해외자원개발사업법 등에 의해 설립된 기업구조개선사모투자전문회사 및 해외자원개발투자전문회사는 <표 IV-6>에서 보는 바와 같이 별도의 투자운용 규제를 받는다.

<표 IV-6> 국내 PEF 관련 사모투자전문회사의 분류와 운용규제

구분	PEF	기업재무안정 PEF	기업구조개선 사모투자전문회사	해외자원개발 투자전문회사
근거 법률	자본시장법		산업발전법	해외자원개발 사업법
운용 제한	- 경영권 참여 - 50% 이상을 의결권 있는 주식에 10% 이상 투자 - 5% 이내 증권투자 가능	- 50% 이상을 경영권 참여와 무관한 메짜닌, 부실채권 투자	- 50% 이상 구조조정대상기업 발행주식에 투자	- 50% 이상 석유등 자원개발 투자
차입	10% 이내 (SPC는 300%)	기업재무안정PEF와 SPC를 합하여 200% 이내	10% 이내	30% 이내

주 : 중소기업창업지원법, 여신전문금융업법, 그리고 벤치기업육성에 관한 특별조치법 등에 근거한 벤처캐피탈 펀드는 제외
 자료: 자본시장법, 금융감독원(2011)

414) 자본시장법 278조의 3

4) 투자자보호 규제

자본시장법은 투자자를 보호하기 위해 공모펀드의 설립 및 등록, 집합투자증권의 발행, 판매, 환매 등 펀드투자에 수반되는 사항들을 상세하게 규정하고 있다.

우선, 자본시장법은 공모펀드 설립 및 등록 단계에서 증권신고서 제출을 의무화하고 있으며, 투자자에게 투자설명서를 반드시 교부하도록 하고 있다.⁴¹⁵⁾ 증권신고서의 효력이 발생하기 이전에 예비투자설명서 또는 간이투자설명서를 사용하여 투자권유를 할 수는 있지만, 이외의 방법에 의한 투자권유는 금지된다.⁴¹⁶⁾ 투자설명서의 내용은 증권신고서의 내용과 원칙적으로 동일해야 하며, 신탁업자는 투자설명서의 내용이 자본시장법, 집합투자규약 또는 증권신고서의 내용에 부합하는지 확인해야 한다.⁴¹⁷⁾ 이외에도 자본시장법은 투자권유 시 적합성·적정성 원칙에 의한 고객파악의무, 설명의무, 부당권유 금지, 투자권유준칙 마련 의무, 그 밖에 불건전 영업행위 금지 등에 대한 사항을 규정하고 있다.⁴¹⁸⁾

투자매매업자 또는 투자중개업자 등의 판매업자는 투자자가 펀드의 집합투자증권 취득을 위하여 금전 등을 납입한 후 최초로 산정되는 기준가격으로 판매해야 한다.⁴¹⁹⁾ 이러한 미래가격은 투자자가 환매할 경우에도 동일하게 적용된다.⁴²⁰⁾ 또한, 판매수수료는 납입금액 또는 환매금

415) 증권신고서는 자본시장법 119조, 투자설명서는 123조 및 124조에서 규정하고 있다. 다만, 전문투자자, 전문가 및 연고자, 투자설명서를 받기를 거부한다는 의사를 투자자 등에게는 투자설명서 교부를 면제할 수 있다(자본시장법 시행령 132조).

416) 자본시장법 124조

417) 자본시장법 123조 2항 및 247조 5항

418) 적합성의 원칙은 자본시장법 46조, 적정성의 원칙은 46조의 2, 설명의무는 47조, 부당권유 금지는 49조, 투자권유준칙은 50조, 기타 투자권유 시 금지행위는 52조에 규정되어 있다.

419) 자본시장법 76조 1항

액의 2%, 판매보수는 펀드재산 연평균가액의 1%로 상한이 설정되어 있어 펀드 판매업자가 과도한 수수료 및 보수를 취득할 수 없다.⁴²¹⁾

펀드판매가 이루어진 이후 공모펀드 운용업자는 자신의 펀드운용에 대한 내용을 담은 자산운용보고서를 신탁업자의 확인을 받아 3개월마다 1회 이상 투자자에게 교부해야 한다.⁴²²⁾ 투자신탁이나 투자익명조합의 집합투자업자는 운용인력의 변경, 환매연기 또는 환매재개, 부실자산 명세 및 상각률, 집합투자자총회의 결의 등의 사항이 발생할 경우에는 지체 없이 이를 공시해야 한다.⁴²³⁾ 그리고 이들은 분기 영업보고서 및 결산서류를 작성하여 금융위원회와 금융투자협회에 제출해야 한다.⁴²⁴⁾ 또한, 자본시장법은 금융투자협회가 집합투자업자, 투자매매업자 및 투자중개업자, 집합투자기구의 종류, 주된 투자대상자산, 운용보수, 판매수수료 및 판매보수, 수익률 등을 기준으로 펀드의 운용실적을 비교·공시하도록 규정하고 있다.⁴²⁵⁾

일반사모펀드 및 헤지펀드 등의 사모펀드에 대해 자본시장법은 상기한 사항 중에서 증권신고서의 제출, 자산운용보고서, 수시공시, 영업보고서 및 결산서류 등의 보고 및 공시, 집합투자규약의 공시, 수탁회사의 감시의무 등을 면제하고 있다.⁴²⁶⁾ 또한 사모펀드의 투자권유 시 위험감

420) 자본시장법 236조 1항

421) 자본시장법 76조 5항 및 자본시장법 시행령 77조 4항

422) 자본시장법 88조. 자산운용보고서에는 기준일 현재 투자대상 자산의 내용, 투자운용인력에 관한 사항, 투자환경 및 운용계획, 업종별·국가별 투자내역, 결산분배금 내역(결산 후 최초로 작성되는 자산운용보고서), 투자대상 범위 상위 10개 종목, 펀드구조, 환위험 회피 목적으로 파생상품 거래를 하는 경우 그 거래에 대한 사항 등의 내용이 포함된다(자본시장법 시행령 92조).

423) 자본시장법 89조 및 자본시장법 시행령 93조

424) 자본시장법 90조

425) 자본시장법 시행령 94조 2항 및 3항

426) 자본시장법 249조 1항. 자본시장법은 이외에도 투자광고, 파생상품의 운용

수능력이 충분한 투자자에 대한 투자설명서 제공의무를 면제하고 있으나, 공모펀드와 동일하게 적합성·적정성 원칙에 의한 고객과약의무, 설명의무 등의 주의의무를 부과하고 있다. 그리고 사모펀드에 대해서는 투자광고를 금지하고 있다. 한편, PEF 및 기업재무안정PEF, 그리고 기타 개별법에 의해 규율을 받는 사모투자전문회사 등은 상기한 투자자보호 규제의 적용을 받지 않는다.

다. 우리나라 자산운용업 규제에 대한 평가

1) 우리나라 자산운용업 규제의 주요 특징

가) 세분화되고 엄격한 진입규제

자본시장법은 공모펀드 운용업자에 대해 투자자 및 투자자산을 기준으로 세분화된 진입단위별 인가제를 채택하고 있으며, 해외에 비해 높은 수준의 물적·인적요건을 갖추도록 규정하고 있다. 특히 자기자본요건이 최저 10억원으로 해외에 비해 상당히 높은 수준이다. 이외에도 전산설비 및 업무 공간 등의 물적 설비, 인력의 적정성, 대주주 및 임원의 적정성, 건전한 재무상태 및 사회적 신용 구비요건, 이해상충 방지체계 구축 등 다양한 진입요건을 부과하고 있다.

사모펀드에 대해서는 펀드유형에 따라 진입요건을 다르게 적용하고 있다. 예를 들어, 일반사모 및 헤지펀드 운용업자에게는 공모펀드 운용업자에 준하는 인가 및 진입요건을 적용하고 있다. 반면, PEF 및 기업재

특례, 환매금지형집합투자기구의 상장, 기준가격의 공고 및 게시의무, 결산서류 등의 비치·보존 및 투자자 채권자의 결산서류 등의 열람·교부 청구, 회계감사, 회계감사인의 손해배상청구, 신탁업자의 운용행위 감시 및 자산보관·관리보고서, 집합투자재산으로 부동산개발사업 영위법인에 대한 금전대여 등에 대한 사항의 적용을 면제하고 있다(변재호 외(2009)).

무안정PEF 등의 사모펀드 운용업자에 대해서는 등록제를 채택하고 있으며, 공모펀드, 일반사모, 헤지펀드 운용업자에 비해 매우 느슨한 물적·인적요건을 적용하고 있다. 이외에도 개별법에 정의된 사모펀드는 해당 법률에서 별도의 진입규제를 규정하고 있다. 한편, 진입규제의 서술방식은 한정적 열거주의 및 규칙 중심이다.

나) 자산운용업 특성에 비해 엄격한 건전성 규제

우리나라 자본시장법은 진입규제와 마찬가지로 인가대상이 되는 집합투자업자, 즉 공모펀드, 일반사모, 헤지펀드 등의 운용업자에게 금융투자업자에 공통적으로 적용되는 건전성 규제를 시행하고 있다. 이들 운용업자에 대한 대표적인 건전성 규제의 사례가 NCR규제이다. 이외에도 자본시장법은 자산건전성, 외환건전성, 경영실태평가 및 NCR에 근거한 적기시정조치, 그리고 위험관리 등에 대한 요건을 규정하고 있다. 반면, PEF, 기업채무안정PEF, 개별법상 사모펀드 운용업자에게는 이러한 건전성 규제가 적용되지 않고 있다. 이러한 점에서 운용업자에 대한 우리나라의 건전성 규제는 강할 뿐만 아니라 사모펀드의 유형에 따라 그 내용과 수준에 차이가 나고 있다.⁴²⁷⁾ 한편, 건전성 규제에 대한 서술방식은 건전성 규제의 특성상 열거주의 및 규칙 중심이다.

427) 최근 정부는 이러한 문제점을 인식하여 2015년 4월부터 자산운용사에 대한 NCR규제를 운영위험을 감안한 자기자본 적립규제로 전환하고 경영실태평가를 폐지하는 것을 주요 내용으로 하는 자산운용사 건전성 규제개선방안을 발표하였다. 한편, 적기시정조치는 「금융산업의 구조개선 등에 관한 법률」 개정이 필요한 만큼 우선적으로 그 요건을 간소화하고, 제도 정착과정 등을 보아가며 적용 배제를 추진하기로 하였다(금융위원회 보도자료 (2014.9.25)).

다) 명시적이고 강한 칸막이식 투자운용 규제

우리나라 자본시장법은 공모펀드에 대해 분산투자요건, 파생상품 위험한도, 금전차입 및 대여 제한, 이해관계자와의 거래제한, 기타 불건전 영업행위 금지 등의 명시적인 투자운용 규제를 하고 있다. 또한, 자본시장법은 부동산펀드 및 특별자산펀드와 같이 투자자산을 기준으로 펀드유형을 분류하고 펀드유형별로 상이한 투자운용 규제를 적용하고 있다.

자본시장법은 사모펀드의 경우에도 펀드유형에 따라 상이한 투자운용 규제를 적용하고 있다. 예를 들어, 일반 사모펀드의 경우 공모펀드와 같이 주요 투자대상자산을 기준으로 펀드유형을 구분하고, 차입 및 레버리지 투자를 금지하고 있다. 헤지펀드는 파생상품 투자 및 차입한도 이외의 투자운용 제한은 거의 없으나, 시스템리스크 관리 목적으로 운용전략, 투자대상 자산, 파생상품 매매현황, 위험관리 등에 대한 사항을 감독당국에 보고해야 한다. PEF는 경영권 참여 목적의 투자에 50% 이상을 운용해야 하며, 경영권 참여와 무관한 여유자금 운용은 엄격히 제한된다. 이러한 점에서 우리나라 자산운용업에 대한 투자운용 규제는 공·사모펀드 공통적으로 명시적이고 강한 칸막이식 규제라고 할 수 있다. 한편, 투자운용 규제의 서술방식은 열거주의 및 규칙 중심이다.

라) 공모펀드 중심의 투자자보호 규제

자본시장법은 공모펀드에 대해서 투자자보호를 위해 집합투자증권의 발행방법, 증권신고서·투자설명서·자산운용보고서의 제출 및 공시, 운용자산의 평가 및 환매 등에 대한 사항을 상술하고 있다. 이외에도 자본시장법은 투자권유에 관한 적합성 및 적정성 원칙, 부당권유 금지, 투자권유 준칙 마련, 불건전 영업행위 금지, 판매수수료 및 판매보수의 상한,

광고에 대한 사항 등을 규정하고 있다. 즉, 자본시장법은 투자자보호가 주목적인 공모펀드에 대해서 등록, 청약권유 및 판매, 정보제공 및 공시, 환매 등 모든 과정에 걸쳐 강하고 명시적인 규제를 가하고 있다.

일반사모펀드 및 헤지펀드와 같은 사모펀드에 대해서는 공모펀드를 기준으로 마련된 규정을 적용하되, 이들 펀드의 특성을 고려하여 증권신고서 제출, 운용보고서 제공의무, 공시요건 등을 포함한 일부 규정의 적용을 면제하고 있다. 하지만, 펀드판매와 관련된 전반적인 행위준칙 자체가 공모펀드에 준하여 적용되기 때문에 사모펀드에 대한 규제강도는 높다고 할 수 있다. 그러나 여타 사모펀드 즉, PEF 및 기업채무안정PEF, 기타 개별법에 의해 규율을 받는 사모펀드에는 이러한 투자자보호 규제가 적용되지 않는다. 이러한 점에서 진입, 건전성, 투자운용 규제와 마찬가지로 투자자보호 규제 역시 사모펀드 유형별로 규제 내용과 수준이 달리 적용된다. 한편, 투자자보호 규제의 서술방식도 열거주의 및 규칙 중심이다.

2) 소결

지금까지 살펴 본 우리나라의 자산운용업 규제체계의 가장 큰 특징을 한마디로 요약하자면 ‘공모펀드 중심의 규제체계’라는 점이다. 그리고 이러한 규제체계를 진입, 건전성, 투자운용, 투자자보호 등으로 구분하여 살펴보면, 세분화되고 엄격한 진입규제, 자산운용업 특성에 비해 엄격한 건전성 규제, 명시적이고 강한 칸막이식 투자운용 규제, 공모펀드 중심의 투자자보호 규제 등으로 정리할 수 있다. <표 IV-7>은 이러한 특징을 가진 우리나라 자산운용 규제체계의 규제수준 및 공·사모펀드 간 규제 격차를 보여주고 있다.

<표 IV-7> 우리나라의 공모·사모펀드 규제 수준 및 격차

구분	항목	공모	사모	사모 유형			공·사모 간 규제격차
				일반	HF	PEF	
진입	운용업자 등록/인가	●	●	●	●	○	소
	인가단위	●	●	●	●	○	소
	인적/물적요건	●	●	●	●	○	소
건전성	재무건전성	●	●	●	●	○	소
	내부통제/지배구조	●	●	●	●	○	소
	투자운용	●	○	○	○	○	중
	투자자보호	●	○	○	○	○	중

주: 규제수준이 강한 경우에는 '●', 중간 수준인 경우에는 '○', 규제가 약하거나 없는 경우에는 '○'로 표시

사실 해외에서도 우리나라와 내용과 수준에 차이가 있기는 하지만 투자자보호가 중요한 공모펀드에 대해서는 기본적으로 명시적으로 강한 규제를 하고 있다. 그런데 우리나라의 공모펀드 규제체계는 지나치게 세분화된 인가단위에 기반하고 있어 복잡할 뿐만 아니라 <표 IV-7>에서 보는 바와 같이 진입, 건전성, 투자운용 등에 걸쳐 자산운용업의 특성에 비해 과도하게 강한 규제를 가하고 있는 측면이 있다.

또한, 이러한 공모펀드 규제체계가 인가 대상이 되는 일반사모펀드 및 헤지펀드 운용업자에게도 적용되고 있고, 기타 사모펀드 유형에게는 별도의 규제체계가 적용되어 사모펀드 유형 간 규제의 내용과 수준에서 차이가 상대적으로 크게 나타나고 있다. 따라서, 사모펀드에 대한 전반적인 규제수준은 투자운용과 투자자보호를 제외하면 공모펀드와 사모펀드 간의 규제격차는 크지 않다고 할 수 있다. 한편, 사모펀드만을 별도로 살펴보면 일반사모 및 헤지펀드와 PEF 간의 규제격차가 크게 나타나고 있다.

4. 자산운용업의 바람직한 규제개혁 방향

미국, EU 및 영국의 자산운용업 규제체계는 공모펀드 및 사모펀드로 이원화된 규제체계이다. 이에 반해 우리나라 자산운용업 규제체계는 공모펀드 중심의 세분화되고 복잡한 규제체계이다.⁴²⁸⁾ 이 장에서는 이와 같은 해외 및 우리나라 자산운용업 규제격차와 그 타당성에 대해 살펴보고, 향후 개선방향에 대해 논의해 보고자 한다.

가. 국내외 자산운용업 규제격차

1) 진입규제

운용업자에 대해 미국은 등록제, EU 및 영국은 인가제를 채택하고 있는데, 등록단위 또는 인가단위가 포괄적이라는 공통점이 있다. 또한, 고객의 자산을 위탁받아 운용하는 자산운용의 특성을 반영, 운용업자의 인적요건과 이해상충 및 운영위험을 방지할 수 있는 체계 구축에 초점을 두고 있다. 이에 따라 해외는 진입장벽이, 특히 진입자본금이 낮게 설정되어 있다.

428) 공모펀드 중심의 규제체계를 확립하고 사모펀드에 대한 규제 적용을 면제하는 미국의 이원화 방식도 공모펀드 중심의 규제체계로 볼 수 있다. 하지만, 규제의 내용과 수준이 확연히 구분된다는 점에서 우리나라와 차이가 있다.

<표 IV-8> 자산운용업 진입규제의 국내외 규제격차

구분	미/영/EU	한국	규제격차 (규제강도)
규제내용	<ul style="list-style-type: none"> • 공·사모펀드 운용업자별 등록/인가제 - (미) 공·사모 모두 등록제, 사모는 일정규모(예: 1.5억 달러) 이상 펀드 운용업자에 대한 등록의무 부과 - (EU/영) 공·사모 모두 인가제(일정 규모 이하는 등록제) 	<ul style="list-style-type: none"> • 공모펀드 운용업자 중심의 인가제 - 공모펀드 운용업자에 대한 인가제를 일반 사모/헤지펀드 운용업자에게도 적용 (PEF 운용업자에 대해서는 등록제 적용) 	<p align="center">대/중/소 (해외<국내)</p>
	<ul style="list-style-type: none"> • 포괄적인 인가/등록단위 	<ul style="list-style-type: none"> • 투자자/자산 기준 세분화된 인가단위 - 투자자: 일반/전문, 전문투자자 - 자산: 종합, 증권, 부동산, 특별, 혼합 	<p align="center">대/중/소 (해외<국내)</p>
	<ul style="list-style-type: none"> • 인적요건 중심의 진입규제 - 진입자본금 요건이 없거나, 낮은 수준 - 적합성 및 적정성 원칙에 의한 인적요건 관리 	<ul style="list-style-type: none"> • 높은 수준의 물질/인적요건 부과 - 자기자본, 물질 설비, 인력의 적정성, 대주주/임원의 적정성, 건전한 재무상태 및 사회책임 신용, 이해상충 방지체계 등 명시 	<p align="center">대/중/소 (해외<국내)</p>
규제수준	<ul style="list-style-type: none"> • 물질요건은 느슨한 반면, 인적요건은 상대적으로 강함 • 전반적인 진입규제 수준이 낮음 	<ul style="list-style-type: none"> • 물질/인적요건 모두 엄격한 수준 • 진입규제의 수준과 강도가 높아 높은 진입장벽을 구축 	<p align="center">대/중/소 (해외<국내)</p>
규제체계	<ul style="list-style-type: none"> • 원칙 중심 	<ul style="list-style-type: none"> • 한정적 열거주의 및 규칙 중심 	<p align="center">대/중/소 (해외<국내)</p>

반면, 우리나라의 경우에는 자본시장법 제정 당시 금융투자업자에 대한 진입 및 건전성 규제를 마련하면서 법적 안정성 측면에서 기존 자산운용업법의 자기자본요건을 반영하였고, 전문화를 유도하기 위해 인가단위를 투자자 및 투자자산을 기준으로 세분화하였다. 그 결과 물적요건과 인적요건 모두 강하게 규정되어 진입장벽 자체가 높게 설정되었다. 또한, 자생적으로 발전한 해외의 사모펀드와는 달리 우리나라는 정부 주도로 사모펀드제도가 도입되면서 헤지펀드 운용업자에게는 기존 공모펀드 운용업자에 대한 진입규제를 준용하고, PEF 및 기업재무안정PEF에 대해서는 별도의 체계를 마련하였다. 이러한 이유로 헤지펀드와 같은 사모펀드 운용업자의 진입장벽이 높아지고, 사모펀드 유형 내에서도 규제의 내용과 수준에 차이가 나타나고 있다. 결국, 진입규제의 내용과 수준에서 모두 주요 해외 국가들과 격차가 크게 나고 있다.

이처럼 지나치게 높게 설정된 자산운용업의 진입규제로 인해 다음과 같은 문제가 발생할 수 있다. 우선, 전문화를 유도하기 위해 인가단위를 세분화하였으나, 이로 인해 오히려 투자대상 자산이 협소해져 투자운용을 제약할 수 있다. 예를 들어, 부동산펀드는 호텔이나 영화관 등을 취득하여 임대할 수는 있지만 이를 직접 운영하여 수익을 얻을 수는 없다. 호텔이나 영화관을 직접 운영하여 수익을 얻는 것은 특별자산에 투자하는 것에 해당하기 때문이다.⁴²⁹⁾

세분화된 인가단위별 최저 자기자본이 지나치게 높게 설정되어 있어서 전문화를 유도한다는 애초의 취지와는 달리 능력 있는 신규 운용업자의 진입을 억제하는 진입장벽으로 작용할 수 있다. 특히, 금융벤처로서 투자전략의 창의성이 중요한 사모펀드 분야에서 능력 있는 신규 운

429) 부동산 펀드의 주요 투자대상 자산은 부동산의 개발, 관리 및 개량, 임대, 지상권·지역권·전세권·임차권·분양권 등 부동산 관련 권리의 취득, 부동산을 담보로 하는 금전채권 등으로 한정되어 있다(자본시장법 시행령 240조 4항).

용업자의 진입을 제약할 수 있다. 예를 들어, 전문투자자를 대상으로 하는 부동산펀드나 특별자산펀드를 운용하기 위해서는 최소 10억원의 자기자본이 필요하다. 이는 AIFM지침의 최저 자본금 12만 5천유로, 약 1억 7천만원보다 약 6배 가량 높은 수준이다. 또한, 우리나라에서는 전문 및 일반투자자를 대상으로 종합운용사 인가를 받은 운용사가 헤지펀드 운용 인가를 받으려면 140억원의 자기자본이 필요한데, 이는 AIFM지침의 최저자본금보다 80배 이상 큰 규모이다. 따라서, 우리나라 자본시장법의 최저 자기자본은 유럽에 비해 작게는 6배, 크게는 80배 가량 높다.

사모펀드 내에서도 헤지펀드와 PEF 간 진입규제의 수준 차이는 규제 차익을 발생시켜서 이들 시장의 발전을 저해할 수 있다. 예를 들어, 헤지펀드 운용업자는 인가 대상인 반면 PEF 운용업자는 등록 대상으로 법체계상으로 엄격하게 분리되어 있다. 또한, 이들에 대한 물적·인적요건의 내용과 수준에도 차이가 크다. 그 결과 우리나라에서는 헤지펀드와 PEF는 전혀 다른 시장으로 인식되는 경향이 있다. 하지만, 헤지펀드와 PEF가 엄밀하게 구분될 수 있을 정도로 성격이 크게 다르지는 않다. 실제로 해외에서는 헤지펀드와 PEF를 동시에 운영하는 운용사도 존재하고, 유사한 투자전략을 사용하는 경우도 있어 일반적으로 이 두 펀드를 엄밀하게 구분하지 않는다.⁴³⁰⁾ 흔히 해외에서 사모펀드 또는 대체투자펀드라면 헤지펀드와 PEF를 동시에 지칭하는 것도 이러한 이유에서다. 이와 동일한 맥락에서 자본시장법에서 PEF와 기업재무안정PEF를 명확하게 구분하고, 동일한 경제적 기능을 하는 펀드가 자본시장법과 개별법에 분산되어 있는 것도 문제가 될 수 있다.

430) 예를 들면, 구조조정이나 M&A 관련 기업에 투자하는 이벤트 드리븐(event-driven) 전략을 구사하는 헤지펀드는 투자전략이나 투자기간에 다소 차이가 있긴 하지만 PEF와 유사한 기능을 수행한다.

2) 건전성 규제

미국, EU 및 영국은 공모 및 사모펀드 운용업자에 대해 재무건전성 보다는 이해상충과 운영위험을 방지하기 위한 내부통제 및 지배구조에 초점을 둔 건전성 규제를 시행하고 있다. 재무건전성 규제를 시행하고 있다 하더라도 유럽의 경우처럼 운영위험을 감안하여 운용규모에 따른 추가 자본금 적립에 국한하고 있다. 또한, 사모펀드 운용업자에 대해서는 운용위험과 시스템리스크를 감시·감독하기 위한 위험포지션 보고의 무 또는 위험관리체계 구축에 초점을 두고 있다. 즉, 해외의 경우에는 자산운용업의 특성상 발생할 수 있는 문제를 예방하고, 금융시스템의 안정성에 영향을 줄 수 있는 요인을 관리하고자 하는 목적으로 건전성 규제를 시행하고 있다.

이에 반해 우리나라는 인가 대상인 금융투자업자에게 공통적인 건전성 규제를 부과하고 있다. 또한, NCR에 기반을 둔 재무건전성, 외환건전성, 경영실태평가 및 적기시정조치, 내부통제 및 지배구조 등 광범위한 분야에 걸쳐 강한 건전성 기준을 마련하고 있다. 물론 진입규제와 마찬가지로 이러한 건전성 규제는 일반사모펀드 및 헤지펀드 운용업자에게도 동일하게 적용되나, PEF 및 기업재무안정PEF에는 적용되지 않는다. 그런데 해외의 경우에는 펀드 규제체계가 이원화되어 있어서 공·사모펀드 여부에 따라 건전성 규제가 달리 적용될 뿐 동일한 유형의 운용업자에 대해서는 공통적인 규제를 적용하고 있음을 유의할 필요가 있다.

<표 IV-9> 자산운용업 건전성 규제의 국내의 규제격차

구분	미/영/EU	한국	규제격차 (규제강도)
규제내용	<p>재무 건전성</p> <ul style="list-style-type: none"> • NCR과 같은 재무건전성 규제는 없거나 있더라도 낮은 수준이며, 적기시정조치는 없음 - (미) 공·사모 모두 재무건전성요건 없음 - (영/EU) 운용규모에 따른 추가 자본금 적립요건 또는 업무책임배상보험(PII) 가입의무를 부과 	<p>재무건전성(NCR) 규제 및 적기시정조치 존재</p> <ul style="list-style-type: none"> • 재무건전성, 외환건진성, 경영실태평가, 내부통제 및 지배구조 등 다양한 분야에 대한 건전성 기준을 마련 	<p>①대/중/소 (해외<국내)</p>
	<p>내부통제/지배구조</p> <ul style="list-style-type: none"> • 이해상충, 운영위험 및 금융사기를 방지하기 위한 내부통제 및 지배구조에 초점 	<p>매우 강한 재무건전성 규제</p> <ul style="list-style-type: none"> • 운용업자의 행태와 지배구조에 초점을 둔 규제 	<p>①대/중/소 (해외<국내)</p>
규제수준	<p>재무 건전성</p> <ul style="list-style-type: none"> • 약한 재무건전성 규제 	<p>매우 강한 재무건전성 규제</p>	<p>①대/중/소 (해외<국내)</p>
	<p>내부통제/지배구조</p> <ul style="list-style-type: none"> • 운용업자의 행태와 지배구조에 초점을 둔 규제 	<p>운용업자의 행태 및 지배구조를 포함한 광범위한 규제</p>	<p>대/중/소 (해외<국내)</p>
규제체계	<ul style="list-style-type: none"> • 열거주의 및 규칙 중심 	<ul style="list-style-type: none"> • 열거주의 및 규칙 중심 	<p>대/중/소 (해외<국내)</p>

고객의 자산을 운용하는 데에 집중하는 자산운용업은 고유재산의 운용위험이 매우 낮아서 운용업자인 자산운용사의 도산이 투자자에게 피해를 줄 여지가 여타 권역에 비해 현저히 낮다. 특히 고유자산과 고객의 자산이 엄격하게 분리되어 있는 공모펀드 운용업자의 경우에는 더욱 그러하다. 오히려 자산운용업은 고객의 자산을 운용하는 과정에서 발생하는 법규 위반 또는 불투명한 펀드 운영으로 인한 금융사기 등 소위 말하는 운영위험이 가장 큰 위험요소이다.⁴³¹⁾ 이와 같은 자산운용업의 특성을 고려하여 해외의 재무건전성 규제는 운용규모에 따른 추가 자본금 적립요건에 국한하여 운영위험을 고려한 운용업자의 손해배상여력 확보에 초점을 맞추고 있는 것이다. 이러한 점에서 증권회사의 재무건전성 감독수단으로 도입된 NCR을 자산운용업에 적용하는 것은 자산운용업의 특성에 비해 과도하다고 할 수 있다. 이와 동일한 맥락에서 경영실태평가 및 NCR과 연계된 적기시정조치 또한 과도한 규제라고 할 수 있다. 따라서, 최근 발표된 NCR규제를 자기자본 적립규제로 전환하고 경영실태평가를 폐지하는 것을 주요 내용으로 하는 정부의 자산운용사 건전성 규제 개선방안은 바람직하다고 할 수 있다.

투자자보호의 필요성이 낮고 평판에 따라 진입과 퇴출이 빈번히 일어나는 사모펀드의 속성상 헤지펀드 운용업자에 공모펀드 운용업자와 동일한 건전성 규제를 부과하는 것도 타당성이 낮다. 또한, 일반사모 및 헤지펀드 운용업자는 공모펀드 운용업자와 동일한 건전성 규제를 받으나, PEF 및 개별법 펀드 운용업자에 대해서는 건전성 규제가 적용되지 않거나 규제의 적용범위와 수준에 차이가 존재한다. 즉, 진입규제와 마찬가지로 우리나라는 사모펀드 유형별로 다른 건전성 규제를 부과하고 있어 규제차익의 가능성이 존재한다.

431) 실제로 우리나라의 경우 자산운용사의 시장위험은 15%로 증권회사 64%의 약 1/4에 불과한 반면, 운용규모를 감안한 위험은 74%로 증권회사 15%의 약 5배에 달한다(금융위원회 보도자료 2014.9.25).

한편, 재무건전성 규제 이외의 내부통제 및 지배구조와 관련된 국내외 건전성 규제의 격차는 그다지 크다고 할 수는 없으나, 운용사의 규모에 비해 과도한 규제가 존재한다. 운용규모 6조원 이상의 금융투자업자는 3인 이상의 사외이사를 이사 총수의 절반 이상 선임해야 한다는 규정을 그 예로 들 수 있다.

3) 투자운용 규제

미국, EU 및 영국 등은 공모펀드에는 강하고 명시적인 투자운용 규제를 하고 있으나, 사모펀드에는 투자운용 규제 대신 잠재적인 시스템리스크를 관리하기 위한 목적으로 위험포지션에 대한 보고의무를 부과하고 있을 뿐이다. 반면, 우리나라의 경우에는 공모 및 사모펀드 모두 투자자 및 투자자산을 기준으로 세분화된 인가단위 또는 등록단위에 기초한 명시적인 칸막이식 투자운용 규제를 하고 있다.

따라서, 공모펀드에 대한 투자운용 규제 수준 자체는 외국과의 격차가 크지 않으나, 인가단위 또는 등록단위의 세분화에 따른 펀드 유형별 투자운용의 규제차이로 인해 규제격차가 발생하는 것으로 판단된다. 사모펀드의 경우에는 관련 제도가 정부 주도로 도입되어 도입취지 및 관련 법률의 특성에 따라 투자운용 규제의 격차가 발생하고 있다. 즉, 앞서 언급한 진입 및 건전성 규제격차의 주요 원인 및 문제점들이 투자운용의 규제에서도 동일하게 적용되고 있는 것이다. 이에 따라 애초의 법제정 취지와는 달리 투자대상 자산이 지나치게 협소해져 투자운용을 제약할 수 있다. 또한, 사모펀드의 경우 사모펀드의 특성에 비해 지나치게 투자운용 규제가 강하고, 동일한 기능을 할 수 있는 펀드임에도 불구하고 상이한 규제를 부과하는 문제가 있다.

<표 IV-10> 자산운용업 투자운용 규제의 국내 외 규제격차

구분	미/영/EU	한국	규제격차
규제 내용	공모 펀드	<ul style="list-style-type: none"> • 분산투자, 파생상품 투자제한, 레버리지/무차입공매도 제한, 이해관계자와의 거래 금지 등 	<ul style="list-style-type: none"> • 펀드 유형별 주요 투자대상자산 최소 투자비율, 분산투자, 파생상품 투자제한, 레버리지/무차입 공매도 제한, 이해관계자와의 거래금지 등
	사모 펀드	<ul style="list-style-type: none"> • 명시적인 투자운용 규제가 아닌 보고 및 정보제공 의무 부여 	<ul style="list-style-type: none"> • 투자대상 자산 제한, 파생상품 및 레버리지 제한 등의 투자운용 규제와 보고의무 병행 • 사모펀드 유형별 상이한 투자운용 규제
규제 수준	공모 펀드	<ul style="list-style-type: none"> • 투자자보호를 위한 명시적인 투자운용 규제 	<ul style="list-style-type: none"> • 투자자보호를 위한 명시적이고 엄격한 간막이식 운용규제
	사모 펀드	<ul style="list-style-type: none"> • 위험포지션 보고 및 정보제공 의무 부과를 통한 간접규제 	<ul style="list-style-type: none"> • 공모에 비해 느슨하나, 해외에 비해 엄격하며, 펀드 유형별 규제격차 존재
규제체계	<ul style="list-style-type: none"> • 규칙 중심 	<ul style="list-style-type: none"> • 규칙 중심 	<ul style="list-style-type: none"> • 대/중/소 (해외≠국내)

4) 투자자보호 규제

기본적으로 국내뿐만 아니라 해외 주요 국가들도 공모펀드에 대해서는 명시적이고 강한 투자자보호 규제체계를 확립하고 있다. 이에 따라 공모펀드에 대한 투자자보호 관련 규제격차는 그다지 크지 않다.

사모펀드에 대해서 해외 주요 국가들은 사모펀드의 특성을 고려하여 투자자보호 관련 규제를 면제하거나 별도의 규제체계를 구축하고 있다. 예를 들어, 미국의 경우에는 투자자에 대한 운용업자 정보제공 의무 이외에는 별다른 규제를 하지 않는다. EU 및 영국의 경우에는 AIFM 지침에서 미국보다는 구체적인 정보제공 의무를 규정하고 있으나, 공모펀드에 비해서는 규제가 훨씬 약하다. 다만, 영국의 경우에는 사모펀드 운용업자에게도 영업행위 원칙을 준수할 것을 규정하여 미국이나 EU의 규제에 비하면 다소 강하다고 할 수 있다.

우리나라의 경우에는 일반사모펀드 및 헤지펀드에 대해서는 증권신고서 제출, 운용보고서 제공 및 공시요건 등의 일부 규정을 면제하고는 있다. 하지만, 펀드판매와 관련된 행위준칙을 공모펀드와 동일하게 사모펀드에도 적용하여 사모펀드 전반에 대한 규제강도는 해외에 비해 강하다고 할 수 있다. 그리고 진입, 건전성, 투자운용 규제와 마찬가지로 투자자보호 규제도 사모펀드 유형별로 규제 내용과 수준이 달리 적용되고 있다. 따라서, 국내외 투자자보호 규제격차는 사모펀드에서 크게 발생하고 있다. 이러한 규제격차의 주요 원인은 앞 절에서 언급한 바와 같이 공모펀드 중심의 규제를 사모펀드에도 준용하고, 사모펀드 유형별로 규제를 달리하기 때문이다.

<표 IV-11> 자산운용업 투자자보호 규제의 국내외 규제격차

구분	미/영/EU	한국	규제격차 (규제강도)
규제 내용	공모 펀드	<ul style="list-style-type: none"> 투자설명서, 운용보고서 제출 및 공시, 회계감사, 자산의 평가 및 환매 등에 대한 규정 	<ul style="list-style-type: none"> 증권신고서, 투자설명서, 운용보고서 제출 및 공시, 회계감사, 자산의 평가 및 환매 등에 대한 규정
	사모 펀드	<ul style="list-style-type: none"> 위험포지션 감독당국 보고의무 투자자에 대한 정보제공 의무 	<ul style="list-style-type: none"> 공모펀드에 준하되 보고서 및 공시 관련 일부 요건은 면제 펀드판매 관련 행위준칙은 공모펀드와 동일하게 적용 사모펀드 유형별로 규제 내용 및 수준에 차이가 존재
규제 수준	공모 펀드	<ul style="list-style-type: none"> 강한 투자자보호 장치 구축 	<ul style="list-style-type: none"> 강한 투자자보호 장치 구축
	사모 펀드	<ul style="list-style-type: none"> 느슨한 규제 	<ul style="list-style-type: none"> 공모펀드에 비해 약하지만 여전히 강한 규제
규제체계	<ul style="list-style-type: none"> 열거주의 및 규칙 중심 	<ul style="list-style-type: none"> 열거주의 및 규칙 중심 	<ul style="list-style-type: none"> 대/중/소 (해외는국내) 대/중/소 (해외는국내) 대/중/소 (해외는국내) 대/중/소 (해외는국내)

나. 자산운용업 규제개혁 방향

1) 펀드 규제체계의 이원화

자산운용업의 본질적인 속성은 투자자와 펀드 또는 투자자와 운용업자 사이의 계약에 의한 투자자 자산의 위탁운용이라고 할 수 있다. 따라서, 자산운용업은 업의 속성상 정보비대칭에 따른 역선택 또는 도덕적해이 등과 같은 대리인문제가 발생할 수 있다. 즉, 투자자가 운용업자의 능력을 알 수 없고 실제 운용행위를 관찰할 수도 없으므로 흔히 말하는 이해상충, 금융사기, 과도한 위험추구 행위 등이 일어날 수 있는 것이다. 따라서, 다수의 일반 개인투자자를 대상으로 하는 공모펀드의 경우에는 투자자보호를 목적으로 대리인 문제를 예방하기 위한 각종 규제를 시행할 수밖에 없다. 즉, 이해상충과 금융사기를 방지하기 위한 내부통제 및 지배구조를 갖춘 평판 있는 운용업자에 한하여 유동성 있는 자산을 대상으로 충분한 분산투자가 이루어지는 표준화된 펀드를 운용하게 하는 것이다. 실제로 국내외를 막론하고 모든 공모펀드 자산운용 규제체계가 이렇게 설계되어 있다.

반면, 투자자가 펀드 또는 운용업자를 선별할 수 있는 능력이 있다고 판단되는 경우에는 그만큼 대리인 문제가 발생할 가능성이 낮아져서 자산운용업에 대한 규제수준도 낮아지게 된다. 충분한 금융지식과 투자위험 감수능력을 갖춘 기관투자자나 고액자산가들이 주요 투자자인 헤지펀드나 PEF 등의 사모펀드가 대표적인 사례이다. 이에 따라 사모펀드 운용업자는 자기 고유의 투자전략에 따라 레버리지를 활용하여 유동성 및 비유동성 자산에 투자하며 성과에 따른 보수를 취하기도 한다. 다만, 최근의 글로벌 금융위기에서 보듯이 비유동성 자산에 레버리지를 이용한 투자전략을 사용하는 사모펀드가 많아 투자위험도 높고, 대형 사모펀드의 경우 시스템리스크를 전파하는 매개체가 될 수도 있다. 이를 반영

하여 해외의 규제체계는 사모펀드 운용업자에게도 펀드운영의 투명성을 높이기 위한 장치를 마련하고 위험포지션을 감독당국에 보고하도록 하되, 사모펀드의 특성을 저해할 수 있는 투자운용 규제는 하지 않고 있다.

<표 IV-12> 공모펀드와 사모펀드의 비교

	공모펀드	사모펀드
투자자 유형	<ul style="list-style-type: none"> • 다수의 개인투자자 및 기관투자자 	<ul style="list-style-type: none"> • 금융지식과 투자위험 감수능력을 구비한 소수의 기관투자자 및 고액자산가
투자 상품	<ul style="list-style-type: none"> • 분산투자가 이루어지는 표준화된 펀드 • 투자대상은 유동성 있는 자산에 국한 • 차입, 공매도 등 레버리지 투자 금지 • 파생상품 투자 한도 제한 • 성과보수 없음 	<ul style="list-style-type: none"> • 투자수요에 맞는 다양한 투자전략 구사 • 투자대상은 유동성/비유동성 자산 포괄 • 차입, 공매도 등 레버리지 투자 가능 • 성과보수 있음
규제 목적	<ul style="list-style-type: none"> • 투자자보호 	<ul style="list-style-type: none"> • 운영위험(operation risk) 방지 및 위험포지션 모니터링
규제 수준	<ul style="list-style-type: none"> • 투자자보호를 위한 명시적이고 강도 높은 규제 	<ul style="list-style-type: none"> • 운용업자의 진입(등록 및 인가)요건과 위험포지션 정보보고 중심의 느슨한 규제

이처럼 투자자의 유형에 따라 펀드의 성격이 달라지므로 규제의 목적, 내용 및 수준 또한 달라질 수밖에 없다. 본 보고서에서 살펴본 미국, EU 및 영국 등은 이러한 투자자의 유형 및 펀드의 성격에 따라 공모펀드와 사모펀드로 이원화된 펀드 규제체계를 구축하였다. 이에 반해 우리나라의 자산운용업 규제체계는 공모펀드 중심의 규제체계로서 세분화되고 엄격한 진입규제, 자산운용업 특성에 비해 엄격한 건전성 규제, 명시적이고 강한 칸막이식 투자운용 규제, 공모펀드 중심의 투자자보호 체계를 갖추고 있다.

이러한 국내 자산운용업 규제체계의 특징은 해외와 비교할 경우 더욱 잘 드러난다. <표 IV-13>에서와 같이 우리나라 자산운용업 규제체계는 공모 및 사모펀드 모두 진입, 건전성, 투자운용, 투자자보호 등 전 부문에서 규제가 강할 뿐만 아니라 해외와의 규제격차도 상당히 크게 나타난다. 특히, 진입과 건전성 규제 두 부문에서 규제격차가 나는 공모펀드와는 달리 사모펀드는 진입, 건전성, 투자운용, 투자자보호 등 전 부문에서 격차가 크게 나타난다. 이는 일반사모펀드 및 헤지펀드 규제의 상당 부분이 공모펀드 규제를 준용한 데에 기인한다.

<표 IV-13> 국내와 해외의 자산운용 규제수준 및 규제격차 비교

구분	항목	공모펀드			사모펀드		
		미/영/EU	한국	규제격차	미/영/EU	한국	규제격차
진입	운용업자 등록/인가	◐	●	중	◐	●	중
	인가단위	○	●	대	○	●	대
	인적/물적요건	○	●	대	○	●	대
건전성	채무건전성	○	●	대	○	●	대
	내부통제/지배구조	●	●	소	◐	●	대
	투자운용	●	●	소	○	◐	대
	투자자보호	●	●	소	○	◐	대

주: 규제수준이 강한 경우에는 '●', 중간 수준인 경우에는 '◐', 규제가 약하거나 없는 경우에는 '○'로 표시

자산운용업의 특성과 해외와의 규제격차를 고려할 때 향후 국내 자산운용업 규제체계는 사모펀드에 초점을 맞춰 개선할 필요가 있다. 이는 곧 우리나라 자산운용 규제체계도 해외처럼 공모펀드와 사모펀드별로 이원화할 필요가 있다는 것을 의미한다. <표 IV-14>는 향후 자산운용 규제체계의 개혁방향을 보여주고 있다. 간단히 요약하자면, 공모펀드는 진

입과 건전성 관련 규제를 자산운용업의 특성에 맞춰 개선하고, 사모펀드는 진입, 건전성, 투자운용, 투자자보호와 관련된 규제를 전반적으로 대폭 개편하자는 것이다. 또한, 사모펀드 내에서의 규제격차 및 자본시장법과 개별법 사이의 규제격차를 해소하여 규제체계의 일관성을 제고할 필요가 있다.

<표 IV-14> 우리나라 자산운용 규제체계 개혁방향

구분	항목	공모펀드		사모펀드		
		현행	방향	현행		방향
				일반사모/헤지펀드	PEF	
진입	운용업자 등록/인가	●	●	●	○	●
	인가단위	●	○	●	○	○
	인적/물적요건	●	○	●	○	○
건전성	재무건전성	●	○	●	○	○
	내부통제/지배구조	●	○	●	○	○
	투자운용	●	●	○	○	○
	투자자보호	●	●	○	○	○

주: 규제수준이 강한 경우에는 '●', 중간 수준인 경우에는 '○', 규제가 약하거나 없는 경우에는 '○'로 표시

펀드 규제체계의 이원화는 규제의 실효성을 높이는 데에도 유리하다. 특히, 공모펀드보다 금융벤처로서 기능할 수 있는 사모펀드에서 효과가 클 것으로 기대된다. 예를 들어, 사모펀드 투자운용의 자율성을 최대한 보장하고 진입장벽을 낮추어 능력 있는 신규 운용업자의 진입을 촉진하면 경쟁효과로 인해 운용업자의 혁신을 유도하여 자산운용의 경쟁력을 높일 수 있다. 이에 따라 사모펀드는 자금조달이 필요한 기업에 모험자

본을 제공하고 기업의 혁신과 구조개선을 유도하는 금융벤처로서의 기능을 할 수 있다. 또한, 투자자들의 다양한 투자수요에 부응하는 투자 기회도 늘어나게 된다. 감독당국은 펀드의 특성에 따른 맞춤형 규제로 애초에 의도했던 규제의 목적을 달성함과 동시에 시장의 활력을 제고할 수 있다. 다만, 해외처럼 운영위험과 금융안정성을 해칠 수 있는 요인을 감시·감독할 수 있는 규제는 지속적으로 유지해야 할 것이다.

2) 진입 및 건전성 규제 수준의 완화

가) 진입규제의 개혁 방향

펀드 규제체계의 이원화를 위한 진입규제의 개혁방향은 운용업자에 대한 인가제 및 등록제, 인가단위 및 등록단위, 물적·인적요건 등의 진입요건 등으로 나누어 살펴볼 수 있다.

① 운용업자에 대한 인가제 및 등록제

운용업자에 대한 인가제 및 등록제는 투자자보호가 중요한 공모펀드 운용업자에 대해서는 현재와 같이 인가제를 유지하고, 사모펀드 운용업자에 대해서는 등록제로 일원화하는 것이 바람직하다. 이 경우 운용업자는 공모펀드만을 운용하는 공모펀드 전문운용업자, 공모펀드와 사모펀드를 모두 운용하는 종합 운용업자, 사모펀드만을 운용하는 사모펀드 전문운용업자 등으로 구분할 수 있다. 이 중 공모펀드 전문운용업자는 인가제, 사모펀드 전문운용업자는 등록제의 대상이 된다. 만일 인가를 받은 공모펀드 전문운용업자가 신규로 사모펀드를 운용하려면 사모펀드 운용업자로 등록하면 되고, 등록된 사모펀드 전문운용업자가 공모펀드를 운용하려면 공모펀드 전문운용업자 인가를 받아야 한다.

② 인가단위 및 등록단위의 단순화

인가단위 및 등록단위의 단순화는 투자자 및 투자자산을 기준으로 세분화된 기존 인가단위를 인가제 또는 등록제에 따라 재편하는 것이다. 공모펀드와 사모펀드 각각에 대해 이를 살펴보면 다음과 같다.

일반투자자를 대상으로 하는 공모펀드 인가단위의 단순화 방안은 두 가지를 고려할 수 있다. 첫 번째 방안은 현행 세부 인가단위인 부동산과 특별자산을 통합하고, 종합과 혼합자산을 통합하여 투자자산 기준 인가단위를 (1) 증권, (2) 부동산 및 특별자산, (3) 혼합자산(또는 종합) 등으로 간소화하는 것이다. 여기서 혼합자산은 모든 자산에 투자할 수 있는 인가단위를 지칭한다. 따라서, 혼합자산 인가를 받은 공모펀드 운용업자는 분산투자를 포함한 투자운용 규제에 따라 모든 자산에 투자하는 펀드를 설정할 수 있다.

두 번째 방안은 투자자산을 등록단위로 변경하여 공모펀드 운용업자가 인가를 신청할 때 투자자산을 선택하여 등록하는 것이다. 즉, 자산을 현행대로 증권, 부동산, 특별자산, 혼합자산으로 구분하되 특정 자산에만 투자하고자 하는 운용업자는 해당 자산만을, 모든 자산에 투자하고자 하는 운용업자는 혼합자산을 선택하여 인가를 신청하는 것이다.

첫 번째 방안은 감독당국이 부동산 및 특별자산, 증권, 혼합자산의 순으로 단계적으로 인가를 관리할 여지가 있는 방안이다. 반면, 두 번째 방안은 진입요건을 충족하는 운용업자는 별도의 규정이 없는 한, 단계별 인가를 거치지 않고 투자자산 등록변경을 통해 혼합자산펀드를 만들 수 있다. 그러므로 신규 공모펀드 운용업자의 진입을 촉진하는 데에는 두 번째 방안이 첫 번째 방안보다는 낫다고 할 수 있다.

등록의 대상이 되는 사모펀드 운용업자의 경우 투자자 단위는 전문투자자 및 고액자산가 등의 적격투자자로 한정하고, 투자자산 등록단위

는 혼합자산으로 하여 투자자산에 특별한 제한을 두지 않는 것이 바람직하다. 그리고 일반사모, 헤지펀드, PEF 및 기업재무안정PEF 등으로 구분되어 있는 현행 사모펀드 운용업자의 유형을 과감하게 하나로 통합하는 것이 필요하다. 이 경우 사모펀드 운용업자의 유형을 일반사모, 헤지펀드, PEF 등으로 분류하여 등록을 신청할 때 해당하는 유형을 선택(복수선택 포함)하도록 할 필요가 있다.⁴³²⁾

③ 진입요건의 완화

해외 사례에서 보듯이 평판이 중요한 자산운용업에서는 대리인 문제를 방지하는 데에는 인적요건이 자기자본과 같은 물적요건보다 중요하며, 경쟁력 있는 신규 운용업자의 진입이 가능해야 경쟁을 통한 시장규모가 효과를 볼 수 있다. 따라서, 공사모를 막론하고 과도하게 높게 설정되어 있는 자기자본요건을 완화하고, 이해상충 및 운영위험을 방지할 수 있는 인적요건과 내부통제 및 지배구조 체계를 중심으로 진입규제를 개편하는 것이 바람직하다. 특히, 내부통제 및 지배구조 체계와 관련하여 현행 규제에서 부족한 부분이 있다면 가장 최근에 제정된 유럽의 AIFM지침을 참고하여 보완할 수 있을 것이다.

그런데 자기자본의 요건을 어느 수준으로까지 낮추는 것이 바람직한 것인지에 대해서는 절대적인 기준이 없기 때문에 다양한 견해가 있을 수 있다. 그럼에도 불구하고 한 가지 방안을 제시하자면 인가 대상인 공모펀드 운용업자의 최저 자기자본 수준을 현재 전문투자자 대상 인가요건 수준으로 낮추는 방안을 고려해 볼 수 있을 것이다. 예를 들어 증권

432) 이에 대한 차선택으로는 일반사모와 헤지펀드를 통합하고, PEF와 기업재무안정PEF를 하나로 통합하는 방안을 고려해 볼 수 있다. 한편, 최근 정부가 발표한 사모펀드제도 개편방안에 일반사모와 헤지펀드를 통합하는 안이 들어 있으나, PEF와 기업재무안정PEF를 통합하는 것인지는 명확하지 않다(금융위 보도자료(2014.9.25)).

20억원, 부동산 및 특별자산 20억원, 혼합자산(종합) 40억원 수준으로 인가단위의 최저 자기자본 수준을 낮추는 것이다. 사모펀드의 경우에는 운용업자의 최저 자기자본 수준을 5억원~10억원 수준으로 대폭 낮추거나, 아니면 PEF처럼 자기자본요건을 별도로 규정하지는 않되 사모펀드 운용업자의 유형에 따라 등록 과정에서 자기자본의 수준을 검토하여 등록 승인 여부를 결정할 수 있을 것이다.⁴³³⁾

나) 건전성 규제의 개혁 방향

건전성 규제개혁의 핵심은 자산운용업의 속성에 비해 과도한 재무건전성 규제를 완화하고, 해외와 유사하게 이해상충이나 금융사기를 방지할 수 있는 규제로 전환하는 데 있다. 대표적으로 NCR규제를 해외와 유사하게 운영위험을 감안한 자기자본 적립 규제로 대체하는 것이 바람직하다. 물론 이 규제는 공모 및 사모펀드 운용업자에 공통적으로 적용되어야 한다. 다만, 기준이 되는 운용규모와 적립 비율을 어떻게 설정할 것인지에 대해서는 보다 면밀한 검토를 걸쳐 결정할 필요가 있다.⁴³⁴⁾ 아울러 NCR규제와 연동되는 적기시정조치, 경영실태평가, 운용규모 6조원 이상 운용사에 적용되는 지배구조, 외환 포지션 및 유동성 관련 규제는 폐지 또는 완화하는 것이 필요하다.⁴³⁵⁾

433) 첫 번째 방안은 유럽과, 두 번째 방안은 미국과 유사한 방안이다.

434) 이 과정에서 유럽의 사례와 최근 논의되고 있는 ARFP(Asia Region Funds Passport)의 사례를 참고할 수 있을 것이다.

435) 최근 발표된 정부의 자산운용사 건전성 규제 개편방안은 NCR규제를 운영위험을 감안한 자기자본 적립규제로 전환하고, 경영실태평가를 폐지하는 등의 내용을 담고 있다(금융위 보도자료(2014.9.25)). 따라서, 최근 정부의 방안은 본 보고서에서 제시하는 건전성 규제개혁 방향과 상당 부분 부합한다. 다만, 개편된 방안 역시 일부 개선이 필요할 것으로 판단된다. 예를 들어, 고유재산 부실에 대비하는 고유자산운용필요자본은 이미 자기자본의 성격에 반영되어 있으므로 자기자본으로 대체가 가능하고, 운

한편, 공모 및 사모펀드 각각의 특성에 맞게 운용업자에 대한 건전성 규제를 차별적으로 적용할 필요가 있다. 공모펀드 운용업자에 대해서는 재무건전성과 함께 내부통제 및 위험관리체계, 지배구조 등에 초점을 두어야 할 것이다. 반면, 사모펀드 운용업자에 대해서는 재무건전성과 함께 잠재적인 시스템리스크를 관리하기 위한 위험포지션 보고의무 및 위험관리체계 구축에 초점을 두는 것이 바람직하다.

3) 규제체계의 일관성 제고

펀드 유형 간 규제차익을 제거하여 펀드 규제체계의 일관성을 제고하는 것 또한 자산운용업 규제체계 개혁의 필수적인 과제이다. 예를 들어, 일반사모펀드 및 헤지펀드 운용업자에게는 공모펀드 운용업자에 준하는 진입 및 건전성요건이 적용되는 반면, PEF 및 기업채무안정PEF에는 느슨한 진입 및 건전성요건이 적용되고 있다. 투자운용 규제 또한 펀드 유형에 따라 다르게 적용되고 있을 뿐만 아니라 칸막이식 규제로 인해 운용의 자율성이 저해될 수 있다. 이러한 펀드 유형 간 규제차익은 펀드 규제체계의 이원화라는 원칙 하에서 면밀한 검토를 거쳐 체계적으로 정리될 필요가 있다. 물론 투자운용 규제도 이러한 검토과정에서 대폭 완화되어야 할 필요가 있다.

동일한 유형의 펀드임에도 불구하고 도입 취지 및 관련 법률의 특성에 따라 상이한 규제를 받고 있는 개별법 펀드와 자본시장법상의 사모펀드 간 규제차익을 줄이는 것도 중요하다.⁴³⁶⁾ 이는 법리체계의 정합성

용위험을 방지하기 위한 장치가 충분히 마련되어 있으므로 고객자산운용 필요자본 역시 그 수준을 완화할 필요가 있다. 이 점에서 법정 최저자기자본과 고유자산운용필요자본을 통합하여 인가 최저자기자본으로 일원화하고, 고객자산운용필요자본을 일정 수준 수탁고 이상 초과금액의 일정 비율을 적립하는 것으로 전환하는 것을 고려해 볼 수 있다.

436) 사실상 PEF와 동일한 기능을 하면서 산업정책의 필요로 인해 산업발전법

과 투자자의 신뢰를 떨어뜨리고 경쟁구도를 왜곡할 수 있기 때문이다(김재철 외(2009)). 그렇다고 산업정책상 필요에 의해 도입된 펀드에 대한 규제를 자본시장법으로 일원화하는 것도 무리라고 판단된다. 다만, 산업정책적 목적을 달성하기 위한 조항은 개별법에서 규정하더라도 운용업자 및 펀드에 대한 등록·인가, 감독관리, 투자자보호 등의 규제 수준을 가능한 한 맞추는 것은 필요하다. 예를 들어, 투자대상이나 투자운용 규제 등 개별법의 산업정책적인 목적과 밀접한 사항은 개별법에 규정하거나 자본시장법의 적용을 면제하고, 개별법에 미비한 사항은 자본시장법을 준용할 수 있을 것이다.

에 규정된 기업구조개선사모투자회사와 해외자원개발사업법에 규정된 해외자원개발투자전문회사 등이 한 예라고 할 수 있다.

V 편. 파생상품업 규제 의 바람직한 방향

1. 머리말
2. 주요국의 파생상품업 규제
3. 우리나라의 파생상품업 규제
4. 파생상품업의 바람직한 규제개혁 방향

1. 머리말

파생상품업은 짧은 역사에도 불구하고 금융공학의 발전에 힘입어 가파른 성장세를 이루었으며, 이 과정에서 금융시장에 위험관리 수단을 제공하고 다양한 수익구조를 가진 혁신상품들을 공급해왔다. 최근 저금리가 지속되는 가운데, 파생상품업은 구조화상품 등 자산관리 수단을 제공하기도 한다.

위험관리 기능과 금융혁신이라는 순기능에도 불구하고, 파생상품업은 레버리지를 내재하고 있어 금융업의 양날의 칼로 비유된다. 실제로 주요 글로벌 금융회사들은 파생상품에 내재된 레버리지를 활용하여 주식, 채권, 외환 등 다양한 기초자산에 대해 투기적 거래를 수행해 왔다. 그럼에도 불구하고 과거 미국, 영국, EU 등 주요 선진국은 장외파생상품시장에 대한 규제 체계를 갖고 있지 않았고, 이로 인해 시스템리스크에 크게 노출되어 있었다. 글로벌 금융위기를 촉발시킨 주범으로 파생상품업이 지목된 것은 이러한 상황을 반영하는 것이다. 이에 따라 최근 미국과 유럽의 금융감독당국은 글로벌 금융위기의 재발을 막고 시스템리스크를 억제하기 위해, 장외파생상품시장에 대한 규제체계를 개선하고 파생상품업자에 대한 규제를 강화하고 있다. 우리나라 역시 이러한 규제흐름에 동참하는 것은 불가피하다.

그러나 다른 한편으로, 경쟁과 혁신이라는 금융투자업 고유의 속성은 파생상품 부문에도 적용된다. 따라서 자본시장의 혁신을 상징하는 파생상품업자의 역량발휘를 위해서는, 위험요인을 억제하되 혁신여지는 보장하는 규제정책이 수반되어야 할 것이다. 이러한 점을 염두에 두고 본고에서는 우리나라 파생상품업 규제의 바람직한 방향 및 주요 개혁과제를 제시한다.

본고의 구성은 다음과 같다. 이어지는 2장에서는 미국, 영국, EU 등

주요 선진국 파생상품업 규제 역사를 살펴보고, 글로벌 금융위기 이후 파생상품업 규제의 변화여부 및 변화내용을 점검한다. 3장에서는 우리나라의 파생상품업 규제 내용을 파생상품의 정의, 취급기관 진입규제·건전성 규제·자산운용 규제, 시스템리스크 규제로 나누어 살펴본다. 끝으로 4장에서는 우리나라와 글로벌 규제 간의 규제격차를 비교 분석하고, 이러한 규제격차를 바탕으로 우리나라 파생상품업 규제의 바람직한 방향 및 주요 개혁과제를 도출한다.

2. 주요국의 파생상품업 규제

가. 개관

파생상품 규제의 역사는 파생상품거래소 역사와 함께한다. 현존하고 있는 최초⁴³⁷⁾의 파생상품거래소는 1848년 설립된 미국의 CBOT(Chicago Board of Trade) 거래소로 옥수수, 밀 등 농산물을 기초로 한 파생상품이 주로 거래되었다⁴³⁸⁾. 1921년 선물거래법(Futures Trading Act)이 제정되기 이전에는 개별 선물거래소에서 정한 규정을 기초로 선물거래가 이루어졌다. 일반상품 파생상품을 규율하는 법제는 1921년 선물거래법 이후 1922년 곡물선물법(Grain Futures Act), 1936년 상품거래법(Commodity Exchange Act)을 거쳐 2000년 상품선물현대화법(Commodity Futures Modernization Act, 이하 CFMA)으로 변모했다. 1974년 상품선물거래위원회(Commodity Futures Trading Commission, 이하 CFTC)가 설립되기 이전에는 농림부가 상품거래법의 법제를 담당하였으나, CFTC 설립 이후 일반상품을 기초로 하는 파생상품 등 상품거래법에 적용되는 파생상품은 CFTC가 규율을 담당하게 되었다.

한편, 증권을 기초로 하는 파생상품은 1933년 증권법(Securities Act)과 1934년 증권거래법(Securities Exchange Act)에 기초하여 SEC(U.S. Securities and Exchange Commission)가 규율을 담당하여 왔다. 1974년 CFTC가 설립된 이후 CFTC의 권한이 확대되자 규제대상 파생상품을 놓고 SEC와 CFTC의 갈등이 불거지게 되었다.⁴³⁹⁾ 파생상품의 기초자산이 다양화되고 신상품이 지속적으로 출시됨에 따라 상품별로 규제체계를

437) 최초의 파생상품거래소는 17세기 설립된 일본의 도지마(Dojima) 곡물거래소로 알려져 있지만, 현재는 존재하지 않는다.

438) <http://www.cftc.gov>을 참고하라.

439) 남길남(2010)을 참고하라.

명확히 구분해야 할 필요성이 증가한 것이다. 결국 1982년 SEC의 Shad 의장과 CFTC의 Johnson 의장이 합의안을 도출하여 SEC 규제대상 상품과 CFTC 규제대상 상품을 명확히 구분하였다. 증권을 기초자산으로 하는 파생상품은 SEC 규제 관할로 두고, 일반상품 파생상품 및 기타 파생상품은 CFTC 규제 관할로 두기로 한 것이다. 이처럼 장내파생상품시장의 규제체계는 SEC와 CFTC로 양분되어 체계적인 규제시스템을 갖추고 있었다.

장내파생상품시장과는 달리, 장외파생상품시장에 대해서는 실질적인 규제체계를 갖추지 못하였다. 1980~90년대 금융규제완화 정책에 힘입어 파생상품의 규모가 가파르게 증가하고 1997년 LTCM(Long Term Capital Management)이 장외파생상품에서 대규모 손실을 보자, 미국 의회를 중심으로 장외파생상품에 대한 규제체계를 정비해야 한다는 목소리가 높아졌다. 1999년 대통령 자문그룹(President Working Group, 이하 PWG)은 장외파생상품 규제체계 정비를 목표로 하는 보고서⁴⁴⁰⁾를 발표하였으며, 이는 2000년 CFMA가 제정되는 계기가 되었다. CFMA에서는 장외파생상품시장에 대한 적격참가자, 규제면제 상품, 시장 구분, 청산 기구 등에 대한 규제를 포함하였다. 그러나 적격참가자 사이의 장외파생상품 거래는 규제에서 배제하기로 함에 따라, 장외파생상품에 대해서는 여전히 규제공백이 발생하게 되었다.

영국과 유럽의 경우도 유사하다. 영국과 유럽은 각각 FCA(Financial Conduct Authority)와 MiFID에서 파생상품을 옵션, 선물, 차익결제 등으로 열거식으로 정의하여 금융투자상품(Financial Instruments)의 분류에 포함시켰으나, 정규 거래소가 아닌 장외시장에서 거래되는 투자상품들은 규제에서 배제하고 있었다. 미국과 마찬가지로 장외파생상품 거래는 규제 사각지대에 놓여 있었던 것이다.

440) PWG(1999), 'Over-the-Counter Derivatives Market and the Commodity Exchange Act'를 참고하라.

그러나 2008년 글로벌 금융위기 이후 장외파생상품에 대한 인식이 크게 달라졌다. 장외파생상품이 글로벌 금융위기의 주범으로 지목됨에 따라 과거 규제 사각지대에 놓여 있었던 장외파생상품에 대해 체계적인 규제가 필요하다는 주장이 제기되었다. 2009년 G20 피츠버그 정상회담에서는 시장거래의 투명성 증대, 시스템리스크 완화 등을 목표로 표준화된 장외파생상품의 CCP(Central Counterparty) 청산 의무화, 거래정보의 TR 보고 의무화, 전자거래플랫폼 사용 의무화 등을 합의하였다. 최근 미국과 유럽은 각각 도드-프랭크법과 European Market Infrastructure Regulation(이하 EMIR)법을 제정하여 G20 합의사항들을 반영하였으며 이밖에 시스템리스크와 투자자보호 강화를 목표로 고빈도거래 규제를 비롯한 각종 규제들을 도입하였다.

요약하면, 글로벌 금융위기 이전의 파생상품 규제는 미국, 영국 및 EU 모두 장내파생상품거래소를 중심으로 체계적인 규율 체계를 가지고 있었으나, 장외파생상품에 대해서는 체계적인 규제가 마련되어 있지 않았다. 하지만 글로벌 금융위기 이후 시스템리스크 관리의 필요성이 증대되면서 장외파생상품에 대한 규제가 체계적으로 정비됨과 동시에 장내파생상품시장에 있어서도 시스템리스크를 완화하는 방향으로 각종 규제가 도입되었다.

나. 주요국 파생상품업무 규제 내용

1) 파생상품 정의

가) 미국

1900년대 중반 SEC와 CFTC가 파생상품에 대한 규제 체계를 갖춘 이후에 지금까지 장내파생상품에 대한 정의는 바뀐 것이 거의 없다. 미국

은 통상적으로 파생상품을 증권, 선물, 또는 옵션 등으로 구분하여 정의하고 있으며, 글로벌 금융위기 이전에는 장내파생상품과 장외파생상품을 구분하여 정의하지 않았다. 증권을 기초로 하는 선물 및 옵션은 증권으로 분류되어 SEC의 규제대상이고, 상품선물 및 그 외 파생상품들은 CFTC의 규제대상이다. 파생상품의 기초 자산들이 SEC 규제대상 상품과 CFTC 규제대상 상품을 동시에 포함하는 경우 SEC와 CFTC의 협의 하에 동시에 규제를 받게 된다.

첫째, 증권으로 분류되는 파생상품은 1933년 증권법⁴⁴¹⁾과 1934년 증권거래법에 증권⁴⁴²⁾의 일종으로 규정되어 있다. 구체적으로 ① 증권선물(security future), ② 증권기초스왑(security-based swap), ③ 증권·양도성예금증서·증권그룹지수에 대한 풋, 콜, 스트래들, 옵션 또는 특권(any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities), 그리고 ④ 외환과 관련하여 전국증권거래소에 상장된 풋, 콜, 스트래들, 옵션 또는 특권(any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency) 등의 통상적인 파생상품이 증권으로 분류된다. 이와 같이 증권거래법에서는 파생상품을 경제적 속성보다는 예시적 열거 형태로 정의하고 있다.

둘째, 상품거래소법에서는 상품선물(commodity futures)과 증권법의 적용 대상이 아닌 파생상품을 상품선물군(commodity futures pool)의 범주로 정의하고 있다. 먼저 기초자산인 상품의 유형⁴⁴³⁾을 에너지, 농산물, 금속, 축산물 등을 예시적으로 열거⁴⁴⁴⁾하여 정의하고 있다. 그리고 상품

441) Securities Act §2(a)(1)

442) Securities Exchange Act §3(a)(10)

443) Commodity Exchange Act §1(a)(9)

444) 단, 양파는 상품의 정의에서 배제하고 있다. 양파선물의 경우에는 상품거래소법 적용을 받지 않으며, 양파선물법(Onion Futures Act of 1958)의 규제를 받고 있다.

선물, 상품옵션, 기타 마진거래 등의 표준화된 상품계약 등을 상품선물군으로 정의하고 있다. 상품거래법 역시 증권법 및 증권거래법과 유사하게, 적용대상 파생상품을 예시적 열거 형태로 나열하고 있는 것이 특징이다.

그러나 글로벌 금융위기 이후 신용파생상품 등 주요 장외파생상품에서 규제공백이 발생함에 따라, 도드-프랭크법⁴⁴⁵⁾에서는 과거 규제대상이 아니었던 장외파생상품들을 스왑이란 이름으로 새롭게 정의하였다. 우리나라의 장외파생상품에 해당하는 것이 스왑이란 이름으로 명시된 것으로 볼 수 있다. 스왑⁴⁴⁶⁾은 ① 금리, 통화, 상품, 증권, 지수 등을 기초로 하는 여러 종류의 옵션, ② 특정한 금융, 경제, 상업적 사건이 발생하거나 발생하지 않는 것에 의존하여 매입, 매도, 지급, 인도가 일어나는 계약 ③ 금리스왑, 통화스왑 등 22가지의 스왑, ④ 통상 스왑으로 알려진 계약, ⑤ 증권지수연계스왑, ⑥ 앞에서 열거된 스왑의 조합 일체로 정의되고 있다. 이들 스왑 상품 중에서, 증권을 기초로 하는 스왑의 경우 SEC의 규제⁴⁴⁷⁾를 받으며, 신용부도스왑과 같은 나머지 스왑 상품은 CFTC의 규제를 받는다. 그리고 증권기초스왑과 스왑의 속성을 가진 스왑 및 그 밖의 스왑에 대해서는 SEC와 CFTC가 공동으로 규율하도록 하여 규제공백을 최소화하려고 하였다.

나) 영국 및 EU

영국 및 EU의 파생상품 정의 부분은 최초로 법제화된 이후 글로벌 금

445) Dodd-Frank Act. §721(21)

446) Commodity Exchange Act §1(a)(47)(A)

447) Dodd-Frank Act §721(a)(19), “by inserting after paragraph (41) (as redesignated by paragraph (1)) the following: (42) SECURITY-BASED SWAP.-The term ‘security-based swap’ has the meaning given the term in section 3(a) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78c(a))”.

금융위기 이전까지는 바뀐 것은 거의 없다. 미국과 마찬가지로 글로벌 금융위기 이전에는 장내파생상품과 장외파생상품을 명확히 구분하여 정의하고 있지 않았다. 영국과 EU 모두 파생상품을 경제적 속성보다는 예시적 열거 형태로 정의하고 있다. 영국 FCA(Financial Conduct Authority)⁴⁴⁸⁾는 파생상품을 차익결제계약(contract for difference), 선물(futures), 또는 옵션(options)으로 정의하고 있다. 거래소에 상장되어 비교적 활발히 거래되고 있는 상장 구조화상품(Exchange Traded Products: ETP) 역시 파생상품으로 분류된다. 영국과 유사하게, EU는 MiFID⁴⁴⁹⁾에서 파생상품을 주식, 통화, 금리, 일반상품 및 이들로 구성된 지수를 기초로 하는 옵션, 선물, 스왑, 선도계약 및 기타 파생상품으로 정의하고 있다. MiFID의 경우 영국 FCA에 비해서는 파생상품의 대상 범위가 넓다. 하지만, 예시적으로 나열된 기초자산에 대해 옵션, 선물, 스왑, 선도계약 및 기타 파생상품 등 열거 형태로 파생상품을 정의하고 있는 것은 유사하다.

한편, 영국과 EU는 글로벌 금융위기 이후 장외파생상품을 새롭게 정의하고 규제의 틀로 포함시키려는 노력을 수행하였다. EC의 EMIR는 정규거래소에서 거래되지 않는 파생상품을 장외파생상품(OTC derivatives contracts)⁴⁵⁰⁾으로 정의함으로써, 글로벌 금융위기 이후 규제 사각지대에 있었던 장외파생상품에 대한 규율을 정비하였다. 미국 도드-프랭크법에서는 장외파생상품을 포괄하는 개념으로 스왑을 새롭게 정의하였으나, EMIR는 장내에서 거래되지 않는 파생상품을 장외파생상품으로 지칭한 것이 차이점이다.

448) FCA Handbook, Glossary of definitions:

Derivative - a contract for differences, a future or an option.(see also securitised derivative)

449) MiFID Annex I, Section C(Financial Instruments)

450) EMIR Title I, Article 1(1), Article 2(5)~(8)

2) 취급업자 규제

가) 진입규제

① 미국

증권법상 증권(security)으로 분류되는 증권기초 파생상품의 중개 및 자기매매 업무를 위해서는, 브로커-딜러(Broker-Dealer)로 등록하고 SEC의 규율을 받아야 한다. 반면, 상품선물 및 외환관련 소매 파생상품, 기타 SEC 관할 밖의 파생상품 중개 및 자기매매 업무를 위해서는 선물거래중개회사(Futures Commission Merchant: FCM)로 등록하고 CFTC의 규율을 받아야 한다. 또한 FCM과는 별도로 중개전문브로커(Introducing Broker: IB)가 존재하는데, IB는 FCM에게 고객을 소개해주는 역할을 수행한다. FCM과 IB는 모두 CFTC의 규율을 받는다.

증권기초 파생상품을 취급하기 위한 브로커-딜러의 물적요건 중 최소 자기자본 요건⁴⁵¹⁾은 약 25만달러 내외로 높지 않다. 단, 브로커-딜러의 영위업무 특성에 따라 차등화⁴⁵²⁾되어 있어, 프라임브로커나 시장조성자(market-maker)의 경우에는 각각 150만달러와 100만달러로 일반 브로커-딜러의 최소 요건보다는 높은 편이다. 반면, FCM으로 등록하기 위해서는 100만달러의 순자본이 필요하며 IB는 4만5천 달러의 순자본이 필요하다⁴⁵³⁾. 이상이 통상적으로 장내파생상품의 진입요건에 해당된다.

장외파생상품의 진입과 관련하여 도드-프랭크법에서는 스왑딜러 및 증권기초스왑딜러를 딜링업무, 시장조성업무, 기타 장외파생상품 거래업무 등을 수행하는 자로 정의하였다. 또한 스왑딜러 및 증권기초스왑딜러가 아닌 시장참가자 중에서 장외파생상품 거래 포지션이 많은 투자자

451) SEC Rule 15c3-1(a)

452) 증권업 진입규제(Ⅲ편)를 참고하라.

453) CFTC Regulation 1.17(a)(1)(i)

등 시장 영향력이 큰 투자자를 주요스왑참가자 및 주요증권기초스왑참가자⁴⁵⁴)로 정의하였다. 스왑딜러 및 증권기초스왑딜러, 주요스왑참가자 및 주요증권기초스왑참가자로 등록하기 위해서는 내부 모형을 사용하는 경우 최소 2천만달러⁴⁵⁵)의 순자본⁴⁵⁶)이 필요한 것으로 예정되어 있다. 내부 모형을 사용하는 브로커-딜러의 경우에는 50억 달러의 임시 순자본과 함께, 최소 10억 달러의 순자본이 필요하다. 추가적으로 8%의 마진 비율을 유지해야 하며, 브로커-딜러의 경우 SEC Rule 15c3-1의 재무 비율도 준수해야 한다. 한편, 등록되지 않은 자가 스왑딜러 및 증권기초스왑딜러의 업무를 수행하거나 주요스왑참가자 및 주요증권기초스왑참가자의 업무를 수행하는 것은 허용되지 않는다.⁴⁵⁷) 단, 적격참가자를 대상으로 증권기초스왑을 취급하는 경우에는 브로커-딜러 등록을 할 필요는 없다.

454) Dodd Frank Act §721(a)(16), §721(a)(6)

455) SEC Release 34-68071, 'Proposed Rule: Capital, Margin, and Segregation Requirements for Security-Based Swap Dealers and Major Security-Based Swap Participants and Capital Requirements for Broker Dealers'를 참고하라.

456) 브로커-딜러 스왑딜러 및 증권기초스왑딜러가 내부 모형을 사용할 경우 10억 달러의 순자본이 필요한 것으로 제안되었다.

457) Dodd-Frank Act §731(a)

<표 V-1> 증권기초스왑딜러의 최소자본요건 제안

증권기초스왑딜러 의 유형	임시순자본	순자본(Net Capital)	
		고정 금액	재무 비율
자립형 증권기초스왑딜러 (내부 모형 아님)	N/A	\$20 million	8% margin factor
자립형 증권기초스왑딜러 (내부 모형)	\$100 million	\$20 million	8% margin factor
브로커-딜러 증권기초스왑딜러 (내부 모형 아님)	N/A	\$20 million	8% margin factor + Rule 15c3-1 ratio
브로커-딜러 증권기초스왑딜러 (내부 모형)	\$5 billion	\$1 billion	8% margin factor + Rule 15c3-1 ratio

자료: SEC Release 34-68071

다음으로, 글로벌 금융위기 이후 장외파생상품에 대한 참가자 진입을 제한하는 스왑배제안(Swap Push-out Rule)⁴⁵⁸⁾이 마련되었다. 스왑배제안은 글로벌 금융위기 당시 장외파생상품으로 인한 손실을 매우기 위해 납세자의 세금이 사용되는 것을 방지하기 위한 목적으로 도입되었다. 스왑배제안에 따르면, 스왑딜러, 증권기초스왑딜러, 주요스왑참가자 및 주요증권기초스왑참가자로 등록된 부보금융기관이 장외파생상품시장에 참여할 경우 연방정부로부터 신용공여(credit facility) 및 자금할인 공여(discount window) 등의 금융 지원을 받을 수 없다.⁴⁵⁹⁾

다행히, 스왑배제안은 취급기관 및 취급 장외파생상품에 대한 예외조항을 두고 있다. 먼저, 부보금융기관의 계열사가 스왑딜러로서 장외파생

458) 스왑배제안(Swap Push-out Rule)은 처음 제안한 상원 농산물위원회 의장의 이름인 Lincoln 수정안으로도 불린다.

459) Dodd-Frank Act §716

상품시장에 참여하는 것은 허용된다. 장외파생상품 취급기관이 은행지주 회사의 계열사인 경우 모회사인 은행지주회사는 연방정부의 지원을 받을 수 있는 것이다. 다음으로, 스왑배제안은 모든 장외파생상품의 취급 업무를 포함하지는 않는다. 예를 들어, 국채를 기초자산으로 하는 장외파생상품을 취급하는 경우에는 연방정부의 지원이 가능하다. 반면, 장외주식, 일반상품 및 신용을 기초자산으로 하는 장외파생상품을 취급하는 경우에는 연방정부의 지원이 불가능하다. 마지막으로 헤지 목적으로 장외파생상품을 취급하는 경우에는 연방정부의 지원을 받을 수 있다. 이상을 종합해보면 스왑배제안은 은행이 시세차익 목적으로 특정 장외파생상품을 취급하려는 것을 원천적으로 금지하는 조항으로 볼 수 있다.

한편, 장내거래소와 장외CCP의 회원이 되기 위해서는 별도의 진입요건을 만족해야 한다. 예를 들어, 미국 CME(Chicago Merchantile Exchange, 이하 CME)의 회원이 되기 위해서는 CFTC에 FCM으로 등록한 자이어야 하며, 50만달러 이상의 CME 지분 투자와 거래 파생상품에 따라 50만달러~5천만달러에 이르는 보증금(depository fund)을 납부해야 한다. 그리고, NYSE(New York Stock Exchange)의 파생결합지수상품 발행회사가 되기 위해서는 SEC에 브로커-딜러 등록을 한 자로서, 자본금의 140% 이상 또는 2만달러 이상을 추가 자본으로 보유하고 있어야 한다. 한편, 미국 내 장외파생상품 청산기관인 DTCC(Depository Trust Company and the National Securities Clearing Corporation)의 회원이 되기 위해서는 NSCC (National Securities Clearing Corporation)의 승인을 받고, 5만달러 이상의 순자본과 함께 청산결제은행을 지정해야 한다.

② 영국 및 EU

영국 내 금융기관의 파생상품업무를 영위하기 위해서는 파생상품에 특화된 별도의 물적·인적 요건은 요구되지 않으며, 증권업무로 허가를 받은 금융기관이면 파생상품업무가 가능하다. EU의 파생상품 진입규제 역시 유사하다. MiFID에서는 파생상품을 금융투자상품(financial instruments)의 일부로 정의하고 있기 때문에, EU의 각 국가별로 진입요건을 만족한 금융투자회사(investment firm)는 파생상품업무가 가능하다.

단, 장외파생상품 취급을 위해서는 적격 금융기관으로 인증을 받아야 한다. 최근 EMIR는 장외파생상품을 취급할 수 있는 기관⁴⁶⁰으로, 다음과 같이 금융거래상대방(financial counterparty)과 비금융거래상대방(non-financial counterparty)을 정의하였다. 금융거래상대방이 되기 위해서는 EU 지침(Directive)에 의해 명시된 은행, 투자회사, 보험회사, UCITS, 연기금, 사모펀드 중 하나로 승인을 받아야 한다. 또한 비금융거래상대방으로 장외파생상품을 취급하기 위해서는 ESMA(European Securities and Markets Authority)의 승인을 받아야 한다.

한편, 유럽 내 파생상품거래소의 회원이 되기 위해서도 미국과 마찬가지로 별도의 진입요건을 만족해야 한다. Eurex의 경우, 파생상품 일반 청산회원이 되기 위해서는 1.25억유로의 최소 자본금과 함께 회비와 손해배상공동기금의 납부가 필요하다. 그리고 유럽 내 장외 청산기관인 LCH.Clearnet의 회원이 되기 위해서는 청산 대상 장외파생상품 종류에 따라 100만~4천만 파운드의 순자본이 필요하며 청산결제은행도 지정해야 한다.

460) EMIR Title I, Article 2 (8)~(9)

나) 자산운용 및 건전성 규제

① 미국

미국은 1940년 투자회사법(Investment Company Act)에서 간접적으로 파생상품운용과 관련한 제약⁴⁶¹⁾을 두고 있다. 구체적으로 펀드와 같은 투자회사가 파생상품을 운용하는 데 있어서 지켜야 할 규정을 명시하고 있다.⁴⁶²⁾ 첫째 레버리지 한도 제한을 두어 파생상품의 위험액이 펀드의 순자산을 초과하는 것을 금지하고 있다.⁴⁶³⁾ 다음으로 파생상품 편입에 대한 공시를 권고하고 있다. 만약 펀드가 파생상품을 편입하는 경우, 파생상품을 편입한 목적을 공시하도록 권고하고 있다.

건전성 규제와 관련해서는 파생상품만의 별도 규제를 두고 있지는 않다. 증권기초 파생상품 취급 업무를 수행하는 브로커-딜러는 업무 유지를 위해 등록할 때 필요로 했던 25만달러 내외의 최소자기자본 요건을 만족해야 함과 동시에 순자본비율(net capital ratio) 요건⁴⁶⁴⁾을 만족해야 한다. 한편, 일반상품 파생상품 및 기타 파생상품을 취급하는 FCM은 최소 업무 유지⁴⁶⁵⁾를 위해서는 등록을 위한 최소자기자본 요건인 1백만달러와 FCM의 위험기초자본(Risk-Based Capital)⁴⁶⁶⁾ 중에서 더 큰 금액을 순자본으로 보유해야 한다.

461) Investment Company Act. §18(h)

462) Investment Company Act Release No. 29776. Use of Derivatives by Investment Companies under the Investment Company Act of 1940'를 참고하라.

463) 이에 관한 상세는 자산운용업 규제(제IV편)를 참고하라.

464) 순자본이 ① 최소요구자본과 총부채의 1/15 중 큰 금액보다 크거나, ② 최소요구자본과 고객예수부채의 2% 중 큰 금액보다 커야 한다.

465) CFTC Regulation 1.17(a)(1)(i)

466) FCM의 위험자본은 FCM 고객 계좌와 자기계좌 포지션을 합한 전체 마진 총액의 8%로 산정한다.

장외파생상품의 취급기관인 스왑딜러, 증권기초스왑딜러, 주요스왑참가자 및 주요증권기초스왑참가자 역시 최소업무 유지를 위해서는 등록 당시의 순자본 요건을 유지해야 하며 이와 동시에, 브로커-딜러 및 FCM의 순자본 비율을 만족하고 마진 총액의 8% 이상을 순자본으로 보유해야 하는 것으로 관련 규칙이 제안된 상태이다.

② 영국 및 EU

파생상품은 금융투자상품(financial instruments)에 포함⁴⁶⁷⁾되어 있어 금융투자상품에 적용되는 자산운용 규제를 받는다. 단, 유럽증권감독청(European Securities and Markets Authority, 이하 ESMA)은 투자회사가 파생상품을 보유할 경우 파생상품의 보유 포지션을 공시하는 것을 원칙으로 제안하고 있다⁴⁶⁸⁾. 특별히 장외파생상품을 편입하는 경우에는 장외파생상품의 편입 목적과 보유 포지션을 상세히 공시하도록 권고하고 있다.

영국과 EU도 미국과 유사하게 건전성 규제와 관련해서는 파생상품만의 별도 규제를 두고 있지 않다. 파생상품 취급기관은 증권업무를 유지하기 위한 재무요건을 기본적으로 만족해야 한다. 즉, 영국에서는 FCA가 정한 재무재원이 금융투자회사의 순자본 비율을 만족하고 마진 총액의 8% 이상을 순자본으로 보유해야 한다. 한편, EU의 금융기관은 CRD(Capital Requirement Directive) IV에 따라 순자본에서 위험액을 차감한 것이 적정 수준을 넘어야 한다. 그러나 파생상품만의 건전성 규제가 없다고 해서 파생상품을 보유하는 것이 자유로운 것은 아니다. 영국과 EU 모두 금융기관이 파생상품 포지션을 늘리게 될 경우 파생상품으로 인한 위험액이 커짐에 따라 최소필요자본이 증가한다. 특별히 CRD IV는

467) MiFID I Annex I C6, C7

468) ESMA Consultation Paper(2014/1189)를 참고하라.

바젤Ⅲ와 유사하게, 기본자기자본(Tier1) 비율, 보완자본(Tier2) 비율, 유동성 커버리지 비율, 레버리지 비율 등에 대한 최소 기준을 두고 있다. 즉, 금융기관의 파생상품 포지션이 증가할수록 Tier1 자본 비율, 레버리지 비율 등 특정 재무요건 수준을 맞추지 못할 수 있기 때문에 파생상품에 관해 비교적 엄격한 건전성 기준을 두고 있다고 판단할 수 있다.

3) 시스템리스크 규제

2008년 글로벌 금융위기 당시 장외파생상품의 대규모 손실로 세계 5대 투자은행 중에서 세 곳⁴⁶⁹⁾이 파산하거나 매각되었으며 미국 최대 보험회사인 AIG 역시 대규모 파생상품 손실로 구제금융을 받게 되었다. 글로벌 금융위기의 충격은 미국에서 끝나지 않고, 전 세계 금융기관들의 부실로 전염되어 세계 실물경제까지 크게 위축시켰다. 장외파생상품이 글로벌 금융위기의 주범으로 지목되자, 2009년 9월 G20 피츠버그 정상 회담에서는 장외파생상품의 CCP 청산 의무화, 장외파생상품 매매 거래의 TR 보고 의무화, 전자거래플랫폼 사용 의무화 등 시스템리스크 규제안을 합의하였다.

한편, 국제증권감독기구(International Organization of Securities Commissions, 이하 IOSCO)는 CPMI(Committee on Payments and Market Infrastructures)⁴⁷⁰⁾와 함께 주요 시장인프라의 실패로 인한 시스템리스크 확대 가능성을 줄이기 위해, 자본시장 인프라에 대한 주요 원칙(Principles of Financial Market Infrastructure, 이하 PFMI)을 제시하였

469) 베어스턴스와 리만브라더스는 파산하였으며, 메릴린치는 Bank of America에 인수되었다.

470) 2014년 9월 1일부터 (구)CPSS(Committee on Payment and Settlement System)는 CPMI(Committee on Payments and Market Infrastructures)로 이름이 변경되었다.

다. IOSCO와 CPMI는 금융시장에서 중요한 역할을 수행하는 금융시장 인프라(Financial Market Infrastructure, 이하 FMI)들로서 중앙예탁기관(Central Securities Depository: CSD), 증권결제시스템(Securities Settlement System: SSS), CCP, TR 등을 명시하고 이들 FMI들이 지켜야 할 24가지 원칙을 마련하였다.

현재 IOSCO 및 CPMI는 약 30개 국가를 대상으로 각국의 시장인프라의 원칙 이행 여부를 평가하고 있다. 이에 따라, 각국의 장내·외 파생상품거래소와 청산·결제기관 및 예탁기관은 PFMI가 제시한 종합리스크 관리 체계, 신용리스크 및 유동성리스크 관리, 예탁기관과 결제시스템, 결제불이행 절차, 운영리스크 관리, 접근 원칙 등을 준수하기 위한 규정 개선을 이행하고 있다. 물론, 각국의 자본시장 청산·결제기관 및 예탁기관이 PFMI 원칙을 반드시 지켜야 할 법적 의무는 없다. 하지만 CPMI 및 IOSCO는 파생상품시장기관으로서 각국의 중앙은행 및 금융감독 당국과의 긴밀한 협조 하에 PFMI 이행 여부를 정기적으로 평가하고 있으며, 각국의 금융감독 당국을 통해 미진한 부분들을 개선하도록 권고하고 있다.

<표 V-2> PFMI의 주요 원칙 요약

범주	주요 원칙
일반조직	법적기반(원칙1), 지배구조(원칙2), 종합 리스크 관리 체계(원칙3)
신용리스크와 유동성리스크 관리	신용리스크(원칙4), 담보(원칙5), 증거금(원칙6), 유동성리스크(원칙7)
결제	결제완결성(원칙8), 대금결제(원칙9), 실물인도(원칙10)
예탁기관과 결제시스템	중앙예탁기관(원칙11), 가치교환형 결제시스템(원칙12)
결제불이행 관리	결제불이행 절차(원칙13), 분리관리 및 계좌이관(원칙14)
일반사업과 운영리스크 관리	일반사업리스크(원칙15), 보관 및 투자리스크(원칙16), 운영리스크(원칙17)
접근	접근 및 참가요건(원칙18), 간접참가제도(원칙19), FMI 연계(원칙20), 효율성 및 실효성(원칙21), 통신절차 및 표준(원칙22), 규정 및 시장정보공시(원칙23), TR에 의한 시장정보 공개(원칙24)

글로벌 금융위기 이후, 시장인프라에 대한 원칙이 강화되고 있는 가운데, CCP의 결제불이행 위험에 대한 리스크관리의 필요성이 제기되고 있다. 장외파생상품에 대한 규제 체계가 마련되고, 상당수 장외파생상품이 장내로 들어옴에 따라 장내CCP 및 장외CCP를 통한 거래가 빠르게 늘고 있기 때문이다. 만약 특정 회원의 결제불이행 사건으로 CCP가 파산 위험에 처하게 되면, 2008년 글로벌 금융위기에 못지않은 시스템리스크가 발생할 수도 있다. 이에, FSB(Financial Stability Board), IOSCO 및 CPMI 등의 국제금융감독기관은 CCP 회원의 결제불이행 시 부도관리프

로세스(waterfall) 가이드라인을 마련하여 CCP의 파산으로 인한 시스템 리스크 가능성을 최소화하고자 하였다. CCP의 부도관리프로세스의 원칙⁴⁷¹⁾은 다음과 같다. 먼저, CCP 회원의 결제불이행 시 개시증거금을 사용하고, 다음으로 손해배상공동기금(default fund) 중에서 결제불이행 회원의 재원이 사용된다. 그리고 CCP의 결제적립금의 일부가 재원으로 사용되고, 그 뒤를 이어 손해배상공동기금 중에서 일반회원의 재원이 사용된다. 이것으로도 결제이행 재원이 부족하게 되면, 미리 정한 손실구제(loss allocation) 방법에 따라 CCP의 순자산이나 일반회원의 추가 손실 분담금 등이 사용된다.

가) 미국

미국은 장외파생상품으로 인한 시스템리스크 확대 가능성을 줄이기 위해 도드-프랭크법을 제정하여 장외파생상품 거래 시 장내에 준하는 시장인프라 사용을 의무화하는 규정을 마련하였다. 구체적으로, G20 합의 사항인 표준화된 장외파생상품의 CCP 의무청산,⁴⁷²⁾ 장외파생상품 거래 정보의 TR 보고 의무화⁴⁷³⁾ 및 매매체결기구(execution facility) 사용 의무화⁴⁷⁴⁾ 등을 규정하였으며, CCP의 위험관리를 강화하기 위한 목적으로 파생상품 청산소의 핵심 운용원칙을 기존 13개에서 17개로 확대하였다⁴⁷⁵⁾. 만약 표준화된 장외파생상품을 장외CCP를 통해 청산하지 않으면, 해당 포지션에 대해서 높은 위험액을 부과하도록 하였다. 또한 주요 실물 파생상품에 대해서는 포지션 한도 규정을 마련하였으며, CFTC는

471) CPMI-IOSCO(2013a), 'Recovery of Financial Market Infrastructures'를 참고하라.

472) Dodd-Frank Act, §723(a)(3)

473) Dodd-Frank Act, §727

474) Dodd-Frank Act, §723(a)

475) Dodd-Frank Act, §725(c)

주요 파생상품의 포지션을 주기적으로 보고받도록 하였다. 증권기초스왑 등 SEC 관할 파생상품에 대해서도 SEC가 포지션 한도를 지정할 수 있도록 하여, 장외파생상품의 포지션 쏠림현상을 완화하고자 하였다.

장외파생상품뿐 아니라, 장내파생상품에 대해서도 시스템리스크를 줄이기 위한 법제화 노력이 계속되고 있다. 2010년 5월 6일 미국의 Flash-Crash 사태⁴⁷⁶⁾ 이후, 장내 시장의 실패로 시스템리스크가 발생할 수 있다는 우려가 제기됨에 따라 고빈도거래(high frequency trading) 및 알고리즘거래(algorithm trading)에 대한 규제가 도입되었다. 제정된 SEC 규정⁴⁷⁷⁾에 따르면 고빈도거래자는 거래소에 ID 등록을 해야 한다. 또한, 브로커-딜러는 사전에 명시된 규모를 초과하는 주문을 제출하는 것이 금지되고, 착오주문을 거부할 수 있는 리스크 통제 시스템을 갖추어야 한다.⁴⁷⁸⁾

나) 영국 및 EU

영국과 EU 모두 글로벌 금융위기 이전에는 장외파생상품에 대한 규제체계를 가지고 있지 않았다. 글로벌 금융위기 이후, 장외파생상품으로 인한 시스템리스크 확대 가능성을 줄이기 위해 영국과 EU는 EMIR 등의 제정을 통해 장외파생상품의 규율 체계를 갖추고자 하였다. EU는 EMIR를 통해 G20 합의사항이었던, 표준화된 장외파생상품의 CCP 청산

476) 2010년 5월 6일 미국 다우존스 주가지수가 10분 동안 1,000포인트(약 9%) 까지 하락하였다가 다시 600포인트 상승하는 사건이 발생하였다. SEC는 당시 갑작스러운 주가 변동의 원인으로 ETF 및 프로그램 매매와 관련된 고빈도매매를 지적하였다.

477) SEC Rule 15c3-5

478) 2014년 6월, SEC의장인 Mary Jo White는 고빈도매매(high frequency trading)가 평상시에는 유동성을 공급하는 긍정적인 효과가 있지만, 위기 시에 유동성이 급격히 저하되고 변동성이 커지는 부작용을 우려하여 보다 강력한 규제의 필요성을 강조했다.

의무화를 법제화하였으며, CCP를 통해 청산되지 않는 상품에 대해서는 높은 필요자기자본(requirement capital)을 부과하도록 하였다. 도드-프랭크법과 유사하게, 장외파생상품에 대한 TR 보고를 의무화하였으며, 전자거래플랫폼을 통한 거래를 의무화하였다. 전자거래플랫폼으로 정규거래소가 아닌 MTF(Multilateral Trading Facility)와 OTF(Organized Trading Facility)를 허용하는 등 정규거래소가 아닌 대체거래소(Alternative Trading System, 이하 ATS) 시스템을 포함하고 있는 것이 특징이다.⁴⁷⁹⁾ 더불어, EMIR에서는 장외CCP의 결제불이행 위험을 줄이기 위해 장외파생상품에 대한 일중 변동증거금(Variation Margin) 제도를 도입하였다.

장외파생상품과 더불어, 장내파생상품시장과 관련해서도 글로벌 금융위기 이후 시스템리스크를 줄이기 위한 규제가 도입되었다. 첫째, MiFID II⁴⁸⁰⁾는 장내파생상품으로 인한 시스템리스크 발생 가능성을 줄이기 위해 알고리즘 매매에 대한 규제⁴⁸¹⁾를 도입하였다. 알고리즘 매매를 수행하는 자는 투자회사(Investment Firm)로 허가를 받아야 하며, 주문 방법에 대한 개괄적인 디자인을 보고하고 주문실수 방지를 위한 위험관리 기능을 갖추어야 한다. 둘째, MiFID II에서는 일반상품 파생상품에 대해 포지션 한도를 부여하여, 상품시장의 쏠림현상으로 인한 시스템리스크를 최소화하려고 하였다.

479) 이를 위해, MiFID II에서는 OTF의 개념을 새롭게 도입하였다.

480) MiFID II에는 거래플랫폼 및 알고리즘 매매 등에 관한 내용과 함께, 영업행위준칙(code of business)에 대한 내용을 다수 포함하고 있다. 영업행위준칙은 적합성, 적정성, 이해상충, 최선주문집행, 거래정보 제공 등을 포함하고 있다.

481) MiFID II (59)~(67)

다. 주요국 파생상품업무 규제에 대한 평가

1) 파생상품 정의

미국, 영국 및 EU 모두 글로벌 금융위기 이전에는 파생상품에 대한 정의 부분이 바뀐 것은 거의 없다. 각국 모두 글로벌 금융위기 이전에는 파생상품을 선물, 옵션 등 예시적 열거 형태로 정의하였으며, 장내파생상품과 장외파생상품을 명확히 구분하고 있지 않았다. 한편, 미국은 파생상품 기초자산의 유형에 따라 증권기초 파생상품은 SEC가 규율을 담당하고 일반상품 파생상품 및 기타 파생상품은 CFTC가 규율을 담당하는 이원화 체계를 가지고 있는 반면, 영국 및 EU는 단일 감독기관이 파생상품 규율을 담당하고 있는 점이 차이점이다.

그러나, 글로벌 금융위기를 계기로 파생상품에 대한 정의 부분은 큰 변화를 맞이하게 된다. 미국, 영국 및 EU 모두 장외파생상품에 대해서는 특별한 규제 체계를 가지고 있지 않았으나, 장외파생상품이 글로벌 금융위기의 주범으로 지목됨에 따라 장외파생상품을 새롭게 정의하고 규율 체계를 정비하려는 노력을 수행하게 되었다. 미국은 도드-프랭크법에서 스왑이라는 이름으로 장외파생상품을 포함시켰으며, 영국 및 EU는 EMIR에서 장외파생상품을 새롭게 정의하였다.

<표 V-3> 금융위기 이후 파생상품 정의의 변화

	금융위기 이후	
	장내	장외
미국	변화 없음	장외파생상품을 스왑으로 새롭게 정의(Dodd-Frank Act)
영국 및 EU	변화 없음	장외파생상품을 장내가 아닌 파생상품으로 새롭게 정의(EMIR)

2) 취급업자 규제

미국은 증권기초 파생상품 취급을 위해서는 브로커-딜러로 등록해야 하며, 일반상품 파생상품 및 기타 파생상품 취급을 위해서는 FCM 또는 중개전문 브로커로 등록해야 한다. 영국도 파생상품 취급을 위한 별도의 진입요건은 없으며, 증권업무로 허가를 받으면 파생상품 취급이 가능하다. 더불어, 장내·외 파생상품거래소 회원이 되려면 거래소 지분 투자 및 일정 수준의 보증금 납부 요건 등 별도의 진입요건을 만족해야 한다. 파생상품과 관련한 자산운용 규제는 미국, 영국 및 EU 모두 보수적인 편이다. 공모펀드가 파생상품을 편입할 경우 펀드의 순자산을 초과할 수 없으며 파생상품 포지션에 대해 공시를 권고하고 있다. 한편, 건전성 규제와 관련해서는 미국, 영국 및 EU 모두 파생상품만의 별도의 규제를 두고 있지 않으며, 파생상품 위험포지션이 증가할수록 건전성 비율이 낮아지도록 설계되어 있다.

글로벌 금융위기 이전에는 미국, 영국 및 EU 모두 파생상품 취급 기관 규제에 달라진 것이 없었다. 그러나 글로벌 금융위기 이후에는 장외 파생상품의 진입과 관련되어 규제가 크게 바뀌었다. 미국의 경우 비교적 높은 수준의 물적요건을 만족해야 스왑딜러, 증권기초스왑딜러, 주요스왑참가자, 주요증권기초스왑참가자로 등록이 가능하며, 등록된 참가자에 한해 장외파생상품의 취급이 가능하다. 또한 스왑배제안이 마련되어, 부보금융기관이 특정 장외파생상품을 취급하는 것을 금지하고 있다. 영국의 경우도 유사하다. 장외파생상품 취급을 위해서는 금융거래상대방, 또는 비금융거래상대방으로 승인을 받아야 한다.

<표 V-4> 금융위기 이후 파생상품 취급기관의 변화

	금융위기 이후	
	장내	장외
미국	변화 없음	- 참가자 등록이 필요(스왑딜러, 증권기초 스왑딜러, 주요스왑참가자, 주요증권기초 스왑참가자) - 부모금융기관이 특정 장외파생상품 취급을 할 경우 연방정부의 지원 금지 (스왑배제안)
영국 및 EU	변화 없음	- 적격 금융기관으로 승인을 받아야 함 (금융거래상대방, 비금융거래상대방)

3) 시스템리스크 규제

글로벌 금융위기 이전에는 미국, 영국 및 EU 모두 시스템리스크 규제를 체계적으로 갖추지 못하였다. 사실상 시스템리스크 관리의 필요성이 제기되지 않았던 것이다. 그러나 글로벌 금융위기 당시 장외파생상품의 손실로 대형 금융기관들이 파산의 위기에 직면하자, 글로벌 주요 국가들은 시스템리스크를 줄이기 위해 각종 규제안을 마련하였다. 2009년 G20 정상회담에서는 표준화된 장외파생상품에 대해 CCP 청산 의무화, 장외파생상품 거래내역의 TR 보고 의무화 및 전자거래플랫폼 사용 의무화를 합의하였다. 이를 반영하기 위해 미국, 영국 및 EU는 G20 각각 도드-프랭크법과 EMIR을 제정하여 구체적인 합의사항들을 규제에 포함하였으며, 장외파생상품에 대한 포지션 한도 규제도 마련하였다.

한편, 글로벌 금융위기 이후 IOSCO를 중심으로 자본시장 인프라에 대한 원칙을 강화하려는 노력이 진행되었다. 장외파생상품뿐만 아니라 파생상품거래소, 청산·결제기관 및 예탁기관에 대해서도 결제불이행 위험을 최소화하고 시스템안전성을 높이기 위한 가이드라인이 제시되었다.

CPMI 및 IOSCO는 24가지 PFMI원칙을 제정하여 각국의 파생상품 인프라 기관이 해당 원칙을 이행하도록 권고하였으며, 미국과 유럽의 주요 파생상품거래소는 일중증거금제도를 도입하고 고빈도매매 규제를 도입하는 등 시스템리스크를 줄이기 위한 규제를 실시하였다. 장외파생상품 시장과 더불어, 장내파생상품시장에 대해서도 시스템리스크 규제가 강화되었다고 볼 수 있다.

<표 V-5> 금융위기 이후 파생상품 시스템리스크의 변화

	금융위기 이후	
	장내	장외
미국, 영국 및 EU	<ul style="list-style-type: none"> - PFMI 원칙 이행 - 일중증거금제도 도입 - 고빈도매매 규제 강화 	<ul style="list-style-type: none"> - 표준화된 장외파생상품 CCP 청산 의무화 - TR 보고 의무화 - 전자거래플랫폼 사용 의무화 - 장외파생상품 포지션 한도 강화

3. 우리나라의 파생상품업 규제

가. 개관

2009년 자본시장법이 도입되기 이전에는, 파생상품과 관련한 법제가 (구)증권거래법과 (구)선물거래법으로 양분되어 있었다. 장내파생상품은 선물거래법 규제를 따랐으며, 장외파생상품은 증권거래법 및 은행업 규정을 따르고 있어 장내파생상품과 장외파생상품 규제가 일원화되어 있지 않았다. 파생상품의 기초자산 또한 한정적으로 열거되어 있어 기초자산을 포괄하지 못하는 문제가 있었다.

그러나 자본시장법이 제정됨에 따라 장외파생상품 규제와 장내파생상품 규제가 일원화되었다. 무엇보다 파생상품을 경제적 속성에 따라 체계적으로 분류하고 기초자산의 범위를 포괄적으로 정의하여 금융신상품을 통한 금융혁신을 지원하고자 하였다. 또한 통상적인 파생상품을 손실 정도에 따라 파생상품, 파생결합증권, 파생결합사채⁴⁸²⁾ 등으로 재분류함으로써 파생상품에 대한 투자자보호 체계를 정비하였다.

자본시장법 제정 이후에도 투자자보호 강화를 목표로 파생상품과 관련된 법 개정이 지속적으로 이루어졌다. KIKO 사태 이후 일반투자자는 헤지목적에 한해서만 장외파생상품 거래가 허용⁴⁸³⁾되는 등 장외파생상품에 대한 투자자보호 규제가 강화되었으며, 글로벌 금융위기 이후 장외파생상품에 대한 시장인프라 도입의 일환으로 장외파생상품 CCP 청산 의무화 등도 법제화에 포함되었다. 파생상품시장에서 발생하는 불공정거래 대상의 범위도 넓어져 규제 사각지대가 최소화되었다.

482) 이는 2012년 4월 15일 상법 개정에 따라 도입된 개념이다.

483) 자본시장법 제166조의2

이처럼 파생상품시장의 공정성을 높이고 투자자보호를 강화하기 위한 규제체계가 마련되었지만, 파생상품 취급기관에게 적용되는 진입규제, 자산운용 규제, 건전성 규제 수준은 다소 높은 편이다. 예를 들어, 미국과 유럽의 규제체제와 비교하면 장내파생상품시장과 장외파생상품시장의 취급을 위한 물적 자기자본 요건은 매우 높다. 파생상품과 관련한 자산운용 규제 수준 및 건전성 규제 수준도 미국과 유럽에 비해 소폭 높은 것으로 판단된다. 따라서 금융혁신을 위해서는 파생상품시장의 진입규제, 자산운용 규제, 건전성 규제 수준을 선진국의 수준으로 낮추는 것을 검토할 필요가 있다.

나. 우리나라 파생상품업무 규제 내용

1) 파생상품 정의

파생상품은 통상적으로 '주가지수, 주식, 이자율, 상품 등 기초자산의 가격에 연동되어 미래에 약속된 수익률을 지급하기로 한 계약(futures or forward), 권리(option), 교환(swaps)'이라고 정의한다. 우리나라의 자본시장법에서는 통상적으로 정의되는 파생상품을 파생상품과 파생결합증권, 파생결합사채로 구분하고 있다.

자본시장법 제5조 1항⁴⁸⁴⁾에서는 선물·선도, 옵션, 스왑 중 하나의 조

484) 자본시장법 제5조 1항은 다음과 같다.

- “파생상품”이란 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 계약상의 권리를 말한다.
1. 기초자산이나 기초자산의 가격·이자율·지표·단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등에 의하여 산출된 금전 등을 장래의 특정 시점에 인도할 것을 약정하는 계약
 2. 당사자 어느 한쪽의 의사표시에 의하여 기초자산이나 기초자산의 가격·이자율·지표·단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등에 의하여 산출된 금전 등을 수수하는 거래를 성립시킬 수 있는 권리를 부여하는

건을 만족하고 투자 원본을 초과하는 손실을 볼 수 있는 상품을 파생상품으로 정의하고 있다. 다음으로 파생결합증권⁴⁸⁵⁾은 기초자산의 가격에 연동되어 미래의 수익금이 달라진다는 점에서는 파생상품과 유사하나, 원본을 초과하는 손실이 발생할 수 없다는 점에서 파생상품과 구분된다. 마지막으로 파생결합사채는 파생상품 및 파생결합증권과 경제적 속성이 유사하나, 이자 및 과실 부분만 기초자산에 연계되는 상품으로 원금이 보존된다는 면에서 파생상품 또는 파생결합증권⁴⁸⁶⁾과 구분된다. 예를 들어 투자원본이 100원인 경우, 만기에 100원 이상을 회수할 수 있으면 파생결합사채로 구분하고, 만기에 0~100원을 회수할 수 있으면 파생결합증권으로 구분한다. 만약 만기에 추가 손실이 발생할 수 있으면 파생상품으로 구분한다.

한편, 자본시장법상 파생상품은 거래소에서 거래되는지 여부에 따라 장내파생상품과 장외파생상품으로 구분되며, 장내파생상품은 다시 국내시장 상품과 해외시장 상품, 그 밖에 금융투자상품시장을 개설하여 운영하는 자가 정하는 기준에 따라 금융투자상품시장에서 거래되는 파생상품으로 나뉜다.⁴⁸⁷⁾

자본시장법이 본격적으로 시행되기 이전에는, 파생상품이 장내파생상품과 장외파생상품으로 구분되어 각각 (구)선물거래법과 (구)증권거래법

것을 약정하는 계약

3. 장래의 일정 기간 동안 미리 정한 가격으로 기초자산이나 기초자산의 가격·이자율·지표·단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등에 의하여 산출된 금전 등을 교환할 것을 약정하는 계약
4. 제1호부터 제3호까지의 규정에 따른 계약과 유사한 것으로서 대통령령으로 정하는 계약

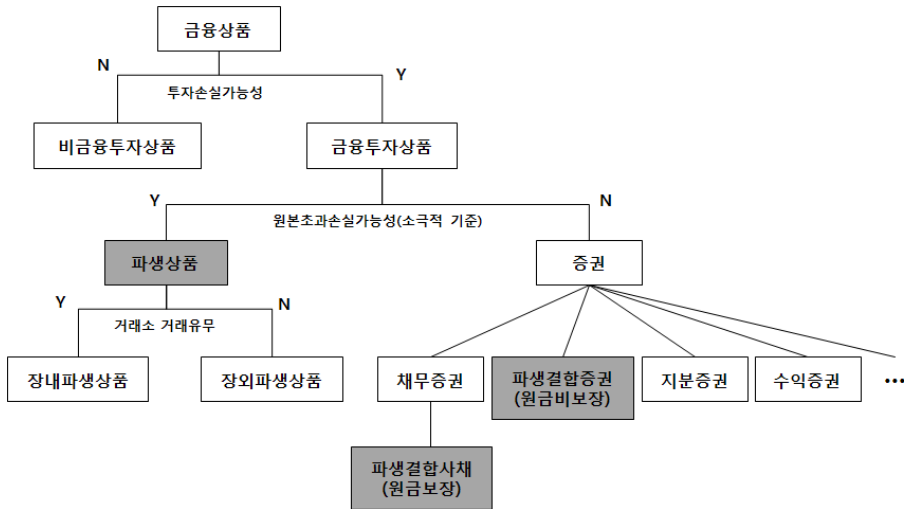
485) 자본시장법 제4조 2항

486) 2013년 5월 자본시장법 개정으로 상법 제469조 2항 3호에서 규정된 파생결합사채가 채무증권으로 재분류되었다.

487) 자본시장법 제5조 2항

의 규제체계를 따랐다. (구)선물거래법에서는 선물거래의 기초자산을 농산품·축산물·수산물·광산물·에너지와 같은 일반상품과 통화·증권·채권 등의 금융상품으로 정의⁴⁸⁸⁾하고 해당 일반상품 및 금융상품의 가격 변화에 따라 미래에 약속된 지급가격이 달라지는 상품으로 선물을 정의⁴⁸⁹⁾하였다. (구)증권거래법 시행령⁴⁹⁰⁾에서는 장외파생상품을 유가증권시장·코스닥시장·선물시장 밖에서 거래하는 상품으로 유가증권·이자율·통화·일반상품의 가격 등을 기초로 하는 지수의 수치로 정의하였다. 이처럼 과거 규제체계에서는 파생상품의 기초자산을 제한적으로 정의하였으며, 손실의 범위는 구분하지 않았다.

<그림 V-1> 자본시장법상 파생상품의 분류 체계



488) (구)선물거래법 제2조

489) (구)선물거래법 제3조 제1항

490) (구)증권거래법 시행령 제36조의2 제1항 제1호의2

2009년 2월 시행된 자본시장법에서는 파생상품의 기초자산 대상을 광의의 상품으로 확대 정의하였다. 파생상품을 선물 형태로만 정의했던 것에서 벗어나 선물, 옵션, 스왑 등을 포함하여 정의하였다. 이처럼 파생상품을 포괄적이고 체계적으로 정의함으로써 신상품 개발을 통한 금융혁신을 도모하고자 하였다. 무엇보다도, 통상적인 파생상품을 손실 수준에 따라 파생상품, 파생결합증권, 파생결합사채 등으로 재분류함으로써 투자자보호의 범위를 명시적으로 세분화하였다.

2) 취급업자 규제

가) 진입규제

금융회사가 파생상품과 관련한 영업을 수행하기 위해서는 별도의 진입요건을 충족하여 금융위원회의 인가를 받아야 한다. 자본시장법에서는 금융투자업의 종류⁴⁹¹⁾, 금융투자상품의 범위, 투자자의 유형⁴⁹²⁾에 따라 인가 단위를 세분화하고 있다. 파생상품과 관련해서는 장내파생상품과 장외파생상품, 파생결합증권 등 금융투자상품 유형별로 투자매매업 또는 투자중개업 인가를 받아야 하며, 기초자산에 대해서도 인가 단위가 세분화되어 있다. 장내파생상품의 경우 기초자산을 '주권을 기초자산으로 하는 것'과 '장내파생상품 전체'로 세분화하였으며, 장외파생상품의 경우 '주권을 기초자산으로 하는 것', '주권 외의 것을 기초자산으로 하는 것', '통화·이자율을 기초자산으로 하는 것'으로 구분된다.

파생상품의 인가 단위별 최소자기자본 요건은 증권 등 다른 금융투자상품의 인가 단위에 비해 매우 높다. 무엇보다 장외파생상품의 인가 단위별 최소자기자본 요건은 900억원으로 투자매매업, 투자중개업, 신탁

491) 업무 단위에는 투자매매업, 투자중개업, 집합투자업, 신탁업 등이 포함된다.

492) 일반투자자 및 전문투자자로 구분한다.

업 등을 모두 합한 금액과 거의 같다. 일반투자자 및 전문투자자를 대상으로 장외파생상품업무를 취급하는 경우, 증권 인가를 위한 최소자기자본인 500억원에 비해서는 1.8배, 채무증권 인가를 위한 최소자기자본인 200억원에 비해서는 4.5배 높다.

한편, 기능별 인가 요건을 만족하면 특정 금융기관의 차별 없이 파생상품의 업무가 가능하다. 즉, 증권회사뿐 아니라 은행도 파생상품 취급을 위한 인가 요건을 만족하면 파생상품업무를 취급할 수 있다.⁴⁹³⁾ 다만, 국내 은행은 파생결합증권의 발행 업무가 제한되고 있다. 현 자본시장법에서는 파생결합증권의 발행을 위해 증권 투자매매업 또는 장내파생상품 투자매매업 인가를 받은 자가 동시에 장외파생상품 투자매매업 인가를 받아야 하지만⁴⁹⁴⁾, 국내 은행의 경우 증권과 장외파생상품의 투자매매업 또는 장내파생상품과 장외파생상품 투자매매업을 동시에 획득한 사례가 없기 때문이다.

493) 현재 상당수 국내 은행은 장외파생상품 투자매매업 인가를 획득한 상태이며, 채권·외환을 기초로 하는 장내파생상품 투자매매업에 대해서도 인가를 해주기로 발표하였다(금융위원회 2014.6월 보도자료).

494) 자본시장법 시행령 별표1의 비고1

<표 V-6> 파생상품 인가업무 단위 및 최소자기자본

(단위: 억원)

금융투자상품의 범위	투자자의 유형	최소자기자본	
		투자매매업	투자중개업
장내파생상품	일반투자자 및 전문투자자	100	20
	전문투자자	50	10
장내파생상품 (주권을 기초자산으로 하는 것만 해당)	일반투자자 및 전문투자자	50	10
	전문투자자	25	5
장외파생상품	일반투자자 및 전문투자자	900	100
	전문투자자	450	50
장외파생상품 (주권을 기초자산으로 하는 것만 해당)	일반투자자 및 전문투자자	450	50
	전문투자자	225	25
장외파생상품 (주권 외의 것을 기초자산으로 하는 것만 해당)	일반투자자 및 전문투자자	450	50
	전문투자자	225	25
장외파생상품 (통화·이자율을 기초자산으로 하는 것만 해당)	일반투자자 및 전문투자자	180	20
	전문투자자	90	10

자료: 자본시장법시행령 별표1

한국거래소(Korea Exchange, 이하 KRX)에 상장된 장내파생상품의 매매 거래를 위해서는 자본시장법 제12조 제1항에 따라 장내파생상품 투자매매업 또는 장내파생상품 투자중개업 인가를 받은 자로서, KRX의 파생상품회원으로 가입해야 한다. 파생상품회원은 자기의 명의로 결제를 하는 결제회원과 결제회원에게 결제를 위탁하는 매매전문회원으로 구분이 된다. 결제회원 또는 매매전문회원이 되기 위해서는 일정 수준 이상의 재무건전성 요건을 갖추고 거래소 내부 심사를 통과해야 한다. 심사를 통과한 이후에는 결제회원의 경우 가입금, 공동기금, 보증금을 납부해야 하며, 매매전문회원의 경우에는 가입금과 보증금을 납부해야 한다.⁴⁹⁵⁾ 이처럼 장내파생상품시장에서 회원으로 참여하려면 추가 건전성 요건을 갖추고 가입금, 공동기금, 보증금 등 일정 수준 이상의 비용 부담이 필요하다.

<표 V-7> 파생상품회원의 재무요건

결제회원	매매전문회원	경영금융투자업자
영업용순자본이 180% 이상일 것	영업용순자본 비율이 150% 이상일 것	은행: 은행업감독규정 제26조의 규정에 의한 경영지도비율 이상일 것
자기자본이 100억원 이상일 것		종합금융회사: 금융투자업규정 제8-41조에 의한 경영지도비율 이상일 것

자료: KRX

495) 회원탈퇴 시 가입금은 반환되지 않으며 공동기금과 보증금은 반환이 가능하다.

장외파생상품 거래를 위해서도 갖추어야 할 요건이 있다. 자본시장법 제166조의2에서는 영업용순자본이 총 위험액의 2배에 미달하는 경우, 즉 영업용순자본비율이 200% 이하인 경우에는 장외파생상품업무를 중단하도록 명시되어 있다. 즉, 장외파생상품업무를 수행하기 위해서는 장외파생상품 투자매매업 또는 투자중개업 인가를 받은 자로서, 영업용순자본 비율 200% 이상이라는 최소 건전성 요건을 만족해야 한다. 특히, 원화이자율스왑(Interest Rate Swap, 이하 IRS) CCP 회원이 되기 위해서는 장내파생상품 회원에 비해 높은 수준의 자기자본 요건을 갖추어야 한다. 자기청산약정거래와 일반청산약정거래에 대해 자기 명의로 청산참가를 하는 일반청산회원의 경우 자기자본은 5,000억원 이상 필요하다. 단, 자기 명의로 청산참가를 하는 자기청산회원은 자기자본 500억원 이상을 만족하면 된다.⁴⁹⁶⁾

한편, 파생결합증권의 발행 및 합성 ETF(Exchange Traded Fund)의 거래상대방 자격을 갖추기 위해서도 별도의 재무요건과 건전성 요건을 갖추어야 한다. ELS(Equity Linked Securities)/DLS(Derivative Linked Securities) 발행을 위해서는 장외파생상품 투자매매업 인가를 받고, 영업용순자본비율 200% 요건을 충족해야 한다. ELW(Equity Linked Warrant) 유동성공급 회원이 되기 위해서는 증권 및 장외파생상품 투자매매업 인가를 받고 영업용순자본비율 200% 요건을 충족하고 기타 평가항목 조건⁴⁹⁷⁾을 만족해야 한다⁴⁹⁸⁾. 또한 합성 ETF의 거래상대방이 되기 위해서는 장외파생상품 투자매매업 인가를 받은 자로서 투자적격 등급 이상의 신용도를 갖추고 영업용순자본비율 200% 요건 등을 만족해야 한다.⁴⁹⁹⁾

496) KRX 장외파생상품청산규정 제11조 1항 2호

497) 유동성공급자를 대상으로 하는 평가에서 2회 이상 낮은 평가 등급을 받은 경우에는 1개월 동안 유동성공급 업무가 중지된다.

498) KRX 유가증권시장업무규정 제20조의2 2항 3호

499) KRX 유가증권시장상장규정 제113조 1항 5호

나) 자산운용 및 건전성 규제

자본시장법에서는 집합투자기구, 신탁 등이 파생상품을 운용하는 데 있어서 지켜야 할 자산운용 규제를 마련하고 있다. 자본시장법 제81조 1항 1호500)에서는 집합투자업자가 적격 요건을 갖추지 못한 자와 장외파생상품 거래를 수행하는 것을 금지하고 있으며, 장외파생상품 매매에 따른 거래상대방 위험평가액이 집합투자기구 자산총액의 10%를 초과할 수 없다. 또한, 집합투자기구는 파생상품 매매에 따른 위험평가액⁵⁰¹⁾이 집합투자기구 자산총액의 100%를 초과할 수 없으며, 특정 파생상품의 기초자산과 동일한 위험을 가진 자산의 위험액이 순자산의 10%를 초과하는 경우 해당 자산의 편입이 제한된다. 이처럼 공모펀드를 대표하는 집합투자기구는 투자자보호 및 집합투자재산의 안정적 운용을 목표로 장외파생상품과 장내파생상품에 대한 자산운용 규제를 두고 있으며, 장외파생상품에 대한 운용 규제가 다소 엄격한 것이 특징이다.

500) 자본시장법 제81조 1항 “집합투자업자는 집합투자재산을 운용함에 있어서 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하여서는 아니 된다. 다만, 투자자보호 및 집합투자재산의 안정적 운용을 해할 우려가 없는 경우로서 대통령령으로 정하는 경우에는 이를 할 수 있다.”

라. 대통령령으로 정하는 적격 요건을 갖추지 못한 자와 장외파생상품을 매매하는 행위

마. 파생상품의 매매에 따른 위험평가액이 대통령령으로 정하는 기준을 초과하여 투자하는 행위

바. 파생상품의 매매와 관련하여 기초자산 중 동일법인 등이 발행한 증권의 가격변동으로 인한 위험평가액이 각 집합투자기구 자산총액의 100분의 10을 초과하여 투자하는 행위

사. 같은 거래상대방과의 장외파생상품 매매에 따른 거래상대방 위험평가액이 각 집합투자기구 자산총액의 100분의 10을 초과하여 투자하는 행위

501) 위험평가액 산정 방식은 금융투자업 규정 제4-54조 제1~6항에 명시되어 있다.

집합투자기구와 더불어 신탁에 대해서도 파생상품운용 규제⁵⁰²⁾가 마련되어 있다. 신탁재산의 운용 방법 중 하나로 장내파생상품의 매수 또는 장외파생상품의 매수를 명시하고 있어, 결제불이행 가능성이 높은 파생상품의 매도는 허용하고 있지 않다. 또한 신탁업자의 고유재산으로부터 금전 차입을 금지하고 있어 레버리지 투자로 인한 손실이 제한되어 있다. 특별히 불특정금전신탁의 경우⁵⁰³⁾에는 장내파생상품의 위험평가액이 순자산총액의 50%를 초과할 수 없으며, 장외파생상품의 위험평가액은 순자산총액의 10%를 초과할 수 없도록 명시되어 있어 보다 엄격한 규제가 적용되고 있다.

전문투자형 사모펀드⁵⁰⁴⁾는 파생상품을 운용하는 데 있어서 공모펀드에 비해 규제 수준이 낮다. 앞서 언급하였듯이, 공모펀드는 파생상품 위험평가액이 순자산의 100%를 초과할 수 없기 때문에 순자산의 100% 한도 내에서 파생상품 투자가 가능하나, 사모펀드의 경우 순자산의 400% 한도 내에서 파생상품 투자가 가능하다. 단, PEF와 같은 경영참여형 사모펀드(PEF)의 경우 과거에는 파생상품을 운용하는 것이 원칙적으로 불가능했으나 최근 입법예고⁵⁰⁵⁾를 통해 환위험 헤지 목적에 한해서는 파생상품 투자가 가능하도록 변경하였다.

한편, 한국은 파생상품 취급기관의 건전성을 파생상품에 특화시켜 규제하고 있지는 않다. 증권회사와 선물회사의 경우, 파생상품 보유 포지션이 증가할수록 시장위험과 신용위험이 증가하여 영업용순자본비율(NCR)이 낮아지도록 설계되어 있다. NCR은 국제결제은행(BIS)의 위험산출 모형을 기초로 하고 있으나, 파생상품 시장위험 산출과 관련해서는 NCR이 다소 보수적으로 설계되어 있다. 파생상품의 델타위험,⁵⁰⁶⁾ 감마

502) 자본시장법 제10조 제1항 제2호

503) 자본시장법 시행령 제106조 제5항 제2호

504) 전문투자형 사모펀드는 일반사모펀드와 헤지펀드로 구분된다.

505) 금융위원회 보도자료(2014.4.24)를 참고하라.

위험⁵⁰⁷⁾, 배가위험⁵⁰⁸⁾은 NCR과 BIS 모두 공통으로 포함하고 있지만, NCR은 별도로 깊은 외가격위험⁵⁰⁹⁾을 포함하고 있어 NCR에서는 파생상품 시장위험액이 더욱 크게 산출된다. 한편 은행의 경우, 바젤 II 규제 및 최근 시행된 바젤III 규제 모두 은행의 파생상품 보유 규모가 증가할수록 시장리스크와 신용리스크의 필요자기자본이 증가하기 때문에 BIS 비율이 낮아지게 된다.

3) 시스템리스크 규제

가) 장외파생상품

한국은 G20 합의사항을 이행하기 위해, 2013년 자본시장법 개정을 통해 표준화된 장외파생상품의 CCP 청산을 의무화하였다. 자본시장법 제166조의3⁵¹⁰⁾ 및 동법 시행령 제186조의3에서는 표준화된 원화 이자율 스왑을 매매하는 경우, 반드시 금융투자상품거래청산회사⁵¹¹⁾에게 청산을 하도록 의무화하였다. 또한 자본시장법 제323조에서는 금융투자상품거래 청산회사의 진입규제 외에 주요 업무, 청산업무규정, 손해배상기금, 채무

506) 기초자산 가격 변화에 따른 파생상품 가치 변화를 고려한 위험

507) 기초자산 가격 변화에 따른 파생상품의 델타 변화를 고려한 위험

508) 변동성 변화에 따른 파생상품의 가치 변화를 고려한 위험

509) 행사될 확률이 낮은 파생상품을 매도하는 경우 발생할 수 있는 손실에 관한 위험

510) 자본시장법 제166조의3에 따르면, “금융투자업자는 다른 금융투자업자 및 대통령령으로 정하는 자와 대통령령으로 정하는 장외파생상품의 매매 및 그 밖의 장외거래를 하는 경우 금융투자상품거래청산회사, 그 밖에 이에 준하는 자로서 대통령령으로 정하는 자에게 청산의무거래에 따른 자기와 거래상대방의 채무를 채무인수, 경개, 그 밖의 방법으로 부담하게 하여야 한다.”

511) 금융투자상품거래청산회사는 자본시장법 제323조의3에 따라 금융투자상품거래청산업의 인가를 받아야 한다.

변제순위, 거래정보 보관 등에 관한 규정을 명시하고 있다. 한편, G20 합의안이었던 TR 보고 의무화, 전자거래플랫폼 사용 의무화에 관해서는 아직 체계적인 법제를 갖추지 못한 상황으로 감독당국은 빠른 시일 내에 관련 법제를 준비하기로 발표하였다.⁵¹²⁾

장외파생상품 CCP 청산 의무화, TR 보고 의무화, 전자거래플랫폼 사용 의무화 등 장내에 준하는 시장인프라를 갖추었다고 해서 장외파생상품시장에서 시스템리스크가 사라지는 것은 아니다. 예를 들어 특정 회원이 과도한 원화 IRS 포지션을 보유하고 있어, 회원의 결제불이행 위험을 CCP가 감당하지 못할 경우에는 CCP의 부실로 이어질 수 있다. 이러한 가능성을 최소화하기 위해, 한국거래소는 특정 회원의 최대 포지션 한도⁵¹³⁾를 전체 미결제약정의 20% 미만으로 제한하였으며, 장내파생상품 대비 보수적인 개시증거금 제도 및 공동기금 제도를 마련하여 장외파생상품 CCP의 결제불이행 위험을 최소화하였다.

한편, 원화 IRS 상품 이외의 장외파생상품을 거래하는 데 있어서 별도의 진입규제는 없다. 전문투자자로 분류되는 주권상장법인 및 기타 주요 금융기관은 별도의 등록이나 인가 요건 없이 장외파생상품 거래를 수행할 수 있다. 단, 장외파생상품의 거래 내역을 매월 금융당국에게 보고해야 할 의무가 있다.⁵¹⁴⁾ 일반투자자의 경우에는 기초자산에 대한 헤지 목적을 제외하고는 장외파생상품의 거래가 원칙적으로 금지된다.⁵¹⁵⁾

512) 금융위원회 보도자료(2014.6.17)를 참고하라.

513) 한국거래소 장외파생상품청산업무규정 제119조

514) 자본시장법 제166조의2 제1항 제5호

515) 자본시장법 제166조의2 제1항 제1호

나) 장내파생상품

장내파생상품시장은 상대적으로 장외파생상품에 비해 시스템리스크 확대 가능성은 낮다고 알려져 있다. 장내파생상품거래소는 개시증거금과 유지증거금 제도를 통해 회원의 결제불이행 위험을 체계적으로 관리하고 있을 뿐 아니라, CCP의 결제불이행에 대비해 CCP 내 결제적립금 및 회원의 손해배상공동기금을 준비하고 있기 때문이다. 그러나 CCP의 부실은 결제 회원의 연쇄 부실로 이어져, 시스템리스크를 크게 확대시킬 수 있기 때문에 주의가 필요하다.

실제, 최근 한국에서는 장내파생상품의 손실로 인해 주요 금융기관이 부도 위기에 처함에 따라 장내CCP의 결제 리스크가 불거지기도 했다. 첫 번째 사건은 2010년 11월 11일 KOSPI200 옵션 만기일 주가지수 급락 사건으로, 장마감 동시호가에 외국계 은행이 대량의 프로그램 매도 주문을 내어 주가지수가 약 2.5% 이상 급락하였다. 당시, 풋옵션 매도 포지션을 대량으로 보유한 W자산운용이 898억의 손해를 보았으나, W자산운용은 자기자본으로 결제를 이행할 수 없어, 위탁증권사인 A증권이 나머지 760억원의 금액을 결제 이행하였다. W자산운용은 결국 영업인가가 취소되었다. 만약 결제불이행 금액이 위탁회원의 자본을 크게 초과했다면 CCP의 손실로도 이어질 수 있는 상황이었다. 두 번째 사건은 2013년 12월 12일 KOSPI200 선물·옵션 동시 만기일에 발생한 H증권의 파생상품 주문실수 사건이다. H증권은 자기매매부서 직원의 알고리즘 주문 실수로 400억원 이상의 손실을 보았다. 당시, H증권은 자기자본으로 해당 손실 금액에 대한 결제를 이행할 수 없어, 거래소 회원사의 손해배상공동기금 439억원이 결제이행을 위해 사용되었다.

금융감독당국은 파생상품으로 인한 금융기관의 대규모 손실을 최소화하고 나아가 CCP의 결제 안정성을 높이기 위한 목적으로 각종 규제안을 마련하였다. 2010년 11월 11일 옵션만기일 사태 이후⁵¹⁶⁾에는 장내

파생상품 포지션 한도를 강화하여, 만기일 외의 날에는 투기적 거래에 한해 포지션델타 수량을 10,000계약 미만(개인은 5,000계약 미만)으로 규정하고 만기일에는 거래 목적 여부와 관계없이 포지션 델타 수량을 10,000계약 미만으로 제한하였다. 또한, 적격기관투자 수준을 강화하여 사후 증거금 적용 대상 금융기관을 제한하였다.

2013년 H증권 주문 실수 사태 이후에는, 결제불이행 위험을 최소화하기 위해 적격기관투자자의 위험노출액한도 및 증권회사의 거래손실한도를 영업용순자본의 50%로 제한하는 내용을 감독규정으로 명시하였다. 또한 자본시장법 입법예고⁵¹⁷⁾를 통해 결제불이행 상황이 발생하는 경우 거래소의 결제적립금을 회원의 공동기금보다 먼저 사용하도록 하여, 국제적 수준의 결제 안정성을 목표로 하였다. 기타, 비정상적인 착오주문 등을 거래소에서 직권으로 취소할 수 있게 하고, 동적 상하한가 제도⁵¹⁸⁾를 마련함으로써 장내파생상품의 급격한 가격 급변동으로 인한 결제불이행 가능성을 최소화하였다.⁵¹⁹⁾

다. 우리나라 파생상품업무 규제에 대한 평가

1) 파생상품 정의

2009년 도입된 자본시장법에서는 파생상품을 경제적 속성에 따라 포괄적으로 정의하여 금융신상품의 상장을 자유롭게 하였다. 미국, 영국

516) 남길남·이효섭(2012)을 참고하라.

517) 금융위원회 입법예고(2014.10.8)를 참고하라.

518) 직전 체결가격을 기준으로 일정 범위 내에서만 거래가 체결되도록 한 제도로써 하루 가격 변동폭이 정해져 있는 기존의 상하한가 제도와는 달리 하루에도 적은 범위 내에서 수차례 상하한가가 바뀔 수 있다.

519) 금융위원회 보도자료(2014.6.17)를 참고하라.

및 EU의 규제 체계에서 파생상품을 선물, 옵션 등 예시적 열거형태로 정의하는 것과 비교된다. 우리나라의 파생상품 정의 방식은 새로운 금융신상품을 손쉽게 상장할 수 있다는 점에서 미국, 영국 및 EU의 방식보다 우수하다고 판단된다. 또한 통상적으로 파생상품으로 분류되는 것을 손실 정도에 따라 파생상품, 파생결합증권, 파생결합사채로 세분하여 투자자보호를 위한 기틀을 마련한 점도 주요국의 규제 방식과 차별되는 장점이다.

무엇보다, 우리나라는 금융위기가 발생하기 이전에 이미 장외파생상품을 규제 체계에 포함시키고 있어, 주요국과는 달리 장외파생상품으로 인한 규제 공백이 존재하지 않았다. 2009년 시행된 자본시장법에서는 장내파생상품과 장외파생상품으로 이원화되어 있었던 파생상품 정의 부분을 일원화함으로써, 주요국보다 우수한 규제시스템을 갖추고 있었던 것이다.

한편, 글로벌 금융위기 이후 파생상품의 정의 부분은 크게 달라진 것이 없다. 상법상 명시된 파생결합사채가 채무증권으로 재분류되고, 장내파생상품에 대한 정의가 보다 구체화된 것을 제외하면 의미 있는 규제변화를 찾기는 어렵다.

2) 취급업자 규제

우리나라는 파생상품을 취급하기 위해 별도의 물적요건을 만족하고 금융위원회의 인가를 받아야 한다. 이때 장내파생상품과 장외파생상품의 투자매매업 인가 요건은 각각 100억원과 900억원으로, 미국과 유럽에 비해 매우 높다. 특별히 장외파생상품 신규 취급 및 업무 유지를 위해서는 NCR 비율을 200%로 유지해야 한다. 또한, 거래소 회원이 되려면 주요국과 유사하게, 일정 수준 이상의 재무요건을 갖추고 공동기금 및 보증

금 등을 납부해야 한다. 기타 파생결합증권 등의 상장을 위해서는 NCR 비율 요건 및 신용등급 등 추가적인 재무요건을 만족해야 한다.

다음으로, 파생상품을 운용하기 위해서는 집합투자기구, 신탁 등 운용 주체에 따라 별도의 자산운용 규제를 지켜야 한다. 대표적으로, 파생상품의 위험평가액이 집합투자기구 자산의 100%를 초과할 수는 없다. 건전성 규제와 관련해서는 파생상품만의 별도의 규제를 두고 있지는 않다. 대신, 파생상품 포지션이 증가할수록 위험평가금액이 증가하도록 설계되어 NCR 비율과 BIS 비율이 낮아진다.

이상의 파생상품 취급기관 규제 역시, 글로벌 금융위기 이후 달라진 것은 거의 없다. 글로벌 금융위기를 계기로 바젤Ⅲ에서 파생상품에 대한 위험평가방식이 강화된 것은 우리나라의 BIS 비율 산정 방식에도 반영하여 그대로 따르고 있다.

3) 시스템리스크 규제

글로벌 금융위기 이전의 우리나라는 시스템리스크 관리를 위해 높은 수준의 규제 체계를 갖고 있지 않았다. 다만, 장내파생상품시장에서는 결제 불이행 위험을 줄이기 위해 포지션 한도 규정, 증거금 관리, CCP의 손실구제 프로세스(waterfall) 등을 갖추고 있었다.

주요국들이 글로벌 금융위기를 계기로 장외파생상품을 중심으로 시스템리스크를 강화했던 것과는 달리, 한국은 장내파생상품시장에서 대규모 결제불이행 사건이 발생함에 따라 장내파생상품시장을 중심으로 시스템리스크 규제가 강화되었다. 2010년 11월 옵션만기일 사건을 계기로 포지션한도 및 증거금제도가 강화되었고, 2013년 12월 H증권 사건을 계기로, 거래소 직권취소제도가 도입되었으며 CCP의 손실구제 프로세스(waterfall)가 개선되었다.

한편, G20 합의안을 이행하기 위해 우리나라도 표준화된 장외파생상품의 CCP 청산 의무화를 법제화하였으며, 이에 따라 원화 IRS에 대한 의무청산이 2014년 6월말부터 시작되었다. 다만, 나머지 G20 합의사항인 장외파생상품 거래정보의 TR 보고 의무화 및 전자거래플랫폼 사용 의무화 등은 법제화가 진행되고 있지 않다. 기타, IOSCO 및 CPMI가 제안한 PFMI 원칙의 이행도 다소 미흡한 것으로 나타나, 일중 변동증거금제도 도입 및 CCP의 결제리스크에 대한 스트레스 테스트 검정 등이 필요한 상황이다.

4. 파생상품업의 바람직한 규제개혁 방향

가. 파생상품 규제격차

1) 파생상품 정의

한국, 미국, 영국 및 EU는 모두 통상적으로 정의되는 선물, 옵션, 스왑 등을 파생상품에 포함하여 정의하고 있다. 포함되는 내용은 큰 차이가 없으나 서술 방식에 있어서는 약간의 차이가 있다. 미국과 영국, EU는 파생상품을 예시적 열거 형태로 정의하고 있다. 반면, 한국에서는 경제적 속성에 따라 파생상품을 포괄적으로 정의하고 있고 파생상품의 기초자산 역시 금융투자상품, 일반상품, 기타 재화나 서비스 등의 가격, 이자율, 지표, 단위 및 이를 기초로 한 지수로 정의하고 있어 새로운 파생상품을 손쉽게 포함시킬 수 있는 장점이 있다.

장외파생상품을 장내파생상품과 구분하는 방법은 한국과 미국, 영국, EU 모두 유사하다. 미국, 영국, EU 모두 글로벌 금융위기 이전에는 다수의 장외파생상품이 규제대상에서 빠져 있었으나, 한국은 2009년 자본시장법 시행 당시 장외파생상품의 영역을 장내에서 거래되지 않는 파생상품으로 정의하여 장외파생상품으로 인한 규제공백은 존재하지 않았다. 글로벌 금융위기 이후 미국은 도드-프랭크법에서 장외파생상품을 스왑 또는 증권기초스왑으로 정의하였으며, 영국과 EU는 EMIR에서 장외파생상품을 정규 거래소에서 거래되지 않는 파생상품으로 정의하였다. 영국과 EU의 장외파생상품 정의가 한국과 보다 유사하다고 할 수 있다.

한국의 파생상품 정의의 또 다른 특징은 투자자보호를 목표로 파생상품의 유형을 파생결합증권, 파생결합사채로 구분하고 있는 것이다. 파생결합증권은 통상적인 파생상품 중에서 손실이 원본 투자금액을 초과

하지 않는 상품으로 정의하고 있고, 파생결합사채는 투자 원금이 보존되는 상품으로 구분하고 있다. 영국, EU에서 파생상품으로 정의되는 차익결제계약(Contract For Difference: CFD)이 한국에서는 파생결합증권으로 분류될 수 있는 것이다. 한국은 투자 손실 정도에 따라 파생상품을 세분화하여 분류하고 있어 미국, 영국 및 EU보다 섬세한 분류 방식을 따른다고 볼 수 있다.

<표 V-8> 파생상품의 정의: 해외법규와의 차이

	미국/영국/EU	한국	규제격차 (규제강도)
규제 내용	<ul style="list-style-type: none"> - 선물, 옵션, 차익결제 계약 등 예시적 열거 형태로 파생상품을 정의하고 있음 - 거의 모든 파생상품을 포함 	<ul style="list-style-type: none"> - 경제적 속성에 따라 파생상품을 포괄적으로 정의하고 있으며, 기초자산의 대상 상품 또한 포괄적으로 정의 - 거의 모든 파생상품 뿐 아니라, 미래의 신규 혁신 파생상품까지 포함할 수 있음 	대/중/⓪ (해외≠국내)
규제 수준	높음	매우 높음	대/중/⓪ (해외≠국내)
규제 체계	예시적 열거주의	포괄적 정의	대/중/⓪ (해외≠국내)

2) 취급업자 규제

가) 진입규제

파생상품 정의 부분과 달리, 한국과 미국, 영국 및 EU의 파생상품 진입규제는 격차가 크다. 미국의 경우, SEC 규제를 받는 브로커-딜러와

CFTC 규제를 받는 FCM 모두 진입을 위한 물적요건이 한국에 비해 낮다. 미국에서 증권기초 파생상품에 대한 시장조성자 업무를 수행하는 브로커-딜러의 경우 최소자기자본요건은 100만달러(약 10억원)이며, 일반상품 파생상품과 기타 파생상품에 대한 중개 및 자기매매 업무를 수행하는 FCM의 경우 등록을 위한 최소 자기자본 요건이 100만달러에 불과하다. 영국의 금융투자회사 역시 최소 자기자본요건이 최대 75만 유로(약 10억원)로 미국과 비슷한 수준이다. 반면, 한국의 장내파생상품 투자매매업 인가를 위한 최소자본요건은 100억원으로 미국, 영국, EU에 비해 10배 가까이 높다.

장외파생상품 역시 한국이 미국, 영국 및 EU에 비해 진입 수준이 높다. 미국에서는 스왑딜러 및 증권기초스왑딜러, 주요스왑참가자 및 주요증권기초 스왑참가자로 등록하기 위해서는 2천만달러⁵²⁰⁾(약 200억원)의 순자본이 필요하다. 미국과 달리, 영국/EU는 장외파생상품 취급을 위한 별도의 자기자본요건은 없으나, 개별 국가에서 은행, 보험, 금융투자회사 등의 허가를 받아야 한다. 반면, 한국은 장외파생상품 투자매매업 인가를 위해 900억원의 자본이 필요하다. 이는 미국에 비해 약 4~5배 정도 높은 수준이다. 한국의 장외파생상품 규모가 글로벌 장외파생상품시장의 1% 내외인 것에 비추어 보면 한국의 장외파생상품 진입 수준은 매우 높다고 판단할 수 있다.

한편, 파생상품거래소 회원이 되기 위한 진입 수준은 크게 차이하지 않는다. 미국은 장내거래소 및 장외CCP 회원이 되기 위해서는 SEC 또는 CFTC 등록과 함께 별도의 진입요건을 만족해야 한다. 영국과 유럽의 거래소 역시 투자회사 허가를 받은 자에 한해 별도의 재무요건 등을 충족해야 회원이 될 수 있다. 한국도 장내파생상품거래소 회원 및 장외

520) 브로커-딜러가 내부 모형을 사용하여 장외파생상품을 취급하는 경우에는 약 10억 달러(약 1조원)의 순자본을 필요로 하기 때문에 이 경우에는 우리나라보다 매우 높은 자기자본을 요구한다고 볼 수 있다.

CCP 회원이 되기 위해서는 장내·외 파생상품 투자매매업 인가 조건과 함께 NCR 충족 등의 추가적인 재무요건을 만족해야 한다.

<표 V-9> 파생상품의 진입규제: 해외법규와의 차이

	미국/영국/EU	한국	규제격차 (규제강도)
규제 내용	- 파생상품 취급을 위한 별도의 진입요건이 없음. 단 미국 FCM의 경우 등록 절차 필요	- 파생상품 취급을 위해서는 장내·외 파생상품 투자매매업과 투자중개업의 인가 필요	Ⓢ/중/소 (해외<국내)
규제 수준	자기자본 요건이 낮음 (장내: 약 10억원, 장외: 약 200억원)	자기자본 요건이 높음 (장내: 100억원, 장외: 900억원)	Ⓢ/중/소 (해외<국내)
규제 체계	기능별 규제에 가까움	기능별 규제에 가까움	대/중/Ⓢ (해외≧국내)

나) 자산운용 및 건전성 규제

한국의 파생상품 자산운용 규제와 건전성 규제는 미국, 영국 및 EU와의 규제격차가 소폭 존재한다. 미국과 영국, EU 모두 공모펀드와 같은 투자회사가 파생상품을 순자산 이상으로 편입할 수 없으며, 보유한 파생상품의 포지션과 거래 목적을 공시하도록 되어 있다. 우리나라도 유사하게, 파생상품 위험평가액 규정 및 파생상품 분산 요건을 두고 있어 공모펀드와 같은 투자회사가 파생상품을 편입하는 것이 까다롭다. 한편, 헤지펀드와 같은 사모펀드의 경우에는 미국과 영국, EU는 별도의 레버리지 규제를 두고 있지 않다. 반면, 한국은 헤지펀드의 레버리지 한도를 400%로 부여하고 경영참여형 사모펀드(PEF)의 파생상품 편입을 환위험 헤지 목적으로만 제한하는 등 사모펀드에 대해서도 파생상품 자산운용 규제 수준이 높다.

한국의 파생상품과 관련한 건전성 규제는 미국, 영국 및 EU와 비교해 소폭의 규제격차가 존재한다. 한국에서 파생상품을 취급하는 증권회사와 선물회사, 그리고 은행은 파생상품 포지션이 증가할수록 NCR과 BIS 비율이 낮아지게 설계되어 있어 미국, 영국, EU의 자기자본 비율 규제 원칙과 유사하다고 볼 수 있다. 규제 원칙과는 달리 규제 수준은 소폭 차이가 난다. 한국의 증권회사와 선물회사에게 적용되는 NCR규제는 BIS의 표준모형에 비해 파생상품의 시장위험액을 높게 산정하고 있어 한국의 건전성 규제 수준이 비교적 높다고 판단할 수 있다.

<표 V-10> 파생상품의 자산운용·건전성 규제: 해외법규와의 차이

	미국/영국/EU	한국	규제격차 (규제강도)
규제 내용 (자산 운용)	<ul style="list-style-type: none"> - 공모펀드는 파생상품 위험평가액이 순자산을 초과할 수 없음 - 공모펀드의 경우 파생상품 포지션과 거래 목적에 대해 공시가 필요 - 사모펀드의 경우 특별한 규제가 없음 	<ul style="list-style-type: none"> - 공모펀드는 파생상품 위험평가액이 순자산을 초과할 수 없으며 파생상품 편입 시 최소 분산요건 등 필요 - 헤지펀드의 경우 400% 레버리지 한도가 있으며 경영참여형 사모펀드(PEF)는 환위험목적으로만 파생상품 거래가 가능 	대/중/Ⓢ (해외≧국내)
규제 내용 (건전성)	파생상품 포지션이 증가할수록 자기자본비율 등 건전성 비율이 낮아짐	파생상품 포지션이 증가할수록 NCR(증권회사, 선물회사) / BIS(은행) 비율이 낮아짐	대/중/Ⓢ (해외≧국내)
규제 수준	자산운용 규제와 건전성 규제 모두 높은 수준임	자산운용 규제와 건전성 규제 모두 매우 높은 수준임	대/중/Ⓢ (해외≧국내)
규제 체계	규칙 중심	규칙 중심	대/중/Ⓢ (해외≧국내)

3) 시스템리스크 규제

글로벌 금융위기 당시 주요 금융기관들이 장외파생상품에서 대규모 손실을 보고, 관련 손실이 글로벌 금융기관들로 전염됨에 따라 미국과 유럽은 장외파생상품 취급기관에 대한 시스템리스크 규제를 강화하였다. 미국과 유럽은 각각 도드-프랭크법과 EMIR를 제정하여 규제 사각지대에 있었던 장외파생상품에 대해 체계적인 규제체계를 갖추었다. 최근에는 고빈도거래에 대한 규제를 도입하고 일중 변동증거금 제도를 도입하는 등 장내파생상품을 포함한 장내 거래소 시장에 대해서도 시스템리스크 규제를 강화하고 있다.

한국은 이미 자본시장법에서 장외파생상품에 대한 규제체계를 가지고 있었을 뿐만 아니라, 장외파생상품의 규모가 미국과 유럽 대비 상대적으로 크지 않아 장외파생상품으로 인한 시스템리스크 규제를 크게 강화하지는 않았다. 미국과 유럽은 2009년 피츠버그 G20 정상회담의 합의 사항이었던 표준화된 장외파생상품의 CCP 청산 의무화, 장외파생상품 거래에 대한 TR 보고 의무화, 장외파생상품 거래 시 전자거래플랫폼 사용 의무화 등을 모두 법제화하였다. 일부 장외파생상품에 대해서는 포지션 한도 규제를 마련하였으며, 장외파생상품 취급기관뿐만 아니라 중요 시장참가자에 대해서도 등록제를 도입하여 시스템리스크 가능성을 사전에 파악할 수 있도록 하였다. 반면, 한국은 원화 IRS 상품에 한해 CCP 청산을 의무화하였을 뿐 TR 보고 의무화 및 전자거래플랫폼 사용에 관해서는 아직 규제체계를 마련하지 못한 상황이며, 전문투자자의 경우 장외파생상품 거래를 위한 진입 제한은 특별히 없다. 장내파생상품시장과 관련해서는 알고리즘 거래자에 대한 등록을 의무화하는 등 규제체계를 마련하였으나 규제 수준은 미국과 유럽에 비해 낮은 편이다. 그리고 일중 변동증거금 제도는 아직 시행되지 않고 있다.

한편 CPMI와 IOSCO는 공동으로 시장인프라에 관한 원칙(PFMI)을

마련하고 28개 주요국의 금융시장인프라 상황을 평가하고 있다. CPMI-IOSCO의 PFMI는 장내·외 파생상품시장의 거래 규모가 증가함에 따라 장내·외 CCP 등 시장인프라의 부실로 시스템리스크가 확대될 가능성을 최소화하기 위해 도입되었다. 미국과 유럽의 주요 거래소는 일중 변동증거금 제도 등 PFMI가 제시한 원칙을 이행하고 있으나, 한국은 PFMI가 제시한 28개 시장 원칙의 이행 수준이 선진국에 비해 높지 않은 것으로 나타났다. 구체적으로, 한국은 CCP와 TR 부분에서 시장인프라에 대한 기준을 높여야 하는 것으로 나타났다.

<표 V-11> 아시아 주요 국가의 PFMI 이행 평가 결과

PFMI 원칙	한국	일본	싱가포르	홍콩	인도
CCP	2	4	4	4	4
지급결제	4	4	4	4	4
증권예탁결제	2	4	4	4	4
TR	1	4	4	4	4

주 : 점수는 1~4점으로 점수가 높을수록 이행 평가가 우수한 것임
 자료: CPMI-IOSCO(2013)

<표 V-12> 파생상품 시스템리스크 규제: 해외법규와의 차이

	미국/영국/EU	한국	규제격차 (규제강도)
규제 내용 (장외)	표준화된 장외파생상품의 CCP 청산 의무화, 장외파생상품 거래 시 TR 보고 의무화, 전자거래플랫폼 사용 의무화, 시장참가자에 대한 등록 의무화	원화 IRS에 대해 CCP 청산 의무화, TR 및 전자거래플랫폼 제도 미비, 시장참가자에 대한 등록 미비	Ⓢ/중/소 (해외>국내)
규제 내용 (장내)	일중 변동증거금 제도 도입, 알고리즘 매매 등록 및 위험관리 강화	일중 변동증거금 제도는 미비, 알고리즘 매매 등록	대/Ⓢ/소 (해외≥국내)
규제 수준	G20 합의사항 이행	G20 합의사항 미비	Ⓢ/중/소 (해외>국내)
규제 체계	취급기관 중심 규제	취급기관 중심 규제	대/중/Ⓢ (해외≒국내)

나. 파생상품 규제 개선 방향

1) 파생상품 정의

파생상품의 정의와 관련해서는 한국이 미국, 영국, EU보다 가장 포괄적이고 섬세하게 기술하고 있어 비교법적으로 개선할 사항은 적은 것으로 판단된다. 장내파생상품과 장외파생상품을 구분하는 방법 역시 개선할 사항은 없다. 미국과 영국, EU 모두 글로벌 금융위기 당시 장외파생상품과 관련한 규제공백이 발생하였지만, 한국은 이미 장외파생상품과 관련한 규율체계를 가지고 있었기 때문이다.

한편, 한국은 파생상품을 손실 정도에 따라 파생결합증권, 파생결합사채 등으로 섬세하게 분류하고 있어, 한국의 세부 분류 방법이 미국,

영국, EU보다 우수한 것으로 판단된다. 파생결합사채, 파생결합증권, 파생상품으로 갈수록 투자자의 손실 위험이 큰 것으로, 한국의 파생상품 세부 분류방법은 위험기준 규제(risk-based regulation) 방식을 가지고 있다고도 볼 수 있다.

2) 취급업자 규제

한국에서는 파생상품의 취급을 위한 물적요건이 미국, 영국, EU에 비해 매우 높다. 미국, 영국, EU에서는 금융회사가 장내파생상품 취급을 위해 약 10억원 내외의 자기자본을 보유하면 된다. 반면, 한국에서는 장내 파생상품 투자매매업을 수행하기 위해 100억원의 자기자본이 필요하다. 장외파생상품 진입 수준 역시 한국이 높은 편이다. 자본시장법상 장외파생상품 투자매매업 인가를 위한 최소 자기자본 요건은 900억원으로 미국에 비해 4배 이상 높다. 따라서 파생상품시장의 활력을 위해서는 파생상품 진입과 관련된 자기자본 요건을 글로벌 수준으로 낮출 필요가 있다. 자기자본 요건이 낮아진다고 해서 투자자보호가 소홀해지는 것은 아니다. 파생상품을 취급하기 위해서는 실질적으로 장내 거래소 회원 및 장외 CCP 회원 자격을 갖추어야 하는데, 한국거래소는 장내·외 파생상품 투자매매업 인가 조건과 함께 별도의 재무요건을 요구하기 때문이다. 또한, NCR규제에 의해 파생상품 취급과 관련된 모니터링이 이루어지기 때문에 물적요건을 낮춘다고 하더라도 투자자보호가 약해지지 않는다.

파생상품 자산운용 규제는 소폭 완화할 필요가 있다. 한국은 파생상품 위험평가액 한도 규정이 보수적으로 설계되어 있고, 파생상품 투자시 최소 분산 요건 규정 등을 두고 있어 자산운용상에 제약이 따른다. 특별히, 한국은 공모펀드 유형에서 파생상품형 펀드를 별도로 정의하고 있어, 파생상품형 펀드에 한해서는 위험평가액 한도 규정 완화 등 규제 완화를 검토할 필요가 있다. 한편, 사모펀드의 경우 규제격차가 존재한

다. 미국, 영국, EU는 사모펀드에 있어서는 파생상품운용과 관련한 규정을 별도로 마련하고 있지 않지만, 한국은 헤지펀드와 경영참여형 사모펀드에 대해 파생상품 편입과 관련해서 제약을 두고 있다.

기관투자자 중심의 파생상품시장 육성을 위해서는 파생상품과 관련한 자산운용 규제를 소폭 완화할 필요가 있다. 미국처럼, 전통적인 주식형 펀드와 채권형 펀드에 대해서는 파생상품 위험 포지션이 순자산을 초과하지 않도록 제약을 두는 규정은 바람직하다. 다만, 파생상품형 펀드에 한해서는 파생상품 위험평가액 규정과 최소 분산 요건 규정을 완화할 필요가 있다. 레버리지 ETF가 2배의 레버리지를 추종하고 있는 것을 고려하면, 파생형 펀드에 대해서는 파생상품 위험평가액을 펀드 순자산의 2배까지 허용하고 파생상품 분산 요건 제약도 완화하는 것이 바람직하다. 헤지펀드의 경우에도 레버리지 한도 400%를 완화하고 파생상품 편입 포지션을 사후 공시하는 것으로 규제를 완화하는 방안을 검토할 필요가 있다. 경영참여형 사모펀드 역시 환위험 회피 목적을 제외하고는 파생상품 편입을 원칙적으로 제한하고 있는 규정을 폐지하고 파생상품을 편입할 경우 편입 목적과 보유 포지션을 사후 공시하도록 규제를 완화할 필요가 있다.

건전성 규제와 관련해서는 NCR의 파생상품 시장위험액 산출식을 개선할 필요가 있다. NCR은 BIS와 유사하게 설계되었지만 파생상품의 시장위험액을 산출하는 부분은 다소 보수적으로 설계되어 있다. NCR과 BIS 모두 공통으로 고려하고 있는 델타위험, 감마위험, 베가위험은 그대로 두되 NCR에서만 고려하고 있는 깊은 외가격 위험은 NCR 산출식에서 삭제하는 것이 바람직하다. 파생상품의 외가격 위험은 감마위험과 베가위험에 대부분 반영되기 때문이다.

3) 시스템리스크 규제

글로벌 금융위기 이전 미국과 유럽에서는 장외파생상품이 규제 사각 지대에 놓여 있었던 것과는 달리 한국은 자본시장법 제정 당시부터 장외파생상품에 대한 규제체계를 갖추고 있었다. 한국의 장외파생상품의 규모 역시 크지 않았기 때문에 장외파생상품으로 인한 시스템리스크 확대 가능성은 낮았던 것이 사실이다. 하지만 글로벌 금융위기를 계기로 장외파생상품을 통한 시스템리스크 유발 가능성을 확인했을 뿐 아니라 최근 장내파생상품시장에서 금융기관의 대규모 손실 사례가 발생함에 따라 장내파생상품으로 인한 시스템리스크 확대 가능성도 부인할 수는 없는 상황이다. 무엇보다 한국의 파생상품 시스템리스크 규제는 파생상품 취급기관 규제와는 달리 미국과 유럽에 비해 규제 수준이 낮은 편이다. 따라서 파생상품을 중심으로 자본시장의 외연 확대와 함께 나타날 수 있는 시스템리스크를 사전적으로 식별하고 시스템리스크를 억제할 수 있는 방안을 면밀히 검토하는 것이 필요하다.

첫째, G20 합의사항이었던 TR 보고 의무화, 전자거래플랫폼 사용 의무화를 조속히 법제화할 필요가 있다. 미국과 유럽은 각각 도드-프랭크 법과 EMIR에서 CCP 청산 의무화를 포함해 TR 보고 의무화 및 전자거래플랫폼 사용 의무화를 법제화하였다. 한국은 원화 IRS에 대해 CCP 청산 의무화만 법제화된 상황이어서, TR 보고 의무화 및 전자거래플랫폼에 대한 시장인프라 제도 도입이 필요하다. 최근 원화 IRS CCP 청산 의무화가 시작되었지만, KRX의 장외CCP가 ESMA의 적격 CCP 요건을 만족하지 못하고 있어 유럽계 금융기관을 중심으로 장외CCP에 대한 참여가 예상보다 부진한 상황이다. 만일, TR 보고 의무화 및 전자거래플랫폼 사용 의무화 등에 관한 법제화가 늦어지게 될 경우 국내 청산보다 역외 청산이 유리해져, 글로벌 금융투자회사가 한국 장외파생상품시장에서 이탈할 우려가 있다.

둘째, 장외파생상품 투자매매업과 투자중개업 인가를 받은 금융기관뿐 아니라 장외파생상품 매매를 수행하는 주요 시장 참가자에 대해서도 등록제를 도입해 시스템리스크 가능성을 사전에 파악할 필요가 있다. 현 자본시장법에서는 장외파생상품 거래 시 매월 금융감독당국에 보고하도록 되어 있어, 금융감독당국이 사후적으로만 장외파생상품 거래 내역을 파악할 수 있다. 장외파생상품 전자거래플랫폼 사용 또한 법제화되지 않고 있어, 특정 거래자가 특정 장외파생상품에 대해 대규모 미결제약정 포지션을 보유하는 것을 사전에 파악하기 어려운 상황이다. 따라서 미국과 유럽의 경우처럼, 일반상품 파생상품 및 기타 주요 장외파생상품을 거래하는 주요 참가자에 대해서 사전 등록제를 도입하는 것을 검토할 필요가 있다. 장외파생상품시장 참여자에 대한 사전 등록제와 함께 이미 시행되고 있는 사후 거래보고의무 제도를 활용하면 장외파생상품시장에서 발생할 수 있는 시스템리스크 위험을 최소화할 수 있을 것으로 기대된다.

셋째, 장외파생상품의 시스템리스크 규제체계 정비 못지않게 장내파생상품시장에서 시스템리스크 규제체계를 정비하는 것이 필요하다. 최근 옵션만기일 사태, H증권의 주문 오류 사태 등 장내파생상품시장에서 발생한 결제불이행 사건으로 국내 금융투자회사가 큰 손실을 보았다. 다행히 특정 금융투자회사의 손실이 다른 금융기관으로 전염되는 상황까지는 발생하지 않았지만, 거래소 역사상 유례없이 회원사의 손해배상공동기금이 사용되는 등 CCP의 부실로 인한 시스템리스크 발생 가능성을 부인할 수 없게 되었다. 옵션만기일 사태와 H증권 사태 이후 사후증거금 제도의 개선, 동적 변동성 완화장치(Volatility Interruption: VI), 거래소 직권 취소 제도 등이 도입되었지만 CPMI-IOSCO가 제시한 PFMI 원칙을 충분히 만족하고 있지는 못하다. 예를 들어 한국 파생상품시장의 결제 안정성을 높이기 위해서는 장내파생상품시장에 대해서도 일중 변동증거금 제도를 도입하고 파생상품의 최종 결제가격을 장마감 동시호가 단일가에서 평균가 또는 익일시가 등으로 개선하는 것을 검토할 필요가 있다.

참 고 문 헌

참 고 문 헌

<국내문헌>

- 강경훈·김상수·빈기범, 2014, 증권사 NCR규제와 투자자보호, 한국금융소비자학회 학술발표논문집.
- 강유덕·김근태·오태현·이철원·이현진·채희율, 2012, 『글로벌 금융위기 이후 EU 금융감독 및 규제변화』, 대외경제정책연구원 연구보고서 12-29.
- 고동원, 2007, 은행 자회사 규제에 관한 법적 고찰, 『규제연구』 제16권 제2호, 195-229.
- 구기성, 2012, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 일부개정법률안[정부 제출] 검토보고서, 정무위원회.
- 국가인권위원회, 2014, 「금융지주회사법」 제48조의2에 대한 개정 권고.
- 권세훈·송홍선·정윤모·한상범, 2009, 『금융투자회사의 자기자본 규제 연구』, 자본시장연구원 연구보고서 09-02.
- 권은지, 2010, 미국 상업은행 투자은행 분리와 상업은행의 다각화, 서울대학교 경제학박사 학위논문.
- 권재현, 2014a, 은행구조개혁의 세계적 추세와 규제의 원칙, 자본시장연구원 『자본시장 Weekly』 2014-25.
- 권재현, 2014b, EU 은행구조 개혁안의 현황, 자본시장연구원 『유럽금융 시장 FOCUS』 2014년 가을호.
- 권재현, 2015, 금융지주회사 정보공유 규제의 개선 방향, 자본시장연구원 『자본시장 Weekly』 2015-07.

- 김건식·송옥렬, 2001, 『미국의 증권규제』, 홍문사.
- 김건식·정순섭, 2013, 『자본시장법(제3판)』, 박영사.
- 김건식, 2002, 『증권거래법(보정 제2판)』, 박영사.
- 김병연·권재열·양기진, 2012, 『자본시장법: 사례와 이론』, 박영사.
- 김정수, 2014, 『자본시장법원론(제2판)』, SFL그룹.
- 김종민, 2012, UCITS IV의 주요 특징과 시사점, 자본시장연구원 『유럽 금융시장 포커스』 2012년 가을호.
- 김재철·빈기범·박진모·김란영, 2009, 『펀드 규율체계의 바람직한 통합 방향』, 자본시장연구원 조사보고서 09-02.
- 금융감독원, 2011, 『사모투자전문회사 실무안내』.
- 금융감독원, 2012, 『금융투자업자 영업용순자본비율 산정기준 해설』.
- 금융위원회, 금융규제개혁 제안과제 검토결과 공개, 보도자료, 2014 (7.24).
- 금융위원회, 사모펀드제도 개편방안, 보도자료, 2013 (12.4).
- 금융위원회, 자본시장법 개정안 입법예고, 보도자료, 2014 (4.24).
- 금융위원회, 자본시장법 개정안의 주요 내용, 보도자료, 2014 (9.2).
- 금융위원회, 자본시장 역동성 제고를 위한 파생상품시장 발전방안, 보도자료, 2014 (6.17).
- 금융위원회, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 및 동법 시행령·시행규칙 입법예고, 입법예고, 2014 (10.8).
- 금융위원회, 자산운용사 건전성 규제 개선 방안, 보도자료, 2014 (9.25).

- 금융위원회, 자산운용산업 규제 합리화를 위한 자본시장법령 등 입법예고, 보도자료, 2015 (3.5).
- 금융위원회, 2008, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령 설명자료.
- 금융위원회, 2014a, 금융지주 시너지 효과 제고를 위한 규제합리화 추진, 보도자료, 2014 (10.29).
- 금융위원회, 2014b, 금융지주회사법 시행령 및 감독규정 개정, 보도자료 2014 (11.26).
- 금융위원회, 2014c, 주식시장 발전방안, 보도자료, 2014 (11.26).
- 금융위원회공적자금관리위원회, 2013, 『공적자금관리백서』 .
- 금융위원회·금융감독원, 2014, 자본시장의 역동성 제고를 위한 증권회사 NCR제도 개선 방안.
- 김선호, 1997, 『겸업은행제도의 도입에 대한 연구』, 한국금융연구원 연구보고서 97-05.
- 김용재, 2006, 독일 금융산업에서의 겸업주의의 최근 동향, 『비교사법』 제13권 제1호, 621-648.
- 김용재, 2010, 영국의 겸업주의와 이해상충방지에 관한 연구, 『금융법연구』 제7권 제2호, 287-322.
- 김용재, 2012a, 은행의 업무규제 분석 및 미국법을 모델로 한 향후 개정 방향, 『증권법연구』 제13권 제1호, 265-304.
- 김용재, 2012b, 『은행법원론(제2판)』, 박영사.
- 김옥중·이용규·한승철, 2009, 『독일의 은행제도』, 한국은행 프랑크푸르트사무소, 업무참고자료 2009-1.

- 김재철·빈기범·박진모·김란영, 2009, 『펀드 규율체계의 바람직한 통합 방향』, 자본시장연구원 조사보고서 09-02.
- 김종민, 2012, UCITS IV의 주요 특징과 시사점, 자본시장연구원 『유럽 금융시장 포커스』 2012년 가을호.
- 남길남, 2010, 『미국의 장외파생상품 규제: 도드-프랭크법을 중심으로』, 자본시장연구원 조사보고서 10-05.
- 남길남·이효섭, 2012, 『주가지수파생상품 만기일 효과에 관한 연구』, 자본시장연구원 연구보고서 12-01.
- 노혁준, 2014, 금융지주회사의 정보공유 법리, 『금융정보연구』 제3권 제1호, 1-37.
- 변제호 외 4인, 2009, 『자본시장법』, 지원출판사.
- 맹수석, 2007, 미국의 개인신용정보관련 입법동향과 시사점, 한국법제연구원 워크샵(금융기관 구조변화에 따른 신용정보 법제의 동향과 과제) 자료 69-104.
- 박경서·전선애·정지만, 2001, 바람직한 금융검열화 추진방향, 한국금융학회 금융정책 심포지엄.
- 서완석, 2010, 미국에 있어서 금융지주회사법제의 현황, 『기업법연구』 제24권 제1호, 105-149.
- 성태윤·박기영·박단비, 2012, 글로벌 금융위기 이후 영미 금융 감독체제의 변화, 한국은행 『한국경제의 분석』 제18권 제1호, 1-39.
- 손상호·정지만, 2001, 『국내 금융산업의 과거, 현재, 미래』, 한국금융연구원 개원 10주년 기념 세미나.
- 송두한, 2010, 국내 은행의 IB사업 현황 및 시사점, 『NHERI 리포트』, 제91호 (2010.3.8.).

- 송옥렬, 2014, 『상법강의(제4판)』, 홍문사.
- 송홍선·장정모·한상범, 2012, 『글로벌 금융위기 이후 자기자본 규제
의 국제적인 변화』, 자본시장연구원 조사보고서 12-05.
- 신보성·박경서, 2005, 『우리나라 자본시장 규제의 선진화 방향』, 한국
자본시장연구원 연구보고서 04-09.
- 신보성, 2009, 금융지주회사 자회사 간 임원겸직 허용의 의미, 자본시장
연구원 『자본시장 Weekly』 2009-32.
- 신보성, 2010a, 오바마의 은행업과 증권업 겸업제한에 대한 평가와 향후
전망, 자본시장연구원 『자본시장 Weekly』 2010-04.
- 신보성, 2010b, 볼커를 법제화에 따른 영향과 시사점, 자본시장연구원
『자본시장 Weekly』 2010-34.
- 신보성·노희진·김갑래·남길남, 2010, 『미국 금융개혁법의 주요 내용
및 정책적 시사점: 자본시장 관련 업무를 중심으로』, 자본시장연
구원 학술용역보고서.
- 신보성, 2011, 금융지주회사 매트릭스 체제 도입의 의의, 자본시장연구원
『자본시장 Weekly』 2011-40.
- 신보성, 2013, 금융지주회사의 성장과 시너지 창출, 자본시장연구원 『자
본시장 Weekly』 2013-40.
- 신영무, 1987, 『증권거래법』, 서울대학교 출판부.
- 안문택, 1982, 『증권거래법개론』, 박영사.
- 오영수, 1996, 금융겸업화의 국가 및 유형별 사례 분석과 시사점, 『보험
금융연구』, 제18호.

- 이석훈·장정모·이용우, 2013, 『국내 금융투자업 자기자본규제 개선방안』, 자본시장연구원 학술연구용역보고서.
- 이영훈·박기주·이명희·최상오, 2005, 『한국의 유가증권 100년사』, 해남.
- 이영훈·배영목·박원암·김석진·연강흠, 2004, 『한국의 은행 100년사』, 산하.
- 이용우, 2012, 『영국 Vickers 보고서를 통해 본 울타리은행제도의 개요와 시사점』, 자본시장연구원 이슈&정책 12-02.
- 이인형·강소현·김준석, 2012, 『글로벌 거래소 변화양상과 시사점』, 자본시장연구원 연구보고서 12-05.
- 이주연, 2010, 은행업과 증권업의 분리: 한국과 미국, 서울대학교 경제학 석사 학위논문.
- 장덕조, 2010, 영국의 금융시스템 이해, 『금융법연구』 제7권 제2호, 117-152.
- 장정모·송홍선·권세훈·한상범, 2011, 『대형 IB 자기자본규제에 관한 연구』, 자본시장연구원 학술연구용역보고서.
- 재정경제부, 2006, 『자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제정안』 설명자료.
- 전홍렬, 1997, 『증권거래법 해설: 한국의 주요증권제도』, 넥서스.
- 정대, 2009, 『미국은행법』, 동방문화사.
- 정신동, 2011, 『바젤Ⅲ와 글로벌 금융규제의 개혁』, 도서출판 선.
- 정찬우·이재연·이상제·이병윤·서정호·서병호·이순호·이석호·노형식·이시연·임형석·박성욱·송민규·임형준, 2010, 『미국 금융규제개혁법의 내용 및 시사점』, 한국금융연구원 용역보고서.

천창민, 2012, AIFM지침의 주요 내용과 시사점, 자본시장연구원 『유럽
금융시장 포커스』 2012년 겨울호.

한국은행, 2014, 영국 ‘은행개혁법’의 주요내용, 거시건전성분석국 금융제
도팀.

한국증권법학회, 2009, 『자본시장법 주석서』, 박영사.

홍영만, 2009, 『자본시장법 유권해석』, 세경사.

<해외문헌>

Allen, Franklin & Richard Herring, 2001, Banking regulation versus
securities market regulation, The Wharton School.

Allen & Overy, 2014, European Structural Separation of Banks: Last
But Not Least?: The European Commission Publishes a Proposal
for a Regulation on Structural Measures Improving Resilience of
EU Banks.

Baker & McKenzie, 2014, The New Belgian Banking Act, Client Alert.

Baris, J.G., Cohn, H.T., Fields, H.M., Galeazzi, M.-A., Hammar, J.E.,
Ireland, O.I., Kohler, K.E., Mendelson, B.R., Nathan, D.A.,
Schwartz, J.E., 2014, A User’s Guide to the Volcker Rule,
Morrison & Foerster LLP Overview.

Biddle, Arthur, George Biddle, 1882, *A Treatise on the Law of Stock
Brokers*, J. B. Lippincott & Co.

- Blair, Michael QC, George Walker & Robert Purves ed., 2009, *Financial Services Law*, 2nd ed., OUP.
- Boyd, V., 2006, Financial Privacy in the United States and the European Union: A Path to Transatlantic Regulatory Harmonization, *Berkeley Journal of International Law* 24(3), 939-1008.
- CGI, 2013, Change and Consequence: Examining the Impact of Ring-Fencing on the UK Banking Industry.
- CPMI-IOSCO, 2013a, Recovery of Financial Market Infrastructures, Consultative Report.
- CPMI-IOSCO, 2013b, Implementaion Monitoring of PFMI's - Level 1 Assessment Report.
- CRA, 2006, Potential Cost Savings in Fully Integrated European Investment Fund Market.
- Dale, Richard, 1996, *Risk and Regulation in Global Securities Markets*, Wiley.
- Davis Polk, 2013, Swaps Pushout Rule: OCC Prepared to Grant Two-Year Transition Period to Federal Insured Depository Institutions, Davis Polk & Wardwell LLP Client Memorandum.
- Deloitte, 2014, Structural Reform of EU Banking: Rearranging the Pieces.
- Department of the Treasury, 2004, Security of Personal Financial Information: Report on the Study Conducted Pursuant to Section 508 of the Gramm-Leach-Bliley Act of 1999.

DIRECTIVE 2009/65/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS).

DIRECTIVE 2011/61/EU OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010.

Domowitz, Ian & Ruben Lee, 2001, On the Road to Reg ATS: A Critical History of the Regulation of Automated Trading System, eBusiness Research Center Working Paper 10-2001.

Dos Passos, John, 1882, *A Treatise on the Law of Stock-Brokers and Stock-Exchanges*, Harper & Brothers.

Drucker, S., Puri, M., 2005, On the Benefits of Concurrent Lending and Underwriting, *The Journal of Finance* 60, 2763-2799.

EC, 2014, Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Structural Measures Improving the Resilience of EU Credit Institutions.

FCA, 2014, The Interim Prudential Sourcebook for Investment Businesses(IPRU(INV)).

Financial Conduct Authority, Handbook, 2014.

Financial Services and Markets Act 2000.

Financial Stability Board, 2014, 2014 Update of List of Global Systemically Important Banks (G-SIBs)(2014.11.6).

Financial Stability Oversight Council, 2011, Study & Recommendations on Prohibitions on Proprietary Trading & Certain Relationships with Hedge Funds & Private Equity Funds(2011.1.18).

Guttman, Egon, 2010, *Modern Securities Transfers*, West.

HM Treasury, 2013a, Banking Reform: New Structure for Stability and Growth.

HM Treasury, 2013b, Banking Reform: Draft Secondary Legislation.

HM Treasury, 2013c, Banking Reform Draft Secondary Legislation: Summary Responses.

ICI, 2014, 2014 Investment Company Fact Book, 54th edition.

IMA, 2012, *Authorised Funds: A Regulatory Guide*.

ICB, 2011a, Interim Report: Consultation on Reform Options(2011.4).

ICB, 2011b, Final Report: Recommendations (September 2011.9).

J. Walker Johnson and Alexis MacIvor, 2012, *Taxation of Regulated Investment Companies*, Steptoe & Johnson LLP.

Kanatas, G., Qi, J., 2003, Integration of Lending and Underwriting: Implications of Scope Economies, *The Journal of Finance* 58, 1167-1191.

Kramer Levin Naftalis & Frankel LLP., 2013, Overview of Key Mutual Fund Regulations.

- Kroznor, R.S., Rajan, R.G., 1994, Is the Glass-Steagall Act Justified?, *American Economics Review* 84(4), 810-832.
- Kroznor, R.S., Rajan, R.G., 1997, Organization Structure and Credibility: Evidence from Commercial Bank Securities Activities before the Glass-Steagall Act, *Journal of Monetary Economics* 39(3), 475-516.
- Kwan, 1998, Risk and Return of Banks' Section 20 Securities Affiliates, FRBSF Economic Letter.
- Laeven, L., Valencia, F., 2010, Resolution of Banking Crises: The Good, the Bad and the Ugly, IMF Working Paper No. WP/10/46.
- Lee Gremillion, 2005, Mutual fund Industry Handbook.
- Liikanen, E., Bänziger, H., Campa, J.L., Gallois, L., Goyens, M., Krahenen, J.P., Mazzucchelli, M., Sergeant, C., Tuma, Z., Vanhevel, J., Wijffels, H., 2012, High-level Expert Group on Reforming the Structure of the EU Banking Sector.
- Lipton, David A., 2013, Broker Dealer Regulation, *Securities Law Series* Vol. 15, WEST.
- Llewellyn, D.T., 1996, Universal Banking and the Public Interest: A British Perspective, in Saunders, A., Walter, I. (eds.), *Universal Banking: Financial System Design Reconsidered*, Chicago: Irwin Professional Publishing, 161-204.
- Loss, Louis, Joel Seligman & Troy Paredes, 2011, *Fundamentals of Securities Regulation*, 6th ed., Wolters Kluwer.

- Markham, Jerry W. & Thomas Lee Hazen, 2013, Broker-Dealer Operations Under Securities and Commodities Law, *Securities Law Series* Vol. 23, WEST.
- Mayer Brown, 2014, Does Volcker+Vickers=Liikanen? EU Proposal for a Regulation on Structural Measures Improving the Resilience of EU Credit Institutions, Legal Update(2014.2).
- Mishkin, F.S., 2013, *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets* (10th ed.), Pearson.
- Moloney, Miameh, 2008, *EC Securities Regulation*, 2nd ed., OUP.
- Murphy, M. M., 2003, Financial Privacy Laws Affecting Sharing of Customer Information Among Affiliated Institutions, CRS Report for Congress.
- Nathan J. Greene and John M. Adams, 2010, Private Fund Manager Regulation: US and European Initiatives Compared, *Journal of Securities Law, Regulation & Compliance* Vol. 3, No.3.
- NBB, 2012, Interim Report: Structural Banking Reforms in Belgium(2012.6).
- NBB, 2013, Structural Banking Reforms in Belgium: Final Report(2013.7).
- Overview of Key Mutual Fund Regulations, 2013, Kramer Levin Naftalis & Frankel LLP.
- PCBS, 2012, First Report: First Report of Session 2012-13, Volume 1: Report, together with formal minutes, HL Paper 98, HC 848(2012.12.19).

- PCBS, 2013a, Changing Banking for Good: First Report of Session 2013-14, Volume I: Summary, and Conclusions and Recommendations, HL Paper 27-I, HC 175-I.
- PCBS, 2013b, Changing Banking for Good: First Report of Session 2013-14, Volume II: Chapters 1 to 11 and Annexes, together with formal minutes, HL Paper 27-II, HC 175-II.
- Perry, James ed., 2001, *The Financial Services and Markets Act: A Practical Legal Guide*, Sweet & Maxwell.
- Poser, Norman S., James A. Fanto, 2009, *Broker-Dealer Law and Regulation*, 4th ed., Wolters Kluwer
- Prudential Regulation Authority, 2013, Designation of Investment Firms for Prudential Supervision by the Prudential Regulation Authority, Policy Statement, March 2013.
- Puri, M., 1996, Commercial Banks in Underwriting Banking Conflict of Interest or Certification Role?, *Journal of Financial Economics* 40(3), 373-401.
- PWG, Over-the-Counter Derivatives Markets and the Commodity Exchange Act, Report of the President's Working Group on Financial Markets.
- Rajan, R.G., 1995, The Entry of Commercial Banks into the Securities Business: A Selective Survey of Theories and Evidence.
- SEC, 2012, Investment Adviser Act of 1940.
- SEC, 2012, Investment Company Act of 1940.

SEC, 2014, Guidance Regarding Mutual Fund Enhanced Disclosure, Guidance Update No. 2014-08.

Shearman & Sterling, 2014, Comparison of New EU Proposals on Proprietary Trading and Ring-fencing Against US, UK, French and German Rules.

Smith, Karen M., 2000, The Need for Centralized Securities Regulation in the European Union, *Boston College of International and Comparative Law Review* 24, 205.

Swan, Edward J & John virgo, 2010, *Market Abuse Regulation*, 2d ed., OUP.

Rober E. Plaze, 2014, Regulation of Investment Advisers by the U.S. Securities and Exchange Commission.

Warren, Manning Gilbert, 1994, The European Union's Investment Services Directive, *U. Pa. J. Int'l Bus. L.*, 181.

Zavvos, G.S., 1990, Banking Integration and 1992: Legal Issues and Policy Implications, *Harvard International Law Journal* 31(2), 463-536.

<웹사이트>

국가법령정보센터	www.law.go.kr
금융감독원	www.fss.or.kr
금융민원센터	www.fcsc.kr
금융위원회	www.fsc.go.kr
대법원 종합법률정보	glaw.scourt.go.kr
한국거래소	www.krx.co.kr
CFTC	www.cftc.gov
EBA	www.eba.europa.eu
EC	ec.europa.eu
FCA	www.fca.org.uk
FDIC	www.fdic.gov
FRB	www.federalreserve.gov
HM Treasury	www.gov.uk/government/organisations/hm-treasury
ICI	www.ici.org
NBB	www.nbb.be/pub/Home.htm?l=en
OCC	www.occ.gov
PRA	www.bankofengland.co.uk/pr
SEC	www.sec.gov