

# 행태경제학(Behavioral Finance)의 시각으로 본 금융소비자보호규범의 설계

2019. 12. 3. 14:00 (화) [30-40분]

최 승 재

세종대 교수

대한변협 법제연구원장

여의도 금투센터 3층 볼스홀

# 목차

- 1. 행동경제학의 성과와 그 전개
- 2. 행동경제학과 자본시장에서 **투자자보호** 규범의 설계
- 3. **금융소비자보호법**상의 규범설계에 대한 의견

# 행태경제학의 성과와 그 전개

- 신고전파 경제학
  - 사무엘슨 이후 개량경제학적 성과를 바탕으로 하여 **합리적인 인간**의 의사결정모델을 정립
  - 규제정책의 영향을 예견할 수 있는 도구로 작동함
- 긍정적인 점
  - 인간은 합리적으로 의사결정을 한다는 점은 많은 경우 타당한 명제임.
  - 인센티브 구조 분석은 법/제도를 통한 규제설계에 중요한 역할을 함

# 행태경제학의 성과와 그 전개

- 인간의 합리성에 대한 의문
  - 인간은 에너지 절약기재를 가지고 있음
  - 최소한의 자원을 투입하여 의사결정을 하려고 함
- 제한적 합리성(Bounded rationality) [사이먼]
  - 완전한 정보가 아닌 제한된 시간 내의 제한적 정보를 가지고 의사결정을 함
  - 인지적인 측면에서 인간은 무한자원으로 가지고 의사결정을 하지 않기 때문에 자원제약하의 의사결정에서의 합리성을 도모함
- 제한적 의지(Bounded rationality)

# 행태경제학의 성과와 그 전개

## 제한된 합리성의 사례와 여행지에서 맛 집 찾기

- 검색엔진에서 맛집 검색하기
- 블로거나 유튜버가 추천하는 맛집
- 미술관 별이 많은 집
- 줄을 많이 선 집
- 친구가 다녀와서 맛이 있다고 하는 집

**밴드웨건?**

## 제한된 의지로 인한 실패의 반복

## 주먹구구와 휴리스틱(Heuristic): 첫 인상

# 행태경제학의 성과와 그 전개

## 최고의 여성과 결혼하기

- 첫 번째 만난 여성과 바로 결혼할 경우
- 계속 만남을 가지는 경우 소요되는 시간과 자원(데이트비용)
- 몇 번의 데이트를 한 이후에 결혼을 하여야 최적화될까?

**금융상품의 선택은?**

# 행태경제학의 성과와 그 전개

## 바보 같은 선택을 하는 인간

- 불공평하더라도 최소한의 이익을 얻을 수 있는 게임에서 인간은 모두가 아무 것도 얻지 못하는 바보 같은 선택을 함 (최후통첩 게임)
- 인간의 공정성에 대한 감정은 제도 설계에서 무시할 수 있는 내지 무시하여야 할 요소인가?

**공정성과 제도**

# 행태경제학의 성과와 그 전개

## 인간의 편견들(bias)

- 낙관주의 편향
- 앵커링 포인트와 거점효과(reference effect)
- 어제의 성과가 미래예측의 근거가 될까?

## 일반인인 텔러 앞에 앉아서 금융상품을 계약하는 금융전문가의 사례

- 전문성에 대한 의문

## 검증의 문제



# 행태경제학의 성과와 그 전개

## 인간의 보편적(?) 의사결정 방식[사례]

- 이사 갑은 대표이사 을에게 B안을 선택하도록 하고 싶다. 이 경우 갑은 을에게 3가지의 대안을 제시한다. 그리고 B안을 가운데에 두고 온건안을 제시한다.
- 제갈공명에게 위연이 바로 위(魏)나라의 수도를 공격하자고 할 때 제갈무후는 위연의 안 대신 중도안을 선택함

# 행태경제학의 성과와 그 전개

## 인간의 보편적(?) 의사결정 방식[사례]

- “지난 10년 동안 지금까지 한번도 외환가격이 barrier를 터치한 일이 없기 때문에 이런 일이 발생할 것이라고 생각하는 것은 지나치게 비관적인 것입니다. 만일 이런 식으로 걱정하신다면 어떤 투자도 하실 수 없어요. 지금 하시는 걱정은 검은 백조가 있다고 생각하는 것과 같은 것이니 기우는 하지 않으셔도 됩니다.”
- “미국의 4개의 대형투자은행 중 3곳에서 모두 2020년 달러 대 KRW 환율의 움직임은 달러가 강세를 보일 것으로 예측하고 있어요. 한 곳에서는 반대방향으로 예측하고 있지만 3대1로 보시는 것이 맞아요”
- 과거가 미래를 예측한다. 그리고 블랙스완은 없다?

# 행태경제학의 성과와 그 전개

행태경제학은 인간의 실제적인 분석을 통해서 인간행동을 예측함.

- '넛지'라는 이름으로 인기를 끄

신고전파 경제학에서 말하는 '노이즈'들이 버려도 되는 현상이거나 이상한 현상(anomalies)에 그치는 것이 아니라는 점을 확인할 수 있음.

이런 점들을 충분히 인간에 대한 제도 설계에서 반영되어야 함

# 행태경제학과 자본시장에서 투자자보호규범의 설계

자본시장에서의 규범설계(제도설계)는 인간에 대한 분석이 없이는 이루어질 수 없음

사이몬, 카너만, 탈러(세일러) 등의 성과들은 행태경제학(실험경제학 등 포함)의 제도 설계에서의 고려 필요성을 잘 보여주고 있음.

신고전파경제학은 물론 행태경제학의 성과를 제도설계에 반영하는 것은 금융소비자보호규범의 설계에 있어서 매우 중요함

# 금융소비자와 자기책임

금융소비자의 보호와 투자자(고객)보호의무

투자자에 대한 기본 default setting은 자기책임의 원칙임

합리적인 인간의 의사결정에 따라서 이루어진 판단은 물건을 파는 쪽이 아니라 물건을 산 쪽의 책임으로 귀결되어야 함

그래야 투자가 책임감을 가지고 최선의 노력을 다해서 이루어짐.

# 자기책임의 전제

KIKO, ELS, DLS 등의 사건에서 볼 수 있는 기본적인 주장이 자기책임의 원칙임

自己責任의 전제는 없을까?

- (제한적이지만) 합리적인 의사결정을 할 수 있는 판매자의 정보제공의무(공시포함), 설명을 하여야 할 의무(설명 의무)
- 투자자의 속성에 비추어 지나치게 위험한 금융상품에 대한 접근제한(적합성, 적정성의 원칙)
- 이것들이 전부인가?

# 금융상품에 대한 설명

## 약관에 대한 설명에 대한 일반원칙

- 약관규제법

금융상품은 다른 상품의 판매와 다른가? 다르다면 무엇이 왜 다른가?

- 정보의 비대칭성은 금융상품의 고유한 독자적인 문제인가?
- 미래예측에 대한 책임

확인에 대한 서명을 받는 것은 투자자를 보호하는가? 아니면 금융기관을 보호하는가?

# 금융상품 규제와 진입규제

설명을 아무리 하려고 해도 인간은 제한적 능력과 제한적 의지를 가지고 있고, 편견에 의해서 의사결정을 함

이런 점을 고려하지 않고 합리적이지 않은 의사결정은 금융상품을 소비하는 자에게 귀결시키는 것이 옳은가?

- 판매단계에서의 논의
- 책임의 귀속단계에서의 논의



# 행태경제학과 자본시장에서 투자자보호규범의 설계

- 이익이 있으면 투자자에게, 손해가 발생하면 금융기관이 이를 부담하도록 하는 규범 설계를 하는 것이 옳은가?
  - 행태경제학이 말하는 교훈을 제대로 읽어야 함
  - 판매단계의 면과 책임귀속의 면의 구별과 상호연관관계의 분석

# 올바른 인식형성 및 의사결정저해

- 행태경제학이 고려될 수 있는 맥락과 금융소비자 보호규범
- 행태경제학은 인간의 인식형성과 의사결정체계에 대한 분석결과를 제공함
- 소음거래(noise transaction)라고 불리는 거래나 이상한 투자행태도 실제로 인간이 하는 일의 합리성의 결과임을 알 수 있음
- 행태경제학은 올바른 인식형성과 의사결정을 저해하는 금융상품 제조 및 판매자의 책임에 대한 분석의 근거를 제공함.

# 금융소비자보호법상의 규범설계에 대한 의견

## 올바른 인식형성의 방해

- 과도한 정보를 제공하여 실제로 정보처리를 할 수 없도록 하는 행위
- 과소정보를 제공하여 실제의 위험을 인식할 수 없도록 하는 행위
- 이해할 수 없는 방식으로 정보를 제공하는 행위
- 정보의 일부를 보여주는 행위
  - 긍정적인 정보만을 제공하고, 부정적인 정보를 제공하지 않거나  
극히 부족하게 제공하는 행위

# 금융소비자보호법상의 규범설계에 대한 의견

## 의사결정의 저해와 기망적 요소

- “요즘 이 상품을 다 가입하고 있다”
- “예금상품과 같은 정도의 위험밖에 없다”
- “과거에 이 상품은 전혀 위험이 없었다”
- “최악의 상황을 굳이 상정할 필요는 없다”

## 판매단계에서의 행위들에 대한 기록의 필요와 사후적인 확인의 필요간의 형량

- “설명 듣고 이해하였음”의 실제적인 의미
- 실제로 이해하였을까?

# 금융소비자보호법상의 규범설계에 대한 의견

## 상품의 복잡성과 위험의 크기

- 상품의 복잡성이 높아지면 높아질 수록, 위험의 크기가 커질 수록 전문가에 대한 고려가 필요

## 전문가의 역할

- 정보의 분석, 제공자로서의 기능
- 금융소비자의 직접 투자 대신 간접 투자상품의 활용

## 판매자의 인센티브 구조에 대한 제한

- 판매자가 금융소비자의 올바른 인식형성이나 의사결정을 저해할 인센티브를 가지지 않도록 제도 설계 및 운용을 할 필요