



KCMI

Korea Capital
Market Institute

미국 NCR의 제도적 특징과 발전과정

장정모 | 김현숙

장정모 (Jung-moh Chang)

연구위원 / 경제학 박사

연구분야

- Microeconomic Theory
- Financial Economics

김현숙 (Hyun Suk Kim)

선임연구원 / 경영학 석사

미국 NCR의 제도적 특징과 발전과정

2016. 4.

연구위원	장정모
선임연구원	김현숙



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

序 言

자기자본규제의 목적은 금융투자업자의 건전성을 도모하여 금융투자산업의 안정을 기함으로써 궁극적으로는 투자자를 보호하는데 있다. 글로벌 금융위기 이후 금융시스템을 안정시키고자 하는 요구가 커지면서 금융회사의 자체 자본 및 유동성 관리체계에 대한 감독당국의 규제를 강화하는 포괄적인 규제개혁이 전 세계적으로 추진된 것은 사실이다. 하지만 이와 같이 안정성만을 중시하는 정책은 국내 금융투자산업처럼 발전 단계에 있는 경우에는 오히려 독이 될 수 있다. 이러한 점에서 그동안 영업용순자본비율 제도는 증권사의 경영 효율성을 저해하는 역기능적 측면이 크다고 지적받아 왔다.

국내 금융투자산업은 규제적인 제약 외에도 브로커리지에 치중된 사업구조와 수수료 경쟁으로 인해 구조적인 한계를 드러내고 있다. 자본시장이 본격적으로 선진화되기 위해서는 보다 적극적으로 위험을 관리하고 거래할 수 있는 금융투자회사들이 등장하여야 하며, 이를 위해서는 차별화된 성장전략이 필요하다. 이러한 시점에서 영업용순자본비율 제도 개선에 따른 순자본비율 제도 도입이 시사하는 바는 크다.

새로 도입된 순자본비율제도는 미국의 NCR(Net Capital Rule) 방식을 벤치마크한 산정방식으로 금융투자산업의 효율성을 높일 것으로 기대된다. 계속기업 관점의 건전성 규제인 바젤방식을 따랐던 영업용순자본비율과는 달리 미국 NCR은 청산기업 관점의 유동성 규제이다. 향후 국내 순자본비율제도가 영업용순자본비율처럼 과도한 규제가 되지 않으려면 미국 NCR에 대한 이해도를 높여 국내 실정에 반영하는 것이 필요하다. 하지만 바젤방식과 NCR방식에 대한 차이를 파악한 자료조차도 부족하였던 것이 지금까지의 현실이다. 본 보고서는 이러한 공백을 없애기 위한 첫 시도라고도 할 수 있다.

본 보고서를 작성한 장정모 연구위원과 김현숙 선임연구원에게 감사드립니다. 또한 지정논평을 맡아주신 본 연구원의 최순영 연구위원, 원내 세미나와 연구조정위원회에서 유익한 논평을 해 주신 여러 연구위원들에게도 감사드립니다. 아울러 자료조사 및 원고정리를 위해 수고한 김지희 연구조원에게 감사를 전한다. 마지막으로 본 보고서의 내용은 연구진의 개인적인 의견이며 본 연구원의 공식적인 의견이 아님을 밝힌다.

2016년 4월
자본시장연구원
원장 신인석

목 차

Executive Summary	vii
Abstract	x
I. 조사의 목적과 범위	3
1. 조사 배경	3
2. 규제방식의 비교	4
II. 미국 NCR의 발전과정	15
1. 미국 NCR의 제도적 개요	15
2. 미국 NCR의 역사적 변화	19
III. 미국 NCR의 제도적 특징	39
1. 규제의 목적	39
2. 2014년 보고현황	45
IV. 시사점	55
참고문헌	61
부록. 미국 NCR 주요항목 해설	65

표 목 차

<표 I-1> 국가별 규제방식 현황	8
<표 I-2> 인가업무 단위별 법정 필요자기자본	9
<표 II-1> 미국 NCR의 도입시기 및 적용대상	16
<표 II-2> 표준방법, 대체방법, 대체순자본방법의 구분	17
<표 III-1> 브로커-딜러의 자본규모 분포 (2011년말)	46
<표 III-2> 브로커-딜러의 자본규모 분포 (2014년말)	47
<표 III-3> NYSE 브로커-딜러의 단순레버리지비율	50
<표 부록-1> 브로커-딜러 업무별 최소자본금 요건	66
<표 부록-2> 미 국채의 평가손인정비율	68
<표 부록-3> 미 지방채의 평가손인정비율	69
<표 부록-4> 미국 NCR의 최소순자본	71
<표 부록-5> 표준방법: 총채무에서 제외되는 항목	72
<표 부록-6> 대체방법: 총고객인출금의 정의	75

그림 목 차

<그림 Ⅱ-1> 그림으로 본 세 방법의 구분	18
<그림 Ⅲ-1> 자산규모별 보고방법 현황	48

약 어 표

CFTC	Commodity Futures Trading Commission
CP	Commercial Paper
CSE	Consolidated Supervised Entities
DBL	Drexel Burnham Lambert
EU	European Union
FCIC	Financial Crisis Inquiry Commission
FRB	Federal Reserve Board
GSI	Drexel Burnham Government Securities
IB	Investment Banking
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
M&A	Merger and Acquisition
MBS	Mortgage Backed Securities
NCR (국내)	Net Capital Ratio
NCR (미국)	Net Capital Rule
NYSE	New York Stock Exchange
OCC	Options Clearing Corporation
OECD	Organization for Economic Cooperation and Development
OTC	Over-the-Counter
PAB	Proprietary Account of Broker-Dealers
REPO	Repurchase Agreements
SEC	Securities Exchange Commission
SIPC	Securities Investor Protection Corporation
SIPA	Securities Investor Protection Act
VaR	Value at Risk

《 Executive Summary 》

증권사의 자기자본규제는 크게 바젤형식과 NCR형식의 두 방식으로 분류된다. 바젤방식이 금융회사의 위험투자에 대한 충분한 버퍼를 확보하여 파산을 선제적으로 방지하려는 계속기업 관점의 건전성 규제라고 한다면, NCR방식은 청산기업 관점의 유동성 규제이다. 바젤방식의 경우 은행에 대한 규제수준을 국제적인 관례로 인정하는데 반해, NCR방식에 있어서는 미국의 규제체계를 벤치마크하는 경우가 많다. 이에 본 보고서에서는 미국 NCR에 대한 제도적 이해를 높이기 위해 법적 체계와 역사적 변화를 소개한다.

미국 NCR에 따르면 브로커-딜러는 임시순자본에서 평가손인정 비율을 제한 금액을 최소순자본보다 높게 유지할 의무가 있다. 이들의 산정방법에 따라 미국 NCR은 크게 표준방법, 대체방법, 대체순자본방법으로 구분된다. 첫째, 임시순자본에 있어서는 세 방법 모두 동일한 기준을 적용한다. 둘째, 평가손인정비율에 있어서는 표준방법과 대체방법이 SEC가 정한 가중치를 일률적으로 적용하는 반면, 대체순자본방법은 내부모형을 사용한다. 셋째, 최소순자본에 있어서는 표준방법이 총채무를 기준으로 하는 반면, 대체방법과 대체순자본방법은 총고객인출금을 기준으로 한다. 단, 최소순자본 산정시 고려하는 최소자본금 기준은 세 방법 모두 동일하다.

표준방법은 1942년 SEC에 의해 도입되었다. 표준방법을 채택한 브로커-딜러는 순자본을 최소자본금과 총채무의 6.67% 중 큰 값보다 높게 유지해야 한다. 반면, 1975년에 도입된 대체방법의 경우 브로커-딜러의 레버리지와는 직접적인 관련이 없다. 대체방법에서는 총고객인출금의 일정비율을 순자본으로 쌓게 하였는데, 이는 시장·신용리스크에 따른 유가증권의 변동성과 청산시의 행정비용을

동시에 감안한 것으로 보인다.

1990년대 이후 SEC는 대형 브로커-딜러의 규제목적에 시스템 리스크를 추가적으로 고려하게 된다. 이를 토대로 2004년에 대형 브로커-딜러에게 대체순자본방법을 허용하면서 이들의 지주회사의 감독권을 확대하는 CSE Rule을 도입하였다. 대체순자본방법에서는 평가손인정비율 대신 브로커-딜러가 내부모형을 선택하여 시장 리스크와 신용리스크를 산출하게 된다. 적절한 수학적 위험관리 모형을 사용하여 효과적으로 자신의 위험을 통제할 경우 자기자본 규제에 의한 규제비용도 줄일 수 있다고 본 것이다. 기대와는 달리 CSE Rule은 감독기능을 충실히 하지 못함에 따라 글로벌 금융 위기 이후 폐지되고 만다. 하지만 CSE Rule에서 적용되었던 대체순자본방법은 여전히 남아있다.

또한, 1,000여개 브로커-딜러의 FOCUS Report를 조사한 결과 표준방법은 자산규모가 작을수록 선택할 가능성이 높았다. 자산규모가 큰 중대형 브로커-딜러들은 대부분 대체방법을 선택하고 있으며, 100억달러 이상인 경우에는 모두 대체방법을 선택하고 있다. 또한, 표준방법을 사용하는 브로커-딜러들의 레버리지비율이 낮은 반면, 대체방법을 사용하는 브로커-딜러들의 레버리지비율이 현저히 높게 나타났다. 이와 같은 표준방법과 대체방법의 차이는 총고액인출금이 총채무와는 달리 레버리지규제의 기능이 거의 없음을 의미한다.

본 보고서는 다음과 같은 시사점을 제시한다. 첫째, 미국 NCR은 점진적인 변화의 결과물이다. 현 규제체계가 자리 잡기까지 수십 년이 걸린 데에는 기존 규제의 불합리성을 고치기 위해 새로운 규제

도입시 발생할 부작용에 대한 염려가 반영된 것으로 보인다. 이는 지나친 규제가 증권업의 혁신을 저해할 수 있다는 인식이 있었기 때문이다. 둘째, 글로벌 금융위기 이후에도 미국 NCR은 증권사의 청산시 유동성을 규제원칙으로 하고 있다. 다시 말해, 브로커-딜러가 파산에 직면할 경우 고객 보호를 위해 신속한 청산절차가 이루어질 수 있는 수준의 자기자본을 확보하는 것이 여전히 중요하다. 셋째, 국내 증권사에 대한 현 자기자본규제는 미국 NCR의 표준방법과 동일한 규제체계로 이해할 필요가 있다. 국내 순자본비율과 레버리지비율 규제를 묶어서 고려하면 최소순자본에 있어 미 NCR 표준방법과 동일한 구조로 보인다. 넷째, 국내 순자본비율 규제와 미국 NCR의 규제목적은 유사한 듯 보이나 실제 구성요소에 차이가 있다. 미국 NCR과는 달리 국내 규제체계는 증권사들에게 일괄적으로 동일한 규제를 적용하고 있는데, 이것이 적합한 규제체계인지 논의할 필요가 있다. 마지막으로, 국내 금융환경에 대한 면밀한 검토가 필요하다. 진입규제, 레버리지규제, 지주회사에 대한 규제 등과 관련하여 전반적인 체계를 고려하지 않는 규제개선은 증권업 발전에 도리어 해가 될 것이다. 이러한 논의에 대응하기 위해서는 데이터에 근거한 국내 증권업에 대한 분석이 반드시 필요하다.

« Abstract »

**The Net Capital Rule for US Broker-Dealers:
The Path-Dependent Regulatory Framework**

This monograph introduces the historical changes and the legal and institutional framework to enhance the understanding of the US NCR. Capital requirement regulation can be classified into two types: Basel-based and NCR-based. Basel-based approach is going-concern in that it restricts the broker-dealers' risky investments to prevent the bankruptcy preemptively. On the other hand, NCR-based one is gone-concern, where smooth liquidation process and the consumer protection are foremost important.

Regarding the US NCR, there are three methods: the basic method, the alternative method, and the alternative net capital. The basic method requires that a broker-dealer maintain net capital equal to 6.67% of its aggregate indebtedness. This is equivalent to a 15 to 1 leverage regulation. The uniform net capital rule was introduced in 1975, and the alternative method was optional for broker-dealers that computes aggregate debit items owed by customers.

The traditional purpose of the US NCR has been to ensure sufficient liquidity to protect customer assets and other brokers. Since the 1990s, due to a series of events such as bankruptcy of Drexel Burnham Lambert Group, large broker-dealers has been

blamed for the systemic risk. In 2004, SEC introduced the CSE Rule allowing broker-dealers to compute the required capital by using VaR model. After the financial crisis, the CSE Rule was criticized for increasing the amount of debt that the large investment banks could take on their books. Subsequently, it was abolished, but large broker-dealers still use the alternative net capital method now.

Thousands of Focus reports were examined, and it was found that large and medium broker-dealers are likely to choose the alternative methods, while small ones choose the basic method. In particular, broker-dealers using the alternative method enjoys higher than average leverage ratio. On the other hand, small broker-dealers using the basic method are constrained regarding the leverage.

Regulatory capital is the path-dependent, is the result of gradual improvement efforts. Therefore, a review of the system in terms of the consumer protection and the risk-return profiles of the securities industry should be conducted prior to any revision in regulatory framework. In addition, investigating capital requirement regulation requires the full understanding of entry regulations, regulatory leverage, and financial holding companies. A detailed study for their relationships is necessary based on the domestic market data for the constructive discussion. In particular, it is imperative to look into the risks

that the Korean securities firms impose on the market and other firms' bankruptcy probability in terms of systemic risks is imperative.

improvement efforts. Therefore, a review of the system in terms of protection and the risk of customer accounts prior to domestic financial institutions to improve the environment, should be followed. In addition, capital requirements and entry regulations, regulatory leverage, financial holding company, it is necessary to clearly identify the relationship as regulated. Finally, this analysis is required for the national securities based on the data in order to cope with this discussion. In particular, the risks and the impact these have on the bankruptcy of individual securities and markets, such as the existence of systemic risk is imperative.

1. 조사의 목적과 범위

I. 조사의 목적과 범위

1. 조사 배경

1997년에 도입된 국내 영업용순자본비율(Net Capital Ratio: NCR)은 증권사에 대한 대표적인 재무건전성 규제이다. 그동안 증권사의 과도한 위험투자를 억제하는 자기자본규제 본연의 목적을 달성하기도 했지만, 최근에는 지나치게 엄격한 규제수준으로 인하여 증권사의 자율성과 경영 효율성을 저해하는 역기능적 측면이 크다는 비판이 많아졌다.

이에 2014년 초 금융위원회와 금융감독원은 『자본시장의 역동성 제고를 위한 증권회사 NCR제도 개선방안』을 발표하였다. 17년 만에 전면 개편된 NCR제도는 2016년 1월부터 새로운 산정방식을 증권사에게 적용하게 되며, 이 산정방식은 순자본비율로 불리게 된다.¹⁾ 발표 당시 금융위원회는 이번 개선의 기본방향이 산정방식의 국제적 정합성 제고이며, 순자본비율이 미국의 NCR(Net Capital Rule) 방식을 벤치마크한 산정방식이라고 말하고 있다.²⁾ 이는 바젤방식에 기초한 일본의 자기자본비율 제도보다 미국의 NCR이 우수하다는 것을 암묵적으로 시사하고 있다. 혹은 제도의 비교가 불가능하다고 하더라도 최소한 미국의 NCR이 국내 실정에 보다 적합하다는 의미로 받아들일 수 있다. 따라서 향후 국내 증권사의 자기자본규제는 미국의 규제체계를 반영하는 방향으로 변화가

1) 구성요소 산정에 있어서도 완화하는 한편, 연결기준 도입을 통해 해외진출을 용이하게 하고자 하는 등 증권사의 달라진 영업환경을 반영하려는 조치도 동시에 이루어졌으나, 가장 큰 변화는 순자본비율로의 변경이라고 할 수 있다.

2) 구체적으로, 브리핑 자료에서는 “우리의 영업순자본비율 제도는 사실 일본 금융청의 증권사 자기자본규제를 차용한 것이며, 그동안 금융의 가장 선진국이라고 할 수 있는 미국과는 격차가 있었다”고 밝혔다.

4 미국 NCR의 제도적 특징과 발전과정

이루어질 것으로 예상된다.

이러한 정책적 변화를 고려할 때 미국의 NCR에 대한 이해가 절실히 필요한 시점이다. 국내 증권업의 발전을 위한 국제적 정합성 제고의 원칙을 논의하기에 앞서 미국과 다른 나라들의 자기자본규제가 원칙상 어떤 차이가 있는지 알아볼 필요가 생긴 것이다. 하지만 일부 사례(권세훈 외(2006), 송홍선 외(2009), 이석훈 외(2013)³⁾)를 제외하면 국내에는 기초자료가 거의 전무한 것이 현실이다. 심지어 이들도 대부분 미국의 NCR에 대한 개관을 제시한 것에 그쳐 보다 면밀한 조사가 필요해졌다.

본 보고서는 미국의 NCR에 대한 제도적 이해를 높이기 위해 법적 체계와 역사적 변화를 상세히 기술하고자 한다. 먼저, 이 장에서는 바젤 방식과 NCR방식의 차이점을 간단히 살펴본 후 국가별 채택현황을 알아본다. 이를 통해 미국 NCR방식의 특징을 조사하는 본 보고서의 동기를 밝히고자 한다. II장과 III장에서는 미국 NCR의 구조와 역사적 발전과정, 규제목적의 변화, 보고현황 등을 통해 제도에 대한 평가를 논의한다. 마지막으로 IV장에서는 제도적 시사점을 도출한다.

2. 규제방식의 비교

가. 바젤방식과 NCR방식

금융회사의 자기자본은 예상치 못한 투자손실을 흡수하여 회사와 채권자, 투자자 등을 보호하는 역할을 수행한다. 금융회사의 자기자본이

3) 이석훈 외(2013)의 경우 예외적으로 미국 NCR의 법적 체계에 대해 상세히 기술하고 있으나, 역사적 배경에 대해서는 간략히 언급하고 있다.

부족해질 경우 해당 회사의 거래 이행에 대한 시장의 신뢰도는 급격히 하락할 가능성이 높다. 실제 파산할 경우에는 투자자들이 직면할 피해도 적지 않을 것이다.⁴⁾ 또한 금융시장의 혼란이 다른 금융회사들의 자금조달을 어렵게 하여 연쇄적인 부도가 발생할 확률도 이전보다 확연히 높아진다. 이렇게 금융시스템 전반에 발생하는 비용을 내재화하기 위해 금융회사가 추가적인 자본을 쌓도록 하는 제도가 자기자본규제이다.⁵⁾

규제당국의 관점에서 보면 자기자본규제는 규제상의 자기자본, 즉 규제자본(regulatory capital)을 요구자본(required capital) 수준보다 높게 지니도록 하는 것이다. 이 때 규제당국이 자기자본으로 간주하는 대차대조표상의 항목은 크게 두 가지로 구분된다. 영구적인 성격을 지닌 실질적인 순자산의 경우 (보통주)자본금, 자본잉여금, 이익잉여금 등을 포함하며 때로는 일부 신종자본증권을 동일한 형태의 자본으로 취급한다. 반면, 영업활동에서 발생하는 손실을 보전할 수 있는 부채 성격의 보완적 자본에는 후순위채권, 대손충당금 등이 포함된다. 이들과는 달리 시장에서 매각하기 어려운 비상장주식이나 고정자산 등은 차감하도록 한다.

$$\text{규제(자기)자본} \equiv \text{보통주 등} + \text{후순위채 등} - \text{차감항목} \geq \text{요구자본}$$

특히, 증권사의 자기자본규제는 바젤방식과 NCR방식으로 구분할 수 있다. 바젤방식은 전세계적으로 은행 혹은 은행지주회사들이 채택하고 있는 규제형태로 자기자본을 위험가중자산의 일정비율(α) 이상 쌓도록 한다. 이와는 달리 NCR방식은 자기자본을 평가손인정비율과 최소순자본(\bar{c})의 합 이상으로 쌓도록 하고 있다.

4) 최종적으로 투자자들이 투자자금을 돌려받더라도 파산 처리에 걸리는 시간과 비용을 고려하면 실제 손해는 적지 않은 경우가 대부분이다.

5) 이론적인 근거에 대한 보다 자세한 설명은 송홍선 외(2012)의 II장 참고

바젤 방식: 자기자본 _{Basel} $\geq \alpha \times$ 위험가중자산 NCR 방식: 자기자본 _{NCR} \geq 평가손 인정비율 + \tilde{c}

1988년 해외영업지점을 가진 글로벌은행들의 재무건전성을 확보하기 위한 국제기준(바젤I)이 발표되었는데 이것이 바젤방식의 시작이었다.⁶⁾ 바젤I의 도입근거는 국제적으로 활동하는 은행들이 국가간 규제차익으로 인해 경쟁에서 우위를 선점하는 한편 타국의 금융시스템에 부정적인 외부효과(은행의 과도한 리스크투자로 인한 실물경제의 피해)를 주는 것을 방지하고자 함이었다. 당시 국제결제은행(Bank for International Settlements: BIS)에서는 금융회사의 자기자본을 「금융기관을 청산에 이르게 하지 않고 영업의 계속성을 유지하는 과정에서 발생가능성이 있는 불특정 손실의 보전에 충당할 수 있는 자금」이라고 정의하였다. 현재 바젤방식에서는 실질적인 순자산에 해당하는 자본을 기본자본, 기타 자본은 보완자본으로 분류하고 있다. 은행의 경우 국가에 관계없이 위험가중자산 대비 자기자본비율(α)을 최저 8%로 적용받는다.

바젤 방식: $100 \times \frac{\text{기본자본} + \text{보완자본} - \text{공제항목}}{\text{위험가중자산}} \geq \alpha$

바젤방식이 금융회사의 위험투자에 대한 충분한 버퍼를 확보하여 파산을 선제적으로 방지하려는 계속기업(going concern) 관점의 건전성규제라고 한다면, NCR방식은 청산기업(gone concern) 관점의 유동성규제라고 할 수 있다. NCR방식에서는 금융회사가 파산할 경우 시장에 큰 영향을 끼치지 않고 보유자산을 청산하는 것이 주목적이다. 이 때 파산한 금융회사의 자산이 시장에서 즉시 현금화가 가능한가의 여부가 중요해지는데, 이를 위해 청산과정에서 보유자산의 장부가치가 하락할 가능

6) 바젤II와 바젤III에서는 은행 및 유사기관의 도산이 금융시스템과 거시경제에 미치는 영향을 최소화하기 위해 지속적으로 규제가 강화되는 추세를 보이고 있다.

성을 고려한 항목이 평가손인정비율이다. 따라서 실질적 순자산에 조정 항목(보완적 자본과 차감항목)과 평가손인정비율을 감안한 금액은 청산 시 일반채권자의 청구권을 제외한, 금융회사의 실질적인 유동성자산으로 볼 수 있다. 이런 점에서 해당금액을 순자본(net capital)으로 부르며, 순자본의 최소수준이라는 의미에서 \tilde{c} 를 최소순자본으로 정하게 된 것이다.

$$\text{NCR 방식 : 순자본} = \text{순자산} \pm \text{조정항목} - \text{평가손인정비율} \geq \tilde{c}$$

바젤방식과 NCR방식 중에서 증권사에 적합한 규제형태가 어느 것인지 는 국가별로 다를 수밖에 없다. 자기자본규제 외에도 고객계정의 분리, 정부보증 투자자보호기금 등의 관련 규제체계를 함께 고려하여야 하기 때문이다. 다만, 바젤방식을 채택하는 국가들은 은행과 유사한 규제 수준($\alpha=8\%$)을 적용하는 경우가 대부분인 반면 NCR방식을 채택하는 국가들은 서로 상이한 수준의 최소순자본(\tilde{c})을 적용하고 있다. 이는 바젤방식의 경우 은행에 대한 규제수준을 국제적인 관례로 인정하는데 반해, NCR방식에 있어서는 각국이 자국 규제체계를 감안하여 미국의 규제체계를 자체적으로 받아들인데 따른 것으로 보인다.

나. 국가별 현황

1) IOSCO의 분류

IOSCO(2014)의 분류에 따르면 우리나라는 미국, 캐나다, 중국, 홍콩, 인도, 호주 등과 함께 NCR방식을 채택하고 있다. 바젤방식의 경우 영국, 독일, 프랑스, 스페인, 스위스 등의 유럽국가들 이외에 일본, 싱가포르 등이 채택하고 있다. 또한, 대부분의 국가에서는 증권사의 영업에 필요한 최소자본금에 대한 규제를 함께 설정하고 있다.

<표 1-1> 국가별 규제 방식 현황

국가명	NCR	Basel	최소자본금
오스트레일리아			
Australian Financial Services License holder	√		√
Financial market participant		√	√
캐나다			
Investment dealers (IIROC members)	√		√
Mutual Fund Dealers (MFDA members and Quebec mutual fund dealers)	√		√
Other registrants	√		√
중국	√		
프랑스			
Investment firms (Investment Services Providers)		√	√
독일			
Investment firms/ securities trading banks		√	√
홍콩			
Licensed corporation	√		√
인도	√		√
일본		√	√
1종금융상품업자			
한국	√		√
스페인		√	√
Investment firms			
영국		√	√
Investment firms			
싱가포르			
승인 거래소 혹은 지정 청산소의 회원인 경우		√	√
승인 거래소 혹은 지정 청산소의 회원이 아닌 경우	√		√
미국			
CFTC	√		√
SEC	√		√

자료: IOSCO(2014)

2) 우리나라

우리나라의 순자본비율은 다음 정의를 따른다.

$$\frac{\text{영업용순자본} - \text{총위험액}}{\text{인가업무단위별법정필요자기자본의 70\%}} \geq 100\%$$

여기서 영업용순자본은 위험손실을 감안하여 신속하게 현금화될 수 있는 자산을 뜻한다. 영업용순자본의 산정은 기본적으로 대차대조표상 순재산, 다시 말해 (자산 - 부채)에서 출발한다. 여기에서 후순위채권 등의 보완자본을 가산한 후 고정자산 등 즉시 현금화하기 곤란한 자산은 유동성을 고려하여 차감한다. 인가업무단위별 법정필요자기자본은 <표 I-2>에 따라 최대 1,960억원이 되며, 순자본비율의 분모가 취할 수 있는 최대값은 70%에 해당하는 1,372억원이 된다.

<표 I -2> 인가업무 단위별 법정 필요자기자본

항목	구분	법정 필요자기자본
투자매매	증권	500
	채무증권	200
	국채, 지방채 및 특수채	75
	지분증권	250
	집합투자증권	50
	장내파생상품	100
	장외파생상품	900
투자중개	증권	30
	채무증권	10
	지분증권	10
	집합투자증권	10
신탁업	장내파생상품	20
	장외파생상품	100
	신탁재산	250
		1,960

NCR방식에서 임시순자본에서 평가손인정비율을 차감한 금액을 순자본으로 정의한 바와 같이 국내 순자본은 영업용순자본에서 총위험액을 차감한 금액이다.⁷⁾ 또한 최소순자본은 인가업무단위별 법정필요자기자본의 70%에 해당한다.

3) 본 보고서의 입장

위에서 언급한 바와 같이 바젤방식은 파산 이전을 염두에 둔 건전성규제를 원칙으로 하고 있으나, NCR방식은 파산 이후 청산절차를 원활히 하는 유동성규제를 원칙으로 한다. 그럼에도 불구하고 IOSCO(2014)에서는 두 방식 모두 궁극적인 목적이 증권사의 고객과 채권자를 예상치 못한 손실로부터 보호하는 것으로 본다.

실제 규제에 있어 특정 규제항목이 건전성과 유동성 모두를 목적으로 쓰일 수 있는 것도 사실이다. 이러한 상황에서 실제로 적용되는 규제가 건전성규제와 유동성규제 중 어느 쪽을 염두에 둔 것인지를 명확히 구분하기는 쉽지 않다. 바젤방식을 채택한 경우에도 유동성을 염두에 두고 규제항목을 정하거나, NCR방식에 있어서도 위험가중자산의 개념을 차용할 수 있기 때문이다. 이와 같은 이유로 IOSCO는 두 규제의 본질적인 규제목적은 동일하게 본 것으로 판단된다.

동시에, IOSCO(2014)는 두 방식이 적정 자본량을 결정하는 기준에 있어 상이한 구조를 가지고 있기 때문에 그 차이를 수치적으로 분석하는 것은 매우 어렵다고 지적한다. 이와 같은 예로는 신용리스크의 취급을 들 수 있다. 일반적으로 NCR방식의 경우 담보화되지 않은 부채는 모두

7) 총위험액의 산정은 시장위험액, 신용위험액, 운영위험액의 합으로 이루어지며 바젤방식의 위험가중자산에 해당되는 개념이기 때문에 국내 순자본비율을 NCR방식으로 분류하기 어려운 측면도 존재한다. 여기서는 IOSCO의 분류와 규제당국의 입장을 따라 국내 순자본비율을 NCR방식에 포함한다.

차감하며, 담보화된 경우 담보가치를 매일 시장가격에 따라 조정하기 때문에 NCR방식에서는 신용리스크를 거의 고려하지 않는다. 반면, 바젤방식에서는 시장가치를 반영하지 않는 경우도 있으며 담보화되지 않은 신용의 기한연장이 가능하다. 이러한 차이들로 인해 두 방식의 직접적인 비교가 어렵다는 것이다.

본 보고서는 IOSCO(2014)와 입장을 다소 달리 한다. 궁극적으로 동일한 목적 하에 규제항목 간 유사성이 존재한다고 하더라도, 증권사의 파산 이전과 이후 중 어떤 상황을 보다 중요시하느냐에 따라 자기자본 규제의 규제수준은 달라질 수밖에 없다. 또한, 향후 규제체계의 변화에 있어서도 어떤 원칙을 따르고 있느냐에 따라 규제방향이 달라질 것이다. 이러한 의미에서 국내 순자본비율 규제가 어떤 측면에서 NCR방식을 따르고 있는지, 혹은 직접적인 비교가 불가능하더라도 바젤방식과 비교하여 과연 바람직한 제도인지 알아볼 필요가 있다고 판단된다. 특히, NCR방식을 채택한 대부분의 국가들이 미국의 NCR⁸⁾을 벤치마킹한 사실을 감안하면 미국 NCR에 대한 조사가 선행되어야 한다. 이를 위해 III장과 IV장에서는 미국 NCR의 구조를 알아보는 한편 역사적 발전과정 및 현황을 함께 소개하고자 한다. 최소한 본 조사내용이 국내 실정에 알맞은 NCR방식이 무엇인지에 대해 논의의 출발점을 제공할 수 있을 것이다.

8) 이하, 국내 NCR과 구분하기 위해 미국 NCR로 부르기로 한다.

II. 미국 NCR의 발전과정

1. 미국 NCR의 제도적 개요
2. 미국 NCR의 역사적 변화

II. 미국 NCR의 발전과정

미국 NCR은 크게 표준방법, 대체방법, 대체순자본방법으로 구분된다. 이 장에서는 이들의 구조적 차이를 간략히 소개한 후 역사적 순서에 따른 발전과정을 살펴본다.

1. 미국 NCR의 제도적 개요⁹⁾

미국 NCR은 Securities Exchange Act of 1934(이하, 증권거래법) 제 15조 c3-1항에 규정되어 있다. 제15조 c3-1항(SEC Rule 15c3-1)의 명칭은 Net Capital Requirements for Brokers or Dealers로서 규제대상을 브로커 혹은 딜러로 명시하고 있다.

여기서, 브로커(broker)란 「타인의 계산으로 증권거래를 하는 것을 영업으로 하는 자」를 말하며, 딜러(dealer)란 「자기의 계산으로 증권매매를 하는 것을 영업으로 하는 자」를 말한다. 김갑래(2009)에 따르면, 브로커와 딜러는 각각 국내 자본시장법상의 투자중개업자 및 투자매매업자와 유사한 개념으로 볼 수 있다. 이와 같이 브로커와 딜러는 증권매매의 결정주체가 다르긴 하지만, 하나의 증권업자가 브로커와 딜러의 업무를 겸임하는 것이 일반적이므로 통상 브로커-딜러라고 부른다.¹⁰⁾ 원칙적으로 SEC는 브로커-딜러에 대해서만 자기자본규제를 적용할 수 있으며, 이들의 지주회사를 감독할 권한은 가지고 있지 않다.

9) 미국 NCR 관련용어에 대한 번역과 설명 등에 있어서는 원칙적으로 권세훈 외(2006)와 이석훈 외(2013)를 따르고 있다.

10) 브로커-딜러를 기능별 규제원칙상 금융투자업자의 일종으로 본다면 투자은행(혹은 자회사)을 지칭하게 된다. 골드만 삭스와 같은 대형 투자은행의 경우 브로커-딜러는 지주회사의 자회사 형태인 경우가 많다.

브로커-딜러에 대한 자기자본규제는 1934년 증권거래법의 제정과 함께 시작되었다. 초기에는 뉴욕거래소(New York Stock Exchange: NYSE)와 같은 일부 거래소의 멤버들은 제외되었으나, 1975년부터는 SEC에 등록된 모든 브로커-딜러에게 적용되고 있다. 통상 미국 NCR로 불리는 통일순자본규칙(Uniform Net Capital Rule)은 이 당시에 제정된 것이다.

미국 NCR은 크게 표준방법(basic method), 대체방법(alternative method), 대체순자본방법(alternative net capital)으로 구분된다. 이들 방법의 도입시기와 적용대상은 다음 <표 II-1>과 같다.

<표 II-1> 미국 NCR의 도입시기 및 적용대상

	표준방법	대체방법	대체순자본방법
도입연도	1942	1975	2004
적용 증권사	기본적으로 승인 없이 적용	고객 계좌가 있는 증권사	임시순자본 10억달러 이상, 순자본 5억달러 이상
SEC의 승인이 필요			

II장에서 보았던 미국 NCR의 구조를 다시 생각해보자. 아래 산식에 서와 같이 브로커-딜러의 순자본(net capital)은 최소순자본(minimum net capital)보다 항상 높게 유지되어야 한다.

$$\text{순자본} = \text{순자산} \pm \text{조정항목} - \text{평가손인정비율} \geq \text{최소순자본}$$

순자산에서 일부 항목을 조정한 값을 임시순자본(tentative net capital)이라고 부른다. 이는 주주자본(equity)과 적격후순위채권(eligible subordinated debt)에서 즉시 현금화할 수 없는 자산과 무담보 미수금

등(illiquid assets)을 차감하여 얻은 값으로 이는 우리나라의 영업용순자본과 유사한 개념이다. 또한, 평가손인정비율(haircut)은 자기계정 또는 기타계정에 있는 모든 증권, 단기금융상품, 옵션의 시장가치에 대해 자기자본에서 공제되는 비율을 말한다. 이제 미국 NCR은 임시순자본, 평가손인정비율, 최소순자본의 세 요소로 구성된다.

$$\begin{aligned} \text{순자본} &= (\text{주주지분} + \text{적격후순위채권 등} - \text{비유동성자산}) - \text{평가손인정비율} \\ &= \text{임시순자본} - \text{평가손인정비율} \geq \text{최소순자본} \end{aligned}$$

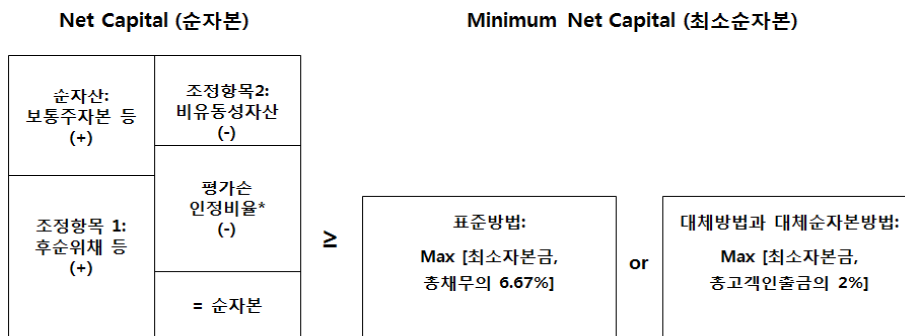
미국 NCR에서 표준방법, 대체방법, 대체순자본방법의 구분은 이 세 요소의 산정방식에 있다. 첫째, 임시순자본에 있어서는 세 방법 모두 동일한 기준을 적용한다. 둘째, 평가손인정비율에 있어서는 표준방법과 대체방법이 SEC가 정한 가중치를 일률적으로 적용하는 반면, 대체순자본방법은 내부모형을 사용한다. 셋째, 최소순자본에 있어서는 표준방법이 총채무(aggregate indebtedness)를 기준으로 하는 반면, 대체방법과 대체순자본방법은 총고객인출금(aggregate debit items)을 기준으로 하고 있다. 단, 최소순자본 산정시 고려하는 최소자본금 기준은 세 방법 모두 동일하다. 이를 표로 나타내면 다음과 같다.

<표 II-2> 표준방법, 대체방법, 대체순자본방법의 구분

	표준방법	대체방법	대체순자본방법
임시순자본	순자산과 조정항목에 대해 동일한 기준 적용		
평가손인정비율	SEC에서 정한 가중치를 일률적 적용	내부모형 사용	
최소순자본	$\max\{\text{최소자본금, 총채무의 6.67\%}\}$	$\max\{\text{최소자본금, 총고객인출금의 2\%}\}$	
	최소자본금은 동일한 기준 적용		

빠른 이해를 돕기 위해 동일한 내용을 그림으로도 제시한다. 이들 구성요소에 대한 상세한 설명은 <부록>을 참조하도록 한다.

<그림 II-1> 그림으로 본 세 방법의 구분



*: 대체순자본방법의 경우 내부모형 사용

미국 NCR은 순자본과 최소순자본의 규모를 직접 비교한다는 점에서 금액규제로 불리기도 한다. 이에 반해, 산정방식이 다른 국내 순자본비율 규제와 비교할 경우 비율규제로 불린다. 하지만 금액규제와 비율규제의 차이는 그리 크지 않은 것으로 보인다. <그림 II-1>을 최소순자본 대비 순자본 비율이 100% 이상인 경우와 동일하다고 볼 수 있기 때문이다.

실제로 미국 NCR의 적기시정조치(early warning requirements)에서도 비율규제의 형태를 취하고 있다. 적기시정조치란 부실화가 크게 진전되기 이전에 자본적정성 지표 수준에 따라 적절한 경영개선 조치를 취하는 제도를 말한다. SEC Rule 17a-11에 명시된 적기시정조치 수준은 표준방법의 경우 총채무의 8.33% 혹은 최소자본금의 120%이며, 대체방법의 경우 총고객인출금의 5% 혹은 최소자본금의 120%로 설정되어 있다. 만약 브로커-딜러의 순자본이 해당 기준에 미달하는 경우 즉시 SEC에 보고할 의무가 있으며, 이들은 영업활동에 일부 제한을 받게 된다.

2. 미국 NCR의 역사적 변화

1907년 금융공황은 주식시장과 브로커-딜러에 대한 규제를 고려하게 된 실질적인 첫 계기라고 할 수 있다. Hughes Commission¹¹⁾은 브로커-딜러에게 은행과 같은 자기자본규제가 필요하지 않다고 생각하였다. 하지만 NYSE는 1922년부터 거래소회원인 브로커-딜러들에게 순자본 대비 고객충인출금이 일정비율을 넘지 않도록 암묵적으로 규제를 행하였다. 이후, 1929년 주식시장 대폭락에서 파산한 NYSE의 브로커-딜러들이 거의 없었다는 사실을 통해 자기자본규제의 필요성이 증명되었다.

미국 NCR의 개념이 연방법에 처음으로 등장한 것은 1929년 주식시장 대폭락 이후였다. 1934년 미 증권거래법 원안의 8(b)에서는 “미국 내 거래소회원인 브로커-딜러 혹은 이들을 통해 거래하는 모든 브로커-딜러는 순자본 대비 총채무 비율이 2,000%를 넘을 수 없다”고 명시하였다. 8(b)조항의 도입은 투기성 주식신용거래가 줄어들 것이라는 기대에서 출발하였지만, 사실상 주목적은 브로커-딜러가 고객의 요구를 언제든지 이행할 수 있도록 충분한 유동성 자산을 보유하는 것이었다. 다시 말해, 브로커-딜러들이 고유계정으로 투기성 투자를 한 이후 자본부족으로 인해 고객에게 미칠 손실을 방지하려 한 것이다.

1938년에는 OTC딜러에게도 동일한 규제체계를 적용할 수 있도록 15(c)(3)을 새롭게 추가하였다. 8(b)에서는 거래소가 아닌 OTC시장에서 활동하는 브로커-딜러가 규제대상에 포함되어 있지 않았기 때문이다. 이와 같이 모든 브로커-딜러에게 자기자본규제를 적용할 수 있는 근거가 마련되었지만, 실제로 NCR이 SEC에 의해 도입된 것은 1942년이였다.

11) 1909년 Hughes Commission은 주식시장의 투기방지 법안을 마련하기 위해 보고서를 발간하였다. 이에 관한 자세한 설명은 Farley(2015)를 참조

가. 표준방법 (Basic method)¹²⁾

1) 표준방법의 도입

초기 NCR에서는 총채무비율의 최대수준을 8(b)와 동일한 2,000%로 하고 있다. 또한 적용대상을 OTC딜러에 한정하며, 거래소회원인 브로커-딜러에 대해서는 규제를 면제하였다. 이에 대해 SEC는 NYSE를 비롯한 거래소들이 초기 NCR보다 엄격한 기준을 자체적으로 적용하기 있기 때문이라고 밝혔다.

이후 1944년에는 순자본(net capital)과 총채무(aggregate indebtedness)에 대한 명확한 기준이 제시되었다. 이에 따라 모든 종류의 부채를 포함하던 총채무의 개념에서 이른바 safe debt가 제외되기 시작하였다.¹³⁾ 순자본의 경우에는 고정자산과 거래소회원권만 차감하였던 기존 방식에 새롭게 평가손인정비율(haircut)을 도입하여 국채와 지방채를 제외한 유가증권에 대해 10%를 적용하였다. 도입 당시부터 평가손인정비율은 시장의 변동성과 포지션 청산시의 지연을 감안한 안전고리 역할로 인식되었다. 이후, 1963년 SEC가 특별보고서(Special Study of the Securities Market)를 내기 전까지 초기 NCR에는 큰 변화가 없었다.

특별보고서에 따르면 고객을 지닌 브로커-딜러의 경우 거의 모두가 초기 NCR을 적용받고 있었다. 초기 NCR의 규제수준인 레버리지비율 2,000%가 현재보다 느슨한 규제수준이었음에도 불구하고, 다수의 브로커-딜러들이 이를 지키지 못했던 것으로 보인다. 특별보고서는 이와 같이

12) 표준방법과 대체방법에 관한 내용은 Markham and Hazen(2013), Molinari and Kibler(1983), Dale(1994b)에 기초한다.

13) safe debt란 완전히 분리된 고객계정처럼 브로커-딜러가 자기거래에 함부로 사용할 수 없는 경우를 말한다. 이후 총채무에서 제외되는 항목이 추가되는데 후순위부채가 대표적인 예이다. 자세한 설명은 <부록> 참조

규제수준에 미달된 브로커-딜러의 대부분이 자본규모가 매우 작은 영세업자라고 밝히고 있다. 보다 심각한 문제는 브로커-딜러 전체에서 영세업자가 차지하는 비중이 높았다는 데 있다. 1956년에 6개월간 새로 등록된 215개의 브로커-딜러 중 순자본이 5,000달러 이하인 전체 대비 60%에 이르렀다. 특히, 순자본이 1,000달러 이하가 27%, 1,000달러 이상이며 2,500달러 이하가 16%, 2,500달러 이상이며 5,000달러 이하인 경우가 17%에 달하였다. 심지어 특별보고서에 인용된 사례에서 파산한 브로커-딜러의 순자본은 42달러에 불과하였다.

이에 SEC는 1965년 최소자본금 요건을 신설하게 된다. 유가증권을 취급하는 일반적인 업무를 하는 브로커-딜러에게는 5,000달러의 최소자본금을 요구하는 한편, 고객계정을 보유하고 있지 않은 브로커-딜러에게는 2,500달러의 최소자본금이 요구되었다. 또한, 국채와 지방채를 제외한 유가증권에 대한 평가손인정비율이 기존의 10%에서 30%로 높아졌다.

2) 초기 표준방법의 문제점

1967년부터 NYSE의 거래량이 증가하면서 기록 처리에 애를 먹는 일이 많아지기 시작하였다. 1965~75년 간 예상된 일별 거래량이 900~1,100만주였는데 반해 실제 거래량은 종종 1,500만주를 넘어섰으며, 때에 따라서는 2,000만주를 훌쩍 넘어서는 경우도 나타났다. NYSE에게는 이와 같이 폭주하는 거래량을 기록하며 관리할 만한 백오피스나 인력이 충분하지 않았고 결과적으로 기록상의 실수와 부주의가 급증하기 시작하였다. 이후 Paperwork Crisis라고 불리게 된 당시 혼란에는 전반적인 업무 시스템을 개선하기 위해 필요한 자본이 기본적으로 브로커-딜러들에게 없었다는 데 그 원인이 있었다. NYSE의 일부 대형 브로커-딜러들의 레버리지비율이 높아지면서 이들의 취약성은 한층 심화되었다.

더구나 NYSE의 브로커-딜러들이 백오피스에 대한 신규투자를 마친 1969년에는 주식시장의 침체가 시작되었다. 같은 해에는 순자본 대비 총채무 비율이 1,200% 이상일 경우 브로커-딜러가 SEC에 보고하도록 적기시정조치도 도입되었다. 따라서 수익성 악화로 인해 자본규모가 작거나 레버리지비율이 높은 다수의 브로커-딜러는 청산을 선택할 수밖에 없었다. 1969~1970년 중 12개의 NYSE 등록 브로커-딜러가 파산하였고, 파산을 피하기 위해 70여개 이상이 합병이나 인수를 선택하게 되었다.

NYSE의 브로커-딜러들이 초기 NCR을 적용받지 않았던 근거는 거래소로부터 보다 엄격한 규제를 받는다고 인식되었기 때문이었다. 하지만 이러한 인식이 잘못되었다는 것이 Paperwork Crisis로 인해 밝혀졌다. 브로커-딜러의 순자본 산정에 있어 허점이 드러난 것이다. 위에서 본 바와 같이 브로커-딜러는 순자본 산출을 위해 순자산에서 비품을 포함한 고정자산을 모두 차감하도록 되어 있었다. 하지만 일부 브로커-딜러들은 차감을 피하기 위해 자회사를 설립해 이로부터 비품을 대여하는 방법을 택하였다. 또한 일부 브로커-딜러들은 총채무에서 공제해야 할 후순위채무를 무리하게 산정하기도 하였다. 예를 들어, 대출기관이 동의할 경우에만 후순위요건이 유효하다면 해당 후순위부채는 총채무에 포함하는 것이 타당하였지만 이를 무시하고 공제항목으로 취급한 것이다.

이보다 심각한 문제는 대형 브로커-딜러들의 상대적으로 높은 레버리지비율이었다. 이들은 고객의 자금과 유가증권을 자사의 영업에 자유롭게 사용하여 레버리지를 극대화하였는데 투자자보호 문제가 우려되었다. 1970년 Paperwork Crisis 직후 미 의회는 증권투자법(Securities Investor Protection Act: SIPA)을 입안하였다. SIPA의 목적은 브로커-딜러의 고객계정을 보호하여 주식시장의 신뢰성을 높이는 것이었다. 이를 위해 증권투자자보호공사(Securities Investor Protection Corporation: SIPC)를 설립해 브로커-딜러의 청산시 고객에게 제한된 보호를 제공하고자 하였다.

3) 초기 표준방법의 개선

1972년 이후 SEC가 초기 NCR에 대대적인 손질을 가하였다. 첫째, 거래소의 회원 여부에 관계없이 모든 브로커-딜러에 대해 초기 NCR을 적용하는 방안을 검토하기 시작하였다. 둘째, 레버리지를 증가시키는데 일조한 옵션거래에 대해 Appendix 조항을 신설하여 이들에 대한 평가 손인정비율을 추가하였다. 셋째, 최소자본금을 5,000달러에서 25,000달러로 증가시키는 한편, 영업을 처음 시작하는 브로커-딜러에 대해서는 첫 1년간 순자산 대비 총채무비율을 800% 이하로 제한하였다. 또한, 보통주 자본과 후순위성격을 가진 부채에 대해서는 인출을 제한하였다.

이 중에서 가장 주목해야 할 변화는 고객의 자금과 유가증권을 보호하기 위한 조치이다. SIPC의 제한된 보호 외에 미 의회는 브로커-딜러에게서 고객의 자금과 증권을 완전히 분리하여 별도로 예치하는 방안을 검토하였다. 하지만 이들을 대체할 자본의 부족과 브로커-딜러 영업능력의 심각한 저하를 우려한 업계의 반발로 이 방안은 무산되었다. 대신에 미 의회는 증권거래법 15(c)(3)을 수정하여 SEC에게 고객보호를 위한 조치를 취하도록 하였다. 이에 SEC는 1972년말 Rule 15c3-3을 채택하여 고객에게 지불해야 할 의무가 있는 금액을 고객특별계정에 분리해서 운용하도록 하였다. 이와 같은 개선으로 인해 초기 NCR은 현재 미국 NCR의 표준방법에 근접한 형태를 갖추게 되었다.

나. 대체방법 (Alternative method)

1975년 증권거래법 15(c)(3)의 개정으로 SEC는 모든 브로커-딜러에게 자기자본규제 등을 포함한 최소재무건전성 요건을 부과할 권한도 얻게 되었다. 이에 따라, SEC는 Uniform Net Capital Rule이라는 새로운 명

칭 하에 모든 브로커-딜러에 대해 NCR을 적용하기 시작하였다. 이 제도의 가장 큰 변화는 브로커-딜러의 최소순자본 요건에 있었다. 표준방법 외에 새롭게 대체방법이 추가된 것이다.¹⁴⁾

1) 표준방법과 대체방법의 차이

표준방법을 채택한 브로커-딜러는 순자본을 최소자본금과 총채무 (aggregate indebtedness)의 6.67% 중 큰 값보다 높게 유지해야 한다. 총채무의 6.67%가 최소자본금보다 큰 경우를 생각해보자. 이는 브로커-딜러의 총채무가 순자본의 1,500%를 초과하지 못하게 규제하는 것과 동일하다.¹⁵⁾ 따라서 표준방법은 부채가 자본의 일정비율 이상을 넘지 못하는 레버리지비율 규제를 포함한다고 볼 수 있다.¹⁶⁾

$$\text{순자본} \geq \max\left\{\text{최소자본금}, \frac{1}{15} \times \text{총채무}\right\} \Rightarrow 100 \times \frac{\text{총채무}}{\text{순자본}} \geq 1,500$$

반면, 대체방법의 경우 브로커-딜러의 레버리지와는 직접적인 관계가 없는 것이 중요한 차이였다. 이는 Reserve Formula로 불리는 표(Rule 15c3-3a Exhibit A)의 총신용과 총인출금의 차이로 나타난다. 총신용 (total credits)이란 브로커-딜러가 보유한 고객의 자금과 유가증권, 그리고 고객의 유가증권을 이용해 취득한 자금을 말한다. 따라서 브로커-딜러가 앞으로 고객에게 지불할 의무가 있는 금액은 총신용에서 현재까지

- 14) 초기 표준방법에 있어서는 일부 개정이 있었지만 기존 틀이 그대로 유지되었다. 단, 평가손인정비율의 경우 주식에 대해 기존의 30%에서 15%로 낮아졌으며, Repo에 관한 조항이 추가되었다.
- 15) 만약 총채무의 6.67%이 최소자본금보다 작다면 브로커-딜러는 레버리지비율을 1,500%보다 높은 수준까지 올릴 수 있다.
- 16) 이와는 별도로, 현행법 하에서 브로커-딜러는 최초 등록 직후 12개월 동안 총채무를 자기자본의 800% 이하로 유지할 의무가 있다.

고객의 총인출금(total debits)을 제외한 것으로 볼 수 있다. 브로커-딜러는 해당 금액을 계산시점 기준으로 이틀째 오전까지 은행의 특별계정에 분리예치하여야 한다. 따라서 원칙적으로 브로커-딜러가 파산하더라도 고객에 대한 지불의무에 더 이상 문제가 발생하지 않는다.¹⁷⁾ 이러한 투자자보호체계를 토대로 대체방법에서 총고객인출금의 일정비율을 순자본으로 쌓게 한 것은 시장·신용리스크에 따른 유가증권의 변동성과 청산시의 행정비용을 동시에 감안한 것으로 보인다.

대체방법을 선택할 경우 브로커-딜러는 순자본을 10만달러 혹은 총고객인출금의 4% 이상 유지하도록 되어 있었다. 그러나 실제로는 고객계정을 보유한 브로커-딜러의 대부분이 대체방법보다는 표준방법을 사용하였던 것으로 보인다. 1980년말 고객계정을 보유한 브로커-딜러의 개수는 2,400여개사였으며, 이 중 374개사가 NYSE 회원이었다. 이들 중에서 대체방법을 채택한 브로커-딜러는 NYSE회원인 경우 139개사, 비회원의 경우 44개사에 불과하였다. 또한 고객계정이 없는 브로커-딜러까지 포함하면 브로커-딜러 전체의 약 2/3가 표준방법을 채택하고 있었다. 이들 대부분은 규모가 작은 브로커-딜러였다. 1982년 기준 고객계정을 가진 브로커-딜러들의 56%에 해당하는 1,700여개사의 순자본이 10만달러 이하였다고 하니, 당시 대체방법은 중대형 브로커-딜러에게 주로 적용되는 제도라고 할 수 있다.

2) 대체방법의 한계

1982년에는 대체방법의 최소순자본 요건이 기존 총고객인출금의 4%에서 2% 이상으로 낮아졌다. 이러한 규제완화로 브로커-딜러 전체가 쌓아야 하는 순자본 규모가 5억달러 이상 감소한 것으로 추정된다. 그럼에도

17) 단, 이는 총인출(total debits) 항목들이 유동성이 높아 현금화가 쉽게 이루어진다는 것을 전제로 하고 있다.

도 불구하고 대부분의 브로커-딜러들은 여전히 규제수준보다 2배 이상 높은 수준의 순자본을 보유하고 있었다.

Uniform Net Capital Rule의 성공적인 도입에도 불구하고 SEC는 브로커-딜러의 안정성에 대해 확신을 갖지 못하였다. 실제로 자본적정성 문제는 1987년 블랙먼데이 이후 다시 문제가 되었다. 당시 재무건전성에 가장 큰 위협을 받았던 브로커-딜러가 고객계정을 보유하지 않고 (주로 옵션시장에서) 자기계정으로만 거래하고 있었기 때문이다. 1978~81년 사이에 고객 관련 업무규모를 나타내는 특별계정이 10배 이상 증가한 것도 문제였다. 브로커-딜러의 모회사가 자본을 충분히 보유하고 있지 않은 경우가 많아져 브로커-딜러의 자본이 모회사로 이동될 가능성도 이전보다 높아졌기 때문이다.

보다 근본적인 문제는 달라진 금융환경에 있었다. 중대형 브로커-딜러들은 단순 위탁매매에서 벗어나 옵션, 스왑, MBS 등과 같은 금융상품 거래에 본격적으로 뛰어들었다. 이러한 환경변화는 Uniform Net Capital Rule이 도입된 1975년 당시에는 상상하기 어려웠다. 이에 대한 SEC의 고민은 은행업에 대한 규제와도 맞물려 있어 90년대 내내 계속된다.

3) 최소자본금의 증가

1975년 도입 이후 인플레이션에도 불구하고 변화가 없었던 최소자본금 요건이 바뀐 것은 1992년이였다.¹⁸⁾ 고객계정을 보유한 브로커-딜러의 최소자본금이 10만달러에서 현재의 25만달러 수준으로 증가하였다. 표준 방법을 사용하는 브로커-딜러의 최소자본금이 2만5,000달러, 고객계정을

18) 1970년대 채택된 최소자본금의 규제수준이 거의 변하지 않아 인플레이션을 반영하지 못한다는 지적은 오래 전부터 나왔다. 1976년 1달러의 가치가 1989년에는 50센트에도 미치지 못하였음에도 불구하고 최소자본금 요건은 거의 변하지 않았기 때문이다.

보유한 브로커-딜러가 대체방법을 사용할 경우 10만달러에 불과했던 이전과 비교하면 상당한 변화였다.

이는 최소자본금요건의 강화를 통해 청산절차를 보다 원활히 하기 위함이었다. 브로커-딜러가 청산절차를 시작하면 수익이 없이 비용만 발생하기 때문에 자본여력이 중요해진다. 1달 이내로 상정되었던 청산절차가 실제로는 몇 달씩 걸리는 경우가 많은 것도 최소자본금을 올리는 계기가 되었던 것으로 보인다.¹⁹⁾ 하지만 중대형 브로커-딜러의 경우 이미 새로운 규제수준보다 높은 순자본을 유지하고 있던 경우가 많아 최소자본금 요건의 증가가 이들에게는 그리 큰 영향을 끼치지 않았다.

다. 대체순자본방법²⁰⁾

1) 금융지주회사의 리스크 전이 문제

1990년대 이후 대형 브로커-딜러 규제에 대한 논의가 새롭게 시작되었다. 1987년 블랙먼데이는 주식시장의 급락이 금융시장 전반과 실물경제에 미치는 영향이 예상보다 크다는 것을 보여주었다. 은행업무와 증권업무의 통합이 국제적으로 진행되면서 Glass-Steagall Act가 과연 효과적인 정책인지에 대한 의문도 생겨났다. FRB가 해당 법의 해석에 있어 완화된 입장을 취하면서 은행이 특수 자회사를 통해 인수 등을 포함한 IB 업무를 하는 경우가 많아졌기 때문이다.

특히, SEC는 브로커-딜러의 지주회사나 계열사를 통해 파생상품과 같은 리스크가 높은 업무가 이루어지는 것에 대해 우려하였다. 지금도

19) 순자본이 61,000달러에 불과한 브로커-딜러가 700억달러에 달하는 고객의 유가증권을 보유하고 있는 경우도 있었다.

20) 이 절은 Dale(1995a), Markham and Hazen(2013), SEC Release 34-48690/34-39456에 기초한다.

상황이 비슷하지만, 당시 대형 브로커-딜러들은 다수의 계열사를 지닌 지주회사의 자회사인 경우가 대부분이었다. 따라서 계열사들의 재무건전성이 갑자기 악화될 경우 시장에서의 신용도 하락으로 브로커-딜러의 (단기)자금조달 능력이 영향을 받을 수도 있었다. 무엇보다 지주회사가 다른 계열사 지원을 위해 브로커-딜러의 자본을 사용할 수 있었기 때문에 문제의 심각성이 컸던 것으로 보인다. 순자본에서 최소순자본을 제외한 초과분에 해당하는 순자본여력(excess net capital)을 지주회사에 우회하는 것은 불법이 아니었기 때문이다. 지주회사의 브로커-딜러 순자본 사용으로 순자본이 감소한 대형 브로커-딜러가 시장의 갑작스런 하락에 대처할 능력이 떨어질 것은 분명했다.

이러한 지주회사(그룹) 차원의 리스크 문제가 극명하게 드러난 것이 1990년 2월의 Drexel Burnham Lambert(DBL)의 파산이었다. 지주회사인 Drexel Burnham Lambert Group(Drexel)은 DBL과 Drexel Burnham Government Securities(GSI)를 자회사로 지니고 있었다. 특히, DBL은 당시 정크본드시장의 약 50%이상을 거래하는 대형 브로커-딜러였다. DBL 및 GSI를 제외한 다른 자회사들과 지주회사인 Drexel은 단기부채에 크게 의존하였는데, 이들의 단기부채는 한때 10억달러에 달할 정도였다.

1989년말 정크본드 시장이 침체되면서 Drexel 그룹 전체가 어려움을 겪기 시작하였다. Drexel은 자사의 신용등급이 낮아지면서 자금조달에 문제가 생기자 DBL과 GSI의 자본여력에 의존하기 시작하였다. 특히, 브로커-딜러인 DBL의 경우 NCR 규제로 인해 단기부채 수준이 높지 않아 자본여력이 충분하였기 때문이다. DBL의 자본이 고갈되면서 고객계정까지 남용될 가능성이 커지자 SEC와 FRB 등 규제당국은 지주회사인 Drexel의 파산을 통해 DBL의 파산을 막고자 하였다. 지주회사의 재무구조 악화가 아무런 문제가 없던 자회사의 재무건전성을 위협하는 결과가 되어버린 것이다.

이와 같이 금융지주회사의 리스크가 브로커-딜러에게 전이될 가능성에도 불구하고 SEC에게 브로커-딜러를 자회사로 보유한 지주회사를 규제할 권한은 여전히 주어지지 않았다. 다만, 1990년 증권거래법 개정을 통해 SEC는 브로커-딜러를 보유한 금융지주회사의 다른 계열사에 대한 정보를 취득할 권한을 얻게 된다. 해당 계열사의 업무영역이 브로커-딜러의 재무상태에 영향을 미친다고 판단될 경우 이들 계열사의 리스크에 대한 정보를 분기별로 제출하게 한 것이다. 또한, 브로커-딜러의 영업에 지장을 주는 경우에는 지주회사나 다른 계열사가 이들의 자본여력을 사용하지 못하도록 하였다. 이와 같은 조치들은 1993년부터 시행되었다.

2) CSE Rule과 대체순자본방법

2004년 SEC는 대형 브로커-딜러의 NCR에 한해 대폭적인 손질을 가하게 된다. 2004년 6월 8일, 금융그룹(Consolidated Supervised Entities: CSE)에 속하는 브로커-딜러에 대해 새로운 NCR을 적용하는 이른바 'CSE Rule'을 공표한 것이다. 이 새로운 NCR은 대체순자본(Alternative Net Capital: ANC)방법이라고 불린다.

브로커-딜러가 CSE Rule을 적용받기 위해서는 다음 요건들을 충족해야 한다. 첫째, 대체순자본방법을 사용하는 브로커-딜러는 최소 10억달러 이상의 임시순자본과 5억달러 이상의 순자본을 보유하여야 한다. 둘째, 브로커-딜러의 실질적 지주회사(Ultimate Holding Company: UHC)는 그룹차원의 리스크 관리 체계를 갖추어야 한다.²¹⁾ 셋째, SEC에게 주기적

21) 지주회사가 FRB와 같은 상위 감독기관의 감독을 받는 경우에는 완화된 규정을 적용받는다. SEC의 검사를 받을 필요가 없고, 증권회사 이외의 다른 계열회사에 대한 내부위험관리 절차에 대한 규정 준수도 면제되며, 보고나 기록, 사전 공지의 의무 등도 대폭 축소된다. 반면, 상위 감독기관의 감독 하에 있지 않는 경우에는 보다 엄격한 규정이 적용된다. 첫째, 지주회사의 시장리스크, 신용리스크, 유동성리스크 등 금융상황 및 회사운영과

인 보고를 하며, 임시순자본금이 50억달러 이하로 떨어질 경우 즉시 이 사실을 SEC에 공지해야 한다.

대체순자본방법에서는 평가손인정비율 대신 브로커-딜러가 내부모형을 선택하여 시장리스크와 신용리스크를 산출하게 된다. 시장리스크의 경우 브로커-딜러가 통계적 기법에 기초한 최대손실예상액(Value at Risk: VaR)을 이용하여 산출한다. 신용리스크의 경우에는 자체적으로 산출한 부도율(Probability of Default: PD), 부도시손실률(Loss Given Default: LGD), 부도시익스포저(Exposure at Default: EAD)를 사용하여 산출한다. VaR모형의 사용에 대한 논의는 1990년대 중반부터 시작된 것으로 보인다. SEC Release 34-39456에서는 시장이 위기에 직면했을 때 VaR모형의 유효성이 떨어지는 단점을 인지하면서도 브로커-딜러가 자율적으로 리스크 관리를 행하는 장점에 보다 무게를 실어주고 있다. 또한 대형 브로커-딜러에게만 수학적 모형을 허용하는 방안이 가장 현실적이라고 지적하는 동시에 대형 브로커-딜러가 순자본 산정에 유리해져 중소형 브로커-딜러와의 경쟁에서 유리해질 가능성도 지적하였다. 하지만 이와 같은 가능성보다는 VaR모형을 중소형 브로커-딜러들에게도 적용할 경우 이들이 인프라 구축에 지불할 비용이 보다 문제가 될 것으로 보았다.

SEC에 따르면 평가손인정비율은 시장리스크 및 신용리스크 외에도 운용리스크, 레버리지 리스크, 유동성 리스크를 감안해서 결정된다. 이 중 일부만을 고려하는 대체순자본의 경우 브로커-딜러의 순자본을 증가시키는 효과가 있다. SEC도 도입 당시 이를 감안하여 임시순자본과 순자본 기준을 크게 올린 것으로 보인다. 여기에는 브로커-딜러가 일정규모 이상인 경우에만 신뢰도가 높은 VaR모형을 구축할 수 있다는 인식

관련된 정보를 제공하여야 한다. 둘째, 리스크관리 시스템 시행 관련 규칙을 준수하여야 한다. 셋째, 지주회사와 계열회사에 대한 SEC 검사에 응해야 한다. 마지막으로, 바젤기준에 맞는 허용자본금(allowable capital)과 시장·신용·운영위험에 대한 허용금액을 계산하여 적용한다.

도 함께 있었다. 대형 브로커-딜러의 경우에는 지주회사 차원에서 이미 VaR모형을 내부적으로 사용하는 경우가 많아 대체순자본을 선호하였다. 적절한 수학적 위험관리 모형을 사용하여 효과적으로 자신의 위험을 통제할 경우 자기자본규제로 인한 규제비용도 줄일 수 있다고 본 것이다.

또한, 국제적 정합성이라는 차원에서도 대체순자본방법은 바람직한 것으로 여겨졌다. 2002년 EU에서는 금융지주회사에 대해 바젤안을 일괄적으로 적용하는 방안을 도입하였으며, 이는 2005년부터 시행될 예정이었다. 미 대형IB들이 미국 내에서 유사한 규제를 적용받을 경우에는 EU 내에서의 규제를 면제받을 수 있었다. CSE Rule의 대체순자본방법은 미 대형IB들의 추가적인 규제부담을 덜어주는 역할을 하였던 것이다.

3) CSE Rule에 대한 잘못된 비판

2004년 도입 이후 CSE Rule 사용을 승인받은 금융지주회사들은 모두 7개사이다. 이들 중 상업은행 기반인 은행지주회사는 Citigroup과 JP Morgan Chase의 2개사에 불과하며, 나머지 5개사인 Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Lehman Brothers, Bear Stearns는 모두 투자은행지주회사(Investment bank holding company, 이하 투자은행)였다. 공교롭게도 이들 5개 투자은행은 글로벌 금융위기에서 모두 부실화되었고, 이로 인해 CSE Rule에 대한 책임론이 나오게 되었다.²²⁾

글로벌 금융위기 이후 미 의회의 증언과 각종 관련 분석 자료들은 브로커-딜러와 이들 투자은행의 레버리지비율이 빠른 속도로 증가한 배경에 CSE Rule, 특히 대체순자본방법의 도입이 있다고 주장하였다. 일례로

22) Lehman Brothers는 파산하였고, Bear Stearns와 Merrill Lynch는 파산을 피하기 위해 다른 은행지주회사와의 합병을 선택하였으며, Goldman Sachs와 Morgan Stanley는 FRB의 감독을 받는 은행지주회사로 전환되어 정부의 지원을 받았다.

2008년 뉴욕타임즈의 기사를 보면 다음과 같다.²³⁾

위기시 완충 역할을 하는 자기자본규제를 완화하는 과정에서 SEC는 브로커-딜러들이 자신의 컴퓨터 모형을 통해 투자의 위험도를 결정하도록 하였다. 이는 SEC가 리스크를 관리하는 본연의 임무를 브로커-딜러들에게 아웃소싱한 것과 다를 바 없다. 이후 수년간 이들 브로커-딜러들은 완화된 규제의 혜택을 누렸다. Bear Stearns의 경우 레버리지비율(총자산 대비 부채비율)이 급격히 상승해 33:1이 되었다. 자본 1달러당 33달러의 부채를 가진 셈이었다. 동기간 다른 브로커-딜러들의 레버리지비율도 빠르게 증가하였다. (“The Reckoning”, *New York Times*, 2008.10.03.)

Lo and Mueller(2010)에 따르면 이러한 주장은 SEC의 Division of Market Regulation 부서장 출신인 Lee Pickard의 *American Banker* 기고문에 근거한다.²⁴⁾ Pickard는 이전까지 순자본의 12배 이하로 부채비율이 제약되었던 브로커-딜러가 대체순자본방법으로 인해 과도한 레버리지를 일으켰다고 비판하였다. 이후, 글로벌 금융위기 이전에 12:1에 불과하였던 투자은행들의 평균 레버리지비율이 33:1까지 치솟았다는 것이다.

하지만 Pickard가 언급하고 있는 순자본의 12배 이하는 표준방법을 사용하는 브로커-딜러에게 적용되는 적기시정조치이다. 대체순자본방법은 최소순자본 산정방식에 있어 대체방법을 따르고 있기 때문에 표준방법의 레버리지비율과는 관련이 없다. 대체순자본방법 도입 이전부터 대체방법을 사용해온 대형 브로커-딜러에게 이미 표준방법의 레버리지비율은 직접적으로 적용되지 않았던 것이다. 실제로, 투자은행들의 레버리지비율은 글로벌 금융위기 이전에도 급속히 상승한 적이 있었다. 1998년을 보면 글

23) 이와 유사한 내용의 보고서와 기사는 우리나라에도 다수 존재한다. 국내의 경우 강종만(2008), 허찬국 외(2009) 등이 있으며, 본 저자가 참여한 송홍선 외(2012)도 잘못된 정보를 공유한 측면에서 동일한 잘못을 범하고 있다.

24) 당시 Division of Market Regulation 부서장인 Sirri를 포함한 여러 SEC 관계자가 동일한 취지의 발언을 한 바 있다.

로벌 금융위기 직전인 2006년과 동일하거나 이보다 높은 수준의 레버리지 비율을 확인할 수 있다.²⁵⁾

그렇다면 CSE Rule은 글로벌 금융위기 발생에 아무런 영향을 끼치지 않은 것인가? FCIC(2011)은 CSE Rule 도입 이후 투자은행에 대한 SEC 감독의 문제점을 지적하고 있다. CSE Rule이 은행감독체계에 기초하였음에도 불구하고 실제 SEC의 감독체계는 훨씬 느슨한 구조였다. 미 통화감독청(Office of Comptroller of Currency: OCC)의 경우 Citibank 한 곳에만 60명의 조사관을 배정했던 반면, SEC는 현장에 조사관을 파견하지 않았다. 또한, Bear Stearns의 경우 2005년 검사에서 심각한 문제들이 발견되었으나 별다른 조치가 취해지지 않았다. 예를 들어, 조사관들은 그룹전체에 대한 VaR한도가 없으며 위기시 자금조달계획이 지나치게 낙관적으로 설정되어 있다는데 걱정하만 할 뿐이었다.

이외에도 SEC는 Bear Stearns가 MBS에 집중투자하며 레버리지비율도 높다는 사실을 이미 인지하고 있었다. 하지만 SEC는 자산구조의 변화, 레버리지비율의 축소, 혹은 현금유동성 확보와 같은 조치들을 요구하지 않았다. 이 경우에는 SEC에게 권한이 있었음에도 불구하고 적절한 조치를 취하지 않은 것이다.

물론 SEC의 인력부족 탓도 있었겠지만, 투자은행은 은행지주회사와는 달리 최종대부자(lender of last resort)에 의존할 가능성이 없다고 본 착오가 더 컸다고 본다. 중앙은행은 금융회사가 파산시 뱅크런 발생 가능성이 크거나 금융시스템 전체에 미치는 영향이 지나치게 크다고 판단될 경우 최종대부자 역할에 나서 정부자금을 지원하게 된다. 하지만 글로벌 금융위기에서 이들 투자은행들 중 일부는 상업은행과 동일하게 자금지원을 받게 되었다. 이러한 문제는 금융회사의 시스템리스크로 불리는 데, 이에

25) 보다 자세한 설명은 Lo and Mueller(2010)을 참조. 하지만 이들은 1998년 LTCM의 파산에 대해서는 언급하지 않고 있다.

대해서는 III장에서 설명한다.

4) CSE Rule의 폐지와 대체순자본방법의 존속

위에서 본 바와 같이 글로벌 금융위기가 확산됨에 따라 CSE Rule에 대해 미 의회와 언론, 학계 등에서 비판이 쏟아졌다. 2008년 9월, SEC 위원장 Cox는 미국 의회청문회를 마친 후 CSE Rule을 폐지하였다. 원칙적으로 보면 CSE Rule 폐지에 따라 대형 브로커-딜러들은 대체순자본방법이 아닌 대체방법으로 변경했어야 한다. 하지만 CSE Rule의 용어는 사라져도 SEC는 대체순자본방법을 사용할 수 있도록 해당 법조항을 유지하고 있다. 이전과 달라진 점은 Dodd-Frank Act의 도입으로 대형 브로커-딜러가 속한 투자은행은 은행지주회사가 아닌 경우라도 FRB의 감독을 받을 수 있게 되었다는 점이다. SEC의 감독상 문제점을 감안하여 대형 금융지주회사들의 감독을 FRB로 일원화한 것이다. Dodd-Frank Act 하에서 이들은 투자은행 대신 증권지주회사(securities holding companies)로 불린다.

라. 글로벌 금융위기 이후 변화

글로벌 금융위기 이후 브로커-딜러에 대한 미국 NCR규제는 전반적으로 강화되는 추세이다. 특히, 2013년 개정은 브로커-딜러 간 거래에 있어 전염효과(contagion effect)를 원칙적으로 차단하려는 노력의 일환으로 보인다. 2013년 7월, SEC는 Rule 15c3-1(미국 NCR)과 Rule 15c3-3(금융소비자보호규정)의 일부를 개정하였다. 이는 2007년에 추진한 이후 글로벌 금융위기로 인해 중단되었다가 2012년에 재개한 것이다.²⁶⁾

26) 자세한 설명은 Shearman&Sterling(2013) 참조

Rule 15c3-1의 가장 큰 변화는 주식대차에 대한 규제강화이다. 글로벌 금융위기 이전부터 SEC는 Repo를 포함한 주식대차로 브로커-딜러들의 레버리지비율이 높아지는 것에 대해 경계하였다. 또한, 브로커-딜러에게 리스크가 있음에도 불구하고 관련 거래를 3자거래(agency transactions)로 취급하는 관행에 대해서도 우려를 표했다. 개정안에 따르면, 주식대차거래에서 결제서비스를 제공하는 브로커-딜러는 ①브로커-딜러가 거래참여자 모두에게 상대방의 신원을 공개할 경우, ②거래참여자가 브로커-딜러에게 상대방에 대한 보증을 요구하지 않는다고 문서상 명시할 경우, ③거래참여자가 상대방의 파산시 브로커-딜러의 의무에 대해 상쇄청구(setoff)를 요구하지 않는 경우의 세가지 경우를 제외하면 해당 거래에 대한 자본차감을 하여야 한다. 또한, 주식대차로 인해 브로커-딜러의 레버리지가 높은 경우를 판별하기 위해 SEC는 17a-11도 함께 개정하였다. 현재 브로커-딜러는 Repo 등으로 인한 미수금 전액 혹은 Revers Repo 등으로 인한 계약금액이 임시순자본의 2,500%를 넘는 경우 SEC에 신고할 의무가 있다. 단, 미국 국채는 산정시 제외된다.

Rule 15c3-3의 경우 거래상대특별계정(Proprietary Account of Broker-Dealers: PAB)에 대한 차감을 하지 않기 위해 이전보다 엄격한 요건을 부여하고 있다. 예를 들어 브로커-딜러A의 현금이나 유가증권을 취급하는 브로커-딜러B의 경우를 생각해보자. 기존에는 이들 자산에 대해 분리된 계정에 보관할 의무가 없었기 때문에 브로커-딜러B의 파산시 브로커-딜러A는 손실을 볼 수 있었다. 따라서 브로커-딜러B가 이들 자산을 분리된 계정에 보관할 경우에만 브로커-딜러A는 자본차감의 의무를 면제받을 수 있었다. 하지만 SEC는 브로커-딜러의 파산이 다른 브로커-딜러에게까지 연쇄적으로 파급되는 효과(contagion effect)를 최소화하기 위해 PAB계정을 만들었다. 고객계정과 유사한 방식으로 다른 브로커-딜러들의 현금과 유가증권을 분리해서 PAB계정에 보관하도록 한 것이다. 여기서, 고객계정과 다른 점은 소유주인 브로커-딜러A의 동의를 얻을 경

우 브로커-딜러B는 자신의 자금조달을 위해 해당 현금과 유가증권을 사용할 수 있다.

III. 미국 NCR의 제도적 특징

1. 규제 목적
2. 2014년 보고현황

III. 미국 NCR의 제도적 특징

1. 규제 목적

이 절에서는 규제목적에 있어 바젤방식과의 차이를 알아본 후 최근 시스템리스크에 대한 논의를 살펴본다.

가. 바젤방식과의 차이

I장에서는 바젤방식과 NCR방식의 비교시 위험가중자산과 평가손인정비율의 차이에 초점을 맞춰 논의했다. 이는 바젤방식의 (기본자본+보완자본-공제항목)과 NCR방식의 (주주자본+적격후순위채등-비유동성자산)에 큰 차이가 없기 때문이다. 그럼에도 불구하고 세부내용은 다를 수밖에 없는데, 그 차이는 단기후순위채의 취급과 대출채권의 차감여부에서 드러난다.

1) 단기후순위채무의 취급

단기후순위채의 경우 미국 NCR에서는 만기 1년 이상의 후순위대출을 자본으로 인정하고 있다.²⁷⁾ 이에 반해, 바젤II에서는 2년 이상, 5년 미만의 후순위채만 보완자본에 포함하였다. 또한, 대출채권의 경우 미국은 잔존만기 관계없이 대출채권을 차감하는 반면 바젤에서는 해당항목은 신용리스크에서 취급한다.

27) 단, 후순위채의 성격을 가진 다른 3가지와 주식자본을 합한 값의 70%를 넘지 못한다.

이러한 차이는 규제원칙의 차이에서 출발되었다고 보인다. SEC(2013)에 따르면 미국 NCR은 순유동성자산에 대한 규제(net liquid assets test)이다. 다시 말해, 브로커-딜러가 충분한 유동성을 확보하여 고객의 자산을 보호하고 다른 브로커-딜러와의 거래에서 발생한 지급의무를 만족시키기 위한 것이다.

Rule 15c3-1에 따라 브로커-딜러는 항상 순자본을 최소수준 이상 유지할 의무가 있다. ... 이 규제의 목적은 브로커-딜러가 유가증권 업무를 행함에 있어 후순위 부채가 아닌 부채(예를 들어, 고객, 거래상대방, 그리고 채권자) 1달러당 유동성이 높은 자산을 1달러 이상 보유하기 위한 것이다. 예를 들어, 15c3-1은 유가증권의 경우 표준화된 혹은 수학적 모형에 근거한 차감(평가손인정비용) 후 순자본에 포함한다. 하지만 담보화되지 않은 경우 대부분의 미수금은 순자본에 포함하지 않는다. 이러한 면에서 볼 때 브로커-딜러가 담보화되지 않은 미수금(예를 들어, 미담보 대출)이 관련된 행위를 하는데 있어 제약을 가한다고 볼 수 있다. 또한 순자본에는 고정자산이나 다른 비유동성자산도 포함되지 않는데, 이는 현금화하기 어려운 부동산이나 다른 고정자산을 보유할 인센티브를 줄이기 위함이다. 이러한 이유로 15c3-1는 브로커-딜러의 영업범위를 제한하여 자본을 인수업무, 시장조성, 고객의 증권거래에 대한 자본 및 관련업무에 투입하도록 유도한다. (SEC(2013))

이와는 달리 은행의 자기자본규제는 뱅크런 등의 시스템리스크 방지를 위해 파산확률을 최소화하고자 하는 계속기업(going concern)의 관점에서 이루어졌다. 은행의 자기자본은 자본으로서의 영구적인 성격을 유지하면서 예상치 못한 손실을 흡수하는 것이 필수적이다. 사실, 이와 같은 자본의 성격은 보통주뿐만 아니라 장기후순위부채가 지니고 있는 특성이다. 하지만 후순위부채의 경우 이자지급 중지 등이 발생할 경우 신뢰도 하락으로 시장에 미치는 악영향이 크다. 이러한 점에서 후순위부채는 보통주보다 자본의 질이 떨어진다고 보는 것이다. 따라서 바젤Ⅲ에서

는 후순위부채가 단기²⁸⁾인 경우 자본의 질이 낮은 것으로 간주하며, 장기인 경우도 부채 총량을 보통주 대비 일정 비율 이하로 제한하고 있다.

하지만 미국 NCR처럼 자기자본규제의 목적이 시스템리스크 방지가 아닌 고객보호라면 자기자본의 성격이 달라진다. 브로커-딜러가 파산에 직면할 경우 신속하게 청산절차를 밟아 고객과 거래상대방에게 지급의무를 충족시킬 필요가 있다. 이와 같은 상황에서는 후순위부채의 정의상 보통주와 크게 다를 바가 없다. 후순위부채가 단기인 경우에도 청산에 걸리는 시간보다 남은 만기가 길다면 자본의 질적인 측면에서도 보통주와 차이가 없게 된다. Dale(1994b)에 따르면 SEC는 브로커-딜러가 고객을 보호하며 청산에 걸리는 기간을 대략 1개월로 보고 있다. 만약 고객 보호만이 규제목적이었다면 1년 미만의 후순위부채도 순자본에 포함하지 않을 이유가 없는 것이다.

2) 평가손인정비율의 산정기준

평가손인정비율은 브로커-딜러의 청산시 발생가능한 가격변동에 대한 리스크를 고려한 것이다. 도입 초기에는 브로커-딜러가 대출시 은행에 담보로 제공하는 유가증권에 대한 기준과 유사하게 적용했던 것으로 보이나, 현재는 유가증권 종류별로 역사적 가격변동성을 고려하여 정한다고 알려져 있다. 하지만 SEC는 평가손인정비율에 대한 정확한 설정기준을 제시하지 않고 있으며, 실제 결정에 있어 역사적 가격변동성이 그리 중요한 역할을 하지 않을 수 있다. 다만, 주식에 관해서는 폭락 등의 갑작스런 시장상황을 배제하고 통계적인 수범만을 고려하는 것은 적절치 못한 규제방식이라고 밝히고 있다.

1975년 Uniform Net Capital Rule의 도입과 함께 주식에 대한 평가

28) 여기서, 단기란 1년 이상 5년 이하를 말한다.

손인정비율은 30%에서 15%로 낮아졌다. 발행기업의 규모나 주식변동성을 고려하지 않고 일률적으로 평가손인정비율을 적용한데 대해 SEC는 중소기업이 대기업에 비해 더욱 차별받는 것을 막고자 하였다고 말한다. 하지만 중소기업에 대한 암묵적 보조로 인해 브로커-딜러의 리스크가 높아질 수 있는 점을 SEC가 간과하였다는 비판도 있다.

또한, 평가손인정비율은 몇몇 예외를 제외하면 헤지를 통한 리스크관리 노력을 거의 인정하지 않고 있다. 포트폴리오 다각화를 통한 리스크경감효과를 인정하지 않는데 대하여 SEC는 자기자본규제가 최악의 상황을 상정하여야 한다고 말한다. 이에 대해 Dale(1994b)은 평가손인정비율의 구조를 최대한 단순화하려는 데 그 원인을 찾고 있다. SEC의 원칙이 브로커-딜러 외에 이들에게 자본을 제공하거나 대출해주는 주체들도 쉽게 이해할 수 있도록 규제가 설계되어야 한다는 것이다.²⁹⁾

나. 시스템리스크의 고려

앞에서 살펴본 순자본 산정방식은 시스템리스크를 고려하지 않고 투자자보호를 중시한데 따른 결과라고도 볼 수 있다. 미국 NCR의 순자본 산정방식을 바젤방식에 유사하게 바꾸려는 시도는 아직까지 없다. 하지만 1990년대 이후 브로커-딜러(증권업)의 시스템리스크에 대한 관심이 높아져온 것도 사실이다. 글로벌 금융위기 이후 시스템리스크에 대한 관심이 한층 커졌기 때문에 SEC도 이에 대한 논의를 자체적으로 하고 있는 것으로 파악된다. 다만, 가시적인 변화가 언제 나타날지는 예상하기 어렵다.

29) 일명 comprehensive approach라 불리는 평가손인정비율의 구조가 이론적 혹은 실증적인 근거가 전혀 없다고 주장하는 학술연구도 있다. 이에 대해서는 Dimson and Marsh(1995) 참조

Dale(1994a)에 따르면 증권업의 시스템리스크에 대한 관심은 미국에 국한된 현상이 아니었다. 당시 OECD의 연구에서도 주식시장의 붕괴로 인한 시스템리스크란 대형 브로커-딜러의 파산이 다른 브로커-딜러들의 파산으로 이어져 그 영향이 은행업 부문까지 끼치는 것을 말하며, 이는 전세계 금융거래의 지급결제 흐름을 마비시킬 수 있다고 경고하였다. 다시 말해, 대형 브로커-딜러의 파산이 단순히 고객자산의 문제가 아닌 시스템 전체에 영향을 끼칠 수 있다는 것이다. 이는 은행의 도산처럼 사회적 비용이 동반되므로 최소한 대형 브로커-딜러의 경우에 있어서는 보다 신중한 접근이 필요함을 의미한다.

브로커-딜러의 시스템리스크는 어디에서 발생하는가? Dale(1994a)은 은행업과 증권업의 통합에 따른 은행의 취약성이 문제라고 지적하였다. 은행지주회사가 브로커-딜러를 자회사로 보유하거나 직접 유가증권 업무를 영위하는 경우 이들도 주식시장의 리스크에 노출된다. 이제 주식시장의 급격한 하락 등의 예상치 못한 사태가 발생했을 때 은행의 재무건전성이 위협받게 된다. 브로커-딜러가 파산할 경우 이를 소유한 은행의 신용이 그대로 보전될리 없기 때문이다. 따라서 브로커-딜러의 시스템리스크를 고려하는 것은 브로커-딜러의 특수한 성격보다는 이들이 은행업과 밀접하게 연결되어 있는 경우를 말한다.

EU처럼 유니버설뱅크 체제를 채택한 경우에는 은행의 파산에 따른 사회적 비용을 감안하여 증권회사에 대한 규제가 비교적 높을 필요가 있다. 하지만 미국은 Glass-Steagall Act로 인하여 상업은행과 투자은행 업무가 철저히 분리되어 있었다. 이와 같은 관점에서 보면 브로커-딜러에 대한 시스템리스크는 전혀 고려대상이 되지 않을 수밖에 없다. 하지만 미국에서도 은행업과 증권업의 통합이 진행되며 Glass-Steagall Act의 철폐로 이어지는 과정에서 시스템리스크 문제가 새롭게 발생하였다. SEC는 1990년대 들어 이러한 인식을 바탕으로 미국 NCR의 규제목적

새롭게 고려하기 시작하였다. 첫 단계로 CSE Rule이 도입되었으나, 지주회사가 아닌 브로커-딜러에 대해서는 청산을 고려한 규제체계가 원칙적으로 변하지 않았다.

일반적으로 브로커-딜러의 자산은 시장성이 높은 유가증권으로 구성되며 이들의 가치는 계속기업(going concern)과 청산기업(gone concern)의 관점에서 큰 차이가 나지 않는다. 이는 은행의 파산시 자산가치가 현저히 떨어지는 것과 구별된다. 은행의 자산은 유동성이 낮기 때문에 청산시 손실이 발생할 확률이 높다. 이는 예금자들에게 피해가 발생할 가능성이 높아지는 것을 의미하기 때문에 은행의 경우 계속기업(going concern)의 관점에서 규제를 고려할 필요가 있다. 반면, 브로커-딜러의 경우는 위에서도 언급했듯이 유동성이 높은 자산을 시장가격에 팔아 큰 손실 없이 재무구조를 개선할 수 있으며, 최악의 경우에는 파산도 고려할 수 있다. 따라서 재무적 위기에서도 브로커-딜러는 장부 가치에 가까운 가격에 신속히 자산을 처리하여 청산을 진행할 수 있다. 부채 측면에서도 브로커-딜러는 은행의 예금과는 달리 뱅크런과 같은 사태에 직면할 가능성이 거의 없고, 레버리지가 과도한 수준이 아니라면 부채조정도 그리 어렵지 않을 수 있다. 다시 말해, 브로커-딜러는 자산 측면의 유동성 위기나 부채 측면의 대규모 인출사태 등과 같은 재무건전성 위기에서 은행보다 덜 취약하다. 이러한 차이로 인해 미국 NCR에 대한 규제체계가 CSE Rule 도입 때에도 크게 바뀔 필요가 없었던 것으로 보인다.

하지만 글로벌 금융위기 이후 이들 지주회사와 브로커-딜러에 대한 감독이 크게 바뀔 필요가 분명해졌다. 단순히 이들 지주회사에 대한 규제만으로 시스템리스크를 관리할 수 있을지 혹은 지나치게 규모가 크다고 판단될 경우 해체시킬 필요가 있을지는 아직 논의가 진행 중이다.

2. 2014년 보고 현황

이 절에서는 브로커-딜러들의 자본 및 자산별 현황과 이들이 실제로 표준방법과 대체방법 중 어떤 방법을 선택하는지 알아본다.³⁰⁾

가. 조사대상

미 브로커-딜러는 Focus Report라고도 불리는 Form X-17 A-5를 매년 제출할 의무가 있다. Focus Report에는 각 브로커-딜러의 재무현황과 미국 NCR 현황이 기재되어 있다. 특히, 브로커-딜러는 표준방법과 대체방법 혹은 대체순자본방법 중 어느 방법을 선택했는지 명시한 후 현재 자본여력 상태를 기재하여야 한다.

실제 브로커-딜러들이 제출한 Focus Report를 보면 표준방법의 경우 재무제표에 근거한 총채무 산정과정을 자세히 포함하고 있다. 반면, 대체방법을 사용하는 브로커-딜러는 총고객인출금의 산정과정은 생략한 채 자본여력(=순자본-[총고객인출금의 2%]: excess net capital)만을 공시한 경우도 많다. 또한, 표준방법을 사용하는 브로커-딜러의 경우 다수가 손익계산서를 포함하고 있으나, 대체방법을 사용하는 경우 대부분 생략되어 있다.³¹⁾ 본 보고서에서는 이러한 정보의 한계로 인해 NCR 보고현황 통

30) 여기서는 통계의 편의성을 위해 대체순자본방법을 대체방법에 포함하였다. 대형 브로커-딜러의 경우 대부분 대체순자본방법을 택하고 있는 것으로 조사되었다.

31) 예를 들어, Goldman Sachs & Co.의 Focus Report를 보자. 50쪽에 달하는 Report에서 Note 23에 기재된 NCR 관련사항은 반 페이지에 불과하다. 구체적으로는, ①대체순자본방법을 사용하며, ②2014년 12월 현재 Net capital이 148.3만달러이며, ③이는 SEC가 요구하는 최소요건을 124.6만달러 초과하였다는 정보가 전부이다.

계를 간단히 제시하며, 수집한 자료는 향후 보다 유용한 데이터베이스 구축을 위한 기초자료로 활용한다.

2015년 3월 현재 SEC에 등록된 브로커-딜러는 4,242개사이다. 본 보고서에서는 이 중 무작위로 추출한 959개사에 대해 최근 2년간 FOCUS Report 제출 여부를 조사하였다. 이들은 크게 NYSE회원사(165개사 중 158개사가 제출)와 비회원사(794개사 중 727개사가 제출)로 구분된다.

SEC에서 발표한 2011년말 기준 브로커-딜러의 자본규모 분포는 <표 III-1>과 같다. 4,709개 브로커-딜러 중에서 9개사가 전체 자본의 반 이상을 가지고 있으며, 반 이상의 자본이 50만달러에 미치지 못함을 확인할 수 있다. 다만, 이들 중에서 표준방법과 대체방법 혹은 대체순자본방법을 사용하는 브로커-딜러가 각각 몇 개사인지에 대한 정보는 없다.

<표 III-1> 브로커-딜러의 자본규모 분포 (2011년말)

자본 규모 (달러)	브로커-딜러 (개사)		자본 합계 (백만달러)	
50만 미만	2,506	53.2%	347	0.1%
50만 ~ 5백만	1,320	28.0%	2,212	0.6%
5백만 ~ 5천만	608	12.9%	10,520	3.1%
5천만 ~1억	80	1.7%	5,672	1.7%
1억 ~ 5억	125	2.7%	26,655	7.8%
5억 ~ 10억	28	0.6%	19,248	5.6%
10억 ~ 50억	27	0.6%	61,284	17.9%
50억 ~ 100억	6	0.1%	41,175	12.0%
100억 이상	9	0.2%	175,585	51.2%
합계	4,709		342,698	

자료: SEC(2013)

2014년은 873개사에 한해 조사한 결과이지만 비슷한 분포를 보인다.³²⁾

<표 III-2> 브로커-딜러의 자본규모 분포 (2014년말)

자본 규모 (달러)	브로커-딜러 (개사)		자본 합계 (백만달러)		자산 합계 (백만달러)	
50만 미만	343	39.3%	56	0.0%	95	0.0%
50만 ~ 5백만	252	28.9%	460	0.2%	907	0.0%
5백만 ~ 5천만	162	18.6%	3,117	1.4%	6,740	0.2%
5천만 ~1억	26	3.0%	1,886	0.9%	12,859	0.4%
1억 ~ 5억	42	4.8%	9,608	4.4%	63,051	1.7%
5억 ~ 10억	24	2.7%	18,638	8.5%	174,360	4.8%
10억 ~ 50억	14	1.6%	38,445	17.5%	1,044,399	28.8%
50억 ~ 100억	2	0.2%	13,751	6.3%	47,901	1.3%
100억 이상	8	0.9%	133,184	60.8%	2,277,484	62.8%
합계	873		219,144		3,627,797	

자료: 각 브로커-딜러의 Focus Report

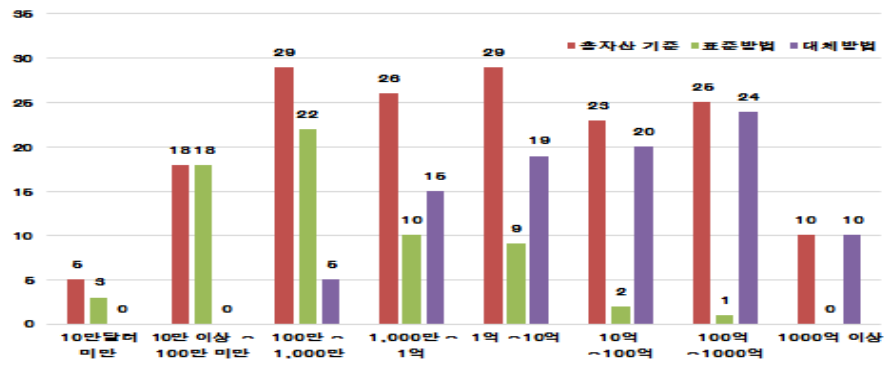
나. 자산규모별 보고현황

<그림 III-1>은 자산규모별 표준방법과 대체방법(혹은 대체순자본방법)을 보고하는 브로커-딜러 현황을 보여준다. 첫째, NYSE회원 브로커-딜러의 자산규모가 비NYSE회원 브로커-딜러보다 현저히 크다는 것을 알 수 있다. 비NYSE회원 브로커-딜러의 자산규모가 대부분 1,000만달러 이하인데 반해 NYSE회원사의 경우 1,000만달러 이하가 52개사에 불과하다. 한편, 자산규모가 100억달러 이상인 NYSE회원은 158개사 중에서 10개사가 존재하나, 비NYSE회원의 경우는 79개사 중에서 2개사에 불과하다.

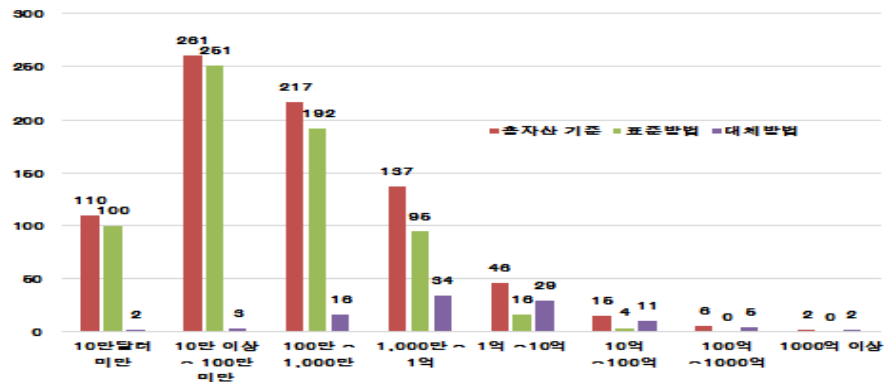
32) 자본규모가 100억달러 이상인 브로커-딜러의 비중이 높게 나타난 데에는 2014년의 경우 모든 NYSE회원사가 포함되었기 때문으로 보인다.

<그림 III-1> 자산규모별 보고방법 현황

(a) NYSE회원 브로커-딜러 (개)



(b) NYSE 미등록 브로커-딜러 (개)



주 : 미확인된 경우는 표시하지 않음
 자료: 각 브로커-딜러의 Focus report

표준방법의 경우 NYSE회원 여부에 관계없이 자산규모가 낮을수록 선택할 가능성이 높다. 자산규모가 1,000만달러 이하일 때 대체방법을 선택한 브로커-딜러는 회원사 5개사, 비회원사 21개사로, 표준방법을 선택한 경우(회원사 40개사, 비회원사 543개사)보다 훨씬 적다. 반면, 자산

규모가 큰 중대형 브로커-딜러들은 대체방법을 대부분 선택하고 있다. 특히, 100억달러 이상일 때는 회원여부에 관계없이 모두 대체방법을 선택하고 있다.

다. 단순레버리지비율과의 관계

미 브로커-딜러의 보고현황을 보면 대체방법 사용시 순자본과 자본여력만을 공시하는 경우가 많지만, 최소순자본을 이들로부터 구하기는 어렵지 않다. 미국 NCR의 정의에 따르면 순자본(net capital)에서 최소순자본(minimum net capital)을 차감한 값이 자본여력(excess net capital)이기 때문이다. 한편, 우리나라에서 도입된 순자본비율은 순자본을 최소순자본으로 나눈 값에 해당한다.³³⁾ 여기서는 순자본비율과 자본 대비 총자산을 나타내는 (단순)레버리지비율과의 관계를 알아본다.

이를 위해 표준방법과 대체방법에 대해 각각 순자본비율 상위 5개사와 하위 5개사를 NYSE 브로커-딜러에 한해 구분하였다. <표 III-3>은 이들의 순자본, 최소순자본, 그리고 자본 대비 총자산을 나타내는 (단순)레버리지비율을 제시하고 있다. 먼저 순자본비율 하위 브로커-딜러조차도 규제수준인 100%를 훨씬 넘는 수준의 순자본을 보유하고 있다. 또한 표준방법을 사용하는 브로커-딜러의 경우 순자본비율이 낮더라도 레버리지비율이 1,000%를 넘지 않고 있다. 반면, 대체방법을 사용하는 브로커-딜러들 가운데 순자본비율이 낮은 브로커-딜러의 경우 레버리지비율이 평균 2,000%를 넘고 있다. 이와 같이 대체방법에서 브로커-딜러가 레버리지를 상당히 일으킬 수 있는 점은 총고객인출금이 총채무와는 달리 레버리지규제의 기능이 거의 없음을 의미한다.

33) 단, 국내 최소순자본의 개념에는 최소자본금만 존재하기 때문에 총고객인출금이나 총채무를 고려하는 미국과 직접적인 비교는 어렵다.

<표 III-3> NYSE 브로커-딜러의 단순레버리지비율

(a) 표준방법 순자본비율 상위 5개사

브로커-딜러	Net Capital (달러)	Excess Net Capital (달러)	순자본비율 (%)	단순 레버리지 (%)
SIG Brokerage L.P.	1,892,239	1,886,012	30,387	104
Folger Nolan Fleming Douglas, Inc.	33,206,396	32,956,396	13,282	141
Stuart Frankel & Co., Incorporated	12,641,079	12,541,079	12,641	183
Livermore Trading Group, Inc.	603,192	598,192	12,063	107
TMC Bonds L.L.C.	47,640,040	47,108,052	8,955	115

(b) 표준방법 순자본비율 하위 5개사

브로커-딜러	Net Capital (달러)	Excess Net Capital (달러)	순자본비율 (%)	단순 레버리지 (%)
Radnor Research & Trading Company	13,586	8,586	271	243
Benjamin&Jerold Brokerage I, LLC	258,751	158,751	258	188
Illustro Trading, LLC	23,132	13,660	244	347
NativeOne Institutional Trading	9,970	4,970	199	100
Quantlab Securities LP	3,155,507	1,361,793	175	734

<표 III-3> NYSE 브로커-딜러의 단순레버리지비율 (계속)

(c) 대체방법 순자본비율 상위 5개사

브로커-딜러	Net Capital (백만달러)	Excess Net Capital (백만달러)	순자본비율 (%)	단순 레버리지 (%)
Citicorp Securities Services, Inc.	163,537	163,287	65,414	6,141
Credit Agricole Securities (USA) Inc.	758,813	757,313	50,587	223
CIBC World Markets Corp.	605,888	604,388	40,392	290
Fidelity Brokerage Services, LLC	85,404	85,154	34,161	452
Citadel Securities LLC	313,302	312,302	31,330	4,455

(d) 대체방법 순자본비율 하위 5개사

브로커-딜러	Net Capital (백만달러)	Excess Net Capital (백만달러)	순자본비율 (%)	단순 레버리지 (%)
J.P. Morgan Clearing Corp.	7,500,000	5,700,000	416	1,746
Morgan Stanley &Co. LLC	6,593	4,928	395	2,482
Credit Suisse Securities (USA) LLC	8,500	6,300	386	2,018
Electronic Transaction Clearing Inc.	2,728,191	1,965,234	357	2,469
MF Global Inc.	562,882,400	125,710,300	128	3,033

자료: 각 브로커-딜러의 Focus report

IV. 시사점

IV. 시사점

지금까지 살펴본 미국 NCR의 구조와 역사적 변화를 고려하여 다음과 같은 시사점을 생각해 볼 수 있다.

첫째, 미국 NCR은 점진적인 변화의 결과물이다. 1942년 도입 당시 단순레버리지규제에 가까웠던 미국 NCR은 시간이 지남에 따라 다양한 리스크를 고려하게 되었다. 이러한 과정에서 SEC는 항상 조심스러운 태도를 유지하였다. 표준방법 외에 대체방법과 대체순자본방법을 추가적으로 허용하는 현 규제체계가 자리 잡기까지 수십 년이 걸린 데에는 기존 규제의 불합리성을 고치기 위해 새로운 규제 도입시 발생할 부작용에 대한 염려가 반영된 것으로 보인다. 이는 지나친 규제가 증권업의 혁신을 저해할 수 있다는 인식이 있었기 때문이며, 이로 인해 SEC는 규제를 소홀히 하였다는 비판에 종종 직면하여야 했다. 실제로 글로벌 금융위기 이후에도 SEC는 자기자본규제를 강화하되 대폭적인 변화는 피하지 않고 있는 것으로 보인다. 다만, 이러한 신중한 접근방식은 미국 NCR이 시대에 뒤떨어질 제도가 될 가능성을 높이기도 한다.

둘째, 글로벌 금융위기 이후에도 미국 NCR은 증권사의 청산시 유동성을 규제원칙으로 하고 있다. 다시 말해, 브로커-딜러가 파산에 직면할 경우 고객보호를 위해 신속한 청산절차가 이루어질 수 있는 수준의 자기자본을 확보하는 것이 여전히 중요하다. 90년대 이후 브로커-딜러에 대해 바젤방식을 도입하는 방안이 종종 제시되었으나 계속 무산되었던 사실은 시사하는 바가 크다. 파산확률을 최소화하기 위한 바젤방식보다는 고객에게 피해가 가지 않는 범위 내에서 파산을 허용하는 기존 방식이 바람직하다고 SEC가 판단한 것이기 때문이다. 대형 브로커-딜러의 경우 시스템리스크를 고려해야 하는 문제가 남아있긴 하지만 지주회사 차원의 규제를 강화하는 차원에서 대응하고 있는 것으로 보인다.

셋째, 국내 증권사에 대한 현 자기자본규제는 미국 NCR의 표준방법과 동일한 규제체계로 이해할 필요가 있다. 영업용순자본이 미 NCR의 임시순자본에 해당한다는 점을 감안하면 국내 순자본은 미 NCR의 대체순자본과 유사한 개념으로 볼 수 있으며, 인가업무단위별 법정필요자기자본의 70%는 최소자본금에 해당된다. 다시 말해, 국내 순자본비율의 최소순자본은 최소자본금만을 고려하며, 미국 NCR처럼 표준방법의 '총부채의 6.67%'나 대체방법의 '고객관련미수금의 2%'는 고려하지 않도록 설정된 것이다. 하지만 우리나라에서는 올해부터 규제항목에 레버리지비율 규제가 새롭게 추가되었다. 국내 순자본비율과 레버리지비율 규제를 묶어서 고려하면 최소순자본에 있어 미 NCR 표준방법과 동일한 구조로 보인다.³⁴⁾

넷째, 국내 순자본비율 규제와 미국 NCR의 규제목적은 유사한 듯 보이나 실제 구성요소에 차이가 있다. 국내 순자본비율 규제의 영업용순자본은 증권사의 청산시 유동성을 염두에 둔 개념이다. 실제로 금융감독원에서도 “금융투자업자의 파산을 사전에 예방하고, 파산이 일어나는 경우에도 고객과 채권자의 재산이 안전하게 변제될 수 있도록 유도하는 것이 자본시장과 금융투자산업의 안정을 도모하는데 중요한 의의”라고 말하고 있다. 원칙상으로는 국내 순자본비율 규제와 미국 NCR의 규제목적이 같다고 볼 수 있다. 하지만 국내 순자본비율 규제에는 유동성규제라면 고려해야 할 평가손인정비율 대신 바젤방식의 위험가중자산과 유사한 총위험액이 들어가 있다. 미국 NCR에서도 이와 유사한 대체순자본 개념이 있지만 이는 청산과정의 유동성보다는 파산확률을 최소화시키는 역할이 주된 목적이었다. 만약 국내 순자본비율 규제가 총위험액을 고수한다면 실제로는 미국 NCR의 표준방법이나 대체방법과는 다른 규제목적을 지녔다고 보아야 할 것이다. 그렇다면 국내 증권사는 규모에 관계없이 미국의 대형 브로커-딜러처럼 파산하면 안 되는가라는 물음에

34) 보다 자세한 설명은 장정모(2016) 참조

직면하게 된다. 이와 유사한 문제는 국내의 레버리지비율 규제에게도 적용된다. 올해부터 도입된 레버리지비율 규제는 모든 증권사들에게 적용되고 있다. 레버리지비율 규제는 국내 순자본비율 규제를 미국 NCR의 표준방법과 동일한 구조로 바꾸는 역할을 하고 있다. 미국 NCR에서 표준방법은 주로 중소형사가, 대체방법은 대형사가 사용하고 있다. 이는 표준방법이 국내 증권사에게 적합한 규제체계인지 의심스럽게 만드는 부분이다. 이러한 문제점들은 국내 증권사들에게 일괄적으로 동일한 규제를 적용하는데서 발생하는 것으로 보인다. 미국 NCR처럼 선택할 수 있는 규제방법을 다수 제시하거나 증권사 규모에 최적화된 규제체계를 찾는 과정이 필요할 수 있다.

마지막으로, 국내 금융환경에 대한 면밀한 검토가 필요하다. 국내 순자본비율은 미국 NCR을 벤치마킹한 제도로서, 앞으로도 제도 개선에 있어 미국의 사례를 참조하게 될 것이다. 미국의 경우 증권업과 은행업의 분리와 통합, 브로커-딜러의 투자은행으로의 성장, 금융상품의 혁신에 따른 시장의 혼란과 성숙이란 단계를 거쳤다. 이러한 환경은 국내 환경과는 다소 차이가 있어 보인다. 어떤 유형의 증권사가 우리나라 금융환경에 필요한지, 이들이 성장하면서 시장에 어떤 리스크를 야기할지, 자기자본규제가 통제할 리스크가 있는지를 검토할 필요가 있다. 예를 들어, 국내 증권업의 시스템리스크가 무엇인지 명확히 규명되지 않은 상황에서 미국 NCR처럼 평가손인정비율을 도입하자고 주장하기는 어렵다. 또한, 자기자본규제의 역할을 분명히 하려면 다른 규제와의 관계도 파악할 필요가 있다. 진입규제, 레버리지규제, 지주회사에 대한 규제 등과 관련하여 전반적인 체계를 고려하지 않는 한 질림발이 규제가 될 것이다. 이러한 논의에 대응하기 위해서는 데이터에 근거한 국내 증권업에 대한 분석이 필요하다. 특히, 개별 증권사의 리스크와 이들의 파산이 시장에 미칠 영향과 시스템리스크의 존재 여부 등을 파악하는 것이 시급하다고 판단된다.

참 고 문 헌

참 고 문 헌

<국내문헌>

- 강종만, 2008, 『미국 금융위기의 전망과 시사점』, 금융연구원 금융포커스 17-41.
- 권세훈·한상범·김현숙·박희선, 2006, 『증권회사의 자기자본규제 개선에 관한 연구』, 자본시장연구원 연구보고서 06-08.
- 송홍선·장정모·한상범, 2012, 『글로벌 금융위기 이후 자기자본 규제의 국제적인 변화』, 자본시장연구원 조사보고서 12-05.
- 이석훈·장정모·이용우, 2013, 『국내 금융투자업 자기자본규제 개선방안』, 자본시장연구원 학술연구용역보고서.
- 장정모, 2016, 국내 증권업 건전성 규제의 변화와 의의, 자본시장Weekly 16-01.
- 허찬국·안순권·김창배, 2009, 『글로벌 금융위기의 파장과 대응방안』, 한국경제연구원 정책연구 2009-02.

<외국문헌>

- Dale, R., 1995a, The Capital Adequacy Regulation of US Broker-Dealers: A Comparative Analysis - Part I, *Journal of Financial Regulation and Compliance* 3, 11-27.
- Dale, R., 1995b, The Capital Adequacy Regulation of US Broker-Dealers: A Comparative Analysis - Part II, *Journal of Financial Regulation and Compliance* 3, 153-175.

Dimson, E., Marsh, P., 1995, Capital Requirements for Securities Firms, *Journal of Finance* 50, 821-851.

Farley, R, 2015, *Wall Street Wars: The Epic Battles with Washington that Created the Modern Financial System*, Regan Arts.

FCIC, 2011, The Financial Crisis Inquiry Report.

IOSCO, 2014, A Comparison and Analysis of Prudential Standards in the Securities Sector, CR02/2014.

Molinari, S., Kibler, N., 1983, Broker-Dealers' Financial Responsibility Under the Uniform Net Capital Rule, *Georgetown Law Journal* 72, 1-37.

Markham, J., Hazen, T., 2013, Broker-Dealer Operations Under Securities and Commodities law, *Securities Law Series* Vol. 23, WEST.

SEC, 2013, Financial Responsibility Rules for Broker-Dealers, Release No. 34-700072, WL 4455431.

Shearman&Sterling, 2013, SEC Adopts Changes to Broker-Dealer Net Capital and Financial Responsibility Rules.

<웹사이트>

SEC www.sec.gov

부록. 미국 NCR 주요항목 해설

1. 임시순자본의 조정항목
2. 최소자본금
3. 평가손인정비율
4. 최소순자본: 총채무와 총고객인출금

부록. 미국 NCR 주요항목 해설

<부록>에서는 미국 NCR의 임시순자본, 평가손인정비율, 최소순자본의 구성요소를 구체적으로 설명한다. 이를 통해 <그림 III-1>에서 나타난 표준·대체·대체순자본방법의 차이점을 상세히 논한다. 먼저, 세 방법에서 모두 동일한 산정방식을 적용받는 임시순자본과 최소자본금을 설명한다. 임시순자본의 경우 주주자본의 개념은 명확하므로 조정항목에 대해서만 논한다.

1. 임시순자본의 조정항목

임시순자본의 조정항목은 ①후순위채무, ②미실현 손익, 이연법인세 조항 및 일부 부채, ③개인기업인 경우의 조정, ④현금화가 어려운 자산, ⑤기타 등의 다섯 항목으로 구분된다. (Rule 15c3-1(c)(2)(i)-(v))

(+)①후순위채무: Appendix D(Rule 15c3-1d)의 요건을 만족하는 후순위대출과 보증일람출급어음계약은 총부채에서 제외되어 가산하도록 한다. 실질적으로 후순위이며 최소 1년 이상의 만기를 지닌 부채는 모두 포함하는 것을 원칙으로 하고 있다.

(±)②미실현 손익, 이연법인세 조항 및 일부 부채: 첫째, 브로커-딜러의 계정 상에 있는 미실현 손실은 차감하고 미실현 이익은 가산하는 것이 원칙이다. 둘째, 차감된 자산의 경우 미실현 이익이나 직접적인 관련 발생소득에 대한 이연법인세부채를 순자산에 가산한다. 셋째, 제3자가 브로커-딜러의 사업을 운영하고 있지만 비용이나 부채에 대한 책임이 없는 경우 해당 사업과 관련된 비용과 부채는 차감한다. 넷째, 투자자가 1년 이내 혹은 언제든지 회수가 가능한 자본은 순자산에서 차감한다.

(-)③개인기업인 브로커-딜러: 브로커-딜러 업무 이외의 목적인 자산과 부채를 비교하여 부채의 초과분을 차감한다.

(-)④현금화가 어려운 자산: 첫째, 부동산, 가구비품, 거래소 회원권, 임차보증금, 영업권 등의 고정자산과 선지급금은 차감한다. 둘째, (5일 이상의) 미보증 혹은 일부만 보증된 미수금, (30일 이상의) 이자 미수금, 위탁매매를 포함한 기타 영업상의 미수금, 20일 이상의 보험미수금, 회수가 어려울 것으로 판단되는 모든 미수금 등은 모두 차감한다.

(-)⑤기타: 결제가 완결되지 않은 매수한 유가증권을 매도했을 경우 해당 차액의 시장가격을 차감한다.

2. 최소자본금

최소자본금의 경우 표준·대체·대체순자본방법과 관계없이 브로커-딜러의 업무범위에 따라 달라지며, 이는 <표 부록-1>와 같다.

<표 부록-1> 브로커-딜러 업무별 최소자본금 요건

브로커-딜러의 업무	최소자본금 (달러)
고객계좌를 가진 브로커-딜러	
고객의 자금·유가증권을 수취 및 보유하는 브로커-딜러	250,000
고객의 자금·유가증권을 수취만 하는 브로커-딜러	100,000
유치전문 브로커-딜러 (고객계좌를 수취하지 않음)	
고객의 자금·유가증권을 수취 및 보유하는 브로커-딜러	5,000
유가증권만 수취하는 브로커-딜러	50,000
딜러	
자신의 계좌로 거래하며, 1년 내에 투자계좌를 통한 거래가 10건 이상인 브로커-딜러	100,000

<표 부록-1> 브로커-딜러 업무별 최소자본금 요건 (계속)

브로커-딜러의 업무	최소자본금 (달러)
딜러	
자신의 계좌로 거래하며, 1년 내에 투자계좌를 통한 거래가 10건 이상인 브로커-딜러	100,000
뮤추얼 펀드	
온라인 주문	25,000
가입 방식	5,000
선물중개회사	
CFTC(Commodities Futures Trading Commission)에 등록된 브로커-딜러	250,000
기타 브로커-딜러	
직접 참여하는 딜만을 하는 브로커-딜러	
고객의 주문을 받지 않으나 M&A 등 고객의 거래를 수행하는 브로커-딜러	5,000

3. 평가손인정비율

평가손인정비율의 경우 표준방법과 대체방법은 SEC에서 정한 가중치를 적용하는 반면, 대체순자본방법은 내부모형을 사용한다.

가. 표준방법과 대체방법 (Rule 15c3-1(c)(2)(vi))

표준방법과 대체방법의 평가손인정비율은 브로커-딜러가 보유하고 있는 ①지분증권, ②정부채권, ③지방정부채권, ④은행인수어음, 상업어음, 양도성예금증서, ⑤투자등급 이상의 회사채, ⑥전환가능채권, ⑦옵션과 선물 상품의 시장가치에 대해 순자본에서 공제되는 비율을 말한다.

①지분증권: 거래소에서 거래되거나 시장조성자가 3인 이상일 때는

유동성이 높은 주식으로 보며, 거래소에서 거래되지 않는 주식에 대해서는 40%의 평가손인정비율을 적용한다. 유동성이 높은 주식의 경우 매수 포지션(L) 또는 매도포지션(S) 중에서 더 큰 쪽에 대해 15%를 적용한다. 단, 매수포지션과 매도포지션 중에서 작은 쪽 포지션의 시장가치가 더 큰 포지션의 25%를 상회하는 경우에는 그 차이의 15%에 대해 추가적으로 평가손인정비율을 산정한다. 이를 산식으로 나타내면 다음과 같다.

$$0.15 \times \max[L, S] + 0.15 \times \max[\min(L, S) - 0.25 \times \max(L, S), 0]$$

②미국 연방정부가 발행하거나 지급보증하는 정부채권: <표 부록-2>에 나타난 바와 같이 잔존만기에 따라 4개의 범주로 구분하고, 각 범주의 만기별로 0~6% 사이의 평가손인정비율을 적용한다.

<표 부록-2> 미 국채의 평가손인정비율

	잔존만기	평가손인정비율(%)
Category 1	3개월 미만	0.0
	3개월 ~ 6개월	0.5
	6개월 ~ 9개월	0.75
	9개월 ~ 1년	1.0
Category 2	1년 ~ 2년	1.5
	2년 ~3년	2.0
Category 3	3년 ~ 5년	3.0
	5년 ~10년	4.0
Category 4	10년 ~ 15년	4.5
	15년 ~ 20년	5.0
	20년 ~ 25년	5.5
	25년 이상	6.0

자료: SEC Rule 15c3-1(c)(2)(vi)(A)(1)

③지방정부가 발행하거나 지급보증하는 지방정부채권: 매수와 매도포지션 중 큰 쪽의 시장가치에 0~7% 사이의 평가손인정비율을 적용한다.

<표 부록-3> 미 지방채의 평가손인정비율

발행 만기 731일 미만		발행 만기 731일 이상	
잔존만기	평가손인정비율(%)	잔존만기	평가손인정비율(%)
30일 미만	0.0	1년 미만	1.0
30일 ~ 90일	0.125	1년 ~ 2년	2.0
91일 ~ 181일	0.25	2년 ~ 3.5년	3.0
181일 ~ 271일	0.375	3.5년 ~ 5년	4.0
271일 ~ 366일	0.5	5년 ~ 7년	5.0
366일 ~ 456일	0.75	7년 ~ 10년	5.5
456일 ~ 732일	1.0	10년 ~ 15년	6.0
		15년 ~ 20년	6.5
		20년 이상	7.0

자료: SEC Rule 15c3-1(c)(2)(vi)(B)(1)-(2)

④은행인수어음, 상업어음, 양도성예금증서 등: 이들과처럼 만기 1년 미만의 단기 금융상품에 대해서는 매수와 매도포지션 중 큰 쪽의 시장가치에 잔존만기별로 0~0.5% 사이의 평가손인정비율을 적용하여 산정한다.

⑤투자등급 이상의 회사채: 공인신용평가회사(Nationally Recognized Statistical Rating Organizations: NRSRO)중 두 개사로부터 신용등급 그룹 중 상위 4개의 하나로 평가된 회사채의 경우 헤징여부에 따라 산정된다. 상호 헤지되는 채권이 없는 경우에는 포지션이 큰 쪽의 시장가치에 대해 잔존만기별로 2~9%의 평가손인정비율을 적용받는다. 반면, 상호 헤지되는 채권이 정부채권인 경우에는 1.5~3%, 회사채인 경우에는 1.75~3.5%의 평가손인정비율을 적용받는다.

⑥ 전환사채, 교환사채, 신주인수권부채권 등의 전환가능채권: 시장가치가 액면가보다 큰(작은) 경우에는 지분증권(투자 등급 이상의 회사채)에 해당하는 평가손인정비율을 적용받는다.

⑦ 옵션상품: Appendix A에 따르면 다양한 헤지전략을 인정하여 상품의 종류와 포지션 별로 서로 다른 평가손인정비율을 적용한다.

나. 대체순자본방법 (Rule 15c3-1(a)(7))

표준방법과 대체방법에 적용되는 일률적인 평가손인정비율 대신 SEC의 승인을 얻은 대형 브로커-딜러는 Appendix E에 따라 관련 공제항목을 산정할 수 있다. 이와 같은 산정방식으로 계산된 순자본은 대체순자본(Alternative net capital)이라고 불린다. 대체순자본을 사용하기 위해 브로커-딜러는 다음 두 가지 요건을 만족하여야 한다. 첫째, 브로커-딜러는 10억달러이상의 임시순자본과 5억달러 이상의 순자본을 항상 유지해야 한다. 둘째, 브로커-딜러의 모회사인 (금융)지주회사에 대한 재무현황을 보고할 의무가 있다.

Appendix E에 따르면 브로커-딜러는 기존 평가손인정비율 대신 시장리스크와 신용리스크를 계산한다. 이는 유동성보다는 계속기업의 가치 존속을 위한 바젤방식의 리스크관리 체계를 브로커-딜러에게 적용한다는 것을 의미한다. 이 때 시장리스크와 신용리스크 산출에 있어서는 일련의 수학적 모형을 이용하도록 한다. 두 종류의 리스크 모두 브로커-딜러가 회사 내부 데이터와 자체개발한 시스템을 이용한 모형에 기반한다는 공통점을 갖는다. 해당 모형을 적용하기 위해서는 모형의 강건성을 SEC로부터 사전에 검증받아야 한다. 이는 은행에 적용되는 바젤Ⅱ·Ⅲ의 내부모형법을 브로커-딜러에게도 허용한 것으로 볼 수 있다.

4. 최소순자본: 총채무와 총고객인출금

최소순자본의 경우 표준방법은 총채무를 기준으로 산출하는 반면 대체방법과 대체순자본방법은 총고객인출금을 기준으로 한다. 최소자본금은 부록.2.최소자본금에서 보았듯이 방법에 관계없이 동일하게 적용된다.

<표 부록-4> 미국 NCR의 최소순자본

표준방법	$\max(\text{최소자본금}, \text{총채무의 } 6.67\%)$
대체·대체순자본방법	$\max(\text{최소자본금}, \text{총고객인출금의 } 2\%)$

가. 표준방법: 총채무의 6.67%

Rule 15c3-1(c)(1)에 따르면 총채무란 브로커-딜러가 수행하는 모든 거래와 관련해서 일어나는 금전적 채무를 말한다. 여기서 주의할 점은 총채무의 정의에서 <표 부록-5>의 다음 항목들은 제외한다는 것이다. 이러한 총채무의 정의는 적절히 담보화된(adequately secured) 부채를 모두 제외하는 효과를 가진다.³⁵⁾ Dale(1994b)에 따르면 브로커-딜러의 부채 중 상당 부분이 담보화되어 있기 때문에 이를 감안할 경우 표준방법에 따른 레버리지비율 규제의 실제 부담은 그리 크지 않을 수 있다.

35) 브로커-딜러에게 담보대출을 한 은행이 해당 대출을 완전담보화되어 있다고 간주할 정도로 부채 대비 담보의 시장가치 초과분이 충분한 경우를 적절히 담보화되었다고 한다.

<표 부록-5> 표준방법: 총채무에서 제외되는 항목

-
- ① 매수포지션으로 보유하고 있는 유가증권을 담보로 한 부채, 매수포지션으로 보유하고 있는 현물상품을 담보로 한 부채, 담보부약속어음을 담보한 증권에 의해 보증된 부채 등

 - ② 대여증권 혹은 수령실패(failed-to-receive)증권 중에서 매수포지션으로 보유하며 팔지 않았거나 담보부약속어음의 담보로 이용되고 있는 경우 해당증권에 대해 지급해야 할 금액

 - ③ 발행인이나 대리인으로부터 아직 수령하지 못한 증권 또는 단기금융상품에 대한 미지급금을 나타내는 신용잔고

 - ④ 상품거래법 규정에 따라 분리되어 있는 고객 또는 비고객의 주식

 - ⑤ 투자회사법 규정 27(d)에서 명시한 환급을 위한 책임준비금

 - ⑥ Special Reserve Bank Account for the Exclusive Benefit of Customers에 예치되어 있는 유가증권 및 예금의 총액

 - ⑦ 일반적인 거래와 사업을 목적으로 취득한 자산이 담보인 고정부채

 - ⑧ 미결제약정 부채

 - ⑨ 후순위계약에 따른 부채

 - ⑩ ⑨에 해당하지 않더라도 감독당국에 의해 승인되고 채권자보다 후순위 성격을 지닌 비고객 채무

 - ⑪ 무한 책임사원 계정에 있는 신용잔고

 - ⑫ 이연세 부채

 - ⑬ 등록투자회사의 지분매입 시 브로커-딜러가 지급해야 할 금액과 동일한 액수의 미수금이 발생하였을 경우 해당금액의 85%

 - ⑭ 차입한 대차증권과 유형·수량 등이 동일한 증권에 대해 미수금이 있는 경우 대차증권에 대해 지불해야 할 금액의 85%
-

주 : 용어의 번역 및 설명은 원문을 요약한 것으로 자세한 설명은 원문을 참조
 자료: SEC Rule 15c3-1(c)(1)(i)-(xv)

나. 대체방법 및 대체순자본방법: 총고객인출금의 2%

대체방법 혹은 대체순자본방법을 선택한 브로커-딜러는 순자본을 총 고객인출금(aggregate debit items)의 2%와 최소자본금 중 큰 값보다 높게 유지해야 한다. 총고객인출금은 SEC Rule 15c3-3a(이하, Exhibit A)와 SEC Rule 15c3-3(e)에 의해 주(weekly) 단위로 산출한 금액에 해당된다.

Exhibit A는 고객특별계정(Customer Reserve Bank Account)과 거래상대특별계정(Proprietary Account of Broker-Dealers: PAB)에 포함되는 항목들을 열거하고 있다. 한편, SEC Rule 15c3-3(e)는 고객특별계정과 PAB계정을 다른 계좌들과 분리해서 운영할 의무를 규정하고 있다. 이 조항들은 고객특별계정을 규정하고 있기 때문에 흔히 (금융)소비자보호 규정으로 불린다. 이는 고객 목적이 아닌 사업용으로 고객의 자금이 쓰이는 것을 막기 위해 계정을 분리하고자 하는 의도에서 비롯된 것이다.

SEC Rule 15c3-3(e)에 따르면 고객의 증권업무를 담당하는 브로커-딜러는 다음 두 가지 의무가 있다. 첫째, 브로커-딜러는 고객이 소유한 증권을 물리적으로 보유하며 다른 증권들과 분리되어 있어야 한다. 이를 위해 일반적으로 브로커-딜러는 고객 보유의 증권을 미국의 은행에 예치할 의무가 있다. 둘째, 브로커-딜러는 고객에게 지불해야 할 의무가 있는 금액(net cash) 이상의 현금 혹은 정해진 증권을 은행의 계좌에 별도로 예치하여야 한다. 이것이 총신용과 총고객인출금의 차이에 해당한다고 볼 수 있다.

<표 부록-6>은 Exhibit A를 나타낸다. 여기서, 별도로 예치해야 하는 금액은 고객의 총신용(total credits)과 고객의 총고객인출금(total debits)을 비교하여 총신용의 초과분으로 정의된다.³⁶⁾ 이는 브로커-딜러가 파산

36) 일부 항목들의 경우 세부사항에 있어 다소 차이가 있으며, 이는 Rule 15c3-1(a)(1)(ii)(A)-(D)에 명시되어 있다. 예를 들어, (A)에 따르면 Note E (3)의 부채

할 경우 고객에게 지불할 의무가 있는 금액으로 해석된다. 해당 금액이 브로커-딜러의 다른 사업과 완전히 분리되어 보전되어 있다면 고객은 브로커-딜러의 파산 시에도 상당한 시간적 지연이나 금전적 피해를 겪지 않고 자신의 재산을 보호받을 수 있다. 이와 같이 대체방법은 레버리지를 제약하는 표준방법과는 달리 브로커-딜러의 고객보호를 목적으로 하고 있다는 점에서 근본적인 차이가 있다. 단, 파산 시 행정적 비용이 추가적으로 발생할 수 있는 경우를 염두에 두고 SEC는 총고객인출금의 2%를 브로커-딜러에게 요구하고 있는 것으로 해석된다.

항목에 대해서는 1% 감축 대신에 총부채 항목의 3%를 줄일 수 있다.

<표 부록-6> 대체방법: 총고객인출금의 정의

브로커-딜러의 고객에 대한 총신용 (Total credits)
① 고객계좌의 예치금
② 유가증권을 담보로 고객이 빌린 금액
③ 고객의 대차증권에 대한 미수금
④ 고객의 미수령 증권
⑤ 고객이 주요 판매처가 되는 회사계정의 신용잔고
⑥ 유가증권의 배당, 분할 등 관련 미수금의 시장가치 (30일 이상)
⑦ 매도증권의 count differences에 대한 시장가치 (30일 이상)
⑧ 모든 가계정 상의 매도증권과 관련 신용의 시장가치
⑨ 발행인과 대리인으로부터의 인도가 확정되지 않은 유가증권의 시장가치
브로커-딜러의 고객에 대한 총인출 (Total Debits)
⑩ 현금·마진계정의 인출잔고 (무담보계정 등은 제외)
⑪ 고객의 공매도를 위해 빌린 증권 등
⑫ 고객의 미결제 증권 (30일 이하)
⑬ 고객계정의 OCC(Options Clearing Corporation) 필요증거금
⑭ SEC등록 청산소에 대한 필요증거금 등
총고객인출금 (Aggregate debit items)
((⑩~⑭의 합계)