

증권산업 지급결제서비스의 발전방향:  
자본시장통합법 제정과 관련하여

2006. 5.

연구위원	서 은 숙
연구위원	송 민 규
선임연구원	윤 지 아
연구원	김 미 혜

한국증권연구원  
Korea Securities Research Institute



<著 者 註>

최근 추진되고 있는 자본시장통합법 제정에서는 증권산업의 소액결제시스템 참여를 허용하여, 투자자에게 더욱 개선된 금융서비스를 제공하고자 하고 있습니다. 이에 대하여 증권산업의 타 금융권역 침해, 지급결제시스템 위험의 증가 등을 이유로 증권산업의 소액결제시스템 참여를 우려하는 의견이 제기되고 있는 실정입니다.

본 보고서는 증권산업이 소액결제시스템에 참가해야 할 필요성을 정리하고, 현재 투자자들이 사용하고 있는 각종 증권계좌의 결제리스크를 차례로 살펴본다 구체적으로 어떠한 위험이 나타날 수 있는지를 분석하였습니다. 이러한 결과를 토대로, 실제로 증권산업이 소액결제시스템에 참여할 경우, 증권회사가 지급결제서비스를 제공할 수 있는 가장 적절한 계좌를 제시하고, 이를 원활히 운영하는데 필요한 제도의 정비 방향을 제안하였습니다.

본 보고서의 내용이 현재 제기되고 있는 여러 우려에 대하여 투자자, 증권회사, 은행, 정책·규제 당국의 합리적 판단을 위한 유용한 자료로 활용될 수 있기를 기대합니다.

독자 여러분의 많은 관심과 의견 제시를 기대합니다. 관련 문의는 아래의 저자에게 연락하시기 바랍니다.

연락처 수신인 : 서 은 숙, [seo98@ksri.org](mailto:seo98@ksri.org), 3771-0642  
송 민 규, [mksong@ksri.org](mailto:mksong@ksri.org), 3771-0661  
윤 지 아, [aji@ksri.org](mailto:aji@ksri.org), 3771-0628  
김 미 혜, [mh\\_kim@ksri.org](mailto:mh_kim@ksri.org), 3771-0649

## < 목 차 >

<요 약> .....	v
<Abstract> .....	vii
I. 서 론 .....	1
1. 연구의 배경 및 목적 .....	1
2. 연구의 범위 .....	2
II. 증권산업의 소액결제서비스 현황 및 소액결제시스템 참가의 필요성 .....	4
1. 증권산업 소액결제서비스 현황 .....	4
2. 소액결제시스템 참가범위 확대의 필요성 .....	7
3. 소액결제시스템 참가기관과의 비교 .....	10
4. 주요국의 증권산업 소액결제서비스 .....	15
III. 증권산업의 소액결제계좌 선택을 위한 증권계좌 특성 비교 .....	17
1. 지급결제리스크 .....	17
2. 은행계좌의 결제리스크 관리제도 .....	19

3. 증권계좌별 특성 및 리스크 .....	24
4. CMA의 결제리스크 .....	30
5. 요약: 증권계좌의 지급결제리스크 분석 결과 .....	32
<b>IV. 소액결제계좌 선택 및 운영에 관한 제도 개선방향 .....</b>	<b>34</b>
1. 지급결제계좌의 선택시 고려 사항 .....	34
2. 소액결제계좌의 선택 .....	36
3. 제도 개선방향 .....	38
<b>V. 요약 및 결론 .....</b>	<b>40</b>
<b>&lt;부 록&gt; .....</b>	<b>43</b>
<b>&lt;참 고 문 헌&gt; .....</b>	<b>44</b>

## < 표 목 차 >

<표 II-1> 은행의 지급결제서비스 제공에 대한 건당 수수료 사례 .....	6
<표 II-2> 증권회사별 은행 지급수수료 현황 .....	6
<표 II-3> 증권회사 영업용 순자본비율 .....	12
<표 II-4> 주요 금융기관의 고정이하여신비율 .....	13
<표 II-5> 예금보호제도 현황(2005년 6월말 기준) .....	15
<표 III-1> 지급준비금제도 현황 .....	21
<표 III-2> 보호대상 금융상품 현황(2005년 6월말 기준) .....	22
<표 III-3> 예수금별 집중예치제도 현황 .....	25
<표 IV-1> 증권회사 고객예수금 규모 현황(2005년 9월말 기준) .....	35
<표 IV-2> 대표금융기관 직접 참가방식 참가방안의 장·단점 비교 .....	38

## < 약 어 표 >

ACSS	Automated Clearing Settlement System
BIS	Bank for International Settlements
CD	Certificate of Deposit
CMA	Cash Management Accounts
CMS	Cash Management Service
CP	Commercial Paper
MMF	Money Market Fund
MRF	Money Reserve Fund
IB	Investment Banking
RP	Repurchase Agreement

## 〈 要 約 〉

- 최근 제정이 추진되고 있는 자본시장통합법(「금융투자업과 자본시장에 관한 법률(가칭)」)에서는 증권산업의 소액결제시스템 참여를 허용하여, 투자자에게 더욱 개선된 금융서비스를 제공하고자 함
- 본 보고서는 증권산업의 소액결제시스템 참가의 필요성, 증권계좌별 결제리스크 등을 검토하여, 결제서비스를 부여할 수 있는 적절한 증권계좌를 선택하고, 이의 원활한 활용을 위한 정책 방향을 제시하고자 함

### I. 증권산업의 소액결제시스템 참가의 필요성

- 투자자 편익의 증대와 증권산업의 발전을 위해 증권산업이 소액결제시스템에 참가할 필요가 있음
  - 은행이 결제기능이 부여된 금융상품을 독점적으로 공급하는 것은 일종의 시장봉쇄(market foreclosure) 현상으로도 볼 수 있으며, 이러한 문제를 해결하기 위해, 잠재적 경쟁자인 증권산업에 지급결제네트워크에 동등한 접근을 허용하는 것이 바람직(필수설비원칙(essential facilities doctrine))

### II. 증권계좌의 지급결제리스크 분석

- 현재 증권계좌는 크게 ①자산평가액 부분, ②현금인출가능액 부분으로 구성되어 있으며, 이중 자산평가액 부분은 지급결제의 수단이 되기 어려운 반면, 현금인출가능액 부분에는 지급결제기능을 부여할 수 있음

— 현금인출가능액 부분인 고객예탁금은 예금보험의 대상일 뿐만 아니라 집중별도예치제(증권거래법 제44조의3)에 의해 특별히 보호되고 있어 증권회사의 신용리스크로부터 안전

○ 그러나 증권회사와 한국증권금융간의 잠재적인 유동성 리스크는 별도로 주목하여, 증권회사의 인출요청에 적절히 대응할 수 있도록 적절한 유동성을 확보하고 있는지를 감독해야 할 필요성은 존재

— 한국증권금융은 고객예탁금을 예금, CD, MMF 등 매우 유동적인 자산에 운용하고 있어, 은행의 예금계좌보다 유동성 리스크가 크다고 할 수 없음

### III. 소액결제계좌 선택 및 제도의 정비 방향

○ 결제서비스 기능을 부여할 계정은 결제리스크가 가장 작아야 하며, 투자자의 편의성 및 친숙도 등을 고려하여야 함

— 결제성 계좌를 신설하는 방안과 기존의 위탁자예수금(주식위탁계정의 고객예탁금)을 이용하는 방안이 있음

○ 기본적인 정책방향은 지급결제서비스의 대상이 될 현금인출가능 부분의 리스크가 최소화되도록 해야 함

— 증권회사와 한국증권금융간의 관계에서 발생할 수 있는 잠재적 리스크에 대해서는 필요하다면 감독을 더욱 강화할 수도 있을 것임

— 또한 기존 은행이 따르고 있는 각종 결제리스크 관리제도를 증권산업도 따르도록 해야 할 것임

○ 증권산업이 지급결제서비스를 제공하는 금융상품을 투자자에게 공급할 때, 투자자들에 대한 올바른 이용 교육이 필요함

## <Abstract>

### **Retail Payments of Korean Securities Companies: Analysis on Payment Risks of Accounts and Policy Suggestions**

Currently, Korean securities companies are not allowed direct access to the retail payment system, but rather, only indirect access through the bank accounts, leading to inconvenient transactions for individual investors and inferior competitiveness of the securities industry. In order to improve this situation, the Korean government is trying to permit the industry to directly access the system.

This paper examines why the industry requires direct access and which settlement risks the current securities accounts have. In addition, based on this research, we suggest plausible and desirable securities accounts for the payment instruments.

We claim that the access should be allowed in order to improve transaction convenience for the investors and competitiveness of the securities industry.

An exemplary securities account is made up of two parts, (i) asset value from buying securities and (ii) residual cash not used for buying assets. The latter is the so-called customers' deposit which is required by the Securities and Exchange Act to be held as reserves in the Korea Securities Finance Corporation. Thus, we conclude that the customers' deposits in the accounts should be eligible as the payment instruments. However, it should be noted that a liquidity risk between the securities companies and the Korea Securities Finance Corporation still exists.

Based on the results of this research, it is suggested that a securities company yield a new payable account independent of the current securities accounts, mimicking the demand deposit account of the commercial bank, or use the customers' deposit of the stock trading account for the payable account.

In principle, the payable securities accounts should be kept as far from the payment risks as possible. For example, if necessary, the securities industries could also be managed by the same regulations that the current members of the retail payment system are. Above all, it is essential to inform the investors of the responsibility of managing the accounts for the payment purpose.

# I. 서론

## 1. 연구의 배경 및 목적

- 최근 자본시장의 발전을 위해, 「금융투자업과 자본시장에 관한 법률(가칭)」(이하 “자본시장통합법”이라 함)의 제정이 추진되고 있으며, 이는 금융투자업(Investment Banking: IB)의 발전 및 활성화에 초점을 두고 있음
- 자본시장통합법에서는 금융투자회사의 소액결제시스템 참가를 허용하여, 금융투자회사가 투자자에게 더욱 개선된 금융서비스를 제공하도록 할 방침임
- 앞으로 탄생할 금융투자회사가 어떤 금융상품으로 어떻게 투자자에게 지급결제서비스를 제공할 수 있을지에 대해 현 시점에서 정확히 답변할 수 없으므로, 대안으로 금융투자회사의 모체가 될 것이라고 여겨지는 증권회사가 소액결제시스템에 참가하는 것을 대상으로 연구하고자 함
  - 자본시장통합법 제정과 관련된 논의가 되기 이전부터 자본시장의 균형발전 등을 위해서, 증권산업의 소액결제시스템 참가에 대한 논의가 진행된 바 있음(선정훈 외(2005), 김현욱 외(2005))

- 한편으로는 증권산업이 투자자에게 지급결제서비스를 제공하는 것에 대하여 은행 고유의 업무영역 침해, 지급결제서비스 위협의 증대 등을 이유로 우려하는 의견도 있음
- 따라서 본 연구에서는 증권산업에 대한 지급결제서비스 기능을 부여해야 할 필요성을 제시하고, 증권산업이 소액결제시스템에 참가할 경우 발생할 수 있는 지급결제리스크를 검토하고자 함

## 2. 연구의 범위

- 제 II장에서는 증권산업의 소액결제서비스 현황 및 소액결제시스템 참가의 필요성을 제시
  - 2절에서는 투자자의 편익뿐만 아니라, 증권산업과 여타 금융권과의 공정한 경쟁을 위해서도 증권산업의 소액결제시스템 참가가 필요함을 설명
    - 지급결제망에는 자연독점적인 네트워크산업의 특성이 있음에 착안하여, 시장봉쇄(market foreclosure)의 가능성과 필수설비원칙(essential facilities doctrine) 적용을 제안
  - 3절에서는 증권회사의 전반적 안전성을 살펴보기 위해 금융기관의 건전성(영업용순자본비율 등), 자산운용에 따른 금융기관의 위험, 시장의 감시, 투자자(예금자) 보호 측면 등을 이미 소액결제시스템에 참가하고 있는 소위 서민금융기관과 비교하여 봄

- 제 Ⅲ장에서는 실제로 증권산업의 소액결제시스템 참가를 허용할 때, 어느 계정(또는 계정의 일부)이 결제리스크가 가장 작은가를 분석하고, 5절에서 이 결과를 요약
  
- 제 Ⅳ장에서는 제 Ⅲ장의 결과를 토대로 증권회사가 지급결제서비스를 제공할 수 있는 계정을 선택하고, 이를 운영하는데 필요한 제도의 정비 방향을 제시
  - 결제성 계좌를 신설하는 방안과 기존의 위탁자예수금(주식위탁계정의 고객예탁금)을 이용하는 방법을 제시
  
- 아직 선진국형 금융투자회사가 출현하지 않은 우리나라 상황에서, 증권산업의 소액결제시스템 참가는 자본시장의 발전을 위한 하나의 요소로서 논의되어야 함

## II. 증권산업의 소액결제서비스 현황 및 소액결제 시스템 참가의 필요성

### 1. 증권산업 소액결제서비스 현황

○ 지급결제(payment and settlement)란 각종 경제활동(실물 및 금융거래)에서 발생하는 채권·채무 관계를 경제주체들이 현금이나 수표, 신용카드 등의 지급수단을 이용하여 화폐적 가치의 이전을 통해 청산하는 행위를 일컫음

○ 현실적으로 거액결제시스템(large-value payment system)은 주로 금융기관간 거액의 자금이체를 처리하는 시스템인 반면, 소액결제시스템(retail payment system)은 주로 일반 개인 및 기업의 의뢰에 따른 지급결제를 처리하는 시스템임

— 소액결제시스템은 건당 거래대금이 작은 개인 및 기업간의 거래와 관련되는데, 통상 금융결제원을 통해 하루 중 발생한 거래대금을 합산하고 금융기관별로 상계(netting)하여 한국은행을 통해 차액만을 결제함

• 금융결제원에서 11개 소액결제시스템<sup>1)</sup>을 운영중임

1) 금융결제원은 어음교환시스템, 지로시스템, 은행공동망(CD, 타행환, 지방은행, CMS, 직불카드, 전자화폐, 전자금융), 전자상거래지급결제시스템(B2C, B2B) 등의 소액결제시스템을 운영하고 있음. 증권회사가 소액결제시스템에 신규(특별참가기관)로 참가하기 위해서는 “금융결제원사업 특별참가금 산출기준”에 따라 사업별 투자비용에 대한 부담금과 향후 예상수익의 일정분에 상응하는 회비를 가입금으로 납부해야 함. 현재 특별참가기관은 우체국, 농·수협 회원조합, 외

— 반면, 거액결제시스템은 주로 건당 거래대금이 큰 금융기관간 거래와 연관되는데, 발생하는 건별마다 총액으로 한국은행을 통해 결제되는 시스템임

○ 현재 증권회사는 금융결제원의 소액결제시스템에 참가하지 못하고 있으며, 따라서 투자자들에게 결제서비스를 제공하기 위해 은행공동망(CD, 타행환, 전자금융, CMS 등) 각각에 대해 은행과 개별약정을 체결하고 있는 실정임

— 따라서 증권회사의 고객이 자금이체를 요청하면, 증권회사는 금융결제원에 이체하도록 직접 지시하는 것이 아니라, 개별 약정은행에 자금이체를 의뢰하여 약정은행이 은행공동망을 이용해 자금이체를 수행토록 함

○ 증권회사와 투자자들이 지급결제서비스를 이용하기 위해서는, 투자자는 자금이 은행을 경유하면서 발생하는 수수료를 부담하여야 하고 증권회사 또한 은행의 중계수수료를 부담하고 있는 상황임<sup>2)</sup>

— 2003년 회계연도 기준으로 전 증권회사가 은행에 지급한 중계수수료는 연간 83억원에 이르는 것으로 추정

— 증권회사를 대상으로 실시한 은행과 연계한 소액결제서비스 제공시 문제점에 관한 설문 결과, 중·소형 증권회사들의 57.9%가 은행의 과대수수료를 가장 큰 어려움이라고 응답함<sup>3)</sup>

---

은지점, 새마을금고연합회, 신용협동조합중앙회, 상호저축은행중앙회 등임

2) 증권회사가 소액지급결제시스템에 참가하는 대신 은행이 관련 수수료를 강제로 낮추는 것도 고려해 볼 수 있으나, 장기적으로 보장하기 어려우며 투자자의 거래편의성을 제고시키지는 못함

- 더욱이 최근 은행들이 지급결제서비스에 대한 수수료를 인상하고 있는 추세이어서 현행 증권회사의 지급결제서비스 제공방식의 문제점은 더욱 커질 전망이다

<표 II-1> 은행의 지급결제서비스 제공에 대한 건당 수수료 사례<sup>a)</sup>

구 분		이용수수료 (고객부담)	중계수수료 (금융기관부담)	계
송금	제휴은행으로	200원	100원	300원
	타행으로	300원	100원	400원
입금	제휴은행에서	입금자부담	200원	200원
	타행에서	입금자부담	200원	200원
출금	제휴은행 CD	출금자부담	200원	200원
	타행 CD	출금자부담	200원	200원
조회	수취인 명의 조회	면제	100원	100원

a) 은행 및 증권회사마다 다소 차이가 있음

자료: 국민은행, 2003, “연계서비스 수수료 변경 통보”에서 발췌, 선정훈 외(2005)에서 재인용

<표 II-2> 증권회사별 은행 지급수수료 현황<sup>a)</sup>

(단위: 개, 억원)

증권회사	점포수	수수료	증권회사	점포수	수수료
A증권	136	6.0	E증권	66	6.0
B증권	120	3.8	F증권	50	3.0
C증권	118	6.0	G증권 <sup>b)</sup>	43	13.8
D증권	71	4.4	H증권 <sup>b)</sup>	1	30.0

a) 점포수, 고객예탁금 및 자기자본을 가중평균하여 산정. 단, 계좌개설수수료가 포함된 증권회사는 제외

b) G, H 증권회사의 경우 수수료금액에 계좌개설수수료(건당 약 7,000원)가 포함되어 있어 점포수가 적음에도 불구하고 수수료가 크게 나타나고 있음

자료: 선정훈 외(2005)에서 재인용

3) 선정훈 외(2005)

## 2. 소액결제시스템 참가범위 확대의 필요성

### 가. 투자자 편익의 증대

- 최근 적립식 펀드 투자 활성화 등 증권회사의 금융상품을 이용하는 개인 고객의 규모가 커지고 있는 추세이나, 개인투자자들이 지급결제서비스를 이용하기 위해서는 해당 증권회사와 업무제휴를 맺은 특정 은행의 계좌를 반드시 보유해야 하는 등 금융거래에 상당한 제약과 불편함이 있음
  
- 증권회사가 소액결제시스템에 참가할 경우, 투자자들은 증권회사로부터 직접적으로 소액결제서비스를 받을 수 있어 투자자들의 불편이 상당히 해소되고, 증권회사는 투자자들의 수요에 부합하는 더 많은 투자상품을 제공할 수 있게 되어 투자자들의 투자 선택의 폭도 넓어짐
  - 예를 들어 현행 소액결제시스템 하에서 증권계정은 은행의 예금계좌에 비해 수시입출금 및 이체업무시간 등에 대한 제한을 받고 있음

### 나. 자본시장 발전에 기여

- 우리나라의 경제가 한 단계 재도약하기 위해서는 고부가가치의 혁신산업과 모험산업의 성장이 필요하며 이러한 산업들에 자금을 적시에 제공하기 위해서는 자본시장의 성장이 필수<sup>4)</sup>

---

4) 신보성 외(2005)

- 고위험·고수익의 특성을 보이는 고부가가치의 혁신산업과 모험산업의 성장을 위해서는 위험을 떠안을 수 있는 구조의 금융기관이 필요한데, 전통적이고 안전한 사업에 대한 자금제공에 적합한 은행은 이러한 사업들에 대해 자금을 제공하는데 한계가 있음
- 성장 동력인 혁신산업과 모험산업에 대한 원활한 자금제공을 위해서는 가계자금이 은행 예금 일변도에서 벗어나 자본시장으로 유입될 수 있도록 하는 유인을 제공하는 것이 바람직
  - 이는 은행 중심의 금융구조를 개선하고, 자본시장의 균형발전을 달성하기 위한 정책적 대안이 될 수 있을 것임
- 은행이 지급결제서비스를 독점으로 공급할 경우, 과도한 수수료부과를 통해, 비은행금융기관으로부터 은행으로 부의 이전(wealth transfer)을 발생시킬 수 있고, 은행은 이러한 독점력을 바탕으로 여타 금융상품에 까지도 독점적 이윤을 실현할 수 있어 궁극적으로 자본시장의 균형발전을 저해
  - 앞에서 제시된 <표 II-1>과 <표 II-2>에서 보는 바와 같이 증권회사 고객들은 지급결제서비스 이용에 대한 수수료를 부담할 뿐만 아니라, 증권회사 역시 은행에 중계수수료를 지불
  - 은행이 독점적 결제서비스 공급을 이용하여 결제기능이 부여된 금융상품을 독점적으로 공급하는 것은 일종의 시장봉쇄(market foreclosure)<sup>5)</sup>로 볼 수 있음

---

5) 자세한 내용은 Rey and Tirole(2003) 참조

- 시장봉쇄란 기업이 한 재화의 시장에 대한 지배력을 이용하여 관련된 다른 재화의 생산을 제한하여 이윤을 극대화하는 현상
- 이는 한 재화의 생산이 규모의 경제 등으로 자연적 독점일지라도 그 독점적 상품을 이용하여 생산되는 재화 또는 보완재의 시장은 경쟁적인 것이 타당한 경우에, 독점적 기업이 독점력을 확대하여 잠재적 경쟁시장마저 독점화하는 현상을 일컬을 때 주로 사용됨

— 지급결제망은 네트워크 산업<sup>6)</sup>으로 구축에 적지 않은 고정비용이 소요되므로 어느 정도 독과점적 지배력을 보장해 줄 필요가 있으나, 이러한 독점적 네트워크 가격을 은행의 금융상품과 비은행 금융상품에 대해 차별적으로 부과하므로 일종의 시장봉쇄라고 할 수 있으며, 이를 개선할 필요가 있음

- 만일 은행의 금융상품이나 비은행 금융상품에 대해 동등한 네트워크의 독점가격을 부과한다면 금융상품시장의 완전경쟁구조는 유지되며 시장봉쇄가 아님

○ 결제 네트워크와 같은 필수설비(essential facilities)를 이용하는 금융상품의 경우 공정한 경쟁성을 보장하기 위해서는 잠재적 경쟁자들에게 이 설비에 대해 가격과 품질면에서 동등한 접근(equal access in price and quality)을 보장해 주어야 하는데<sup>7)</sup>, 이를 필수설비원칙(essential

6) 지급결제망을 네트워크 산업으로 인식하는 것은 Bank of Canada(1997), 선정훈 외(2005), 김현욱 외(2005) 등에 나타남

7) 필수설비 사업부문과 잠재적 경쟁상품 사업부문을 별도의 사업자로 완전히 분리(vertical separation 또는 unbundling)하게 강제함으로써 시장봉쇄의 문제를

facilities doctrine)<sup>8)9)</sup>이라고 함

- 필수설비란 그에 대한 접근(access) 없이는 어떠한 경쟁기업도 그 기업의 소비자들에게 서비스(또는 재화)를 제공할 수 없는 설비(facilities or infrastructure)를 일컬음
- 증권회사는 은행공동망과 연결된 소액결제시스템을 이용하지 않고서는 고객들에게 완결된 지급결제서비스를 제공할 수 없으므로 상기 결제시스템은 필수설비라고 할 수 있음
- 필수설비원칙은 역사적인 사건과 판례를 통해서 형성된 것으로 전통적인 공익산업, 철도, 에너지, 통신망 등 네트워크산업에 적용되고 있으며 그 적용범위도 점점 확대되고 있음<sup>10)</sup>

### 3. 소액결제시스템 참가기관과의 비교

- 금융기관의 건전성(영업용순자본비율 등), 자산운용에 따른 금융기관의 위험, 시장의 감시, 투자자(예금자) 보호 측면 등을 감안할 때 증권회사도 비교적 안전하다고 할 수 있음

---

해결할 수도 있으나, 지급결제부문과 예금수취를 별도의 금융기관으로 분리하는 것은 현실적으로 어렵기 때문에 필수설비에 대한 동등한 접근을 보장하는 것이 이 문제의 해결책이 될 수 있음

- 8) 김희수 외(2001)
- 9) 소액지급결제시스템과 같이 규모의 경제가 존재하여 기업(은행)들간의 협력이 요구되는 상황에서 기업(은행) 그룹이 잠재적 경쟁자들과의 협력을 거절하는 것은 공정거래법상의 거래거절규제 대상으로도 해석할 수 있음(거래거절규제에 대해서는 이재형(2005)을 참고)
- 10) 이재영 외(2005)

- 우체국, 새마을금고연합회, 신용협동조합중앙회, 상호저축은행중앙회 등 서민금융기관은 이미 소액결제시스템에 참가하고 있으므로, 증권산업도 이들 기관정도의 직간접적인 관리감독이 되고 있는지를 살펴볼 필요가 있음

## 가. 금융기관의 건전성

- 자기자본비율 또는 이와 유사한 지표는 금융기관이 위험자산에 비해 자기자본을 어느 정도 보유하고 있는가를 보여주는 지표로서, 금융기관의 전반적 건전성을 나타내는 척도이며 통상 일정 수준 이상을 유지하도록 규제하고 있음
  - 금융감독원은 은행의 경우 BIS 기준 자기자본비율을 8%, 저축은행의 경우 5%, 신용협동조합의 경우 순자본비율을 2%, 증권회사는 영업용 순자본비율을 150% 이상으로 유지하도록 하고 있음
  - 우체국 및 새마을 금고 등은 소액결제시스템에 참가하고 있음에도 불구하고 금융감독원으로부터 명시적인 건전성 규제를 받고 있지 않고 있음
- 증권회사 영업용 순자본비율은 2002년 이후 지속적으로 증가, 2003년 이후부터는 150% 이상을 유지해왔으며 2005년 말 553.08%로 자금의 유동성은 충분히 확보되어 있음(<표 II-3> 참고)

<표 II-3> 증권회사 영업용 순자본비율

(단위: %, 연말 기준)

	2002	2003	2004	2005
국내증권회사	135.20	159.05	345.86	553.08

자료: 금융감독원 금융통계시스템

나. 운용자산 위험의 귀속

- 증권회사는 유가증권을 매개로 투자자와 자금수요자 즉, 기업을 연결시키는 기능을 수행하며, 기업의 위험 및 유가증권 가격변동 위험 등은 증권회사가 아니라 자금의 궁극적 공급자인 투자자가 대부분 부담하므로 기본적으로 부실자산에 의해 위험해질 가능성이 낮음
  - 반면, 은행 대출의 위험은 은행이 직접 부담하여, 기업의 부실화 등은 은행의 부실자산으로 누적됨
  - 금융기관 부실자산 보유 정도의 지표로서 고정이하(sub-standard)여신의 비율을 사용할 수 있는데, 고정이하여신이란 금융기관의 대출금 중 연체기간이 3개월 이상인 부실채권을 의미(<표 II-4> 참고)
  
- 향후 금융투자업이 활성화되어 자기매매, 유가증권인수 등의 업무가 증가하게 되면, 증권회사의 위험은 증가할 것임

**<표 II-4> 주요 금융기관의 고정이하여신비율**

(단위: %, 연말 기준)

	2002	2003	2004	2005
일반은행	2.43	2.75	1.97	1.28
상호저축은행	11.28	11.75	13.02	13.75
신용협동조합	6.07	6.32	6.01	5.36

자료: 금융감독원 금융통계시스템

**다. 시장의 감시**

- 서민금융기관(새마을금고연합회, 신용협동조합중앙회, 상호저축은행중앙회 등) 및 우체국에 비해 증권회사들은 증권선물거래소에 다수가 상장되어 있으므로 시장의 감시가 더욱 효율적으로 이루어지고 있음
  - 증권회사의 경우 증권선물거래소 정회원 32개사(외국사 1개 포함) 중 22개사(유가증권시장 21개사, 코스닥시장 1개사)가 상장되어 있는 반면, 서민금융기관 4천여개 중 상장된 회사는 13개사(종금사 2개사 포함, 유가증권시장 5개사, 코스닥시장 8개사)에 불과함
  - 상장된 회사들은 증권선물거래소의 내부 규정에 의해 감독될 뿐만 아니라 시장규율(market discipline)에 의해 회사를 경영하기 때문에 서민금융기관보다는 효율성(efficiency)이 높다고 볼 수 있음
    - 기업의 재무내용, 경영현황 등의 공시(정기공시, 수시공시, 특수공시 등)를 통해 동업종 타사와의 비교가 용이하고, 주가를 통해 경영실적이 객관적으로 평가받게 되어 경영합리화를 도모하게 됨

## 라. 투자자 보호

- 투자자(또는 예금자) 보호제도는 특정 금융기관의 신용리스크로부터 투자자의 재산을 보호하여, 이 리스크가 금융시스템 전반의 리스크로 전이되는 것을 막아주는 금융안전망(financial safety net)의 역할을 함
  
- 증권거래법은 투자자가 증권회사에 위탁한 재산(고객예탁금)<sup>11)</sup>을 전액 한국증권금융에 별도 예치하도록 하여 보호하고 있을 뿐만 아니라(증권거래법 제44조의3), 예금보험도 은행예금과 마찬가지로 고객예탁금의 지급을 보장하고 있어<sup>12)</sup>(예금자보호법 제2조), 증권회사 고객에 대한 투자자 보호제도는 잘 갖추어져 있음
  - 서민금융기관(새마을금고, 신협, 농협, 수협, 산림조합 등) 및 우체국의 경우에는 예금보험이 아닌 자체 예금보호제도 또는 관련법에 의해 예금을 보호

---

11) 고객예탁금과 고객예수금은 동일한 것으로 증권거래법은 고객예탁금, 증권업 감독규정에서는 고객예수금으로 칭하고 있으나 본 보고서에서는 계좌별 예탁금은 예수금이라 하고 이를 통칭하는 경우를 고객예탁금이라 함

12) 증권회사가 도산한 경우 한국증권금융에 집중예치된 고객예탁금으로 지급이 부족할 경우 추가적으로 예금보험은 개인당 5,000만원이내에서 지급

<표 II-5> 예금보호제도 현황(2005년 6월말 기준)

구 분	예금보호기구	재 원
은행, 증권회사, 보험회사 종합금융회사, 상호저축은행	예금보험공사	예금보험기금
신용협동조합	신용협동조합중앙회	신용협동조합 예금자보호기금
새마을금고	새마을금고연합회	새마을금고 예금자보호기금
농업협동조합	농업협동조합중앙회	상호금융 예금자보호기금 <sup>a)</sup>
수산업협동조합	수산업협동조합중앙회	상호금융 예금자보호기금 <sup>a)</sup>
산림조합	산림조합중앙회	상호금융 예금자보호기금 <sup>a)</sup>

a) 농업협동조합, 수산업협동조합 및 산림조합이 각각 별도의 기금을 조성하여 운영  
 자료: 한국은행(2005)

#### 4. 주요국의 증권산업 소액결제서비스

- 다른 나라의 경우 증권회사가 직접 소액결제시스템에 참여하는 사례를 찾기 어려워<sup>13)</sup> 우리나라에서 이를 허용하는 것에 대한 우려가 있으나, 각 나라마다 금융관행, 금융시스템, 금융산업의 발전단계가 상이함을 감안할 필요가 있음
  - 영국 등 유럽국가에서는 은행업과 증권업이 통합된 유니버설 뱅킹 시스템이 일반화되어 있고, 미국과 일본의 경우 증권회사가 자회사로 은행을 두고 소액결제시스템에 참가하고 있어서 증권업이 소액결제시스템에 별도로 참가해야 할 필요성이 없음

13) 현재 캐나다는 증권회사가 소액결제시스템인 ACSS(Automated Clearing Settlement System)에 직접 참가할 수 있도록 허용하고 있으나 아직 참가기관은 없음(김현욱 외(2005))

- 그러나 우리나라의 경우 증권회사는 은행산업에 비해 발전하지 못하였고 증권회사가 은행을 자회사로 갖고 있지도 않기 때문에, 선진국의 사례를 우리나라에 그대로 적용하는 것은 무리가 있음
- 오히려 주요국의 증권업이 어떤 형태로든 소액결제시스템에 참여할 수 있는 여건이 되어 있다는 점에 주목하여야 함

### III. 증권산업의 소액결제계좌 선택을 위한 증권계좌 특성 비교

#### 1. 지급결제리스크

##### 가. 지급결제리스크의 정의

- 지급결제과정에서 존재하는 여러 가지 불확실성으로 인해 결제가 예정대로 진행되지 않아 그 결과로 발생할 수 있는 여러 가지의 손실가능성을 지급결제리스크라고 함
  - 결제수단의 다양화, 결제시스템의 전자화 등으로 지급결제제도의 효율성이 증가한 반면, 금융기관간 경쟁심화, 파생상품 거래의 증가 등으로 결제리스크 또한 증가하고 있음
  - 연쇄적인 결제불이행이 발생하는 경우 금융시스템에 전반적인 악영향을 주게 되어 실물경제를 위축시킬 수 있음
  
- 금융기관을 매개로 한 지급결제에는 채권·채무자 등 궁극적 거래 당사자의 리스크 외에 매개자 및 매개자간의 외부적인 리스크가 존재하는데, 통상 지급결제리스크는 이러한 지급결제와 관련된 매개자 및 매개자간의 리스크에 초점을 두고 있음
  - 지급결제리스크는 통상 시스템리스크, 신용리스크, 유동성리스크, 법률리스크, 운영리스크 등으로 구별

- 특히 신용리스크 및 유동성리스크는 금융기관 자체의 능력, 경영 현황 및 신용도에 의해 좌우되는 특징이 있으며, 운영리스크, 시스템리스크, 법률리스크는 금융기관간의 관계에서 주로 나타남

## 나. 지급결제리스크의 종류

### ○ 신용리스크(credit risk)

- 거래상대방이 파산 등으로 결제시점에 결제대금을 결제하지 못할 경우 손실이 발생하는 리스크로서, 대표적으로 금융기관의 도산에 의한 결제불이행이 신용리스크에 해당

### ○ 유동성리스크(liquidity risk)

- 거래상대방(금융기관 포함)이 일시적인 유동성 부족 등으로 결제시점에 결제대금을 결제하지 못할 경우 발생하는 리스크
- 거래상대방이 파산하지 않았다면 결제일 이후 일지라도 결국 원금을 보상받을 수 있다는 점에서 신용리스크와는 구분될 수 있음
  - 그러나 유동성 부족상태에 빠진 금융기관의 경우, 결국 다른 계약의 채무불이행이나 파산 등으로 이어질 수 있기 때문에 유동성리스크와 신용리스크는 밀접하게 연관되어 있음
- 주로 금융기관 부채와 자산운용의 시간적 불일치(또는 만기 불일치) 등에 의해서 발생하는 마찰적 결제리스크로, 예치된 투자자의 자산을 운용하지 않고 단순히 보관<sup>14)</sup>한다면 이러한 마찰적 결제리스크는 발생하지 않음

14) 이론적으로 지급준비금 비율이 100%인 경우가 이에 해당

○ 시스템리스크(system risk)

— 지급결제시스템(payment and settlement system)내 한 참가자의 결제불이행이 다른 참가자에게 영향을 미쳐 연쇄적인 결제불이행으로 이어져 결제시스템 전체의 안정성을 저해하는 리스크

- 시스템리스크의 예로 예금인출사태(bank-run)를 들 수 있는데 특정 금융기관에 유동성리스크 및 신용리스크 문제가 발생할 경우, 이것이 결과적으로 다른 금융기관의 유동성 및 신용리스크에 영향을 미쳐 시스템 자체의 문제로 확산되는 현상
- 국내외 금융시장 및 금융기관간의 상호연계성이 커짐에 따라 이러한 시스템리스크의 중요도가 더욱 부각됨

○ 전산시스템의 운영상의 오류 및 오작동 등으로 결제가 제대로 이루어지지 않아 발생하는 운영리스크(operational risk), 법률이나 규정의 예상치 못한 적용 또는 미흡한 법률 체제 등으로 인해 발생하는 법률리스크(legal risk) 등이 있음

## 2. 은행계좌의 결제리스크 관리제도

○ 은행은 높은 공신력을 바탕으로 일반 개인(예금자)에게 “예금계좌(수시입출금식 예금)”를 통해 소액결제서비스를 제공하고 있음

- 기본적으로 은행의 많은 상품이 예금보험 대상일 뿐만 아니라 여타의 금융기관보다는 설립요건이 엄격하고 규제 및 감독이 강화되어 있다는 점에서 보다 높은 공신력을 보유하고 있음
  - 현재 대부분의 지급결제 서비스의 개인 수요자는 주로 은행의 “예금계좌(수시입출금식 예금)”를 통해 제공되는 지급결제서비스를 이용하고 있음
  - 증권계좌 또는 이 계좌의 일부가 은행의 “예금계좌”와 유사한 정도의 고유의 신용 및 유동성리스크를 갖고 있다면 시스템리스크 전이를 방지할 수 있는 제도적 장치를 보완한 후, 이 증권계좌에 지급결제기능을 부여하는 것은 가능하다고 볼 수 있음
- 은행 “예금계좌(수시입출금식 예금)”의 경우, 은행 고유의 신용리스크 및 유동성리스크는 존재하지만 이 리스크들의 영향이 시스템리스크로 확산되는 것을 방지하기 위해 각종 제도적 보완장치들이 운영되고 있음
- 은행 고유의 업무는 예대업무로, 단기적인 예금을 장기적인 대출로 운영하기 때문에 예상치 못한 인출에 대해 시간적 불일치(또는 만기 불일치)에 의한 유동성 리스크가 존재
  - 은행의 대출이 부실화 될 경우, 부실자산은 은행의 책임으로 귀속되고 이로 인한 은행의 신용리스크도 존재
  - 은행의 예금계좌의 지급결제리스크는 다음의 여러 가지 제도적 장치에 의해 보완되고 있음<sup>15)</sup>

---

15) 일반 개인 예금자에 초점

## 가. 예금 지급준비금제도

- 금융기관이 고객의 인출요구에 원활히 응할 수 있도록 예금의 일정 비율을 중앙은행에 의무적으로 예치하도록 함으로써 유동성리스크를 줄임

<표 III-1> 지급준비금제도 현황

구 분	내 용	
지급준비금 부과 대상기관	일반은행, 특수은행(한국수출입은행 제외)	
지급준비율	근로자우대저축, 장기주택마련저축 등 세금감면저축	1.0%
	정기예금, 정기적금, 상호부금, 주택부금, CD <sup>a)</sup>	2.0%
	기타 예금	5.0%

a) 지급준비금예치 의무가 있는 금융기관을 상대로 발행된 금융기관 상대발행 CD는 제외  
자료: 한국은행(2005)

## 나. 예금자 보호제도

- 금융기관이 영업정지나 파산 등으로 인해 고객의 예금인출 요구에 응하지 못할 경우, 고객은 물론 금융시스템 전체의 안정성에 문제를 일으키게 되므로 이러한 사태를 방지하기 위하여 예금자보호법을 제정하여 고객들의 예금을 보호함
  - 예금보험은 개별 은행의 신용리스크로부터 예금자를 분리하여 보호함으로써, 잠재적 시스템리스크로의 전이를 막을 수 있음

<표 III-2> 보호대상 금융상품 현황(2005년 6월말 기준)

	보호대상 상품	보호대상 제외상품 <sup>a)</sup>
은행	요구불예금, 저축성예금, 적립식예금, 원금보전형신탁, 표지어음	외화예금, 양도성예금증서, RP, 은행 발행채권, 실적배당형 신탁, 개발신탁, 간접투자상품, 농업협동조합·수산업협동조합중앙회 공제상품
증권회사	위탁자예수금, 선물옵션거래예수금, 저축자예수금, 수익자예수금, 조건부예수금 등	유가증권, 청약자예수금, 제세금예수금, 유통금융대주담보금, RP, 증권회사 발행채권, 간접투자상품
보험회사	개인보험계약, 퇴직보험계약	법인보험계약, 보증보험계약, 변액보험계약, 재보험계약
종합금융회사	발행어음, 표지어음, CMA	수익증권, RP, 종합금융회사 발행채권, 매출어음
상호저축은행	보통예금, 저축예금, 정기예금, 정기적금, 신용부금, 표지어음	없음

a) 정부 및 지방자치단체, 한국은행, 금융감독원, 예금보험공사 및 부보금융기관의 예금은 2001년 1월 1일부터 보호대상에서 제외

## 다. 차액결제리스크 관리제도

○ 은행 “예금계좌”를 통한 지급결제의 경우, 최종적으로 한은금융망(BOK-Wire)을 통해서 차액결제되고 있기 때문에 금융기관의 개별적인 신용리스크 이외에도 시스템리스크에 노출되어 있으며, 이를 해결하기 위해 한국은행은 다양한 차액결제리스크 관리제도를 운영하고 있음

— 순채무한도제(debit caps): 금융기관의 신용리스크를 줄이기 위해 순채무 한도를 설정하여 미결제순채무액이 과도하게 증가하는 경우를 미연에 방지함

- 각 은행이 일중 자신의 미결제순채무액을 관리하도록 하고 자신의 순채무한도를 벗어나는 경우, 고객의 자금이체 의뢰 요구가 취소됨
- 결제이행용 담보증권 예치제(collateral requirements): 실제로 어떤 은행의 결제불이행이 발생한 경우, 다른 은행이 부담해야 하는 신용리스크 및 시스템리스크를 최소화하기 위해 적격증권을 결제이행용 담보로 제공하도록 함
  - 적격증권: 국채, 정부보증채, 한국은행 통화안정증권
- 결제부족자금 공동분담제(loss-sharing): 담보증권 처분 및 대출에도 불구하고 결제자금 부족이 계속될 경우, 다른 은행들이 이를 공동분담하여 차액결제를 완결함

## 라. 한국은행의 최종대부자 기능

- 현재 지급결제제도의 운영 및 관리 책임이 있는 한국은행이 지급결제 시스템의 안정성 확보를 위한 감시업무를 담당하고 있으며, 이외에도 중앙은행의 최종대부자(lender of last resort)기능으로 지급결제리스크 관리를 보완하고 있음
  - 예금인출사태, 금융기관의 파산 등으로 금융시장에 긴급한 위기가 발생한 경우, 이를 초기에 수습하기 위해 발권력을 가진 중앙은행이 유동성을 공급하여 지급결제시스템을 포함한 금융시스템의 안정성을 보장하는 기능

### 3. 증권계좌별 특성 및 리스크

#### 가. 개요

- 현재 증권계좌는 크게 ①자산평가액 부분, ②현금인출가능액 부분으로 구성되어 있으며, 이중 자산평가액 부분은 해당 자산의 시가에 따라 명목가치가 계속 변하고 증권현물로 결제를 할 수 없으므로 지급결제의 수단이 되기 어려운 반면, 현금인출가능액 부분은 단순한 자금이체를 통해 지급결제가능 계정으로 옮겨지면 지급결제기능을 발휘할 수 있음
  - 예를 들면 증권회사에 현금 100만원을 입금한 후, 주식매입에 80만원을 사용하고 20만원은 사용하지 않았다면 자산평가액 부분은 80만원, 현금인출가능액 부분은 20만원이 됨
  
- 현실적으로 증권계좌의 현금인출가능액 부분에 지급결제기능을 부여해야 할 것으로 판단되어 이 부분을 중심으로 증권계좌의 결제리스크를 살펴보려 함
  - 증권거래법은 현금인출가능액 부분을 고객예탁금이라고 하여 특별히 안전하게 운영되도록 여러 제도적 장치를 하고 있음
  
- 증권회사의 고객예탁금은 예금보호대상이 될 뿐만 아니라 집중별도에 치제(증권거래법 제44조의3)에 의해 특별히 보호되고 있음

- 증권거래법은 증권회사의 지급불능위험으로부터 투자자를 보호하기 위해 고객예탁금을 한국증권금융에 집중별도예치하도록 하고 있음 (<표 III-3> 참조)
  - 증권회사가 파산하는 경우, 증권 현물은 증권예탁결제원(KSD)에 보관되어 있으므로 안전함
- 이 법령에 따라 고객예탁금에 변동이 발생하는 경우, 증권회사는 변동분을 한국증권금융에 익일 예치함
  - 투자자의 자금인출 요청시에는 한국증권금융으로부터 자금을 받아 투자자에게 지급<sup>16)</sup>

**<표 III-3> 예수금별 집중예치제도 현황**

구 분	비 고
위탁자예수금 및 선물·옵션거래예수금	현금위탁증거금과 외화예치금 제외
저축자·수익자·조건부예수금	예외 없이 집중예치대상
상기 이외의 예수금	영업용순자본비율이 120% 미만인 경우, 한국증권금융에 예치

자료: 한국증권금융

- 위탁자예수금, 저축자예수금, 수익자예수금 등의 현금인출가능액은 집중예치제도에 의해서 보호받을 뿐만 아니라 예금보험에 의해서도 지급을 보장받음(<표 III-2> 참조)

16) 기술적으로는 매일 오전 한국증권금융이 지불준비금을 증권회사에게 주어 당일의 인출에 응하도록 하고, 실제로 발생하는 인출과의 차액은 익일에 한국증권금융과 정산함

- 이밖에 증권회사의 상품 중 자기신용대주담보금, 신용거래계좌 설정보증금, 신용공여담보금 등도 예금자 보호 대상임
- 결국 증권계좌의 현금인출가능액인 고객예탁금은 증권회사가 운용하지 않고 전액 지불준비용으로 한국증권금융에 예치하고 있기 때문에 유동성리스크 및 신용리스크에 대한 책임이 증권회사에는 없으므로 (한국증권금융이 증권회사의 인출요청에 정상적으로 대응할 경우) 인출가능금액 한도 내에서는 지급결제서비스 제공에 문제가 없음
- 앞에서 지적했듯이, 오히려 은행의 예금 계정은 예대업무의 본질적인 특징 때문에 만기가 긴 자산으로 운용되므로 예상치 못한 예금인출 요청에 유동성리스크가 존재함
  - 투자자와 증권회사간의 리스크는 없으나, 증권회사와 한국증권금융간의 잠재적 리스크는 별도로 주목하여야 함
    - 증권회사는 고객예탁금을 단순 보관하거나<sup>17)</sup> 한국증권금융에 예치하지만 한국증권금융은 이를 운용하므로, 증권회사의 인출요청에 적절히 대응할 수 있도록 적절한 유동성 확보 및 위험관리를 수행하고 있는지를 감독해야 할 필요성은 존재

## 나. 위탁계좌

- 위탁계좌는 개인투자자가 주식거래를 위해 증권회사에 개설한 계좌로, 증권회사 및 은행의 지점에서 가입할 수 있으며 매매자금 이체의 편의성을 위해 제휴은행의 가상계좌를 부여받아야 함

---

17) 증권회사는 고객예탁금을 한국증권금융에 익일예치하기 전까지는 단순보관하고 있는 상태임

- 위탁계좌는 주식평가액 부분과 현금인출가능액 부분으로 구분할 수 있으며, 이중 현금인출가능액 부분을 은행 가상계좌를 통해 수시입출금 계정으로 이체하여 지급결제수단으로 사용할 수 있음
  - 현금인출가능액 부분은 증권회사가 자의적으로 운영할 수 없고 단순히 보관하거나 한국증권금융에 예치하여야 하므로, 이 부분은 증권회사의 유동성리스크 및 신용리스크로부터 완전히 독립

○ 주식매매에 따른 상황을 좀 더 구체적으로 살펴보면 다음과 같음<sup>18)</sup>

- 투자자가 위탁계좌의 전액으로 주식을 매수하여 현금인출가능액이 없을 경우, 투자자는 결제수단으로 사용할 수 있는 현금이 없음
- 위탁계좌의 일부 금액으로 주식을 매수하여 현금인출가능액이 존재하는 경우, 투자자의 출금요청이 있을 시 한국증권금융이 매일 오전에 증권회사에 지급하고 있는 지불준비금(고객예탁금 기준 5%)<sup>19)</sup>으로 증권회사가 고객에게 지불
  - 따라서 한국증권금융이 증권회사에게 지불준비금을 적절하게 확보해 주면 결제리스크는 존재하지 않음
- 예치한 당일(T일)에 출금 요구가 있으면 고객예탁금이 한국증권금융에 익일예치되기 때문에 증권회사가 보관하다가 바로 투자자에게 지급하므로 결제리스크는 없음

○ 결국 고객예탁금의 집중예치제도가 있는 한, 고객예탁금을 기준으로 결제서비스가 제공된다면 증권회사와 투자자간에는 지급결제와 관련된

18) 자세한 예시는 <부록> 참고

19) 은행의 경우, 현재 적용되는 지급준비율은 금융상품에 따라 1~5%임

신용리스크와 유동성리스크는 존재하지 않으므로, 지급결제서비스 시행에 문제가 없는 것으로 판단

— 단, 한국증권금융에서 운용하고 있는 고객예탁금에 관한 규정들이 고객의 인출 요구에 대한 유동성을 적절히 확보할 수 있는 수준으로 설정되어 있는 지에 대해서는 다시 한 번 고려할 필요가 있음

## 다. 저축계좌

○ 저축계좌는 매월 또는 수시로 일정액의 저축금을 납입하여 증권을 매입하는 상품계좌로, 일반적으로 저축을 목적으로 하는 경우 많이 활용되며 일반 증권저축계좌가 대표적임

— 저축계좌는 주로 세제혜택이 부과된 계좌들을 활용하는 경우가 대부분인데 비과세 근로자저축<sup>20)</sup>, 세금우대종합저축, 생계형저축(비과세)등이 대표적임

— 위탁계좌를 이용한 주식거래가 불가능한 증권유관기관 직원들의 경우 주식투자를 하려면 연봉의 50%까지 투자가 가능한 증권저축계좌를 이용해야 함

— 저축자예수금도 집중예치대상임

○ 저축계좌의 경우도 현금인출가능액 부분은 리스크가 없으나 저축계좌 예수금은 전체 고객예수금의 1.5%에 불과한 상황으로 위탁자예수금에 비해 활용도가 낮음

---

20) 2004년까지 가입

## 라. 선물옵션계좌

- 주식, 채권 등 유가증권 거래와는 달리 선물 및 옵션 거래는 일정률의 증거금을 납입하고 거래하며, 현금증거금은 선물옵션계좌에 입금, 대응증권(주식 및 채권)은 위탁계좌에서 지정
  - 선물옵션계좌는 선물옵션 거래에 따른 선물옵션 잔고와 현금 증거금 관리에 한정된 역할을 하고 있으며 선물옵션거래를 위해서는 보유하고 있는 위탁계좌와 선물옵션계좌 사이에 현금 대체 과정이 필요함
  - 선물옵션예수금은 현금위탁증거금과 외화예치금을 제외한 모든 계정이 집중예치대상임
  
- 선물옵션예수금도 증권회사의 리스크로부터 분리되어 있고, 전체 예수금의 30%에 이르는 상당한 규모이긴 하나, 파생거래위험에 대한 부정적인 인식으로 인해 지급결제 대상 계좌가 되기에는 부적절한 것으로 보임

## 마. RP계좌

- 환매조건부채권(Repurchase Agreement: RP)은 증권회사(금융기관)가 일정 기간 후 확정금리를 더해서 되사는 조건으로 발행하는 채권이며, 주로 금융기관이 보유한 국공채나 특수채, 신용우량채권 등을 담보로 발행하므로 환금성이 보장됨
  - 1998년 7월 25일 이후 발행분부터는 예금자 보호대상에 해당되지 않지만, 판매기관 및 보증기관의 지급보증과 우량채권의 담보력 등에 힘입어 안정성이 높은 편임

- 조건부예수금은 환매조건부채권매매에 수반하여 발생하는 고객예수금이며 모든 계정이 집중예치대상임

## 바. 수익증권계좌

- 수익증권(증권투자신탁)은 일반 투자자로부터 증권투자에 운용할 목적으로 자금 등을 납입 받은 전문적인 투자대행기관이 이 자금으로 펀드(신탁자산)를 조성하고, 그 자금 등을 당해 위탁자의 운용지시에 따라 특정 유가증권에 분산투자하여 운용한 후 그에 따른 수익권을 분할하여 당해 투자자에게 분배하는 것임
  - 수익증권의 구성 중 가장 큰 비중을 차지하는 것은 MMF(Money Market Fund)임
    - MMF는 금리가 높은 만기 1년 미만의 기업어음(CP), 양도성예금증서(CD), 콜자금 등 주로 단기금융상품에 집중투자하여 얻은 수익을 고객에게 되돌려 주는 만기 30일 이내의 초단기금융상품임
  - 수익자예수금은 증권투자신탁 수익증권의 모집, 매출, 매각, 환매 등에 수반하여 발생하는 고객예탁금이며, 모든 계정이 집중예치대상이며 예금자보호대상임

## 4. CMA의 결제리스크

- 증권종합계좌(Cash Management Accounts: CMA, 이하 CMA)는 1977년 미국 메릴린치사에 의해 최초로 소개된 금융상품으로 증권회사 위

탁계좌(securities account)의 미투자자금(고객예탁금)을 단기고수익상품인 MMF에 자동으로 예치하고 이를 예금계좌(checking account)와 결합시켜 결제의 편의성을 제고시킨 상품

- 메릴린치형 CMA는 미투자자금을 증권회사가 단순보관 또는 한국증권금융에 예치하지 않고 MMF에 투자한다는 점에서 위탁계좌와 차이점이 있음
  
- 따라서 투자자의 자금 지급 요청에 따라 MMF를 환매할 때 유동성 리스크가 발생할 가능성이 있으므로, 지급결제의 안정성을 위해서는 MMF 운용 기관에 대한 관리감독이 강하게 요구됨
  - 2006년 7월부터 MMF 익일환매제가 시행될 경우, 현금인출가능액 산출시 시차가 발생하여 유동성 위험이 더 커질 수 있음
  - 일본 MRF(Money Reserve Fund)의 경우, 운용기관에 추가적인 안정성과 유동성을 확보하도록 요구함
    - 안정성: MMF를 국공채 등에만 투자
    - 유동성: 고객의 출금가능금액을 MRF 잔액의 일정비율로 유지함과 동시에 증권회사의 일시적인 결제자금 부족에 대비하여 증권회사의 공동결제기금을 조성하여 일본증권업협회에 위탁함

## 5. 요약: 증권계좌의 지급결제리스크 분석 결과

- 증권계좌의 신용리스크는 예금보험 및 집중예치제도의 대상이 되는가에 따라 평가하고, 유동성리스크는 고객예탁금 집중예치제도로 인해 증권회사와 한국증권금융간의 관계에서 발생할 수 있는 리스크도 감안함
  - 해당 예수금이 예금자 보험 및 집중예치제도의 대상이 되면 증권회사의 신용리스크로부터 완전히 독립되어 있고, 예금자보호대상에서 제외되어 있다면 신용리스크로부터 불완전한 분리로 판단<sup>21)</sup>
  - 비록 한국증권금융이 고객예탁금을 보호할지라도 이를 운용하고 있으므로, 그 수준에 상관없이 증권회사와 한국증권금융간에는 유동성리스크는 존재하는 것으로 간주함
    - 예컨대 시장에 극단적인 위기가 발생하여 운용자산의 유동화에 시차가 발생할 수도 있음
  
- 결국 예금보험제도, 고객예탁금 집중예치제도 및 운용되는 자산의 성격을 감안할 때, 증권회사의 고객예탁금이 은행의 “예금계좌(수시입출식 예금)”보다 신용리스크 및 유동성리스크가 크다고 볼 수는 없음
  - 현재 지급결제서비스를 제공하고 있는 은행의 “예금계좌(수시입출금식 예금)”의 경우 은행이 도산하면 예금보험에 의해 개인당 5,000만원 이내에서 원리금 지급을 보장받으나, 고객예탁금의 경우 전액 집중예치제도에 의해 보호받으며 추가적으로 예금보험이 이를 보완하므로 은행의 “예금계좌”보다 신용리스크가 크지는 않음

---

21) 한국증권금융이 도산하여 증권회사의 인출요청에 응하지 못할 가능성까지 감안한 것임

- 대출을 위주로 자산을 운용하는 은행의 유동성리스크에 비해 정기예금, CD, MMF 등으로 운용(증권업감독규정 제3-3조)하는 한국증권금융의 유동성리스크가 상대적으로 더 크다고는 볼 수 없음
  
- 물론 현재 은행 예금계좌로부터의 자금인출은 예금보험 외에 여타 지급결제리스크 관리제도<sup>22)</sup>에 의해서도 보호되고 있으므로 현재의 고객예탁금보다 은행 예금계좌의 신용리스크 및 유동성리스크가 크다고도 할 수 없음
  
- 증권회사의 고객예탁금을 대상으로 소액지급결제서비스를 부여할 때, 은행의 “예금계좌”와 동등하게 예금보험 외의 여타 지급결제관리제도를 적용한다면 고객예탁금의 지급결제리스크의 가능성은 더욱 작아질 것임

---

22) 제 III장 2절에 설명된 은행계좌의 각종 결제리스크 관리제도를 의미함

## IV. 소액결제계좌 선택 및 운영에 관한 제도 개선방향

### 1. 지급결제계좌의 선택시 고려 사항

- 증권회사가 소액결제시스템에 참가할 경우, 결제서비스기능을 부여할 수 있는 계좌는 다음과 같은 특성을 갖는 것이 바람직할 것임

#### 가. 최소의 결제리스크

- 앞서 분석된 바와 같이 계좌의 현금인출가능액 부분 또는 고객예탁금을 지급결제 대상으로 하는 것이 신용리스크 및 유동성리스크를 최소화하는 방법임
  - 증권회사 입장에서 단순보관 또는 한국증권금융에 예치하는 것이므로 투자자와 증권회사간에는 신용리스크 및 유동성리스크가 없음
  - 그러나 증권회사가 한국증권금융에 고객예탁금을 예치한 경우, 한국증권금융이 고객예탁금을 운용하기 때문에, 증권회사의 인출 요청시 한국증권금융으로부터 작은 가능성이나마 신용리스크 및 유동성리스크가 발생할 수 있음
- 투자자와 증권회사의 관계에서 볼 때 위탁계좌, 저축계좌 및 선물옵션계좌의 고객예탁금이 유동성리스크 및 신용리스크가 가장 작음
  - RP, 수익증권 등은 예금보험대상에서 제외되어 있어 신용리스크가 상기 계좌에 비해 높음

## 나. 투자자의 편의성 및 친숙도

- 투자자들이 가장 많이 사용하고 있는(또는 사용할) 계좌를 선택하는 것이 투자자들의 거래편의성을 높이는 방법이고, 현재 은행의 결제가능 계좌와 가장 유사한 구조를 갖는 계좌를 선택하여 지급결제기능을 부여하는 것이 투자자들이 친숙하게 이용하게 할 수 있는 방안임
  - 투자자의 편의성 및 친숙도를 감안할 때, 수시입출금이 가능한 새로운 결제성 계좌를 신설하여 지급결제기능을 부여하거나 기존의 증권계좌 중 하나에 지급결제기능을 부여하는 방안 등을 생각해 볼 수 있음
    - 두 가지 방안 모두 투자자와 증권회사간에 신용리스크 및 유동성 리스크가 존재하지 않는다는 면에서는 동일한 방안임
- 증권회사의 고객예수금 규모 현황을 살펴보면 위탁자예수금, 선물옵션 거래예수금, 청약자예수금 순으로 규모가 큼(<표 IV-1> 참조)

<표 IV-1> 증권회사 고객예수금 규모 현황(2005년 9월말 기준)

(단위: 억원, %)

구 분	규 모	비 중
위탁자예수금	100,105	65.4%
선물옵션거래예수금	39,619	25.9%
청약자예수금	7,326	4.8%
수익자예수금	2,792	1.8%
저축자예수금	2,239	1.5%
기타예수금	961	0.6%
조건부예수금	8	0.0%

자료: 한국증권금융, 연평잔입(2004년 10월~2005년 9월)

- 선물옵션거래예수금은 전체 예수금의 30%에 이르는 상당한 규모이긴 하나, 파생상품 위험에 대한 부정적인 인식으로 인해 지급결제 대상으로 보기에 부적절한 면이 있음

## 2. 소액결제계좌의 선택

### 가. 결제성 계좌를 신설하는 방안

- 현재의 증권계좌 운영방식을 고려할 때, 증권회사가 지급결제서비스를 제공할 수 있는 가장 단순한 형태는 증권회사가 수시입출금이 가능한 계좌(편의상 이를 “결제성 계좌”라 칭함)를 신설하고, 이 결제성 계좌를 통해 지급결제서비스를 제공하도록 하는 것임
  - 다양한 증권계좌들의 현금인출가능액을 결제성 계좌로 이체하여, 지급결제수단으로 이용하도록 함
    - 물론 주식 등 금융상품투자를 위해서는 결제성 계좌에서 해당 증권계좌로 자금을 이체해야 함
  - 현재 은행의 보통예금계좌와 가장 유사한 구조로 투자자가 가장 친숙하게 받아들일 수 있는 방식임
    - 예를 들어 은행의 적금 및 정기예금 계좌는 (증권계정의 자산평가액 부분처럼) 통상 지급결제계좌로 이용될 수 없지만, 만기시 보통예금계좌로 자금을 이체하여 지급결제수단으로 이용할 수 있음

- 이 경우, 투자자의 예탁금을 보호하고 결제성 계좌의 결제리스크를 최소화하기 위해서는 결제계좌의 예탁금을 현행 고객예탁금과 마찬가지로 단순보관 또는 집중예치하도록 하고 이에 대해 관리감독해야 함
  - 결제성 계좌의 자금이 증권계좌들의 현금인출가능액 또는 고객예탁금임을 감안할 때, 결제성 계좌의 자금을 대해서도 고객예탁금과 같은 현행 수준의 운용제한을 둘 필요가 있음

## 나. 주식위탁계좌를 이용하는 방안

- 현재 투자자들의 사용빈도와 거래금액이 가장 큰 증권계좌의 현금인출가능액 부분에 지급결제기능을 부여하는 방안을 고려해 볼 수 있음
  - 결제성 계좌는 증권계좌별 인출액을 따로 계정화한 것에 불과하므로 이 방안의 결제리스크 역시 본질적으로 결제성 계좌를 신설하는 것과 크게 다를 바가 없음
- 현재 증권계좌별 고객예수금잔고를 보면 주식위탁계좌의 규모가 65.4%를 차지하여 가장 큰 비중을 차지하고 있기 때문에 주식위탁계좌의 현금인출가능액에 지급결제기능을 부여할 수 있음
- 이 경우에도 고객예탁금이 현재 수준으로 충분히 보호될 수 있도록 해야 할 것임

### 3. 제도 개선방향

- 기본적으로 지급결제 서비스의 대상이 될 현금인출가능액에는 리스크가 최소화되도록 하는 것이 중요함
  - 현행 현금인출가능액(또는 고객예탁금)의 경우, 증권회사로 인해 야기되는 리스크는 전혀 없음에 주목해야 함
  - 증권회사와 한국증권금융간의 관계에서 발생할 수 있는 잠재적 리스크에 대해서는 필요하다면 감독을 더욱 강화할 수도 있을 것임
  
- 증권산업의 “대표금융기관 경유 참가방식”으로 소액결제시스템에 참가할 경우, 대표기관의 신용리스크, 유동성리스크를 최소화하도록 관리감독을 강화할 필요가 있음
  - 증권산업이 소액결제시스템에 참가하기 위한 여러 가지 방안 중 시스템의 안정적인 운영을 위한 관리제도 설치 및 관리비용, 소액결제시스템 참가비용 등을 고려하여 “대표금융기관 경유 참가방식”이 가장 현실적인 대안으로 논의되고 있음
  - “대표금융기관 경유 참가방식”의 장단점은 다음의 <표 IV-2>를 참고

**<표 IV-2> 대표금융기관 직접 참가방식 참가방안의 장·단점 비교**

장 점	단 점
<ul style="list-style-type: none"> <li>- 대표금융기관이 증권산업 전체의 차액결제 이행을 보장하는 역할(사전담보금 관리, 일시적인 결제자금 부족 시 자금 지원)을 수행 하여 안정성 유지에 기여</li> <li>- 소액결제에서 규모의 경제실현</li> <li>- 증권회사들의 개별적인 가입 보다 소요 비용 절감 가능</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 증권회사들의 참가 부족시 소액결제에서 규모의 경제실현이 불가능</li> <li>- 대표금융기관 및 개별 증권회사들의 전산시스템 신규투자 필요</li> </ul>

자료: 선정훈 외(2005)

○ “대표금융기관“은 은행들과 동일한 수준의 결제리스크 관리제도를 따르도록 해야 할 것임

— 대표금융기관을 경유한 소액결제시스템 참가방식은 개별 증권회사의 결제리스크가 소액결제시스템의 시스템리스크로 전이되지 않는다는 장점이 있음

— 그러나 네트워크 산업의 특성상 결제시스템의 여타 참가자와의 협조가 중요한 바, 기 참가기관인 은행들과 대표금융기관이 동일한 수준의 결제리스크 관리대책을 가지고 있지 못하다면 상호협조가 어려울 수 있음

- 이러한 우려들로 인해 새마을금고 등 서민금융기관들은 서민금융기관들간 차액결제는 새마을금고연합회 등 대표기관이 담당하고 은행공동망에서의 차액결제는 약정은행이 대행하고 있음

○ 증권산업이 결제서비스를 제공하는 금융상품을 투자자에게 공급할 때 가시적인 제도뿐만 아니라 투자자들에 대한 올바른 이용방법에 대한 교육이 필요함

— 예를 들어 주식 위탁계좌에 결제서비스 기능을 부여할 경우, 투자자들이 그 계정을 이용해서 지급결제를 하기 위해서는 투자자의 책임하에 일정 잔고를 유지할 것 등을 홍보할 필요가 있음

## V. 요약 및 결론

- 본 보고서는 증권산업의 소액결제시스템 참가의 필요성, 증권계좌별 결제리스크 등을 검토하고, 결제서비스를 부여할 수 있는 적절한 증권계좌를 선택하고 이의 원활한 활용을 위한 정책 방향을 제시함
  
- 투자자 편익의 증대와 증권산업의 발전을 위해 증권산업이 소액결제시스템에 참가할 필요가 있음
  - 은행이 지급결제서비스를 독점적으로 공급할 경우, 과도한 중계 수수료 문제가 발생할 수 있으며, 여타 금융상품에까지도 지배력을 확대시킬 수 있어 궁극적으로 자본시장의 균형발전을 저해할 가능성이 존재함
  - 은행이 결제기능이 부여된 금융상품을 독점적으로 공급하는 것은 금융시장에서 공정경쟁을 저해하는 일종의 시장붕쇄현상으로도 볼 수 있으며, 이러한 문제를 해결하기 위해, 잠재적 경쟁자인 증권산업에 지급결제네트워크에 동등한 접근을 허용하는 것이 바람직함(필수설비원칙)
  
- 현재 증권계좌는 크게 ①자산평가액 부분, ②현금인출가능액 부분으로 구성되어 있으며, 이중 자산평가액 부분은 지급결제의 수단이 되기 어려운 반면, 현금인출가능액 부분은 단순한 자금이체를 통해 지급결제가능 계정으로 옮겨지면 지급결제기능을 발휘할 수 있음
  - 현금인출가능 부분인 고객예탁금은 예금보호대상이 될 뿐만 아니라 집중별도예치제(증권거래법 제44조의3)에 의해 특별히 보호되고 있어 신용리스크가 없음

- 그러나 증권회사와 한국증권금융간의 잠재적인 유동성 리스크는 별도로 주목하여, 증권회사의 인출요청에 적절히 대응할 수 있도록 적절한 유동성 확보하고 있는지를 감독해야 할 필요성은 존재
  - 한국증권금융은 고객예탁금을 예금, CD, MMF 등 매우 유동적인 자산에 운용하고 있어, 은행의 예금계좌보다 유동성 리스크가 크다고 할 수 없음
  
- 증권회사가 소액결제시스템에 참가할 경우, 결제서비스 기능을 부여할 계정은 결제리스크가 가장 작아야 하며 투자자의 편의성 및 친숙도 등을 고려하여야 함
  - 투자자가 친숙하게 느끼는 방식으로 증권회사가 지급결제서비스를 제공할 수 있는 가장 단순한 형태는 증권회사가 “결제성 계좌”를 신설하고, 이 결제성 계좌를 통해 지급결제서비스를 제공
    - 다양한 증권계좌들의 현금인출가능액을 결제성 계좌로 이체하여, 지급결제수단으로 이용하도록 하는 것임
  - 현재 투자자들의 사용빈도가 가장 높고 거래금액이 큰 증권계좌의 현금인출가능액(위탁자예수금)에 지급결제기능을 부여하는 방안도 고려해 볼 수 있음
  
- 기본적인 정책방향은 지급결제 서비스의 대상이 될 현금인출가능액 부분의 리스크가 최소화되도록 해야 함
  - 증권회사와 한국증권금융간의 관계에서 발생할 수 있는 잠재적 리스크에 대해서는 필요하다면 감독을 더욱 강화할 수도 있을 것임

— 또한 기존 은행이 따르고 있는 각종 결제리스크 관리제도를 증권산업도 따르도록 해야 할 것임

- 예컨대 한국증권금융도 지급준비금을 예치하도록 하거나 각종 차액결제리스크 관리제도를 따르도록 해야 함

○ 증권산업이 결제서비스를 제공하는 금융상품을 투자자에게 공급할 때, 가시적인 제도뿐만 아니라 투자자들에 대한 올바른 교육이 필요함

— 예를 들어 주식 위탁계좌에 결제서비스 기능을 부여할 경우, 투자자들이 그 계정을 이용해서 지급결제를 하기 위해서는 투자자의 책임 하에 일정 잔고를 유지할 것 등을 홍보할 필요가 있음

## <부 록> 증권회사 위탁계좌에서의 주식매매 및 입출 금 사례를 통해 본 결제리스크 발생 여부

○ 아래의 자금흐름표에서 알 수 있듯이 고객의 예수금은 전액 한국증권  
금융에 예치되기 때문에 한국증권금융에서 자산관리가 제대로 이루어  
지는 한 소액결제에 이용할 수 있는 현금인출가능액에 관한 결제리스크  
는 존재하지 않음

— 증권은 100% 증권예탁결제원에 예탁

일자	거래구분	고객계좌내용		현금 고객재산의 실제관리내역	
		현금	증권	증권회사	한국증권금융
T+0	입금/매수	5,000,000		5,000,000	0
T+1	집중예치입금	5,000,000		0	5,000,000
T+2	매수결제	100,000	100주	△4,900,000	5,000,000
T+3	집중예치출금	100,000	100주	0	100,000
T+4	매도주문/체결	100,000	100주	0	100,000
T+5		100,000	100주	0	100,000
T+6	매도결제	5,100,000	0주	5,000,000	100,000
T+7	집중예치입금	5,100,000	0주	0	5,100,000
T+8	인출	100,000	0주	△5,000,000	5,100,000
T+9	집중예치출금	100,000	0주	0	100,000

T+0: 고객이 현금 500만원 입금 직후, 매수주문 및 체결(49,000원×100주=4,900,000원). 고객예탁금 익일예치제도로 인해 증권회사가 자체적으로 500만원을 운용함

T+1: 증권회사는 전일 증가한 고객예수금을 한국증권금융에 예치함. 이 때, 위탁계좌에 한해 현금위탁증거금(보통 20%)는 한국증권금융에 예치하지 않고, 증권회사가 자체적으로 보유하는 경우가 있고, 이 경우, 별도예치금은 400만원(=5,000,000×(1-0.2))이 됨

T+2: 결제일. 증권회사가 자체자금(차입 포함)으로 결제자금 490만원을 증권선물거래소로 송금함(16시)

T+3: 한국증권금융에서 490만원 인출(전일 고객예수금 변동분)

T+4: 매도주문 및 체결(50,000원×100주=5,000,000원) ⇒ 예수금 변동 없음

T+5: 변동없음

T+6: 증권회사가 결제자금을 수령(16시 이후)하여 고객계좌에 입금

T+7: 전일증가한 고객예수금 500만원을 한국증권금융에 집중예치

T+8: 고객이 500만원 인출을 요청함. 증권회사가 자체자금(차입 포함)으로 인출에 응함

T+9: 전일감소한 고객예수금 500만원을 한국증권금융에서 인출

## 참 고 문 헌

- 김현욱 · 이항용 · 임경목 · 김재홍 · 김유미 · 김행선, 2005, 『증권회사의 지급결제업무에 관한 연구』, 한국개발연구원.
- 김희수 · 김형찬 · 곽정호 · 오기환 · 변정욱, 2001, 『시장지배적 사업자의 필수설비 규제에 대한 법경제학적 접근』, 정보통신정책연구원 연구보고서 01-34.
- 선정훈 · 오승현 · 신보성 · 박계린 · 이윤재, 2005, 『증권산업 지급거래서비스 향상을 위한 제도개선 방안』, 한국증권연구원.
- 신보성 · 빈기범 · 박상용, 2005, 『우리나라 자본시장과 은행의 균형 발전 필요성』, 한국증권연구원 연구보고서 05-04.
- 이재영 · 임준 · 유선실 · 권지인 · 정현준, 2005, 『디지털 컨버전스 하에서의 콘텐츠산업 발전과 공정경쟁이슈-시장붕쇄 이론 및 사례』, 정보통신정책연구원 연구보고서 05-05.
- 이재형, 2005, 『거래거절규제의 법리와 경제분석』, 한국개발연구원 정책연구시리즈 2005-12.
- 재정경제부, 2006, “『금융투자업과 자본시장에 관한 법률(가칭)』 제정 방안(요약)”, 기자단 세미나 자료.

한국은행, 2004, 『우리나라의 지급결제제도』 .

-----, 2005, 『우리나라의 금융제도』 .

한국은행 금융결제국, 2005, “소액결제시스템에서의 경쟁과 규제”, 지급결제정보 제2005-8호.

Bank of Canada, 1997, *The Canadian Payment System: Public Policy Objectives and Approaches*.

Rey, Patrick and Jean Tirole, 2003, “A Primer on Foreclosure,” forthcoming in *Handbook of Industrial Organization III*.