

비교법제 연구 09-15-□□

# 영미 금융법제의 변화와 위기대응에 관한 비교법적 연구

이준호 · 김범준 · 정주환 · 도제문 · 손승우



단국대학교  
법학연구소

# 영미 금융법제의 변화와 위기대응에 관한 비교법적 연구

The Comparative Legal Study on the Change of Financial  
Legal System in U.S. & U.K and the Countermeasures  
against Financial Crisis

연구자 : 이준호(부연구위원)

Lee, Joon-Ho

김범준(초청연구원)

Kim, Beom-Joon

정주환(단국대학교 법학연구소 교수)

Jeung, Ju-Hwan

도제문(단국대학교 법학연구소 교수)

Do, Jae-Moon

손승우(단국대학교 법학연구소 교수)

Son, Seung-Woo

2009. 11. 16.



## 국문 요약

현재 국내외적으로 경제영역에 있어서 가장 이슈로 되고 있는 분야는 “금융위기”에 대한 대응과 시스템개혁이라고 할 것이다. 전 세계적으로 금융위기를 경험하고, 국내적으로도 이에 대한 여파가 심각하여, 정부와 산업계는 이에 대한 해법에 고민하고 있다. 이러한 문제는 우리나라뿐만 아니라 금융선진국이라고 일컬어졌던 영·미권 국가의 경우도 마찬가지이다. 이들 영·미권 국가는 시급한 금융문제의 해결을 위하여 다각도의 검토와 법제도적 개선노력을 경주하고 있다. 따라서 우리나라에서의 금융위기 대응과 금융시스템 개혁을 위하여 영·미 국가의 변화와 노력을 살펴보는 것은 중요한 의미가 있다고 할 것이다.

국제금융시장을 중심으로 금융 분야에 대한 중요 테마는 (1) 규제개혁의 일부로서 금융시스템의 개혁, (2) 국제적 차원의 금융위기에 대한 대응, 및 (3) 금융 산업과 기업의 발전을 위한 금융투자원칙의 현대적 변화로 압축할 수 있다. 이 3가지의 중요 테마는 상호간의 유기적인 관련성을 가지고 있는 바 금융시스템 개혁과 금융위기에 대한 대응은 상호간에 원인과 결과의 순환적인 구조를 가지고 있으며, 이러한 시스템과 상황 속에서 금융투자원칙은 전통적인 고려요소를 탈피하여 다변화되고 통일화 경향을 갖는 국제적 기준으로 변화되고 있고, 금융시스템개혁과 금융위기에 의하여 강한 영향을 받게 된다. 이러한 상호교환적인 영향 하에서 상기한 3가지의 테마는 개별적 분석과 종합적 분석이 동시에 이루어져야 한다는 과제가 있게 된다.

본 연구는 앞에서 언급한 금융분야에 대한 3가지 쟁점사항의 해결방안에 관하여, 영국과 미국에서 이루어지고 있는 금융법제의 변화와 개혁노력을 분석·연구함으로써, 현재 우리나라가 처해 있는 금융 분

야의 문제를 해결할 수 있도록 법제적 시사점과 대응방안을 제시하는 것을 목적으로 한다.

현재 우리나라는 새로운 자본시장법을 시행한지 아직 1년이 되지 않았다. 아직까지도 자본시장을 규율하는 체계에 적응되지 못한 부문이 많이 존재하고 있으며, 이에 대한 법제도적 보완과 금융당국의 적극적인 지도와 감독을 필요로 하고 있다. 또한, 국제적인 기후변화협약의 움직임과 관련하여 국내에서는 녹색성장의 일환으로서 녹색금융이 활발하게 논의되고 있다. 현재로서는 국제 금융위기에서 완전하게 탈출하였다고 하는 것이 일반적인 견해이지만 국제금융시장에서 국내의 자본시장법의 시행에 관한 여러 가지 문제점을 해결해야 한다는 과제는 여전히 남아있다. 또한 과거의 금융투자원칙이 아닌, 새로운 금융투자원칙은 이미 국제적으로 요구되고 있는 상황으로서 금융위기 대응과는 다른, 기후변화대응 및 녹색성장과 관련을 갖으면서 기존과는 다른 금융투자시장의 운영이 요구되고 있다. 이러한 개별적이면서도, 상호간에 영향을 주고 있는 금융법제에 관한 개선논의는 앞으로도 지속적으로 진행되어야 할 것이다.

※ 키워드 : 금융위기, 영국, 미국, 규제개혁, 자본시장법, 책임투자원칙 (PRI)

## Abstract

Currently, the response to the “Financial Crisis” and systemic reform is one of hottest issues in international and intra-national levels. The significant impact of the recent financial crisis have led the government and industries to consider a effective solution to overcome. The United Kingdom and the United States also confronted with this question as well as Korea. These countries have undertaken various analysis and made efforts to improve their legal system in the field of financial market to overcome this urgent crisis. Thus, it is critical for us to review and examine the efforts and changes in order to reform financial system and respond to this crisis in the U.K. and the U.S.

The major concerns in the international financial markets are (1) the reform of financial system as a part of regulatory reform, (2) the response to the financial crisis in the level of international perspective, and (3) the modernization of the principles for financial investment to develop financial industries and corporations. Because these three concerns are inter-related each other, (1) and (2) have a relationship of cause and effect and, in this circumstances, (3) is ever-changing and converging in order to form a consistent global standard. In addition, (1) and (2) are substantially influenced by (3). In this context, it is necessary for us to analyze these three concerns individually and synthetically.

This study examines and analyzes the changes in financial legal systems and efforts to reform in the U.K. and the U.S. with focusing on the above three concerns so as to suggest a solution for our current financial problems. The National Assembly of Korea enacted ‘the Financial

Investment Services and Capital Market Act' in February, 2009. However, it still is inadequate to fully and effectively regulate its financial market and this triggers more active and stringent oversight and direction of authorities. Moreover, the development of 'green finance' has been discussed in Korea as a part of policies for green growth with close relation to a international climate change agreements. Therefore, the circumstances demand us to manage our financial market in quite different manners from the existed ones and that is why we should continuously proceed the discussion for improvement of our financial legal system.

※ Key Words : Financial Crisis, United Kingdom, United States, Regulatory Reform, The Financial Investment Services and Capital Market Act, Principles for Responsible Investment

# 목 차

국문요약 .....	3
Abstract .....	5
제 1 장 서 론 .....	13
제 1 절 연구의 목적 .....	13
제 2 절 연구의 범위 .....	17
I. 금융규제개혁에 관한 범위 .....	17
II. 금융위기대응에 관한 범위 .....	18
III. 금융투자원칙에 관한 범위 .....	19
제 2 장 영미 금융법제상 금융규제개혁 .....	21
제 1 절 서 설 .....	21
제 2 절 영국의 금융규제개혁의 주요내용 .....	22
I. 통합 금융서비스시장법 .....	22
II. 금융위기 극복을 위한 법제도 개혁 .....	33
제 3 절 미국의 금융법제상 금융규제 개혁 .....	41
I. 미국의 금융규제기관 .....	41
II. 금융규제 개혁의 주요내용 .....	42
III. 장외 파생상품시장에 대한 규제 .....	48
제 4 절 원칙중심의 규제 .....	50
I. 원칙중심 감독의 의의와 추진 동향 .....	51
II. 원칙중심 감독의 작동 방식 .....	55

제 5 절 우리나라 금융규제 개혁의 주요내용 .....	59
I. 자본시장통합법 .....	59
II. 공시에 관한 규정 개편 .....	69
III. 개정 은행법(안) .....	70
제 3 장 국제적 차원의 금융위기 대응 .....	73
제 1 절 국제금융위기의 배경 .....	73
제 2 절 국제 금융위기의 원인과 대응 .....	76
I. 국제 금융위기의 원인 .....	76
II. 세계경제에 미치는 영향 .....	78
제 3 절 국제적 차원의 금융위기 대응 .....	81
I. 국제공조 .....	81
II. 국제금융체제의 개편 .....	82
III. “금융안정포럼”의 역할과 개편 .....	82
제 4 절 영국과 미국 등의 금융위기 대응 .....	89
I. 영국의 금융위기 대응 .....	89
II. 미국의 금융위기 대응 .....	96
III. EU의 금융위기 대응 .....	106
제 5 절 우리나라의 금융위기 대응과의 비교 .....	107
I. 우리나라 금융위기의 배경 .....	107
II. 기업구조조정촉진법 .....	109
III. 금융기관에 대한 자금지원 .....	111
IV. 금융투자자와 예금자보험제도 .....	115
V. 한국은행법 개정안 .....	118
VI. 파생상품에 대한 감독체계 개선 .....	119
VII. 금산분리 완화정책에 대한 논의 .....	128



제 4 장 금융투자원칙의 현대적 변화 .....	133
제 1 절 서 설 .....	133
제 2 절 유엔 책임투자원칙 .....	134
I. 동 원칙의 제정배경 .....	134
II. 참여기관 .....	135
III. 원칙의 내용 .....	137
IV. 본 원칙의 목적과 성격 .....	140
V. 본 원칙의 기대효과 .....	140
VI. 이 원칙의 반영이 투자성과(이익)에 미치는 영향 .....	141
VII. 본 원칙과 수탁자 책임과의 관계 .....	142
VIII. 서명하는 기관들의 유형 .....	142
제 3 절 본 원칙과 관련된 주요 이니셔티브 .....	144
I. 주요 이니셔티브의 배경 .....	144
II. 유엔환경계획/금융 이니셔티브 .....	145
III. 유엔 글로벌 콤팩트 .....	145
IV. 지속가능성 보고서 가이드 라인 .....	149
V. 세리즈 원칙 .....	150
VI. 적도원칙 .....	151
VII. OECD 다국적 기업을 위한 가이드 라인 .....	153
VIII. OECD 기업 지배구조 원칙 .....	156
IX. 탄소정보공개 프로젝트 .....	157
X. 사회책임 국제표준 .....	158
XI. 설리반 원칙 .....	159
제 4 절 ESG 요소를 고려한 금융투자의 특징과 내용 .....	160
I. ESG 과제와 사회책임투자 .....	160
II. 사회책임투자의 내용 .....	162
제 5 절 주요국의 PRI원칙의 도입현황과 법제정비 .....	176

I. 미 국 .....	176
II. 영 국 .....	179
III. 캐나다 .....	182
IV. 프랑스 .....	183
V. 독 일 .....	184
VI. 일 본 .....	184
VII. 주요국 SRI 법제의 공통적인 특징 .....	185
제 6 절 ESG과제와 연기금 등의 수탁자 의무 .....	186
I. 수탁자의무에 관한 우리나라의 논의와 법제 .....	186
II. 미국법제상 수탁자의 정의와 의무 .....	187
III. 영국에서의 법제 .....	191
IV. 일본에서의 수탁자책임 .....	191
V. SRI와 수탁자책임의 한계 .....	192
VI. SRI와 수탁자책임에 관한 논의의 전개 .....	194
VII. 수탁자책임에 관한 부수적 논의 .....	199
VIII. 논의의 정리 .....	199
제 7 절 국내관련법제의 정비 및 개선방향 .....	201
I. 외국법제 동향 .....	201
II. 우리 법제 동향 .....	201
III. 우리법제상의 정비 및 개선방향 .....	203
제 8 절 소 결 .....	206
제 5 장 국내 금융법제에 대한 시사점 .....	209
제 1 절 금융규제개혁 및 금융위기대응에 관한 시사점 .....	209
I. 『Group of Thirty』 보고서의 개요 .....	210
II. 건전성 규제의 적용 범위와 개념정의에 관련된 정책 .....	212

Ⅲ. 건전성 규제의 구조와 국제적 협조 .....	218
Ⅳ. 금융기관의 감독, 리스크 관리, 자본유동성에 관한 제도 및 기준의 강화 .....	222
Ⅴ. 금융시장의 투명성과 인프라시스템의 개선 .....	224
제 2 절 영미 금융법제에 있어서의 시사점 .....	228
Ⅰ. 법체계적인 측면에 있어서의 시사점 .....	228
Ⅱ. 법정책적인 측면에 있어서의 시사점 .....	230
제 3 절 새로운 금융투자원칙에 관한 시사점 .....	234
Ⅰ. 금융투자원칙의 변화에 대한 대응 .....	234
Ⅱ. 새로운 금융투자원칙의 유효성 .....	236
Ⅲ. 금융투자원칙에 있어서의 수탁자 책임 .....	239
Ⅳ. 국내 관련 법제 운영의 개선 .....	242
제 4 절 국내 자본시장 육성 및 금융법제의 개선에 대한 시사점 ...	245
Ⅰ. 금융위기 이후의 자본시장 육성 .....	245
Ⅱ. 자본시장 육성을 위한 국제협조 강화 .....	248
제 6 장 결 론 .....	251
참 고 문 헌 .....	255

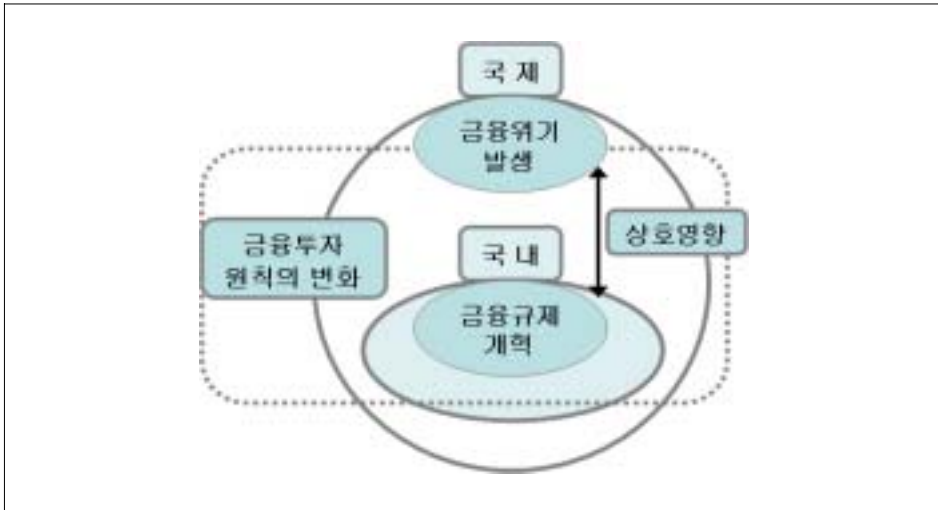
## 제 1 장 서 론

### 제 1 절 연구의 목적

현재 국내외적으로 경제영역에 있어서 가장 이슈로 되고 있는 분야는 “금융위기”에 대한 대응과 시스템개혁이라고 할 것이다. 전세계적으로 금융위기를 경험하고, 국내적으로도 이에 대한 여파가 심각하게 영향을 미치게 되어, 정부와 산업계는 이에 대한 해법에 고민하고 있다. 이러한 문제는 우리나라뿐만 아니라 금융선진국이라고 일컬어졌던 영미권 국가의 경우도 예외는 아니다. 이들 영미권 국가는 시급한 금융문제의 해결을 위하여 다각도의 검토와 법제도적 개선노력을 경주하고 있다. 따라서 우리나라에서의 금융위기 대응과 금융시스템 개혁을 위하여 영미 국가의 변화와 노력을 살펴보는 것은 중요한 의미가 있다고 할 것이다.

현재 국제금융시장을 중심으로 금융분야에 대한 중요 테마는 (1) 규제개혁의 일부로서 금융시스템의 개혁, (2) 국제적 차원의 금융위기 대응, (3) 금융산업 및 기업의 발전을 위한 금융투자원칙의 현대적 변화, 이 3가지로 압축할 수 있다.

상기한 3가지의 중요 테마는 상호간의 유기적인 관련성을 가지고 있다고 할 것이다. 금융시스템 개혁과 금융위기에 대한 대응은 상호간에 원인과 결과의 순환적인 구조를 가지고 있으며, 이러한 시스템과 상황 속에서 금융투자원칙은 전통적인 고려요소를 탈피하여 다변화되고 통일화 경향을 갖는 국제적 기준으로 변화되고 있고, 금융시스템개혁과 금융위기에 의하여 강한 영향을 받게 된다. 이러한 상호교환적인 영향하에서 상기한 3가지의 테마는 개별적 분석과 종합적 분석이 동시에 이루어져야 한다는 과제가 있게 된다.



현재 각 국가는 특유의 고유한 환경에 적합할 수 있도록 최적의 규제개혁모델과 효율적인 규제기법을 동원하여 각 분야에 있어서 규제개혁을 시도하고 있다. 이 중에서 금융분야에 대한 규제개혁은 국제자본시장을 배경으로 각 국가의 고유한 자본시장의 특성을 반영하여 투명성 확보 및 규제 효율화를 추구하고 있다. 영국의 경우는 규제통합화 과정을 경유하여 규제체계의 변화를 추구함으로써, 금융산업 육성 및 자본시장의 육성을 도모하였고, 미국의 경우는 고유의 금융법체계를 유지하면서, 증권·금융시장의 지속적인 발전과 국제적 위상유지를 위한 정책과 법제운영을 수행하고 있다. 이러한 움직임은 우리나라에서 2009년 2월부터 시행되는 『자본시장과 금융투자업에 관한 법률』의 제정에 많은 영향을 주었으며, 국내 자본시장과 금융산업에 대하여 외국의 이러한 동향은 많은 시사점을 제공하고 있다. 그러나 이러한 각 국가의 노력에도 불구하고 2008년에 있었던 국제적인 금융위기는 금융분야에 대한 규제와 제도에 새로운 문제점을 제시하였으며, 이에 대한 기존 금융규제체계의 정비와 금융위기의 대응이라는 새로운 과제를 부여하였다.

2008년에 있었던 미국발 금융위기는 전세계적으로 국제금융시장의 혼란을 발생시키고, 기존의 금융시스템에 대한 회의를 갖게 하였다. 또한, 금융위기의 시간적 중요성 때문에 신속하게 이루어진 각 국가의 위기대응 방식도 효율성이 검증되지 않은 상태로 수행된 것이라 아직까지 그 효과에 대해서는 예측하기가 어려운 상태라서 다각적인 방법이 시도되고 있다. 즉, 각국의 위기대응방식은 금융기관에 대한 구제금융과 같은 일반적인 방법 외에도 은행·정부간 대출지급보증, 각종 기업외채 정부보증, 금리인하 등 다양한 방법이 제시되며, 실제적으로 이를 수행하는 국가도 다수 있다. 우리나라도 국제금융위기에 직접적인 영향을 받고 있으며, 이에 대응하기 위한 금융정책시도도 다각적으로 진행되고 있다. 그러나 상기한 위기대응조치들은 일반적으로 즉각적인 효과를 나타내는 방법으로서 위기재발의 방지효과에 대해서는 회의적인 의견이 많으며, 근본적인 정부의 금융정책 제시와 이에 수반한 법제 개선이 상기한 임시방편적인 대응조치 이외에 시급하게 추진되어야 할 필요성이 있다고 할 것이며, 보다 심층적인 원인 분석과 대응마련에 노력을 기울여야 할 것이다.

상기한 국내적인 금융규제개혁과 국제적인 금융위기가 상호간에 영향을 주면서, 예기치 못했던 환경변화를 겪고 있는 가운데, 금융투자 관련 원칙과 방향은 전통적인 틀에서 급격한 변화의 움직임이 나타나고 있다. 최근 영미의 자산운용기관 및 연기금의 경우 투자포트폴리오 구성시 ESG요소를 고려하여 운용하려는 경향이 높아지고 있으며, 2006년 4월 UN의 환경계획·금융Initiative(UNEP-FI)와 UN Global Compact가 중심이 되어 세계 유수의 기관투자자들이 모여 “책임투자원칙(Principles for Responsible Investment, PRI)”을 채택하였으며, “책임투자원칙”은 ESG요소를 투자의 의사결정요소로 편입시켜 장기적으로 기업가치향상에 기여하는 것을 목표로 하고 있다.<sup>1)</sup> 최근 전세계적으로

1) E는 환경(Environment), S는 사회(Society), G는 지배구조(Governance)를 의미한다.

유수한 연기금 및 금융기관이 이 원칙에 서명하고 있으며 우리나라의 국민연금도 2009년 상반기에 원칙에 가입할 계획으로 있다. 따라서 향후 재무적 성과에 한정하여 기업의 투자가치를 결정하였던 관행과 달리 ESG 등의 비재무적 성과를 고려하여 투자대상을 결정하는데 대한 수요가 높아질 것으로 전망된다. 향후 국민연금의 PRI원칙 도입에 따른 투자정책의 변화는 자산운용회사의 투자패턴은 물론 대상기업의 지배구조 및 자본시장에도 상당한 영향을 미칠 것으로 예상된다. 특히 정부의 국정과제 중에 “녹색성장”이 포함되어 있는 점을 고려하면 이러한 국제적인 흐름과 부합하는 측면에서 ESG요소에 입각한 투자 운용정책의 움직임은 당분간 성장세를 보일 것으로 보이며, 국제적으로도 기후변화에 대응한 국제협력움직임의 증가는 이러한 추세를 지원할 것으로 예상된다. 그런데 이와 관련하여 재무적 요소가 아닌 ESG와 같은 비재무적 요소를 고려하여 투자결정을 하는 것은 이른바 자산운용사 및 연기금의 “수탁자책임”과의 문제가 발생하는 등 다양한 법적 쟁점이 제기된다. 따라서 재무적 성과 외에 비재무적 요소를 고려하는 것이 수탁자책임에 위반하는 것은 아닌가 하는 것이 법적 문제가 발생할 수 있으므로, PRI원칙에 따른 ESG요소를 고려한 투자 방식과 수탁자책임간의 관계를 명확하게 정리할 필요가 발생한다. 또한, 금융규제개혁과 금융위기대응의 테두리 안에서, 새롭게 변화되는 국제적인 금융투자원칙에 따른 국내 금융산업 및 자본시장의 발전을 담보하기 위하여, 금융투자시스템의 구축을 위한 법제 개선 및 문제점 도출과 이에 대한 해결방안 제시가 필요하다고 할 것이다.

따라서 본 연구는 앞에서 언급한 금융분야에 대한 3가지 쟁점사항의 해결방안에 관하여, 영국과 미국에서 이루어지고 있는 금융법제의 변화와 개혁노력을 분석연구함으로써, 현재 우리나라가 처해 있는 금융분야의 문제를 해결할 수 있도록 법제적 시사점과 대응방안을 제시하는 것이라고 할 것이다.

## 제 2 절 연구의 범위

본 연구의 범위는 다음과 같이 크게 3부분으로 구성된다.

### I. 금융규제개혁에 관한 범위

- 영미 국가를 중심으로 한 금융규제개혁의 현황
- 금융시스템 개혁에 관한 정책 및 법제의 개선내용
- 영국의 통합금융법(Financial Service and Market Act)의 내용 및 사례
  - 1997.5. 영국은 자율규제로부터 법령에 의한 규제로의 전환과 시장변화에 대한 적극적 대응을 위한 금융규제개혁안 발표
  - Financial Service and Market Act(FSMA, 2000)의 내용 파악
- 미국의 증권·금융 규제법령의 내용
- 영국 및 미국의 금융규제개혁의 특징
- 국내 금융산업의 구조적 재편 및 금융혁신의 변화
  - 국내 금융법 통합과 자본시장법의 제정
  - 국내 금융시장의 특성
- 우리정부의 금융개혁을 통한 경제위기 극복과 일자리 창출 등을 위해 국회에 제출된 금융법안의 주요내용과 비교검토
  - 금융산업 경쟁력 강화를 위한 4개 핵심법안과 비교검토
  - 은행법·금융지주회사법·산은법·정책금융공사법 등
- 국내법적 시사점 및 국내 법제 개선방안
  - 장기적 관점의 금융정책의 방향 모색
  - 자본시장법, 대부업법, 예금자보호법 등의 시행과 바람직한 정착을 위한 시사점



## II. 금융위기대응에 관한 범위

- 미국발 글로벌 금융위기의 심도와 성격 등 그 현황
- 국제 금융위기의 원인 분석
  - 미국발 금융위기의 원인
  - 주택대출금의 유동화 과정의 문제점 분석
  - 영국발 2차 세계금융위기설의 원인 분석
  - 영국 금융빅뱅 법안의 추진과 금융산업 위주의 경제정책의 문제점
- 금융위기 발생과 관련된 법률의 문제점
  - 미국 1999 금융현대화법(Financial Services Modernization Act)
  - 2000 선물상품현대화법(Commodity Futures Modernization Act)
- 미국 및 영국의 금융위기에 대한 대응방안 및 분석
  - 미국의 금융시장 안정화 종합대책(2008.10.14)
  - 미국의 경기부양법안(American Recovery & Reinvestment Act, 2009. 2.17), 오바마노믹스의 실체
  - 영국 Brown 총리의 금융위기 대응 위한 “War Room” 신설과 미국 ‘87 설립된 “대통령금융시장실무그룹(President's Working Group on Financial Markets)”의 운영
  - 미국과 영국의 금융위기 대응체계 분석
  - 공적자금 투입 등을 통한 글로벌 금융시장 안정
- G20 정상회담의 금융위기 대응방안
  - 재정확대, 보호주의 배격 원칙 등
  - 국제 금융시스템 개혁 방안 등
  - 헤지펀드에 대한 감시 강화
  - 국제 신용평가기관에 대한 감독 강화
  - 금융회사의 유동성관리에 대한 사전적 감독 등 금융감독체계의 재정립 등

- 우리나라의 금융위기에 대한 대응방안 및 분석
- 외국 사례에 대한 시사점과 국내 법제 개선방안 도출

### III. 금융투자원칙에 관한 범위

- 2006년 UNEP-FI와 UN Global Compact의 “책임투자원칙(Principles for Responsible Investment, PRI)”의 도입배경과 내용분석
- ESG기준을 고려한 금융투자의 특징과 내용 및 해외 적용현황
- BSR(Business for Social Responsibility)에서 제시한 ESG 적용 장애 요소 분석
  - ESG에 대한 투자자와 기업의 냉소주의
  - 재무적 성과와 ESG 기준을 연결지우는 데이터의 부족
  - ESG 투자전문가의 부족 등
- 미국의 PRI원칙의 도입현황과 법제 정비
- 영국의 PRI원칙의 도입현황과 법제 정비
- 국민연금의 PRI원칙 도입과 투자정책 변화 및 영향
  - 2009년 우리나라 국민연금의 가입계획과 이에 따른 투자정책 변화 및 자산운용회사 등 기업의 투자패턴 변화에 대한 영향
  - 기업의 지배구조 및 자본시장에 대한 영향
- ESG 국내적 적용에 있어서 법적 문제점 도출
  - 자산운용사 및 연기금의 수탁자 책임에 관한 내용
  - 비재무적 요소인 ESG 기준의 국내적 도입의 한계
- 국내 관련법제의 정비 및 개선방안

## 제 2 장 영미 금융법제상 금융규제개혁

### 제 1 절 서 설

최근 각국은 세계경제의 역동적 변화에 적응하기 위하여 자율화, 겸업화, 개방화에 초점을 두면서 각국의 특수한 금융시장환경에 적합한 최적의 금융규제개혁모델과 효율적인 금융규제기법의 개발노력과 규제개혁을 단행하고 있다. 경제개혁 중 금융규제개혁은 국제자본시장을 배경으로 각 국가의 고유한 자본시장의 특성을 반영하여 리스크 예방 및 감시 기능 강화, 투명성 확보 및 규제 효율화를 추구하고 있다.

영국의 경우는 규제통합화 과정을 경유하여 규제체계의 변화를 추구함으로써 금융산업 육성 및 자본시장의 육성을 도모하였다. 미국의 경우는 고유의 금융법체계를 유지하면서, 증권·금융시장의 지속적인 발전과 국제적 위상유지를 위한 정책과 법제운명을 수행하고 있다.

이러한 움직임은 우리나라에서 금년 2월부터 시행되는 『자본시장과 금융투자업에 관한 법률』의 제정에 많은 영향을 주었으며, 국내 자본시장과 금융산업에 대하여 외국의 이러한 동향은 많은 시사점을 제공하고 있다.

그러나 이러한 각 국가의 노력에도 불구하고 2008년에 있었던 국제적인 금융위기는 금융분야에 대한 규제와 제도에 새로운 문제점을 제시하였으며, 이에 대한 기존 금융규제체계의 정비와 금융위기의 대응이라는 새로운 과제를 부여하였다. 영국과 미국은 등은 금융제도 및 감독체계 개편안을 잇달아 발표하였고, 중앙은행의 기능과 역할을 강화하는 방향으로 입법적 접근을 통해 금융위기에 대한 예방과 리스크 대안을 마련하고 있다. 미국 재무부는 2009년 6월 시장의 신뢰회복을 위한 신속한 금융 시스템 개편 필요성에 따라 『금융규제개혁안』을 발표하였고, 영국 재무부도 2009년 7월 금융위기 재발방지와 금융시장 경

쟁력 제고를 위한 『금융규제개혁안』을 발표하였다. 특히 영국은 금융감독에 대한 통합적 체계를 이원화하고 있어서 현재 국회에 계류 중인 한국은행법 개정안과 관련성이 크며 그 시사점이 있다고 하겠다.

따라서 이장에서는 영국과 미국을 중심으로 금융규제개혁의 현황과 주요 법제의 내용을 살펴본 뒤 우리나라 금융규제 개혁의 주요내용과 문제점을 이들과 비교·분석하고자 한다.

## 제 2 절 영국의 금융규제개혁의 주요내용

### I. 통합 금융서비스시장법

#### 1. 제정배경

최근 금융시장의 환경변화에 대응하기 위한 국내에서 입법된 대표적인 법률로서 『자본시장과 금융투자업에 관한 법률』(이하 “자본시장 통합법”이라 한다)은 영국의 통합금융법인 『금융서비스 및 금융시장에 관한 법률(Financial Service and Market Act 2000)』(이하 “FSMA”이라 한다)을 모델로 하고 있다. FSMA는 영국 내 모든 형태의 금융·보험기관을 감독할 수 있는 단일하고 통일성 있는 법체계를 구축함으로써 금융산업간의 형평성을 도모하기 위해 제정되었다.

본 법은 1998년 6월 입법안이 제출되어 2000년 6월 14일 공포되었으며, 2001년 12월 1일 발효되었다. 본 법은 총 30장 433개조와 22개의 부칙으로 구성되어 있다.

동법의 제정되면서 금융규제 관련 법률들을 단일화되었는데, 이법의 시행과 동시에 종전의 증권시장의 규제를 담당해왔던 금융서비스법(Financial Services Act 1986), 예금시장의 규제를 담당해왔던 은행법(Banking Act 1987), 보험시장의 규제를 담당해왔던 보험회사법(Insurance Companies Act 1982) 등은 모두 실효되었다. FSMA는 금융감독기구의

통합을 완성하는 입법으로서의 의미를 가지며 모든 금융업무를 대상으로 하는 일원적 법체계를 구축함으로써 금융업종 간의 불필요한 차별 해소를 시도하고 있다. 이를 통해 궁극적으로는 런던의 국제금융 시장으로서의 경쟁력을 높이자는 것이다.<sup>2)</sup>

1980년대 초까지 영국의 금융시장은 각종 은행, 증권거래소(Stock Exchange) 및 로이드(Lloyd's)와 같은 증권 및 보험시장, 주택금융조합(building society) 등으로 분리되어 있었으며, 각 영역은 자율적 규제를 기본으로 하여 독자적인 영업활동을 영위하였다. 그러나 1986년 금융시장의 빅뱅(Big Bang) 현상으로 은행, 보험, 증권회사 사이의 전통적인 업무구분이 모호해지면서 규제 및 감독체제의 변화가 필요하게 되었다. 빅뱅이란, 영국 금융기관들의 영업 분야 확장에 대해서 정부가 이에 시정을 요구하였으나 이것이 받아들여지지 않자 다른 영역의 금융기관들에게 영업 분야의 제한을 풀어준 것에서 유래하였다.

증권거래소 및 로이드 등 증권시장과 보험시장은 오랫동안 각각의 자율규제를 원칙으로 하였으나, 빅뱅현상에 대응하여 1986년에 제정된 금융업법은 각 시장에 대한 규제의 권한을 비정부기관인 증권투자위원회(Securities and Investment Board)에 위임하였다. 그러나 증권투자위원회는 직접적인 감독활동을 하는 대신, 여전히 각 시장 내의 자율적인 규제기관에 위임하는 모습을 보였다. 이와 같은 금융업법에 의한 규제의 복잡성과 규제영역의 중복 등은 이후 다양한 문제점을 노출하였다.

## 2. FSMA의 적용대상

FSMA은 영국 내에서 이루어지는 대부분의 금융 관련 영업행위를 그 규제의 대상으로 규정하고 있다. 이러한 규제대상 영업행위를 영

2) 이하 영국의 FSMA에 관하여, 정순섭, “영국·호주의 금융개혁법, 규제 유연화의 신 기원 이워: 금융산업의 지각변동, 자통법”, 『나라경제』 제18권 제8호, 2007.8. 참조.

위하기 위해서는 권한 있는 기관의 허가를 얻도록 하였다. 이는 규제 대상이 되는 영업행위를 영위하고자 하는 금융기관에게 허가취득을 사실상 강제한 것이다.

FSMA의 적용대상은 규제대상행위라는 개념을 이용하여 정의되고 있다. 규제대상행위는 FSMA 제22조에서 “영업으로서 영위되는 ‘특정 행위’로서 (a) 특정투자자와 관련되는 행위, 혹은 (b) 일정한 ‘특정 행위’의 경우, 모든 종류의 재산권과 관련되어 영위되는 행위(집합투자기구와 관련된 행위를 말한다)를 포함하는 것”으로 매우 포괄적으로 정의되어 있다. FSMA 제22조 1항과 5항은 ‘특정 행위’ 및 ‘특정투자’의 유형을 지정할 권한을 재무부에 부여하고 있다.

영국 재무부는 ‘규제대상행위령’에 예금의 수령, 보험계약의 체결, 본인 및 대리인으로서의 투자거래, 투자거래의 중개 및 운용 등 모든 금융영역을 ‘특정 행위’로 규정하고 있다. FSMA 체제하에서 ‘투자’는 모든 자산, 권리, 혹은 이익을 포함한다(제22조 4항). 이 가운데, ‘특정 투자’(specified investments)에 대한 ‘규제대상행위’에 대해서는 인가 기타 규제가 강제되는데, FSMA에 따라 재무부가 지정한 투자는 (i) 예금, (ii) 보험계약상 권리, (iii) 주식 등의 자본지분, (iv) 사채·CD 등의 채무증서, (v) 국공채, (vi) (iii)부터 (v)까지의 특정투자에 대한 권리나 이익 등, (vii) (iii)부터 (vi)까지의 특정투자에 대한 certificate 등, (viii) 집합적 투자기구 지분, (ix) 지분권자 연금기구상의 권리, (x) 옵션, (xi) 선물, (xii) 차액계약 등을 포함한다.

이 법의 적용범위에 관한 또 하나의 기준으로 투자자의 구분을 들 수 있다. 위에서 살펴본 금융상품이나 금융업 모두에 이 법이 적용되는 것은 아니며, 투자자의 구분(market counterparty, intermediate customer, private customer)에 따라 그 적용범위에 차이가 있다.

모든 규제대상행위는 인가를 받은 자 혹은 인가가 면제된 자에 대해서만 예외적으로 허용되므로(제19조), 규제대상행위를 영위하고자

하는 금융기관에 대해서는 인가의 취득이 사실상 강제된다. 인가를 받지 않고 이러한 행위를 영위하는 것은 범죄로 처벌의 대상이 된다. 인가단계에서 인가요건으로 요구되는 사항들은 인가금융기관에 대한 계속적인 규제요건으로 적용된다.

영국 외의 EU 국가법에 의해서 허가를 받은 금융기관은 금융서비스 시장법의 적용에 있어서 허가를 받은 자로 본다. 또한 FSMA의 허가에 대해서는 이의를 제기할 수 있다. FSMA은 본 법이 적용되는 규제대상 행위 전체에 대한 허가절차를 일률적으로 통합하여 규정하였다. 본 법의 부칙 6에 명시된 허가의 필수요건들은 각 규제대상 행위를 신청수요건들은 필요한 신청자의 자격, 영국 내에서 신청인의 영업소재지 요건, 신청인의 특수관계에 대한 규제 권한, 적정자본금의 요건, 신청인의 적격성 등에 해당되는 내용들이다. 본 법의 적용을 받는 금융기관에서 일정한 기능을 담당하는 개인들인의 감독당국의 사전승인을 받도록 규정하고 있다. 여기서 통제기능을 담당하는 개인이라 함은 은행원이나 펀드매니저, 로이드의 보험인수대리인 등 금융기관의 업무수행에 중대한 영향을 미치거나, 고객과 직접 거래하거나, 고객의 재산을 취급하는 업무행위를 수행하는 사람을 의미한다.

인가 이후에는 규제대상행위의 영위가 시작되기 때문에 ‘영업행위 규제’가 이루어지게 된다. 금융상의 권유규제, 불초청권유 금지, 고객자산 보호 등에 관한 규제원칙을 영업행위규제로서 단일화하였다.

FSMA은 금융서비스 제공업자에게 본법의 규정을 준수하도록 하는 여러 가지 유인을 제공하고 있다. 즉, 본 법은 거래의 상대방이 계약을 이행하는 것이 자신에게 이로울 때는 해당 거래를 지속하고, 불리할 때에는 법위반 사항에 대해 손해배상을 청구할 수 있도록 하여 규정을 준수해야하는 유인을 제공한 것이다.

FSMA은 업무상 투자 참여권유와 같은 금융상의 권유행위에 대한 규제를 이원적으로 제시하고 있다. 즉, 금융업 허가를 받은 자의 금융상의 권유행위는 관계 기관에서 규정한 업무행위규칙에 따라 규제하도록 하고 있으며, 허가를 받지 못한 자의 권유행위는 금융서비스 시장법 및 그 하위법령에서 규정하도록 하였다.

허가를 받은 사람은 권유행위에 관한 업무행위규칙을 위반한 경우 거래상대방에게 손실이 발생하지 않는다면 단순한 징계나 처벌의 대상이 될 뿐이다. 그러나 허가를 받지 않는 사람이 권유행위에 관한 규정을 위반한 경우, 형사상 범죄를 구성하게 된다.

FSMA 제8부는 기존의 불공정행위 개념을 재정리하여 시장남용행위라는 새로운 개념을 규정하고 있다. FSMA는 그 체제상 규제원칙의 일원화를 건전성 규제까지 확대하고 있다. 현재 건전성 규제에 관해서는 은행·보험회사 등 건전성 규제단위별로 기준을 정하여 적용하고 있다.

### 3. 영국 금융감독청(Financial Services Authority)의 설치

FSMA에 의해서 금융업에 대한 통합감독권한을 가지는 단일 감독기관인 ‘금융감독청’이 출범하였다. 금융감독청은 형식적으로는 특별사법인으로 독립된 비정부기관이며, 금융산업으로부터 징수한 수수료로서 운영된다.

1986년 금융업법에 근거하여 증권부문규제를 담당하였던 증권투자위원회(Securities and Investment Board)가 1997년 금융감독청으로 이름이 변경되었으며, 그 후 일련의 조치들을 통하여 은행 및 보험회사의 규제감독권한까지 이어 받았다. 현재 금융감독청은 은행, 증권, 보험 등 9개의 금융관련 규제기관을 통합한 형태로 이루어져 있다.



## ※ 영국의 FSA 이전 기존 금융감독기관 및 자율규제기관 (SROs)

감 독 기 관	감 독 대 상 업 무
증권투자위원회 (Securities and Investments Board; SIB)	증권업무 전반 (증권거래소, 선물청산소 감독업무 포함)
영란은행 은행감독부 (Supervision and Surveillance Division of the Bank of England)	은행, 도매금융기관 (merchant bank), 어음교환소
재무부 보험감독위 (Insurance Directorate; ID)	보험회사
공제조합등기소 (Registry of Friendly Societies; RFS)	신용조합(credit union)
주택금융조합위원회 (Building Societies Commission; BSC)	주택금융조합 (building societies)
공제조합위원회 (Friendly Societies Commission; FSC)	공제조합(friendly societies)
증권선물협회 (Securities and Futures Authority; SFA)	증권관련 파생상품거래 업무
투자관리규제단체 (Investment Management Regulatory Organization; IMRO)	투자신탁, 연금기금업무
개인투자자 협회 (Personal Investment Authority; PIA)	개인 소액투자자 관련업무

금융감독청의 규제 및 감독대상은 주택금융회사와 공제조합, 신용조합, 금융자문업, 펀드매니저, 파생금융상품시장, 로이드 보험시장, 원유 및 금속거래소, 에너지 거래소를 포함한 모든 시장 및 거래소 등이다.

금융감독청의 활동 목적은 금융체계의 유지와 개선, 금융감독에 관한 대중 홍보, 소비자 보호, 금융관련 범죄 예방 등에 있으며, 이에 관하여 FSMA에 근거한 일반적 규칙제정권이 있다.

#### 4. FSMA의 전체적인 개관

구 분	내 용
제 1 부 통제기관 (The Regulator)	금융감독기관인 금융청의 일반적인 의무와 재정법상의 목적을 설명하고 있다. 또한 부속규정 1에서 금융청의 구성과 설명책임을 명확하게 하고 있다.
제 2 부 규제대상행위 (Regulated and Prohibited Activities)	인가 내지 면제되지 않는 자가 영구히 국내에서 규제영업활동을 하는 것을 일반적으로 금지하고 있다.
제 3 부 허가 및 예외인정 (Authorisation and Exemption)	어떠한 자가 법의 목적에 입각하여 허가받는지 설명하고 있다. 또한 어떠한 자를 면제할 것인가 결정하는 권한을 부여하고 있다. 허가 받은 자는 제4부에서 정하고 있는 인가 받은 자와 조약과 단일 시장지침에 따라 인가를 받은 외국국적을 가진 자도 포함된다.
제 4 부 인가절차 (Permission To Carry On Regulated Activities)	규제대상행위를 하는 경우에 금융청에 인가를 신청할 수 있으며, 그러한 인가의 부여, 인가 형태, 인가취소 등에 관한 조문을 정하고 있다.
제 5 부 규제대상행위의 수행 (Performance Of Regulated Activities)	피고용자와 인가받은 자를 위하여 어떠한 역할을 위임받는 자는 금융청의 승인을 얻어야 함을 정하고 있다. 승인받은 자는 금융청이 밝힌 원칙선언서에 의거하여 직무를 수행하여야 하는 임무가 요청되고 금융청에 이들에 대한 징계권이 부여되어 있다.

구 분	내 용
제 6 부 상 장 (Official Listing)	기관의 권한 및 상장증권 발행기업의 의무를 정하고 있으며, 상장의 유지관리 및 승인에 관한 규정을 정하고 상장규칙을 두고 있다.
제 7 부 영업양도의 규제 (Control Of Business Transfers)	은행과 보험업을 양도하는 경우를 규정하고 있으며 이러한 영업양도는 법원이 정한 절차에 기초하여 엄격한 감독 하에 행해지게 된다.
제 8 부 시장남용의 규제 (Penalties For Markets Abuse)	금융청에 시장의 남용행위에 대하여 과징금을 부과할 권한을 부여하고 있다. 어떠한 행위가 시장남용행위에 해당하는가를 정하고 있으며, 이에 관한규정을 정하도록 금융청에 위임하고 있다.
제 9 부 특별재판부와 제소절차 (Hearings And Appeals)	재판부를 설치하고 법에 의하여 부여된 권한에 기초하여 금융청에 결정을 내리는 경우 상대방은 재판부에 대해 결정의 타당성을 심리 할 것을 구하는 절차를 설명하고 있다. 또한 재판부의 결정에 대하여 항소할 권리를 인정하고 있다.
제10부 규정과 유권해석 (Rules And Guidance)	법에 의하여 인가된 자에 대해 규칙 및 지침을 발할 권한을 금융청에 부여하고 있다. 또한 이러한 권한을 행사하는 경우 지켜야 할 절차에 관해서도 정하고 있다.
제11부 정보수집과 조사 (Information Gathering And Investigations)	금융청은 정보 및 문서의 제출 그리고 보고서를 작성할 것을 요구할 수 있고 조사 및 영장을 작성하고 시설에 들어갈 수 있는 권한을 갖고 있음을 정하고 있다.
제12부 허가기관에 대한 지배권 (Control Over Authorized Persons)	주식보유와 의결권에 의하여 허가받은 자를 지배하는 것을 목적으로 하는 자는 FSA에 신고하여 승인을 얻어야 한다고 정하고 있다.

구 분	내 용
제13부 국내시장 진입규제 (Incoming Firms : Intervention By Authority)	조약과 EC지침에 기초하여 인가된 타국출신자에 대하여 금융청은 개입할 권한을 갖고 있음을 정하고 있으며, 이외 개입의 근거와 행사하는 경우 준수해야할 절차를 정하고 있다.
제14부 행정제재 (Disciplinary Measures)	인가받은 자가 법을 준수할 수 없는 경우 금융청은 이러한 위반에 대하여 공표할 수 있으며 아울러 제재금을 부과할 권한을 갖고 있음을 정하고 있다.
제15부 금융피해자 보상제도 (The Financial Services Compensation Scheme)	인가받은 자가 책임을 수행할 수 없어 금융소비자에게 손해가 발생할 경우 보상금을 지급하는 제도를 완비하도록 금융청에 요구하고 있다.
제16부 옴부즈맨 제도 (The Ombudsman Scheme)	단일 강제가입을 원칙으로 하는 옴부즈만제도를 통해 일반 공중과 인가받은 자 사이에 분쟁이 발생한 경우 일찍부터 간단한 절차를 통해 하도록 금융청에 요구하고 있다. 옴부즈만 제도의 운영자에게는 목적을 수행하기 위하여 일정한 종류의 권한을 부여하고 있으며 강제가입이 아닌 분야의 종류의 분쟁에 관해서도 옴부즈만이 결정할 수 있음을 정하고 있다.
제17부 집합투자안의 규제 (Collective Investment Scheme)	6개의 장으로 구성되어 있고 1장은 정의, 2장은 판매권유 제한, 3장은 유니트 트러스트, 4장은 개방형투자회사, 5장은 승인받은 해외 스킴, 6장은 조사권한을 정하고 있다.
제18부 공인거래소와 청산결제기관 (Recognised Investment Exchanges And Clearing)	인가받은 거래소와 청산회사의 규제체제를 규정하고 이러한 단체의 규제조항(즉 규칙과 지침)과 관행이 경쟁원리에 반하지 않는가를

구 분	내 용
House)	조사, 감독 할 수 있음을 정하고 있다.
제19부 로이드 재보험협회 (Lloyd's)	로이드조합으로 인가받은 자로서 조합의 업무, 조합원 그리고 조합의 경영과 조합원의 대리인을 관리하는 일정함 권한을 금융청에게 부여하고 있다.
제20부 금융전문가에 의한 서비스 (Provision Of Financial Services By Members Of The Profession)	특별한 상황 하에서 고객에게 금융서비스를 제공하는 전문가에 대하여 인가면제대상으로 하고 금융청에게 감시의 역할 및 일정한 권한을 부여하고 있다.
제21부 상호부조조합 (Mutual Societies)	주택대출조합, GLBA, 근로자공제조합, 기타 상호조합의 등록과 규제기능을 금융청에 이관 할 수 있음을 정하고 있다.
제22부 회계사 및 계리사 (Auditors and Actuaries)	인가받은 자에 의한 감시인 등의 임명 및 책임에 관하여 정하고 있다.
제23부 기록유지 및 공개 (Public Record, Disclosure Of Information And Co-Operation)	인가받은 자의 공적인 기록을 보존하는 것과 비밀정보의 보호를 위한 규정을 둘 것을 금융청에 부과하고 있다.
제24부 금융기관의 파산처리 (Insolvency)	인가받은 자 등의 청산을 법원에 구할 수 있음과 기타의 지급불능에 관한 절차를 개시할 권한을 금융청에 부여하고 있다. 또한 제3자에 의하여 그러한 절차가 개시되는 경우 금융청이 자신의 의견을 법원에 이야기할 권한을 갖는다는 규정을 두고 있다.
제25부 기소 및 배상 (Injunctions And Restitution)	금융청이 소추권한을 갖는 일체의 규칙과 법률의 위반에 대하여 금융청이 유지명령을 법원에 구할 수 있다고 정하고 있다. 또한

구 분	내 용
	위반의 결과 손해가 발생하면 원상회복도 청구할 의무가 있다.
제26부 제고 및 통지 (Notices)	법에 기초하여 금융청은 다양한 행위를 하지만, 그러한 경우 금융청이 따라야하는 통지절차에 관한 규정을 두고 있다. 예를 들어 인가하지 않는 경우, 승인 신청을 거부하는 경우, 과징금을 부과하는 경우, 공표 등의 결정에 관한 통지를 발하는 경우 등의 절차가 그것이다.
제27부 벌 칙 (Offences)	오해를 야기하는 진술과 허위의 정보제공 등을 범위반행위로 하고 있으며 이러한 위반행위가 금지됨을 일반조항으로 정하고 있다. 형사책임을 물을 수 있음을 함께 정하고 있다.
제28부 기 타 (Miscellaneous)	잡 칙
제29부 용 어 (Interpretation)	용어정리
제30부 부 칙 (Supplemental)	부속규정1 금융청, 부속규정2 규제대상행위, 부속규정3 유럽공동체국가의 기업으로 자국에서 인가 받은 기업, 부속규정4 조약상의 권리, 부속규정5 집합투자스킴 관련자, 부속규정6 인가등의 조건, 부속규정7 제3편 적격 기관으로서의 금융청, 부속규정8 제6편의 기능 이전, 부속규정9 비상장시 사업설명서, 부속규정10 보상: 적용면제, 부속규정11 증권 매수권유, 부속규정12 양도: 증서, 부속규정13 금융법원, 부속규정14 경쟁위원회의 역할, 부속규정15 정보와 조사, 부속규정16 공정거래청장이 부과하는 금지행위와 제한, 부속규정17 음부즈만 스킴, 부속규정18 상호조

구 분	내 용
	합, 부속규정19 경쟁정보, 부속규정20 추가적 수정, 부속규정21 경과규정, 부속규정22 폐지되는 법과 그 범위

## II. 금융위기 극복을 위한 법제도 개혁

### 1. 2009년 개정 은행법(Banking Act 2009)

영국 정부는 글로벌 금융위기가 재발하지 않도록 하기 위해 중앙은행과 감독기관이 균형과 견제가 이루어지면서 시장과 기업을 관리하도록 2009년 3월 은행법(Banking Act 2009)을 제정하였다. 이 법률안에서는 중앙은행인 영란은행의 금융안정 기능과 권한을 강화하고 있다. 즉 영란은행의 목적조항에 ‘금융 안정’ 책임을 추가하였고, 금융안정 업무를 담당하는 실무기구인 ‘금융안정위원회’를 영란은행 이사회 아래 신설하면서 영란은행에 권한과 책임을 동시에 부여하였다.

또한 부실 은행에 대한 특별정리제도를 신설해 이를 영란은행이 담당하도록 했다. 기존에 특정 은행의 부실 여부를 판정하는 것은 금융감독청에 맡겨 두었으나 향후 이 은행을 안정화하는 방안을 결정하고 이행 상황을 점검하는 등 감독 업무는 영란은행이 맡도록 한 것이다. 영란은행은 또 은행 및 모기지회사를 감독함으로써 지급결제 시스템의 안정도 도모하도록 했다.

그 밖에도 영란은행은 매주 제공하던 은행 고유 계정에 대한 정보를 공개하지 않아도 되며, 고용 직원이 금융안정을 위한 업무를 수행하다 발생한 금융회사 손실에 대한 배상을 면책하는 조항도 담고 있다.

그러나 동법 제정 이후에도 현행 금융감독체계의 문제점이 충분히 해결되지 않았다는 비판이 지속적으로 제기되었다.

이에 2007년 7월에는 아래에서 상술하는 바와 같이 저명학자들이 작성한 Geneva Report, 재무부의 금융시장개선안, 보수당 정책백서 등에서 금융감독체계 개편안을 각각 발표되었고 이들 모두 중앙은행의 금융안정 목표 및 기능을 강화하는 것을 주된 내용으로 하고 있다.

## 2. 제네바 보고서<sup>3)</sup>

영국의 저명학자들은 2009년 7월 3일 중앙은행의 정책수단 개발 및 적용의 문제점에 대한 해결방안을 제시하는 제네바 보고서를 발표하였다. 이 보고서에 따르면 현재 중앙은행의 정책은 정책수단에 대한 충분한 고려 없이 금융안정 책임만을 부과하려는 경향이 있으므로 물가안정 이외의 금융안정 목표 달성을 위해서는 단기금리 이외의 정책수단 개발과 적용방법이 강구될 필요가 있다.

또한 이 보고서는 거시건전성에 관한 감독은 종합적(aggregate), 시스템적(systemic), 경제적(economic) 차원에서 위험관리를 하여야 하므로 그 역할을 중앙은행이 수행하는 것이 적합한 반면, 미시건전성 감독은 개별적(individual), 회계적(accounting), 법적(legal) 측면에서 업무를 수행하므로 각 감독기구가 수행하는 것이 바람직하다고 지적하고 있다. 그리고 중앙은행은 시스템상 중요한 금융기관의 지정권과 동 금융기관에 대한 현장 검사권(on-site examination) 등에 대한 직접적인 연결고리(direct links)를 확보해야 함을 이 보고서는 강조하고 있다. 즉 개별 금융기관에 대한 감독목적의 직접접촉 권한은 오직 미시건전성 감독기구가만이 보유해야 한다는 영국 정부의 판단은 잘못되었다고 한다.

영국은 현재의 통합감독체계에서 1997년 이전의 이원적 감독체계

---

3) 동 보고서는 프린스턴대 Brunnermeier · 신현송교수(前 런던정경대교수), JPMorgan Chase 회장 Crockett(前 BIS 사무총장 · 금융안정포럼 의장), 런던정경대 Goodhart 교수 등 저명학자들이 공동 작성하였으며, ICMB · CEPR이 공동 주최한 컨퍼런스(09.7.3)에서 최종 공개되었다.



(two peak approach), 즉 거시감독기구인 중앙은행과 미시감독기구로 이원화 체계로 전환할 필요가 있다. 그 근거로서 영국은 현재의 일원화된 통합 감독기구의 도입시 감독체제의 유형에 대한 장단점에 대한 논의가 충분하지 않았다. 일원적 감독체계는 감독비용의 절감과 감독대상기관에 대한 수검부담을 줄이는 등의 장점이 있으나 금융시스템 전체의 안정성을 충분히 담보하지 못한다고 하였다.<sup>4)</sup>

### 3. 재무부 금융시장개선안(Reforming Financial Markets)

2009년 7월 8일 영국 재무부 장관은 금융시스템 개혁을 위하여 ‘금융시장 개혁안(Reforming Financial Markets)’을 발표하였다. 이 개혁안은 금융회사의 리스크에 중점을 두고 소비자 보호를 강화하기 위해 금융회사 규제방식을 개선하고자 하였다.<sup>5)</sup>

개혁안의 주요내용은 아래와 같다.

#### (1) 금융감독청(FSA)의 권한 확대

첫째, 금융안정목적을 「금융서비스 및 시장법(FSMA)」에 명문화하고 감독수단인 규칙제정권(rule-making power)에 소비자 보호를 명시적으로 규정하였다.

둘째, 은행법에 신설된 특별정리제도(special resolution regime)에 따라 FSA가 금융안정을 위해 개별 금융회사에 개입할 수 있도록 하여 특정은행이 부실한지의 여부를 판단하도록 하였다.

셋째, 불법행위(market misconduct)를 제재할 수 있는 권한을 강화하였다. 이에 따라 FSA는 금융회사의 사기·불공정 행위 등 불법행위 중지

---

4) 김성식 의원실, 주요국의 금융감독체계 최근 논의 동향 및 한은법 개정, 2009.7. 10-11면.

5) 2009년 초 발표하였던 은행법(Banking Act, 2월) 제정 및 금융감독청(FSA)의 금융규제 개혁안(3월)에서는 금융안정 회복을 위한 향후 금융시스템 강화에 필요한 개선안을 검토하였다.

권 행사 및 FSA의 미승인 업무를 수행할 경우 벌금을 부과할 수 있다.

넷째, 공매도 제한 및 공시를 요구할 수 있는 긴급조치권을 부여하였다.<sup>6)</sup>

다섯째, 시스템리스크에 대처하기 위한 정보수집권을 강화하였다. 이에 따라 금융안정에 위협이 될 경우 구조화투자회사(SIV:Structured Investment Vehicle)<sup>7)</sup> 등 피감독회사에 대해 정보수집이 가능하다.

여섯째, 금융회사에 대한 건전성 규제 및 감독을 강화하여 은행 자본의 양적, 질적 및 국제적 정합성을 제고하고, 금융회사의 유동성 리스크관리를 강화하도록 하였다.<sup>8)</sup>

## (2) 시스템리스크에 대한 상시감시(monitoring) 강화

개혁안은 첫째, 영란은행(Bank of England: BOE)이 금융시장의 리스크를 독자적으로 경고할 수 있도록 두 가지 방안을 개선하는 방안을 제시한다. 먼저, 금융·경제부문 리스크, 시스템리스크 발생시에 대처 조치 및 이러한 조치에 대한 BOE·FSA·재무부의 이행여부와 국제적인 공조 필요성 여부 등을 금융안정보고서에 반영하고,<sup>9)</sup> BOE가 식별한 리스크 평가 및 필요조치 평가 등을 비롯하여 감독당국간 협력 강화를 위해 필요한 제도를 마련하도록 하였다.

둘째, 금융안정을 위한 감독당국의 공조를 이끌기 위해 재무부, FSA 및 BOE 3자간 MOU에 따른 現상임위원회를 대체할 수 있는 금융안정협의회(Council for Financial Stability)의 신설을 제안하였다.

---

6) 공매도 공시기준은 국제증권기구(IOSCO) 및 유럽증권감독위원회(CESR)의 국제적 기준에 따른다.

7) 은행들이 BIS 자기자본비율 규제 때문에 직접 위험자산에 투자하는 것이 한계가 있는 만큼 우회적으로 고수익자산에 투자할 목적으로 위험자산을 장부에서 분리해(Off-Balance) 운용하기 위해 설립한 투자전문회사를 말한다.

8) 2009년 3월 Turner Review에서 글로벌 은행시스템의 건전성 제고를 위해 자본과 유동성 부문에 권고안을 제시하였다.

9) 은행법('09.2월)상 BOE에 금융안정기능을 부여하고, BOE 이사회 산하에 금융안정위원회(Financial Stability) 설치. 또한, BOE는 금융안정보고서(Financial Stability Report, 연2회 발간)를 통해 금융안정에 대한 리스크 분석 및 경고

## 금융안정협의회의 내용

구 분	주요 내용
설립목적	· 시스템리스크 분석 및 조사, 적절한 대응책 협의
구 성	· 회장 : 재무부 장관 · 회원 : 재무부 · BOE · FSA
주요 역할	· 재무부, BOE, FSA가 정기적인 모임 개최 · 매분기 의사록 발간
의회와의 관 계	· 연차보고서 제출 · 금융안정협의회의 정책결정 · 집행에 대해 의회의 검사 실시

셋째, 리스크관리 방안을 개선하고 시장규율 강화를 도모하여 금융회사의 리스크 익스포저에 대한 투명성을 제고하고 있다.

넷째, 자본시장에 대한 유동성 규제를 강화하고, CDS 등 장외파생상품의 경우 표준화 및 투명성 제고를 위해 중앙청산소(Central Counter-Parties: CCP)에서 청산증권, 파생상품시장 등 시스템적으로 중요한 자본시장(wholesale financial markets)의 기능을 개선한다.

다섯째, 은행법의 제정으로 금융시스템 전반과 개별 금융회사의 안정성과 관련된 정보수집권 및 외부 충격을 흡수할 수 있는 자본 확충과 신용경색(liquidity shocks)을 견딜 수 있는 유동성 확보, 그리고 시스템적으로 중요한 금융회사에 대한 건전성 규제를 강화한다. 또한 금융시스템의 상호연계성으로 인해 발생하는 시스템리스크를 완화할 수 있는 조치를 강화한다.

여섯째, 경기상승폭을 확대하는 과도한 신용상태(credit condition) 및 위험추구(risk taking)를 억제하기 위해 경기순응성(pro-cyclicality)에 대응하기 위한 정책을 마련한다.

### (3) 금융회사 부실화에 대한 대응

첫째, 금융감독청(FSA)의 법령집(Code of Practice) 등에 지배구조와 보수체계를 규율할 수 있는 표준화 지침 제공하여 시장규율(market discipline)을 강화한다.

둘째, 대형금융회사의 자기자본과 유동성 관리를 강화한다. 이는 시스템적으로 중요한 금융회사가 파산하는 경우 금융시스템에 미치는 영향을 감안한 것이어야 한다.

셋째, 모든 금융회사가 파산에 대처할 수 있는 자체 정리계획(resolution plans)을 마련하게 한다. 이 때 시스템적으로 중요한 금융회사(high impact firms)는 FSA와 공동으로 자체 금융회사 정리계획을 수립한다.

넷째, 금융회사의 부실로 인한 시스템 전염효과(contagion effects)를 차단하기 위한 금융시장 인프라를 개선한다.<sup>10)</sup>

다섯째, 정부는 FSA 및 BOE와 협조하여 모든 은행이 적절한 자체 정리절차를 마련하도록 협력할 예정이다.

### (4) 금융서비스 보상기구(FSCS)의 역할 확대

금융위기와 같은 특별한 상황에서 타국의 예금보호기구에 대한 영국의 단일창구 역할을 수행한다. 즉 다른 국가에서 영국의 예금자에게 보험금을 지급하는 경우에 영국 예금자의 대리인 역할을 수행하게 하는 것이다.

그리고 은행법의 제정으로 재무부는 FSCS에게 특별정리제도(SRR)에 소요된 비용의 출연을 요구할 수 있을 뿐만 아니라 충분한 유동성을 확보할 필요가 있는 경우에는 국가대부기금(National loans fund)의

---

10) 영 감독당국은 유럽과 미국 금융감독당국과 함께 협력을 통하여 주요 금융회사가 부실화되더라도 CDS 시장의 기능이 유지되도록 법적 기반과 운영기반을 개선하고 있다.

차입도 가능하다.<sup>11)</sup>

한편, 장기적 관점에서 FSCS의 기금적립방식은 부실발생 이전에 조달하는 사전기금적립제도를 도입하는 것이 바람직하다. 왜냐하면 사전기금적립방식은 금융안정성에 적합하거나 은행시스템 강화노력을 저해하지 않는 수준에서 보험료를 책정하기 때문이다.

#### (5) 소비자를 위해 경쟁적이고 공정한 금융시장 조성

소비자를 위해 경쟁적이고 공정한 금융시장을 조성하려면 첫째, 소비자를 보호하고 지원해야 한다. 이를 위해 FSA는 금융시스템에 대한 일반인의 이해력을 제고시킬 법적 의무가 있으며 실제로 소비자 교육을 실시하고 있다.<sup>12)</sup> 그리고 정부가 소비자의 재무상태를 사전관리하고 실적상태에 있는 소비자를 지원하는 등의 금융안내(Money Guidance) 서비스를 제공함으로써 소비자의 금융이해력(financial capability)을 제고한다. 또한 금융회사에 대한 소비자 민원을 신속하고 효과적으로 처리할 수 있도록 한다.<sup>13)</sup>

둘째, 경쟁적인 금융시장을 조성할 필요가 있다. 이를 위해 은행계좌 변경이 용이하도록 해지절차(switching process)를 간소화하고, 소비자가 능동적으로 금융선택을 할 수 있는 고객이동률을 제고하는 수단을 마련해야 한다.<sup>14)</sup> 그리고 규제변화가 금융시장 접근성에 미치는 영향을 검토하여 금융서비스전략(Financial Services Strategy)의 업데이트

11) 부실은행을 정리하는 경우에 보험료 인상만으로 정리비용을 충당하지 못할 때에는 정부에 대해 대출금 지원을 요청할 수 있다.

12) 2008년 7월, 정부와 FSA는 공동으로 금융이해력 제고를 위한 자료를 발간하였다. 또한 정부는 FSA가 소비자 교육과 정보를 취급할 수 있도록 기관설립권을 부여하였다.

13) 이를 위해 FSA에 합리적인 중재권을 부여하고, 소비자 대표기구(representative body)가 소비자를 대표하여 소비자를 위한 권리 주장 및 집단배상조치(collective redress)를 가능하게 하였다.

14) 공정거래청(OFT:the Office of Fair Trading)은 낮은 고객 이동률(churn rate)을 경쟁의 주요 제약요인으로 설명한다.

트와 접근성 개선을 요구한다. 또한 규제 및 법적 제도의 현대화, 지배구조 개선, 자본확충과 차입에 필요한 사항을 검토하여 금융관련 제도의 정비를 필요로 한다.

#### (6) 국제적 협력

금융시장의 발달로 금융위기의 여파가 국경을 넘어서는 것을 감안하여 국제적인 정책결정에 대해 감독당국의 중요성을 확인하고 FSA에 국제적 건전성 규제 및 감독 제고의무를 명시적으로 부여한다. 이를 위해 다국적 대형금융회사에 대한 공동감시단(supervisory colleges)을 구성한다.<sup>15)</sup>

### 4. 보수당 정책백서

2009년 7월 20일 보수당은 은행개혁에 관한 정책백서(From Crisis to Confidence - Plan for Sound Banking)를 발표하였다. 이 백서에 따르면, 영란은행내 금융정책위원회(Financial Policy Committee, FPC)를 신설하고 금융시스템 위험을 판단·통제하기 위한 거시건전성 감독권한을 부여해야 한다고 한다. FPC는 영란은행 총재, 금융안정담당 부총재, 금융감독담당 부총재(신설행 총소비자보호기구(신설행 의장 및 외부전문가 등으로 구성되며, 시스템리스크 감시, 거시건전성 감독, 부실은행에 대한 특별정리절차(special resolution regime) 집행을 담당하게 된다. 또한 FPC는 영란은행 내에 신설되는 금융감독국(Financial Regulation Division)의 업무를 감시하고 소비자보호기구(Consumer Protection Agency)를 신설하여 정책협조도 담당하게 된다. 또한 FPC는 영란은행 이사회의 감시(review)를 받고 재무장관과 정기적으로 공식서한을 교환하게 된다. 또한 의회에 정기보고서를 제출하고 회의 의사록도 공개하게 된다. 영

---

15) 英 정부는 은행법상 정리제도, 위기관리 메커니즘과 유사한 제도를 다른 국가에도 마련하도록 촉구하고 있다.

란은행을 화폐정책위원회(Monetary Policy Committee, MPC)는 금리조정을 통한 물가안정 책임을 그대로 보유한다.

한편, 이 백서에서는 영란은행에 개별금융기관의 건전성을 감독할 금융감독국(Financial Regulation Division, FRD)을 신설하고 현행 FSA는 폐지하도록 제안하고 있다. 즉 FRD는 영란은행의 금융감독담당 부총재(신설)가 책임을 지며 FPC가 감시한다. FRD는 은행, 주택조합, 보험회사 등 여타 중요 금융기관을 감독한다.

그리고 영란은행은 부실금융기관에 대한 특별정리제도(Special Resolution Regime)의 발동·운행을 책임진다. 현재는 재무부가 특별정리제도에 관한 주도권을 갖고 영란은행은 합의된 사항의 집행기능만 수행하고 있다. 영란은행은 금융기관의 규모 확대에 의한 리스크 증가에 상응하여 자본·유동성 요구기준을 상향 조정(미시건전성 규제)해야 한다. 또한 영란은행 내 금융정책위원회를 설치하고 거시건전성 규제수단을 개발·운용(거시건전성 규제)해야 한다. 그리고 소비자 보호업무를 담당하는 FSA와 공정거래청(Office of Fair Trading : OFT)을 통합하여 금융소비자 보호업무만을 전담하는 통합 소비자보호기구(Consumer Protection Agency : CPA)의 신설도 제안하고 있다. 정보공유 및 정책 협조를 위해 영란은행 금융정책위원회에 CPA 의장이 참석하도록 하고 있다.<sup>16)</sup>

## 제 3 절 미국의 금융법제상 금융규제 개혁

### I. 미국의 금융규제기관

#### 1. 미국 통화감독청(The Office of the Comptroller of the Currency, OCC)

OCC의 규정제정권은 규제 프로그램의 일환으로 은행이 수용할 수

---

16) 위 보고서, 8-9면.

있는 규정, 정책, 운용지침을 제정하는 권한을 가진다. 이러한 규정과 정책은 시스템의 전반적인 기준을 설정하고 수용할 수 있는 은행업 관행을 정의하며 은행이 직면한 리스크와 책임에 대한 지도를 하고 경솔하고 불완전하다고 판단되는 은행 관행을 금지한다.

OCC는 각 감독기관이 은행에 대해 ① 경영상·관리상 기준, ② 보수기준, ③ 자산, 건전성 수익성 및 주식 평가에 대한 기준을 설정하도록 하고 있다. 이는 자본금이 잠식되기 전에 은행의 문제를 확인하고 해결하는데 이용하는 안전성 및 건전성 기준을 설정하기 위함이다. 안전성 및 건전성 지침은 각 감독기관의 권한을 제한하지 않으며 기준의 각 감독기관에게 허용된 강제조치와는 독립적이지만 관련된 의미를 가진다.

## 2. 연방준비제도이사회(Federal Reserve Board: FRB)

연방준비제도(FRS)는 미래에 충분히 발생 가능한 문제나 명백한 취약점을 표시하기 위해 사용된 기준으로서 위험의 정도, 순차적 지불 가능성, 은행 건전성에 미치는 영향에 기초하여 여신분류하고 이에 관한 기준을 설정한다. 여신의 질(Credit Quality)에 대한 평가기준으로는 ① 현재 및 안정화된 현금흐름을 포함한 전반적인 금융여건과 차주의 상환능력, ② 차주의 여신이력(Credit History), ③ 차주의 특징, ④ 여신의 목적, ⑤보증인의 지원, 담보물 가치, 현금흐름과 같은 채무변제의 원천유형이 있다. 또한, FRB는 관련 회계규정과 재무회계기준위원회(Financial Accounting Standards Board : FASB)의 규정 등에 기초하여 대손충당금의 적정성을 결정하는 경영진의 정책, 내부시스템 및 추정손실을 추정하는 방법 등에 대한 지침을 제공한다.

## II. 금융규제 개혁의 주요내용



## 1. 서 설

2009년 6월 7일에 미국 오바마 행정부는 재무부 명의로 “새로운 기반 : 금융감독 및 규제 재확립(A New Foundation : Rebuilding Financial Supervision and Regulation)”이라는 명칭의 금융규제개혁안을 발표하였다. 같은 날 오바마 대통령은 기자회견을 통해 이번 개혁안이 의회지도자, 금융감독당국, 금융업계 및 학계의 전문가, 일반여론을 수렴하여 만든 대공황 이래 최대 규모의 금융규제체제의 개편 방안이라고 밝혔다.

미국의 금융규제개혁안 발표 이후로 18~19일 양일간 브뤼셀에서 열린 유럽연합(EU) 정상회담에서 회원국 정상들이 역내 금융규제개혁(범유럽금융감독기구 설립을 포함)에 대해 논의하는 등 금융규제체제의 개편은 이제 세계적인 움직임으로 진행되고 있다. 오바마 행정부의 금융규제개혁안은 앞으로 입법화되어가는 과정에서 많은 비판이 있을 것으로 예상되며 또한 여러 가지 대안 모델도 아울러 제시될 것으로 기대된다. 이러한 미국 금융규제개혁안을 둘러싼 논쟁은 우리나라의 금융규제체제 발전을 위한 많은 시사점을 줄 수 있을 것이다.

## 2. 오바마 행정부의 금융규제개혁안의 주요 내용

오바마 행정부의 금융규제개혁안인 “새로운 기반 : 금융감독 및 규제의 재확립”은 5가지 주요 목표를 정하고 각 목표를 달성하기 위한 구체적인 방안을 제시하는 형식으로 구성되어 있다. 금융규제개혁안은 ① 금융회사에 대한 견고한 감독 및 규제의 촉진, ② 금융시장에 대한 종합적인 규제체계의 확립, ③ 금융폐해(financial abuse)로부터 소비자 및 투자자 보호, ④ 금융위기 관리에 필요한 수단을 정부에 제공, ⑤ 국제적 규제기준 강화 및 국제적 공조의 개선을 위하여 5가지 목표를 규정하였다.

첫째, ‘금융회사에 대한 견고한 감독 및 규제의 촉진’을 위해 금융

시장에 중요한 기능을 담당하는 모든 금융회사에 대해 강력한 감시·단속이 이루어진다. FRB는 지금도 금융시장 안정을 위해 금융회사에 대한 시정 권고 권한을 가지고 있으나, 본 개혁안에 따르면 FRB는 은행과 은행지주회사(BCH) 외에도 금융시장의 안정에 중요한 영향을 미칠 수 있는 모든 금융회사, 즉 “Tier 1 FHCs(Financial Holding Companies)”에 대한 감독권을 가지게 된다. “Tier 1 FHC”란 해당 회사의 부실이 금융시장 안정에 위협을 줄 수 있는 금융회사로서, 금융회사의 규모, 레버리지, 상호연관성 등 객관적인 기준에 의거하여 FRB가 해당 여부를 결정한다. 따라서 금융지주회사 이외에도 AIG 같은 보험회사, 대형 헤지펀드 및 PEF도 “Tier 1 FHC”의 개념에 포섭되게 된다. “Tier 1 FHC”는 금융시장의 시스템 리스크에 대한 관리가 경직된 규칙 중심이 아닌 유연한 원칙 중심으로 이루어지도록 만드는 이번 금융규제개혁안의 핵심개념으로 평가할 수 있다. “Tier 1 FHC”는 은행 및 은행지주회사와 함께 강화된 자본 및 건전성 기준의 적용 대상이 된다. “금융회사에 대한 견고한 감독 및 규제의 촉진”을 위해, 금융서비스감독위원회(Financial Services Oversight Council: 이하 “FSOC”이라 한다), 전국은행감독청(National Bank Supervisor: 이하 “NBS”이라 한다), 연방보험감독청(Office of National Insurance: 이하 “ONI”이라 한다)이 신설될 예정이다.

FSOC는 재무부 장관을 의장으로 하고, FRB 의장, NBS 청장, SEC 의장, CFTC 의장, FDIC 의장, FHFA(연방주택금융청) 청장을 위원으로 하여, 재무부 소속의 전문가를 상근 직원으로 두는 조직 형태를 갖는다. FSOC는 각 금융감독기관간의 정보공유 및 공조, 잠재적 위험의 발견, 금융안정에 위협을 줄 수 있는 금융회사에 관하여 FRB에 자문, 감독기관간의 관할분쟁 해결의 임무를 가진다. 그리고 NBS는 연방통화감독청(OCC)과 저축기관감독청(OTS)의 권한을 인계받음으로써 은행규제의 공백(loopholes)을 줄이는 역할을 한다.

ONI는 연방정부 차원의 보험업 규제와 통일성을 제고하고 규제공백 등을 개선하는 기능을 담당하기 위해 재무부 산하에 설립될 예정이다. ONI는 금융시장 안정에 위협을 줄 수 있는 보험회사가 “Tier 1 FHC”에 포함되도록 FRB에 권고할 수 있는 권한을 갖는다. 시스템 리스크 관리는 보험회사에 대해서 뿐만 아니라, 사모펀드(헤지펀드, PEF 등)에 대해서도 강화된다. 일정 규모 이상의 사모펀드의 운영자는 “투자자문업법(Investment Advisor Act of 1940)”상의 투자문업자로서 SEC에 등록하고 자신이 운영하는 펀드에 관한 정보를 보고하며, SEC는 이러한 보고서 내용을 FRB와 공유함으로써, 궁극적으로 FRB가 해당 펀드가 “Tier 1 FHC”에 해당하는지를 판단하고 적절히 시스템 리스크를 관리하도록 한다.

둘째, ‘금융시장에 대한 종합적인 규제체계의 확립’을 위해 자산유동화시장에 대한 규제강화, 장외파생시장에 대한 종합적인 규제체계의 확립, FRB에 지급·청산·결제에 관한 새로운 권한 부여, 선물과 증권규제에 있어 SEC와 CFTC의 감독권한의 조정이 이루어지게 된다.

셋째, ‘금융폐해(financial abuse)로부터 소비자 및 투자자 보호’를 위해 금융상품 및 금융투자상품의 투명성, 공정성, 적합성을 높이는 규제가 강화된다. 소비자금융보호국(Consumer Financial Protection Agency : 이하 CFPA)이 신설되어 대출, 예금, 지급결제 등과 관련한 불충분한 정보제공, 불공정행위 및 사기 등 영업행위를 규제함으로써 금융시장의 불공정·기망·남용행위로부터 금융상품(모기지나 신용카드 등) 소비자 보호에 힘쓰게 된다. SEC와 CFTC는 금융투자상품 투자자 보호에 관한 권한을 그대로 유지하며 기존의 투자자 보호를 강화한다.

넷째, ‘금융위기 관리에 필요한 수단을 정부에 제공’하기 위해 FRB의 긴급대출 권한을 정비한다. FRB의 긴급대출에 대해 재무부 장관이 승인권을 가짐으로써 FRB와 재무당국간의 견제와 균형의 원리가 작용하게 된다. 또한 은행지주회사 혹은 “Tier 1 FHC”의 부실이 시스템

리스크를 야기하는 것을 막기 위한 새로운 체제를 구축하게 된다.

다섯째, ‘국제적 규제기준 강화 및 국제적 공조의 개선’을 위해 바젤Ⅱ와 같은 국제적 자기자본규제의 틀을 강화하고, 국제금융시장에 대한 감독을 개선하며, 국제적 금융기관에 대한 국제공조를 높이고, 국제적 위기관리 수단을 강화할 예정이다. 미재무장관은 미상원 은행위원회 출석을 위한 보도자료를 통해 금융시장의 시스템 리스크 관리, 금융상품 소비자 보호, 금융혁신의 촉진, 위기관리 수단 강화의 순위로 금융규제개혁안 목표의 우선순위를 밝혔다.

### 3. 오바마 행정부의 금융규제개혁안에 대한 평가

오바마 행정부의 금융규제개혁안은 금융위기 극복을 위해 기존에 논의되어 왔던 여러 가지 방안을 집대성하여 금융시장의 안정, 금융상품의 소비자 보호, 금융혁신의 촉진을 위한 논의의 틀을 제공하였다는 점에서 큰 의의를 갖는다. 이번 금융규제개혁안은 80년만의 금융규제체제 전반에 관한 대수술이라고 평가받고 있으며, 현재 논의되고 있는 『금융체제 안정 및 개혁법(Financial System Stabilization and Reform Act)』, 『금융상품안전위원회법(The Financial Product Safety Commission Act)』 등 제반 금융규제 입법안의 쟁점을 포함한다. 그러나 동 개혁안은 규제개혁 방안의 명확성 및 일관성이 부족하고, 금융금융위기의 원인에 대한 책임을 논하지 않았다는 한계를 갖는다. 또한, 금융규제개혁안의 5대 목표를 이루기 위한 수행방안은 구체성이 떨어져서 명확하지 않은 부분이 많다. 예를 들어, 은행 등의 재무건전성 심사의 틀은 구체적으로 마련된 반면에 구체적인 재무건전성 기준은 제시되어 있지 않다. 또한 규제의 사각지대에 있는 재무설계(financial planning)에 관한 금융소비자 보호방안 및 파생상품 규제방안에 관한 구체적인 논의가 없다. 이번 개혁안이 정치적 타협에 의해 규제 원칙의 일관성을 잃었다는 점도 아쉬운 부분이다.

효율적 금융규제를 위해 시스템 리스크에 대한 포괄적 규제 권한이 FRB에 집중된 것과는 달리, 정치적 이유로 인해 금융소비자보호면에서 SEC와 CFPA가 각각 금융투자상품과 기타 금융상품에 대해 이원적으로 감독하는 체제를 가지게 되었고 SEC와 CFTC의 통합은 무산되었다. 향후 금융 소비자 규제와 기능별 규제에 있어 SEC, CFTC, CFPA간의 역할 배분 및 감독관할에 관한 문제는 계속적으로 제기될 것으로 전망된다. 이번 개혁안을 통해 FRB와 재무부 및 그 산하기관의 감독권한이 대폭 강화되었는데 문제는 이들 기관이 금융위기의 책임에서 자유롭지 못하다는 점이다. 이번 금융규제개혁안이 “책임지지 않는 월가 문화의 근절”을 표방하였다는 점에서 감독기구의 책임성도 반드시 짚고 넘어가야 할 것으로 보인다. 이러한 금융감독기구의 책임성 논의는 FRB와 재무부 및 그 산하기관이 비대해진 권한을 전문성을 갖추고 효율적으로 행사할 역량을 갖추었는가의 문제이기도 하다.

#### 4. 오바마 행정부의 금융규제개혁안에 관한 정책적 시사점

오바마 행정부의 금융규제개혁안은 구체성·명확성·일관성이 일부 결여되기는 하였지만 금융시장 규제의 새로운 패러다임을 제시하였다는 점에서 우리 금융시장감독체제에 정책적 시사점을 제공하고 있다. 미국 연방정부의 금융규제는 역사적으로 은행부문의 시스템 리스크 관리에 중점을 둔 위험중심 규제와 증권부문의 개별 투자자 보호에 중점을 둔 기능별 규제로 나뉘어져 있었다. 이번 금융규제개혁안은 위험중심 규제의 대상을 은행부문 외에 증권과 보험부문의 금융회사(Tier 1 FHC)로 확장하여 효율적인 시스템 리스크 관리체제를 구축하고, 기능별 규제의 범위를 넓혀 규제차익을 줄이고 금융소비자 보호를 강화하려고 시도하였다. 이러한 금융규제 철학의 새로운 패러다임은 우리 금융시장감독체제의 발전적 재편을 위한 이론적 틀을 제공할 수 있을 것으로 기대된다. 우리나라는 미국과는 다른 금융감독체제

및 정부구조를 가졌다는 점에서 이번 금융규제개혁안은 그 결과물 보다는 향후 입법화를 위한 논의 내용이 우리에게 더욱 큰 정책적 시사점을 줄 것으로 예상된다.

### Ⅲ. 장외 파생상품시장에 대한 규제

#### 1. 상품전문거래위원회의 감독지침

최근 금융위기의 주요인으로 신용디폴트스왑(CDS)을 포함한 장외파생상품 시장에 대한 미흡한 감독체계가 지적되어 왔다. 이에 미국과 유럽 금융감독당국은 장외파생상품시장에 대한 규제개혁을 시도하고 있다. 특히 미국은 장외파생상품의 규제에 관한 정책 및 제안에 대하여 2009년 6월 4일 미국 상품전문거래위원회(CFTC)가 장외파생상품 시장에 대한 세부감독지침을 의회에 제출하였다.

그동안 CFTC는 모든 장외파생상품 거래자에 대한 등록제 시행을 제기하는 등 금융위기 발생 이후 장외파생상품 시장 규제 강화의 필요성을 지적해 왔다. 동 장외파생상품 시장 감독지침에는 장외파생상품 및 이를 취급하는 모든 거래자 등 시장 전체를 대상으로 CFTC의 감독권한을 확대하는 내용이 담겨 있으며, 이번 CFTC가 제시한 세부감독지침은 지난 달 미 재무부가 제시한 장외파생상품 규제안을 보완할 수 있을 것으로 기대된다.

#### 2. 시장의 투명성과 안정성 제고

CFTC의 이번 감독지침은 장외파생상품 및 거래참여자에 대한 규제 강화를 통해 시장의 투명성 제고와 안정성 유지에 기여하고 향후 금융위기 재발을 방지하는 것을 목적으로 한다. CFTC는 시장의 구조적

위험을 낮추고, 시장의 투명성과 효율성을 제고하며, 부정행위 및 시장조작, 시장남용행위 등으로부터 시장을 보호함으로써 안정성을 유지하고, 부적절한 시장관행으로부터 투자자를 보호하는 것 등을 구체적인 목적으로 명시하였다. 이를 위해 시장참여자인 장외파생상품 거래자와 거래소, 전자거래시스템, 청산소 등 파생상품 시장 전반에 대한 규제를 포괄적으로 시행할 방침이다.

### 3. 최소자본 보유 및 증거금 예치 의무화

지침에 따르면, 장외파생상품 시장의 모든 거래자(dealer)들은 부실에 따른 시장충격을 최소화하기 위해 최소자본을 보유해야 하며, 초기 거래시 증거금의 예치가 의무화된다. 글로벌 장외파생상품 거래량의 90% 이상을 차지하고 있는 Goldman Sachs, Morgan Stanley 등 대형 투자은행들이 주요 감독대상이 될 전망이다. 이러한 규제 움직임은 투자은행들의 수익성을 저하시킬 것으로 보이나, 무분별한 투자로 인한 시장남용행위 방지 및 투자자보호 등에는 기여할 것으로 기대된다.

### 4. 감독대상의 확대

지침의 감독대상은 시장에서 거래되는 모든 장외파생상품으로 확대된다. 원칙적으로 시장의 모든 장외파생상품 거래는 표준화된 형태로 거래소 및 규제 가능한 전자거래시스템을 통해 표준화된 형태로 이루어지며, 이는 감독대상 파악을 용이하게 하고 실시간 거래정보 및 신속한 가격공시를 가능하게 한다. 이를 위해서는 장외파생상품의 표준화 및 거래소와 전자거래시스템의 효율적 운영 등에 대한 구체적인 방법제시가 요구된다.

또한 거래상대방위험(counterparty risk)을 사전에 차단하고 감독에 필요한 정보를 효율적으로 수집하기 위한 장치로서 모든 파생상품 거래에 대해 중앙청산소(central clearing) 이용을 의무화함과 동시에, CFTC가

중앙청산소의 투명한 지배구조 및 운영을 감독한다.<sup>17)</sup> 시장의 변동성이 확대될 경우, CFTC는 거래자들에 대한 포지션 제한조치를 취해 투기 행위를 방지하고 지상 안정성을 유지한다. 그러나 사실상 거래소를 통한 표준화된 거래가 불가능한 맞춤형(customized) 파생상품에 대해서는 여타 장외파생상품에 준하는 감독당국의 긴밀한 감시감독을 통해 시장 안정성을 저해하는 상황이 발생되지 않도록 별도로 감독할 방침이다.

### 5. SEC와의 협조체제 강화

이와 함께 파생상품 시장의 주요 감독당국인 미국 증권거래위원회(SEC)와의 협조를 강화하고 여타 글로벌 거래소 및 감독당국과의 관계도 긴밀히 할 계획이다. 최근 대두되었던 SEC와 CFTC와의 통합 논의는 무산된 것으로 보이며, SEC는 주로 주식, 채권 시장에 대한 감독에, CFTC는 유가, 농산물, 통화와 같이 미래 가격위험을 다루는 선물(futures) 시장에 대한 감독에 중점을 둘 것으로 보인다.

6월 17일 발표된 미국 금융시장 감독체계 개혁안에 따르면 미국 정부는 SEC와 CFTC가 파생상품 시장에서 주요 감독역할을 담당하도록 하였으며, 특히 전자거래시스템을 통한 에너지 관련 파생상품의 가격 결정 등에 CFTC의 역할을 강조하는 등 이번 CFTC가 제시한 장외파생상품 세부규제방안의 내용을 대부분 수용하고 있다.

## 제 4 절 원칙중심의 규제

---

17) 유럽에서도 장외파생상품을 거래소시장 내에서 거래되도록 강제하려는 움직임이 있다. 이러한 움직임은 금융시스템을 안정시키기 위한 것인데, 이러한 시도에 대해 주요 장외파생상품협회, 컨설팅회사 등은 금융시장에 대한 과도한 규제강화가 장외파생상품 시장 및 거래소시장 모두의 유동성 감소를 시키고 실질경제에도 좋지 못한 영향을 미쳐 금융시장의 혁신을 저해할 수 있다고 주장한다. 이장균, 금융혁신을 위협하는 과도한 규제개혁, 자본시장 Weekly II 2009-18호, 2009.5.6.



정보통신의 발달, 자본 이동에 대한 규제 완화, 혁신적인 금융상품의 등장 등으로 금융의 국제화가 진전되면서 자국의 금융산업 경쟁력을 제고하기 위한 경쟁도 심화되고 있다. 금융시장의 국제경쟁력을 결정하는 요인은 다양하고 그 상대적 중요도에 대한 평가도 조사마다 차이가 있지만, 유능한 규제 당국과 합리적인 규제가 중요하다는 점은 일반적으로 인정되는 추세이다. 지속적인 혁신과 새로운 금융상품의 개발을 통해 금융산업 환경이 지속적으로 변화·발전 나가고 있어 이를 과거 패러다임으로 규율하는 데는 아직까지 한계가 있다. 이 가운데 규제환경 측면에서는 영국의 금융감독청(FSA: Financial Services Authority)에서 추진하고 있는 “원칙중심” 감독·규제 방식이 주목받고 있다. 규범적인 기준하에서 세부규정이 많아지고 규칙이 복잡해지면서(complexity of regulations) 금융회사의 관리 측면에서는 달성할 수 없는 규칙이 양산될 가능성이 크다. 특히 규범적인 기준하에서는 규제감독의 목적보다는 문구에 집착하는 행태를 조장할 가능성이 증대하고 있다. 이러한 이유로 인해서 원칙(principles)과 결과(outcomes)를 중시하는 감독규제 방식으로의 전환이 올바른 접근이며 감독규제 발전을 위한 새로운 방안으로 주목받고 있다. 원칙중심의 감독도입은 기존의 리스크(risk) 및 증거(evidence) 중심 감독·규제를 보완하는 방향으로 감독규제 방식의 전환을 의미한다.

## I. 원칙중심 감독의 의의와 추진 동향

### 1. 원칙중심 감독의 개념

원칙중심 감독(Principles-Based Regulation, PBR)은 목표하는 감독결과를 “원칙과 상위기준” 형태로 운영하고 있다. 규제수준에 도달하였는지에 대한 결과를 중시하고(outcome-based approach), 결과를 달성하는 절차 또는 방법 등 도달까지의 중간과정(process)은 금융회사의 자

울판단을 존중한다. 일반적인 원칙에 의존하는 감독체계는 1990년대 이후 두드러진 특징으로 원칙의 일반적인 특징은 매우 다양하다고 할 수 있다. 급변하는 금융산업에 유연하고 신속하게 적용될 수 있도록 높은 수준의 일반성(*generality*)을 보유하고 있다. 원칙의 목적과 이유를 명시하여 다양한 여러 가지 상황에 폭넓게 적용이 가능하게 된다. 또한 원칙의 위반에 대해서도 공적 제재 절차를 거쳐 제재가 가능하다. 원칙을 중심으로 금융회사가 수행하는 과정에 초점을 맞추기보다는 소비자, 금융회사 및 시장을 위해 달성하고자 하는 결과로 강조점을 이동하며 자율대응을 강조한다. 한편으로 어떤 주어진 감독 목표를 달성하려면 어떤 절차나 행동을 취해야 하는지에 대해서 금융회사와 경영진이 감독당국보다 더 잘 알 수 있는 위치에 있다는 전제가 바탕이 된다. 규제 당국은 금융회사들이 달성해야 할 결과만을 지정하고, 금융회사와 경영진은 요구되는 결과를 달성하는 가장 효과적인 방법을 자유롭게 선택할 수 있다. 결과중심 방식은 성과중심의 형태와 유사하지만, 명시적인 정량적 결과보다 훨씬 느슨하게 규정된 결과로 표현된다. “좀 더 원칙 중심(*More Principles-Based Regulation, MPBR*)”의 접근 방식은 규제 수준의 완화가 아니라 규제수준을 달성하는 방식의 변화를 의미한다. 규제 수준의 달성 방식으로서 “상세한 규정의 부과와 준수”라는 방식보다는 “금융회사가 처한 상황에 맞는 자율적 대응 방식”을 더 강조하는 점이 특색이다.

## 2. 규정중심 감독과의 비교

규정중심 감독은 개별 상황에 대응하여 상세한 규정을 제정함으로써 규제목표를 달성하는 방식이다. 미국 증권거래위원회(*Securities and Exchange Commission, SEC*)는 *Securities Act of 1933*과 *Securities Exchange Act of 1934* 등 여러 증권법과 SEC가 제정한 다양한 *Rule* 및 *Regulation*에 기초해 규제기능을 수행된다. 상세한 규정에 기초한 규제방식(*Rules-*

based Regulation, RBR)의 전형이라고 할 수 있다. 과거 영국의 FSA는 규정집인 FSA Handbook의 내용에 따라 비슷한 방식의 규제 기능을 수행하였다. 기존의 RBR 접근방식은 FSA가 원칙으로 규정한 규제수준을 도출하기 위하여 금융회사가 충족해야 할 규정을 상세하게 규정하고, 당해 규정의 준수여부를 판단하게 된다. 그러나 상세한 규정을 통해 영업 과정에 간섭하더라도 규정이 의도한 규제 결과를 항상 도출해내지 못할 가능성이 존재한다. 또한, 규정중심 접근에서는 금융회사들이 규정이 의도하는 제정 목적(purpose)보다는 규정 자체(letter)의 준수에만 초점을 맞추는 경향이 있다. 규정은 과거에 발생한 문제를 해결하기 위해 설계된 것이므로 장래 발생할 유형의 문제에도 적용할 수 있는지는 불분명하게 된다. 규정은 금융회사 및 시장의 혁신(innovation)을 저해할 수도 있고, 어떤 경우에는 경쟁진입장벽으로 작용할 수 있다. 새로운 규정을 만드는 것은 규제 목적 달성을 위한 대증요법으로 근본 원인을 치료하는 처방으로는 한계라고 할 수 있다. 결국 상세한 규정이 계속 생기고 규정집이 두꺼워지는 현상은 의도한 규제결과가 도출되지 못했다는 반증이 된다.

따라서 영국의 FSA는 FSMA 2000이 규정한 규제 목적에 대해 규제 목적 달성이라는 직접적 결과를 강조하여 좀 더 원칙중심(MPBR)으로 전환하고 있다. 즉, 규제 자원이 한정되어 있기 때문에 모든 위험을 제거하는(no-risk) 규제가 아니라 중요한 위험(big-risk)에 대응하는 규제에 집중해야 될 필요성이 발생하게 되었다. 중요 사항에 대해 의도한 규제 결과가 도출되었는가를 측정하는 것이 중요하다고 할 것이다. 그래서 결과중심 접근 방식은 원칙의 준수를 강조하는 “좀 더 원칙중심” 접근 방식을 통하여 가장 효율적으로 달성 가능하게 된다. 실질적인 규제 결과를 중시하는 규제 태도에서 “좀 더 원칙중심” 접근 방식이 가장 합리적인 방식이기 때문에 “좀 더 원칙중심” 접근 방식으로 전환할 필요성이 존재한다.

### 3. 영미 국가의 추진 동향

#### (1) 영국 FSA의 원칙중심 규제로의 전환

최근 영국의 FSA는 “상세한 규정에 기초한 규제방식(RBR)”에 대한 일대 전환을 모색하고 있다. 2005년 12월 FSA는 “Better Regulation Action Plan”을 발간하였는데, 여기에서 “상세한 규정(detailed regulations)”이 아니라 “원칙에 기초한 접근방법(More Principles-based Approach, MPBA)”을 취할 것임을 선언하고 있다. 더 나은 금융규제를 실현하기 위한 방법으로 MPBA 이외에 위험에 기초한 접근방법(risk-based approach to regulation), 비용을 고려한 접근방법(being sensitive to the costs of regulation)을 동시에 강조하고 있다.

영국은 금융규제에 있어 규제목적과 목적달성을 위해 도달해야 할 규제수준(standards)을 원칙(Principles)으로 규정하는 방식을 예전부터 활용하고 있었다. Financial Services Act 1986(FSA 1986) 체제하에서 Securities and Investment Board(SIB)가 증권규제를 담당하고 있을 때도 채택하였다고 할 수 있다. Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA 2000)이 시행되기 시작한 초기에 11개의 영업행위에 대한 원칙(Principles for Business)을 제정하고 시행하였다. 또한 7개의 금융업 종사자에 대한 원칙(Principles for Approved Persons)과 6개의 상장에 대한 원칙(Listing Principles) 등을 규정하고 있다.

이전과 최근의 방식과의 주요 차이점은 FSA에서 취하는 원칙에 대한 강조점 정도의 차이가 있다. 이전에는 원칙을 구체화하는 규정의 준수에 대해 강조점을 두었지만, MPBR하에서는 원칙에 대해 더 강조를 하고, 원칙에만 근거를 두고 규제조치 및 제재조치를 취하겠다는 것으로 평가된다.

#### (2) 미국의 원칙중심에 의한 규제

미국은 지금까지의 규제·감독 체계가 국제경쟁력과 연결되어 있다고 인정하면서도 이러한 지위를 앞으로도 유지해 나갈 수 있는지에 대한 우려도 표명하고 있다. 근본적인 개혁을 추구하는 보고서들이 계속 발표되고 있으며, “원칙중심”이라는 말을 사용하고 있지는 않지만, 결국 영국의 감독·규제 방식을 염두에 두면서 개선해야 할 점을 정리하고 있다. 연방당국 측면에서 규정중심 감독에 대한 비판이 꾸준히 제기되면서, 2000년부터 상품선물거래위원회(CFTC)에서 적극적으로 추진하고 있다. 2005년 증권거래위원회(SEC)는 자산유동화증권(ABS)의 정의와 공시에 적용을 시도하였고, 2000년 상품선물거래위원회는 거래소 등에 대한 규제에 원칙중심 감독을 채택하였다. 2008년 3월 발표한 규제 체계 개편안에서도 Paulson 재무장관 스스로도 원칙중심의 실현 가능성에 대해서 검토한다는 내용을 발언하고 있다.

주당국 차원에서는 뉴욕주 보험국장(Superintendent of Insurance) Eric R. Dinallo는 2007년 11월 원칙중심 규제를 위해 보험사업자들과 규제당국이 지켜야 하는 10가지 규제 원칙 초안(draft regulation)을 발표하였다. 대형금융회사 100개사로 구성된 금융서비스원탁회의(Financial Services Roundtable, FSR)는 2007년 5월 “경쟁력 향상에 관한 Blue Ribbon 위원회”를 설치하고 11월에 실무적인 입장에서 총 68개 항목을 제안하였다.

## II. 원칙중심 감독의 작동 방식

### 1. 작동 방식

#### (1) 법적 기반

FSMA 2000상의 감독 당국 목표는 시장의 신임 유지, 공중의 인지 촉진, 소비자의 보호 및 금융범죄의 감소와 같은 4가지 법적 목적으로 표현하고 있다. FSMA 2000에서 법적 목표를 명확히 하는 것은

FSA에 대한 역할 기대를 보다 구체화하는 동시에, FSA가 스스로의 일을 반다는 데 있어서 중요한 요소로 작용하고 있다. FSA가 규칙제정 등을 실시할 때에는 법적 목적과 정합적으로, 그리고 법적 목적에 합치하는 최적의 방법을 선택하여 행동하는 것을 의무화하고 있다. FSA가 법적 목적을 달성하기 위하여 행동할 경우, 일반적으로 규제원칙(Principles of Good Regulation)을 고려하게 된다. 효율성·경제성의 추구, 금융기관의 경영층이 가지는 가장 중요한 책임, 부담·제약과 편익사이의 균형, 그리고 경쟁의 촉진이나 경쟁력 강화를 위한 4가지 규제원칙 등 총 7가지 항목으로 구성되어 있다.

## (2) MPBR의 작동 방식

MPBR은 규제 수준의 변경이 아니라 규제 수준을 달성하는 방법의 전환이라고 할 수 있다. 이러한 작동 방식 변경으로 규제 준수 과정에서 자율을 허용하기 때문에 금융회사가 환경에 맞춰 창조적 자율적으로 대응하는 것이 가능하다.

## (3) 금융회사가 지켜야 할 원칙의 적용 예 : 고객 공정대우 원칙

FSA에서 제정한 제6의 영업행위 원칙은 “고객의 이익 고려와 공정대우의 원칙(Treating Customers Fairly, TCF)”이다. 고객의 공정대우라는 원칙이 달성되었는지의 결과를 평가하는 영역은 금융상품의 유통과정 전체에 걸쳐서 통일적으로 적용되는 원칙이라고 할 것이다. FSA는 “고객의 이익 고려와 공정대우 원칙”이 달성될 때 나타나는 소비자에 대한 결과(customer outcomes)를 여섯 가지를 제시하고 있다. 또한, FSA는 TCF 활동이 의도하지 않은 6가지 결과도 제시하고 있다. 또한, FSA는 여섯 가지 결과를 기준으로 이익 고려와 공정대우 원칙운동(TCF)을 전개한 이후, 결과중심적(outcome-based) 문화가 정착되고 있는 것으로 자체적으로 평가하고 있다.

(4) 규제당국이 지켜야 할 원칙 적용 예 : “또 하나의 원칙중심”

“또 하나의 원칙중심”이란 FSA가 FSMA 2000하에서 설정된 규제목적 및 원칙과 더불어 규제당국의 운용 면에서 지켜야 할 원칙으로 다음과 같은 사항을 언급하였다.

- 정책 목적 및 정책 수행 시 고려 사항
- 설명 책임의 강화
- 법집행 면에서의 공정성 확보
- 일일 활동에 있어서의 행동 규율

이러한 사항은 정책 목적 및 정책 수행시에 운용면에서 지켜져야 할 원칙으로 평가받고 있다.

한편 FSA는 설명책임의 강화 등을 통해 강력한 권한사용을 견제하고 균형을 유지하고 있다. FSA의 지배구조는 일반의 민간회사에 유사하게 고안되어져 있다. 즉, 보고 의무와 패널 설치 등을 통해 FSA의 권한을 균형있게 사용하도록 제약하고 있으며, FSA는 규제의 법적 목적 달성이라고 하는 관점에서 중요한 과제로서 법집행면에서 공정성의 달성을 추구하고 있다. 이를 위해 이사회 산하에 FSA로부터 독립성을 갖춘 「규제 판단 위원회(Regulatory Decision Committee: RDC)」를 설치하였다. 2005년 “금융 서비스 시장 불복 제기 심판소”의 지적을 받고, 법집행 프로세스에 대해서 한층 공정하고 투명성이 높게 운용을 하도록 재검토하게 되었다. 현실에는 견해 상충으로 인한 실패발생 가능성에 대비하여 제삼자적 시점으로부터 공정하게 대처할 수 있는 구조를 이의제기 시스템 구축, 옴브즈맨시스템 도입, 금융 서비스 보상 기구(FSCS) 등을 통하여 구축하고 있다.

2. 원칙중심규제를 위한 법체계 및 규제 환경

(1) 예측 가능성의 확보

규제를 받는 금융회사의 경우, 구체적인 집행가능성에 대한 예측이 불가능하므로 법의 지배(rule of law)의 관점에서 문제발생이 가능하게 된다. 원칙의 예측가능성 확보를 위해 무엇보다도 명확성과 일관성 유지가 필요하게 된다. 원칙의 내용 자체가 분명하고 일관성 있고, 또한 원칙에 의거하여 행하는 집행도 분명하고 일관성을 유지하는 것이 중요하다. 사소한 원칙 위반에 대한 규제문제를 상황에 맞게 적절히 처리할 필요가 있다.

영국 FSA의 경우, 사소한 원칙위반 수준에 대해서는 규제조치를 취하지 않을 것이라고 천명하고 있다. 금융회사가 부족한 점을 알고서도 교정하려는 노력을 취하지 않을 경우에만 원칙위반을 이유로 규제조치를 취할 것이라고 표명하고 있다. 원칙의 목적 및 원칙에 의거한 규제조치의 가능성 자체를 원칙의 행위기준에 대한 사후적 해석에 의해 다르게 해석할 여지는 예측가능성 제고로 감소되고 있다. 또한, 보조적 규제정보의 제공을 통해 예측가능한 규제의 조건 설정이 확보되면 사후적 논란의 여지도 감소하게 된다.

### (2) 규제 정보의 법적 지위 및 의견수렴 절차의 문제 해결

원칙의 예측가능성을 보장하기 위한 보조적 규제정보의 법적 지위에 관한 논란의 해결이 필요하게 된다. 따라서 규제정보의 법적 지위와 제정 절차를 명확히 규정할 필요가 있다. 이러한 과정은 업계의 의견수렴절차 과정을 통해서 업계의 입장에서 예측하지 못한 규제가 될 가능성을 차단하게 되는 기능을 수행하게 된다.

### (3) 행정지도에 의한 법규의 변경

다양한 형태의 규제정보로 이루어진 원칙의 구체적인 내용이 기존의 규정을 변경하는 효과를 가질 가능성을 사전적으로 인지하고 대응하게 된다.



#### (4) 규제정보의 접근 방법과 효율성 평가

감독당국은 금융회사로 하여금 다양한 규제정보에 쉽게 접근할 수 있는 가장 효율적인 접근방법을 강구하여야 할 것이다. 금융회사 및 금융소비자의 접근성을 높이고 이해도를 높이는 방법으로 “call-center”나 “web-site”의 운영과 같은 방법을 개발하는 것이 필요하다고 할 것이다. 뿐만 아니라 다양한 규제정보가 어떠한 방식으로 원칙의 규제 목적을 효과적으로 달성하는지를 지속적으로 평가하는 체제가 구축될 필요가 있다.

### 제 5 절 우리나라 금융규제 개혁의 주요내용

우리나라에서 금융규제의 개혁을 위한 최근 입법으로서 2007년에 제정된 『자본시장과 금융투자업에 관한 법률』<sup>18)</sup>(자본시장통합법)이 대표적이다. 이 법률은 우리나라 자본시장법제의 골간을 이루는 것으로 ‘자본시장 및 금융투자업의 기능 제고’와 ‘금융규제의 기능별 규제로의 전환’이라는 목적 아래 금융규제체제의 획기적인 개선을 도모하고 있다. 그리고 금융위원회는 자본시장통합법 시행일에 맞춰 증권의 발행 및 공시에 관한 규정들을 개정하였다. 또한 최근에 한국은행은 금융위기에 효과적으로 대처할 수 있도록 긴급유동성 지원제도를 강화하고 금융안정 기능을 추가하는 등을 골자로 하는 한국은행법 개정안을 국회에 제출한 바 있다.

## I. 자본시장통합법

### 1. 제정배경

---

18) 2007년 7월 3일 법률 제8635호. 자본시장통합법의 개선사항에 대해서는 제3장 제 5절 IV 및 VI 참조.

2007년 7월 3일 국회를 통과하여 올 2월 4일 발효된 『자본시장과 금융투자업에 관한 법률』은 우리나라 금융규제법의 혁신을 가져다 준 법률로서 종래 증권거래법, 선물거래법, 신탁업법, 간접투자자산운용업법, 종합금융회사에 관한 법률 등으로 산재되어 있던 자본시장 관련 법률들을 하나로 통합한 법률이다. 이 법률은 자본시장에서의 금융혁신을 통하여 금융투자업자들의 활동영역을 넓혀 주어 금융투자업을 육성하고 공정한 경쟁을 촉진하며 투자자를 보호하는 것을 목적으로 하고 있다. 기존 자본시장 법제에서는 새로운 금융상품의 거래와 금융기관의 영업활동이 제한되어 자본시장의 발전을 저해한다는 비판이 많았다. 이 법률은 이러한 문제를 해결하기 위해 포괄주의의 규제방식 및 기능별 규제의 도입, 업무범위의 확대, 투자자 보호제도의 선진화 등 4가지 점에 주력하고 있다.

## 2. 포괄주의의 도입

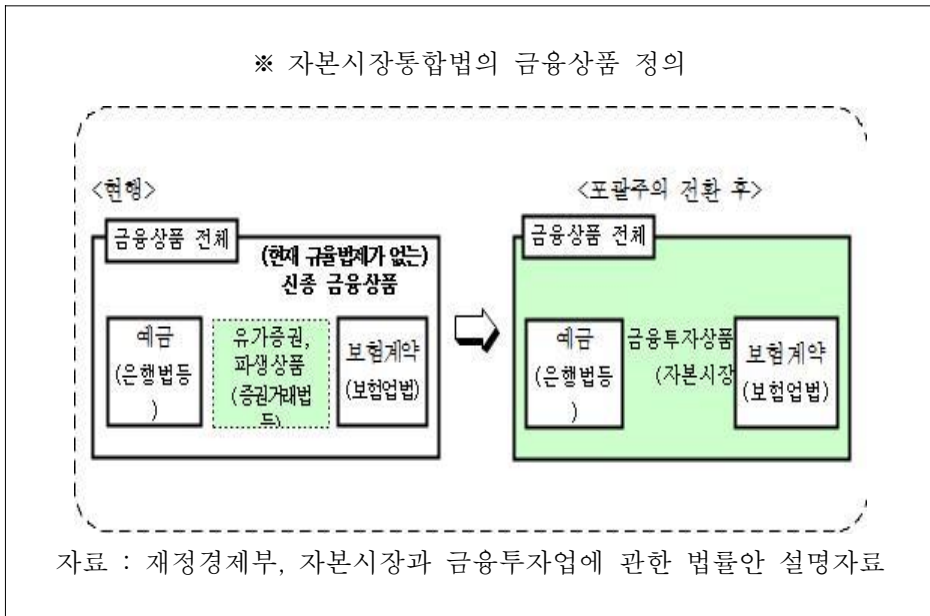
우리나라의 기존 금융규제는 은행, 증권, 보험의 분야별로 나눠 운영되어 왔으며, 관련 법률도 각기 분리되어 있었으며, 증권회사, 선물회사 등이 취급할 수 있는 금융투자상품의 종류를 법령에서 사전적으로 열거하여 제한하는 형태를 취하고 있었다(제한적 열거방식). 예를 들면, 유가증권의 경우는 국채, 지방채, 특수채, 사채, 주식, 출자증권, 주식연계증권 등 21개를 열거하고 있고 파생상품도 유가증권, 통화, 일반상품 및 신용위험으로 그 기초자산을 제한하여 열거하고 있다.

이러다 보니 법령에서 금융투자상품으로 열거하고 있는 상품에 대해서만 증권거래법 및 선물거래법 등에서 열거하고 있는 투자자보호장치가 적용되고 증권회사나 선물회사 등도 새로운 금융상품을 개발할 수 있는 여지가 제한되어 있었다.

자본시장통합법은 이러한 현실에 대한 문제인식을 토대로 규제 사

각에 놓여 있는 금융투자상품의 범위를 최소화하고 금융투자회사들이 창의적이고 혁신적인 금융투자상품을 개발·판매할 수 있도록 투자성이라는 추상적 개념을 이용하여 투자성이 있는 금융상품은 모두 ‘금융투자상품’으로 인정하고 있다(제3조).

그리고 파생상품과 파생결합증권의 기초자산의 범위도 ‘계량화 가능한 모든 위험’으로 확대하여 파생상품과 파생결합상품이 제한 없이 설계될 수 있도록 하고 있다(제4조제10항).



### 3. 기능별 규율체제의 도입

기존 자본시장 관련 법률은 자본시장 관련 금융업자를 증권업, 선물업, 자산운용업 및 신탁업자로 구분하고 각 업자별로 별도의 법률을 제정하여 규제하는 기관별 규제체제를 택하고 있었다. 즉 기존 법률들은 각각의 금융기관이 영위할 수 있는 금융업무를 열거하고 금융업무에 대하여 독자적인 업규제를 적용하고 있어 동일 내지 유사한 금

영업무를 영위하는 경우에도 상이한 규제가 적용되거나 경우에 따라서는 규제가 적용되지 않는 경우가 있는 등의 문제점을 가지고 있다.

자본시장통합법은 자본시장 관련 업무를 경제적 실질에 따라 금융투자업을 투자매매업, 투자중개업, 집합투자업, 투자일임업, 투자자문업 및 신탁업 등 6가지로 재분류하고(제6조), 금융투자상품(증권 및 파생상품), 투자자(일반투자자 및 전문투자자)와 금융투자업을 조합하는 형태로 금융기능을 정의한 후 영위주체 즉 금융기관의 종류에 상관없이 동일한 금융기능을 영위하면 동일한 금융규제가 적용되도록 하는 기능별 규제를 도입하고 있다.

또한 은행과 보험 등이 집합투자증권, 투자성 있는 예금 또는 투자성 있는 보험을 판매하거나 파생상품을 매매 또는 중개하는 경우에는 금융투자업으로 규율함으로써 투자자를 보호하고 규제사각의 발생을 최소화하고 있다.<sup>19)</sup>

이하의 도표는 현행 자본시장법이 제정되기 전의 내용과 제정된 후의 변화된 내용을 나타내고 있다. 가장 큰 차이점은 기관별·개별적 규제형식에서 기능별 규제로 변화하였다는 점이다. 즉, 개별 법률에 의하여 은행, 증권사, 보험사 등에 대한 규제로 이루어졌던 과거의 규제형식에서, 현행 자본시장법은 개별법률에 의한 규제에서 통합된 법률에 의한 규제로 변화하였으며, 개별 기관별로 규제가 이루어지는 것이 아니고, 개별 기관에서 이루어지는 기능별 역할에 초점을 맞추어서 기능별 규제로 변화된 모습을 나타내고 있다. 이러한 변화는 과거 자본시장에 대한 규제가 미국식에 가까운 형태에서 영국이나 호주의 규제형식으로 변화된 모습을 나타내고 있다. 영국의 규제형식에 비교하여 보았을 때에는 은행과 보험을 통합된 규제틀에 포함시키지 않았다는 점이다. 영국의 경우에는 증권, 은행, 보험이 동일한 법률에 의하여 규제를 받고 있는데 우리나라의 경우에는 은행과 보험이 아직

19) 김건식·정순섭, 『자본시장법』, 두성사, 2009, 8면.

까지는 통합되어 있지 않고, 분리되어 규제되고 있다는 차이가 있다. 그러나 현행 자본시장법과 같이 진입규제, 건전성규제, 영업행위규제에 대한 기능별 규제를 함으로서 개별 금융사들이 종합금융형태의 운영을 할 수 있다는 점은 영국에서의 장점과 유사하다고 할 것이다.

※ 통합 전 규제형식

증 권 거래법	선 물 거래법	자 산 운용업법	신탁업법	종금업법	기 타 법 률
업규제 -진입규제 -건전성규제 -영업행위 규제	업규제 -진입규제 -건전성규제 -영업행위 규제	업규제 -진입규제 -건전성규제 -영업행위 규제	업규제 -진입규제 -건전성규제 -영업행위 규제	업규제 -진입규제 -건전성규제 -영업행위 규제	업규제 -진입규제 -건전성규제 -영업행위 규제
자본시장 규제 -발행·유통 공시 -불공정거래 규제	선물시장 규제 -매매규제 -불공정 행위 규제	간접투자기구 -유 형 -구 조			-실체가 있는 투자 회사 -간접투자 기구



※ 통합 후 규제형식

금융투자업과 자본시장에 관한 법률(가칭)						
	매매업	중개업	자산운용업	투자일임업	투자자문업	자산보관관리업
진입규제	자기자본 요건, 인적·물적 설비요건, 주요출자자 요건 등					
건전성 규제	자기자본비율 규제, 이해관계자와의 거래규제 등					
영업행위 규제	공통 규제(설명 의무, 적합성의 원칙, 투자광고 규제등) 및 금융투자업별 고유 규제					
기타 규제	증권 거래 규제 -발행·유통공시 -불공정거래규제	증권선물거래소 편 -조 직 -시장개설 등		간접투자기구 특혜 -유 형 -구조, 단종 투자회사 등		

재정경제부, 자본시장에 관한 법률 제정방안, 기사단 세미나 자료 참조

#### 4. 업무범위의 확대

기존의 우리 자본시장 관련 법률은 증권업, 선물업 및 자산운용업의 겸업을 엄격히 제한하고 있었으므로 겸업화·대형화된 금융투자회사의 출현을 제약하고 자본시장을 이용하는 금융투자자에게 다양한 서비스를 원스톱으로 제공하는 데에도 한계가 있었다.

자본시장통합법은 업무 겸업에 따른 이해상충 방지체제의 마련 및 운영을 전제로 경제적 실질에 따라 재분류된 금융투자업을 금융투자회사가 사내에서 겸영할 수 있도록 하고 있어 6개 금융투자업을 모두 겸영하는 금융투자회사가 출현할 수 있는 제도적 기반을 마련하였다(제8조제1항, 제12조, 제18조).

그리고 금융투자업자가 영위할 수 있는 부수업무<sup>20)</sup>도 기존에는 법률에서 제한적으로 열거하고 있어 새로운 부수업무를 영위하기 위해

20) 여기서 부수업무란 금융업이 아닌 업무로서 금융투자업에 부수하는 업무를 말한다.

서는 법령을 개정하여야 했지만 자본시장통합법은 금융투자회사가 영위할 수 있는 부수업무의 범위를 법률에서 사전적으로 열거하지 않고, 원칙적으로 금융투자업에 부수되는 모든 업무를 부수업무로 영위할 수 있도록 하면서 부수업무 개시 7일전까지 감독당국에 신고하도록 하는 방법으로 부수업무 영위방법을 개선하고 금융투자업자가 영위하는 모든 업무를 외국환으로 영위할 수 있도록 하는 등 업무범위를 확대하고 있다(제41조).

이와 함께 투자자가 금융투자회사의 위탁매매 계좌의 현금을 타 계좌로 송금하거나 결제 등을 할 수 있도록 소액자금이체 등 부가서비스를 제공할 수 있는 근거의 마련(제40조 제4호), 투자권유대행인 제도의 도입을 통한 판매망의 확충, 집합투자기구의 확대 및 집합투자기구가 운용할 수 있는 대상자산의 확대 등 금융투자업자의 업무범위를 대폭 확대하고 있다.

## 5. 투자자보호 제도의 선진화

자본시장통합법은 투자자보호를 위해 이해상충 규제, 투자권유 규제, 불공정거래규제의 개선 등 다양한 내용의 투자자 보호장치의 선진화를 시도하고 있다.

### (1) 겸영에 따른 이해상충으로부터의 투자자 보호

업무겸영에 따른 이해상충으로부터 투자자를 보호하기 위해 금융투자업자에게 신의성실 및 충실의무를 부과하고 있다. 그리고 증권관련 업무의 사내겸영으로 인한 이해상충으로부터 투자자를 보호하기 위해 사내겸영시 발생할 수 있는 대표적인 이해상충 행위를 유형화하여 규제하고 있다.

금융투자업자가 금융투자업 영위와 관련하여 이해상충이 발생할 가능성이 있는 경우 금융투자상품의 매매에 관한 정보 등을 제공하는

행위, 이해상충 가능성이 있는 업무간 임직원 겸직 행위, 사무공간 및 전산설비를 공동으로 이용하는 행위 등을 금지하고 있다.

금융투자업의 영위와 관련하여 계열회사 등과 이해상충이 발생할 가능성이 있는 경우에도 규제대상으로 하고 있다. 그밖에도 금융투자업자는 이해상충 발생 가능성을 파악하고 평가한 결과 이해상충이 발생할 가능성이 있다고 판단되는 경우에는 그 사실을 미리 투자자에게 알리고 투자자보호에 문제가 없는 수준으로 이를 낮춘 후 매매등의 거래를 하도록 하고 있다.

## (2) 투자권유 규제의 선진화

투자자보호를 위해 투자권유규제를 강화하고 있다. 첫째, 동법에서 투자자를 일반투자자와 전문투자자로 구분하고 전문투자자에 비해 위험관리능력이 떨어지는 일반투자자에 대해서는 보다 강화된 투자권유규제를 적용하고 있다(제9조제5항·제6항, 제46조, 제46조의2, 제47조).

둘째, 투자자에게 금융상품을 권유하기 전에 면담을 통해 일반투자자의 투자목적, 투자경험, 재산상황 등 투자자의 특성을 파악해야 하는 의무(Know-your-customer Rule)를 도입하였다(제46조 제2항).

셋째, 파악된 투자자의 특성에 적합한 금융투자상품의 권유를 의미하는 ‘적합성 원칙’을 도입하였다. 즉 금융투자업자는 파악한 투자자 정보에 비추어 일반투자자에게 부적합한 투자권유를 하여서는 아니된다(제46조 제3항). 따라서 장외파생상품과 같이 큰 금융투자상품을 무분별하게 권유하는 행위는 제한된다.

넷째, 일반투자자를 대상으로 하는 금융투자상품 권유시 권유대상이 되는 금융투자상품의 내용, 투자에 따르는 위험 등 투자자의 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 사항을 일반투자자가 이해할 수 있도록 설명해야 하는 설명의무를 도입하고(제47조 제1항 및 제2항, 시행령 제53조 제1항), 또 금융투자상품에 대한 설명시 중요사항을 거짓 또는 왜곡<sup>21)</sup>



하여 설명하거나 중요사항을 누락하지 않아야 한다(제47조 제3항). 만일 설명의무 미이행 시에는 손해배상책임(손해액 추정규정의 도입)을 지도록 하였다(제47조, 제48조). 투자자는 원본손실가능성이 있는 금융투자상품 투자시 자신의 판단과 책임 하에 투자해야 하며, 투자결과에 대해서는 본인이 책임지는 것이 원칙이다(자기책임의 원칙).

다섯째, 투자자의 일상생활의 안정성을 보호하기 위한 투자권유를 받은 투자자가 이를 거부하는 의사표시를 하였음에도 불구하고 투자권유를 계속하는 행위를 금지하고(제49조 제4호), 또 투자자자로부터 요청을 받지 않고 방문·전화 등을 통해 투자권유를 하지 못하도록 하였다(제49조 제3호).

여섯째, 파생상품 등 거래는 위험이 높으므로 강화된 투자자 보호장치가 적용된다. 예컨대, 파생상품의 거래시 일반투자자가 그 위험성을 충분히 주의하도록 하기 위해 자본시장통합법에서는 금융투자업자가 투자권유 없이 파생상품을 판매하는 경우에도 그 일반투자자의 정보를 파악하도록 하고 있다. (제46조의2 제1항)

### (3) 불공정거래 규제 강화

불공정거래로부터 투자자를 보호하기 위해 불공정거래 규제도 대폭 강화하고 있다. 우선 내부자거래 금지대상이 되는 증권의 범위를 당해 법인과 관련된 증권을 기초자산으로 하는 신종증권까지 포함하는 것으로 하여 이를 확대하고 내부자 범위도 계열회사의 임직원과 당해 법인과 계약체결을 교섭중인 자도 포함하는 것으로 하여 내부자거래 금지 대상을 확대·적용하고 있다.

한편 기존에 고객이 증권회사 임직원에게 금전을 맡기고 투자판단 일체를 위임하는 포괄적 일임 관행은 수수료 수입을 위한 과당매매

21) 왜곡의 의미는 불확실한 사항에 대해 단정적 판단을 제공하거나 확실하다고 오인하게 할 소지가 있는 내용을 알리는 행위를 의미한다. 자본시장법 관련 투자자들이 알아야 할 사항 연속 안내, 정레브리핑 자료, 금융감독원, 2009.2.18., 6면.

등으로 이행되고 이와 관련된 분쟁 등이 많이 발생하였다. 이에 자본 시장통합법에서는 증권거래법상 증권회사의 위탁매매와 관련한 규정을 폐지하고, 투자일임업은 금융위원회에 등록한 투자일임업자가 고객과의 투자일임계약에 따라 영위하도록 하였다.

※ 자본시장통합법의 구성

\*10편 449개의 조문으로 구성

편	장	내 용	세부 내용
제 1 편 총 칙	-	총 칙	○ 목적, 정의규정
제 2 편 금융투자업	제 1 장	인가 및 등록	○ 인가·등록 요건 및 절차
	제 2 장	지배구조	○ 대주주변경 승인 ○ 사외이사, 감사 ○ 내부통제장치, 준법감시인 ○ 소수주주권
	제 3 장	건전성 규제	○ 자기자본 규제 ○ 대주주와의 거래제한 ○ 회계처리 ○ 경영공시
	제 4 장	영업행위 규제	○ 공통영업행위 규제 - 투자권유규제 - 손실보전 금지, 손해배상책임 등 ○ 업자별 영업행위규제
제 3 편 증권의 발행 및 유통	제 1 장	발행공시	○ 증권신고서
	제 2 장	M&A 관련제도	○ 공개매수, 5% Rule 등
	제 3 장	유통공시	○ 사업보고서 등, 주요사항보고서
	제 4 장	장외거래 등	○ 장외거래, 외국인의 장외매매 제한
제 4 편 불공정 거래의 규제	제 1 장	내부자 거래	○ 단기매매차익 반환, 내부자거래 등
	제 2 장	시세조종	○ 시세조종 금지

편	장	내 용	세부 내용
	제 3 장	공매도등 부정거래	○ 포괄적 사기금지, 공매도 제한
제 5 편 집합투자기 구	제1~11장	집합투자 기구	○ 정의, 집합투자기구의 구성 ○ 집합투자증권, 집합투자기구 기관 등
제 6 편 금융투자업 관계기관	제 1~8 장	금융 투자업 관계기관	○ 한국금융투자협회, 한국예탁결제원, 증권금융회사, 종합금융회사 등
제 7 편 한국거래소	제 1~6 장	한국 거래소	○ 조직, 시장개설 ○ 시장감시, 분쟁조정 등
제 8 편 감독 및 처분	제 1~4 장	금감위의 집행	○ 명령 및 승인, 검사 및 처분 ○ 조사, 과징금
제 9 편 보칙	-	-	○ 위법행위 신고, 전자문서 신고 등
제10편 벌칙	-	형벌 규정	○ 형벌, 과태료, 양벌규정

자료 : 재정경제부, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률안 설명자료

## II. 공시에 관한 규정 개편

금융위원회는 자본시장통합법의 시행일인 2009년 2월 4일에 맞춰 동 법령의 내용 및 규제개선 사항 등을 반영한 「증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정」 제정(안) 및 한국증권선물거래소가 승인 요청한 「유가증권시장 및 코스닥시장 공시규정」 개정(안)을 2009년 1월에 각각 의결하였다.<sup>22)</sup>

이번에 제정된 「증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정」은 기존 「유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정」을 전면 개편한 것으로, 자본시장통합법에서 증권을 포괄적으로 정의하여 발행공시 대상이 확대됨<sup>23)</sup>에 따라 증권신고서의 기재사항 및 첨부서류 등을 구체화<sup>24)</sup>하였

22) 자본시장 통합법 관련 공시규정 제·개정, 금융위원회 보도자료, 2009.1.28.

23) 증권의 범위를 열거주의에서 포괄주의로 확대함에 따라 집합투자증권 등도 증권 신고서 제출대상에 포함

다. 또한 기존에 특수공시로 운영되던 자사주 취득/처분 및 합병 등 공시가 주요사항보고서로 대체됨에 따라 첨부서류 등을 구체화하였고, 기타, 의결권 대리행사를 통한 M&A시 공격자와 방어자간 형평성 확대, 유상증자시 발행가격 산정방법 개선 등 규제개선 사항을 반영하였다.

그리고 한국증권선물거래소 『유가증권시장 및 코스닥시장 공시규정』은 기존의 금융위 및 거래소에서 따로 관할하던 수시공시가 거래소로 일원화됨에 따라 위반시 부과되는 시장조치(불성실공시법인 지정, 매매거래정지 제도 등)를 정비하고, 반복 위반 법인에 대해서는 공시위반 제재금<sup>25)</sup>을 부과토록 하여 제재의 실효성을 높였다. 자본시장통합법은 수시공시를 거래소로 일원화하면서, 공적규제가 필요한 최소 항목에 대해서는 『주요사항보고서 제도』<sup>26)</sup>를 신설하였다(자통법 제161조 및 제391조).

<현 행>				<개 선>					
구	분	조치권자	제출처	구	분	조치권자	제출처		
수시 공시	공적 규제	금융위	금감원 (DART)	주요사항보 고서	금융위	금감원 (DART)	수시공시	거래소	거래소 (KIND)
	자율 규제	거래소	거래소 (KIND)						

또한 회생 및 파산, 채무불이행 등 기업부실 관련 공시항목을 정비하여 투자자들이 기업위기 상황시 보다 적시에 충분한 정보를 제공받아 대비할 수 있도록 하였다. 즉 ① 회생절차 개시신청 이후 법인의

24) 신주발행을 수반하는 합병 등 증권신고서, 집합투자증권·유동화증권의 증권신고서 기재사항 및 첨부서류 등을 구체화

25) 고의 또는 중과실, 상습적 공시위반 법인 등에 대해 3,000만원 이하 부과

26) 『주요사항보고서(current report)』항목은 20여개로 최소화하고 금감원으로 제출토록 하였다. Current report 항목과 관련하여 현재 미국은 22개, 일본 26개의 항목을 포함하고 있다.

신청행위 및 법원 결정중 중요내용 공시, ② 파산선고신청, 파산선고 신청기각 및 파산선고결정 등 공시, ③ 일정기준 이상 회사채 원리금 미상환 사실 공시 등이다.

### Ⅲ. 개정 은행법(안)

앞서 살펴본 바와 같이 미국, 영국 등 주요국에서는 금융개혁 프로그램을 통해 거시건전성 감독 방안 및 체계논의를 활발히 진행 중에 있다. 특히 중앙은행의 역할과 기능을 강화하는 방향으로 진행되고 있음을 할 수 있다. 미국은 금융시스템 리스크의 예방·관리 및 감독 정책간의 조화를 위해 다수의 감독기구가 참여하는 FSOC를 설립했으나 거시건전성 감독의 최종책임은 FRB에 귀속시키고 있다. 영국의 경우도 영란은행의 기능강화나 현행 금융감독체계의 개편에 초당적으로 금융안정을 추구하는 방안을 채택하였다.

최근 우리나라에서도 한국은행이 금융위기에 효율적으로 대처할 수 있도록 긴급유동성 지원제도를 강화하는 등의 내용을 담은 한국은행법 개정안을 국회에 계류 중에 있다. 이 개정안은 현재 '물가 안정'으로만 한정된 한국은행의 설립 목적에 '금융 안정'을 추가하여 한국은행의 목적범위를 확대시켰다(한국은행법 제1조).

또한 금융위기 상황에 신속히 대처하도록 하는 한편 신용위기시 정부와 금융안정 방안을 협의할 수 있도록 했다. 그리고 개정안 제88조의2에서는 유동성 악화가 우려되는 금융기관의 실태조사가 필요할 경우에 한국은행이 은행을 직접 조사할 수 있도록 허용하여 평상시에는 한국은행이 금감원에 대한 검사 요구권(현행 한국은행법 제88조)을 활용하고 비상시에만 직접 조사권을 행사할 수 있도록 하였다. 이와 관련하여 현재 10건이 발의된 한국은행법 개정안들은 대체로 한국은행에 금융안정 기능을 추가하되 직접 조사권을 허용하는 내용을 담고 있다. 국회 기획재정위 소위는 10건의 한국은행법 개정안을 통합 심

사하여 한국은행의 기능을 강화하는 개정안을 마련하였다.

그러나 한국은행에 직접 조사권을 부여할지에 관하여 논란이 있다. 조사권을 찬성하는 견해는 현행 한국은행법상 지급결제 관련 자료요구 대상이 한국은행 금융망에 참가하는 기관 등으로 제한돼 있어 긴급 상황에 효과적으로 대응하기 어려우며 대상을 확대하고 한국은행에 조사권을 부여해야 한다고 하였다. 과거와 달리 금융위기가 은행 외에 비은행 금융기관에서도 발생하고 있어 중앙은행이 비은행에 대해 정확한 현황을 파악할 필요가 있다는 것이다.<sup>27)</sup>

반면 이를 반대하는 견해로서 한국은행에 단독 검사권을 부여해야 할 이론적·현실적 근거가 불충분하며, 중복 검사로 인한 금융기관의 과중한 부담을 줄 수 있다는 것이다.<sup>28)</sup> 최근 대통령 직속 국민경제자문회의에 관련 태스크포스(T/F)는 한국은행과 금융감독원과의 정보공유가 확대될 것을 고려하여 현 시점에서 한국은행에 조사권을 부여하지 않기로 결정한 바 있다. T/F는 한은법 개편 내용에 대해 부정하기 보다는 위기가 완전히 끝나지 않아 위기 대응과정에서 나타난 각 기관의 역할, 기관간 협조체제의 문제점을 상당기간의 연구와 의견수렴을 거치고 또 국제사회와 주요 선진국의 논의 결과를 감안하여 신중히 결정할 필요가 있다고 하였다. 특히 T/F는 한국은행에 단독 검사·조사권을 부여하기 보다는 공동검사 제도를 적극적으로 활용할 것을 제안하고 있다. 그 이유로 중복감사로 인한 금융회사 업무부담 가중과 기존 감독권한과 혼선이 발생할 소지가 높기 때문이다.

한국은행의 경우 긴급여신을 지원할 경우에는 한은법 제65조제3항 및 제80조제3항에 따라 현재도 금융기관에 대한 단독조사가 가능하므

---

27) 경실련 토론회, 韓銀 검사권 논란, EBN산업뉴스, 2009.4.21자 신문.(2009.4.21. 여 의도 사학연금회관에서 열린 경제정의실천시민연합 주최 ‘경제위기와 한국은행 역할’ 토론회에서는 최창규 명지대 교수는 한국은행의 직접 조사권의 필요성을 강조하였다.)

28) Id. 이 토론회에서 한국개발연구원 국제정책대학원 이건호 교수, 전성인 홍익대 교수 등은 직접 조사권 부여에 반대 입장을 표시했다.

로 이를 적극적으로 활용하는 것이 바람직하며, 다만 기존의 비적격성 담보대출에 적용되는 단독조사권(제63조제3항)을 적격성 대출(제64조)까지 포함하는 방안을 고려해 볼 수 있다. 또한 단독조사권을 부여할 필요가 있는 경우에도 그 범위를 재정위소위안보다 축소시키는 방안도 생각해 볼 수 있다.<sup>29)</sup>

그리고 공동검사제도 개선을 위해서는 거시건전성 감독 강화를 위해 한국은행이 금감원에 공동검사를 요구시 지체없이 시행하되 한국은행이 금통위 의결을 거쳐 구체적인 범위를 정하여 공동검사를 요구하면 금감원은 1개월내에 공동검사에 착수하는 절차를 생각해 볼 수 있다. 다만 금융위기 발생우려가 있거나 금융기관 긴급 유동성 지원이 필요한 경우 등 긴급을 요하는 경우에는 지체없이 공동검사를 실시하고 필요한 사전실무협의절차 등은 없애는 것이 바람직 할 것이다.<sup>30)</sup>

---

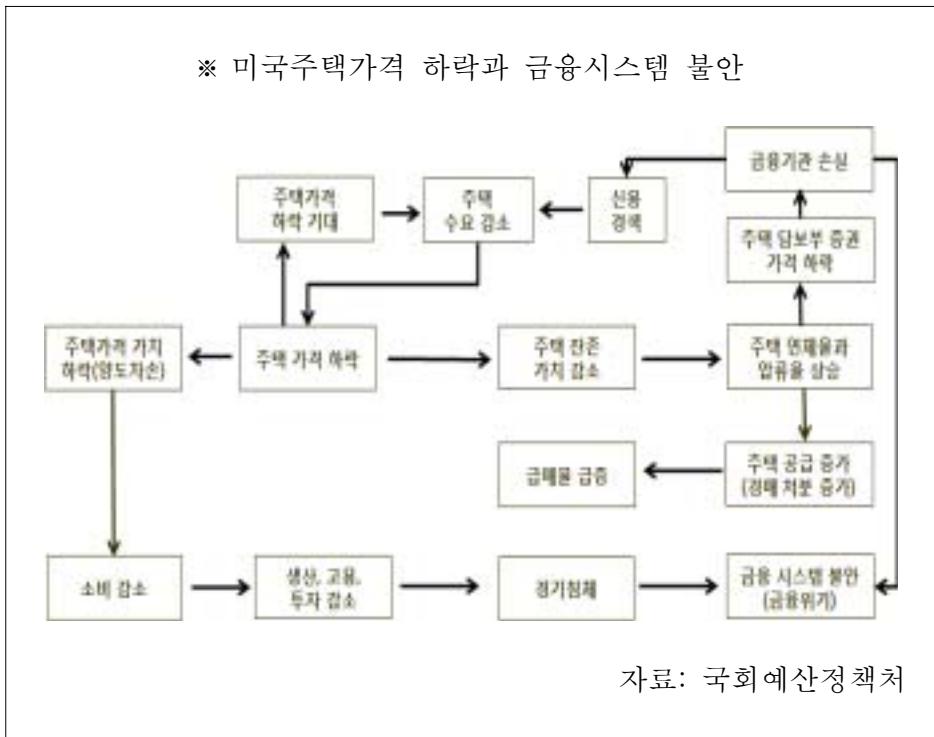
29) 한국은행법 개정에 대한 의견, 기획재정부, 2009.9.17, 12면.

30) Id. 29면.

### 제 3 장 국제적 차원의 금융위기 대응

#### 제 1 절 국제금융위기의 배경

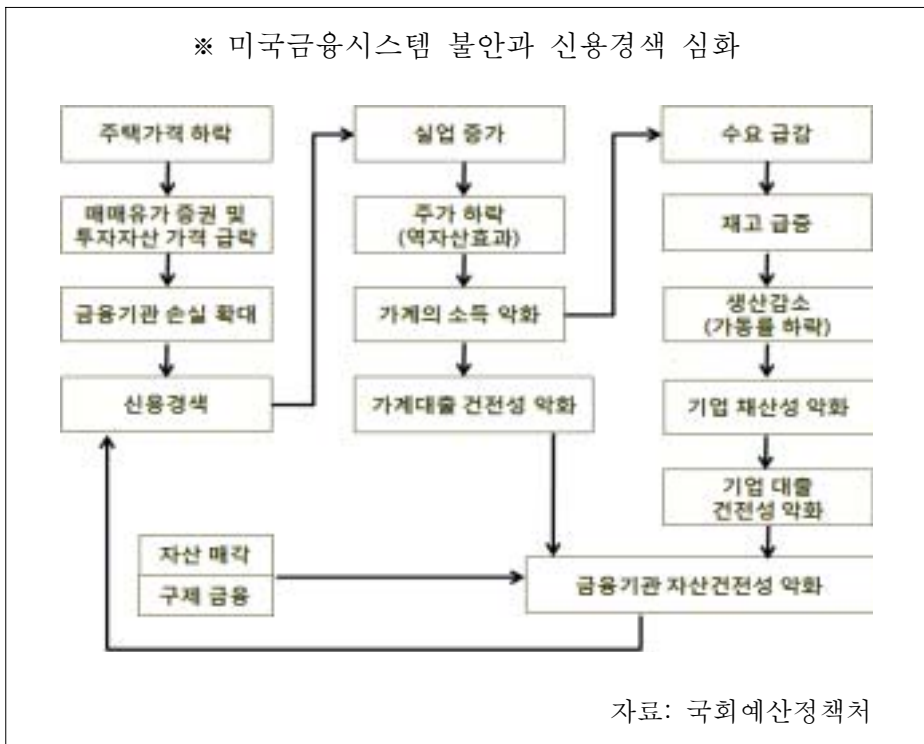
2008년 미국의 부실 부동산에 대한 서브프라임 모기지의 직격탄으로 시작된 금융위기의 영향은 전 세계의 금융위기를 유발하였고 현재는 실물 경제의 침체로 이어지고 있다. 세계는 이미 멕시코 외환위기, 아시아 금융위기 사건 등을 통해 어느 한 국가의 금융위기가 전염효과로 인해 글로벌 금융시스템 전체의 위기로 확산되면서 어느 한 국가만의 금융위기 대처만으로는 부족하고 국제적 차원에서 기존 금융시스템에 대한 점검과 대책이 필요함을 알고 있다.





각국은 시급하고 적극적인 글로벌 금융위기 대응방안을 내놓았으나 아직까지 그 단기적인 대응방식의 효율성에 대한 검증이 이루어지지 않고 있다. 그럼에도 불구하고 각국의 글로벌 금융위기에 대한 대응방안은 다각적으로 이루어지고 있다.

예컨대, 금융기관에 대한 구제금융과 같은 공적자금 투입 외에도 은행·정부간 대출지급보증, 각종 기업외채에 대한 정부보증, 금리인하 등 다양한 방안이 수립되어 집행되고 있다. 특히 이번 금융위기에 직접적인 영향을 받은 미국과 영국은 대공황 이후 가장 대대적으로 금융시스템에 대한 개선에 나서고 있다. 우리나라의 경우도 글로벌 신용경색으로 인하여 상당한 영향을 받고 있으며 국내 금융시장의 불안과 실물경제의 침체로 이어지고 있으며 정부의 대대적인 재정지원과 금융시스템의 개혁이 이루어지고 있다.



한편, 국제사회는 G-20 정상회담의 국제공조를 통해 글로벌 금융위기를 타개하고자 가능한 모든 수단을 동원한다는 원칙에 합의하였다. 이러한 국제공조가 의미 있는 것은 오늘날 세계 금융은 글로벌 금융으로서 한 국가의 금융산업은 다른 국가의 금융과 연결되어 발전하고 있고 한 국가 또는 한 지역의 금융 불안은 전 세계에 영향을 미치게 되어 이를 효과적으로 극복하고 방지하기 위해서는 글로벌 차원의 협력이 반드시 수반되어야 하기 때문이다. 따라서 장기적인 관점에서 글로벌 금융위기에 대한 효과적인 대응과 발생을 방지하기 위한 시스템의 정비가 절실하게 되었다.

G-20 정상회담 이전에 국제사회는 이미 BCCI은행사건, 베어링은행(Barings) 파산사건<sup>31)</sup>, 멕시코 외환위기, 아시아 금융위기 등을 겪으면서 이러한 필요성에 대한 논의를 시작한 바 있다. 그 대표적인 예가 바로 G-7 국가를 중심으로 한 1999년의 “금융안정포럼(Financial Stability Forum)”이다.<sup>32)</sup> G-20 정상회담에서는 금번 금융위기와 같이 신흥경제국을 포함한 전 세계적인 금융위기에 효과적으로 대처하기 위해서 금융안정포럼의 확대 개편을 제안하였다.

이장에서는 국제 금융위기의 원인과 현황 그리고 이를 극복하기 위한 다각적인 국제적 공조에 관하여 분석하고자 한다. 그리고 금융위기에 직접적인 영향을 받은 영국과 미국의 경우 금융위기 대응을 위한 다양한 방안을 내놓았으며, 특히 G-20과 함께 금융제도 및 감독체계 개편안을 잇달아 발표하여 주목을 받고 있다. 따라서 이에 관해 자세히 살펴보고 우리나라의 대응방안과 비교하여 분석하고자 한다.

31) 1995.2.24. 자회사인 베어링전문회사의 싱가포르 지점에 근무하던 닉리슨이라는 수석 트레이더(trader)가 일으킨 무모한 파생금융거래의 투자손실로 파산하게 된 사건.

32) H. Tietmeyer, “International Cooperation and Coordination in the Area of Financial Market Supervision and Surveillance” (Feb. 11, 1999).

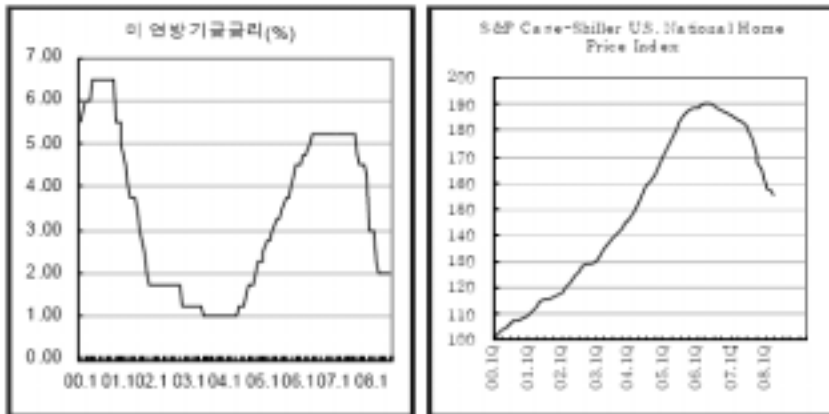
## 제 2 절 국제 금융위기의 원인과 대응

### I. 국제 금융위기의 원인

현재 전 세계가 겪고 있는 금융위기는 미국의 부동산 버블이 붕괴하면서 시작되었다. 미국 정부는 IT 버블 붕괴로 실물 및 금융 경제가 위축될 것을 우려하여 감세정책과 함께 저금리 정책을 시행하였다. 2000년 12월에 6.5%였던 금리가 2003년 1월부터 2004년 5월 동안 1.0%에서 유지되었다.

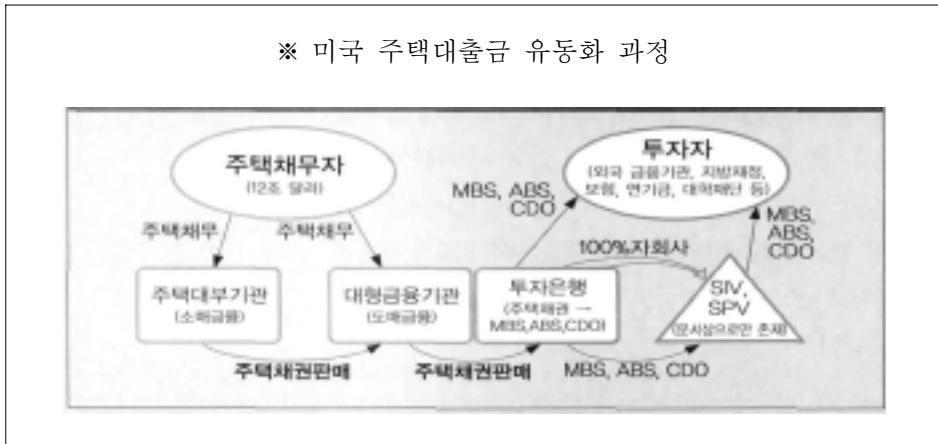
이러한 저금리정책으로 부동산시장이 활성화되자 신용등급이 낮은 사람들에게 집을 담보로 대출을 제공하는 서브프라임 모기지가 급증하게 되었고 이는 곧 주택가격의 버블을 형성시키는 결과를 초래했다.<sup>33)</sup>

※ 미국 정책금리와 주택가격 증가율 추이



33) 허찬국·안순권·김창배, 글로벌 금융위기의 파장과 대응방안, 한국경제연구원 보고서, 2009, 21면.

그런데, 미국은 2000년대에 들어 금융규제 완화와 함께 금융기법이 발달하면서 부채담보부증권(CDO), 신용 디폴트스와프(CDS) 등 파생상품이 시장에서 급격하게 확대되었고, 이는 서브프라임 모기지 채권과 결합하면서 소위 주택대출금의 유동화 위기에 직면하게 되었다.



2004년 증권거래위원회(Securities and Exchange Commission: SEC)가 투자은행 지주회사에 대한 금융규제 완화를 위해 통합감독 프로그램(Consolidated Supervised Entities: CSE)을 마련하였다. 이에 따라 순자본의 15배 이내로 제한되었던 총부채에 대한 규제를 폐지하였고 투자은행은 순자본의 20-30배에 해당하는 자금을 차입할 수 있게 되었다. 또한 대출 디폴트에 대한 일종의 보험성 계약인 CDS의 경우 일반보험과 달리 준비금 요구조건이나 한도에 대한 규제를 하지 않았다. 그런데 미 정부는 이러한 규제완화에 더불어 위기관리 감독체계를 갖추지 못하였고 금융당국은 자산유동화의 위험성을 파악하지 못하게 되었다.

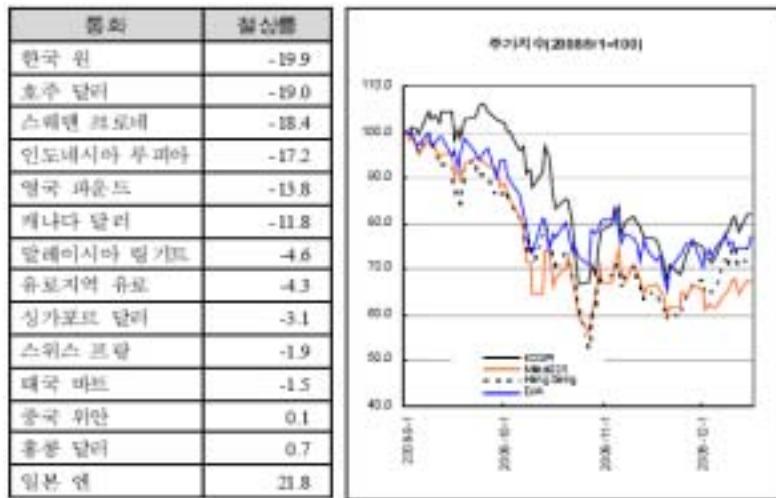
지금의 글로벌 금융위기의 직접적인 원인은 2004년 이후 미연방준비제도이사회(Federal Reserve Board: FRB)가 달러화 하락과 인플레이 압력에 대응하기 위해 불가피하게 단행한 금리인상으로부터 촉발되었다. 즉 금리인산이 주택가격 급락으로 그리고 서브프라임 모기지를 비롯

한 파생상품의 손실로 확산되고 관련 금융기관들을 중심으로 유동성 위기로 이어졌다.

## II. 세계경제에 미치는 영향

미국의 금융위기는 전 세계의 환율 및 주가에 우선적으로 영향을 미쳤는데, 대부분의 국가들이 금융위기에 대처하기 위해 안전자산인 달러를 선호하자 단기간에 통화 가치가 급락하였고 주가지수도 큰 폭으로 하락하였다.

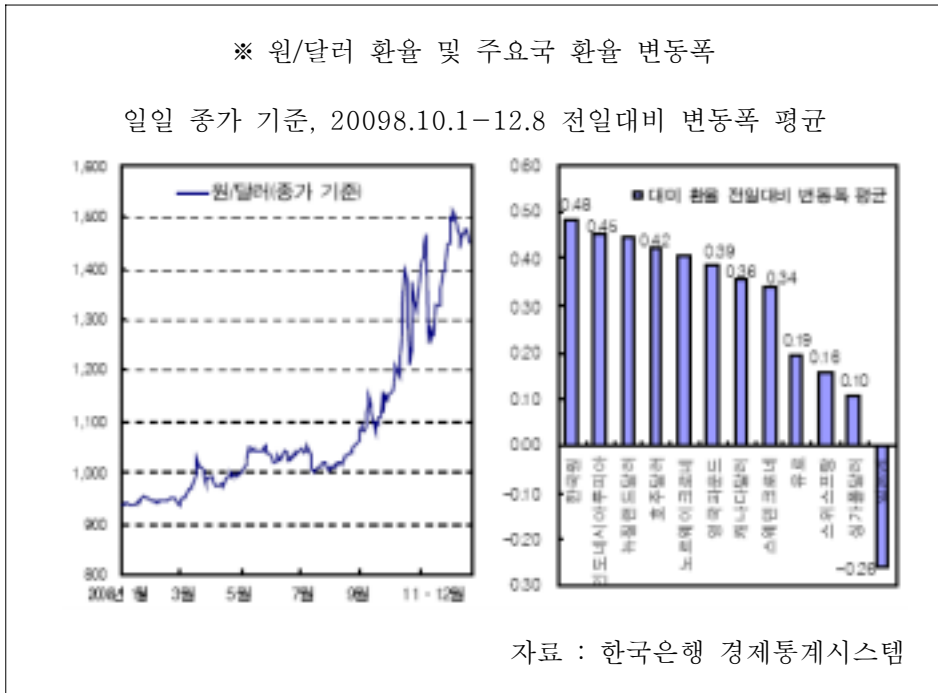
※ 주요국 통화가치 및 주가 변동 (08.9.1.-12.16)



자료 : 허찬국 · 안순권 · 김창배, 앞의 보고서, 24면

무엇보다도 금번 금융위기의 장기화는 실물경기 침체로 이어지면서 모든 국가의 경제성장에 영향을 미쳤다. 예컨대, 주요 선진국의 성장률이 마이너스로 전망되었을 정도이다. 또한 유가가 하락하고 인플레이션이 발생하였으며 소비위축이 동반되었다.

이러한 현상은 국내에서도 나타났는데, 우선 국내증시가 급락하였고 원/달러 환율이 외화 유동성 부족으로 급등하였다. 아래 도표에서 보듯이 2008년 10월부터 12월 사이에 원/달러 환율이 싱가포르달러에 비해 약 5배가 높은 것으로 나타났다.



그리고 국내 장단기 시장금리는 상승하였으며, 투자, 생산, 소비 등도 위축되었다. 특히 주요국의 경기침체로 인해 수출에 큰 타격을 입었으며 이러한 전반적인 경기침체는 국내 중소기업의 도산과 취업자 급감으로 이어졌으며 이러한 현황은 현재까지 계속되고 있다.

최근에는 금융시장도 점차로 안정되어 가고 있고 유동성 폐해가 나타나기 전에 적절한 출구전략을 통해 유동성과 인플레이션을 통제할 필요가 있다는 견해도 제기되고 있다. 각국의 금융시장이 상당히 안정되어 가고 있고, 한국도 2009년 4월초부터 콜금리가 기준금리 이하로

거래되었으며 금융회사들의 유동성 위험도 크게 감소하였다. 최근에는 외환시장도 빠르게 안정되어 가고 있다. 그러나 전 세계는 인플레이션을 우려하고 있다. 국제유가와 곡물가격이 올해 50% 이상 올랐고 주식과 부동산 가격도 대부분의 국가에서 증가하였다. 경기부양책의 일환으로 지나치게 풀린 유동성의 폐해가 오히려 우려되는 시점이므로 적절한 출고전략이 요구된다고 하겠다. 또한 2008년 글로벌 금융위기를 촉발시킨 것은 미국의 서브프라임 사태이므로 우리나라에서도 부동산 부실의 우려가 없는지 지속적인 정책적 검토가 필요하다고 본다.

※ 글로벌 금융위기가 국내경제에 미친 영향 흐름도



자료: 국회예산정책처

## 제 3 절 국제적 차원의 금융위기 대응

### I. 국제공조

주요국 중앙은행들은 금융위기 극복을 위해 먼저 전격적으로 금리 인하를 단행하고<sup>34)</sup>, 통화스와프 확대 및 신규체결을 통한 국제적 공조가 이루어졌다.<sup>35)</sup> 또한 G-20 정상회담을 중심으로 금융위기 극복을 위한 다자협력을 강화하였다. G-20 회담에서 합의된 사항을 보면, 첫째, 재정확대, 보호주의 배격 원칙 등을 정하고, 둘째, 장기적인 관점에서 국제 금융시스템의 개혁 방안을 마련하기 위해 노력하기로 하였으며, 셋째, 헤지펀드에 대한 감시를 강화하고, 넷째, 국제 신용평가기관에 대한 감독을 강화하고, 다섯째, 금융회사의 유동성관리에 대한 사전적 감독 등을 위해 금융감독체계의 재정립 등을 위해 공조하기로 하였다.

한편 후술하는 바와 같이, 2008년 11월 G-20 정상회담에서는 금융안정포럼(Financial Stability Forum)에 신흥경제 국가들을 새로운 회원국으로 포함시킬 것을 제안하였다.<sup>36)</sup> 이에 2009년 3월에는 비회원국 11개국과 스페인과 유럽위원회(EC)가 신규회원으로 추가되었다. 2009년 4월 G-20 정상회담에서는 금융안정포럼을 확대 개편하여 금융안정위원회(Financial Stability Board)를 설치하기로 하였다.<sup>37)</sup>

34) 미국FRB: 2.00% → 1.50%(2008/10/8) → 1.00%(11/6) → 0~0.25% (12/16)

유럽ECB: 4.25% → 3.75%(2008/10/8) → 3.25%(11/6) → 2.5%(12/4)

영국 영란은행: 5.00% → 4.5%(2008/10/8) → 3.0%(11/6) → 2.0%(12/4)

중국 인민은행: 7.20% → 6.96%(2008/10/3) → 6.66%(10/29) → 5.58%(11/26)

일본 은행: 0.5% → 0.30%(2008/10/31, 84개월내 처음) → 동결(11/24)

35) 한·일, 한·중 통화 스와프규모를 기존 130억, 40억 달러에서 300억달러 규모로 확대(2008.12.12).

36) White House, "Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy", Press Release (November 15, 2008).

37) G-20, "London Summit-Leaders' Statement" (April 2, 2009), para. 15.



## II. 국제금융체제의 개편

금융위기의 근본적 원인을 치유하기 위해서는 미 달러화를 기축통화로 하고 IMF와 세계은행 등의 국제금융기구를 중심으로 하는 기존의 미국 중심의 국제금융체제를 전면 수정할 필요가 있다는 주장이 유럽 국가들을 중심으로 강력하게 제기되고 있다. 반면 미국은 적절한 금융감독시스템의 부재가 현재하는 기존의 핵심원인 중 하나이고 국제금융기구의 핵심이 필요하다는 데는 동의하지만, 유럽 국가들의 제안과 같은 새로운 국제금융기구 창설 등에 대해서는 부정적인 입장이다.

우리나라의 경우 미국 의존도가 높은 경제구조를 감안할 때, 중장기적으로는 새로운 국제금융기구 및 체제 개편 논의에 지속적으로 참여하되, 현재로는 IMF 등 기존의 국제금융 체제를 점진적으로 개선해 나가자는 입장을 취하는 것이 바람직할 것이다.<sup>38)</sup>

## III. “금융안정포럼”의 역할과 개편

### 1. 설립배경

글로벌 금융위기에 대한 대응시스템의 필요성은 이미 1991년 BCCI 은행사건과 1995년 영국 Barings은행 파산사건, 1994년 멕시코 외환위기, 1997년 아시아 금융위기 등을 겪으면서 부각되었다. 특히 멕시코 외환위기와 아시아 금융위기를 통해 국제 금융시스템은 상호 연결되어 있어 한 국가의 금융불안은 즉시 다른 국가로 전파된다는 것을 분명히 알게 되었다. 이에 1999년 G-7 국가를 중심으로 금융기관과 금융규제기관의 상호협조와 상호조율을 통하여 국제금융시스템의 안정을 증진시키기 위한 “금융안정포럼(Financial Stability Forum)”을 창설

38) 이대기, 국제금융체제 개편에 관한 최근 논의와 전망, 『주간금융브리프』 17권 43호, 2008.11.1.

하게 되었다.<sup>39)</sup> 금융안정포럼은 첫째, 국제금융시스템에 영향을 주는 취약성을 평가하고, 둘째, 그러한 문제점에 대응하기 위해 필요한 조치를 파악하고 감독하며, 셋째, 금융안정을 위한 여러 당국 간의 협력과 정보교환을 제고하는 것을 목적으로 하고 있다.

## 2. 회원 현황

2009년 1월 현재 이 포럼에는 12개국의 재무행정부처, 중앙은행, 감독기관 등 26개 금융기관이 회원으로 참여하고 있다.<sup>40)</sup> G-7 국가의 경우 재무행정부처, 중앙은행, 금융감독기구에서 각 1명이 파견되며, 그 외의 국가(호주, 홍콩, 네덜란드, 싱가포르, 스위스)의 경우는 중앙은행 대표만이 참여하고 있다. 우리나라는 그동안 이 포럼에 참여하지 않고 있다가 2009.4. 신규회원이 되었다.

### ※ 금융안정포럼 회원국가와 기관

<p><b>개별국가 당국(National Authorities) [26]</b></p> <p><b>Australia</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>· Reserve Bank of Australia</li> </ul> <p><b>Canada</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>· Department of Finance</li> <li>· Bank of Canada</li> <li>· Office of the Superintendent of Financial Institutions</li> </ul>
---

39) H. Tietmeyer, "International Cooperation and Coordination in the Area of Financial Market Supervision and Surveillance" (Feb. 11, 1999). (<http://www.fsforum.org>) G-7은 독일중앙은행총재인 Hans Tietmeyer에게 국제금융시스템의 안정을 위한 국제적 협력 방안을 찾도록 의뢰하였고 1999년 Tietmeyer는 최종보고서에서 금융안정포럼(Financial Stability Forum)의 설립을 제안하였다. 이에 관한 보다 자세한 내용을 위하여, 심영, "금융안정포럼의 성과와 발전방안", 『국제거래법연구』 제18집 제1호, 2009.7, 250면 이하 참조.

40) 회원국으로는 호주, 캐나다, 프랑스, 독일, 홍콩, 이태리, 일본, 네덜란드, 싱가포르, 스위스, 영국, 미국이 있으며, 국제금융기관으로는 IMF, World Bank, Bank for International Settlements(BIS), OECD 그리고 각 영역별 규제·감독과 관련된 기준을 설정하는 국제기구, 중앙은행 전문가로 구성된 위원회 등이 참여하고 있다.

**France**

- Ministry of the Economy
- Autorité des Marchés Financiers (AMF)
- Banque de France

**Germany**

- Ministry of Finance
- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
- Deutsche Bundesbank

**Hong Kong SAR**

- Hong Kong Monetary Authority

**Italy**

- Ministry of the Economy and Finance
- Banca d'Italia
- CONSOB

**Japan**

- Ministry of Finance
- Financial Services Agency
- Bank of Japan

**Netherlands**

- De Nederlandsche Bank

**Singapore**

- Monetary Authority of Singapore

**Switzerland**

- Swiss National Bank

**United Kingdom**

- Bank of England
- Financial Services Authority
- H M Treasury

**United States**

- Department of the Treasury
- Securities & Exchange Commission
- Board of Governors of the Federal Reserve System

**국제금융기관(International Financial Institutions) [6]**

- International Monetary Fund (IMF) [2]
- World Bank [2]
- Bank for International Settlements (BIS)
- Organization for Economic Co-operation and Development (OECD)

각 영역별 규제·감독과 관련된 기준을 설정하는 국제기구

(International Standard Setting, Regulatory and Supervisory Groupings) [7]

- Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) [2]
- International Accounting Standards Board (IASB)
- International Association of Insurance Supervisors (IAIS) [2]
- International Organisation of Securities Commissions (IOSCO) [2]

중앙은행 전문가로 구성된 위원회(Committees of Central Bank Expert) [2]

- Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS)
- Committee on the Global Financial System (CGFS)

유럽중앙은행(European Central Bank)

### 3. 주요 활동

금융안정포럼은 매년 3월과 9월 두 차례의 정기회의를 가지며, 사무국은 국제결제은행(BIS)에서 제공하고 있다. 또한 포럼은 라틴아메리카 지역, 아시아-태평양 지역, 아프리카 및 중앙·동유럽 지역회의 등의 지역회의도 주최하고 있다. 2008년 12월에 개최된 아시아-태평양 지역회의에서는 금융위기에 대한 의견교환, 공시 및 투명성강화 방안, 바젤Ⅱ의 강화방안, 신용평가기관에 대한 규제 및 감독에 관해 논의하였다.<sup>41)</sup>

금융안정포럼의 주된 활동영역은 공시(disclosure), 기준(standards), 교육(training)이다. 첫째, 포럼은 금융시스템의 효율적인 통제수단인 동시에 시장의 운영과 금융상황을 보다 더 잘 이해할 수 있도록 하는 방안으로써 공시제도를 강조하고 있다. 둘째, 금융안정포럼은 국제기준일람(Compendium of Standards)을 작성하여 중요한 경제·금융의 모범관행을 위한 지침, 원칙, 모범규준을 제시하고 있다. 국제기준일람은 12개의 중요기준을 선정하여 우선적 이행을 목표로 하고 있다. 셋째,

41) Financial Stability Forum Press Release, “Financial Stability Forum concludes fifth Asia-Pacific regional meeting” (December 16, 2008).

포럼은 세계은행, 국제통화기금, 국제결제은행을 후원하여 금융감독교육목록(Financial Supervision Training Directory)을 작성하여 각국의 감독실무자의 기술적 능력을 배양하고 감독수준을 높이고 있다.<sup>42)</sup>

※ 국제기준일람

분야	기준명	작성기관명
Macroeconomic Policy and Data Transparency		
Monetary and financial policy transparency	Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies	IMF
Fiscal policy transparency	Code of Good Practices on Fiscal Transparency	IMF
Data dissemination	Special Data Dissemination Standard / General Data Dissemination System	IMF
Institutional and Market Infrastructure		
Insolvency	Insolvency and Creditor Rights	World Bank
Corporate governance	Principles of Governance	OECD
Accounting	International Accounting Standards (IAS)	IASB
Auditing	International Standards on Auditing (ISA)	IFAC
Payment and settlement	Core Principles for Systemically Important Payment Systems Recommendations for Securities Settlement Systems	CPSS CPSS/IOSCO
Market integrity	The Forty Recommendations of the Financial Action Task Force / 9 Special Recommendations Against Terrorist Financing	FATF
Financial Regulation and Supervision		
Banking supervision	Core Principles for Effective Banking Supervision	BCBS
Securities regulation	Objectives and Principles of Securities Regulation	IOSCO
Insurance supervision	Insurance Core Principles	IAIS

42) Financial Stability Forum Press Release, “Second Meeting, Paris” (September 15, 1999).

금융안정포럼은 특별한 문제에 대한 논의와 분석을 위하여 실무작업반(working groups)을 운영하고 있는데, 여기에는 과대채무기관(highly leveraged institutions), 자본이동(capital flows) 및 역외금융센터(off-shore financial centers) 등이 있다. 또한 포럼은 국제기준의 이행(implementation of standards)을 위한 태스크 포스와 예금보험(deposit insurance)에 관한 특별연구위원회도 구성하고 있다.

예컨대, 과대채무기관 작업반은 헤지펀드의 규제여부에 관한 사항을 검토하기 위해 설치되었으며, Long Term Capital Management(LTCM)의 파산사건과 1997년 아시아 및 러시아 금융위기 사건에서 과대채무기관이 이들 시장에 위험을 가져왔음을 파악하고 해결방안을 제시한 바 있다.<sup>43)</sup> 특히 동남아시아 금융위기와 관련해서는 대규모 과대채무기관이 중소규모의 개방경제(small and medium-sized open economies)에서 시장흐름의 변화(market dynamics)에 중대한 영향을 끼칠 가능성을 가지고 있다고 결론내리고 ① 과대채무기관 및 거래상대방의 위험관리를 강화할 것, ② 과대채무기관의 채권자(대출기관)에 대한 감독을 강화할 것, ③ 과대채무기관과 모든 종류의 금융기관의 공시를 강화할 것, ④ 더욱 공고한 시장 기반을 마련할 것, ⑤ 금융시장활동에 대한 국가의 감시를 강화할 것, ⑥ 선진금융국가는 외환거래에 관한 모범기준을 검토·보완하여 명확한 모범기준을 만들어 후발국가가 이를 채택할 수 있도록 할 것과 같은 권고안을 발표하였다.<sup>44)</sup>

자본이동 작업반은 국가 및 개별기관을 기준으로 하여 관련 위험에 대한 관리방안을 검토하였는데, 국제경제의 성장을 위한 자본이동의 자유를 제한하지는 않는 범위 내에서 각 국가는 대규모의 변동성이 심한 자본이동이 가져올 수 있는 위험을 감시하고 평가할 수 있는 위험

43) Financial Stability Forum Press Release, "Progress made in addressing concerns raised by Highly Leveraged Institutions" (May 17, 2001).

44) Financial Stability Forum, "Report of the Working Group on Highly Leveraged Institutions" (April 5, 2000); 심영, 위의 논문, 258면.

관리체계를 마련할 것, 증권회사와 보험회사와 같은 비은행 금융기관이 건전하게 운영되도록 하고 비금융 기업의 경우에는 지배구조를 제고할 것, 공시제도를 통한 투명성을 높일 것 등을 권고하였다.

한편, 금융안정포럼은 바젤은행감독위원회, 국제증권감독기구, 국제보험감독자협의회로 이루어진 공동포럼(Joint Forum)으로 하여금 신용위험이전 행위에 대한 검토를 요청하였다. 공동포럼의 산하 실무작업반은 신용부도스왑(credit default swap; CDS)과 이와 관련한 합성담보부증권(synthetic collateralized debt obligations; CDOs)에 대하여 이러한 상품이 신용위험을 완전히 이전시키는지 여부, 신용위험이전 시장참여자가 관련 위험을 충분히 인식하고 있는지 여부, 신용위험이전 행위가 규제금융기관에 대하여 과도한 신용위험을 집중시키는지의 여부를 검토한 보고서를 작성하였다. 이 보고서에서 제시하고 있는 17개의 주요 권고사항은 위험관리수단, 공시, 감독방안에 관한 것이다.<sup>45)</sup>

또한 이 포럼은 2008년 4월 G-7 재무장관 및 중앙은행총재의 요청에 따라 현행 금융위기의 원인과 취약점을 분석하고 그에 대한 권고사항을 담은 ‘금융시장과 금융기관의 위기 극복능력 강화를 위한 보고서(Report on Enhancing Market and Institutional Resilience)’를 발표한 바 있다.<sup>46)</sup> 이 보고서에서는 현재 진행 중인 금융위기의 극복을 위해서 각 국가의 당국은 단기간의 처방을 계속하고 아울러 시장과 금융기관의 건전성에 대한 신뢰를 회복할 수 있도록, ① 자본, 유동성, 위험관리에 대한 건전성 감독의 강화, ② 투명성과 가격평가(valuation)의 강화, ③ 신용평가기관의 역할과 활용방안의 변경, ④ 위험에 대한 당국의 대응력 강화, ⑤ 금융시스템의 위기대응조치를 강화할 것 등을 실행하여야 한다고 강조하였다.

45) The Joint Forum, “Credit Risk Transfer” (27 March 2005).

46) Financial Stability Forum, “Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience” (7 April 2008).

## 제 4 절 영국과 미국 등의 금융위기 대응

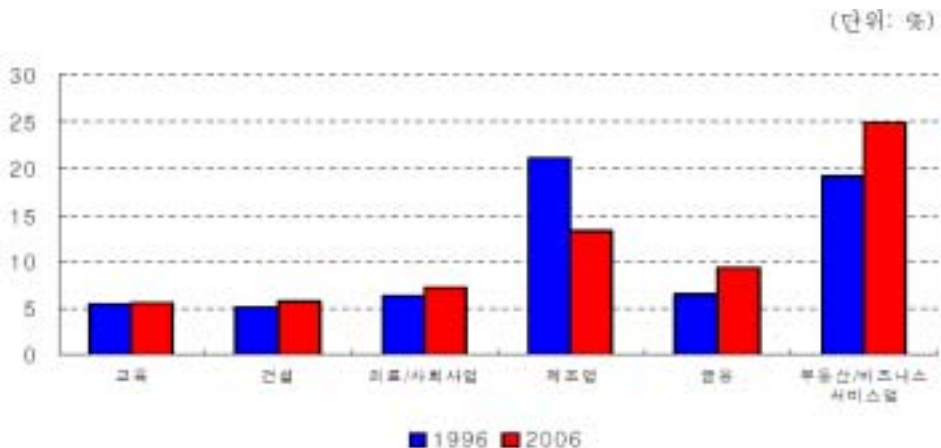
### I. 영국의 금융위기 대응

#### 1. 영국 금융위기의 특징

영국은 1997년 노동당 집권 이후 개방과 경쟁을 표방한 대처 수상의 ‘금융빅뱅’ 법안을 일관되게 추진하여 중앙은행의 독립, 세금감면, 런던의 금융중심지화 등이 이루어졌다. 최근 10년 동안 금융산업이 GDP에서 차지하는 비중은 9.4%로 증가했으며, 부동산 및 비즈니스 관련 서비스가 GDP의 34%를 차지하는 등 영국의 금융서비스업은 세계에서 가장 큰 규모로 성장하였다.<sup>47)</sup>

그러나 금융업의 성장은 상대적으로 제조업 기반을 약화시켜 결국 영국의 성장 동력을 상실시키고 실업률을 상승시키는 결과를 초래하였다. 제조업체는 고금리 및 고환율 정책으로 높은 생산비용에 부담을 느껴 영국을 빠져나가게 되었다.

#### ※ 영국의 산업별 GDP 대비 비중



자료 : BERR (2008.2.). Globalisation and the Changing UK Economy

47) 이종규, 최근 영국경제의 부진요인과 시사점, SERI 경제 포커스(제229호), 2009.2.10, 4면.



이러한 상황에서 금번 글로벌 금융위기는 영국경제의 급격한 악화에 직접적인 영향을 미쳤다. 거시경제지표들이 현저히 악화되었고 금융권의 부실과 신용경색으로 인하여 국가부도설이 나돌기도 하였다. 금융권의 구조조정은 급격한 실업률의 상승을 가져왔고, 또 가계부채의 증가와 기업 생산활동의 위축으로 이어지고 있다.<sup>48)</sup>

## 2. 대규모 구제금융 및 경기부양 방안

영국정부는 두 차례에 걸쳐 대규모 구제금융 투입을 발표하였다. 2008년 10월에 약 5천억 파운드 규모의 제1차 구제금융안을 발표하였는데 3대 은행의 국유화 등 은행권의 붕괴 방지를 골자로 하고 있다.<sup>49)</sup> 그리고 2009년 1월 1천억 파운드 규모의 금융권의 대출 확대를 골자로 하는 제2차 금융구제안을 발표하였다.

또한 2008년 11월에 발표한 예산안 초안(PBR)에서 2년간 256억 파운드(약388억 달러)의 경기부양책을 내놓았다. 2008년 12월 1일부터 17.5%인 부가가치세를 15%로 인하하였고, 저소득층 지원을 위해 소득세 환불금을 120파운드에서 145파운드로 인상하였다. 또한 2010년과 2011년에 예정된 공공투자예산 30억 파운드를 앞당겨 시행함으로써 고속도로 개선, 공영주택 건설, 학교시설 보수 등에 긴급 투입하였다.

그러나 이러한 대규모 구제금융 및 경기부양책은 단기적인 위기 해결에는 효과를 있을지 모르나 이로 인한 재정적자의 증가, 국가신용등급의 하락, 파운드화 약세, 물가상승 등의 부작용도 클 것으로 예상된다. 뿐만 아니라 세금인상을 통한 자원마련에도 한계가 있을 것으로

48) 2008년 4/4분기 실업률은 1999년 이래 최고치인 6%를 상회하였고, 2차 구제금융안의 발표 이후에도 주가지수는 은행주를 중심으로 다시 급락세로 돌아섰다(2009년 1월 22일 기준). 2009년 1월 파운드화 대비 달러는 2008년 8월에 비해 30% 하락, 유로는 19% 하락하였다.

49) 영국정부는 2008년 10월 부도 직전의 노던록(Northern Rock), 브랜드포드앤드빙글리(B&B), RBS, HBOS 등의 은행에 대한 국유화를 단행하였고 이를 위해 약 900억 파운드를 지출하였다.

평가된다.<sup>50)</sup> 따라서 구제금융과 경기부양책으로 인한 후유증은 영국 경제의 장기불황으로 이어질 위험이 대단히 높다.

※ 글로벌 금융위기에 대한 공적 대응의 유형별 현황

2008.10.1-10.16

구분	조치 내용
은행 간 채무보증	영국(2,500억 파운드), 독일(4,000억 유로), 프랑스(3,200억 유로), 스페인(1,000억 유로), 네덜란드(2,000억 유로), 포르투갈(200억 유로), 유로존 15개국(은행 간 거래에 대한 지급보증 합의), 호주: 금융기관의 차입에 대한 지급보증
예금 지급보장	미국(한도 10만 달러 → 25만 달러), 영국(한도 3만5,000 파운드 → 5만 파운드), 독일·아이슬란드·헝가리(무제한 예금 지급보장), 아일랜드(국내은행 2년간 예금보장), 포르투갈·덴마크·그리스(예금 지급보장), 호주(향후 3년간 예금지급보장), 뉴질랜드(향후 2년간 예금 지급보장), 홍콩(홍콩 달러 예금 및 외화예금 보장), 싱가포르(싱가포르 달러와 외화예금 보장), EU 27개국(지급보증한도 2만 유로 → 5만 유로로 상향)
은행 국유화 (자본 확충)	미국(구제금융안 7,000억 달러), 영국(HBOC, RBS 등에 474억 유로 지원), 독일(은행 자본확충에 800억 유로), 프랑스(은행 자본확충에 400억 유로) 등

자료 : 기획재정부 · 금융위원회 · 한국은행, “국제금융시장 불안 극복방안”, 2008.10.

※ 가계부문 지원 정책

	한시적 정책	항구적 정책
미국	- 소득세 환급: 600~1,200달러 (2008) - 소득세 원천징수 축소: 500~1,000달러 (2009 하원통과)	

50) 영국 재정연구학회(IFS)에 따르면 2011년부터 고소득자에 대한 최고세율을 현행 40%에서 45%로 인상하고 알코올, 담배, 휘발유 등의 세금을 인상하는 것만으로는 20억 파운드 정도만 조달 할 수 있을 것으로 분석하고 있다.

제 3 장 국제적 차원의 금융위기 대응

	한시적 정책	항구적 정책
	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 실업수당 일시적 인상 (25달러/주)</li> <li>- 긴급실업보상금 기간확대</li> </ul>	
영국	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 부가가치세를 인하: 17.5% → 15% (2008~2009)</li> <li>- 연금수령자 보조금지급('09)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 자녀양육비 보조금인상 조기적용 (2009년 4월 → 1월)</li> <li>- 소득세 기본공제액 추가인상(2009)</li> <li>- 저소득층 세금환급금 영구화(2009)</li> </ul>
※ 고용 유지 및 고용창출정책		
	한시적 정책	
미국	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 의료기록 전산망 구축, 과학연구시설 지원 등: 360억 달러 (2009 하원통과)</li> </ul>	
영국	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 자본지출조기집행: 2010~2011 → 2008~2010 (GBP 30억 : Pre-Budget Report 2008)</li> <li>- 실업자재취업지원(GBP 13억), 국가고용파트너십 제도 지원 등을 강화</li> </ul>	
※ 기업활동 지원 정책		
	기업활동 지원정책	
미국	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 2008년 투자자산에 대한 즉시 상각/가속상각 허용 (2008 시행)</li> <li>- (소기업) 가속상각법 적용기한 2년 연장 (2009 하원통과)</li> <li>- (소기업) 결손금 소급공제기한 연장: 2년 → 5년 (2009 하원통과)</li> </ul>	
영국	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 소규모 수출기업 자금지원: GBP 10억 (Pre-Budget Report 2008)</li> <li>- 결손금 소급공제기한 연장: 1년 → 3년</li> <li>- 소규모 기업에 대한 법인세율 인상계획 연기: 21% → 22%</li> <li>- 해외배당 면세제도의 도입(검토)</li> </ul>	

### 3. 금융위기 예방을 위한 금융시장 개혁

#### (1) 영란은행의 금융안정 권한 강화

앞서 살펴본 바와 같이, 영국은 금번 금융위기를 극복하기 위하여 금융시스템의 대대적인 정비를 단행하였다. 2009년 3월 은행법(Banking Act 2009)을 제정하여 영란은행(The Bank of England: BOE)의 권한을 강화하여 ‘금융안정’에 관한 책임과 권한을 부여하였다. 또한 부실 은행에 대한 특별정리제도를 신설하여 기존의 금융감독청(FSA)의 권한 중 정리권한을 영란은행(BOE)이 담당하도록 했다. 따라서 이에 은행의 부실여부를 판정하는 권한만이 금융감독청(FSA)에 남겨 두었다. 또한 영란은행은 은행 및 모기지회사를 감독하여 지급결제 시스템의 안정도 도모하도록 하였다. 영란은행의 금융안정 목적을 효과적으로 수행하기 위해 이사회 산하에 금융안정위원회(FSC)를 설치하였다. 그러나 영란은행은 금융안정을 위해 재무부 및 FSA와 협력할 의무가 있으며, 또 영란은행에 대한 통제장치로서 영란은행 이사회 의장을 영란은행 총재에서 재무부장관이 임명하는 자로 변경하였다.

그리고 영란은행 직원이 금융안정 기능을 수행하면서 발생한 금융회사의 손실에 대해서는 배상 책임을 면제해주는 규정도 두었다. 이와 같이 영국은 기존에 통화 또는 성장정책만 관리하던 영란은행에 시장 안정을 위한 거시적 감독 권한을 주고, 모든 감독 권한을 가졌던 기존 감독기관에는 개별 기업에 초점이 맞춰진 미시적인 감독권만 남기는 방향으로 2원화된 시스템으로 개혁을 단행하고 있다. 최근에는 필요한 경우 2010년 초에 새로운 파산제도를 도입할 예정이다.

#### (2) 금융투자자와 예금자보호

영국은 2000년 6월 금융서비스 및 시장법(Financial Services and Market Act)을 제정하면서 규제완화 및 금융시장의 통합을 선도하였고, 아울러

소비자 보호를 위한 금융서비스 보상에 관한 규정(제212조 내지 제 224조)을 마련하였다.<sup>51)</sup> 특히 금융권별로 분리되었던 기존의 투자자보호기구(Investor Compensation System)를 통합하여 금융서비스보장기구(Financial Services Compensation Scheme: “FSCS”)로 편입시켰다. FSCS는 예금, 보험, 투자, 모기지 등 모든 금융서비스에 대한 통합적인 금융소비자보호 업무를 담당하게 하였다. 이 기구의 적용대상인 금융기관은 FSCS에 의해 인가받은 투자회사, 보험회사, 예금수취기관, 주택금융회사, 공제조합, 신용협동조합, 일반보험중개업, 로이드(Lloyds)보험, 모기지 등이 포함되며, 인가받은 기관이 책임을 수행할 수 없어 금융 소비자에게 손해가 발생할 경우에는 보상금을 지급하게 된다.

FSCS는 투자자의 보호대상 범위를 개인 투자자 및 소기업에 한정하고 있는데, 이는 과거 예금보호를 받던 대기업을 제외시켰다. 또한 부보금융회사, 정부기관, 부실금융회사의 임원과 이들의 친척, 5% 이상의 지분소유자 등도 보호대상에서 제외되었다.

FSCS는 2008년 1월 금융감독청(FSA)과 재무부 등이 공동으로 발표한 “금융안정과 예금자보호제도에 대한 개혁안(Financial Stability and Depositor Protection: Strengthening the Framework)”<sup>52)</sup>에 따라 2008년 10월 예금보장범위를 기존의 35,000 파운드에서 50,000 파운드까지 확대하였다. 또한 보험의 경우 강제보험 전액과 기타 보험 2,000 파운드까지 보장하며, 초과분에 대해서는 90%까지 보장하였다. 그리고 투자상품의 경우 48,000 파운드 중 30,000 파운드까지는 전액 보장하며, 나머지 18,000 파운드는 90%를 보장하였다. 모기지 상품의 알선의 경우에도 39,000 파운드까지 전액 보장하며, 나머지 18,000 파운드는 90%까지 보장하였다.

---

51) 금융서비스 및 시장법은 2001년 12월부터 시행되며 10개 금융 업무를 기능별로 규제하고 금융회사에 대한 감독을 금융감독청(FSA)에 일원화하였다.

52) Financial Stability and Depositor Protection: Strengthening the Framework, <[http://www.moneymadeclear.fsa.gov.uk/news/product/banking\\_reform.html](http://www.moneymadeclear.fsa.gov.uk/news/product/banking_reform.html)>

이와 같이 FSA는 기존의 예금, 보험 외에도 투자상품과 모기지상품에 대해 잘못된 자문 및 알선으로 손해가 발생한 경우에도 보장해 주도록 하고 있다.<sup>53)</sup> 즉 투자상품(주식, 지분, 단위형신탁, 선물, 옵션, 개인연금 및 기타 장기증권)의 경우 투자관리의 과실이나 불량공시, 투자조건의 부실 등으로 손해가 발생한 경우, 그리고 투자회사의 퇴출로 인하여 투자자에게 투자자금을 돌려줄 수 없는 경우에도 보상을 해주고 있다. 또한 모기지 상품에 있어서도 금융기업의 부적절한 조언으로 인하여 체결된 부동산계약으로 손실이 발생한 경우, 그리고 금융기업의 파산으로 투자금을 반환받지 못한 경우에도 보장받을 수 있다.

이러한 투자자 보호자금은 금융기관으로부터 강제력 있는 분담금 형태로 징수된다. 보상금은 회계연도 내의 보상사업에 사용되지만 대형 지급불능사태가 생긴 경우 등에는 추가로 징수될 수 있다. 이러한 분담금은 6종의 있으며 각각의 산하 분담기금은 분담금의 상한을 정하고 있는데, 예건대 예금은 보호될 예금총액의 0.3%, 보험은 참가회사의 연간보험료수입 총액의 0.8%, 투자는 400만 파운드를 넘지 않는 금액으로 분담금을 조성한다. 분담금은 각각 독립적이며 상호 융통이 금지되어 투명성을 제고하고 있다.<sup>54)</sup>

### (3) '09.7. 금융시장 개혁안

영국 재무부는 금융위기 재발방지와 금융시장 경쟁력 제고를 위해 2009년 7월 8일 금융시장개선안(Reforming Financial Markets)을 발표하였으며, 다음과 같은 주요내용을 포함하고 있다.

첫째, 금융시스템 리스크 관리를 강화하기 위하여 재무부 장관(의장)·영란은행 총재·FSA(Financial Services Authority) 의장으로 구성된 금융

53) 정홍주, 주요 선진국 예금보험기구의 보호대상예금 지정체계, 『경영논총』 제43집, 2007, 540면.

54) 맹수석, 자본시장통합법상 금융투자자보호제도의 문제점과 예금보험제도의 개선 방안, 『금융안정연구』 제9권 제2호, 2008.12, 123-124면.

안정위원회(Council for Financial Stability)를 신설한다. 이 위원회는 시스템리스크 분석·평가·필요조치 논의 및 금융위기시 정책당국간 정책조율을 하게 된다. 그러나 이 위원회에는 의결기능이 없으나 업무수행 결과 및 금융규제 방향에 관한 의견을 의회에 제출할 수 있다. 또한 투명성과 책임성 제고를 위해 회의록을 공표하도록 하고 있으며 금융규제 및 감독에 대한 국제기준 등 제정시 영국의 공식입장을 정리하고 담당기관간 조율하는 기능을 갖고 있다.

둘째, 시스템리스크 관리 강화를 위하여 FSA의 목적과 정책수단을 확대하였다. 영란은행법처럼 FSA의 설립목적에 금융안정 목표를 추가하였고, 금융안정과 관련된 규정제정권, 적기시정조치권, 위법행위 등에 대한 제재권을 강화하였다.

셋째, 시장참가자들의 지배구조 및 보상체계 개선을 통해 시장규율을 강화하는 한편, 시스템상 중요한 대형 금융회사의 적정자본수준 및 유동성리스크 등에 대한 건전성 감독을 강화하였다.<sup>55)</sup>

넷째, 영란은행의 금융시장 리스크요인에 대한 모니터링 기능을 강화하였다. 기타 금융소비자 보호와 경쟁 촉진을 위한 방안을 마련할 것을 제시하고 있다.

## II. 미국의 금융위기 대응

### 1. 경기부양정책

미국 정부가 금융시장 안정을 위하여 2008년 10월 14일 『긴급경제안정화법』을 제정하고 금융시장 안정화 종합대책을 내놓았다. 미국 재무부는 금융기관의 신청에 따라 예산(부실자산 구제프로그램: TARP)으로 부실자산 매입 및 자본확충 지원을 가능하게 하였다. 여기에는 7,000억 달러 규모의 구제금융책이 포함되어 있다. 이에 따라

55) KDIC 해외예금보험동향, 예금보험공사, 2009.8, 11면 이하.

2008년 11월에 연방준비제도이사회(FRB)에 대해 6,000억 달러의 모기지 부실채권을 매입하였고, 또한 AIG에 대해 1,500억 달러의 구제금융 지원을 확대하였으며, 패니매와 프레디맥 두 기관의 우선주를 2,000억 달러를 투입하여 매입하여 국유화하였다. 또한 Citi그룹에 대해 3,060억 달러 지급보증 및 200억 달러의 우선주 매입이 있었다. 또한 자동차 3사에 대한 지원도 있었다. 그리고 2008년 2월에 정부는 경기부양책으로 소득세 환급 등 총 1,680억 달러 규모의 세제지원을 실시하였고, 2008년 11월에는 소비자 대출, 중소기업 대출에 2,000억 달러를 투입하였다.

2009년 2월 17일 오바마 대통령은 경기부양법안(American Recovery & Reinvestment Act)에 서명함으로써 신규 지출 \$ 4,990억, 세금감면 \$ 2,880억 등 총 \$7,870억에 달하는 공적 자금 투여를 통한 경기부양책을 발표하였다. 미 정부는 경기부양 효과를 높이기 위해 조기집행이 가능한 사업을 중심으로 입법화하였고 2010년 9월 30일까지 74%의 금액이 직간접적으로 지출될 예정으로 계획되어 있다.

이 법안의 특징은 다음과 같은 전통적인 사회간접자본 투자 프로젝트를 경기부양 프로그램에 포함시키고 있는 것이다. 즉 ① 고속도로와 교량사업에는 \$290억이 계상되어 있는데, 주정부 단위로 분산되어 집행될 예정으로 되어 있다.

② 풍력, 태양광 발전 등 변동이 심한 전력생산을 처리할 수 있고, 대규모 컴퓨터 서버의 운용비용을 낮출 수 있으며, 농촌지역으로 광대역 인터넷망을 확대할 수 있는, 전기 배전망 근대화 사업에 \$ 110억이 계상되어 있다.

③ 모기지론 연체로 발생하는 거주자의 담보주택에 대한 권리 상실의 대량발생이 지역사회를 황폐화하는 효과를 완화하기 위해 양질의 사회주택 공급을 확대하는 사업에 \$100억이 계상되어 있다.

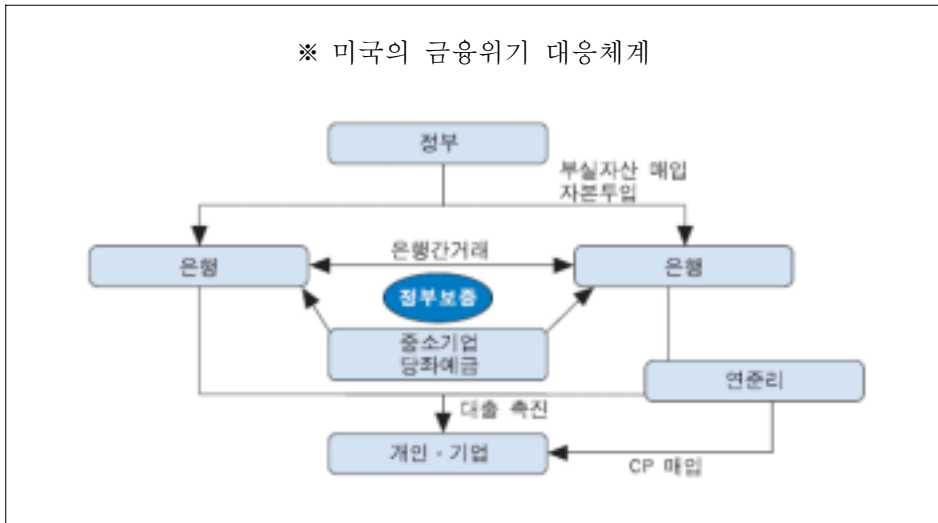


④ 대도시의 대중교통 수단 확충을 위해서 \$84억이 계상되어 있는데, 허드슨 강 아래로 뉴욕과 뉴저지를 연결하는 Hudson Rail 터널, 1970년 재정위기로 중단된 뉴욕의 Second Avenue Subway, 수도 Washington DC 지하철을 공항(Dulles Airport)까지 연장하는 사업 등이 해당 예산의 수혜대상으로 거론되고 있다.

⑤ 석유 의존도를 줄이기 위한 고속철도 건설 사업에 대한 지출은 의회 협상 과정에서 급증하여 \$80억이 계상되어 있는데, 캘리포니아 주의 샌프란시스코와 로스앤젤레스를 잇는 고속철도사업과 그 외 미국 전역에 분포되어 있는 10개 지역 고속철도사업의 down payment로 지출될 예정으로 되어 있다. 현재 미국 경제회복 및 재투자 법이 포함하고 있는 재정지출 규모 \$7,870억은 미국 GDP의 5.5% 수준인데, “사회간접자본” 항목뿐만 아니라 여타 항목에서 사회간접자본시설 건설과 관련된 지출을 모두 합하면, 그 규모는 \$1,500억에 달하고 400,000개의 일자리를 신규로 만들어 내거나 보존하는 효과를 가질 것으로 예상하고 있다.

⑥ 사회간접자본투자에 배분된 예산은 19%의 비중을 차지하며, 나머지는 가계 및 기업의 조세부담 경감, 사회복지예산 확충, 에너지 관련 지출, 과학연구 지원 등에 배분된다. 사회간접자본투자 프로젝트 수행과 관련하여, 오바마 대통령이 선거과정에서 언급했던 연방정부 차원에서 사업의 우선순위를 정하고 그에 따라 대규모 프로젝트를 수행하기 위한 국가 사회간접자본 은행(the national infrastructure bank) 설립이 무산됨에 따라 프로젝트 선정과 진행에서 효율성 확보가 어려워진다는 문제의 발생이 예상된다. 즉, 정부의 부채규모는 높지 않으나, 재정적자가 상당기간 동안 지속되고 있고, 금융기관의 부실화 규모와 범위가 커, 금융시장의 안정화에도 많은 재정자금이 필요한 만큼, 추가적인 재정지출 확대를 통한 경기활성화 정책 가능성은 제한된다.

⑦ 금융시장의 안정화가 일정 성과를 내지 못한다면, 경기활성화대책만으로는 미국 경제가 안정적인 성장모드로 복귀할 가능성은 낮다고 할 것이다.



## 2. 금융위기 대응을 위한 금융개혁 관련 법제도

미국은 금변 위기 과정에서 금융시스템에 내포된 리스크를 적기에 파악하지 못한 금융감독체계의 취약성을 위기의 주요 원인으로 지적하고, 이에 대응하기 위한 방안으로서 2009년 6월 7일 미국 재무부는 시장의 신뢰회복을 위한 신속한 금융시스템 개편 필요성에 따라 금융규제개혁안을 발표하였다.<sup>56)</sup>

### (1) 연방준비제도이사회 기능 확대

영국의 금융개혁 법안과 같이, 미국도 중앙은행인 연방준비제도이사회(FRB)의 역할과 권한을 크게 확대하는 금융감독체계의 개혁안을 마

56) A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation, Department of the Treasury, 2009.6.7.

련하였다. 다만 감독기구의 정보를 최대한 활용하고 FRB의 단독 결정을 견제하기 위한 감독권을 ‘금융서비스감독위원회(Financial Services Oversight Council: “FSOC”)’를 신설하여 부여하였다. 이 위원회는 재무부, FRB, 감독기구 등이 참여하며 금융정책 전반을 조율하며 시스템 리스크를 총괄 감시한다. 이 위원회에서는 시스템 리스크 판단을 위해 모든 금융회사에 대한 정보요청을 할 수 있는 권한이 있으며 리스크 인지시 담당 감독기관에 통지 의무를 지니고 있다. 한편 거시건전성 감독의 최종책임은 FRB가 지게 된다.

현재 FRB는 금융시장 안정을 위해 금융회사에 대한 시정권고 권한을 가지고 있으나 80년 만에 단행하는 개혁안에는 다양한 추가적 권한을 주고 있다. 즉 FRB는 은행, 비은행 금융회사뿐만 아니라 업종에 관계없이 금융시스템에 위협을 주는 기업이라면 감독의 대상이 될 수 있다. 다만 부실처리와 관련해서 FRB의 권한은 은행 영역에만 미친다. 은행 외에 보험사, 투자은행, 증권사 등 비은행 금융회사가 부실에 처하면 정부가 직접 나서 해당 금융회사를 인수해 정리 절차를 밟을 수 있다.

FRB는 대형 금융회사들이 무분별하게 규모를 늘리는 것을 막기 위해 이들에 대한 건전성 감독 기준을 한층 강화하고 이를 상시적으로 철저히 감시·감독하기로 했다. 또 금융회사들의 위험 관리가 기준에 못 미칠 경우 개선조치를 취하도록 압력을 행사하고 이를 강요할 수 있는 비상 권한도 가지게 되었다.

그 밖에 금융개혁으로서는 금융소비자 보호를 강화하고 파생상품, 신용평가사 규제 등을 포함하고 있다.

## (2) 소비자보호국 설치

2009.6.17.에 발표한 미국의 금융규제개혁안 중에는 “금융폐해로부터 소비자 및 투자자 보호”를 위해 소비자금융보호국(Consumer Financial

Protection Agency: “CFPA”)의 설치를 제안하고 있다. 즉 소비자금융보호국의 신설을 두고 그 권한과 역할에 대한 논의가 활발하였는데, 그 중 제기되는 우려에 의하면 CFPA의 신설로 인하여 오히려 여러 규제 기관간의 권한과 역할 조율이 필요할 것이라는 우려가 있고, 이러한 권한을 조율하는데 있어서 앞으로 신설될 금융서비스감독위원회(FSOC)의 감독 조율 역할이 중요하게 작용할 것으로 보인다.

### (3) 규제 · 감독 기관의 변화

기존의 금융규제 · 감독기관과 금번 규제개혁안에 따른 규제 · 감독기관을 비교하면 다음과 같다.

#### 1) 기존의 규제 · 감독기관

- ① 은행에 대한 규제 · 감독 : FRB, 통화감독청(Office of the Controller of the Currency: “OCC”), 연방예금보험공사(FDIC)
- ② 저축은행에 대한 규제 · 감독 : 연방저축기관감독청(Office of Thrift Supervision: “OTS”), 연방예금보험공사(Federal Deposit Insurance Corporation: “FDIC”)
- ③ 신용조합에 대한 규제 · 감독 : 전국신용조합감독국(National Credit Union Administration: “NCUA”)
- ④ 증권에 대한 규제 · 감독 : 증권거래위원회(SEC)
- ⑤ 보험에 대한 규제 · 감독 : 주 당국

#### 2) 금번 규제개혁안에 의한 규제 · 감독기관

- ① Tier 1 FHCs(1순위 금융지주회사 또는 대형금융기관: 증권, 보험 등 망라): FRB와 연방예금보험공사(FDIC)
- ② 은행 : 전국은행감독청(National Bank Supervisor: “NBS”)과 연방예금보험공사(FDIC)

- ③ 보험 : 연방보험감독청(Office of National Insurance: “ONI”)
  - ④ (금융기관의 영역/종류 불문) 금융상품 이용자/소비자 보호 : 소비자금융보호국(CFPA)<sup>57)</sup>
  - ⑤ 현물, 선물, 파생상품 등 : SEC와 상품선물거래위원회(CFTC)가 감독을 공조함
- ※ 이 모든 사항에 대한 감독 조율을 금융서비스감시위원회(FSSC)가 맡게 된다.
- ⑥ 신용조합: 전국신용조합감독국(NCUA)

따라서 금번 개혁안대로 시행이 될 경우, 금융서비스감시위원회(FSSC)의 역할을 주시할 필요가 있고, 가능한 중립적이고 객관적인 규제·감독이 이루어질 수 있도록 제도적인 지원이 필요할 것으로 보이며, 이에 대한 심도 있는 연구는 우리의 현실에도 시사하는 바가 클 것으로 생각된다.

#### (4) 금융투자와 예금자보호

미국은 금융소비자 보호기구는 예금보험공사를 제외하고는 민간기구의 형태로 운영되고 있다. 미국의 연방예금보험공사(Federal Deposit Insurance Corporation: FDIC)는 1933년 대공황시기의 금융산업 붕괴를 계기로 예금취급기관에 대한 예금보험업무와 관련된 포괄적인 권한을 보유하게 되었다. 특히 연방준비제도 가맹은행인 국법은행과 주법은행은 의무적으로 가입해야 하고, 비가맹 주법은행과 주인가 상호저축은행, 외국은행지점 등도 FDIC 이사회의 승인을 거쳐 가입하도록 하고 있다.

그리고 예금보험공사의 보호대상은 가맹은행 외국지점의 외화예금, 투자신탁, 주식, 채권, 재무성증권, 뮤추얼펀드, 기타 비예금성 투자상

---

57) CFPA는 소비자가 이용하는 금융상품 전반에 걸쳐 관련 규정을 제정하고 이를 집행할 수 있는 권한이 있다.

품을 제외한 예금보험공사에서 예금으로 규정되는 모든 금융상품에 대해 1인당 10만달러까지 보호하고 있다.

다음으로 1970년 증권투자자보호법(Securities Investor Protection Act: SIPC)이 제정되면서 증권투자자보호를 위한 증권투자자보호공사(Securities Investor Protection Corporation: “SIPC”)가 설립되었다.<sup>58)</sup> SIPC는 비영리 회원단체로서 법률에 의해 특별히 정한 경우를 제외하고는 증권거래법상 등록된 모든 증권회사와 증권거래소의 회원사는 자동으로 그 회원이 된다.

SIPC에 의해 보호되는 상품은 회원사의 고객이 소유하는 현금 및 주식, 채권 등의 유가증권으로, 특히 고객예탁금의 경우 증권회사 명의로 특별적립계정에 별도 예치하여 보호해주고 있다. 가입대상 금융기관은 증권감독기관(U.S. Securities and Exchange Commission: SEC)에 등록된 증권회사(broker-dealer)와 증권거래소 회원이다. 보호되는 범위는 유가증권의 경우 적격증권의 형태로 별도의 예치기관에 예치되지만, 만일 회원사의 파산시 예탁금이나 유가증권을 반환받지 못하는 경우 SIPC가 보호한다. SEC나 자주규제기관(Self Regulatory Organization: SRO)은 그 회원사가 고객에게 채무를 변제할 수 없다고 판단한 경우 법원에 SIPC의 적용을 요청할 수 있다. 법원은 SIPC의 적용이 필요하다고 판단되면 파산관재인을 임명하게 되는데, 파산관재인의 청산결과를 통지받아 SIPC가 50만 달러를 한도로 하여 필요한 자금을 파산관재인에게 먼저 지급한다. 파산관재인은 파산법상 위법하게 이전된 파산업자의 재산을 추급할 수 있는데, 이를 청산에 충당하게 된다. 이와 같이 1인당 보호한도는 50만 달러까지이고 현금의 경우에는 10만 달러까지 보호받게 된다.<sup>59)</sup>

58) 연방예금보험공사(Federal Deposit Insurance Corporation: FDIC)는 은행이 도산한 경우 그 예금자를 보호하기 위해 설립된 반면, SIPC는 SIPC에 의해 도산한 증권회사의 고객에 대하여 그 투자금을 보호해주는 역할을 담당한다.

59) SIPC 제9조 (a)항.

SIPC는 10억 달러를 목표기금으로 하는 사전적립방식의 기금조성 형태를 취한다. 기금조성은 기금의 잔고 및 총수입규모에 따라 회원사에 대한 분담금을 징수하고, 각 회원사의 운영업이익에 분담률을 곱하여 분담금을 징수하게 된다. SIPC는 보장기금이 파산증권회사에 대한 투자자의 채권을 변제하기에 부족한 경우 SEC를 통해 미국정부 기금으로부터 10억 달러까지 차용할 수 있다.

그런데 최근 증권거래위원회(SEC)의 투자자 보호 권한을 강화하는 법안이 의회에 제출되었다. 법안의 주요내용은 투자자 보호를 위해 SEC의 투자은행의 중개 및 자문사업과 관련된 무리한 영업을 금지하고 보수 관행도 제한할 수 있도록 하고 있다. 그리고 SEC가 중개업자(broker)들의 수탁자 의무(fiduciary duty)를 강제할 수 있을 뿐 아니라 자사 투자 상품을 우선적으로 판매하는 중개업자들에게 더 많은 보수를 주는 것을 부적절한 것으로 판단할 방침이다. 또한 중개업자들과 딜러, 투자 자문역 등에게 모두 단일한 기준에 따라 규제를 받도록 했으며, 내부 고발자에 대한 보상도 강화할 계획이다.<sup>60)</sup>

#### (5) 금산분리 규제원칙 강화

2009년 6월 오바마 행정부의 금융개혁안에서는 미국이 기존에 유지해 왔던 금산분리 원칙의 중요성을 재확인하고 나아가 이 원칙을 확대를 강조하고 있다. 따라서 이 규제개혁안은 최근 국내에서 금산분리 정책의 완화 움직임에 상당한 영향을 미칠 것으로 예상된다.

오바마 금융개혁안에서는 우선 금융지주회사가 국민 경제에 미치는 영향을 고려하여 다른 금융기관보다 강한 규제가 필요함을 천명하고 있다. 즉 대형 금융지주회사에 대한 건전성 기준(자본, 유동성, 위험관리 기준 등)과 관련하여, 만일 이들 대형 금융지주회사가 부실화될 경우

60) 美 SEC, 투자자 보호권한 강화, 조선일보, 2009.4.1.기사  
<http://news.chosun.com/cp/edaily/200907/13/20090713000044.html>

다른 금융기관에 비해 미국 금융체제 전반에 훨씬 큰 위험을 줄 수 있기 때문에 다른 금융기관들에 적용되는 규제수준보다 더욱 엄격하고 보수적인 규제가 요구된다.<sup>61)</sup>

그리고 예금보험의 혜택을 받는 수신 금융기관을 지배하는 모든 회사는 그 구체적 형태와 상관없이 미국 연방준비제도이사회의 통합감독 및 규제의 대상이 되어야 하고, 또 은행지주회사법(BHC Act)에 따른 비은행업에 대한 규제를 받도록 하였다. 그리고 은행업과 산업을 분리시키는 금산분리 정책은 재확인되어야 하며 나아가 보다 강화되어야 함을 강조하고 있다.<sup>62)</sup> 저축지주회사, 산업대부회사, 신용카드 은행, 신탁회사나 유예조항의 적용을 받는 유사은행에 대해 은행지주회사법을 적용할 때 사각지대를 없도록 규제를 강화하도록 하고 있다. 이는 산업자본이 유사 은행업체에 대한 지배를 통해 사실상 은행업을 영위하면서 공적 안전망을 오남용할 행위를 규제하기 위한 것이다.

이 개혁안에서는 은행을 소유하지 않은 비은행 금융지주회사에까지 금산분리 규제가 확대될 수 있는 새로운 규제정책의 필요성을 포함하고 있다. 과거 이들 비은행 금융기관들은 은행지주회사법의 적용대상에서 배제되면서 금융감독과 연방정부가 오랫동안 유지되어 온 금산분리 정책을 회피할 수 있었다. 연방법은 상업적 은행이 영리회사와 연계되는 것을 금지해 왔는데, 그 이유는 이해상충, 신용배분시의 왜곡, 공적 안전망에 대한 위협, 경제력 집중, 그리고 이들 기관에 의해 발생하는 규제 감독상의 어려움 등 때문이었다. 이러한 금산분리 정책은 미국의 금융안전과 건전성에 큰 기여를 했기 때문에 은행업과 산업을 분리하는 정책은 보존되어야 하고 더 강화되어야 한다고 하고 있다. 따라서 모든 거대 금융지주회사는 그 회사가 부보 수신 금융기

61) A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation, Department of the Treasury, 2009.6.7., p.24.

62) Id. at 34.



관을 지배하건 그렇지 않은 간에 은행지주회사법상의 비금융 영업활동에 대한 규정에 부합하도록 요구하고 있다. 다만 비금융 영업행위를 하고 있는 회사에 대해서는 은행지주회사법에 의해 부과되는 규제의 유예를 5년간 주도록 제안하고 있다.<sup>63)</sup>

### III. EU의 금융위기 대응

2009.5. EU위원회는 라로지에 보고서(09.2.)에서 권고한 사항을 반영한 실행계획을 채택하는데 합의하였다. 위원회는 거시건정성 확보를 위한 규제·감독당국 및 ECB(European Central Bank)간 정보교류 및 협력 강화 필요성을 제기하고, 또 EU내 금융협력 증대에 따른 EU 통합감독기구 설립방안을 제안하였다.

우선 금융시스템리스크 감독, 즉 거시금융감독의 역할을 담당할 협의회(ESRC)를 구성하기로 하였다. ESRC<sup>64)</sup>는 금융시장의 리스크 요인 및 거시 경제와 관련하여 전반적인 EU 금융시스템의 안정성을 평가한다.

한편, 미시 금융감독 자문역할을 맡고 있는 3개 유럽 금융감독기관(유럽은행공사, 유럽보험연금공사, 유럽증권공사)을 유럽통합감독시스템(ESFS)으로 통합하기로 하였다. ESFS는 3개 유럽 금융감독기관, 가국 감독기구, EU 위원회 대표 등으로 구성되어 있다. 이는 국가별로 상이한 감독체계를 통합하여 EU 내 통일적 감독기준을 마련하기 위해 추진되었다는 점에서 의미가 있다.<sup>65)</sup>

한편 독일도 선제적 재정지원을 위하여 2008.10. 『금융시장안정법』을 제정하였다. 독일 재무부는 유동성 부족 해소 등을 위해 금융기관의 신청에 따라 기금(금융시장안정기금 : SoFFin)으로 위험자산 인수 및

---

63) Id.

64) ESRC는 총재(의장)와 27개국의 회원국 중앙은행 총재, 3개 유럽 감독기관 의장 등으로 구성된다.

65) 한국은행법 개정에 대한 의견, 기획재정부, 2009.9.17, 18면.

자본확충 지원을 가능하게 하였다. 예컨대, Commerzbank에 2008년 11월에 82억€, 그리고 2009년 1월에 100억€ 등의 우선주 및 보통주 형태로 자본확충을 지원한 바 있다.

## 제 5 절 우리나라의 금융위기 대응과의 비교

### I. 우리나라 금융위기의 배경

글로벌 금융위기에서 우리나라의 금융여건은 이미 대규모 부실이 현재화되고 있는 주요국에 비해 상대적으로 양호한 상황이었다. 그러나 글로벌 경제위기상황에 효과적으로 대응하기 위해서는 주요국과 마찬가지로 금융의 실물지원기능 강화 및 시스템리스크 사전차단을 위한 금융기관의 자산건전화 및 자본확충 노력을 선제적으로 추진할 필요가 있었다. 이에 따라 정부는 금융기관의 부실채권을 조속히 매입·정리하여 금융기관의 건전경영을 유도하기 위해 자산관리공사내 『구조조정기금』을 설치·운영하는 방안을 마련하고 관련 개정안을 제정하였다. 그 결과는 금융위기 극복은 적지 않은 성과가 가시화되었다.

한국은행은 2008년 9월 15일 이후 12월 말까지 RP 매입 등에 의한 총 19.5조 원 규모의 지원과 네 차례에 걸친 대폭적인 금리인하 및 정부의 10조 원 규모 채권안정펀드 조성계획 등으로 금융권의 유동성 부족을 상당 부분 해소하였다. 또한 미국과 300억 달러 규모의 통화스와프 협정에 이어 중국, 일본과의 통화스와프 규모를 각각 300억 달러로 확대하였다.

그러나 장기간의 금융위기는 실물경제의 침체로 이어졌고 국내 장단기 시장금리는 상승하였으며, 투자, 생산, 소비 등도 위축되었다. 무엇보다도 전반적인 경기침체로 인하여 국내 중소기업의 도산과 취업자 급감으로 이어졌다. 이를 극복하기 위해 정부는 금리를 인하하고 유동성 직접공급 및 중소기업에 대한 대출을 확대하였고 구조조정도

감행하는 등 경기부양책을 적극적으로 적용한 결과 최근에는 금융시장과 환율이 안정되어 가고 경기도 회복세를 보이고 있다.

그러나 고용시장의 상황은 여전히 불안하며, 또 유동성 폐해로 인한 인플레이션이 우려되고 있다. 이와 같이 변화된 시장상황에 대처하고 장기간의 경기침체 정책으로부터 적절한 출구전략이 요구된다고 하겠다.

※ 실물경제활성화를 위한 정부의 주요 대책

구 분	주 요 내 용
실물경제활성화 2008.10.30 / 11.3.	수도권규제완화, SOC(4.6조원), 중소기업·영세사업자·농어업지원(3.4조원)등 공공지출 확대 11조원, 세제지원 확대3조원, 임시투자 세액공제 적용기간 1년 연장, 2009년 재정조기집행(상반기중 연간 주요사업비의 60% 집행)
지방 살리기 대책 2008.12.15.	한강, 낙동강, 금강, 영산강 정비에 14조원, 지방이전기업 법인세 면제 5년→7년, 지방소득, 소비세 신설 검토(2010년), 2009년 농촌기숙형고교 60개 추가, 제주 중문단지에 내국인 면세점, 응급질환특성화센터 72곳 설치, 문화체육관광 시설 확충 3조원
부동산 경기 활성화 2008.6.11/ 8.21/ 9.1/ 9.19/ 9.23/ 10.21/ 11.3	재건축규제완화(소형평형의무비율탄력적용, 용적률상향조정, 투기지역 및 투기과열지구해제), 양도세감면(지방 미분양 관련세제 및 금융조건 완화), 전매제한 완화(수도권 전매제한기간 완화대상을 8·21 대책이전으로 소급적용, 현행10~5년→ 7~3년으로 단축), 종합부동산세과세기준상향조정, 수도권포함 투기지역조정, 주택건설사 보유토지매입, 환매조건부 분양주택 매입
2008년	

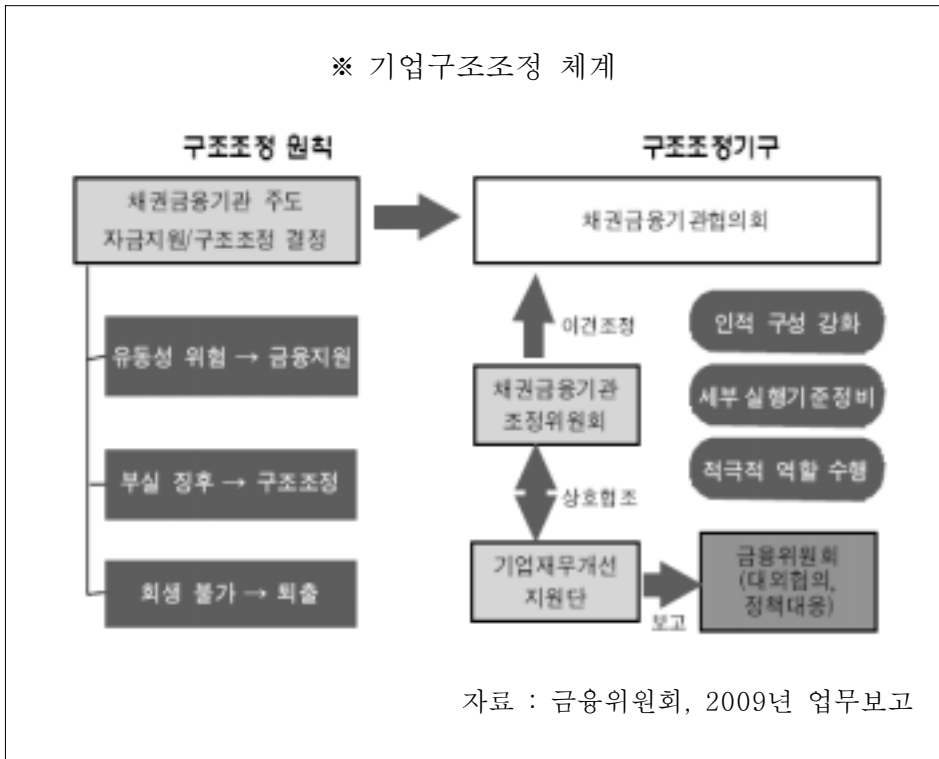
구 분	주 요 내 용
세계개편안	소득세2% 인하, 인당 공제확대, 법인세율인하(13%→10%, 25%→20%), 낮은 법인세과표 상향(1억→2억원), 고가주택기준 상향(6억→9억원), 장기보유공제 확대(10년이상 80%까지), 1가구1주택 감면거주 요건은 3년으로 강화, 종합부동산세과표 적용률 80% 동결, 종합부동산세상한 축소 300%→150%, 상속증여세 세율 인하(10~50%→6~33%), 중소기업상속공제 확대(1가구1주택 상속공제 신설)

자료: 관계부처 합동, 경제난국 극복 종합대책, 2009년 경제운용방향

이하에서는 금융위기를 효과적으로 극복하고 변화된 경제상황에 적절히 대처하며 장기적인 관점에서 국가경제의 건전한 발전을 위하여 관련 법제도의 개선점을 중점적으로 살펴보고자 한다.

## II. 기업구조조정촉진법

2009년 1월 초 「기업구조조정촉진법」(2007년 1월에 발효)상의 채권 금융기관 조정위원회의 본격적인 활동이 시작되면서 기업구조조정이 가속화될 것으로 보인다. 채권금융기관 조정위는 구조조정과정에서 신규 자금지원과 만기연장, 부실자산 매각, 기업퇴출 등 채권금융회사 간 이견조정, 채권금융기관 협의회 의결에 반대하는 채권자의 채권매입 및 상환 가격 조정 등의 역할을 하게 된다. 또한 이 위원회는 기업재무개선지원단과 협조하여 구조조정을 위한 신속한 의사결정을 하게 된다.



2003년 카드대란 당시 부실화된 LG카드의 처리와 관련한 채권은행 간 손실분담 원칙과 처리비용 등을 둘러싼 정책 혼선과 실기 등으로 인하여 부실기업의 처리에 있어 사회적 비용이 발생하였다. 그런데 기업구조조정촉진법은 채권은행 간 손실부담 및 신규지원 방안에 대해 명시적 규정이 없어 금번 구조조정에서도 과거와 동일한 문제가 되풀이되지 않을까 우려된다. 일반적으로 채무조정은 자산의 채권비율에 따라 분담하는 것이 관례적인 원칙이나 세부 실행방안에 대한 기준이 마련되지 않아 혼란이 예상된다.<sup>66)</sup>

66) 최근 워크아웃에 들어간 C&중공업의 신규자금 지원분담을 둘러싸고 은행권과 보험권의 대립이 대표적인 예이다.

또한 구조조정 대상을 확정하기 위한 객관적이고 합리적인 평가기준 마련도 시급하다. 이러한 기준은 업종별 상장사와 비상장사로 구별하고 각각의 특성을 고려한 합리적인 기준이 요구된다.<sup>67)</sup>

### Ⅲ. 금융기관에 대한 자금지원

#### 1. 한국자산관리공사의 「구조조정기금」 설치

##### (1) 구조조정기금의 설치 배경

글로벌 경제위기에 효과적으로 대응하기 위해서는 금융의 실물지원 기능을 강화되고 시스템리스크를 사전에 차단해야 한다. 이에 대한 전제조건으로서 금융기관의 자산건전성과 자본 확충이 강화되어야 한다. 정부는 「금융기관부실자산 등의 효율적 처리 및 한국자산관리공사의 설립에 관한 법률」을 개정하여 한국자산관리공사에 「구조조정기금」을 설치하고 금융기관의 부실자산을 인수정리, 기업구조조정 등을 지원하고자 하였다.<sup>68)</sup>

##### (2) 주요 내용

동 개정 법률에서는 금융기관 부실자산 등을 효율적으로 정리하기 위하여 부실채권정리기금과 별도로 구조조정기금을 설치하며, 기금은 금융기관의 출연금, 정부의 출연금 및 구조조정기금채권의 발행으로 조성된 자금 등을 재원으로 하고 있다(법 제43조의2내지 제43조의4). 구조조정기금은 한국자산관리공사에 40조원 규모로 설치되며, 2009년 기금운용계획상 구조조정기금 운용규모는 총 20.2조원으로 편성되었으며, 차입금 이자상환 등을 뺀 20조원이 금융기관 부실채권 인수 및 구조조정기업의 자산 인수에 사용될 계획이다.

67) 허찬국·안순권·김창배, 앞의 보고서, 44면.

68) 법률 제9670호, 2009.5.13, 일부개정, 시행 2009.5.13.

<자금조정 및 운용규모>

(단위: 억원)

조달규모(수입: 202,353)		운용규모(지출: 202,353)	
자체수입	1,153	사업비(구조조정지원)	200,000
정부내부수입	-	기금운영비	387
차입금(기금채 등)	201,200	차입금이자상환	1,870
여유자금회수	-	여유자금운용	96

기획재정부, 구조조정기금/금융안정기금(2009)

그리고 구조조정기금은 재원을 조성한 날부터 2014년 12월 31일까지 한시적으로 운용한다. 이는 지난 1997년말 외환위기 극복과정에서 설치했던 부실채권정리기금의 경우에도 기금의 회수노력 제고를 위해 운용기간을 5년으로 설정했던 점을 고려한 것으로 평가된다. 운용기간이 종료되는 날까지 차입금의 원리금 상환 및 인수자산의 정리 등을 완료한다. 그리고 기금운용 후 최종수익 등 잔여재산은 전액 국고에 귀속된다(법 부칙 제2조).

2. 한국정책금융공사의 「금융안정기금」 설치

(1) 금융안정기금의 설치 배경

금융기관의 건전성 제고 및 실물지원기능 강화를 위해 정책금융공사에 「금융안정기금」을 설치하는 내용의 「금융산업의 구조개선에 관한 법률」 개정안이 국회를 통과하여 2009년 6월 1일부터 시행되었다.<sup>69)</sup> 2009년 10월에 출범한 정책금융공사는 기존의 산업은행의 정책금융기능을 분리한 것으로 산업은행이 보유했던 공기업 주식 등 자산 28조원을 보유하고 있다. 이 기관은 중소기업 육성과 사회기반시설 확충, 지역개발, 기업설비자금 공급 등 정책금융 기능을 수행한다.

69) 법률 제9741호, 2009.5.27, 일부개정.

금융산업의 구조개선에 관한 법률의 개정이유는 금융위기에 효과적으로 대응하기 위하여 금융기관의 부실화 이전에 선제적으로 지원할 수 있도록 금융안정기금을 한국정책금융공사에 설치·운영하여 금융기관의 자본 확충 등을 위한 자금을 지원함으로써 금융의 중개기능을 제고함과 아울러 금융시장의 안정에 기여하기 위해서이다. 한국정책금융공사에 설치될 금융안정기금은 은행자본확충펀드(20조원)와 함께 금융기관의 자본확충을 위해 쓰이게 된다.

## (2) 주요내용

금융안정기금 설치의 주요내용을 살펴보면 다음과 같다.

### ① 금융안정기금의 설치 및 재원 조성

시장상황의 급격한 변동에 대응하여 금융의 중개기능 제고와 금융시장 안정을 도모할 수 있도록 한국정책금융공사에 금융안정기금을 설치하였다. 그리고 금융안정기금은 금융안정기금채권의 발행, 금융기관의 출연금, 정부·한국은행 등으로부터의 차입금 등으로 재원을 조성하여, 금융기관에 대한 자금지원 등의 용도로 사용하기로 하였다(법 제23조의2).

### ② 자금지원의 요건 등

시장상황의 급격한 변동으로 금융의 중개 기능이 원활하지 못하여 자본 확충 등이 필요한 경우에도 금융기관의 신청을 받아 금융안정기금에서 해당 금융기관에 자금을 지원할 수 있도록 하였다(법 제23조의6). 지원을 위해선 신청기관의 현재 재무상태, 지배주주의 유무, 과거 실물지원실적 등을 종합적으로 감안하여 지원 여부를 결정하며, 기금의 지원대상을 은행 등 예금보험대상 금융기관뿐만 아니라 여전사·금융지주회사 등을 포함한 금융기관 전반으로 확대시켰다. 그리고 기금의 사후관리를 위해 정책금융공사는 신청기관에 자금지원을 하는 경우에는 금융위원회가 정하여 고시하는 기간 이내에 자금지원의 내용, 심사 결과 등을 금융위원회에 보고하여야 한다.

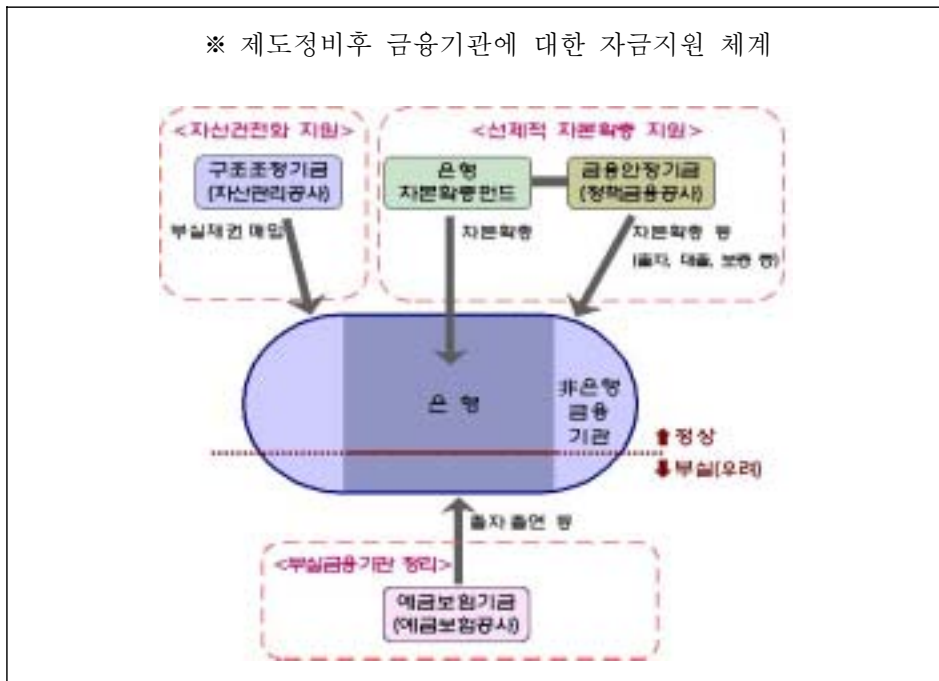


③ 금융기능제고계획

자금지원을 신청한 금융기관은 경영건전성과 중개기능을 제고하기 위한 금융기능제고계획을 제출하도록 하였다. 또한 금융기능제고계획에 기업구조조정 방안 및 외화유동성 확보를 위한 외화조달방안을 포함하도록 명확히 규정하였다(법 제23조의7). 자금지원 방식은 출자, 대출, 채무보증 등 다양한 방식으로 금융기관의 자본확충에 도움을 준 예정이다.

3. 금융기관에 대한 자금지원 체계

금융기관에 대한 자금지원은 먼저 금융기관이 보유한 부실자산은 구조조정기금을 통해 매입하고, 이와 동시에 은행자본확충펀드, 금융안정기금을 통해 자본을 선제적으로 확충하도록 체계를 정비하였다. 또한 부실금융기관은 예금보험기금을 통해 지원하고 있다.



기획재정부, 구조조정기금/금융안정기금, 2009

#### IV. 금융투자자와 예금자보험제도

금융위기에 대처는 구조조정기금이나 금융안정기금 등 금융기관에 대한 직접적인 지원과 더불어 예금자보호에 대한 조치도 함께 이루어져야 한다. 금융위기의 직격탄을 맞은 유럽 정부는 예금보증 조치를 확대하여 은행의 붕괴를 막는데 주력하였다. 예컨대, 덴마크는 은행들이 예금자 보호를 위해 350억 크로네, 우리 돈 8조 원 규모의 기금을 조성하기로 합의하였고, 스웨덴 정부도 예금 보험 한도를 두 배로 늘리는 예금자보호 조치를 취하였다.<sup>70)</sup>

이러한 조치는 금융위기에 처한 은행에 대한 예금자의 신뢰를 유지해 주어 대량 예금인출 사태를 방지해 줄 수 있는 중요한 조치라고 할 수 있다. 이러한 예금보장 조치는 소액 예금자를 보호할 뿐만 아니라 장기적으로 금융시장의 안정에 도움을 줄 수 있다.

국내에서도 금융회사가 예금을 지급할 수 없는 때에 현행 『예금자보호법』에 따라 설립된 예금보험공사가 대신 예금을 지급해 주는 예금자보호제도를 실시하고 있다. 즉 평소 금융회사로부터 보험료를 받아 기금을 적립하였다가 영업정지, 도산 등으로 금융회사가 예금을 지급할 수 없는 때에는 금융보험공사가 대신 보험금을 지급해 주는 공적보험 제도이다.

이법의 보호대상이 되는 금융회사에는 은행, 보험회사, 투자매매업자 및 투자중개업자<sup>71)</sup>, 종합금융회사, 상호저축은행 등이 있다(법 제2조 제2호). 이와 같이 예금보험의 적용대상이 되는 일정한 기관을 “부보금융기관(附保金融機關)”이라고 한다. 이러한 기관의 범위에 외국은

70) 이 밖에도 영국, 아일랜드, 그리스, 독일 등 10여 개국 이상이 이러한 예금보증 조치를 취한 바 있다.

71) 2009.2.4. 『자본시장과 금융투자업에 관한 법률』의 시행으로 종전의 증권회사 이외에 동 법률에 따라 투자매매업·투자중개업의 인가를 받은 자산운용회사 등도 포함된다.

행의 국내지점과 농·수협중앙회도 포함되어 보호대상이 된다. 그러나 농협과 수협의 지역조합, 신용협동조합, 새마을금고는 이 법률의 보호대상이 아닌 금융기관이며 이들은 관련 법률에 따라 자체 기금에 의해 보호된다. 따라서 예금보험공사는 부보금융기관에 보험사고가 발생한 때에는 당해 부보금융기관의 예금자 등의 청구에 의하여 보험금을 지급하여야 한다(제31조제1항).

그러나 부보금융기관이 취급하는 모든 금융상품이 보호되는 것은 아니다. 즉 예금, 적금, 원본이 보전되는 금전신탁 등 원칙적으로 만기일에 원금 지급이 보장되는 금융상품만을 보호한다.<sup>72)</sup> 반면, 수익증권, 펀드 등 투자상품은 운용결과에 따른 이익 또는 손실이 투자자에게 귀속되는 상품으로서 보호대상이 아니다. 또한 정부 및 지방자치단체, 한국은행, 금융감독원, 보호대상 금융회사가 예치한 예금의 경우에도 보호받지 못한다.<sup>73)</sup> 이와 같이 현행 예금보험제도는 투자자의 예탁금(cash fund)을 보호하는 수준에 머물고 있고 금융투자상품의 판매 등과 관련된 투자자 보호에는 한계를 지니고 있다.

<금융권별 보호 금융상품의 종류>

금융기관	보호 금융상품
은행	보통예금·저축예금·당좌예금 등 요구불예금 정기예금·주택청약예금·표지 어음 등 저축성 예금 외화예금 연금신탁·퇴직신탁 등 원금보전형 신탁 등
투자매매업자· 투자중개업자	금융상품중 증권 등의 매수에 사용되지 않고 고객계좌 에 현금으로 남아 있는 금액

72) 예금자보험제도는 원금과 소정의 이자를 합하여 예금자 1인당 5천만원까지 보호하며, 1인당 보호한도는 개별 금융회사별로 적용되므로 본점과 지점 예금 등을 합산하여 산정한다.

73) 예금보험공사, 알기 쉬운 예금자보호제도, 2009, 3면.

금융기관	보호 금융상품
	자기신용대주담보금 · 신용거래계좌설정보증금 등의 현금 잔액 등
보험회사	개인이 가입한 보험계약; 퇴직보험계약 · 원금보전형 · 금전신탁 등
종합금융회사	발행어음 · 표지어음 · 어음관리계좌(CMA) 등
상호저축은행	보통예금 · 저축예금 · 신용부금등 상호저축은행중앙회 발행 자기앞수표 등

<금융권별 비보호 금융상품의 종류>

금융기관	비보호 금융상품
은행	양도성예금증서(CD) · 환매조건부채권(RP) 금융투자상품(수익증권, 뮤추얼펀드, MMF 등) 특정금전신탁 등 실적배당형신탁 은행발행채권, 농 · 수협 중앙회 공제상품 등
투자매매업자 · 투자중개업자	금융투자상품(수익증권, 뮤추얼펀드, MMF 등) 청약자예수금, 선물 · 옵션거래예수금, 유통금융대주담보금 환매조건부채권(RP), 증권사 발행채권 종합자산관리계좌(CMA), 랩어카운트, 주가지수연계증권 (ELS), 주식워런트증권(ELW) 등
보험회사	보험계약자 및 보험료납부자가 법인인 보험계약 보증보험계약 · 재보험계약 변액보험계약(주계약) 등
종합금융회사	금융투자상품(수익증권, 뮤추얼펀드, MMF 등) 환매조건부채권(RP) · 양도성예금증서(CD) · 기업어음 (CP), 종금사발행채권 등
상호저축은행	저축은행 발행채권 등

앞서 살펴본 영국과 미국의 경우에서 보듯이 미국의 예금보험공사와 영국의 금융서비스보장기구는 예금, 보험, 투자신탁, 주식, 채권, 모기지 등 모든 금융상품에 대해 높은 수준의 보장을 제공하고 있다. 미국은 투자자의 예탁금, 주식·채권 등의 유가증권 등을 별도의 기관에 예치하고 있는 상태에서 금융투자회사가 파산하는 경우 등의 유가증권의 시가변동에 따른 손실 및 유가증권 발행자의 부도로 인한 손실 등을 제외하고 투자자의 손실을 보상하고 있다. 영국은 더 나아가 선물이나 옵션 등도 보호하고 있으며 투자회사의 잘못된 투자설명, 조언, 부실한 투자관리 등으로 인해 발생한 투자자 손실에 대해 투자회사가 도산하여 배상청구가 불가능한 경우에도 보상을 해주고 있다.<sup>74)</sup> 이는 모기지 등 다른 금융상품에도 동일하게 적용되고 있어 자본시장의 신뢰와 활성화에 기여하고 있다.

## V. 한국은행법 개정안

앞서 설명한 바와 같이, 최근 기획재정부 소위가 의결한 한국은행법 개정안(소위 의결 2009.4)은 ‘물가안정’만을 규정하고 있는 한국은행법 제1조 목적조항에 ‘금융안정’을 추가적으로 명시하고 있다. 이는 영국의 최근 은행법(Banking Act 2009) 개정안과 미국의 FRB 개혁안의 내용과 동일한 것으로서 이번 금융위기 이후 한국은행이 막대한 유동성을 공급하면서 금융안정 기능을 수행해왔지만 한은법상 목적은 ‘물가안정’에만 한정되어 있어 그 실질을 반영한 것이라고 할 수 있다.

그리고 이 개정안에서 한국은행은 자료제출을 요구할 수 있는 대상을 현재의 은행권에서 비은행권으로 확대하고 있다. 또한 현재 한국은행이 필요할 때 금융감독권에 공동검사를 요구할 수 있지만 그 실효성이 낮아 한국은행에 유동성 악화 가능성이 높거나 긴급여신지원을

---

74) 맹수석, 전계 논문, 128면

받고 있는 금융기관을 직접 조사할 수 있는 제한적 조사권을 부여하고 있다. 한국은행이 이 조사권을 발동할 때는 금융감독위원회에 사전 통보를 하여야 한다.

그러나 이 조사권과 관련하여 대통령 자문기구인 국민경제자문회의 내에 구성된 한국은행법 태스크포스(T/F)는 한국은행의 단독 조사권을 부여하기 보다는 공동조사권의 활성화를 제안하고 있고, 아직 금융위기에서 완전히 벗어나지 않은 시점에서 이러한 개정은 시기상조임을 강조하고 있다.<sup>75)</sup> 또한 이 개정안에서는 FRB가 가지고 있는 시정권고 권한은 한국은행에 부여하지 않고 있다.

## VI. 파생상품에 대한 감독체계 개선

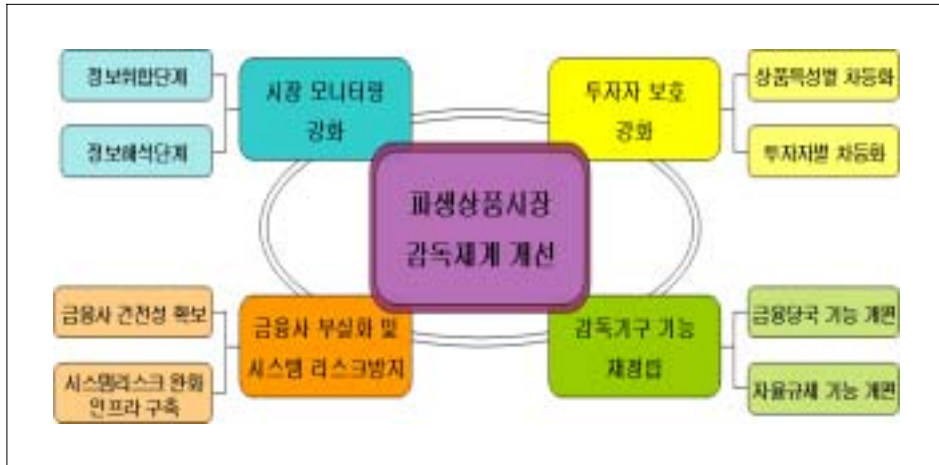
### 1. 문제점

리먼, 메릴린치 등 대형 투자은행의 부실 원인으로 근본적으로 리스크 관리의 실패를 들고 있으며 파생시장에 대한 감독체계의 문제점에 기인하는 것으로 지적하고 있다. 세계 주요국들은 이미 파생시장에 대한 모니터링 강화, 투자자 보호, 시스템 리스크 방지, 감독기구 기능 재정립 등의 문제에 관해 대대적인 개혁을 단행하고 있다. 현재 우리 파생시장과 관련해서도 다음과 같은 문제에 대해 검토하고 대안을 마련하여야 한다.

첫째, 장외파생시장에서의 거래가 계속 복잡해지고 있는 상황에서, 감독당국이 적절한 모니터링을 통해 적시에 대응할 수 있는지, 둘째, 복잡한 파생상품(장외파생·파생결합증권·파생펀드 등)이 불완전 판매

75) 정부의 한국은행법 개정안은 국회 기획재정위원회 소위를 통과하고 현재 국회에 계류 중에 있다. 이 개정안은 한은에 제한적 범위에서 은행에 대한 조사권을 허용하고 있으며 설립 목적에 금융안정 기능을 추가하였다. 그러나 한은법 태스크포스는 한은과 금융감독원과의 정보공유가 확대될 것을 고려하여 동 개정안에서 한은의 조사권을 배제시키기로 하였다. “한은 은행 조사권 배제로 가닥”, 서울신문, 2009.8.15일자 기사.

등으로 투자자에게 손실을 초래하지 않을지, 셋째, 미국 등 선진국에 서와 같이 파생거래에 따른 금융회사의 부실화 및 시스템 리스크 확산 요인은 없는지, 넷째, 자본시장통합법의 기능별 규율체계에 맞는 자율규제기관 및 감독기구 재편이 필요하지 않은지 등이다.<sup>76)</sup>



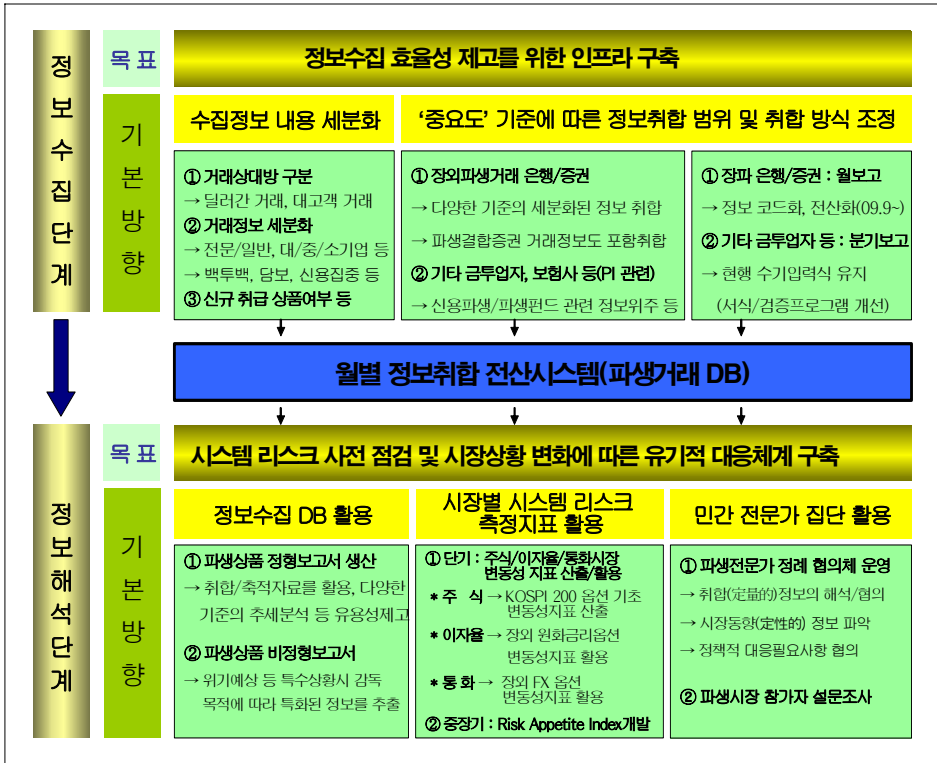
## 2. 모니터링 체계의 정비

미국 금융감독당국은 미국 서브프라임 사태가 발생한 원인인 자산 버블의 형성과 유동화 증권에 신용파생상품이 내재 또는 결합되어 재 유동화되는 과정에 내재된 위험의 성격과 규모를 제대로 파악하지 못 하여 조기대응에 실패하였다. 현재 국내에선 금융회사별 신규취급 장 외파생상품의 구조 및 거래현황에 대해 적시로 모니터링하는데 어려움이 있다. 특히 상법상 발행되는 비등록 유동화증권(예, ABCP) 등에 대해서는 현황파악 자체가 곤란하여 시스템 리스크 발생이 우려된다.

국내에서도 특정기업을 준거자산으로 한 CLN을 담보자산으로 하여 ABS를 발행하고, 동 ABS가 다시 ABCP로 재유동화한 바가 있으므로

76) 이하 내용과 관련하여, 금융위원회·금융감독원, 파생상품시장 감독체계 개선방안, 2008.12. 참조.

이에 대한 대책이 마련되어야 한다. 이를 위하여 신규 취급 장외파생상품 및 구조화증권에 대한 보고의무를 부과하고 거래 현황 등에 대한 분석 및 모니터링을 강화해야 한다.



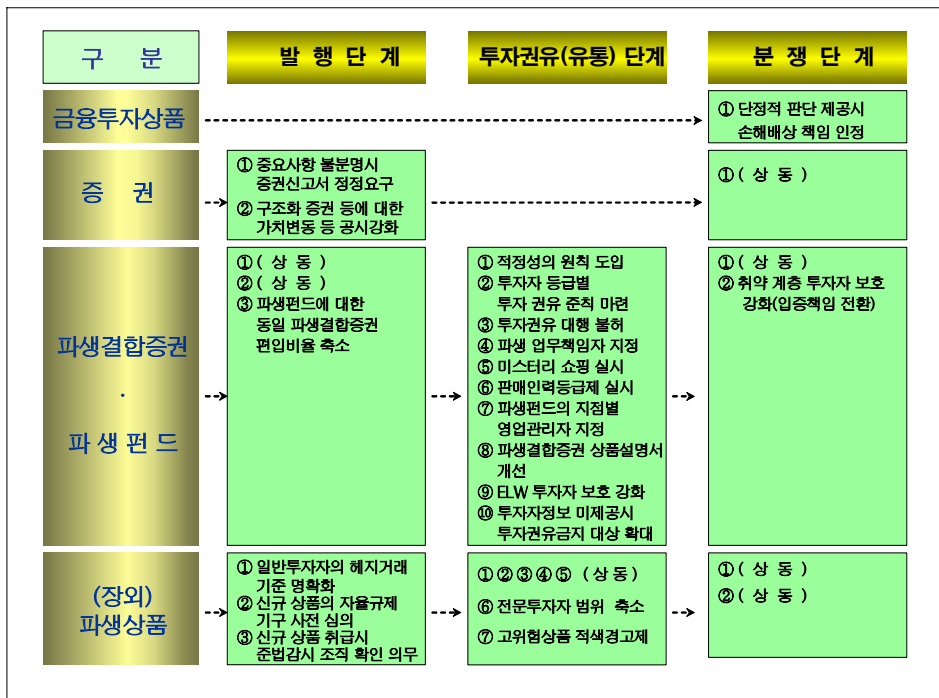
### 3. 투자자 보호 장치의 강화

파생상품·파생결합증권·파생펀드 등에 대한 정보가 투자자에게 충분히 전달된 상태에서, 투자자의 투자목적·위험 감수 능력 등에 맞는 상품이 거래될 수 있도록 첫째, 파생상품 등의 개발·발행 단계에서 투자자 보호를 위한 최소한의 요건을 충족하였는지를 확인하고, 둘째, 금융투자업자의 투자권유·판매책임을 강화하는 등 유통·분쟁 단계에서 상품의 성격·투자자 특성에 따라 차등화된 보호체계를 구축해야 할 것이다.



미국의 금융개혁안에 의하면, 대형 헤지펀드도 Tier1 FHCs(Financial Holding Companies= 1순위 금융지주회사)에 해당하여 FRB의 통제를 받게 되는데, 이런 대형 헤지펀드에 투자한 투자의 경험이 없고 상대적으로 자본이 부족한 (비전문)일반투자자 또는 대형 헤지펀드에 투자하는 일반 펀드(FOHF)를 보호하기 위한 방안들이 시급히 필요할 것으로 생각된다.

예를 들면, 미국과 같이 법률로써 자산규모나 투자경험 등을 고려해 일정한 수준 이상의 투자자만이 대형 헤지펀드에 투자할 수 있도록 한다거나, 법률로 시행되지는 않았지만 투자자문업자, 즉 헤지펀드 매니저에게 투자자들이 이러한 요건을 갖추었는지에 대한 평가를 하도록 의무를 부과하여 요건을 갖춘 투자자들만을 유치하도록 하는 방안 등을 고려해 보아야 할 것이다.



보다 구체적으로 살펴보면, 우선 현재 증권 신고서 수리시 형식 요건의 미비, 중요사항의 허위·누락이 있는 경우에만 신고서의 정정요구가 가능하므로 증권 구조가 과도하게 복잡·기초자산 확인이 곤란하여 투자자의 합리적 판단이 어려울 경우에는 정정요구가 불가능하다. 따라서 과도하게 복잡하거나 기초자산 확인이 곤란한 증권의 신고서에 대한 정정요구의 근거를 마련하여야 할 것이다.

둘째, 구조화 증권·파생펀드 등의 손익구조가 복잡하여 투자자들이 증권가치 변동을 제대로 파악하기 곤란하거나, 발행사의 Back-to-Back 헤지 거래 조건<sup>77)</sup> 등이 투자자의 중도 환매가격에 영향을 미쳐 불측의 손해를 입게 할 우려가 있다. 따라서 기초자산 변동에 따른 증권가치 변화·환매시 증권가치에 영향을 미치는 중대한 사항 등에 대한 공시계획서를 요구하고 미비시에는 정정을 요구할 수 있도록 조치를 취해야 할 것이다.

셋째, 자본시장통합법상 펀드의 동일 증권·채권에 대한 투자한도를 10%로 제한하되, 파생결합증권에 대해서는 30%까지 허용하고 있다.<sup>78)</sup> 현재는 원금 손실형 파생결합증권(ELS 등)이 많은 상황으로 파생펀드 투자자들이 특정 파생결합증권의 가치변동에 크게 노출될 우려가 있다. 따라서 파생펀드의 동일 파생결합증권 편입비율을 일반 유가증권과 동일하게 축소(30→10%)하는 방안을 고려해 볼 수 있다.<sup>79)</sup>

넷째, 자본시장통합법 시행령에서 일반투자자의 장외파생거래를 ‘위험회피 목적 거래’로 한정하고 있으나, 위험회피 목적에 대한 판단기준이 없어 실질적인 투자자 보호에 공백상태에 있거나 과도한 파생거래의 위축을 초래할 우려가 있다. 따라서 ① 위험회피 대상 존재, ② 예상손실을 부분·전체적으로 상계, ③ 오버헤지(계약금액>헤지대상금액)가

77) ELS 등 중도환매시 연계 BTB 거래의 청산이 필요하나, BTB 거래 가치 평가와 관련하여 발행사와 외국금융사와의 분쟁시 환매가격에 영향

78) 지방채, 특수채, 금융채, 파생결합증권에 대해서는 30%까지 인정하고 있다.

79) 파생결합증권으로부터 지급받는 금액이 일정 수 이하의 개별종목 주식 등에 연동되도록 설계된 경우

없을 것 등 기준을 마련하고, 동 판단과 관련한 자료를 금융투자업자가 기록·보관하도록 의무를 부과할 필요가 있다.

다섯째, 자본시장통합법에서는 금융투자업자의 ‘투자권유’가 있을 경우에만 적합성 원칙·설명 의무 등 (일반)투자자 보호장치가 적용된다. 투자권유가 없더라도 일반투자자가 파생상품 등에 투자할 경우 금융투자회사가 동 거래의 고객 적합성을 판단하여 부적정 판단시 경고 등 조치를 취하도록 할 필요가 있다.<sup>80)</sup> EU는 2007년 11월에 이러한 적정성의 원칙(Appropriateness)을 MiFID(EU 금융상품투자지침)에 새롭게 도입하였다.

여섯째, 자본시장통합법에서는 금융투자업자의 투자권유 준칙 마련 의무를 규정하고 있으나, 파생상품 등에 대해서는 투자자 특성(경험·성향·지식 등)을 고려하여 고객 등급별로 차등화된 투자권유준칙의 마련이 의무화되어야 할 것이다.

일곱째, 금융투자업자는 일정 자격자에게 투자권유 대행을 위탁할 수 있으나, 파생상품 등에 대해서는 대행인의 무분별한 판매로 투자자 손실이 우려된다. 따라서 투자위험이 큰 파생상품 등에 대해서는 투자권유 대행을 금지할 필요가 있다.

여덟째, 투자자와의 파생거래를 총괄하는 파생상품업무 책임자에 대해서는 별도의 근거가 없어 파생상품 거래의 책임성 제고와 투자자 보호에 한계가 있다. 따라서 금융투자업자별로 파생상품업무를 총괄하는 책임자를 지정하고 임면시 금융위에 보고하도록 할 필요가 있다.

아홉째, 파생상품 등의 판매과정에 대한 현장조사가 이루어지지 않아 불완전 판매 실태 등에 대한 파악이 곤란한 것이 현실이다. 따라서 금융기관의 불완전판매 실태조사를 위하여 미스터리쇼핑(Mystery shopping) 제도의 도입을 고려해 볼 수 있다.<sup>81)</sup>

80) 적정성 판단을 위한 고객 정보 요청 (고객 거부시 거래거절). 부적정 판단시 거래거절, 혹은 ‘부적정’에 대한 명시적(서면) 경고 이후 거래

81) 감독기관의 직원 또는 지명인이 소매고객 신분으로 판매사 또는 대리점에 접근,

열째, 상장법인·투자적격법인 등은 별도의 의사표시 및 금융투자업자의 동의를 없는 한 전문투자자로 취급되나, 장외파생상품에 대한 전문성이 없는 상장법인·투자적격법인 등이 장외파생상품 투자로서 과도한 투자투입이 없는 상장법인과 전문투자자의 경우 적합성의 원칙·설명의무 등 일반투자자에 대한 보호규정이 적용되지 않는다. 따라서 위험이 큰 장외파생상품에 투자시 상장법인·투자적격법인 등을 일반투자자로 분류할 필요가 있다.

마지막으로 자본시장통합법은 설명의무 위반시 손해액 산정과 관련한 입증책임만 금융투자업자에게 전환하고 있어 금융상품에 대한 이해도가 낮아 파생상품 등에 투자시 손해를 입을 우려가 높은 취약계층 투자자들의 보호가 미흡하다. 따라서 취약계층(파생상품 등에 대한 투자경험이 1년 미만이고, 만 65세 이상인 자)에 대한 파생상품 등의 투자권유시 적절한 설명의무 이행 여부(설명의무 위반 여부)에 대한 입증책임을 금융투자업자에게 전환하는 방안을 검토해 볼 수 있다.

#### 4. 리스크 관리 체계 개선

리스크 관리체계 개선을 위한 방안으로 다음을 고려해 볼 수 있다.

첫째, 은행·증권은 취급가능 파생상품에 제한이 없으며, 보험사·펀드는 외형요건(신용 평가사의 투자등급 등)을 기준으로 취급상품을 제한하나, 일부 금융회사의 경우 자체 평가없이 신용등급만을 기준으로 투자결정을 하거나, 외화채권의 기초자산내역을 알지 못하는 경우가 발생한다. 예컨대, 국내 금융회사가 투자한 외화표시 구조화채권(CLN, 합성 CDO, CDO)은 대부분 외형적으로는 투자등급 이상이었으나 서브프라임 사태로 상당한 손실을 입었다. 따라서 자체적인 리스크 심사(due diligence) 체계를 확보한 회사에 한해 신용구조화증권의 투자를 허용하거나 기타 주요 국가의 조치와 상응하는 방안이 마련되어야 할 것이다.

---

금융상품 판매과정을 직접 모니터링하는 것으로 영국 FSA에서 운용 중에 있다.

둘째, 자본시장통합법은 겸영금융투자업자의 장외파생상품관련 위험액을 이사회에서 정한 한도 이내로 유지하도록 하고 있으나, 이사회에서 정한 한도의 감독기관에 대한 보고의무가 없어 겸영금융투자업자의 건전성 감독 및 관리가 미흡할 우려가 있다. 따라서 겸영금융투자업자가 장외파생상품관련 위험액 한도를 정하거나 변경한 경우 금융감독원에 보고하도록 할 필요가 있다.

셋째, 금융회사의 파생거래를 총괄하는 파생상품업무 책임자에 대해서는 별도의 지정·관리 근거가 없어 파생상품 거래의 책임성 제고와 금융기관의 건전성 관리에 한계가 있다. 금융투자업자별로 파생상품업무를 총괄하는 책임자를 지정하고, 임명·변경시 금융위에 보고하도록 하여 과도하게 공격적인 파생거래를 방지하는 등 관련 업무의 책임성 제고를 유도할 필요가 있다.

목표	금융사 건전성 확보	시스템 리스크 방지
기본방향	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 금융사별 파생상품 취급 한도/범위 등 전체적인 건전성 규제는 현행 수준을 유지</li> <li>◆ 내부통제 체계 보완 등 파생거래와 관련한 금융사별 자율 규제기능 강화</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 운영위험 및 신용위험의 체계적 관리가 가능한 거래 인프라 체계 단계적 구축</li> <li>* G20 등 글로벌 논의 동향과 연계하여 추진</li> </ul>
주요추진과제	<ul style="list-style-type: none"> <li>① 복잡한 장외파생상품 거래시 금융사별 자체적인 위험도 평가(due diligence) 강화                             <ul style="list-style-type: none"> <li>* 현재는 투자여부 결정을 위한 내부의사결정과정에서 외형적인 투자등급에 과도하게 의존</li> </ul> </li> <li>② 장외파생상품 거래 자체 한도보고 의무</li> <li>③ 금융회사 파생상품 업무책임자 지정</li> <li>④ 준법감시조직의 기능강화</li> <li>⑤ 장기성과에 연동된 성과보수 체계 확립 및 준수여부 모니터링 강화</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>① 장외파생상품의 장래화 유도 (단기)                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 맞춤형(flexible) 통화선물 도입 등</li> </ul> </li> <li>② 운영위험 경감 인프라 구축 (중장기)                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 개별회사의 전후선 업무의 전산화 유도(G20)</li> <li>- 공적기관의 matching-confirmation 인프라 구축 및 개별회사 전산과의 연결 추진</li> </ul> </li> <li>③ 신용위험 경감 인프라 구축 (단기/중장기)                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- (단기) 담보관리서비스 확대 제공</li> <li>- (중장기) 장외파생상품 CCP제도 도입(G20)</li> <li>* 금융관련 파생 → 상품파생으로 확대</li> </ul> </li> </ul>

금융위원회 · 금융감독원, 파생상품시장 감독체계 개선방안, 2008.12

※ 자본시장통합법상 투자자 보호장치의 개선안<sup>82)</sup>

	현 자동법 * 하위 법령 포함	개선안
금융투자상품	<p>◆ 일반투자자에 대한 투자권유시</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>① 적합성의 원칙, 설명의무</li> <li>② 설명의무 위반시(거짓, 누락) 손해배상 책임</li> <li>③ 손해배상시 손해액 산정 관련 입증책임 금융투자업자에게 전환</li> <li>④ 부당권유 금지(단정적 판단 제공 등)</li> <li>⑤ 투자권유준칙 마련</li> <li>⑥ 투자권유를 대행인에게 위탁가능</li> </ol> <p>◆ 상장법인 등은 전문투자자 의제 * 별도의사표시 및 금융투자업자 동시에만 일반투자자 전환 가능</p>	<p>◆ 일반투자자에 대한 투자권유시</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>① 좌동</li> <li>② 거짓, 누락 이외에 불확실한 사항에 대한 단정적 판단 제공·오해 유도시에도 손해배상 책임 추가 인정</li> <li>③~⑤ 좌동</li> </ol> <p>◆ 좌 동(장외파생상품은 달리 적용)</p>
증권 (구조화 증권 등 포함)	<p>◆ 증권신고서 제출시 중요사항 누락등 형식적 요건 불비시에만 정정요구 가능</p>	<p>◆ 중요사항 불분명·복잡한 구조 등으로 투자자의 합리적 판단 지해·오해유발 우려시에도 정정요구 가능</p>
파생 결합증권 및 파생펀드	<p>◆ 파생증권, 파생펀드에 대한 판매자격은 일반 증권, 펀드와 동일</p> <p>◆ 파생펀드의 경우, 동일 파생결합증권 편입 비율은 최대 30%까지 허용</p>	<p>◆ 파생결합증권·파생펀드에 대한 판매인력 등급제 실시</p> <p>◆ 파생결합증권 상품설명서 개선</p> <p>◆ 파생펀드의 동일 파생결합증권 편입 비율 최대 10%까지 허용</p> <p>◆ 투자자정보미제공시 파생펀드권유금지</p> <p>◆ 파생결합증권/펀드 지정별 영업관리자</p> <p>◆ ELW 투자자 보호(LP부도 등)</p>
(장외) 파생상품	<p>◆ 일반투자자와의 거래는 '위험회피목적'에 한정</p> <p>◆ 불초청 권유 금지</p>	<p>◆ 일반투자자에 대한 투자권유시</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>① 투자권유 없는 경우에도 적정성 심사</li> <li>② 투자자 등급별 투자권유준칙 세분화</li> <li>③ 투자권유 대행 불가</li> <li>④ 파생상품업무 책임자 지정 및 보고</li> <li>⑤ 미스터리 쇼핑제도 시행</li> <li>⑥ 취약계층 투자자 보호강화</li> </ol> <p>◆ 파생결합증권·파생펀드 중 ① ② ③ ④ ⑤ ⑥</p> <p>◆ '위험회피목적'의 판단기준 마련 * 해지대상 자산범위 이내, 손익방향 반대 등</p> <p>◆ 좌 동</p> <p>◆ 전문투자자 범위 축소 * 상장법인 등은 일반투자자로 분류</p> <p>◆ 고위험 상품 적색경고제 도입</p> <p>◆ 신규취급 상품의 협회 사전심의·준법감시 조직의 확인의무</p>

82) 금융위원회·금융감독원, 앞의 보고서, 9면.

## VII. 금산분리 완화정책에 대한 논의

### 1. 금융지주회사법 개정 배경

2009년 7월 22일 논란 속에 미디어 관련 3법과 함께 국회를 통과한 『금융지주회사법』 개정안에서는 산업자본의 은행지주회사 주식 보유한도를 확대하고 비은행지주회사의 제조업 자회사 보유를 허용하는 등 금융지주회사에 대한 규제완화를 골자로 하고 있다.<sup>83)</sup> 동 법률안의 개정이유로서 비금융주력자(산업자본)에 대한 은행지주회사 주식 보유규제를 완화하여 국내 은행지주회사의 경쟁력을 제고하고, 비은행지주회사(은행을 자회사로 지배하지 않는 금융지주회사)에 대해서는 비금융회사 지배를 허용하는 등 비은행지주회사 관련 규제를 완화함으로써 금융투자업·보험업 중심의 글로벌 금융그룹을 육성하기 위한 제도적 기반을 마련하려는데 그 목적이 있다.

그러나 이번 개정안은 글로벌 금융위기 이후 미국 및 국제기구 등이 금융규제감독을 강화하고 있는 추세와 반대되는 것으로 논란의 여지를 남겨두고 있다. 특히 앞서 살펴본 바와 같이, 미국은 2009년 6월 17일 금융 감독 및 규제 강화에 관한 금융개혁안에서 기존에 오랫동안 유지해 왔던 금산분리 원칙의 중요성을 재확인하고 있으며 나아가 이 원칙을 확대하고 있는 점과도 배치되고 있다.

### 2. 개정안의 주요내용

금융지주회사법 개정안의 주요내용을 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 금번 개정안에서는 산업자본의 은행지주회사 주식 보유한도를 현행 4%에서 10%로 완화하였다(법 제8조의2 및 제8조의4 등). 즉 비금융주력자의 은행지주회사 주식 보유한도를 은행지주회사의 의결권

83) 금융지주회사법, 법률 제9788호, 2009. 7. 31, 일부개정. 시행 2009. 12. 1.

있는 발행주식총수의 100분의 4에서 100분의 10으로 조정하되 100분의 10을 초과하지 못하도록 하였다. 다만 비금융주력자가 은행지주회사의 주요 출자자가 되고자 하는 경우에는 사전 적격성 심사를 받도록 하고 있다.

이에 따라 산업은행, 우리금융 등 정부가 대주주인 은행들의 민영화 및 은행들의 인수합병(M&A)이 활성화될 것으로 전망하는 반면, 산업자본에 의한 은행지주회사 주식 보유한도의 확대로 그동안 유지해 왔던 금산분리 원칙은 사실상 의미가 없어졌으며 이로 인해 대기업이 은행을 소유하고 사금고화가 될 우려가 있고, 또 대기업의 경제력 집중도 심화될 것이라는 비판도 있다.

둘째, 개정안에서 보험·증권 지주회사가 비금융 자회사를 지배할 수 있도록 허용하였다(법 제20조, 제25조, 제31조 및 제33조 신설). 즉 금융지주회사는 비금융회사를 자회사 또는 손자회사 형태로 지배하는 것이 금지되어 왔는데, 금융과 산업의 결합에 따른 금융업별 시스템 리스크의 차이, 미국·일본의 해외 입법례 등을 감안할 때 은행을 자회사로 지배하는 금융지주회사 수준에 맞추어져 있는 현행 비은행지주회사 규제는 과도한 측면이 있음을 이유로 들고 있다. 이에 보험지주회사에 대해서는 지주회사가 직접 자회사로 비금융회사를 지배하는 것을 허용하고, 금융투자지주회사에 대해서는 직접 비금융 자회사를 지배하는 것뿐만 아니라 금융투자업을 영위하는 자회사가 비금융 손자회사를 지배하는 것도 허용하였다.

이에 대해 재계는 기업의 자금조달 어려움을 해소할 수 있는 조치로서 환용하고 있는 반면, 시민단체 등을 중심으로는 비은행지주회사의 제조업 자회사 보유 허용으로 인하여 주식매입 등 별도의 비용없이 특정인에게 경제력이 보다 집중될 소지가 높으며, 장기적으로 금융시스템의 불안을 초래할 수 있다고 비판하고 있다.<sup>84)</sup>

84) 경제개혁연대, 금융지주회사법 개정안 수정 요구, 서울파이낸스 2009.11.18 기사.



셋째, 동 개정안에서 금융 자회사 등 사이의 임직원 겸직 허용범위 확대하고 있다(법 제39조). 즉 개별 금융업법과 달리 이 법에서는 시너지 효과를 제고하기 위하여 금융지주회사와 자회사 등 사이의 임직원 겸직을 전면 허용하고 동일한 업종을 영위하는 서로 다른 자회사 등 사이의 임직원 겸직도 허용하고 있으나, 금융지주회사의 자회사에 대한 전반적인 통할 기능, 미국·일본 등 해외 입법례 등을 감안할 때, 이종(異種) 업종을 영위하는 금융 자회사 등 사이의 임직원 겸직도 허용함으로써 금융지주회사의 시너지 효과를 증대하고자 하였다.

그리고 금융위원회의 사전승인을 받는 경우에는 집합투자·신탁업 등을 제외한 금융업을 영위하는 자회사 등 사이의 임직원 겸직을 허용하면서, 금융지주회사 자체의 내부통제장치 강화, 금융감독당국의 사전승인시 내부통제장치의 적절성 심사, 사법절차상 금융소비자의 금융지주회사 등에 대한 손해배상 청구시 입증책임의 완화 등을 통해 임직원 겸직 규제완화에 따른 부작용을 방지하고자 하였다.

그 밖에 이번 개정안에서 『자본시장과 금융투자업에 관한 법률』에 따라 금융위원회에 등록된 사모투자전문회사 및 국제적 신인도가 높고 본국의 충분한 금융감독을 받는 해외 은행 또는 그 지주회사에 대해서는 비금융주력자 판단기준을 완화하되, 산업자본이 은행주식 4% 이상 보유한 최대 주주일 때에는 금융위원회의 사전 적격성 심사를 받도록 하였다(법 제2조제1항 및 제9조 등). 또한 사모펀드(PEF)의 은행지분 소유한도도 18%까지 확대하고, 서로 다른 대기업집단 소속 계열사회사의 PEF 출자지분 합계의 한도도 36%로 완화시켰다.

### 3. 금산분리 완화정책에 대한 검토

금번 금융지주회사법 개정은 그동안 중요한 금융감독의 원칙으로 유지되어 오던 산업자본의 은행소유 규제에 근본적인 변혁을 가져오게 하였는데, 즉 산업자본이 은행을 소유할 수 있게 되었고, 금융지주

회사가 비금융회사를 지배할 수 있게 되었다. 이와 같이 금산분리 정책의 대대적인 완화로 국내 은행지주회사의 경쟁력이 제고될 수 있는 반면 대기업에 의한 금산복합체의 지배와 이를 통한 경제력 집중의 심화, 그리고 은행의 사금고화에 대한 우려도 함께 증폭되었다.

금융위기 이후 선진국들의 금산분리 정책에 대한 태도 변화를 주의 깊게 살펴볼 필요가 있다. 미국 등 많은 국가들이 금융위기 극복 과정에서 거대 금융지주회사에 대한 규제를 오히려 강화하고 있고, 나아가 산업자본이 유사 은행업체에 대한 지배를 통해 사실상 은행업을 영위하는 행위까지 규제하고자 규제감독을 강화하고 있는 점은 우리에게 주지하는 바가 크다.

2009년 6월 미국 오바마 행정부의 금융개혁안(A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation)에 따르면 금융지주회사의 국민 경제에 미치는 영향을 고려하여 다른 금융기관보다 강화된 규제를 천명하고 있다. 또한 은행을 소유하지 않은 비은행 금융지주회사에까지 금산분리 규제가 확대될 수 있도록 새로운 규제정책을 마련하는데 노력하고 있다. 그리고 2009년 1월 G30보고서와 4월의 G20 세계금융정상회의에서도 은행 등 금융기관(Systemically Important Institutions)에 대한 감독·규제를 강조하며 금산분리규제의 중요성을 강조해 왔다. 이러한 추세는 전 세계가 이미 오랫동안의 경험을 통하여 금융산업의 안전적이고 건전한 발전이 집중된 양적 성장보다 중요함을 인식하고 있기 때문이다.

우리나라도 과거 IMF 시절 금융기관의 부실을 경험하게 되었는데 이는 금융기관이 산업자본의 사금고로 전락하였고, 또 금융기관을 통해 대기업이 덩치 불리기를 하는 등의 폐단으로부터 발생한 것이었다. 이러한 문제를 해결하고 금융기관의 전문성을 확보하기 위하여 『독점규제 및 공정거래에 관한 법률』에서는 금융지주회사는 금융업·보험

업을 영위하는 회사이외의 국내회사(비금융회사)의 주식을 소유하지 못하도록 하고 있다(법 제8조2 제2항 제4호).<sup>85)</sup>

경제력을 가진 소수의 개인 및 법인 투자자들을 대상으로 자금을 모아 기업 경영권을 장악해 기업가치를 높인 뒤 큰 수익을 얻는 사모펀드(PEF)와 같은 자본이 은행을 지배하도록 하는 것은 바람직하지 않다. 또한 금산분리 규제완화로 인해 외국 PEF에 의해 국내 은행의 경영권이 지배받을 가능성이 높아졌다. 그리고 이미 개정된 은행법과 금번 금융지주회사법 개정으로 인하여 산업자본의 직접적 지분보유뿐만 아니라 PEF를 통한 우회적 은행 지배가 가능해져 금융산업의 건전성과 은행 예금자 보호도 저해될 우려가 높아졌다. 전 세계적으로 오랫동안 금산분리 정책을 고수하고 있고, 또 최근 금융위기 이후 선진국을 중심으로 이 원칙을 강화하고 있는 것은 이러한 우려가 있기 때문인데 이번 금융지주회사법 개정은 이러한 세계적 추세와 우려를 간과한 듯하다.

---

85) 금산분리와 관련된 법안 중 은행법과 금융지주회사법이 개정됨으로써 현재는 공정거래법만이 실질적인 금산분리 원칙을 고수하고 있다. 그러나 두 법률이 개정됨에 따라 공정거래법도 개정될 여지가 높다고 본다.

## 제 4 장 금융투자원칙의 현대적 변화

### 제 1 절 서 설

2007년 미국발 금융위기의 원인에 대하여 많은 논의가 있었다. 그중 하나는 미국의 대형투자은행들로 대표되는 금융투자자들이 사회책임 투자를 외면하고 눈앞의 수익만을 추구한 지나친 탐욕을 보였다는 지적이다. 다른 말로 하면 투자자들이 당장의 수익추구보다는 먼 앞날을 내다보고 투자자로서의 사회적 책임을 의식하는 품격을 갖추었더라면 그러한 금융위기는 막을 수 있었다는 것이다.

2007년 미국발 금융위기가 본격화되기 전인 2006년 4월 27일 뉴욕 증권거래소에서는 유엔 사무총장인 코피 아난과 네덜란드공무원연금(ABP), 캘리포니아공무원연금(CalPERS), 뉴욕교원연금(NYCTRS), 영국 대학교원연금(USS) 등 주요 연기금의 기관장들이 ‘사회책임투자원칙(Principles for Responsible Investment · PRI)’을 발표하였다.

연기금들이 수탁자로서 수익을 극대화하기 위해 투자대상기업의 재무적 측면뿐만 아니라 비재무적인 환경, 사회, 지배구조(Environmental, Social and Governance · ESG)까지 고려해야 한다는 내용이었다. 이들은 기업의 지배구조와 환경, 사회에 미치는 영향이 기업의 장기 존속을 위한 주요 변수가 된다고 주장했다. 유엔 사무총장이 나설 만큼 해외에서는 연기금들의 적극적인 기업경영 참여가 광범위하게 확산되고 있다.

영국은 2000년 수정연금법에서 모든 퇴직연금에 대해 ESG 요소를 고려하도록 제도화했으며, 스웨덴, 독일, 프랑스, 호주 등도 연기금 및 일반 펀드에 대해 사회책임투자(Responsible Investment · RI)를 제도화하고 있으며, 현재 미국이나 일본은 물론 아시아 지역에게까지도 빠르게 확산되고 있다.

미국의 경우 74년 제정된 퇴직소득보장법(ERISA)이 연기금 관리자에게 수탁자로서의 선관(善管)의무를 부여해 기업을 감시하고 직접의결권을 행사하도록 요구하면서 빠르게 확산되고 있다. 미국 최대의 연기금인 캘리포니아공무원연금이 84년부터 기업지배구조 프로그램을 시작했고, 96년부터는 해외 기업에 대해서도 국제 기업지배구조 프로그램을 시작했다.

문제는 이러한 사회책임투자가 고객의 재무적 이익을 추구해야 하는 연기금 등의 수탁자의 의무와 어떻게 조화를 이루어 나갈 것인가이다. 본고에서는 유엔의 책임투자원칙을 위시한 사회책임투자를 유도하는 다양한 제도들을 소개하고, 이러한 움직임에 부응하는 미국과 영국 등 주요국의 사정과 법제활동을 살펴본다. 이어 사회책임투자와 수탁자의무와의 조화문제, 우리나라의 법제적 대응 등을 다룬다.

## 제 2 절 유엔 책임투자원칙(UN PRI)

### I. 동원칙의 제정배경

2006년 4월 27일 뉴욕증권거래소(NYSE)에서 유엔 코피아난 사무총장과 30여 개 금융기관장들은 유엔 ‘사회책임투자원칙(UN PRI: Principles for Responsible Investment)’에 서명하였다. 본 원칙은 유엔 인간환경회의에서 채택된 「인간환경선언」과 「환경국제행동계획」을 실시하기 위하여 설립된 「유엔 환경계획(UNEP)」의 (FI : Financial Initiative) 와 Global Compact가 주도한 것이다. 본 원칙은 금융기관이나 연기금 등은 ESG Environmental (환경), Social(사회), Corporate Governance(기업지배구조)의 과제를 투자의 의사결정 과정 등에 반영해야 한다는 6개 원칙과 30여개의 세부실천과제로 구성되어 있다.

세계경제를 주도하는 금융업계로서는 이러한 투자의사 결정과정이나 주식보유방침의 결정시 환경문제 내지 사회문제 등에 충분한 배려가

부족하였다는 인식이 이 원칙 제창의 배경이다. 이 원칙은 2005년 4월부터 2006년 1월에 걸쳐 금융기관, 정부기관, 시민사회단체, 학계 전문가 등 70여명으로 이루어진 다양한 이해관계자 그룹에 의해 개발된 것이다.

코피 아난 사무총장이 제창한 과제(Initiatives)로서는 이미 ‘글로벌 컴팩트’(Global Compact)가 있었다. 이것은 1999년 1월 31일 개최된 세계경제포럼 석상에서 사무총장이 제창 한 것이다. 사무총장은 ‘글로벌 컴팩트’에서 기업의 경영자에게 국제연합, 노동계, 시민사회와 함께 인권, 노동, 환경 분야에서의 10 개 원칙을 지지해 줄 것을 촉구한 바 있다. 따라서 유엔의 사회책임투자원칙은 말하자면 ‘글로벌 컴팩트’의 『금융판』이라고 할 수 있다. 아난 사무총장은 전세계적으로 일반 산업계의 사회책임투자(Social Responsible Investment) 참여도가 이미 상당한 수준의 성과를 보임에 반하여 금융계(투자업계)에서는 참여도가 미흡하다고 지적하였고, 개인투자가 내지 기관투자가가 참고할 수 있는 보편적 가이드라인이 필요하다는 문제의식에서 출발하여 이러한 책임투자원칙이 제창되었다고 볼 수 있다.

## II. 참여기관

UN PRI 서명기관으로는 네덜란드 공무원연금(ABP)<sup>86</sup>, 캘리포니아 공무원연금(CalPERS)<sup>87</sup>과 같은 유럽, 미국 최대 규모의 연금펀드를 포함

86) ABP는 세계에서 두번째로 큰 연기금으로 네덜란드 정부의 서비스 및 교육부문에 있어서 고용자 및 고용인을 위한 연기금이다. ABP는 약 2,650억 달러 규모의 자산을 보유하고 있으며, 자산의 55%를 주식과 대체투자에, 43%를 채권에 투자하고 있다. ABP는 자산규모의 80%를 내부에서 운용하고, 나머지 20%는 외부에 위탁 운용하고 있다. ABP는 2005년 12월 네덜란드 최초로 투자정책서(SIP)에 책임투자의 원칙 공표를 통해 비재무적 요소에 대한 정보분석을 요구하고 있다. 한편 ABP는 비재무적 요소로 ESG를 말하고 있으며, 이에 대한 비전을 발표하고 있다.

87) 캘퍼스는 미국 캘리포니아 주정부 공무원연금기금으로, 세계에서 3번째로 큰 연기금이다. 캘퍼스는 자산의 70%를 주식과 대체투자에, 24%를 채권에, 기타에 6%를 투자하고 있다. 캘퍼스의 ESG 분야에 대한 투자 근거는 ERISA와 글로벌 설리반

하여, 뉴욕공무원연금(NYCERS), 뉴욕교원연금(NYSLRS), 영국대학교원연금(USS), 미쓰비시 UFJ 신탁은행, 노르웨이 정부연금 등이 있다. 아시아 지역의 태국 정부연금, 기업연금인 BT Pension Scheme 등 현재 세계적으로 총 17조 달러를 운용하는 약 500개 금융기관 및 컨설팅 기관이 서명하였다.

서명기관들은 ESG 이슈들에 대해 어떻게 행동할 수 있는지에 관한 다양한 정보와 자료들을 공유할 수 있는 전세계적 포럼인 PRI Engagement Clearinghouse을 이용할 수 있다. 이 포럼은 기업과 각 산업 고유의 ESG 이슈들에 대해 공동 보조를 취할 수 있는 첫 번째 국제 포럼이다. 향후 PRI는 서명기관들이 더욱 더 Clearinghouse를 자주 사용할 수 있도록 지원할 계획이다. 그들은 또한 더욱 많은 연금펀드들이 PRI에 서명할 수 있도록 독려할 것이고 특히 개발도상국의 많은 투자자들이 서명할 수 있도록 사무국을 둘 예정이다.

이 원칙은 강제성을 띠고 있는 것은 아니다. 그러나 서명함으로써 PRI는 투자회사들의 모든 수준에서 강한 참여를 유도할 수 있을 것으로 예상된다.

우리나라에서도 국민연금 등 한국사회책임투자포럼(KoSIF) 회원사 중심으로 상당수 기관이 참여하고 있다. 국민연금은 올해(2009년) 7월 호주에서 유엔책임투자원칙(UN PRI)에 가입서명을 하였으며, 앞으로 사회책임투자(SRI) 규모를 주식투자 전체로 늘릴 계획을 검토 중에 있다. 이에 발맞추어 증권선물거래소도 올해 하반기에 사회책임투자 한국

---

원칙(Global Sullivan Principles)이다. 수익자에 대한 캘퍼스의 수탁자의 책무는 보유 주식의 성과에 대해 책임이 있는 연금의 의무를 규정한 ERISA와 관련이 있다. 또한 캘퍼스는 기업의 글로벌 설리반 원칙에 규정된 활동과 정책과 관련한 책임 있는 기업행동을 위한 관점을 가지고 활동하기를 바라고 있다. 기업의 글로벌 설리반 원칙은 기업들이 영위하고 있는 사업에서 경제적, 사회적, 정치적 정의를 지지하도록 기업들을 돕는 것을 목적으로 하고 있다.

캘퍼스는 공식적으로 SRI, ESG라는 용어를 사용하지 않는다. 다만 SRI의 주요 고려 대상 중 하나인 기업지배구조에 대해 적극적인 활동을 해오고 있으며 최근에는 환경, 지역경제 활성화 분야로 그 활동 범위를 넓혀가고 있다.

지수(SRI Index)를 시장에 선보일 예정이며, 다우존스 지속가능성 한국 지수(DJSI Korea)도 발표될 것으로 보여, SRI 활성화를 위한 객관적인 토대가 마련되고 있다.

향후 국민연금을 위시하여 여러 연기금에서 PRI를 준수하는 투자활동이 확산될 것으로 예상되며, 일반 투자기관에서도 PRI를 준수하는 투자활동의 도입이 일반화될 것으로 예상된다.

국민연금은 UN PRI에 참여하게 됨으로써 보유 주식에 대한 주주권 행사를 적극적으로 행사하고 사회책임투자원칙의 도입과 확산에 노력하며 매년 자신의 노력과 성과에 대한 보고서를 작성하여야 하는 의무가 생기게 된다. 이러한 노력을 통하여 기업의 사회책임과 사회책임투자가 우리나라에서도 조속히 정착하는 데 큰 기여를 할 것으로 기대된다.

### III. 원칙의 내용

UN PRI는 6개 원칙 [투자 결정을 할 때 대상 기업의 환경(Environment), 사회(Social), 기업지배구조(Governance) 등 비재무적 성과를 반영한다는 등 6개의 투자 원칙], 35개 세부 실천프로그램으로 구성된다. PRI의 6가지 원칙들은 ESG 이슈들을 투자 분석, 의사결정과정, 소유권 정책과 실행 등에 포함시키는 것을 말한다. 그 원칙들은 서명기관들로 하여금 ESG 실천 정도를 공개할 것과 그 원칙을 실행함에 있어서 효율성을 제고시킬 것을 요구하고 있다. 본 원칙에서 기관투자자들은 수익자를 위하여 장기적인 관점에서 최대한의 이익을 추구할 의무가 있음을 천명하고 있다.

(1) 우리는 ESG 이슈들을 투자의사결정시 적극적으로 반영한다.

- 투자설명서상 ESG 과제를 명확히 한다.
- ESG와 관련된 수단(tools), 측정기준, 분석방법의 개발을 지원한다.
- 내부 투자운용자들의 ESG 과제 업무반영능력을 평가한다.



- 외부 투자운용자들의 ESG 과제 업무반영능력을 평가한다.
- 투자서비스제공자들(증권분석사, 상담사, 중개인, 조사회사 또는 평가회사)에 대하여 ESG 요인을 그들의 연구 및 조사분석에 반영토록 요청한다.
- 이러한 주제에 대한 학구적 및 기타 연구의 촉진을 지원한다.
- 투자전문가들을 위한 ESG 관련 연수를 장려한다.

(2) 우리는 투자철학 및 운용원칙에 ESG 이슈를 반영하는 적극적인 투자가가 된다.

- 본 원칙에 부합된 적극적 투자철학을 개발하고 공개한다.
- 의결권을 행사하거나 (외부위탁이 있는 경우) 의결권행사방침에 준거하고 있는가를 감시한다.
- (직접 또는 외부위탁의 경우를 막론하고) 주주들의 경영관여(engagement)<sup>88)</sup>능력을 촉진한다.
- (주주권리의 증진, 보호 등과 같은 과제에 대한) 정책, 규칙 및 기준 설계 개발에 관여한다.
- 장기적인 관점에 입각한 ESG 고려사항과 부합된 주주결의안을 제출한다.
- ESG 문제와 관련하여 기업에 개입한다.
- 집단적인 기업관여 활동에 참여한다.
- ESG 관련 기업활동관여를 인수하고 보고하도록 투자운용자에게 의뢰한다.

(3) 우리는 우리의 투자대상에게 ESG 이슈들의 정보공개를 요구한다.

- (Global Reporting Initiative 와 같은 도구를 사용하여) ESG 문제에 관한 표준화된 보고서를 요구한다.

---

88) engagement란 주주들에 의한 기업활동관여를 말한다. 일반적으로 의결권행사뿐만 아니라 기타 방법(직접대화)도 포함하는 개념으로 인식되어 있다.

- 연차회계보고서 내에 ESG 과제에 관하여 기재할 것을 요청한다.
- 관련된 기준, 표준, 행동규범 또는 (UN의 Global Compact) 와 같은 국제적 기준의 채택 및 준수에 관하여 정보공개를 기업에 요청한다.
- ESG 공시를 촉진하는 주주 제안 및 결의안을 지지한다.

(4) 우리는 자산운용업계의 PRI 준수와 이행을 위해 노력한다.

- 투자용역제안요청서(RFPs)에 본 원칙과 관련된 필수조건을 포함시킨다.
- 운용위탁제도, 감시절차, 실행지수 및 보수체계를 상황에 맞추어 조정한다(예컨대, 적절한 경우 투자관리 프로세스가 장기 비전을 반영할 것을 보증하는 등).
- 투자서비스제공자들에게 ESG 과제에 대한 요구수준을 전달한다.
- ESG에 관한 (정보 및 조사의) 요구수준을 충족시키지 못하는 서비스 제공자들과의 관계를 재고한다.
- ESG 과제의 반영을 평가하는 수단의 개발을 지원한다.
- 본 원칙의 실시를 가능토록 하는 기준작성, 정책개발을 지원한다.

(5) 우리는 PRI 이행에 있어서 그 효과를 증진시킬 수 있도록 상호 협력한다.

- 수단을 공유하고, 인적·물적 자원을 축적하고, 투자보고서를 연구의 대상으로 하기 위하여 네트워크 및 정보인프라를 지원하고 그러한 활동에 참여한다.
- 발생하는 문제와 관련하여 폭넓게 의견을 집약하고 교환한다.
- 적절한 공동 발기과제(Initiative)를 제안하고 지원한다.

(6) 우리는 PRI 이행에 대한 세부활동과 진행상황을 외부에 보고한다.

- ESG 과제문제가 투자실무상 어떻게 반영되는가를 공시한다.
- 적극적인 주주활동의 상황을 공시한다(의결권행사, 주주관여, 대화 등).

- 본 원칙과 관련하여 서비스제공자들로부터 무엇이 요구되고 있는가를 공시한다.
- ESG 문제 및 본 원칙에 관하여 위탁자와 의견을 교환한다.
- “Comply and Explain Approach” 방식<sup>89)</sup>을 이용하여 본 원칙에 관한 진척 상황 내지 성과를 보고한다.
- 본 원칙이 끼치는 영향의 정도를 측정한다.
- 보다 광범위한 이해관계자들의 관심을 제고하기 위하여 이 보고서를 활용한다.

#### IV. 본 원칙의 목적과 성격

본 원칙은 기관투자자가 환경상의 문제, 사회적 문제 및 기업지배구조(ESG)의 과제를 투자의 의사결정과 실무에 반영하여 위탁자를 위하여 장기적인 투자성과를 향상시킬 것을 목적으로 한다. 또한 본 원칙은 각 기관이 관여하는 투자활동 전반에 있어서 통상의 투자활동이나 소유관행에 원칙을 부여하는 것이며 특정의 자산계층이나 상품류에만 적용되는 것은 아니다. 따라서 본 원칙에의 서명은 각기관경영진으로부터의 운용사업 전반에 대한 약속(commitment)을 표명하는 것이다.

그러나 본 원칙은 법적구속력이 없는 임의의 원칙이며, ESG과제를 고려하는 일이 기관투자자로서는 사회적 책임이 되는 것이다. 서명에도 불구하고 이를 전혀 실천하지 않을 경우에는 제재조치는 없으나 이미지 손상(reputation risk)이 발생할 가능성이 있다.

#### V. 본 원칙의 기대효과

기관투자자에게는 자산을 맡긴 위탁자의 이익을 최대한으로 할 의무가 있다. 또한 기관투자자는 ESG 등 자산운용에 큰 영향을 미칠 수

---

89) Comply and Explain 방식 : 원칙을 어떻게 이행하고 있는지 보고하고, 이행하지 못하고 있는 부분에 대해서는 합당한 이유를 설명하는 방식을 의미한다.

있는 여러 가지요소를 적절히 고려해야할 의무를 안고 있다. 근래에 투자가 내지 기관투자자들은 ESG에 관한 상당한 연구를 수행한 바 있으나, 대형 기관투자자들은 ESG 과제를 투자의 의사결정이나 투자 실무에 체계적으로 반영하는 시스템이 정비되어 있지 않았다. 따라서 UN의 책임투자원칙은 이러한 시스템을 제공하는 역할을 한다.

본 원칙은 수익자에 대하여 장기적인 관점에서 투자성과의 향상을 가져다 주는 것을 목적으로 하고 있으나 동시에 본 원칙 적용에 있어서 투자업계나 산업계 전반에서 ESG 과제에 관한 관심을 제고하게 될 것이다. 투자가가 보다 활동적인 자세를 취하게 되면 그 활동을 지원하는 새로운 연구성과와 지표도 나오게 될 것이다. 또한 ESG 과제에 대한 투자가의 지속적 관심은 기업경영자에게도 영향을 끼쳐 기업경영진들도 이러한 비재무적인 위험성 내지 기회에 대한 사실에 대하여 관심을 높이게 될 것이다. 요컨대 이러한 변화가 중장기적으로 기업의 수익을 높이게 될 것이다. 결국 책임투자원칙은 기업의 환경상의 문제, 사회문제 및 기업지배구조의 문제의 개선에 기여할 것이다.

## VI. 이 원칙의 반영이 투자성과(이익)에 미치는 영향

본 원칙이 실시되면, 운용실무에 큰 영향을 미칠 수 있는 다양한 요소가 보다 명확히 이해될 수 있다. 또한 그 결과 투자수익의 향상과 리스크의 축소에 기여할 것으로 기대된다. 서명기관의 네트워크를 통하여 인적·물적 자원의 축적으로 연구 내지 활동적인 투자실행의 비용절감도 가능하다. 또한 본 원칙은 여러 가지 조직적인 문제를 투자자들이 공동으로 대처할 수 있고, 그러한 문제가 개선되는 경우에는 보다 안정적이고 수익성이 높은 시장의 실현도 가능하게 된다.

[ESG 이슈와 주가에 미치는 영향 사례]

**E (환경):** 소니는 2001년 플레이스테이션2를 유럽시장에 수출하고자 하였으나, 제품내 중금속인 카드뮴이 있다는 이유로 네덜란드 세관으로부터 수입불가 판정을 받아 직접적인 피해액만 2,000억원에 달하는 손실을 입음

**S (사회):** 나이키는 1998년 파키스탄과 캄보디아에서 아동노동 스캔들에 휘말려 영업이익이 37% 급락하고, 주가에도 큰 손실을 입음

**G (지배구조):** 엔론이나 월드콤은 부정회계와 나쁜 기업지배구조로 인해 파산함

## VII. 본 원칙과 수탁자 책임과의 관계

본 원칙은 ESG의 과제가 투자성과에 영향을 미칠 수 있다는 가능성을 전제로 한다. 따라서 투자판단시 ESG 과제를 적절히 고려하는 것은 리스크를 감안한 보다 높은 수익과 관계되며, 투자자의 수탁자책임(fiduciary duty)을 견실히 준수하는 것이 된다. 본 원칙은 수탁자책임의 범위 내에서 운용되어야 한다는 점이 본문 중에 명기되어 있다.

본 원칙은 수탁자책임의 범위 내에서 운용되는 광범위하게 분산된 포트폴리오 기법을 구사하는 대형 기관투자자의 투자행태를 대상으로 하고 있다. 본 원칙은 특정 기업 내지 업종의 배제 또는 선별을 요구하지는 않는다. 투자가에 따라 선별이나 제외가 적절한 조치인 경우도 있을 수 있으나, 본 원칙은 ESG의 기준에 따라 특정기업이나 특정업종을 제외하기 보다도 투자대상기업에의 경영관여(engagement)를 제안하고 있다.

## VIII. 서명하는 기관들의 유형

서명기관은 대강 아래의 3종류로 분류된다. 서명에는 각 서명기관의 경영진이 운용사업 전반에 대하여 동 원칙의 준수를 약속(Commitment)해야 한다.

○ 자산소유자 : 장기퇴직적립금, 보험금 기타의 자산을 운용하는 자산소유자들을 대표하는 기관. 예컨대, 연금기금, 정부관계 준비기금, 기타의 기금, 재단, 보험·재보험회사, 기탁기관 등. 이러한 자산보유자들이 본 원칙의 주요대상이다.

○ 운용회사 : 기관투자가 및 개인투자가를 대리하는 자산운용회사. 자산보유자와 운용회사의 분류는 엄격하게 규정될 수가 없고, 대체로 운용회사 내에서 자기자산액이 타인자산액을 초과하는 경우에는 자산보유자로 보도록 하고 있다.

○ 전문 서비스 파트너 : 자산보유자나 운용회사에 대하여 상품이나 서비스를 제공하는 기관. 그러한 기관 자체는 자산의 관리나 운용을 수행하지 않지만, 고객이 어떠한 ESG과제를 고려할 것인가에 대하여는 큰 영향력을 행사한다. 이러한 기관이 원칙에 서명하는 경우에는 운용에 있어서 ESG 과제의 관련성을 인식하고 고객의 본 원칙 실시를 지원하는 서비스의 제공과 그 강화를 표명하는 것이다.

원칙적으로 위와 같은 카테고리에 속하는가의 결정여부는 서명을 희망하는 기관의 자기판단에 맡기나 책임투자원칙이사회는 카테고리 변경권을 갖고 있다.

PRI의 세부실천프로그램은 서명기관들로 하여금 사회책임투자(social responsible investment) 방침을 수립하도록 요구하고 있으며, 투자대상 기업에 대한 지속적인 대화와 경영관여(Engagement), 적극적인 의결권 행사, 자산운용과 관련된 용역제안요청서 조건반영, 투자결정과정의 개선, 사회책임투자와 관련된 모든 활동들에 대한 정보공개(보고)를 요구하고 있다.

본 원칙에의 서명에 금전적인 의무로서는 서명기관의 활동지원이나 서명기관의 유치를 위한 사무국의 활동을 지원하기 위하여 서명기관당 미화 5,000불 내지 10,000불의 찬조금 제공을 제안하고 있다.

### 제 3 절 본 원칙과 관련된 주요 이니셔티브

#### I. 주요 이니셔티브의 배경

현재 국제사회에는 지속가능한 발전과 기업의 사회적 책임을 효과적으로 증진시키기 위하여 다양한 이니셔티브를 제창하고 각국 정부, 국제기구, 시민사회, 기업, 금융기관들이 협력하고 있다. 아래에 소개하는 여러 이니셔티브 들 중에는 직접적으로 SRI와 관련은 없지만, 금융기관의 투자대상이 될 기업들이 지속가능성을 높이고, 비재무적 이슈에 대한 성과를 극대화 하는 데에 지원사업을 펼치거나 국제사회의 환경조성에 이바지 하고 있기 때문에 이들의 특징과 목표 및 활동 등을 살펴볼 필요가 있다.

특히 이들 이니셔티브들은 상호간에 직간접으로 영향을 끼치고, 실질적인 협력을 통해 상당한 연관성을 갖고 움직이고 있다.<sup>90)</sup> 앞에서 자세히 소개한 UN의 PRI처럼 대표적인 국제기구인 유엔의 주도로 운용되는 이니셔티브도 있는가 하면, 초기에는 시민사회의 요청으로 구성되어 현재에는 기업, 정부 등도 참여하는, 다양한 이해관계자의 네트워크로 발전한 이니셔티브들도 있다. UN 의 PRI와 더불어 유엔 환경계획/금융 이니셔티브(UNEP/FI), 적도원칙(Equator Principles), 탄소공개프로젝트(CDP) 등은 금융기관의 직접적인 참여와 주도로 구성되어 실질적으로 SRI를 장려하고 시장환경을 조성하는 역할을 하고 있다. 이 중에서 앞에서 소개한 UN PRI는 SRI를 위한 원칙을 제시하고 있어 국제적인 금융기관 특히 투자기관의 역할에 대해 재조명하고, SRI의 목표와 방향에 대하여 큰 틀을 제시하고 있다.

---

90) 유엔환경계획/금융(UNEP/FI) 이니셔티브와 글로벌 컴팩트(Global Compact)가 주도하여 UN PRI를 제창한 것은 좋은 예이다.

## II. 유엔환경계획/금융 이니셔티브(UNEP/FI)

금융기관 운영의 모든 수준에서 발생 가능한 환경 및 지속가능성 사례를 개발하고 이를 촉진하기 위한 유엔환경계획/금융 이니셔티브(UNEP/ FI)는 유엔과 금융기관 사이의 자발적 파트너십으로, 160개가 넘는 기관이 서명기관으로 참여하고 있다(UNEP/ FI 사무국 발간, 2008 Overview 자료 참조). 1992년 5월 UNEP 내 은행기관 그룹들의 환경 이슈에 대한 관심으로 UNEP Financial Institutions Initiative 로 첫 출발하여, 1995년 보험업계가 UNEP Insurance Industry Initiative 를 뒤이어 출범시켰다. 이후 2003년 두 그룹이 통합되어 본격적인 UNEP/FI가 출범하여, 현재에는 은행, 보험업계 뿐만 아니라, 자산운용사를 비롯한 다른 금융기관들도 참여하여 지속가능한 발전과 금융서비스 향상을 위해 노력하고 있다. 이를 위해 UNEP/FI는 지속가능성과 금융에 대한 실용적인 연구를 통해 금융기관들의 적극적인 활용을 추구하고 있으며, 국제회의나 각종행사를 통해 귀중한 정보를 교환할 수 있는 기회를 제공하고 있다.

우리나라에서의 UNEP/FI 활동으로서는 2006년 7월 UNEP/FI 한국그룹이 설립되어 분기별 모임을 통해 회원사간 지속가능 금융동향을 공유하고 지속가능 금융에 대한 인식확산과 국내 금융시장의 여건에 맞는 고유한 실천방안 도출을 위해 전문가 워크샵 등 교육훈련 프로그램을 자체적으로 수행하고 있다.<sup>91)</sup>

## III. 유엔 글로벌 콤팩트(UN Global Compact)

### 1. 배경, 활동목표와 실행

1999년 스위스 다보스에서 열린 세계경제포럼에서 유엔 전 사무총장 코피 아난이 비즈니스 리더들에게 국제사회의 윤리와 환경 개선을 위해

---

91) [www.unepfi.org](http://www.unepfi.org)



제안한 자발적 이니셔티브로, 이듬해 7월 뉴욕 유엔본부에서 비즈니스 리더들, 기업, 유엔기구, 노동시민단체 대표들이 참석한 자리에서 출범하였다. ‘인간의 얼굴을 한 자본주의(Capitalism with a human face)’를 구현하고 지속가능한 개발을 지향하는 새로운 경제 패러다임을 모색하기 위한 Un Global Compact는 인권, 노동, 환경, 반부패 이슈를 중심으로 10개 원칙을 서명기관에 준수사항으로 제시하고 있다.

글로벌 콤팩트는 인권, 노동, 환경과 반부패 분야에서의 기업전략을 글로벌 콤팩트의 10대원칙과 결합시켜 나갈 수 있도록 하는 틀을 제공하고 있다. 유엔글로벌콤팩트는 세계 최대의 자발적 기업 시민 이니셔티브로서, 100여개 이상의 국가들의 수천여 회원들로 이루어져 있으며, 무엇보다도 기업과 세계시장의 사회적 합리성을 제시하고 발전시키는데 목적을 두고 있다. 글로벌콤팩트에 가입한 기업은 세계적 원칙에 기반을 둔 기업전략 및 사회신념을 통해 세계 경제와 사회가 더욱 안정되고 정당하며 포괄적으로 번영하고 번성하도록 기여한다는 신념을 공유하고 있다.

기업경영, 무역과 투자는 세계의 번영과 평화를 위한 필수적인 역할을 담당하고 있다. 하지만 많은 분야에서 기업은 착취적 관행, 부패, 소득 불평등, 혁신과 기업경영을 방해하는 장벽과 같은 심각한 딜레마에 빠져있는 것도 사다. 결국 투명하고 건설적인 기업문화는 신뢰와 사회적 자본을 쌓으며 폭넓은 기반의 발전과 지속가능 시장에 기여할 수 있다는 신념에 바탕을 두고 있다.

UN Global Compact 의 2대 목표는 기업 경영전략과 그 실행 프로세스를 통해 10가지 기본 원칙이 시장에 반영될 수 있도록 도모하는 것과 문제가 발생할 경우 다양한 산업과 이해관계자들이 뜻을 모아 해결을 촉진하고자 하는 것이다. 이를 위해 UN Global Compact에는 기업, 시민사회, 학계, 산업협회, 노동계, 지방정부(도시)의 자발적인 서명을 통해 회원자격을 부여하고 있으며, 10가지 기본 원칙을 준수하

기 위한 기관의 이니셔티브들과 그 이행결과들을 온라인을 통해 교환하고 지역수준의 자발적 네트워크를 통해 서로의 노하우를 공유하고 활동을 촉진한다.<sup>92)</sup>

## 2. 유엔글로벌콤팩트 10대 원칙 (The Ten Principles)

인권, 노동, 환경과 반부패에 관한 글로벌콤팩트의 10대원칙은 세계적인 협의 과정과 더불어 세계 인권 선언, 노동에서의 권리와 기본 원칙에 관한 ILO 선언, 환경과 개발에 관한 리우 선언, 국제연합 부패 방지협약 등의 선언과 협약에서 유래하였다.

### (1) 인 권 (Human Rights)

원칙 1: 기업은 국제적으로 선언된 인권 보호를 지지하고 존중해야 한다.

원칙 2: 기업은 인권 침해에 연루되지 않도록 적극 노력한다.

### (2) 노동규칙 (Labour Standards)

원칙 3: 기업은 결사의 자유와 단체교섭권의 실질적인 인정을 지지하고,

원칙 4: 모든 형태의 강제노동을 배제하며,

원칙 5: 아동노동을 효율적으로 철폐하고,

원칙 6: 고용 및 업무에서 차별을 철폐한다.

### (3) 환 경 (Environment)

원칙 7: 기업은 환경문제에 대한 예방적 접근을 지지하고,

원칙 8: 환경적 책임을 증진하는 조치를 수행하며,

원칙 9: 환경친화적 기술의 개발과 확산을 촉진한다.

---

92) <http://www.unglobalcompact.org/>.

#### (4) 반부패 (Anti-Corruption)

원칙 10: 기업은 부당취득 및 뇌물 등을 포함하는 모든 형태의 부패에 반대한다.

### 3. 향후의 활동전망

유엔이 창설된 지 이미 60여 년이 되었고 유엔의 평화유지와 세계 번영을 위한 노력은 지속되고 있다. 세계가 하나의 지구촌으로 발전하는 가운데서도, 크고 작은 분쟁이 아직도 끊이지 않고 있으며, 세계화의 진전과정에서 국제개발의 지연, 빈부의 격차, 인권의 침해 등 정치, 경제, 사회적 문제와 특히 기후 변화의 심각성은 환경적 측면에서도 많은 문제점을 야기하고 있다. 이러한 현안들에 대한 국제사회의 단합된 대응노력이 절실해지고 있으며, 세계상황의 변화에 따라 유엔 체제 또한 심각한 변화의 도전에 직면하고 있다.

따라서 유엔은 2000년 글로벌콤팩트를 창설하여, 국제사회의 결집된 힘을 모아가며 기업의 사회적 책임이행을 통하여, 세계화의 여러 문제들에 국제사회가 공동 대처해 나가도록 추진하고 있다. 글로벌콤팩트에 참여하는 기업들은 다른 사회구성원들과 연계하여, 지속가능하고 포괄적인 세계경제를 실현하는데 앞장서서 기여해 나가고 있다.

UN Global Compact는 10대 원칙을 통해 공공정책에 있어 기업의 사회적 책임과 책임 있는 투자의 원리를 강조하고 있으며, 글로벌 콤팩트를 토대로 한 기관투자, 자본시장에 있어 환경, 사회, 기업지배구조 기준의 중요성, 기업의 사회적 책임을 주도할 미래 지도자 교육의 중요성, 로비문화 개혁 등을 강조하고 있다.

이미 세계적으로 4,000여 개의 기업 등 5,200여 회원이 유엔 글로벌 콤팩트 네트워크에 참여하여 활동하고 있다. 또한 80여 개국에 국가별 네트워크가 결성되어 있다. 현재(2008년 5월 기준) 한국에서도 117개의 기업 및 단체가 유엔글로벌콤팩트에 가입하여 뜻을 모으고 있다.

우리나라에서도 동 협회의 설립을 위하여 2007년 7월2일 발기인대회를 개최하였고, 동년 9월 17일 창립총회를 개최하여 유엔글로벌콤팩트 운동의 확산을 위한 활동을 시작하였다. 뜻있는 우리 기업들의 많은 참여가 기대되고 있다.

#### IV. 지속가능성 보고서 가이드 라인

지속가능성 보고서 가이드라인은 지속가능성 개념을 구체적 활동으로 연계시키기 위해 UNEP과 CERES(Coalition for Environmentally Responsible Programme)이 연계하여 1997년 창설한 GRI (Global Reporting Initiative)가 발간하는 조직의 자체활동, 제품 및 서비스의 경제적·환경적·사회적 측면에 대한 성과보고 기준을 제시하는 국제표준이다.

2000년 1차 '지속가능성보고서 가이드라인, 2002년 2차 G2 가이드라인을 거쳐, 2006년에 현재의 'GRI 3 가이드라인'이 발표되어 지금 많은 기관들이 이를 참조하여 환경, 사회, 경제와 관련된 지속 가능성 정보들을 공개하고 있다. GRI의 목표는 전통적인 재무보고서와 더불어 기업의 경제적 성과와 환경적 사회적 수준의 정보를 어떠한 방법으로 통합하여 보고할 것인가에 관한 지침을 만드는 것에 있으며, 다양한 이해관계자의 참여과정을 통해 그 기준을 표준화하고 있다.<sup>93)</sup>

GRI는 기업 또는 단체의 경제적 성과, 환경적 성과, 사회적 성과 등의 분야에서 전 세계적으로 적용 가능한 지속가능성 보고 가이드라인을 발전시키고 보급시키는 데 그 사명이 있다. 최근 기업들이 재무적인 측면의 성과뿐만 아니라 비재무적인 측면의 성과를 담은 '지속가능성보고서' 혹은 '사회책임보고서'를 앞다투어 내고 있는 데, 이 보고서는 대부분 GRI를 그 지침으로 삼고 있다. GRI는 기업이 발간한 지속가능성보고서를 데이터베이스로 만들어서 인터넷을 통해 일반인들에게

---

93) [www.globalreporting.org](http://www.globalreporting.org)

공개한다. 지속가능보고서를 발간하는 기업들은 자유롭게 자사의 보고서들 GRI 사이트([www.globalreporting.org](http://www.globalreporting.org))에 등록할 수 있도록 하고 있으며, 지속가능성을 중요시하는 투자자, 특히 사회책임투자자들은 GRI 사이트를 통해서 사회적으로 책임감 있는 경영을 하는 기업들의 현황을 이를 통해 비교할 수 있다.

GRI의 가이드라인은 모든 유형(기업, 공조직, 비영리조직), 규모(소규모에서 대규모 인원까지), 어떠한 입지의 조직에 의해서 활용될 수 있도록 고안되었다. GRI는 경제적 성과, 환경적 성과, 사회적 성과로 사회적 책임의 큰 틀을 분류하고 다시 세부적인 지표로 구분되어 있다.

GRI는 전세계 기업들을 대상으로 책임감 있는 기업시민활동을 장려하기 위해 UN Global Compact와 전략적 제휴를 체결, 기업들이 UNGC와 GRI 가이드라인을 동시에 충족할 수 있는 보고서를 낼 수 있도록 공동 사용안내서를 발표하고 기업들에게 가이드라인 준수를 촉구하고 있다.

우리나라에서도 GRI 가이드라인을 이용하여 지속가능성 보고서를 발간하는 기업이 증가하고 있다. 포스코, 현대자동차, 삼성 SDI, SK, 롯데백화점, 한국수자원공사, 한국토지공사 등이 GRI 가이드라인에 따라 지속가능성 보고서를 발간하고 있다.

## V. 세리즈 원칙(CERES Principles)

미국의 환경보호단체 세리즈(CERES)가 규정한 기업이 지켜야 할 환경윤리기준이다. 벨디즈원칙(Valdez Principles)이라고도 한다. 1989년 3월 24일 거대 석유기업 엑슨모빌 소유의 원유운반선 엑슨벨디즈호가 미국 알래스카주 벨디즈 앞바다에서 좌초하여 미국 역사상 최대의 원유 유출 사고를 일으켰다. 이때 유출된 원유의 양은 4200만kl에 이르렀으며, 이로 인해 막대한 오염 피해가 발생하였다. 10만 마리의 바다조류와 100만 마리의 해양동물이 희생되었다. 이 사고에 대한 반성으로 미국의

‘환경에 책임을 지는 경제를 위한 연합(CERES:Coalition for Environmentally Responsible Economies)’이라는 환경보호단체가 기업이 지켜야 할 환경 윤리기준을 정하여 발표했는데, 이것이 세리즈원칙이다. 세리즈원칙은, 기업은 그 활동으로 인해 생기는 어떤 재해에 대해서도 책임을 지며, 원상회복을 위해 노력하도록 규정함으로써 기업에는 환경에 대한 직접적인 책임이 있다는 것을 명기하고 있다. 또한 철저한 정보의 공개, 에너지 이용효율의 향상, 폐기물의 감축, 천연자원의 지속적인 이용, 환경상 및 안전상의 위험 경감, 환경문제 담당자의 임명, 환경문제에 관한 기업감사서의 공표를 규정하고 있다. 이 원칙이 발표된 이후 처음 수년간은 주로 환경친화적 경영으로 유명한 미국의 회사들만이 원칙을 지켰으나 점차 전세계적인 기업경영윤리로 자리잡아 가면서, 세리즈에서 매년 개정해서 발표하고 있는 환경보고서인 ‘세리즈 리포트’를 작성하고 있는 기업이 점차 증가하고 있는 추세에 있다. 94)

## VI. 적도원칙(The Equator Principles)

프로젝트 파이낸싱이란 금융기법이 있다. 자금조달의 기초를 프로젝트를 추진하려는 사업주의 신용이나 물적 담보의 가치에 두지 않고 동 프로젝트 자체의 수익성에 두는 기법으로, 해외 건설 및 대형 프로젝트에서 자주 등장한다. 이와 같은 프로젝트 파이낸싱과 적도원칙은 매우 긴밀한 관계가 있다. 국제적인 대형 토목공사나 인프라 시설을 건설하는 프로젝트에 금융기관의 환경 및 사회적 책임 기준으로서 이 적도원칙이 적용되는 경우가 많기 때문이다. 적도원칙은 한마디로 대규모 개발 프로젝트가 환경파괴를 일으키거나 해당지역 주민이나 사회적 약자들의 인권을 침해할 경우 자금지원을 하지 않겠다는 금융회사들의 자발적인 행동원칙(협약)이다.

---

94) [www.ceres.org](http://www.ceres.org)

2003년 6월 ABN AMRO, 씨티그룹 등 10개 은행이 서명하면서 선포된 이 원칙은 세계은행 그룹으로서 개도국의 민간부문에 대한 프로젝트 금융 및 동 보증업무를 취급하는 국제금융공사(IFC : International Finance Corporation)가 수립한 환경 및 사회적 정책기준을 바탕으로 하고 있다.

IFC는 환경 및 사회적 이슈에 대한 명시적인 기준이나 지침이 없어 많은 은행들이 시행착오를 겪자 2002년 10월 ABN AMRO로 공동으로 런던에서 세미나를 열고 환경단체의 요구에 대처하는 요령과 경험을 서로 나누는 기회를 가졌다. 이를 계기로 ABN AMRO, 시티그룹, 바클레이즈, West LB 등 4개 은행이 작업반을 구성하여 IFC 기준을 토대로 프로젝트 파이낸스에 적용할 적도원칙을 제정하였다.

적도원칙 참여기관은 국제적인 프로젝트 금융시장에서 80%가 넘는 비중을 차지하는 등 막강한 영향력을 발휘하고 있다. 적도원칙은 도의적 차원이 아닌 금융기관의 리스크 관리에 필수적인 의무사항이 되었다.

적도원칙 참여기관들은 2006년 7월초, 그 동안의 시행경험을 살리고 주요고객과 환경단체들의 제안을 받아들여 더욱 강화된 적도원칙을 채택하였다. 개정된 적도원칙은 개도국·선진국을 막론하고(기존에는 개도국) 모든 업종에 걸쳐 자본비용이 1천만불(기존에는 5천만불)이 넘는 프로젝트 금융에 대하여 그 자문활동 단계에서부터 적용된다. 기존 시설을 개량하거나 증설하는 경우에도 환경 및 사회에 미치는 영향이 크면 적도원칙을 적용하게 된다. 참가은행은 매년 그 이행상황을 연차 보고서에 밝혀야 한다. 당연히 적도원칙을 선언한 은행에 대출을 신청하려면 각종 까다로운 조건이 붙게 된다. 적도원칙 서문에는 다음과 같이 명시하고 있다. 「우리는 우리의 환경조항이나 사회적 정책에 동조하지 않는 사업주에 대해서는 대출을 할 수 없다」

개정된 적도원칙에는 2007년 12월 21일 현재 56개의 은행이 참여하고 있다. 그러나 우리나라 은행은 단 한 곳도 없다.<sup>95)</sup>

## VII. OECD 다국적 기업을 위한 가이드 라인

### 1. 배경 및 목적

OECD 29개 회원국과 아르헨티나, 브라질, 칠레 및 슬로바키아공화국 정부는 2000년 6월 27일 OECD 각료회의에서 아래의 다국적기업 가이드라인을 채택하였다.

본 가이드 라인의 전문은 다음과 같다. “OECD 다국적기업 가이드 라인”(OECD Guidelines for Multinational Enterprises)은, 다국적기업에 대한 정부의 권고(recommendations)이다. 가이드라인은 책임 있는 기업 행동에 관한 자발적 원칙 및 기준을 제시하는데 이 원칙 및 기준은 적용가능한 법령(applicable laws)과 합치하여야 한다. 가이드라인은, 다국적기업의 활동이 정부정책과 조화를 이루도록 보장하며, 다국적기업이 활동하고 있는 사회와 다국적기업들간에 상호 신뢰의 기초를 공고히 하며, 외국인투자 환경의 개선에 기여하고, 다국적기업이 지속가능한 개발에의 기여를 촉진하도록 보장하기 위한 것이다. 가이드라인은 “OECD 국제투자 및 다국적기업 선언”(OECD Declaration on International Investment and Multinational Enterprises)의 일부를 구성하는 것인데 동 선언에서는 이밖에 내국민대우, (다국적)기업에 대한 상충되는 요건(conflicting requirements) 그리고 국제투자의 유인 및 저해요인(incentives and disincentives) 등에 관한 사항을 다룬다.”

본 가이드라인은 다국적기업의 활동으로 인한 부정적인 영향을 최소화하고 다국적기업의 사회적 책임(social responsibility)을 강화하기 위하여 제정한 것이다. 특히 다국적기업의 무역과 투자가 확대됨에

---

95) [www.equator-principles.com](http://www.equator-principles.com)



따라 1976년 OECD가 제정한 “다국적기업가이드라인”으로는 다국적기업의 책임을 강조하기 어렵다고 판단하여 1998년 OECD 각료이사회가 가이드라인의 전면 개정을 추진하였다.

개정 작업에는 개인, 시민사회(NGO), 노동계 및 경영계의 의견을 수렴하는 과정을 거쳐 2000년 6월 전면 개정을 하게 되었다.

새 가이드라인에는 뇌물방지과 소비자 이익에 관한 장을 새롭게 설치하였고, 모든 이해당사자가 참조할 수 있도록 가이드라인 및 절차 지침에 대한 주석을 마련하였으며, 이행 절차를 강화하는 수단으로 국내연락사무소(National Contact Points: NCP)를 설치, 운영하도록 하고 있다.

OECD 다국적기업 가이드라인의 준수는 자발적인 것이고 법적으로 강제되는 것은 아니지만 OECD 회원국들이 직접 승인한 포괄적인 다자간 행동강령이다.<sup>96)</sup>

## 2. 개념 및 원칙

본 가이드라인은 다국적기업에 대해 정부들이 공동으로 보내는 권고이다. 본 가이드라인은 적용가능한 법령과 합치하는 모범관행(good practice)의 원칙 및 기준을 제시한다. 본 가이드라인의 준수는 자발적인 것이며, 따라서 법적으로 강제되는 것이 아니다.

다국적기업의 활동이 전 세계로 확대되고 있고 따라서 이 분야에서의 국제협력 역시 모든 국가들로 확대되어야만 한다. 본 가이드라인에 참여하는 정부들은, 개별 진출국(host country)의 특별한 사정을 고려하되 이들이 어디에서 활동하든지간에 자국의 영토에서 활동하고 있는 기업들로 하여금 본 가이드라인을 준수하도록 장려한다.

다국적기업에 대한 정확한 정의는 본 가이드라인의 목적에 비추어 필요하지 않다. 다국적기업이라 하면 대체로 두 나라 이상에서 설립

---

96) [www.oecd.org](http://www.oecd.org)

되어 다양한 방법으로 자신들의 활동을 조정할 수 있을만큼 (상호) 연계되어 있는 그러한 회사 또는 기타 실체들을 가리킨다. 이들 법적 실체중 하나 또는 둘 이상이 다른 실체의 활동에 상당한 영향을 행사할 수 있지만, 당해 기업 내에서 각 실체가 갖는 자치(autonomy)의 정도는 다국적기업들에 따라 상당히 다를 수 있다. 이들 다국적기업의 소유권은 민간, 국가 또는 양자가 가질 수 있다. 본 가이드라인은 (모기업과 또는 현지법인을 포함하여) 다국적기업에 속한 모든 법적 실체에 적용된다. 실제로 이들 사이의 책임이 분산되어 있는 관계로, 이들 실체들은 본 가이드라인의 준수를 촉진하기 위하여 상호 협력하고 지원할 것이 기대된다.

본 가이드라인은 다국적기업과 국내기업(domestic enterprises)간의 대우를 구분할 목적으로 도입된 것이 아니고, 모든 기업을 위한 모범관행을 확립하고자 도입된 것이다. 따라서 가이드라인이 다국적기업이나 국내기업 모두에게 관련이 있는 경우, 다국적기업이나 국내기업 모두 자신들의 행동에 있어 동일하게 본 가이드라인을 준수할 것이 기대된다.

정부들은, 가이드라인이 가능한 널리 준수되도록 장려하고자 한다. 비록 중소기업들은 대기업과 동등한 능력을 갖고 있지 않을 수 있음이 인정되지만 그럼에도 불구하고 본 가이드라인에 참여한 정부들은 이들 중소기업들에게 가이드라인상의 권고를 가능한 한 완전히 준수하도록 장려한다.

가이드라인에 참여하는 정부들은 이를 보호주의적인 목적이나 다국적기업이 투자한 어느 국가의 비교우위를 문제삼는 방식으로 이를 이용해서는 아니된다.

정부들은, 국제법이 허용하는 범위 안에서 자신들의 관할내에 있는 다국적기업의 활동 조건을 규정할 권리를 가진다. 여러 나라에 소재해 있는 다국적기업의 실체들은 그 소재지국의 관련 법령을 준수해야

한다. 다국적기업이 (본 가이드라인의) 수락국에 의하여 상충되는 요건을 부과받게 되는 경우 관련 정부는 발생할 수 있는 문제의 해결을 위하여 신의성실하게 협력해야 한다.

가이드라인에 참여하는 정부들은, 자신들이 기업들을 평등하게 그리고 국제법 및 자신들의 계약상 의무에 따라 대우할 자신들의 책무를 다할 것이라는 양해(understanding)와 함께 동 가이드라인을 공포한다.

중재를 포함한 적절한 국제분쟁해결 메카니즘의 이용은 다국적기업과 진출국 정부간의 법적 문제의 해결을 촉진하기 위한 수단으로서 장려된다.

본 가이드라인에 참여하는 정부들은 이를 홍보하고, 이의 이용을 장려해야 한다. 정부들은 가이드라인을 홍보하고 가이드라인과 관련된 제반 문제의 논의를 위한 포럼으로서 활동할 국내연락사무소(National Contact Points: NCP)를 설립해야 한다. 또한 가이드라인을 수락한 정부들은 변화하는 세계속에서 본 가이드라인의 해석에 관한 제반 현안들을 다루기 위한 적절한 검토 및 협의 절차(review and consultation prodedures)에도 참여하게 된다.<sup>97)</sup>

## VIII. OECD 기업 지배구조 원칙(OECD Corporate Governance Principles)

1999년에 처음으로 제정된 ‘OECD 기업지배구조원칙’은 OECD 회원국 및 비회원국에서 기업지배구조의 기준으로 널리 채택되었다. 국제 금융 안전성을 보장하기 위한 금융안정성포럼(Financial Stability Forum)과 신흥시장에서 기업지배구조를 개선하기 위해 노력하고 있는 세계은행 또한 OECD 원칙을 12개 건전성 판단 기준 중 하나로 활용하고 있다.

---

97) [www.khis.or.kr/bbs/board](http://www.khis.or.kr/bbs/board)

이후 세계경제환경의 변화와 더불어 미국의 Enron사 회계부정사건 등으로 기업지배구조와 관련한 새로운 문제점들이 다수 노출됨에 따라 2002년 OECD 회원국 정부들은 기업부문의 변화를 반영하고자 원칙의 검토를 제안하였고, 새로운 원칙의 제정을 위한 논의과정에 기업, 전문가단체, 노동계, 시민단체 및 국제 기준 설정에 관여하는 기구와 OECD 회원국 및 비회원국 정부들이 참여하였다. 2002년 5월 OECD 각료이사회는 OECD 회원국에서의 기업지배구조의 추진상황을 조사하고 기존의 OECD 기업지배구조원칙을 개정할 것을 결정하였다. 다양한 조사와 논의를 거쳐 2004년 1월 OECD 개정원칙의 초안이 마련되었고, 각국의 유관기관과 전문가의 조언을 받아 2004년 5월 OECD 각료이사회에서 개정원칙이 채택되었다. 2004년 OECD 기업지배구조 원칙 개정의 주요골자는 주주의 권리보호와 주주권의 기능 확대, 소수주주와 외국인주주에 대한 평등대우 강화, 근로자의 감시기능 강화, 기업의 투명성 제고 및 이사회 책임 강화였다.

개정된 원칙은 시장의 효율성을 증진하고, 법집행의 효과성을 도모하며, 감시, 감독 및 법집행당국의 책임을 명확히 하는 기업지배구조의 규제 측면에서의 기본틀의 필요성을 강조하고 있다. 또한 이사회와 경영진의 책임을 강화하기 위해 기업 내에 투명한 경영책임 기준이 필요함을 권고하고 있다.<sup>98)</sup>

## IX. 탄소정보공개 프로젝트(Carbon Disclosure Project)

CDP는 기업의 온실가스 정보공개를 촉진하고 금융기관·투자자들에게 정확한 기업환경정보를 제공하기 위해 영국에 본부를 두고 설립된 기구이자, 프로젝트의 명칭이다. CDP는 전세계 연기금 투자기관을 포함한 금융/투자기관들을 대신하여 세계 주요 상장회사들로부터 ‘기후 변화’의 주요인인 탄소배출 (또는 온실가스배출) 관련해 정확한 정보와

98) [www.oecd.org](http://www.oecd.org)

관련 이슈에 대한 장단기적인 관점에서의 기업의 경영전략을 요구, 수집하여 이를 토대로 연구분석을 수행하는 글로벌 프로젝트이다.

세계 금융기관들이 자발적으로 기후변화와 관련한 기업의 위기와 기회요인에 대한 정보를 객관적으로 수집하고 분석하여 투자에 반영하게 함으로써 기후변화 위기에 대응할 수 있도록 하는 것이 CDP의 목적이다.

2009년 현재 전세계 475개의 금융투자관(총 자산규모 57조 달러)이 참여해 금년에는 3700개 기업을 대상으로 탄소배출 정보공개를 요구했다. 국내에는 2009년 16개 금융투자기관이 참여해 시가총액 기준 100개 국내기업이 탄소배출정보공개를 요구받아 현재 6월말 48개 기업에서 응답을 한 것으로 CDP한국위원회에서 밝히고 있다.<sup>99)</sup>

## X. 사회책임 국제표준(ISO 26000)

2005년도부터 4년간 추진되어온 사회적책임 국제표준(ISO26000 Guidance on Social Responsibility)이 2009년 4월 69개 개발참여국을 대상으로 실시한 1차 온라인 투표에서 2/3 이상의 찬성표를 얻음에 따라 국제표준안으로 등록됐다.

사회적책임 국제표준은 기업, NGO, 정부 등 사회를 구성하는 모든 조직이 사회의 지속가능한 발전에 기여하도록 책임 있는 활동을 하는데 필요한 지침을 제공하는 것을 목적으로 하고 있다.

세계인권선언, ILO협약, 기후변화협약, OECD소비자분쟁해결권고, UN글로벌콤팩트 등의 국제지침들을 총망라한 것으로 사회적책임 국제이행지침의 종합판이라 할 수 있다.

2009년 4월 1일 호주에서 개최된 태평양지역표준회의(PASC)에서는 ISO26000 제정에 대해 보다 신중한 접근이 필요하다는 결의안을 채택하고 이를 ISO 사무총장에게 통보키로 하였다.

---

99) [www.cdproject.net](http://www.cdproject.net)

향후 2회에 걸친 회원국 투표와 수정안 작성이 원활하게 진행되는 경우 'ISO 26000 사회적책임 가이드نس'는 10년 하반기에 국제표준으로 제정될 전망이다.<sup>100)</sup>

## XI. 설리반 원칙(Sullivan Principles)

설리반 원칙은 마틴 루터 킹 목사의 최측근이자 인권운동가인 레온 설리반 목사가 1977년 미국 GM사의 이사회 구성원이었던 시절 기초한 원칙이다.

아파르트헤이트라고 불리는 인종차별 정책이 쓰고 있는 남아프리카 공화국에서 미국의 기업들이 기업활동을 함에 있어서 노동 및 차별금지에 대한 일련의 기준을 이행하게 하고 이에 대한 압력을 행사할 목적으로 만들어졌다. 처음에는 GM사에 제안했으나 당시에는 성공을 거두지 못했다. 그러나 12개의 미국 기업들이 최초로 서명했던 이 원칙은 유색인 노동자의 지위 문제(인종간의 평등한 고용관행)에 관심의 초점을 두고 있다. 이 원칙은 1978년 6월과, 1979년 5월, 1984년 11월에 더욱 확대되었다. 다음은 그 기준이다.

- ① 식사, 휴식, 락카룸, 작업실 등에서 모든 인종을 평등하게 대우한다.
- ② 모든 종업원에게 평등하고 공정한 고용관행을 실시한다.
- ③ 평등한 작업조건과 임금을 제공한다.
- ④ 흑인과 유색인종도 관리 감독직으로 승진할 수 있도록 교육하는 연수 프로그램을 제공한다.
- ⑤ 관리감독직에 종사하는 흑인이나 유색인종의 수를 점진적으로 증가시킨다.
- ⑥ 종업원의 주거, 교통, 학업, 휴가 건강 등의 업무 이외 분야를 지원한다.

---

100) [www.iso.org/sr](http://www.iso.org/sr)

- ⑦ 사회적, 경제적, 정치적 정의를 해치는 법과 관심을 제거하기 위해 일한다.

아파트헤이트가 종식된 지 6년이 지난 1999년 설리반 목사는 코피 아난 전 유엔 사무총장과 함께 글로벌 설리반 원칙을 새롭게 주창했다. 이 원칙은 기업이 사업활동을 하는 지역의 모든 사람에게 인권에 대한 존중과 동등한 일의 기회를 포함하여 경제적, 사회적, 정치적 정의를 제공하는 걸 목표로 삼고 있다.<sup>101)</sup>

## 제 4 절 ESG 요소를 고려한 금융투자의 특징과 내용

### I. ESG 과제와 사회책임투자(SRI)

위에서 본 바와 같이 UN PRI의 주요 골자는 투자 의사 결정 시 ESG 이슈의 반영, 투자대상기업의 ESG 이슈 정보공개 요구, PRI의 충실한 이행으로 되어 있다. 투자자가 ESG 과제를 반영하고 이행하는 것이 바로 사회책임투자(Social Responsible Investment)이다. ESG과제에 대한 기업의 부담을 기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility)라고 한다. SRI와 CSR이라는 개념은 UN PRI가 제안되기 이전부터 등장하였다. SRI의 금융관이 UN의 PRI라고 볼 수 있다.

사회책임투자(SRI)란 펀드매니저 등 금융투자자가 주식, 채권 등 금융자산에 투자할 때 무기제조, 노동착취, 환경오염 등 사회적으로 해로운 계약이나 기업에는 투자하지 않고 반대로 이로운 행위(자)에게는 투자하는 등 투자의 대상과 방식을 선별한 투자를 일컫는다.

20세기 중반부터 미국의 종교계를 중심으로 사회책임투자(SRI: Socially Responsible Investment)가 확산되기 시작하여 현재 전세계적으로 3,000조 원의 자금이 기업의 사회적 책임과 지속가능성을 고려하여 투자되고 있다.

---

101) [www.thesullivanfoundation.org](http://www.thesullivanfoundation.org)

기업의 사회적 책임(CSR)이란 주주와 경영자는 물론이고 노동자, 소비자 등 지역사회와 폭넓은 관계를 가지면서 사회적으로 일정한 기능과 큰 영향력을 행사하게 되는 다국적기업 등 거대기업들이 독선적인 경영이나 일방적인 이익추구를 하지 않고 사회성, 공공성, 공익성 등 사회에 대해 저야 할 일정한 책임을 말한다. 102)

그러나 최근 들어서 기업의 사회적 책임의 핵심요소인 환경, 사회, 기업 지배구조(ESG) 이슈가 주가에 직간접적인 영향을 미친다고 보고 있다. 이에 따라 유엔과 선진금융기관들을 중심으로 투자시 기존에는 비재무적인 이슈로 미비하게 고려했던 기업의 지속가능성을 이제는 체계적으로 고려하는 것이 ‘수탁자 책무(Fiduciary Duty)’에 책임을 다하는 투자(Responsible Investment)라고 재정의 하게 되었다.

1998년 나이키(Nike)사의 아동고용사건, 2001년 엔론(Enron) 스캔들 등을 계기로 사회적 책임이 기업의 가치평가 및 투자유치에 중요한 요인으로 대두됨에 따라 2001년 9월, 국제표준화기구(ISO)의 소비자정책 위원회(COPOLCO)는 CSR에 대한 표준제정의 타당성을 검토했다. ISO 기술관리이사회(TMB)는 SR에 대한 표준 가이드라인(국제표준)을 작성하기로 결의하고 2008년 3월 국제규격(ISO 26000)을 발간한 바 있다.

---

102) 기업의 사회적 책임(CSR)이라는 정의는 다양하다. WBCSD(지속가능한 발전을 위한 세계 기업협의회)에서는 CSR을 “직원, 가족, 지역사회 및 사회 전체와 협력해 지속가능한 발전에 기여하고 이들의 삶을 향상시키고자 하는 기업의 의지”라고 정의하고 있다. OECE(경제협력개발기구)는 “기업과 사회와의 공생관계를 성숙시키고 발전시키기 위해 기업이 취하는 행동”으로, ILO에서는 “기업이 법적 의무를 넘어 자발적으로 전개하는 이니셔티브이며, 기업활동이 모든 이해관계자에게 미치는 영향을 검토할 수 있는 방식”으로, EU집행위원회에서는 “기업이 자발적으로 사회, 경제적 문제를 기업활동 및 이해관계자와 상호작용에 통합하는 과정”으로 정의하고 있다. ISO에서는 사회적 책임을 기업만이 아닌 전체 조직으로 확대(SR : Social Responsibility)하고 이를 “조직이 경제, 사회, 환경문제를 사람, 지역공동체 및 사회에 혜택을 줄 수 있는 목적으로 다루기 위한 균형잡힌 접근 방법”으로 정의하고 있다.



## II. 사회책임투자(SRI)의 내용

### 1. 개념

SRI란 개념은 1980년대 2000년대 전반 이전까지만 해도 개인의 윤리관, 가치관 내지 신조를 실현하는 투자수단으로서 사회적 관점에서 특정 업종이나 기업을 배제하거나 특정사업을 저평가하는 투자수단으로 보았으며 이러한 추세는 2000년대 전반까지 지속되었다. 그러나 2000년대 후반이후 SRI란 기업의 재무적 측면뿐만 아니라 지구환경문제의 배려, 종업원의 기회균등에 대한 배려, 지역사회의 공헌 등 기업의 사회적 측면도 평가하여 투자하는 개념으로 진화된 것이다. 즉 투자의 잣대를 가치관에서 비재무적 요소의 하나로 변화된 것이다.

사회책임투자(social responsible investment)란 투자의사 결정시 전통적으로 중요시되던 재무적인 측면뿐만 아니라 지금까지는 고려하지 않았던 비재무적인 측면인 ESG 이슈, 즉 환경적(Environment), 사회적(Social), 거버넌스(Governance) 문제 등 기업의 지속가능성에 영향을 미치는 요소를 동시에 고려하여 장기적인 관점으로 투자하는 진보된 투자방식이다. 즉, 사회적책임(CSR : Corporate Social Responsibility)을 다하는, 그리하여 지속가능성이 높은 기업에 투자하는 방식으로, 이러한 방식에 기초해 투자하는 펀드를 사회책임투자펀드(SRI 펀드)라고 부른다.<sup>103)</sup> 기업의 사회적 책임(CSR : Corporate Social Responsibility)은 기업의 지속가능한 경영을 위한 행위준칙이며, 사회책임투자(SRI)는 기업의 사회적 책임을 유도할 수 있는 투자방법으로 등장한 것이다. 사회책임투자는 자본에 품격과 영혼을 불어 넣는 아름다운 투자로,

103) 사회책임투자(SRI)라는 용어는 윤리투자, 환경투자, 책임투자, 지속가능투자 등으로 다양하게 불리고 있다. 사회책임투자에는 기업에 대한 투자와 더불어 지역사회에 대한 투자, 주주행동주의 등을 포함하고 있으며, 그 개념도 ‘사회에 대한 책임’에서 ‘투자자의 책임’으로 바뀌어 가고 있다. 최근 들어 유럽과 미국의 금융기관들은 SRI를 사회책임투자(Socially Responsible Investment)에서 지속가능투자(Sustainable & Responsible Investment)로 사용하는 추세이다.

투자자와 기업은 물론 정부와 국민 모두에게 이익을 가져다주는 선순환 자본이라고 볼 수 있다.

미래학자 패트리셔 애버딘은 자본주의의 미래를 예측한 『Megatrend 2010』이라는 그의 저서를 통해 “깨어있는 기업이 사회적 책임을 다하는 기업이며, 이런 기업에 대한 SRI의 물결은 곧 월스트리트에서 가장 훌륭한 수익률을 내는 상품으로 알려지게 될 것”이라는 말로 ‘사회책임투자’ 시대를 예견하고 있다.

사회책임투자는 초기에는 종교계를 중심으로 술, 담배, 마약, 무기 등 죄악주(Sin Stock)에 투자하지 말자는 취지로 시작되었으나, 이제는 안정적이면서 수익을 극대화하는 투자방법으로 자리를 잡아가고 있다.

SRI라는 용어는 윤리투자, 환경투자, 책임투자, 지속가능투자 등으로 다양하게 불리고 있다. 때로는 ‘사회책임’을 사회공헌, 자선활동, 시민운동 등으로 오해하는 경우가 많지만, 사회책임투자는 기업에 대한 투자와 더불어 지역사회에 대한 투자, 주주행동주의를 포함하고 있으며, 그 개념도 ‘사회에 대한 책임’에서 ‘투자자의 책임’으로 바뀌어 가고 있습니다.

ESG 과제가 장기적으로 기업의 가치와 지속가능성(Sustainability)<sup>104)</sup>에 영향을 미칠 수 있는 요인으로도 인식되면서 사회책임투자는 지속가능 책임투자(Sustainable Responsible Investment)로도 불리운다.<sup>105)</sup> 해외

---

104) 지속가능성(sustainability)이란 말이 유명하게 된 건, 전 노르웨이 수상인 부룬트란트(Gro Harlem Brundtland)가 주도한 부룬트란트 위원회에서 ‘지속가능한 발전’이라는 용어를 “우리 후손이 그들의 필요를 충족할 수 있는 능력을 손상하지 않으면서 현재의 필요를 충족시키는 발전”이라고 정의하면서부터이다. 여기에서 지속가능성은 인간 사회의 경제적, 사회적, 제도적, 환경적 제 측면의 지속성만이 아니라 자연환경의 지속성에도 관련된다.

105) 지속가능발전(Sustainable Development)의 개념은 원래 환경문제와 관련해 등장했으나, 1987년 UN세계환경발전위원회에서 발표된 『우리 공동의 미래』(Our Common Future : 일명 Brundtland Report)라는 보고서에서 환경보전과 경제개발을 동시에 추구하는 새로운 발전개념으로 정립되었다. 이 보고서는 지속가능발전을 “미래세대가 그들의 필요성을 스스로 충족시킬 능력을 저해하지 않으면서 현 세대가 자신의 필요를 충족시키는 발전”이라고 정의하고 있다.

에서는 대형투자자들에 의하여 SRI 투자방식이나 전략 등이 꾸준히 연구되어지고 진화하면서 주류 투자방식으로 도입되고 있는 추세이다.

SRI는 일반적인 투자와는 달리 투자하는 기업의 생산활동 과정이나 결과가 환경이나 사회에 어떠한 영향을 미치는지까지 고려하여 투자의 포트폴리오를 구성하고 운용한다는 점에서 전통적인 윤리투자(Ethical Investment)와 동일선상에서 파악하는 견해도 있는데, 이러한 윤리투자방식은 종교기관이나 시민단체 등에서 주로 실행되어 왔다.

최근 들어 세계경제포럼(World Economic Forum), 유엔환경계획(UNEP), 유엔책임투자원칙(UN Principles for Responsible Investment) 등에서는 SRI의 S(Social)를 생략하고 책임투자(RI)라고 호칭하기도 한다. 이는 과거 SRI가 사회에 대한 책임에 중점을 두고 규범적으로 접근해 왔다면, 근래의 SRI는 지속가능한 투자수익을 강조하면서 이를 구현하기 위한 수단적 요소로서 ESG 분석 및 투자전략을 실행한다는 점에서 수탁자의 책임에 주안점을 두고 있다고 볼 수 있다.

## 2. SRI의 역사

우리나라에 SRI 개념이 소개된 것은 1990년대의 일이나, 서구에서는 이미 수세기전에 유대교, 기독교, 회교도 등의 종교인들로부터 시작되었다. 그들은 주변환경에 영향을 미칠 수 있는 경제적 행위에 대해 깊이 통찰하면서, 투자에 있어서도 그들의 전통적인 믿음을 반영시키려고 노력하고 있다.

일반적으로 SRI의 기원은 미국 종교단체의 노예제도 금지로부터 시작되었다고 알려져 있다. 퀘이커교도(Quakers)들은 1758년 연례모임에서 회원들이 인신매매사업에 참여하는 것을 금지하도록 결정한 바 있다. 이에 앞서 감리교의 창시자인 존 웨슬리(John Wesley, 1702~ 1791) 목사는 “돈의 사용”이라는 설교에서, “돈은 벌되, 양심을 버리거나 이웃의 재산이나 건강을 해치는 방식으로 벌지 말고, 강을 오염시키는

화학물질생산과 같은 산업을 피하라”는 SRI의 기본적인 가치를 강조한 바 있다.<sup>106)</sup> 1928년 이러한 사악한 사업(주류, 담배, 무기제도 등의 산업)을 투자에서 배제하는 방식으로 설정된 세계최초의 펀드인 파이오니아 펀드(Pioneer Fund)가 등장하였다.

앞에서 언급한 바와 같이 SRI는 종교적, 윤리적인 동기에서 출발하였으나, 현대에 들어 계속 진화하면서 환경, 사회, 지배구조 등을 모두 포함한 ESG 개념으로 발전되고 일반화되었다.

투자자들 사이에서 1960년대의 사회적 분위기는 인권, 환경, 반전운동에 대한 관심이 증폭된 시기였다. 특히 1970년대 초반 베트남 전쟁을 통해 네이팜탄의 제조사인 다우케미칼(Dow Chemical)등에 대해 거센 항의시위가 벌어졌다. 곧 이어 1971년 미국에서는 베트남전쟁으로부터 수익을 창출하는 기업들은 투자에서 배제하는 뮤추얼펀드인 파스월드 펀드(Pax world Fund)가 출시되었는데, 이것이 현대적 의미의 최초의 SRI 펀드이다. SRI 투자자들의 관심을 모은 또 하나의 사건은 남아프리카공화국의 인종차별정책인 아파르트헤이트(Apartheid)의 철폐를 위한 캠페인이다. 1971년 미국의 설리반(Sullivan)은 남아프리카공화국에서 사업을 영위하는 것에 대한 행동규범인 설리반원칙(Sullivan Principle)의 초안을 작성하였고 유엔은 1976년 남아프리카공화국에서 무기 금수조치를 내린 바 있다.

미국의 시티코프(Citi Corp), 영국의 바클레이즈(Barclays), 연금펀드 등 투자자들의 압력을 수용하여 남아프리카공화국과 관련된 사업의 지분을 매각하거나 신규 출자 및 대출 등을 중지하였다. 이처럼 금융기관 등의 강력한제재로 인하여 남아공은 1985년 채무불이행을 선언하기에 이르렀으며, 그들의 통화가치도 폭락하였다. 이는 SRI 투자자들을 중심으로 한 국제금융제재의 영향력을 보여주는 단적인 사례이다.

---

106) 에이미 도미니, 사회적책임투자, 필맥, 2004, 54면.

한편 1980년대의 체르노빌 핵발전소 붕괴사건, 엑손 발데즈(Exxon Valdez) 기름유출사건, 인도의 보팔사고, 지구 온난화 등 환경에 대한 위기의식이 높아지자, 투자자들의 사회적 관심은 환경이슈로까지 옮겨가게 되었다. 또한 2002년 엔론, 월드컴 등 세계유수 기업들의 회계 부정사건으로 기업의 지배구조에 대한 이슈가 중요하게 부각되어 SRI 투자결정시 기업지배구조도 중요한 이슈로 부각되었다. 따라서 현재의 SRI는 과거 윤리적 종교적 기준과 함께 사회(노동, 인권, 지역사회, 제조물책임, 작업환경 등), 환경(지구온난화, 대체에너지, 수질오염 등), 지배구조(기업공시, 주주권리, 이사회 구성 및 운영 등)가 투자결정의 중요한 과제가 되고 있다.

### 3. SRI의 주요 ESG 이슈

#### (1) 환경

##### ① 기후변화

기후변화에 대한 정부간 위원회(IPCC, Intergovernmental Panel on Climate Change)에서 작성한 보고서에 따르면, 지구의 평균기온은 꾸준히 상승하고 있고, 그 상승의 원인은 인간의 경제활동 때문이며, 기온상승으로 인한 기후변화가 궁극적으로 해수면 상승, 생태계교란, 빈발하는 자연재해와 같은 위험들을 인간들에게 되돌려 줄 것이라고 과학적인 증거들을 토대로 경고하고 있다. 이에 대응하기 위해 국제사회에서도 1992년 리우 유엔환경개발회의를 비롯하여 1997년 교토기후회의까지 지속적인 노력을 펼치고 있다. 물론 중국이나 미국과 같은 거대한 이산화탄소 배출국가들이 교토의정서 승인에 소극적이어서 논란의 여지는 남아 있지만, 최근 탄소배출권거래 제도가 활발해지고, 유럽에서는 탄소배출에 따라 세금을 부과하는 등 기후변화에 대응하는 경제환경 개선 노력에 각 국가들과 단체, 기업들이 적극적으로 나서고 있다.<sup>107)</sup>

107) 사회책임투자, 지속가능한 미래를 열다, 한국사회책임투자포럼, 40면 이하.

## ② 재생에너지

화석에너지에 대한 지나친 의존이 기후변화의 주요 원인으로 꼽히고, 석유에너지 고갈을 초래한다는 우려에 따라 재생에너지 개발이 중요한 과제로 떠오르고 있다. 특히 화석에너지가 아닌, 풍력, 지열, 태양광, 연료전지 등 친환경에너지로부터 전기를 생산할 수 있는 신기술들이 각광받고 있다. 따라서 국제자본시장의 투자자들 역시 이러한 부문에 주목하고 있다. 특히 재생에너지의 사용과 기술개발은 이산화탄소 배출권과 직결되기 때문에 여러 기업들이나 투자자들의 관심이 높아지고 있다. 물론 풍력과 같은 에너지 사업은 대규모의 자금 투자가 필요하고, 유럽이 기술을 선도하는 등 기술 격차도 극심하여 지역에다라서 그 관심 역시 편차가 존재한다. 그렇지만 미국에서도 ‘청명한 하늘조례(2002)’가 발효되어 기업들의 이 분야에 대한 관심이 더욱 고조되고 있는 상황이다.

## ③ 화학물질

화학물질은 식품에 잠재되어 있다가 직접적으로 인체에 해를 끼친다는 점에서 치명적인 이슈이다. 농약, PVC, 탈산염 등이 사용된 1차 생산물(농산물)이 인간과 동물의 건강을 해친다는 과학적인 증거는 이미 충분하고, 카드뮴, 중금속, DDT, 수은 등이 토양과 지하수로 스며들어 조류와 어류에 농축된다는 사실도 입증되어 있다. 더불어 합성수지 제품과 전기전자제품에 들어가는 화학물질이 인체에 유해하다는 최근의 우려는 결국 신화학물질관리제도 (REACH; Registration, Evaluation, Authorization and Restriction of Chemical Substances)와 같은 강력한 화학물질 규제관리제도를 탄생하게 했다. 소니는 2001년 네덜란드 정부로부터 플레이스테이션 게임기에서 기준 이상의 카드뮴이 들어 있다는 이유로 수출을 금지 당했다. 소니는 결국 130억엔 매출손실과 60억엔의 영업이익 손실을 입었다.

④ 생태계교란

도시화, 산림파괴, 지나친 농지개발, 각종토양오염, 습지대 간척 등 인간을 위한 개발이 생태계의 다양한 생물체들을 멸종시키고 있다. 기후변화 역시 생물 다양성을 저해하는 주요한 요인으로 꼽힌다. 이러한 생태계의 교란은 궁극적으로 식료품, 의약품, 농작물, 원예, 화장품 산업 등에 직접적으로 손실을 입히고 있으며, 잠재적으로도 인간의 경제활동에 막대한 영향을 미칠 것으로 예상된다.

⑤ 유전자 조작

유전자 조작 문제는 최근 등장한 이슈 중 하나이다. 생명공학의 발달로 유전자를 마음대로 변형시키는 것이 가능해졌고, 이를 통해 인간들에게 필요한 생명체를 손쉽게 만들어 낼 수 있게 되었다. 그 결과 유전자 조작 생명체가 기존 생태계의 다른 종의생존을 위협하기도 하는 등 여러 가지 문제점들이 발견되고 있다. 특히 유전자 조작 콩을 인간이 섭취했을 때 어떠한 부작용이 나타나는 지에 대해서는 여전히 논란거리로 남아 있다.

(2) 사 회

① 인 권

사회책임투자의 오랜 관심사중의 하나는 바로 인권문제이다. 물론 인권문제는 다소 모호하고 추상적이어서 투자 의사결정에 적절히 반영될 수 있는지에 대해 의문시되기도 한다. 그러나 나이키가 제3세계 하차업체의 아동노동과 강제노동을 관리하지 못해 그 명성이 순식간에 무너지고 주가가 폭락한 사실에서 보듯이 기업의 명성과 직결될 수 있는 이슈가 바로 인권문제인 것이다. 특히 인권문제는 주로 1948년 12월 유엔총회에서 공포된 ‘유엔인권선언문’을 통해서 그 실체적 근거를

찾는다. 인종 및 성차별 금지, 노예제 금지, 임의적 체포 금지, 공정한 재판을 요구할 권리, 언론의 자유, 노동조합을 비롯한 결사의 자유, 자유선거에 의한 민주주의 옹호 등이 그 주요 과제들이다. 이를 기반으로 최근 유엔에서는 글로벌 컴팩트(Global Compact)가 출범하여 유엔인권선언을 현대적으로 재해석하며 기업성과와의 밀접한 연관성에 대한 경각심을 불러일으키고 있다. 또한 SA 8000과 같은 비영리단체(SAI)의 표준은 다국적 기업들의 공급사슬관리 상에서 발생할 수 있는 노동, 인권 문제를 어떻게 관리하고, 그 성과를 보증할 수 있는지에 대한 틀을 제시해 준다.

## ② 사업장에서의 노동권

사업장에서의 노동자들의 권리와 인권문제는 주로 국제노동기구(ILO)의 국제협약으로 표현된다. 강제노동협약(1930), 집회의 자유와 노조를 결성할 권리의 보호협약(1948), 노조와 단체교섭협약(1949), 동일보수에 대한 협약(1951), 강제노동폐지에 대한 협약(1957), 고용차별협약(1958), 최소연령협약(1973), 미성년 노동금지협약(1999) 등으로 나타났다.

특히 기업의 생산환경이 제3세계로 확장되어 가면서 이들 국가에서의 노동환경이 국제적인 관심으로 떠오르게 되었고, 제3세계 구가에서의 빈곤의 악순환을 다국적기업의 탓으로 돌리기 시작하였다. 특히 신발, 섬유, 의류산업에서 아시아 국가들의 아동노동문제는 가장 핵심적인 문제로 등장하였다. 이에 대응하고자 나이키를 비롯한 리복, 겐, 맥스&스펜서와 같은 기업들은 생산국가들의 노동 환경 개선에 적극적으로 개입하기 시작하였고, 국제적인 공급망 상에서 발생할 수 있는 노동문제를 엄격하게 관리하게 되었다. 특히 현지의 NGO나 정부 등과의 협력을 통해 현지인의 실질적인 노동 환경 개선을 위해 기여할 수 있는 방안을 모색하고 있다.



### ③ 독재정권

미국이나 영국의 주요 사회책임투자 펀드들은 독재정권과 관련된 기업들을 주요한 투자의 배제대상으로 삼는다. 특히 남아프리카공화국에서 인종차별정책이 팽배하던 시기에 포드나 시티그룹, 쉘, 바클레이즈와 같은 영미권 국가의 다국적 기업들은 사회책임투자자들의 강력한 저항에 부딪혀 남아프리카공화국을 떠나야 하는 처지에 놓인 적도 있었다. 또한 아웅산 수지 여사로 상징되는 미얀마 역시 독재정권에 의해 자행된 인권유린과 강제노동, 성폭행과 같은 인권 이슈들이 문제가 되면서, 이 나라에서 생산활동을 하던 리바이스트라우스, 애플 컴퓨터, 코닥, 모토로라, 디즈니, 하이네켄 등은 자발적으로 철수를 하거나 미얀마 정부를 압박하기도 하였다. 또한 다르퍼(Darfur)대학살로 대표되는 수단,의 독재정권을 압박하는 투자운동이 전세계적으로 일어나기도 하였다.

### (3) 기업의 지배구조

기업 지배구조(Corporate Governance)이슈는 기업의 본질에 대한 질문에서 시작하기 때문에 근대 자본주의 역사와 그 발전의 궤적을 같이 할 정도로 역사가 깊다. 산업이 거대화되고 복잡화됨에 따라 기업들은 대규모의 자금유동성을 필요로 하게 되었고, 이에 대한 효과적인 자금조달 방안으로서 소유주와 경영자가 분리된 유한회사의 형태가 등장하기 시작하였다. 그러나 소유와 경영이 분리된 상황에서 소유주를 대리하여 기업을 경영하는 전문경영인들이 어떻게 소유주의 이익과 다양한 이해관계자들의 이익을 균형 있게 추구해 나갈 수 이느냐의 문제가 제기 되었다. 그리고 그러한 행위를 가능하게 하는 구조와 절차를 모색해 나가는 것이 바로 기업 지배구조의 논의핵심이다. 최근 들어서는 주주의 이익뿐만 아니라 다양한 이해관계자의 만족, 그리고 사회, 환경적인 위험을 고려할 수 있는 경영인에 대한 적절한

통제가 궁극적으로는 기업의 장기적인 성장에 긍정적이라는 입장으로 까지 발전하고 있다.

지역별로 상이한 기업환경과 문화적 전통의 차이로 인하여 지배구조의 이슈 역시 그 모습이 다르게 나타난다. 미국에서는 주로 주주행동주의를 통한 개별적 활동이 지배구조 이슈와 관련하여 관심을 끈다. 특히 캘리포니아주 공무원 연금(CAL Pers)은 1987년부터 1992년까지 42개 기업을 대상으로 기업실적 개선에 대한 주주행동주의를 실천하였고, 결국 해당기업들이 평균 41%이상 성장하는 실적을 거두기도 하였다. 또한 최악의 파산사태로 꼽히는 엔론 사태를 계기로 미국내 회계 및 감사제도가 강화됨과 동시에 사회책임투자펀드들과 관련단체들도 기업감사에 대한 기준을 강화하기도 하였다. 반면 아시아 지역은 경제 위기의 근본원인으로 창업주와 그 가족이 경영권을 보유하고 있는 족벌적 자본주의 체제가 지목될 정도로 미국과는 그 맥락이 다르다. 따라서 아시아지속가능투자협회(ASIA)와 같은 아시아 지역 사회책임투자그룹은 한국의 재벌과 같은 형태의 지배구조 문제를 개선하자는 목표를 설정하고, 경영의 투명성과 이사회 독립성 문제, 주주에 대한 평등한 대우문제들을 지적하고 있다.

#### 4. SRI의 투자유형별 주요 내용

SRI는 전통적으로 사회적 스크리닝(Social Screening), 주주권옹호/경영참여(Shareholder Advocacy / Engagement), 지역사회개발투자(Community Investment) 등 3가지 유형으로 구분된다. 지속가능한 벤처기업을 육성하고 투자하는 사회책임벤처투자(Social Venture Capital)도 넓은 의미의 SRI이다. 여기서 사회적 스크리닝과 주주권옹호는 경우에 따라 중첩적으로 활용되기도 하는데, 이는 두 유형이 명확히 구별되는 투자유형이라기 보다는 투자 대상기업에 대한 투자자의 참여(Engagement) 정도에 따른 구분이기 때문이다.

### (1) 사회적 스크리닝(Social Screening)

사회적 스크리닝(Social Screening)은 투자자가 기업에 투자를 할 때, 기업의 재무적인 제표 등의 경제적 측면 이외에도 그 사업 내용이 윤리적인지, 혹은 경영활동 과정에서 사회나 환경 등에 어떤 영향을 미치는지 등 비재무적인 요소를 고려하여 투자대상 기업을 선별하는 방법이다. ESG 요소를 고려한 투자 의사 결정으로 이는 사회책임투자의 원형이라 할 수 있다.

에이미 도미니(Amy Domini, 『사회책임투자』의 저자)에 따르면, 사회적 스크리닝 방법을 통해 투자자들은 긍정적인 사업 운영 기록을 가지고 있는 기업들에 투자를 할 수 있다. 또한 해로운 제품이나 서비스를 피할 수 있도록 도와준다.<sup>108)</sup>

이러한 사회적 스크리닝에는 두 가지 방법이 있다. 하나는 네거티브 스크리닝(Negative Screening)이고, 다른 하나는 포지티브 스크리닝(Positive Screening)이다.

네거티브 스크리닝은 말 그대로 마약, 낙태, 무기, 도박, 담배, 포르노 등 사회적으로 비난을 받는 상품을 제조하거나 판매하는 기업이나 산업을 단순히 투자대상에서 제외시키는 투자방식이다. 초기 사회책임 투자자들은 대부분 이런 네거티브 스크리닝을 주로 사용했으며, 사회나 종교윤리에 기반하고 있다고 하여 이를 윤리투자(Ethical Investment)라고 부르기도 한다.

그러나 이 같은 네거티브 스크리닝은 투자자들로 하여금 투자대상 기업을 너무 축소시키는 단점을 가지고 있다. 또한 기준 또한 모호할 경우도 있다. 예를 들어 우리나라의 대한항공이라는 기업은 항공 운송업체로 이름이 나 있지만 KLD([www.kld.com](http://www.kld.com))에 따르면 군수품 판매 수익 세계 25대 기업에 속해 있다. 이런 경우 기준이 중요하게 된다.

---

108) 에이미 도미니, 앞의 책, 79면 이하.

네거티브 스크리닝과는 달리 포지티브 스크리닝(Positive Screening)은 특정 기업군을 배제하지 않고 사회적 책임을 다함으로써 지속가능성을 높여나가는 기업을 적극적으로 선별해 투자대상에 포함시키는 투자방식을 말한다. 이 방식은 환경적, 사회적, 지배구조 등의 측면에서 다른 기업들보다 더 나은 사업운영 기록을 가지고 있는 기업, 또는 모범적인 기업시민이 되려고 노력하고 있다는 점이 입증된 기업들에 투자할 수 있도록 도와준다. 이런 스크리닝 방식으로 투자하기 위해서는 관련 기업들에 대한 방대한 정보가 필요하고, 수량화되어야 한다.

## (2) 주주행동주의/경영참여(Shareholder Activism / Engagement)

투자자가 주주의 입장에서 편지, 주주제안, 의결권행사 등 다양하고 적극적인 방법으로 경영에 관여해 기업경영이나 방침 등에 영향을 행사, 기업가치를 높임으로써 이익을 추구하는 투자방식이다.

사회책임투자자들은 상대적으로 도덕적이고 투명하고 환경친화적이고, 노동자와 협력회사를 존중하는 기업에 투자를 한다. 그러나 이미 투자를 하고 있는 기업에서도 비도덕, 비윤리, 반환경, 반노동적 행태와 같은 불미스러운 이슈들에 연루되어 있을 수도 있다. 사회책임투자자들의 진정한 힘은 바로 이러한 시기에 나온다. 이런 사실이 드러날 경우 사회책임투자자들은 대화와 압력 등 다양한 수단을 통해 주주로서 권리를 행사함으로써 해당 기업으로 하여금 불합리하고 비도덕적인 경영을 중단하고 모든 이해관계자들에게 이익이 되는 경영을 하도록 요구할 수 있다. 이를 주주행동주의(Shareholder Activism) 또는 주주경영관여(Engagement) 라고 한다.

주주라면 누구나 기업의 일부분에 대한 소유권을 바탕으로 기업과 직접대화의 테이블에 앉아 기업 쪽에 여러 가지 쟁점들에 관한 의견을 폭넓게 제기할 수 있다. 직접대화는 여러 가지 행태로 이루어지는데, 에이미 도미이는 그의 저서 『사회책임투자』를 통해 기업에 대한

사회적 감사보고서를 해당기업에 전달하고 그에 대한 보충설명과 응답을 요구함으로써 쟁점 현안에 대해 경영진의 경각심을 불러일으키는 방법 중 하나라고 소개한다. 또 기업이 어떤 결정을 내렸을 때 편지를 보내 명확한 설명을 요구하거나 우려를 표명하고, 경우에 따라서 감사의 뜻을 전하는 것도 좋은 결과로 이어질 수 있다고 언급한다. 직접 대화의 방법으로 가장 제도적이고도 널리 이용되는 건 주주결의안 제출과 이에 대한 투표다. 이러한 합법적이고 민주적인 권리행사에도 기업의 태도에 변화가 없다면 사회적책임투자자들은 투자자로서 마지막 수단이라고 할 수 있는 투자환매(철회)를 강행할 수 있다.<sup>109)</sup>

이러한 주주행동주의는 남아프리카 공화국의 인종차별 정책을 종식시키는 데 기여했고, 납품업체에 제품이나 부품생산을 아웃소싱할 때 적용해야 할 규범 제정에도 기여했다. 또 기업의 환경정책을 끌어올리는 데도 기여하는 등 수많은 변화를 이끌어냈다.

### (3) 지역사회개발투자(Community Investment)

지역사회개발투자란 전통적인 금융투자로부터 소외된 지역에 대한 대안적 투자방식으로, 주로 경제적으로 낙후된 지역에서 거주하는 사회빈곤층의 삶의 조건개선과 자립을 위한 자금수요를 충족시킬 목적으로 이루어지는 투자이다. 즉 저소득층과 빈민층, 원주민 공동체, 여성 소유 영세업자, 실업자 등 높은 이자와 까다로운 대출 조건 때문에 일반 금융기관의 문턱을 넘을 수 없는 사람들을 위한 투자를 말한다. 이들에게 사업을 시작하도록 종자돈을 저리로 대출하여 그들이 생계를 유지하고 해주고, 주택보급에 필요한 자금을 빌려주고, 또 저축을 어떻게 해야 하는지 교육하고, 공동체적으로 작은 규모의 창업을 하는데 필요한 자금과 기술 등을 지원하는 등 저소득층의 자립과 낙후된 공동체 재건을 목적으로 한다. 한마디로 경제적으로 낙후되어

---

109) 에이미 도미니, 앞의 책, 119면 이하.

전통적인 금융투자로부터 소외된 지역이나 주민들을 위한 대안적 투자를 의미한다.

일반적으로 지역사회개발투자는 사회책임투자자들이 자신의 투자 포트폴리오 구성시 일부의 자금을 지역사회개발금융기관에 고수익을 바라지 않고 투자(예치)하면, 지역사회금융기관은 일반은행과 대출기관들이 기피하는 사회빈곤층에 저리로 자금을 대출해 주거나 사회적 기업(Social Enterprise)에 대한 자금지원을 통해 일자리를 창출하는 형태로 이루어진다.

지역사회개발 금융기관에는 지역사회개발 대출펀드(Community Development Loan Fund), 지역사회개발 은행(Community Development Banking), 지역사회개발 신용조합(Community Development Credit Union), 지역사회개발 벤처펀드(Community Development Venture Capital Fund) 등이 있다.

이러한 지역사회개발투자는 미국과 영국에서 활발히 전개되어 왔다. 시카고 사우스 쇼어 बैं크(South Shore Bank)나 1976년 방글라데시의 경제학자인 모하메드 유누스가 설립한 그라민 은행(Grameen Bank), 오 이코 크레디트 등은 지역사회개발 금융의 대표적인 기관입니다. 우리나라에서는 사회연대은행이나 부스러기 사랑나눔회의 신나는 조합 등이 이와 유사하다고 할 수 있다.

이들 지역사회개발 금융기관은 어려움에 처한 사람들에게 힘이 되어 준다.

그렇다고 지역사회개발 금융기관에 대한 투자는 곧 ‘자선’이 아니다. 단지 양심적인 장기투자자들이 고수익을 포기하는 대신 상생의 공동체 건설이라는 사회적 가치에서 더 보람을 느끼고 있을 뿐이다. 또 이들 기관의 대손비율이, 즉 저소득층의 대출금 상환율이 대기업들보다 더 높다는 점은 지역사회개발 금융기관이 수익성이 있는 사업모델이 될 수 있다는 가능성을 보여주고 있다. 이 때문에 도미니 에이미는 그의

저서 『사회책임투자』에서 지역사회개발투자를 사회책임투자의 한 영역으로 논의하고 있다.<sup>110)</sup>

그러나 기업의 사회적 책임과 투자자의 수탁자 책무를 매개로 한 ESG 기준에 의한 기업투자를 중심으로 사회책임투자를 파악하는 입장에서 보면 지역사회개발투자는 주변적인 투자유형으로 간주되고 있다. 실제로 영국의 UKSIF(UK Social Investment Forum)는 지역사회개발투자를 사회책임투자가 아닌 SOC나 사회복지시설 등에 대한 공공목적 투자를 의미하는 사회적 투자(Social Investment)의 하위 영역으로 분류하고 있다.

## 제 5 절 주요국의 PRI원칙의 도입현황과 법제정비

### I. 미 국

#### 1. 일반적인 규정

미국의 경우 기관투자자들의 투자행동을 규율하는 법률에는 다양한 연방법과 주법이 있다. 이러한 법률들로부터 ESG 투자에 대한 영향을 미치는 입법적 발전을 더듬어 볼 수 있다. 이에는 대표적으로 연방법 제와 통일법을 만들기 위한 주법과 미국 법조협회의 신탁법 제3차 Restatement<sup>111)</sup> : 신중한 투자자원칙(Prudent Investor Rule)을 반영한 보통법상의 발전을 통해 획득한 신중한 투자자원칙(Prudent Investor Rule)의 발전을 들 수 있다.

110) 에이미 도미니, 앞의 책, 149면 이하.

111) 미국의 경우 2000년 표준신탁법(UTC: Uniform Trust Code) 제정전에는 각주별로 상이한 신탁법을 갖고 있었다. 이러한 사정으로 각주의 신탁법은 다양한 변화에 효율적으로 대응할 수 있는 내용과 체계를 갖추지 못하였다. 그래서 각주법의 부족분을 채워주었던 것이 ‘Restatements’이었다. 제2차 Restatement는 너무 오래전에 채택된 것이어서 거대현실과 부합하지 않는 것이 많았고, 제3차 Restatement는 수탁자의 의무에 관한 내용만을 담고 있다.

기관투자자의 투자행위를 규율하는 법제를 구체적으로 살펴보면 개인연금에 대하여는 연방법인 1974년 ERISA법(종업원퇴직소득보장법: Employee Retirement Income Security Act)이 있다.<sup>112)</sup> ERISA법은 개인연금에 대한 최소한의 기준을 세우고 연금과 관련한 거래의 연방소득세 효과에 대해 광범위한 규칙을 제공하는 미국연방법이다. 이 법은 연금과 관련한 재무나 기타 정보를 수익자에게 공개하도록 요구하고, 연금에 대한 수탁의무를 행동규범으로 마련함으로써 수익자의 이익을 보호하고 있다. 그러나 공무원을 위하여 설립된 공적연금은 주법에 의하여 규율된다. 뮤추얼펀드에 대하여는 1940년 투자회사법(Investment Company Act)이 있으며, SEC의 감독대상이 된다. 보험회사에 대하여는 주법이 적용되며, 보험회사의 투자재량은 엄격히 규제받고 있으며, 주 감독기구에 의하여 제한되고 있다. 비영리회사에 대하여는 주법이 적용되며, 대체로 비영리회사의 투자권한은 통일 기관투자자 펀드관리법(Uniform Management of Institutional Funds Act, UMIFA)에 기초하고 있다. 주법으로는 UPIA(Uniform Prudent Investor Act)등이 있다. UPIA는 책임 있는 투자활동에 현대 포트폴리오 이론과 총수익을 접근법을 제시하고 있다. 이러한 접근방식은 투자결정을 가이드하기 위해 현대 포트폴리오 이론을 사용하고 위험대비 수익률 분석을 요구하는 의무가 규정되어 있다. 그러므로 투자는 개별 투자보다는 전체 포트폴리오 성과에 기초하여 평가되어야 한다. 현재까지 이 법은 미국의 대부분 주(44개주)에서 채택되었으며, 나머지 일부 주에서는 부분적으로 채택되어 사용되고 있다.

---

112) 미국에서 1974년에 제정된 미국연방법으로서 기업연금제도의 설계 및 운영을 통일적으로 규정한 종업원퇴직소득보장법(Employee Retirement Income Security Act)이다. 제도에 가입하고 있는 종업원의 연금수급권을 보호하는 것을 최대의 목적으로 하고 있으며, (1) 가입자 및 행정부에 대한 정보공시, (2) 제도의 가입자격 및 수급권부여의 최저기준, (3) 연금자산의 최저적립기준의 설정, (4) 제도의 관리, 운영자의 수탁자책임, (5) 제도종료보험 등을 규정하고 있다.



## 2. 미국내의 PRI 과제 고려실태

미국의 경우 연기금(개인연금과 공적연금), 보험회사, 뮤추얼펀드, 자선신탁, 비영리법인 등의 기관투자자가 투자분야에서 가장 중요한 참여자이다.

미국에서는 이러한 기관투자자들이 투자의사 결정시 ESG 요소를 고려하도록 강제하는 법률이 현재 존재하지 않지만, 현실에서는 기관투자자들이 자율적으로 ESG 요소를 고려하고 있는 것으로 알려져 있다.

위에서 소개한 규정들은 투자결정시 ESG 요소에 대한 고려를 의무사항으로 하지도 않고, 또한 강제적으로 금지하는 것도 아니다. 그럼에도 미국의 기관투자자들은 최근 기업환경이 변화하고 ESG 요소가 투자성과에 중요한 영향을 미치게 되면서, 신중한 투자자(Prudent Investor)로서 수익자의 이익에 부합하도록 ESG 요소를 투자상품에 체계적으로 고려하여 투자를 결정하는 추세이다.

미국에서는 ESG고려사항이 신중한 투자계획의 맥락에서 평가되는 한, ESG고려사항은 투자결정과정의 일부를 구성하는 것으로 보이며(가치, 위험과 수익에 영향을 미치는 경우에는 당연히 투자의사결정과정의 일부가 됨), 일부 주의 경우 보다 진보적인 입장을 보인다. 예컨대 코네티컷주에서는 연기금업자로 하여금 그들 투자의 사회, 경제, 환경상의 의미를 고려하는 것을 허용하고 있다.<sup>113)</sup> ESG고려사항을 일

---

113) 코네티컷(Connecticut) 주의 안내지침: 이 안내 지침은 연금펀드들로 하여금 사회적, 경제적, 환경적 측면을 고려할 것을 요구하며 이를 다음과 같이 조문화 하고 있음

- 선량한 수탁자는 주주결의안과 관련된 사실들을 충분히 분석해야 하고 의결권을 하나의 자산으로 간주해야 함
- 선량한 수탁자는 사례마다 그것의 모든 상황을 고려해야 함. 그 문제의 영향력을 고려하지 않고 기권, 투표, 혹은 아무렇게나 경영진에게 찬성표를 던지는 수탁자는 신중 투자자의 원칙에 위배되는 것임
- 선량한 수탁자는 투자한 회사에게 질의하고 그 회사를 분석해야 함. 신중 의무는 ESG 고려를 포함한 투자결정과 관련된 사실들과 상황들을 질의하고 조사해야 하는 의무까지 포함함

상적인 펀드운용과정에 반영하는 것에 대한 금지규정은 없는 것으로 보인다.

## II. 영 국

### 1. 사회책임투자와 관련된 주요판례

영국에서의 사회적 책임투자에 대한 논쟁들은 수탁자 책무(Fiduciary Duty)에 대한 해석을 둘러싸고 벌어졌다. 즉 남의 돈을 대신 관리하는 사람들이 재무적인 변수 이외에 여타 요소들, 예컨대 ESG(환경, 사회, 지배구조)를 반영하는 것이 수탁자 책무를 다하는 것이냐 아니면 반하는 것이냐에 대한 입장의 차이가 바로 그 논란의 중심이었다.

영국에서 이러한 충돌들은 때때로 법정싸움으로 비화되기도 하였다. 그 싸움과 관련하여 두 가지 유명한 판례들이 영국에 있다. 하나는 1984년 ‘코완과 스카질(Cowan v Scargill)’<sup>114)</sup>, 다른 하나는 1991년 ‘옥스퍼드 대주교와 영국교회 재무위원회(The Bishop of Oxford v The Church Commissioners)’의 판례다.

우선 코완과 스카질 사건(Cowan v Scargill)을 소개한다. 1982년 당시 영국의 탄광근로자 연금의 수탁자들은 두 그룹으로 나뉘어 있었다. 그들의 반은 경영진에 의해서, 그 나머지는 노조에 의해 선임되었다. 여기서 당시 노조 측을 대표하는 스카질은 탄광노조의 정책에 따라서 새로운 투자계획을 세워야 한다고 주장한다. 즉 탄광근로자 연금펀드가 해외주식이나 석탄산업의 경쟁업종들, 예컨대 정유업이나 가스 산업의 주식에 투자하는 것을 불허한다는 내용이었다. 그러나 경영진을 대표하는 코완이 이 투자계획에 반대하면서 결국 법정으로 싸움은 비화되었다.

---

- 선량한 수탁자는 ESG 이슈에 대해 주주행동주의에 따라 관여해야 할지도 모름  
114) 이 판결은 오랫동안 기금수탁자들이 SRI펀드에 참여하는 것에 대한 장애요인으로 인식해 왔다. 이에 대해서는 *Socially Responsible Investment: A Guide for Pension Schemes and Charities*, edited by C. Scanlan, London, Key Haven Publications, p. 79

당시 이 재판을 맡은 메거리(Megarry) 판사는 결국 경영진의 입장에 손을 들어줬다. 즉 새로운 투자계획이 노조 정책을 앞세우면서 ‘먼 미래의 가능성(Remote Possibility)’까지 염두에 둔 나머지 자칫 수익자(Beneficiary)들에게 최적의 투자수익을 안겨줘야 하는 수탁자 책무에 반할 수 있다는 것이었다. 즉 경쟁 산업의 제외는 곧 그만큼의 기회수익의 제한으로 해석되었기 때문이다. 이후 코완과 스카질 판례는 책임투자의 주류화에 걸림돌이 된다.

두 번째 사례 역시 외견상 책임투자에 우호적이지는 못하다. 1991년 옥스퍼드 대주교는 두 명의 성직자들과 함께 대법원에 선다. 그들은 교회 재무위원회의 투자에 있어서 그 당시 반인륜적 인종차별국가인 남아프리카공화국 관련 기업들은 배제되어야 한다고 주장했다. 이에 반해 재무위원회는 이것이 관철되면 전체 상장종목에서 약 37% 정도가 투자에서 제외되는 것이기 때문에 반대 입장을 분명히 했다.

이 사건의 재판관인 니콜스(Nicholls) 판사 역시 메거리 판사와 비슷한 입장을 취했다. 즉 모든 수탁자들의 임무는 항상 최적의 투자수익률을 추구하는데서 출발한다는 것이었다. 따라서 수탁자들이 도덕적 가치를 추구하는 과정에서 자선기금의 수익률이 훼손되어서는 안 된다고 말하고 있다.

이러한 판례들로 인하여 투자업계는 SRI 투자방식 중 배제적 선별의 경우 수익자의 최대이익을 보장할 수 없기 때문에 ESG 요소에 대한 고려를 기피해 왔던 것이다.

## 2. 일반적인 관련법제

영국에서는 기관투자자의 ESG과제 고려에 대한 규율은 사회책임투자결정과 관련하여 명시적으로 행동을 강제하거나 금지하는 규정을 두고 있지는 않다. 따라서 일반적으로 기관투자자의 투자결정에 관한 법규정 내지 법원칙을 적용하여 판단할 수밖에 없다. 이 경우 기관투자

자의 투자결정관련 법제를 논의함에 있어서는 신탁으로 설정된 펀드와 비신탁 펀드로 구분하고 있다. 직업연금과 공적기금, 뮤추얼펀드는 신탁구조이며, 보험적립금은 비신탁구조이다.

영국의 경우 직업연금, 공적연금, 뮤추얼 펀드 등은 신탁구조로 이루어진다. 이러한 신탁구조상에서 기금관리자(수탁자, 펀드매니저, 투자자문사)들이 ESG 요소를 의사결정과정에서 고려할 수 있는가에 대해서는 수탁자책무(fiduciary duty)를 통해 규정하고 있다. 이러한 수탁자 책무는 수탁자와 그 대리인은 투자 및 관리에 있어서 반드시 신중하고 적절한 목적을 위해 행동해야 한다는 것을 의미한다. 즉 수탁자 책무와 신탁에 명시적으로 기재된 목적만을 위해 권한을 행사해야 한다는 것이다. 따라서 영국법에서는 연기금이 투자결정시 ESG 요소를 반영하는 방법은 SRI 펀드와 같이 신탁증서에 명시적으로 사전에 ESG 요소 고려를 요구하거나, 이것을 요구하도록 규정하는 것이다 (Charities Act, 1993).

### 3. 연금법상 투자방침공시제도

그동안 영국에서의 대형기금 등은 대체로 신탁구조로 되어 있던 관계로 ESG 과제 고려문제는 수탁자책임과의 문제로 한계가 있다고 보았다. 그러나 근래에는 정책결정자와 이해관계자 사이에서는 기관투자자들이 투자결정에 있어 ESG 사항을 반영하여야 하며, 이들의 경제적 힘이 사회·경제적 수요를 충족하는 데 활용되어야 한다는데 대한 인식이 갈수록 높아지고 있다. 이러한 인식을 바탕으로 영국은 SRI 내지 ESG 고려투자의 공시제도를 입법화한 대표적인 나라가 되었다.

영국에서는 1995년 연금법(Pension Act 1995) 및 관련규칙에 의하면 연기금은 투자방침을 문서화함과 동시에 이를 연차보고서에 기재하도록 규정하였다(동법 제35조). 나아가 2007년 7월에 연금법 규칙개정에 의하여 기금수탁자가 투자 의사 결정시 ESG 요소의 고려여부와 그

고려수준을 공시하도록 규정하고 있다. 즉, 투자대상처를 선택하거나, 보유 또는 매각할 경우 사회적, 환경적, 윤리적 요소가 고려된다면, 그 정도 및 의결권 등의 행사에 관한 방침을 투자방침에 기재하도록 규정하였다. 물론 ESG 요소에 대한 고려자체가 강제적인 의무는 아니다. 그러나 이러한 입법활동에 힘입어 연기금에 의한 사회적 책임투자는 크게 증가하였다.

#### 4. 회사법(Company Act of 1985) 개정노력

2005년 런던증권거래소, 뉴욕증권거래소, NASDAQ상장 영국기업에 대하여 연차보고서의 일부인 OFR(Operating and Financial Review : 영업 재무상황)에 재무보고서와 함께 환경문제에 관한 정보(해당 기업의 사업이 환경문제에 미치는 영향을 포함하여), 당해기업의 사용자에게 관한 정보, 사회 및 커뮤니티에 관한 정보를 포함하도록 하였고, 특히 이러한 문제에 관한 해당기업의 방침과 그러한 방침이 어느 정도 실현되고 있는가에 관한 정보의 공개를 의무화하였다. 나아가 일정한 경우 환경문제와 사용자문제에 관한 정보를 포함한 수행(performance)지표를 이용한 분석자료를 포함시키도록 하였다. 이 개정안 2005년 시행 계획이었으나, 산업계 및 정부내부의 강력한 반발에 부딪쳐 시행전에 폐기되었다.

### Ⅲ. 캐나다

캐나다의 법제에서도 미국과 마찬가지로 기관투자자들이 투자의사 결정시 ESG 요소를 고려하도록 강제하지는 않는다. 그러나 캐나다 기관투자자들은 연방법 또는 보통법에서 요구하는 수탁자 책무를 이행하는 차원에서 ESG 요소를 고려하여 투자를 결정하고 있다. 예를 OMERS(Ontario Municipal Employee Retirement System), OTPPB(Ontario

Teacher's Pension Plan Board), CPPIB(Canada Pension Plan Investment Board)등은 연금의 운용수익을 극대화하는 차원에서 ESG 요소를 고려하여 투자하도록 하는 SRI 정책을 가지고 있다. 하지만 본 정책은 ESG 요소의 고려가 수익자의 이익보다 우선할 수 없고, 만약 수익자의 이익이 침해받는다면 ESG 요소에 대한 고려가 오히려 수탁자책무를 위반하는 것이다.

한편으로는 기관투자자들의 투자 의사결정에 ESG 요소를 고려하도록 하는 압력이 커지고 있는 상황이다. 특히 CPPIB는 2004년 기금 투자자들이 군사무기제조, 노동여건, 환경오염 등의 이슈에서 캐나다의 가치를 위반하지 않고 사회적으로 책임 있는 투자자가 될 수 있도록 기관투자자들이 윤리투자정책을 채택하도록 하는 의안을 발의한 적도 있다.

#### IV. 프랑스

프랑스의 경우, 기관투자자들이 투자 의사결정시 ESG 요소를 고려하는 것에 대하여 일반적인 규정을 두고 있지는 않다. 연기금의 경우, 기관투자자인 FRR(Fonds de Reserve pour les Retraites)는 프랑스 정부 연기금(기업 종업원과 개인 사업자의 연금)운용기관으로, 프랑스 국민이 의무적으로 납부하는 노후 대비 연금의 장기적 수익률을 높이기 위한 목적 하에 2001년 7월 설립되어 2004년부터 투자를 시작하였다.

보험회사의 경우 보험업법상 ESG 요소 고려에 대한 허용이나 금지 규정이 따로 없어, 보험업법상 일반적인 규제(투자대상 제한 등)를 준수하는 선에서 투자결정과정에서 ESG 이슈를 고려할 수 있는 정도이다.

또한 뮤추얼펀드의 경우에도 투자회사가 ESG 요소를 고려하여 투자하는 것에 대해 특별히 제한하는 규정이 없어 투자정책수립시 자율적으로 ESG 요소를 고려할 수 있다.

## V. 독 일

독일의 경우도 투자 결정시 ESG 요소를 고려하는 것에 대하여 명시적으로 강제하거나 금지하는 규정은 없다. 그러나 연기금에 대해서는 보험감독법의 7차 개정을 통해 윤리적인 투자형태로 운용할 것을 결정한 경우 반드시 ESG 과제와 관련한 투자전략을 문서화하여 근로자에게 적시에 알려주도록 허용하고 있다. 이는 연금펀드가 ESG 요소를 고려하는 것을 명시적으로 허용하고 있음을 보여준다.

또한 개인연금 및 생명보험도 보험가입자에 대해 투자회사의 ESG 요소를 고려했는지 여부와 어느 정도 고려했는지를 보고해야 한다. 특히 개인연금의 경우 계약체결 전까지의 상황까지 알려줄 의무가 있다. 그러나 연기금, 개인연금 및 생명보험의 ESG 요소 고려는 수익자의 지속가능한 이익보장의 목적이 달성되는 경우에만 허용된다.

반면 뮤추얼펀드의 경우 독일 투자법과 투자자와 투자회사간의 계약조건에 의해 관리된다. 독일 투자법상 투자회사는 투자자에 대해 수탁자 책무(최대이익)를 갖고 있어 일반적으로 ESG 요소에 소극적이다. 그러나 투자자와 투자회사간 계약에서는 자유롭게 ESG 요소를 포함할 수 있어, 뮤추얼펀드가 투자결정시 ESG 요소를 고려하는 방법은 유일하게 투자자와 투자회사간의 계약에 명시적으로 규정한 경우에만 해당된다.

## VI. 일 본

일본도 투자결정시 ESG 요소를 고려하도록 의무화하거나 금지하는 규정은 없다. 공적기금의 경우 연금자금운용기금 운용자는 수탁자 책무를 가지고 있으며, 후생노동성의 투자원칙을 따라야 한다. 결국 공적기금에서 ESG 요소 고려여부는 후생노동성의 투자원칙(특정주식을

매입하지 못하고, 주주행동이 금지됨)이 ESG 요소를 고려하는가에 달려 있다.

반면 기업연금중 후생연금기금의 경우, ESG 요소 고려가 수익자의 최대이익을 위한 목적 하에서는 허용되는 것으로 보인다. 이는 2003년 연금기금협회가 후생연금기금 운용에 있어 권장사항으로 주주행동 기준을 발표하였고, 이 기준을 통해 사회, 환경, 윤리적 고려가 기업 지배구조의 중요한 요소이고, 이러한 요소가 충족된 기업지배구조가 기업가치 개선에 중요한 수단임을 밝히고 있다.

한편 보험적립금과 뮤추얼 펀드는 수익자의 동의하에 투자대상 선별 및 주주행동에 대해 ESG 요소를 고려하는 것이 충분히 가능하다.

## VII. 주요국 SRI 법제의 공통적인 특징

이상 주요국들의 기관투자자에 대한 SRI 관련 법제를 살펴보면 다음과 같은 특징으로 요약될 수 있다.

(1) 모든 국가들이 법제상으로 투자의사결정시 ESG 요소에 대한 고려를 의무화하거나 금지하지도 않는다.

(2) 현실적으로 대부분의 기관투자자들(특히 연기금)이 투자의사결정시 ESG 요소를 고려하는 것에 대하여 소극적인데, 그 이유는 ESG 요소에 대한 고려가 수익자의 이익을 최대화해야한다는 수탁자 책무(주의의무와 충실의무)를 위반할 수고 있기 때문이다.

(3) 반명 뮤추얼펀드의 경우 투자법상 투자대상제한 등을 준수한다면 투자자와 수탁자의 계약에 의해 ESG 요소를 고려할 수도 있다.

(4) 유럽 국가들의 연기금 관련 입법사례에서는 투자의사결정자들이 투자상품에 ESG요소를 고려했는지 여부나 그 정도를 공시하도록 규정하고 있다. 이 사례는 비록 ESG 요소에 대한 고려가 의무적인 것은 아니지만, 가능한 범위 내에서 일정 수준정도 ESG 요소를 고려해야 한다는 무언의 압력으로 작용할 수도 있다.



## 제 6 절 ESG과제와 연기금 등의 수탁자 의무(Fiduciary Duty)

### I. 수탁자의무에 관한 우리나라의 논의와 법제

수탁자는 신탁법에 근거한 것으로서 영국, 미국에서 기원한 제도이다. 신탁법의 기본 원칙은 신탁자산을 자기소유 자산이나 다른 신탁으로부터 분리되어야 한다는 것이다. 미국, 영국, 호주, 캐나다 등 모든 앵글로 색슨 국가들은 신탁을 연기금에 대한 유일한 법적 형태로 인정하고 있다. 사용자가 신탁을 설정하여 수탁자에게 연금자산을 양도함으로써 연금자산을 사용자로부터 분리하여 사외 유보시키고, 연금자산의 보유자인 수탁자로 하여금 신탁자산을 관리하게 한다.

수탁자책임 내지 의무의 개념<sup>115)</sup> 또한 영미법으로부터 수입된 것이며, 현재 이에 대한 해석역시 영국이나 미국의 자료에 의존하고 있는 실정이다. 수탁자가 수익자에게 부담하는 의무를 총칭하여 ‘신탁의무(fiduciary duty)’라고 부른다.<sup>116)</sup> 수탁자의 책임이란 일반적으로 자산운용을 위탁받은 수탁자가 위탁자에 대하여 부담하는 책임을 말한다. 수탁자책임의 중심적 내용은 수탁자는 그 지위 내지 직책에서 요구되는 일반적인 판단에 근거하여 충분한 주의를 기울여야 한다는 ‘주의의무’와 수탁자는 전적으로 위탁자의 이익을 위하여 행동하여야 한다는 ‘충실의무’로 이루어진다.

우리나라에서의 수탁자책임에 관한 논의는 주로 증권법(자본시장법) 분야에서 일어나고 있다. 특히 내부자거래, 선행매매, 과당매매 등 여러 가지 형태의 불공정거래로 인한 증권회사(수탁자)와 고객(위탁자)

115) 대체로 수탁자의무와 수탁자책임을 혼용하여 사용하는 경우가 많으나, 책임이란 의무를 위반하였을 때 부과되는 부담으로 이해한다면, 이 경우에는 수탁자의무가 보다 정확한 용어라고 생각된다.

116) 大塚正民의 편저, 명순구 외 번역, 현대미국신탁법, 세창출판사, 2005, 187면.

간의 이해상충방지문제 차원에서이다. 따라서 ESG와 수탁자책임에 대한 관계에서는 우리나라 독자의 논의는 없다고 해도 과언이 아니다.

우리나라의 법제중 수탁자책임의 근거로 볼 수 있는 규범은 민법, 상법, 신탁법, 자본시장법 등에 산재해 있다. 민법에서는 제124조(자기 거래와 쌍방대리의 금지 및 예외 규정), 제130조 (제124조 위반의 효과 및 무권대리행위의 추인), 제681조(수임인의 선관주의무: 수임인은 위임의 본지에 따라 선량한 관리자의 주의로서 위임사무를 처리하여야 한다) 등이고, 상법에서는 제398조(이사와 회사간의 거래시 이사회 의사결정인 규정), 신탁법에서는 제28조(수탁자의 선관주의의무),<sup>117)</sup> 제30조(수탁자의 분별관리의무), 제31조(수탁자의 권리취득의 제한) 등이다. 자본시장법에서는 제37조(신의성실의무), 제44조(이해상충의 관리), 제45조(정보교류의 차단), 제64조(손해배상책임), 제71조 및 85조(불건전영업행위금지) 등이 있다.

## II. 미국법제상 수탁자의 정의와 의무

미국과 영국은 수탁자책임문제에 관한 논의의 발상지라고 볼 수 있다. 미국의 경우 수탁자 책임에 대하여 1974년 이전에는 전적으로 판례법에 의존하고 있었으나 ELISA 법의 제정으로 엄격한 성문법제를 채택하고 있으며, 충실의무, 선관주의의무, 분산투자자의무 등을 규정하고 있다.

### 1. ELISA법상의 정의와 의무

이 문제와 관련 미국에서 주로 인용하는 법은 1974년에 제정된 미국의 종업원퇴직소득보장법(Employment Retirement Income Security Act

117) 수탁자의 선관주의의무는, 수탁자가 선량한 관리자로서 기울여야 할 주의를 가지고 신탁재산을 관리처분하여야 한다는 의무이다. 즉, 타인의 재산을 관리하는 자 일반에 대하여 사법상 부과된 의무이다. 이것은 민법상 요구되는 주의의무로서 관리자의 개인적, 구체적인 능력의 차이가 아니라 거래상 일반적으로 평균인에게 요구되는 정도의 주의의무로서, 그 자가 종사하는 직업 또는 사회적 지위에 상응하는 일반적으로 요구되는 주의를 말한다.

of 1974: ELISA)이다. 이 법에서는 퇴직연금 「수탁자」를 매우 포괄적으로 규정하고 있다. 이 법에서는 기금운영에 관해 재량권을 가지고 있는 자는 모두 수탁자이며, 수수료를 받고 자문서비스를 제공하는 경우에도 수탁자 범주에 포함시키고 있다. ELISA 법상의 수탁자의 범위를 보면 ㉠ 제도의 관리에 관하여 재량권 내지 지배력을 갖는 자, ㉡ 제도의 자산의 관리 내지 처분에 관한 권한 또는 지배력을 갖는 자, ㉢ 제도의 자산 내지 기타 재산에 관하여 직간접적으로 유상으로 투자조언을 하는 자, ㉣ 제도의 운영에 관하여 재량권을 갖는 자 등으로 되어 있어 근로자 이외의 퇴직연금제도 운용관련자 모두를 수탁자로 보고 있다.

이러한 정의를 충족하는 수탁자가 부담하는 의무는 다음과 같다.

- ㉠ 가입자 및 수익자의 이익과 플랜운영에 필요한 합리적 경비지출을 행할 의무
- ㉡ 같은 규모의 기업운영에 필요한 능력과 지식을 갖추고 행동한 자와 유사한 신중한 인물(a prudent man)로서의 주의를 기울일 의무
- ㉢ 플랜의 손해를 최소화시키는 신중성을 갖고 다각적인 투자를 행할 의무 ㉣ 법률상 작성의무가 있는 문서의 내용에 따라 플랜을 운영할 의무

## 2. 신중인(慎重人) 원칙(prudent man rule)

미국에서 1959년 완성된 제2차 신탁법 Restatement는 합리적 일반인의 주의의무를 정한 제176조 외에 이 기준을 구체화한 것으로서 투자에 관하여는 제227조 이하에서 상세하게 규정하고 있다. 특히 제227조에 의하면, “신탁조항 또는 법률에 별도의 정함이 없는 경우에는, 사려 있는 자(prudent man)가 재산을 보전하고, 거기에서 상시 얻을 수 있는 수입 및 그 액수에 관하여 고려하면서, 자신의 재산에 관한 정도의

투자를 한다”는 것이 요구되었다(제227조(a)). 이것을 일반적으로 ‘prudent man rule(신중인의 원칙)’이라고 부른다. 이러한 원칙은 매사추세츠주의 판례에서 인정되어,<sup>118)</sup> 그 후 다른 주에도 확산되어, 제2차 신탁법 Restatement에서 채용된 기준이다. 이 원칙은 과거의 법률 리스트 원칙(legal list rule)과 비교할 때, 수탁자에게 경제상황의 변화에 따라 유연하게 대응하는 것을 인정하는 기준이고, 분산투자 의무를 정한 제228조와 함께 투자의 실상을 배려한 원칙이었다. 또한 법인수탁자의 경우에는 각 신탁조항에서 수탁자의 재량에 의한 투자판단을 허용하는 취지의 규정이 마련되었다. 이러한 사정으로 많은 주에서는 종전의 ‘legal list rule’에 따르던 법률을 개정하여 ‘prudent man rule’로 대체하게 된 것이다. 그럼에도 이 원칙은 거대화한 펀드(Fund)를 포트폴리오 이론에 의하여 운용하는 현재의 투자실무에 비추어 시대에 뒤떨어진다는 비판이 제기되었다. 그 이유는 이 원칙은 분명한 투기적 투자에 대한 금지가 강조되고, 투자판단에 관하여는 수탁자에 부과되는 일반적인 주의의무와는 달리 특별히 타인의 재산에 관하여 안전제일을 취지로 하는 투자운용이 되어야 한다는 점이 강조됨에 따라 수탁자가 자신의 신중한 재량을 행사함에 있어서 큰 장애가 되었던 것이다.<sup>119)</sup>

### 3. 투자자의 원칙(prudent investor rule)

여기서 등장한 것이 1992년 제3차 신탁법 Restatement에서 채용된 ‘신중한 투자자의 원칙(prudent investor rule)’이다. 이 원칙과 앞의 prudent man rule과의 가장 큰 차이점은, prudent investor rule에서는 개개의 투자마다 그 적부를 판단하는 것이 아니고, 개개의 투자는 신탁 재산 전체로서 포트폴리오의 일부로 자리 잡아 전체적으로 건전한 투자라면 무방하다는 생각을 기초로 하고 있는 것이다. 투자 중에 고위험, 고수익(high, risk, high return)의 투자물건이 포함되어 있어도 안전한

118) Harvard College v. Amory, 26 Mass(9 pick)446(1830).

119) 최동식, 신탁법, 법문사, 2007, 186면.

투자물건과 조합되어 있어 전체적으로 건전한 투자라고 판단된다면 무방하다는 것이다. 제3차 신탁법 Restatement 제227조의 ‘prudent investor rule’는 다음과 같이 규정하고 있다.

“수탁자는 신탁의 목적, 조건, 분배요건 기타 상황에 비추어 prudent investor이라면 취할 만한 방법으로 신탁자금을 투자하고 운용할 의무를 수익자에 대하여 진다.

(1) 이 기준은 합리적인 주의, 능력 및 배려의 행사를 요구한다. 또 기준의 적용에 있어서는 개개의 투자를 당해신탁의 포트폴리오로부터 분리하지 않고 그 포트폴리오 전체와의 관계에서 판단하고, 나아가 합리적으로 보아 당해 신탁에 적절한 것으로 보이는 위험과 수익의 목표를 설정한 총합적인 투자전략의 일부로서 판단해야 한다.

(2) 투자의 결정 및 실시에 있어서는, 수탁자는 그 상황에서 그렇게 하지 않는 것이 사려 깊다는 경우를 제외하고, 신탁투자를 분산할 의무를 진다.

#### 4. 통일신중투자자법(Uniform Prudent Investor Act)

신중한 투자자의 원칙은 1994년 채택된 통일신중투자자법(Uniform Prudent Investor Act)에 그대로 반영되었다. 이 법의 서문은 투자판단에 관하여 수탁자가 따라야 하는 기준에 관하여 다음과 같은 몇 가지 기본적인 사항을 정하였다. 첫째, 어느 투자가 신중의무의 기준에 반하고 있는지 여부를 판단하는 경우에는, 그 투자만을 개별적으로 판단할 것이 아니라 그 투자가 전체 포트폴리오의 일부라는 점을 고려하여 판단하여야 한다. 여기서 포트폴리오라는 것은 신탁재산 전체에 관한 투자를 의미한다. 둘째, 모든 투자에 있어서 위험과 수익 사이의 상충관계는 수탁자의 중심적 고려요소로 인정된다. 셋째, 일정 종류의 투자는 무조건 금지된다는 원칙은 폐지된다 등이다.<sup>120)</sup>

---

120) 최동식, 앞의 책, 188면.

### Ⅲ. 영국에서의 법제

영국은 여전히 판례법에 강하게 의존하고 있지만 1995년 연금법에 수탁자의 의무가 명문화되어 판례법과 병행하고 있다. 연금법에서 규정하고 있는 수탁자의 지정조건, 수탁자의 의무는 다음과 같다.

- ④ 전체 수탁자들의 1/3은 참여자들에 의해 지명된다.
- ④ 수탁자 주의의무의 준수
- ④ 수탁자들이 투자권한을 가지고 있더라도 투자는 금융서비스법에서 허용한 투자회사에 위탁할 수 있다.
- ④ 투자는 분산되어야 하며 적절하여야 한다.
- ④ 수탁자들은 금융전문가 등과 협의한 후 투자정책을 수립해야 한다.
- ④ 수탁자들은 연금계리인을 지명하고, 또한 수탁자들이 해당권한 행사함에 있어 잘못이 있는지를 보고할 감사인을 지명해야 한다.

이 법에서는 수탁자의 주의의무와 충실의무를 구체적으로 명시하지는 않으나 위 규정들은 이러한 의무의 구체화라고 볼 수 있다.

### Ⅳ. 일본에서의 수탁자책임

우리나라 신탁법의 모델이 되었던 일본의 신탁법에서는 수탁자란 “신탁행위가 정하는 바에 따라 신탁재산에 속하는 재산의 관리 또는 처분 그리고 그 외 신탁목적의 달성을 위하여 필요한 행위를 할 의무를 지는 자이다”고 정의한다(동법 제2조). 또한 선관주의의무와 충실의무 등을 포괄적으로 규정하고 있다(동법 제29조, 제30조).

일본 역시 영미식의 선량한 관리자의 주의의무(Prudent man rule)에 입각한 수탁자책임의 명문화가 2002년 기업연금법 제정을 통해 세부적으로 규정되었다. 후생연금보험법 내지 확정급부기업연금법 등의 개별법에는 연기금의 이사의 충실의무를 정하는 개별규정이 있다(후생

연금보험법 제120조의 2 1항, 확정급부기업연금법 제70조 등). 또한 연금과 자산운용회사의 운용위임관계에 있어서는 자산운용회사는 기금에 대하여 운용수탁기관으로서의 충실의무를 부담한다고 규정하고 있다(후생연금보험법 제136조의 5, 확정급부기업연금법 제72조).

후생연기금 및 확정급부기업연금의 기금의 수탁자책임에 관한 후생노동성 가이드라인,<sup>121)</sup> 확정급부기업연금에 관한 자산운용관계자의 역할과 책임에 관한 가이드라인<sup>122)</sup>에서는 기금의 이사의 충실의무의 구체적인 내용과 선관주의의무와 운용수탁기관(자산운용회사)의 충실의무가 규정되어 있다. 그러나 이러한 다양한 법제에도 불구하고 미국의 ELISA법 정도로 수탁자책임을 체계적으로 규정하고 있는 법률은 없는 실정이다.

## V. SRI와 수탁자책임의 한계

사회적 책임투자라는 개념은 종교적, 윤리적 가치관에서 출발하여 인류에 유해한 특정 업종에 대한 투자기피로 시작되었으나, 금융부문에서 기관투자가가 SRI 요소를 고려하는 일은 1990년대 후반까지는 없었다. 그 주된 요인은 SRI가 수탁자책임에 저촉되는 것이 아닌가의 우려 때문이었다.

1990년대 후반부터 기관투자가가 SRI 과제를 고려하기 시작한 배경은 기업의 사회적 역할을 검토하는 잣대가 종교적, 윤리적 가치관에서 환경, 사회, 지배구조 등 비재무적인 요소로 변화되기 시작하였고, 이러한 비재무적인 요소가 지속성장 가능한 기업에의 투자를 실시할 경우 하나의 평가기준으로 자리잡게 되었던 것이다.

---

121) 후생연금의 자산운용관계자의 역할 및 책임에 관한 가이드라인, 후생성연금국장 1998년 제2548호.

122) 후생노동성 연금국장 2003년말 제03290009호.

이러한 변화는 기업의 주요 이해당사자들이 기업의 사회적 책임에 대하여 관심을 높이게 되었고 기업의 사회적 고려가 기업성장예의 지속가능성에 영향을 미치는 요인으로 무시할 수 없었기 때문이다.

연기금과 자산운용사는 포트폴리오투자를 통한 수익의 극대화라는 수탁자 책무를 지고 있는 한편, 다른 한 편으로는 PRI에 서명하면 ESG 과제를 배려하여야 할 사회적 책무(SR)를 지게 된다. 이에 따라 연기금 등은 수탁자 책무(fiduciary duty)와 사회적 책임투자라는 때로는 상충될 수 있는 두 가치를 여하히 조화시켜 나가야 할 것인가가 문제된다.

그동안 ESG 에 대한 고려가 투자의 재무적 성과에 중대한 영향을 미칠 수 있다는 증거와 ESG관련 과제를 평가하는 것의 중요성에 대한 인식이 꾸준히 증가하고 있음에도 불구하고 실제 ESG 과제를 고려하여 투자하는 경우 기관투자자와 그 대리인들인 자산운용사들은 법적으로 그러한 과제를 고려하는 것이 제약되어 있다는 실무계의 인식이 투자시 주저하는 요인으로 작용하고 있었다.

특히 자산관리자가 부담하는 주된 의무중의 하나인 신인의무의 내용과 범위와 관련하여 신인의무는 포트폴리오 관리자에게 이익극대화만을 추구하도록 요구하고 있다는 견해가 일반적이어서, 이러한 해석이 법의 올바른 해석인지 또는 수익자의 이익을 위하여 행동하는 데 있어 이것과 다른 목적으로 반영해도 되는 것인지에 관한 의문점이 상당수 제기되고 있는 실정이다.

그러나 UN PRI에서는 ESG 이슈에 대한 정밀한 분석을 숨겨진 리스크를 회피할 수 있는 수탁자책무(fiduciary duty)의 핵심으로 간주하고 책임투자가 결국 장기적으로 수익률 저하를 가져오지 않는다는 연구 성과를 지지하고 있다.

최근 UN PRI이사회에서는 현재 금융위기의 책임이 은행의 주식 소유자로서 기관투자자들이 적절하게 개입(engagement)하지 않은 데 있음을 선언하고 8가지 행동 원칙을 천명하였다. 이는 기존의 6개 PRI



원칙을 보다 강화하고 구체화시킨 것으로, 사회책임투자를 금융위기의 해결책이란 관점에서 국내외적으로 정부와 시장에 적극 개입하여 투자자들이 보다 더 책임 있는 주주권을 행사하고 기업의 ESG 정보 공개를 유도하며 ESG 관련 연구와 활동을 수행하는 기관의 능력 향상을 구체적으로 도울 것을 권유하고 있다.

사회책임투자를 통해 기업의 지속가능성과 장기적 투자이익이 증가하게 되면 이는 투자자에게도 이익이 될 뿐만 아니라 궁극적으로는 전 인류사회의 발전에 기여하게 된다는 것이며, 사회책임투자는 기업의 사회적 책임을 매개로 인류사회의 지속가능한 발전을 추구하는 도구적 투자기법의 의의를 갖게 된다는 것이다.

## VI. SRI와 수탁자책임에 관한 논의의 전개

수탁자 책임에 관한 논의는 개입투자자가 스스로 판단하여 SRI에 투자할 경우에는 해당하지 않고, 기관투자자가 SRI에 대응할 경우에 고려할 필요가 있는 것이다. 개인투자자가 특정업종이나 기업을 배제하여 투자하는 SRI 투자에는 법률상의 문제가 생기지 않는다. 그러나 기관투자자의 경우 연기금이나 연금수급자로부터 운용에 관하여 위탁을 받았기 때문에 수탁자책임을 부담하게 되는 것이다. 기관투자자는 이러한 연기금과 연금수급자의 이익을 항시 최우선으로 할 필요가 있기 때문에 SRI 투자시 SRI가 수탁자의 책임에 반하는가의 여부가 문제되는 것이다.

개인의 가치관 내지 윤리관에 의하여 특정업종이나 기업을 배제하던 시대에는 SRI는 수탁자책임에 반한다고 보았다. 왜냐하면 수탁자의 가치관에 따라 특정업종이나 기업을 배제하는 것은 개인의 가치관을 투자절차에 투영하였기 때문에 이는 경제적 이익을 희생함으로써 수탁자의 충실의무 내지 주의의무에 반한다고 보았기 때문이다.

그러나 SRI와 수탁자책임에 관한 새로운 논의는 투자자가 투자대상처를 선별할 때 그 기준을 담배, 술 등을 배제하던 종래의 가치관에 두던 시대를 벗어나, 기업의 사회적 책임문제로서 환경, 사회, 기업지배구조 등에 대한 평가가 증시되고, 이러한 과제들이 기업의 지속가능성을 평가할 때 중요한 비재무적 요소로 자리 잡게 되면서부터 시작되었다.

미국에서의 SRI와 수탁자 책임에 관한 논의는 장기간의 논의과정을 거쳐 현재 “SRI투자가 여타의 투자와 동등한 경제적 가치를 갖는 한 수탁자책임에 반하지 않는다”라는 견해가 보편화되기에 이르렀다.

1980년대에 예일대학의 John H. Langbein 교수와 시카고대학의 Richard A. Posner 교수 등은 SRI에 부정적인 논문을 발표하였다.<sup>123)</sup> 투자이론에 따르면 사회적 투자란 제3자의 이익을 위하여 수익자의 재무적 이익을 희생시키는 것으로서 신탁법 내지 ERISA 법상 충실의무 내지 주의의무에 위반된다는 내용이다. 공적 연기금의 SRI 참여에 대한 반대론 중 하나는 SRI가 금융적 가치 이외에 사회적, 환경적 요소 등 비금융적 가치를 고려함으로써 기장 평균 수익률에 미치지 못하는 수익률을 낳고, 이는 곧 연금 가입자에 대한 연기금 수탁자의 수탁자 책임을 위반하게 된다는 것이다.

1994년에 ERISA 법에 관한 미국 노동부 해석통첩이 나왔다. 본 통첩은 연금자금의 경제진흥 투자와 관련 “가입자의 이익을 해하지 않는 범위내에서 수탁자는 투자의 포트폴리오에 관한 상황을 고려하여, 동일한 위험성을 갖는 다른 투자의 수익성을 고려한 것이라면, 경제진흥투자를 선택하였더라도 이는 ERISA 법 404조, 403조의 배타적 목적요건에 저촉되지 않는다는 견해를 보였다.

1998년에 미국최대의 SRI 투신운용회사 Calvert가 ERISA법을 관장하는 미국노동부에 질의서를 내었다. 이에 대하여 노동부는 ERISA 법

---

123) John H. Langbein and Richard A. Posner, Social Investing and the Law of Trusts, 79 Mich. L. Rev. 72 (1980).

403조 및 404조에 정한 수탁자 기준과 관련하여, 동법이 특정의 투자 기회를 수탁자가 평가한 결과에 따라 부대적 이익을 고려하는 것을 방해하는 것은 아니라는 견해를 보여 수익성 이외의 사항 고려를 인정하였다. 미국 노동부는 “선택가능한 여타의 투자와 동등한 경제적 가치를 갖는 한 사회적 책임투자가 갖는 비경제적 요소의 관점에서 이를 선택하더라도 수탁자책임에 반하지 않는다”라는 견해를 표시하고 있다.<sup>124)</sup>

미국에서는 노동조합이 주도권을 갖고 있는 연금제도가 사회적 투자의 이름하에 조합원을 고용하는 건설공사에 대출하는 사례가 있었다. 이러한 종류의 투자는 연금제도에 대한 투자수익에 더하여 조합원의 고용확보 내지 조합의 세력확장이라는 부수적 편익을 가져온다. 여기에서 법원이나 ERISA 법을 집행하는 노동부는 사려깊이 결정하고, 선택가능한 기타의 투자와 동등한 투자가치를 갖는 한 부수적 편익을 수반하는 투자라 할지라도 수탁자 책임에 반하지 않는다고 판단하고 있다.

도시의 공무원연금제도는 남아프리카(당시 인종차별 시행중)에서 사업을 수행하는 기업의 증권을 매각해야 한다고 규정한 조례에 관하여, 매각이 가입자에게 끼치는 불이익이 사소한 경우에는 조례는 유효하다는 판례가 있다. 그리고 노동부는 투자의 평가시 부수적 편익을 고려하더라도 수탁자 책임에 반하지 않는다는 견해를 보였다.

연기금의 수탁자는 투자의 선택시 통상, 퇴직소득(연금급부)에 관계되는 가입자의 이익을 고려해야 한다. 어떤 투자가 경제적 가치의 관점에서 선택가능한 여타의 투자와 동등하거나 유리한 경우를 제외하고는 비경제적인 요소를 고려한 투자를 선택할 수는 없다. 이러한 조건을 충족하는 한 SRI 펀드의 선택은 그 자체로서 수탁자 책임에 위반하지 않는다.<sup>125)</sup>

124) <http://www.dol.gov/ebsa/programs/ori/advisory98/98-04a.htm> 참조

125) <http://www.dol.gov/ebsa/programs/ori/advisory98/98-04a.htm>

다른 한편 영국에서는 탄광노동자의 기업연금에서 노동조합측의 수탁자가 해외투자 내지 석탄경합(석유)산업에의 투자금지를 주장하여 경영자측의 수탁자와 대립하여 분쟁이 법정에까지 간 사례가 있다(앞에서 소개한 1984년 Cowan v Scargill). 판결은 기업연금의 수탁자는 투자수익의 최대화를 목표로 해야 하며, 여타의 투자와 같은 정도로 유리한 경우에 한하여 사회적 고려가 허용된다고 판시하고 조합측 수탁자의 주장은 분산투자를 방해하여 수탁자책임에 반한다고 판단하였다. 또한 남아프리카, 알코올, 담배, 무기관련기업 등에 대한 투자제한으로 인하여 투자수익을 희생하는 것은 아니라고 덧붙였다.

UNEP/FI이 주축이 되어 수탁자책임에 관한 국제적 연구가 진행되고 있다. UNEP FI가 2005년 로펌인 ‘Freshfields Bruckhaus Delinger’의 법률의견서를 공표하였다. 이 의견서에서는 첫째, 최적 포트폴리오 구축의 관점에서 ESG를 고려한다는 것은 바람직스러우며, 둘째, 실제의 투자판단은 투자대상의 선택과, 고려요소의 관련성이라는 2단계로 이루어지며, 경제적 수익과 ESG를 비교하는 대립적 접근은 타당하지 않으며, 결론적으로 ESG가 수익자의 이익에 우선한다는 의미는 아니나, 사회의 변화에 부응하여 수익자의 이익을 도모하기 위해서는 이미 ESG는 무시할 수는 없는 요소라는 의견을 보이고 있다.<sup>126)</sup>

일본에서도 이 문제와 관련 수탁자책임에 관하여 일반적 포괄적 명문규정은 존재하지 않으며, 각 법령의 규정에 따라 또는 계약상의 의무로서 기업연금의 자산운용관계자는 충실의무와 주의의무를 부담하며, 행정법령해석기준인 ‘수탁자책임 가이드라인’도 이러한 의미를 전제로 하고 있다는 대학교수의 법률의견서가 나와 있다(일본 成蹊大學 森戸英幸 교수 법률의견서). 이 의견서에 따르면 일본에서 SRI와 수탁자책임문제에 대하여 연기금의 이사와 운용수탁기관은 각각 수탁자 책임을 부담하나 여타의 운용방법과 경제적으로 경합할 수 있는 SRI라면 기금의

126) UNEP FI (2005) 참조.

이사 등이 사회적 책임투자를 주문하거나 운용기관이 SRI를 실행하더라도 수탁자책임을 묻지 않고 실시가능하다는 견해를 밝히고 있다.

이와 같이 SRI와 수탁자책임을 고려할 경우 요점은 SRI가 여타의 운용방법과 경제적으로 경합하는가의 여부라고 볼 수 있다. 이때의 경제적 경합이란 의미는 SRI가 여타에 투자에 비하여 열등한 위치에 있지 않다는 뜻으로 보고 있다.<sup>127)</sup>

위에서 언급한 법률의견서의 요지는 다음과 같다.

- (1) 후생연금기금, 기업연금기금 내지 규약형 확정급부 기업연금의 실시주체인 사업주(기금 또는 사업주)가 운용수탁기관에 대하여 운용가이드라인 등에 따라 여타의 운용방법과 경제적으로 경합할 수 있는 SRI 운용을 지시하는 것은 수탁자로서의 충실의무 주의의무에 위반하지 않는다. 또한 이 경우 운용가이드라인 등의 기준에 따라 SRI 운용을 실시한 운용수탁기관에 대하여도 수탁자책임을 묻지 않는다.
- (2) 기금 또는 사업주가 대의원회의 의결 등에 따라 수익자측의 승인을 받고 운용기본방침에 SRI 운용의 실시 등을 명기하고 운용수탁기관에 대하여 운용가이드라인 등에 따라 SRI 운용을 지시하는 것은 수탁자로서의 충실의무, 주의의무에 위반하지 않는다. 또한 이 경우 운용가이드라인 등의 기준에 따라 SRI 운용을 실시한 운용수탁기관에 대하여는 수탁자 책임을 묻지 않는다.
- (3) 운용수탁기관은 기금 또는 사업주가 지시한 운용가이드라인 등에 SRI 운용에 관하여 지시하지 않은 경우라도 그것이 여타의 운용방법과 경제적으로 경합할 수 있고, 또한 운용가이드라인 등의 기준에 위반하지 않는 한, SRI 운용을 실시하였더라도 수탁자책임을 묻지 않는다.

---

127) 時点, 미쯔비시 UFJ 신탁은행, 2006년 7월호

## VII. 수탁자책임에 관한 부수적 논의

기금의 이사 내지 사업주가 운용수탁기관에 대하여 SRI 운용을 지시하는 것은 충실의무 위반에 해당되는가라는 점이 문제가 될 수 있다.

기금의 수탁자가 가입자 등의 이익을 희생하면서 가입자 이외의 자의 이익을 도모할 수는 없을 것이다. 그러나 SRI 운용과 여타 운용에 대한 투자의 경제적 가치가 동등하다면 일정한 사회적 목적에 따른 SRI 운용이 선택되더라도 가입자 등의 이익은 희생되지 않기 때문에 충실의무 위반은 성립되지 않을 것이다. 즉, 일정한 사회적 목적이 기대수익의 최대화라는 경제적 목적에 부수하는 형태로서 양립된다면 무방하다고 본다. 이점 미국과 영국의 해석과 동일하다.

또한 기금의 수탁자가 운용수탁기관에 대하여 SRI 운용을 지시한다면 주의의무 위반이 되는가의 여부가 문제될 수 있다. 법령 및 수탁자 책임 가이드라인이 전제가 되는 선관주의의무는 개개의 자산의 위험성과 수익성을 파악한 후 이를 고려한 분산투자를 해야 한다는 의무이다. 같은 정도의 위험성을 갖는 여타의 운용방법과 경제적으로 경합하는 SRI 운용이라면 이를 주의의무 위반이라고 볼 수 없을 것이다.

## VIII. 논의의 정리

투자시 종래의 재무적 평가에 더하여 사회적 윤리적 평가를 고려하는 사회적 책임투자는 기업연금의 수탁자 책임과 양립될 수 있는가에 대하여 책임투자의 발상지인 미국과 영국 등의 논의를 살펴 보았다. 미국과 영국에 있어서 사회적 책임투자와 기업연금의 수탁자책임과의 관계는 대간 다음과 같이 요약할 수 있다. “기업연금의 목적은 가입자에 대한 연금급부가 목적이며, 수탁자는 가입자의 이익, 즉 투자수익의 최대화를 도모해야 한다. 이를 위하여 선택가능한 여타의 투자와

동등 내지 그 이상의 경제적 가치를 갖는 경우, 즉 투자수익을 희생하지 않는 경우에 한하여, 투자의 비경제적 가치를 고려하여 사회적 투자를 선택할 수 있다.”

우리나라에서도 최근 투자처의 선택시 환경보호 내지 인권보호 라는 사회적 윤리적 평가를 고려하는 사회적 책임투자(socially responsible investment, SRI)에 대한 관심이 늘고 있다. 개인투자자를 대상으로 하는 SRI형 투자신탁에 더하여 연금 등 기관투자자를 대상으로 하는 펀드도 개발되고 있다. 우리나라에서는 수탁자 책임과 같이 일반적 포괄적인 명문 규정은 존재하지 않으나 각 법령의 규정 또는 계약상의 의무로서 연금의 자산운용관계자는 충실의무와 주의의무를 부담한다.

투자가치(위험성을 감안한 기대수익)와는 다른 관점에서 투자를 평가하는 SRI는 연금자산은 가입자의 이익을 도모하기 위하여(충실의무), 사려 깊게(주의의무, prudent person rule)투자해야 한다는 연기금의 수탁자 책임과 양립될 수 있는가에 대하여 영국과 미국의 사정을 참고해 볼 필요가 있다.

투자의 경제적 가치와 비경제적 가치가 구분되어 사회적 책임투자가 가져다주는 자연환경보호나 고용환경개선 등은 투자의 비경제적 가치 또는 부수적 가치에 해당된다. 무엇보다도 투자수익 최대화가 추구되는 기업연금에 있어서 투자수익 향상에 기여하지 않는 사회적 책임투자가 선택될 여지가 없는 것으로 보인다.

최근 사회적 책임의 수행에 열심인 기업이 높은 주식가치를 실현하고 있으므로 이러한 기업을 선별하여 투자하는 사회적 책임투자는 높은 운용성과를 기대할 수 있다는 관점에서 사회적 책임투자를 정당화할 수도 있다. 이러한 투자전략자체는 수탁자책임에 반하는 것은 아니나 구체적 투자수법의 유효성은 충분히 살펴야 할 필요가 있다. 따라서 전문성과 예측성을 갖춘 판단이 요구된다.

## 제 7 절 국내관련법제의 정비 및 개선방향

### I. 외국법제 동향

이른바 동북아 금융허브의 구축을 그리고 있는 우리나라 금융산업에서도 금융선진화, 국제화를 위해 사회적 책임투자에 대한 대응이 필요하다. 우리나라 4대 연금이나 투자은행, 보험사, 퇴직연금, 자산운용사 및 기타 기관투자기관들의 경우 투자방침의 개선과 함께 투자 및 관리 프로세스에도 개선이 필요하다. 또한 국내 산업계에도 향후 ESG 이슈에 대한 정보공개와 경영방식의 개선이 요구된다. 이를 위해 우선 사회적 책임투자에 관한 외국의 법제사례를 살펴보면, 사회적 책임투자라는 과제는 선진국에서는 이미 거스를 수 없는 보편적인 추세라는 것 알 수 있다.

영국은 2000년 『연금법』개정을 통해 ‘연금펀드를 운용하는 모든 주체들은 투자 포트폴리오를 구성할 때 사회, 환경, 윤리의 세 요소를 고려할 뿐 아니라 주주로서의 권리를 성실하게 이행한다’는 사실을 명시하도록 했고,<sup>128)</sup> 호주는 2002년 『재정서비스법』개정으로 연기금펀드는 ‘상품설명서에 노동기준, 환경, 사회, 윤리적 고려사항이 투자선택, 유지, 취득에 어느 정도 고려되는지 공개’할 것을 의무화했다. 아시아에서는 일본이 2005년 환경관련법에 ‘국민이 투자 행위를 함에 있어 기업의 환경정보를 감안’하도록 권장하고 있다.

### II. 우리 법제 동향

우리나라에서는 아직 사회적 책임투자에 관하여 규정하는 법률은 없는 실정이다. 따라서 책임투자에 관하여 금지하거나 장려하는 등의 법제도

128) 2005년 영국회사법에서도 종업원, 환경, 사회, 지역공동체에 대한 정보를 공시하고 준수 여부를 감사대상으로 법제화.



없으며, 이러한 실적을 공표하도록 의무화하여 간접적으로 이러한 방향으로 유도하는 장치도 없는 실정이다.

그러나 우리나라에서 SRI와 관련된 입법활동의 예로서 2007년 7월 “지속가능발전기본법”이 제정된 바 있다. 이 법은 정부 또는 지방자치단체 주도의 추진을 전제로 하고 있으나 참고할 가치가 있어 이를 간단히 소개하면 아래와 같다.

동법의 제정이유는 “현재 세대와 미래 세대가 보다 나은 삶을 이룩할 수 있도록 국가와 지방자치단체의 지속가능한 발전전략을 수립·추진하고, 지속가능발전을 위한 국제사회의 노력에 동참하기 위하여, 국가와 지방자치단체의 지속가능발전 기본전략과 그 이행계획의 수립·추진, 지속가능발전지표의 운용 등 국가와 지방자치단체의 지속가능발전을 위한 제도적 기반을 마련하여 경제성장·사회통합·환경보전의 균형을 이루기 위하여 지속가능발전에 관한 기본법을 제정하려는 것”으로 되어 있다.

동법률의 주요내용은 ① 국제연합(UN)에서 채택된 지속가능발전과 관련한 주요원칙을 명시함으로써 지속가능발전의 개념을 확립하고, 그 지향점을 명확하게 제시하는 등의 지속가능발전 기본 원칙(안 제3조)을 규정하고, ② 정부는 지속가능발전을 위한 비전과 목표, 이를 달성하기 위한 전략과 원칙 등을 담은 국가지속가능발전 기본전략을 20년마다 수립하도록 하고, 지방자치단체는 이와 조화를 이루는 지방지속가능발전 기본전략을 20년 단위로 수립하도록 규정하고, ③ 중앙행정기관의 장과 지방자치단체의 장은 기본전략을 실행하기 위한 이행계획을 5년 단위로 수립하고, 2년마다 이행계획의 추진상황을 점검 할 것과, ④ 국가와 지방자치단체가 작성한 지속가능성 지표에 따라 국가 및 지방 지속가능발전위원회는 2년마다 국가와 지방자치단체의 지속가능성을 평가하도록 하고, 국가와 지방자치단체의 종합적인 지속가능성 보고서를 작성·공표하도록 할 것과, ⑤ 국가 및 지방 지속가능

발전위원회의 설치근거를 이 법에 마련하되, 시·도의 지방지속가능발전위원회의 장이 국가지속가능발전위원회에 참여하도록 하여 국가와 지방간의 유기적 협력체계를 구축하도록 할 것과, ⑥ 정부는 지속가능발전에 관한 정보를 보급·확산시키기 위하여 지속가능발전정보망을 구축·운영할 수 있도록 하고, 국가와 지방자치단체는 시민사회단체나 기업 등이 추진하는 지속가능발전과 관련한 활동을 지원하도록 하는 등을 규정하고 있다.

따라서 이 법의 제정으로, 지속가능발전에 대한 국가기본전략과 지방기본전략을 수립하고, 이행계획의 수립과 주기적인 추진상황 점검, 지속가능발전정보망을 통한 정보활용 등 국가 및 지방자치단체 차원에서 지속가능발전을 달성하기 위한 체계적인 추진이 기대된다.

### Ⅲ. 우리법제상의 정비 및 개선방향

#### 1. 국민연금법

ESG 과제와 관련하여 국내관련 법제의 정비로서 우선 국민연금법의 개정이 필요하다. 지난 2009. 4. 7일 국회에서 국민연금기금 투자원칙에 환경, 사회, 지배구조 등 비재무적 요소를 포함시킬 수 있도록 하는 내용의 국민연금법 개정안을 발의하는 등 공익 지향하는 사회책임투자 분위기가 확산되고 있다.<sup>129)</sup> 본 개정안 발의 의원은 본 개정안의 효과에 대해 “기업의 장기적인 성장과 지속가능성에 투자하는 국민연금기금의 사회책임투자는 기금의 안정성과 수익성 뿐 아니라 공공성

129) 국민연금법 일부개정법률안 ; 국민연금법 일부를 다음과 같이 개정한다.

제102조제5항을 제6항으로 하고, 같은 조에 제5항을 다음과 같이 신설한다.

⑤ 제2항제1호·제3호·제4호 및 제7호의 사업으로 기금을 관리·운용하는 경우 제103조에 따른 국민연금기금운용위원회는 환경·사회·지배구조 등 투자수익에 영향을 줄 수 있는 비재무적인 요소를 대통령령으로 정하는 바에 따라 기금의 투자원칙으로 포함할 수 있다. 이 경우 제103조에 따른 국민연금기금운용위원회는 이를 공시하여야 한다.

차원에서도 적극적으로 이뤄져야 한다”며, “이번 개정안이 통과된다면, 사회책임투자 활성화를 위한 법과 제도적 마련으로 앞으로 국내 증시 투자환경 변화에도 영향을 미칠 것이다”고 밝혔다.

또한 국회 입법조사처가 발간한 『2009 입법 및 정책 현안과제』에서 다룬 ‘국민연금의 사회책임투자 활성화의 필요성’에서는 “대규모 기관 투자가인 국민연금기금이 사회책임투자를 선도하게 되면, 투자대상 기업들의 사회책임 경영을 더욱 촉발하는 계기가 될 수 있을 것이다. 뿐만 아니라 사회책임투자 기업들에 대한 장기적인 자금공급자로서 국민연금기금이 중요한 역할을 수행함으로써 기업의 연구개발 투자나 장기성과에 긍정적인 영향을 미치게 될 것이다”라고 제시했다. 이는 국민연금기금법의 손질을 촉구하는 분위기 조성의 의미가 있다.

국민연금기금이 본격적으로 사회책임투자에 나서기 위해서는 이를 위한 법적 토대가 마련돼야 하고, 이러한 법제화가 없는 한, 사회책임 투자가 장기적으로 수익성에 긍정적 효과를 지닌다 해도 중단기적으로 수익성과 상충될 수 있기에, 국민연금기금위원회나 연금공단이 수익성 원리가 어긋날 수 있는 투자에 적극적으로 나서기가 어렵고 보아, 사회책임투자를 권장하는 법적 조항이 연기금 관련법에 포함될 필요가 있다는 연구보고서도 있다.<sup>130)</sup>

본 보고서는 매우 적극적이고 구체적이다. 일부를 인용하면 다음과 같다. “국민연금법에 명시된 수익성 중심주의 조항 개정이 필요하다. 현행 국민연금법은 기금운용에서 수익을 최대한으로 증진시킬 것을 요구하고 그 기준으로 시장수익률을 넘는 수익을 제시하고 있다. 공적 연기금에게는 적합하지 않은 이러한 수익성 조항은 국민연금의 사회연대적 성격을 감안하여 안정성과 공공성을 중시하고 이에 입각하여 적정 수준의 수익성을 도모하는 내용으로 수정돼야 한다. 나아가 국민

130) 국민연금기금의 사회책임투자활성화 방안(2008.12, 국회 입법조사처 연구용역보고서), 81면 참조.

연금기금의 사회책임투자를 안정적으로 추진하기 위해선 이와 관련된 조항(기금관리주체는 기금자산을 투자할 때 사회적, 환경적, 윤리적 요소를 고려하도록 노력하고 그 내역을 성실히 공개하여야 한다)을 국민연금법과 국가재정법에 각각 명시해야 한다.”라고 동법의 적극적인 개정을 촉구하고 있다.

또한 동보고서는 민간투자자의 사회책임투자를 지원하기 위하여 가칭 사회책임투자법을 독자적으로 제정하는 방안을 제시하고 있다. 그 이유로 국민연금기금은 공적연기금으로서 국민연금법, 국가재정법을 통해 사회책임투자 조항이 포함될 수 있으나 민간펀드는 이 법제들에 영향을 받을 수 없기 때문이라고 한다. 따라서 민간의 사회책임투자를 행할 때 각종 세제 및 정책 지원을 제공하고, 금융감독기구에 사회책임투자 인프라를 구축하는 역할을 부여하며, 일정 요건을 갖춘 기업들에게 사회책임보고서를 발간하도록 하는 등의 조항을 담은 법이 필요하다고 주장한다.

## 2. 신탁법 등

다음으로 신탁법의 정비가 필요하다.<sup>131)</sup> 일본법을 거의 번역한 수준의 우리나라 신탁법은 기능이 미약하여 현실을 따라가지 못하고 있다. 또한 기금관리기본법,<sup>132)</sup> 기업연금법, 국가재정법, 근로자퇴직급여보장법, 자본시장법 등에서 의무사회책임펀드 조성, 공시제도 정비 등 사회책임투자 분위기를 확산하는 쪽으로 법령정비를 검토할 필요가 있다.

131) 과거 일본법의 영향을 받아 신탁법과 신탁업법이 있었으나, 신탁업법은 자본시장법으로 흡수되었다.

132) 예산회계법 규정에 의한 기금의 설치·관리 및 운용에 관한 기본사항을 규정함으로써 기금운용의 공공성과 재정의 효율성 증진에 기여하고자 만든 법률이다.

### 3. 사회책임투자 장려를 위한 독립법 제정

위의 보고서에서 주장한 바와 같이 민간부문인 연기금, 투자은행, 보험회사 등 금융기관의 사회적 책임투자에 대한 일반법을 제정하여, 사회책임투자의 개념정의, 투자의 대상, 공시제도 등 이들 기관이 사회적 책임투자활동에 관한 통일적인 규율이 바람직하다. 아울러 수탁자책임과의 관계를 명문화하는 것도 요망된다.

## 제 8 절 소 결

이상으로 유엔의 책임투자원칙과 이를 뒷받침하거나 직간접적으로 연관이 있는 다양한 이니셔티브(Initiatives)들을 소개하였고, 미국과 영국 등 주요국의 실태와 법제적 측면을 살펴보았다. 또한 이러한 사회책임투자가 수탁자의무와 어떠한 관련이 있으며, 그 조화를 위한 다양한 논의와 해석을 살펴보았다. 끝으로 이러한 세계적 추세에 동참하기 위하여 우리나라에서는 추진되고 있는 법제정비의 노력을 소개하고 개선사항들을 짚어 보았다.

유엔의 사회책임투자원칙은 국내 연기금, 기관투자가, 금융기관뿐만 아니라 산업계에도 큰 영향을 미칠 것으로 예상된다. 동북아 금융허브를 구상하고 있는 우리나라 금융산업에서도 금융선진화를 위해 글로벌 스탠다드(Global Standard)에 맞추어 나가는 적극적인 대응이 필요하다고 본다.

우리나라 4대 연금이나 투자은행, 보험사, 퇴직연금, 자산운용사 및 기타 기관투자기관들의 경우 투자방침의 개선과 함께 투자 및 관리 프로세스에도 개선이 필요하다고 본다.

또한 국내 산업계에도 향후 ESG 이슈에 대한 적극적인 정보공개와 경영방식의 개선이 요구된다. PRI에서 요구하고 있는 ESG 이슈들은

최근 들어 논의가 되고 있는 지속가능경영, 기업의 사회적 책임(CSR: Corporate Social Responsibility)과 동일한 내용이기 때문이다. 따라서 국내 산업계도 지속가능경영체제를 도입하고 지속가능경영 보고서를 발간하는 등 보다 책임 있는 경영(Responsible Business)이 요구된다.

그러나 무엇보다 중요한 것은 연기금, 투자업계, 금융업계, 산업계 등에서 일고 있는 사회책임투자 분위기에 대하여는 국민연금법, 신탁법, 기금관리기본법 등 관련법제의 정비가 뒤따라 주어야 활기를 불어 넣을 수 있다는 점일 것이다. 이러한 법제정비의 노력에는 선진각국의 법제를 참고하되, 우리나라 투자업계와 연기금 등의 실정과 특성이 반영되어야 할 것이다.

## 제 5 장 국내 금융법제에 대한 시사점

### 제 1 절 금융규제개혁 및 금융위기대응에 관한 시사점

최근의 국제적인 금융위기에 있어서, 이에 대한 대응방안의 공통적인 움직임은 국제적인 공조 및 통일적인 지침에 의한 대응이라고 할 수 있다. 금융법제의 특성상 일반적으로 자국의 금융시장 및 자본시장의 상황을 최대한 반영한 법제도적 대응을 하면서도, 최우선적으로 고려하고 있는 것은 글로벌 스탠더드에 입각한 국제금융기준 등에 대한 부합이라고 할 수 있다.

이러한 국제적이고, 통일적인 지침과 기준에 의한 금융위기의 대응은 일정 분야에 대한 여과를 제외하고는 대부분이 국내 금융법제의 시사점으로 반영되어야 할 사안이다.

전 미국 FRB의장이었으며, 현재 오바마 정권의 경제고문인 Paul Volcher에 의하여 구성된 “Group of Thirty”(이하, G30)가 2009년 1월 15일에 발표한 『금융규제개혁 : 금융안전을 위한 구조(Financial Reform : A Framework for Financial Stability)』<sup>133)</sup>이라는 보고서는 이와 같은 금융위기 대응에 관한 국제적이면서도 통일적인 움직임의 대표적인 내용을 담고 있다. 따라서 본 절에서는 이하에서 영미 및 외국의 금융위기 대응에 관한 국내법적 시사점으로서 본 보고서에서 취급하고 있는 국제적으로 통일성있게 적용되어야 할 금융법제의 개선방향에 관하여 설명하고자 한다.

---

133) Group of Thirty, Financial Reform : A Framework for Financial Stability, January 15 2009

## I. 『Group of Thirty』 보고서의 개요

G30은 1978년에 당시의 미국의 재무부 차관 로버트 로자와 뉴욕 록펠러 재단의 제창에 의하여 조직된 민간·비영리·국제적 경제인집단으로서, 현재 16개 국가의 중앙은행 및 정부 관계자, 학자, 민간 경제인으로부터 구성되어 있으며, 오바마 정권의 토너 재무장관, 사마즈 국가경제회의 의장도 포함되어 있다. 과거 30년간에 100개 이상의 부정기 혹은 특별 리포트를 발표해 왔다. 이번 보고서는 Paul Volcher를 단장으로 하여, Arminio Fraga Neto(전 브라질 중앙은행 총재) 및 Tommaso Padoa-Schioppa(전 이태리 경제재정부 장관)를 부단장으로 하고 있으며, G30의 금융개혁에 관한 워킹그룹에 의하여, 세계의 금융규제개혁에 관한 18개의 항목을 구체적으로 제안하고 있다. 이것은, 현재의 금융위기를 수습시킨 후에 금융시스템을 어떻게 복구하여 구축해야 할 것인가를 심도있게 제안하고 있으며, 국제금융에서의 중장기적인 금융규제개혁에 관한 비전을 제시하고 있다고 할 것이다.

본 보고서의 직면하고 있는 금융위기에 어떠한 방식으로 대처할 것인가를 취급하지 보다는 금융위기 수습 후에 금융시스템을 어떻게 구축하여야 할 것인가에 관하여 초점을 맞추고 있다. 그러나 바람직한 중장기적 금융개혁의 모습을 구상하는 것은 현재의 금융위기를 타개하기 위한 대책으로서도 유용한 정보를 제공할 수 있으며, 또한 강력하고 경쟁적이면서도 한편 효율적인 금융시스템에 대한 신뢰 회복을 앞당기기 위한 방법이라고도 할 수 있다.

본 보고서는 다음과 같은 4가지의 분야를 취급하고 있다.

1. 건전성 규제(Prudential Regulation)의 적용 범위와 개념정의에 관련된 정책
2. 건전성 규제의 구조에 대한 복구 및 구축 (중앙은행의 역할, 금융기관의 기능, 그 외의 공적 안전망 구축, 국제협조의 향상의 필요성 등을 취급한다.



3. 금융기관의 감독, 리스크 관리, 유동성 리스크의 기준, 회계에 관한 관행·규칙의 개선

4. 투명성과 금융인프라 시스템의 개선

또한, 다음과 같은 사항을 포함하여 내용을 구성하고 있다.

(1) 동 보고서는 이번 금융위기에 의하여 금융시스템의 개혁을 추구하는 모든 국가의 정책 입안자에게 있어서 유용한 정보를 제공하려고 하고 있다. 동 보고서에 포함되어 있는 대부분의 여기에 담겨진 대부분의 제안은 국가별로 자본시장의 환경을 감안하여 약간의 수정 보완이 있을 수는 있지만 각 국가에 대하여 직접적으로 충분히 적용될 수 있는 내용들을 취급하고 있다. 그러나 최근 금융위기의 진원지가 미국이라는 점과 규모나 국제적 영향의 관점에서 고려하였을 때 미국의 금융시스템 개혁이 특히 여러 가지면에서 중요하게 고려된다고 할 것이다. 따라서 제안들이 일정한 수준까지는 미국에 초점을 맞추고 있는 내용도 다수 있게 된다.

(2) 동 보고서는 금융시장의 규제목적에 관련하여 안전성과 건전성에 초점을 맞추고 있다. 금융규제의 목적은 이 밖에도 경쟁 정책, 소비자 및 투자자 보호, 시장거래의 감시, 사기나 부정의 방지 등이 있지만, 이것들에 대해서는 시장의 안정에 관련되는 사항으로 취급하고 있다. 또한, 「규제」와 「감시」의 구별의 문제, 즉 규제는 정책이나 원리원칙 그리고 규칙·기준의 제정에 관한 것이며, 감시는 이러한 정책이나 기준의 개별 금융기관에 대하여 적용하는 것과 관련을 가진다. 그러나 이러한 차이점에 있어서도, 시장의 안정성에 관계되는 부분에 있어서는 서로가 중첩되는 부분이 있다고 보아야 할 것이다. 최근의 금융위기가 제기하고 있는 과제는 국제금융에 있어서 리스크를 발생시키는 금융시장의 과탄을 반복하는 일 없이, 글로벌 경제의 성장을 지원하기 위해서 건전하면서도 경쟁적으로 창조적인 금융시장을 복원하는 것이라고 할 것이다.

## II. 건전성 규제(Prudential Regulation)의 적용 범위와 개념정의에 관련된 정책

건전성 규제(Prudential Regulation) 및 감독에 있어서 적용되는 범위는 중요한 사항을 누락시키거나 또는 적용의 흠결이 발생해서는 안된다. 금융시스템에의 영향이 큰 주요 금융기관은 모두, 형태의 상위와 관계없이 적절한 건전성 감시의 대상으로 해야 한다.

### ※ 금융시스템에의 영향이 큰 주요 금융기관의 특성

금융시스템에의 영향이 큰 주요(Systemically Significant) 금융기관의 주된 특성은 다음과 같다.

#### 1. 규모

규모의 측정에 있어서 주로 금융기관의 재무제표와 같은 기준의 수치가 많이 이용되고 있지만 이것만으로는 충분하지 않다고 할 것이다. 보다 정확하게, 적절한 리스크의 가중을 고려하여 측정된 수치가 반드시 포함되어야 할 것이다. 그리고 이 수치는 각국의 금융시장·은행 제도·경제의 규모 등이라는 비교로 파악할 수 있어야 하며, 또한 각국의 정부가 지원할 수 있는 규모와의 관련성을 주요한 항목으로 파악해야 한다.

#### 2. 부채구조(leverage)

부채구조(leverage)의 이용규모 및 문제가 발생했을 경우 유동성의 수축 속도가 두 번째로 중요한 요소라고 할 것이다. 즉 상기한 바와 같은 규모만으로 시스템 리스크의 결정요인을 판단해서는 안되며, 그 자산의 유지가 영구자본인 주식과 자산특성에 부합하는 부채구조에 의해서 유지되고 있는지 여부를 판단하는 것이 중요하다.

#### 3. 연쇄의 규모

연쇄의 규모는 일정한 어느 금융기관의 파산이 다른 다수의 금융기관에 즉각적이고 막대하게 영향을 미칠 수 있는지의 정도를 나타내는 항목이다.

이것에 관해서 최선으로 리스크를 측정할 수 있는 기준을 2가지로 제시할 수 있다. 첫번째는 보유하고 있는 파생상품 계약의 규모와 범위(파생상품의 종류 등)이며, 두번째는 특정 거래처에 대하여 당사자간 판단될 수 있는 리스크의 최대치이다. 그러나 결제기관을 통하여 결제되는 거래소 거래와 달리 매장에서 거래되는 파생상품 시장의 특징이 예측하기 어렵고 불투명하다는 점 때문에, 구조적인 연쇄에 의하여 발생하는 금융위기상황을 예측하여 판단하기가 어렵게 된다고 할 수 있다.

#### 4. 인프라서비스의 중요성

특정의 금융기관이 다른 금융기관에게 제공하고 있는 인프라·서비스는 구조적으로 매우 중요하다고 할 수 있다. 구체적으로는 특히 고도화된 금융자산의 보관·청산·결제·지불 서비스 등이 이러한 서비스에 포함된다고 할 수 있다. 이러한 서비스에 있어서 공통점은 서비스 제공자와 이용자의 사이에 필연적으로 대규모 신용거래를 수반하고 있다는 점과 상대방을 변경할 때에 복잡한 작업 및 절차와 많은 시간을 필요로 한다는 점이다.

### 1. 은행의 건전성 규제 및 감독

모든 국가에 있어서 정부의 감독대상이 되는 예금 또는 보험업을 수행하고 있는 예금수납기관의 금융관련 행동은 일원화된 규제와 감독에 의하여 수행되는 것이 효율적이라는 점을 인식해야 한다. 한편으로 가장 복합적인 종합금융기관은, 특히 치밀하고 정교한 규제와 감시의 대상으로 되어야 할 것이며, 그 규제와 감독의 내용은 국제적인 글로벌 스탠다드의 기준에 부합하는 것으로 추구되어야 할 것이다.

또한, 대규모적이고 금융시스템적으로 중요한 위상을 점유하고 있는 은행에 대해서는, 리스크가 특히 크고, 한편으로 이익상충을 동반하는 자기거래 등과 같은 거래행위를 효과적으로 규제하여야 한다. 이른바 사모 혼장펀드(은행 자신의 자금과 고객의 자금이 혼장운용되는

헤지펀드나 사모펀드)의 운용주체가 되는 것에 있어서 자기거래와 같은 이익충돌행위를 특별하게 규제되어야 할 것이며, 또한 대규모 자기거래 등은 엄격한 자본·유동성 요건에 의하여 제한되는 것이 당연하다. 한편으로 채무를 집합화하여 증권화하는 상품의 조성 및 판매에 있어서 이에 참가하는 경우에는, 신용리스크의 상당한 부분을 운용기관 스스로 보관유지해야 한다는 점을 중요한 조건으로 해야 할 것이다.

일반적으로 정부의 감독대상이 되는 예금 또는 보험업을 수행하고 있는 예금수납기관은, 정부의 규제범위에 포함되지 않는 비금융법인에 의하여 소유되거나 지배문제에 있어서 심각한 고려와 기준의 제시가 필요하다. 그리고 이러한 경우에, 금융권과 비금융권 사이의 금융거래에 대해서도 일정부분에 있어서 제한을 부과해야 할 것이다.

각국의 은행 시스템에 있어서의 과도한 집중을 막기 위해, 효과적인 공적 감시와 경영 통제 및 효율적 경쟁의 관점과 관련하여 각 국가의 실정에 부합하는 금융규제가 보다 적극적으로 필요하다고 할 것이다.

## 2. 은행 이외의 금융기관의 감독의 통일화

최근에 각 국가별로, 금융위기에 처한 금융시스템에 영향을 준 원인으로서는 비금융권 기관에 의한 거래에서 발생된 문제 등을 언급하고 있다. 이러한 문제들은 은행 이외의 금융기관에 대한 규제와 감독을 통일화할 필요성을 시사하고 있다.

미국과 같이 보험회사가 각주의 개별적인 규제로 이루어지는 경우와 같이 국가 수준의 통일적 규제가 없는 국가에 있어서는, 대규모적이고 국제적인 보험회사에 대한 국가적으로 공통의 건전성 규제 및 감시 조치가 도입 되는 것이 당연하다고 할 것이다. 그리고 은행지주회사로서 조직되어 있지 않은 대규모 투자은행 등을 대상으로 하는 적절한 건전성 규제의 감독기관이 특정되는 것도 함께 필요하다고 할 것이다.

### 3. 상품별 구분된 규제와 감독 - MMF(Money Market Funds)의 감독

각각의 금융상품에 있어서 상품이 가지고 있는 특성과 위험의 차이를 명확하게 구분하여 차별화된 규제와 감독이 있어야 할 것이다. 대표적인 예로서 MMF의 규제 및 감독을 거론할 수 있다. 국제적으로 발생하였던, MMF를 둘러싼 일련의 사건들은, 대규모적으로 만기상환을 실시하고 유동성 리스크를 취하고 있으면서 자본규제나 감독 및 안전망 구축이 전혀 부재한 상품에 있어서 내재된 위험과 직접적으로 관련을 맺고 있다. 이러한 위험은 MMF의 상품성이 결제수단으로서 이용될 때에 원본가격을 언제든지 보장받을 수 있다는, 은행예금과 유사한 성격 때문에 그 이용이 한층 더 활발하게 되었다. 규제 및 감독을 하는데 있어서 은행이 제공하는 서비스(특히 언제나 원본가격으로 상환될 수 있다는 점)와 단기확정이익증권에 투자되는 펀드가 제공하는 서비스 등에 있어서 명확한 규제의 구분이 있어야 할 것이다.

은행과 유사한 서비스, 즉 결제수단으로서 원본가격의 상환이 보장되는 MMF를 상품화한 금융기관은 특별 목적 은행(special-purpose banks)으로서 취급하여 이에 대한 적절한 건전성 규제와 감독이 수행되어야 할 것이며, 정부보증이나 중앙은행의 기능 등에 있어서도 특별한 접근이 필요하다고 할 것이다.

위와 같이 재구축된 MMF로서 존속하여 운용되는 펀드는, 상대적으로 낮은 리스크로 약간의 가격상승의 가능성을 가지는 보수적 성향의 투자상품으로서 취급된다. 즉 은행이 제공하는 『money market deposit funds』 등 정부예금보험의 대상이 되는 상품과 명확하게 구분하여 투자자에 대하여 (명시적·비명시적을 불문하고) 언제나 안정적 순자산 가치로 상환시킬 수 있는 보증을 해서는 안된다고 할 것이다.

#### 4. 사모펀드(헤지펀드 등)의 감독

사적인 자본펀드(특히, 헤지펀드 등)의 적절한 규제에 대해서는 국제적으로 각 국가별 금융당국에 의해서 여러번 논의되어져 왔다. 일반적으로 지배적인 견해는, ① 시장규율의 향상, ② 헤지펀드 등이 자금 조달이나 운영에 있어서 이용하고 있는 규제대상 금융기관에 대하여 정밀한 조사를 수행함으로써 간접적 감시의 수행, ③ 리스크 관리 및 컴플라이언스 준수의 개선을 촉진하는 도덕적 권고 등의 3가지 방법이 지속적으로 제시되고 있다. 영국 등 일부의 나라에 있어서는 이 3가지를 보완하는 수단으로서 자국의 운용자(펀드 그 자체는 아니고 운용자에 대해)의 공식적 감시조치의 도입 및 최선 관행 기준의 설정(이것은 최근 Hedge Funds Standards Board의 설립에 의해 촉진되었다)을 도입하고 있다. 이러한 조치는 헤지펀드의 리스크 관리나 운영 방법의 개선 등을 가져옴으로써 일정한 성공을 거두어 왔다. 그러나 이러한 조치는 오히려 각 국가의 금융시스템에 영향을 크게 줄 수 있는 대규모 금융기관에 대하여 자산손실을 가져오는 결과도 함께 발생시켰다. 향후의 문제로서는 헤지펀드가 거의 규제되고 있지 않은 상태를 계속하는지 유지할 것인가, 아니면 규제를 한다고 하면 어느 정도 수준까지 규제를 할 것인가의 문제라고 할 것이다. 유력한 의견으로는 한정적이고 한편으로 유연한 공적 규제의 도입을 제시하고 있다. 최고로 투명성을 높인다는 입장에서 펀드를 등록하여 펀드의 규모 및 부채구조(leverage)의 정도와 리스크·투자스타일 등의 중요한 사항을 추적할 수 있는 공적인 권한을 도입하자는 견해도 유력하다. 이 경우, 펀드 운용자가 과반의 활동을 실시하고 있는 지역의 규제 당국에 등록하게 된다. 한편으로는 건전성 규제당국 및 중앙은행의 과제로서 금융시장의 안정성의 유지를 위하여 금융시스템의 리스크불균형에 관한 가능

성을 포착할 수 있는 대규모이고 시스템적인 정보수집의 기능을 제고시키는 것이다. 또한, 자본시장내에서 사모펀드의 분야가 상대적으로 비중이 커지고 있다는 점을 감안하여, 고액의 차입을 기본으로 운영되는 대규모 사모펀드에 대해서는 헤지펀드 등과 같은 주의깊은 감독이 필요로 하겠지만, 벤처캐피탈펀드와 같이 중소기업에서 거래되는 펀드에 있어서 기업의 기술혁신개발과 경영지원을 수행하는 펀드에 대해서는 역제적인 감독의 대상에서 제외하여야 할 것이다.

고액의 차입을 기본으로 하는 사모펀드(헤지펀드 등)의 운용자는 적절하게 건전성 규제를 수행하는 당국에 등록하도록 하는 것이 당연하게 요구된다. 다만, 일정 규모의 이하인 경우 및 벤처 캐피탈에 대해서는 적용제외로 하여야 할 것이다.

건전성 규제의 당국은 등록 운용자에 대하여 정기적인 보고의 요구 및 펀드의 규모와 투자 스타일 그리고 차입실적에 대한 적절한 정보를 공개적으로 게시할 것을 요구하는 권한을 가져야 한다. 한편으로, 등록제도나 규제를 도입하면, 투자자에 대하여 투자 리스크가 낮다는 잘못된 인식을 제공할 우려가 있으므로, 정보개시 및 적합성 원칙에 대한 재검토를 항상 철저하게 수행하여야 한다.

건전성 규제의 당국은 일정한 규모이상의 펀드에 대해서 자본 및 유동성과 리스크 관리에 대한 적절한 기준을 마련하는 권한을 가져야 하고 이를 효율적이고 합리적으로 운영하여야 한다.

상기의 목적달성을 위해서, 건전성 규제에 있어서 당국이 가지는 관할권에 대해서는 (펀드 그 자체의 국적에는 관계없이) 펀드 운용자의 주된 업무 집행지에 의거해야 하는 것이 합리적일 것이다. 또한 이러한 펀드의 운용자 및 펀드의 활동이 국제적이라는 점을 고려하여, 규제가 기본적인 구조는 국제적으로 정합성을 획득한 형태로 적용되는 것이 필요할 것이다.

### 5. 정부지원 금융기관 (Government-Sponsored Enterprises)

정부에 의한 지원금융기관의 복합적인 사업모델 즉, 『영리를 추구하는 민간 기관』과 『정부의 정책 대행자』로서의 역할 모두를 완수한다고 하는 모델은 기능적으로 충분하게 수행되지 않았다는 점은 금융위기 등과 같은 경험을 통하여 충분하게 인식되었다. 따라서 이에 대한 여러 가지 감독적 고찰 및 기능 제고의 고려가 필요하게 된다.

미국에 있어서는 부동산담보 금융에 있어서 정부지원금융기관의 적절한 역할을 고려할 때에 민간에 대한 부동산 담보금융 리스크의 중개자 기능과 정부부문의 부동산담보 신용리스크 보증보험 기능을 무조건적으로 명확하게 분리하려 하였다.

정부부문이 시장구매의 방법에 의하여 부동산담보 금융을 유지하는 경우, 명확한 법적 근거 및 제도적 지원과 금융의 효율적인 운영이 배경으로 이루어져야 할 것이다. 이러한 점을 달성하기 위해서는 정부가 스폰서인 민간기관이라고 하는 복합성은 지양하여야 할 것이다. 부동산 담보채권의 구매 및 이 채권을 포트폴리오로 조성하는 행동 등은 시간을 투자하여 민간부문에서 수행되어야 하는 것이 당연할 것이다. 다만, 정부가 시장에서 구매방법으로 개입하기 위해서는 정부가 전액을 정부출자로 하는 기관을 통하여 시장에 개입하는 기능을 유지하는 것은 가능하다고 할 것이다.

### Ⅲ. 건전성 규제 of 구조와 국제적 협조

건전성 규제 및 감독에 있어서, 그 질적인 측면과 효과적인 측면이 개선되어야 하는 것이 당연하기 때문에, 규제당국 및 중앙은행이 각 국가에 있어서 기관간의 협조 및 국제적인 협조하에서 한층 더 고도로 향상된 능력과 기능을 수행하는 것이 기대된다.



## 1. 규제체제

### ※ 금융 규제 · 감독의 방법

#### 1. 기관별 규제 접근방식

대상 기업의 법적 형태(예를 들어 은행, 브로커 · 딜러, 보험 등)별로, 국가의 규제당국이 각 기관별로 안전성 · 건전성 등 업무집행의 적정성을 능동적으로 감시하는 방법이다.

#### 2. 기능별 규제 접근방식

대상 기업의 법적 형태와는 관계없이, 기업이 수행하고 있는 업무분야별로 감시하는 방법이다. 업무분야 마다 별개의 기능별 규제당국이 감시하는 경우의 예가 많다. (프랑스, 이태리등이 채용). 현실에서는 기관별 규제 접근방식이 시대에 적합하지 않게 되고 있다는 점에 따라서 규제당국이 기능별 규제 접근방식을 동시에 수행하는 국가도 다수 발생하게 된다.

#### 3. 통합적 규제 접근방식

단일한 종합 규제당국이 모든 금융 서비스 분야를 대상으로 하여 안전성 · 건전성의 감시 및 업무집행 규제의 모든 면에 대하여 감독 및 규제 업무를 수행한다.

#### 4. 혼합적 규제 접근방식

규제의 목적과 기능별로 규제당국의 규제기관을 구분하고, 한편으로 규제 당국이 안전성 · 건전성의 감시를 실시함으로써 다른 규제기관의 업무집행의 적정성과 관련을 갖는 규제방식이다.

최근의 국제적인 변화방식은 통합적 규제 접근방식 또는 혼합적 규제 접근방식의 변형이 이루어지는 것이 특징적인 경향이라고 할 수 있다. 이 2가지의 접근방식 및 다수의 변형된 형태의 규제방식은 최근 대부분의 나라에서 출현하고 있는 은행을 중심으로 한 거대한 시스템의

재편과 관련을 가지고 있다. 금융규제감독의 시스템에 대하여 최적이라고 하는 하나의 Single Model은 없다고 하지만, 많은 중요한 사항에 있어서는 관계자들의 사이에서 의견이 일치되고 있다. 즉, ① 규제구조를 큰 폭으로 간소화시켜서 복잡한 구조를 통합화해야 한다는 의견, ② 규칙에 근거한 규제(Rule-Based Regulation)보다는, 규제의 이념과 원칙에 근거한 규제(Principle-Based Regulation)를 강조하는 의견, ③ 회계기준, 상장기준, 규제 대상기업의 인가 기준, 감독·감시의 메카니즘, 그리고 가장 중요한 자본 및 유동성의 건전성 기준에 대해 국제적인 협조와 조화의 중요성을 강조하는 의견, ④ 새로운 형태의 금융기관·상품시장의 출현에 대응할 수 있는 유연한 규제 방법의 채용, ⑤ 규제 당국이 정치적으로도 시장으로부터도 독립하고 있을 것을 확보해야 한다는 의견 등이다. 또한, 중앙은행이 금융의 안정성을 추진할 책임을 수행하기 위해서는, 충분한 권한이 유지될 필요가 있는 것에 대하여도 의견이 일치하고 있다.

따라서 각 국가별로 규제 체제를 재검토해야 하는 것이 필요하다. 그것은, 불필요한 중복이나 규제의 공백 및 복잡한 규제시스템을 배제하는 것으로서, 피규제자가 규제의 완만한 분야를 선택하여 규제를 받게 하려는 움직임을 최소화하고, 규제의 조화를 추구하는 것이라고 할 수 있다.

각 국가들은, 규제당국이 정치적 압력 및 시장의 압력으로부터 격리되어 있다는 것을 명시적으로 재확인해야 하고, 규제 당국은 이용 가능한 자원의 질과 양의 개선 및 필요도를 재평가하여야 한다.

## 2. 중앙은행의 역할

규제 체계의 개선에 포함되는 과제로서 중앙은행의 역할과 다른 규제기관과의 역할 등에 관한 균형의 유지가 중요하게 취급된다. 중앙은행은 금융정책(monetary policy) 이외에, 긴급한 상황에 은행에 유동

성을 공급하는 것뿐만 아니라, 금융의 안정성의 유지에 관한 지불 시스템에 관한 유지·관리의 역할을 담당하고 있다. 최근의 금융위기 관련된 일련의 사건을 보았을 때에, 중앙은행의 금융안정 유지기능의 중요성이 강하게 인식되기 시작하였다. 이것을 달성하기 위하여 중앙은행이 적절한 권한과 수단을 가지는 필요성이 인식되고 있다. 금융시장의 안정을 위협하는 요인을 사전에 파악하기 위해서 광범위한 정보 수집 권한을 가지는 것은 물론, 과잉유동성이 큰 위기로 발전하기 전에 이를 억제할 수도 있는 기능과 권한이 필요하게 되었다. 즉, 과잉된 부채구조(leverage)가 금융시장의 불안정을 재발시킨다는 큰 잠재요인이라는 점에 착안하여 중앙은행이 과잉 부채구조(leverage)의 회피에 직접적 효과를 나타낼 수 있는 사전과잉억제수단의 채용을 검토하여야 할 것이다.

따라서 중앙은행은 금융의 안정성을 유지·추진하는 역할을 담당할 수 있도록 고유의 권한과 업무에 관한 검토가 필요하다. 금융의 안정성에 대한 감독 및 고려는 금융위기시에 있어서 뿐만 아니라, 신용이 급확대하고 있는 경우 또는 위기를 부르는 부채구조(leverage)의 팽창시에 있어서도 중요한 검토항목이 된다.

또한, 중앙은행의 유동성 공급 시스템에 항상 관련하고 있는 규제대상 은행과 다른 금융기관(비상시에게만 중앙은행의 유동성 공급 시스템에 접근할 수 있는 기관)과의 명확한 구별이 유지되어야 할 것이다.

비상시 또는 긴급시에 있어서 중앙은행의 비상대출 권한은 효과적으로 유지행사되어야 한다. 이것은 은행 이외의 기관으로 확대해 사용하는 것에 대하여, 법 또는 관행에 의해서, 명백한 근거 및 배경을 필요로 해야 한다.

중앙은행의 유동성 유지 활동은 높은 리스크 자산을 담보로 하는 대출이나 혹은 직접·간접의 자본유입에 의하지 않는 형태로 한정되어야 할이다. 이러한 형태의 지원은 원칙으로서 직접적 책임을 가지는

정부 주체에 의하여 수행되는 것이 적절하다고 할 것이다. 실제로는 중앙은행이 이런 종류의 제도적 지원을 주로 한다는 점을 고려하여 사후적으로 적절한 정부 주체에 의한 승인과 정부 주체로의 리스크 이전이 필요하게 될 것이다.

### 3. 금융규제에 관한 국가간 국제협조

각 국가의 규제기관 국제적인 규제·감독에 관한 기존의 협조구조에 적극적으로 동참하여, 이를 강화하는 것이 요구된다. 주로 다음과 같은 분야에 있어서 협조의 필요성이 제고된다. 즉, ① 은행의 감시에 관하여 한층 더 시기적절하게 개방적인 정보교환과 금융위기문제 발생시에 책임국가의 명확성을 확보하는 행위, ② 국제간의 조화롭게 수행할 수 있는 규제 정책의 책정 및 기준 설정을 실시한 후에, 규제·기준의 적용 및 실시 방법에 대해 각 국가간의 상위점을 인식하여 수정하는 행위, ③ 시스템적 리스크에 대한 염려 및 규제·감독 정책의 변경이 가져오는 결과에 대하여 공동으로 검토하는 수단을 개발하는 행위 등이다.

과도한 부채구조(leverage)에 의하여 금융 위기가 발생하였다는 점과 부채구조의 방식이 더욱 더 복잡화되고 있다는 점에 착안하여, 각 국가의 건전성 규제기관과 중앙은행은, 국제기관과 협력하여, 부채구조(leverage)의 개념범위를 명확하게 하고, 부채구조(leverage)의 정도·결제기한 등에 관한 다양한 데이터의 수집과 보고를 수행하도록 노력해야 한다.

## IV. 금융기관의 감독, 리스크 관리, 자본유동성에 관한 제도 및 기준의 강화

금융규제 정책 및 회계기준은 경기변동의 효과에 의하여 직접적으로 영향을 받게 되지 않도록, 건전한 사업관행의 유지와 합치되는 방

향으로 제정 및 운영되어야 한다. 금융시장에는 많은 관계자가 존재하게 되는데, 즉 주주, 경영자, 종업원, 고객, 규제당국 그리고 일반 일반시민 등이 이에 포함된다. 그리고 시장에서는 각 관계자에게 있어서의 비용과 편익 그리고 리스크와 수익이 일정한 수준으로 균형을 이룰 수 있도록 작동해야 한다. 이것을 달성하기 위하여 최우선적으로 필수적인 조건은 “관계자의 인센티브(보수 등의 행동유인)가 존재하여야 하며, 리스크는 수익을 취하는 자에 의하여 부담되어야 한다”는 원칙이 유지되어야 한다. 이 조건이 충족되는 만큼 구조적인 불안정리스크는 감소할 것이다. 그 다음으로 중시되는 조건은 “리스크의 존재가 금융기관의 관계자에게 가능한 한 투명하게 예측되어야 한다”는 점이다. 리스크가 불투명한 정도만큼, 관계자에게 있어서 리스크와 기대수익은 합리적으로 균형을 이룰 수 있는지에 관하여 판단이 곤란하게 된다. 따라서 인센티브와 투명성을 개선하기 위하여 우선적으로 수행해야 할 조치는 금융리스크의 중개자인 민간기업을 대상으로 규제가 이루어져야 한다는 점이다. 그리고 이들에 대하여 금융규제 정책과 회계기준 등의 설정을 명확하고 예측가능하게 함으로써, 스스로 규범을 준수함과 동시에 이들에 대한 규범준수의 인센티브를 제공하는 것이 중요하다고 할 것이다.

### 1. 금융기관의 자본 규제 기준

국제적인 자본규제의 기준은 금융사업의 경기변동에 관한 증폭성에 대처할 수 있도록 개선되어야 할 것이다. 각 금융기관이 회사 전체를 통하여 총 리스크를 측정하는데 있어서 최신의 평가도구를 이용하여도 한계가 있다는 것은 이미 밝혀져 있기 때문에, 사전적인 기준제정과 제공이 무엇보다도 중요하다고 할 것이다.

이 기준은, 상한과 하한의 폭을 가진 범위로서 표시되어야 한다. 이것은 시장의 상황을 나타냄으로써 리스크의 전체 범위에 대하여 과소

평가되는 것을 방지할 수 있다고 할 수 있도록 하기 위하여 항상 상한을 기준으로 리스크관리를 수행할 것이 요구된다.

또한, 자본에 관한 국제적 정의는 국가에 따라서 다른 정의를 가질 수 있으므로 항상 통일성을 갖출 수 있는 개념범위를 설정하여야 한다. 그리고 자본 및 리스크에 대한 개시기준은 해당 금융기관이 어느 정도 리스크를 부담하려 하고 있는지와 자본의 필요성 및 배분의 실태와 평가방법에 대한 투명도를 높일 수 방향으로 검토되어야 한다.

## 2. 유동성 리스크의 기준

(1) 기본이 되는 유동성 기준은, “장기 자본”과 “자유롭게 사용할 수 있는 유동성 자산”의 분산유지에 관한 내용이 포함되어야 한다. 이러한 기준의 설정 후에는 은행의 자본구성에 대하여 상위채무와 열후채무를 바람직한 방향으로 조합해야 한다.

(2) 유동성 기준의 감독내용은 대상 금융기관의 유동성 유지능력에 대한 한층 더 정치화 된 기준 즉, 유동성 관리의 질과 유효성 및 비상시의 자금조달 계획과 유효성의 평가를 포함하여야 한다.

(3) 유동성 관련 내용의 개시기준에 대해서는 자본의 리스크 특성정보의 개시기준 개선안에 가세해 바젤 위원회 원칙에 의거해 새롭게 작성되는 유동성 개시 기준이 포함되어야 하는 것이다.

## V. 금융시장의 투명성과 인프라시스템의 개선

### 1. 증권화 시장의 신뢰 회복

최근의 금융위기가 발생하는 과정을 살펴보면, 금융기관에 의한 신용공여는 예전의 개별 금융기관에 의한 직접거래처의 대출형태가 아니고, 금융기관이 대출을 증권화하여 인식되지 않은 대출처에 대한 채권을 보유하는 형태 즉, 증권화 시장이 발전해 왔다는 점을 발견할 수

있다. 그 결과로 최근의 금융위기에 대해서, 일단 신뢰가 상실되는 상태가 시작되면, 개별 금융기관에 대한 신뢰상실에 그치지 않고, 세계의 자본시장 전체에 있어서의 신뢰 상실로 확대된다는 문제점이 발생하였다. 현재의 국제금융시장은 다양한 형태로 복잡하게 합성된 CDOs (collateralized debt obligations, 채무담보증권)나 CLOs (collateralized loan obligations, 대출채권담보증권)뿐만 아니라, 단순한 자산담보증권에 대해서도 파탄 및 신뢰상실에 이르는 상황이 발생하였다. 이러한 신뢰상실을 발생시킨 원인은 증권화상품이 과도하게 복잡화되었다는 점과 발생과정에서 투명성을 결여하고 있다는 점 등과 같은 결합이 발생한 것으로 판단하고 있다. 이러한 결합이란 신용인수기준의 저하 및 시장의 유동성이나 재판매능력에 대한 지나친 낙관적 평가에 근거하는 유통 신용리스크의 축적 그리고 신규사업을 확장함으로써, 발생하는 기존의 결합상품이 지속적으로 보유하고 있다는 점을 제시할 수 있다.

#### (1) 시장에 의한 감독

자본시장과 금융상품시장이 급성장한 결과, 증권화 및 구조화(structured) 상품과 파생상품 시장 또한 급성하게 되었으며, 적어도 일반 증권과 같은 수준의 규제·정보개시·투명성 기준을 적용하는 것이 필수적이라고 할 것이다. 그리고 보다 폭넓은 시장을 감시의 대상으로 해야 하며, 모든 상품을 통한 거래고와 보유상황이 충분하게 투명성을 유지해야 하고, 각 상품의 신용 및 부채구조에 관하여 관계자에게 완전하게 이해될 수 있도록 감독될 것이 요구된다.

#### (2) 신용인수기준

금융상품시장을 건전하게 발전시키려면, 신용인수기준의 타당성 및 예측가능성에 대하여 시장의 신뢰를 회복하는 것이 우선적으로 필요하다. 이것을 달성하기 위해서, 규제당국은 규제대상 금융기관에 대하여

증권화상품과 그 외의 구조화(structured) 상품의 조성에 수반하는 신용 리스크의 상당한 부분을 스스로 인수하여 유지하는 것을 요구해야 한다.

## 2. 신용등급기관의 개혁

등급설정의 이용자, 특히 규제대상이 되는 금융기관인 이용자는 투자대상 상품의 리스크 평가를 스스로 독립해 실시할 수 있는 능력을 확보 또는 취득하여야 한다.

신용등급의 설정은 지불불능의 가능성 및 지불불능 발생시에 있어서 손실 가능성뿐만이 아니라, 모든 리스크 요인 즉, 유동성이나 가격 변동성(volatility) 등을 포함시켜서 보다 포괄적으로 확실한 정보를 제공할 수 있어야 한다.

규제당국은 새로운 요금지불모델, 예를 들어서 등급기관과 대상기업 및 이용자의 삼자간 이해관계를 조정하여 신용등급설정의 질적 책임을 부담하게 하는 등의 모델을 개발하여야 한다.

## 3. 채권, 파생상품, 스왑 등에 대한 장외시장의 감독

이러한 시장의 특성은 매우 국제적이라는 점인데, 이러한 특성을 근거로 하여, 국제적으로 일관한 규제의 형태가 필요하게 되고 각 국가의 규제기관은 상호간에 정보를 교환하여 적절한 협조 조치를 취할 수 있도록 하는 제도적 메커니즘이 필요하게 된다.

## 4. 금융기관의 해산 메커니즘의 정비

규제기관이 규제대상 은행 및 다른 금융 시스템에의 영향이 큰 주요 금융기관에 대하여 조기 경고조치 또는 즉시 시정 조치 및 폐쇄 조치를 실행할 수 있는 법적근거를 정비해야 한다. 즉, 이러한 내용의 입법조치에 의하여 예금은행 이외의 재무적으로 파탄된 금융기관의 해산절차를 정비해야 한다.



“은행 이외의 금융기관”에 대한 적용은 그 과탄이 금융 시스템에 심각하게 위협을 주는 경우에 합리적으로 제한될 수 있는 소수 금융기관에 한정되어야 할 것이다.

은행의 해산과 같은 절차를 적용하는 “예금은행 이외의 금융기관”을 규제하는 규제기관은 스스로가 인수 또는 관리자가 되어 해당 금융기관을 해산하도록 하거나, 재무적으로 건전한 상태로 회복시킬 수 있는 조치를 수행할 수 있는 권한을 부여해야 한다.

#### 5. 구조화(structured) 금융상품 시장의 투명성의 향상

공모·사모를 불문하고, 자산담보상품 및 다른 구조화(structured) 확정이자부 금융상품에 대해서, 공지제도 및 정보전달제도를 개선해야 한다. 또한, 규제기관은 투자자와 협력하고, 자산담보상품 및 합성(synthetic) 구조화(structured) 상품의 양쪽 모두에 대하여 투자자에게 있어서 중요한 정보의 내용을 결정하고, 이러한 정보의 공시가 시행될 수 있도록 규칙 등의 개정 또는 개정을 검토해야 할 것이다. 규제기관은 사모 및 기관투자자 시장에 대해서도 적절한 정보공시기준을 충족시킬 수 있도록 위와 같은 거래제도를 정비하여야 한다.

#### 6. 시장거래 및 평가에 관한 정보의 공유

금융시장에서 거래에 대한 투자자의 신뢰를 회복하기 위해서는 시장에 있어서의 거래고와 거래가격 그리고 그외 관련 사항에 대한 투명성을 향상시키는 제도적 기반정비를 개선시켜야 하며, 이를 위한 비용과 편익의 평가를 지속적으로 수행할 필요가 있다. 비용에는 현재 비공개거래의 사적거래를 수행하고 있는 특정기업에게 영향을 주게 된다. 이 영향 및 제도적 기반정비의 직접적 비용은 시장의 투명성 향상이라고 하는 편익을 고려하여 검토하여야 한다.

## 제 2 절 영미 금융법제에 있어서의 시사점

### I. 법체계적인 측면에 있어서의 시사점

#### 1. 법제운영의 기반 조성

영국은 총30편(Part) 433조항(Section)의 방대한 규제체계를 가진 통합금융법을 운영한다. 그러나 영국의 경우 이렇게 방대한 양을 가진 법령을 보충하는 가이드라인이 실제로는 더 큰 역할을 수행한다는 점이 주목할 만하다. FSA Handbook과 Sourcebook은 FSMA보다도 더 많은 내용을 규정하고 있으나, 그 내용은 실질적으로는 자본시장에서 행위자들을 규제하고 제한하는 역할을 하는 것이 아니라, 실제 제정법의 준수를 유인하는 역할을 수행한다. 우리나라의 경우로 생각한다면 일종의 하위법령이라고도 할 수 있지만, 우리나라의 시행령이나 시행규칙과 같이 법규적 효력을 가지고 있다고 볼 수는 없다. 따라서 Handbook과 Sourcebook은 제정법과의 충돌은 발생되지 않으며, 포괄적인 내용을 가진 제정법의 준수와 적용 그리고 해석에 있어서, 규제당국과 실무자들의 지침으로서 의미있는 역할을 수행하고 있다. 현재 우리나라의 자본시장법은 시행된 지 얼마 되지 않으며, 체제적으로도 많은 변화와 혁신적인 규제체계를 운영하고 있다. 이러한 상황에서 발생한 최근의 국제적인 금융위기는 법 적용에 있어서 상당한 혼란과 혼선을 발생시키고 있다. 이러한 상황을 타계하기 위한 법제운영의 방안으로서 영국과 같은 탄력적인 법제운영의 기반조성이 유효하다고 할 수 있다. 즉, 영국의 제정법을 보충하는 상세한 가이드라인이 가지는 시사점은 크다고 할 것이다. 현재 자본시장통합법 시행령이 제정되어 있는 상태인데, 여전히 실무적으로 충돌되는 많은 문제점들이

있는 상황이다. 따라서 비교법적인 측면에서 영국 자본시장을 규율하는 가이드라인에 대한 연구와 검토가 필요하다고 할 수 있다.

## 2. 자본시장내 건전성 규제의 제고

영국과 미국의 경우를 살펴볼 때에 공통적으로 주목될 수 있는 점은 금융규제개혁 및 금융법 제정과정에서 나타나는 것으로서 규제당국이 자본시장의 건전성 유지와 투자자 보호에 대한 의지가 매우 강하다는 점이다. 미국의 경우에는 금융의 효율성을 제고하기 위하여 경쟁제한적인 규제는 지속적으로 완화하는 반면에 금융시장의 불안정성을 증가시키는 금융기관의 자산건전성에 대한 규제 및 감독은 지속적으로 강화하고 있는 추세이다. 영국의 경우에서도 건전성 규제 측면에서 건전성 기준을 지속적으로 보완하고 금융상품의 판매행위나 불공정거래행위 등에 대한 규제를 단일화시킴으로써 포괄적인 규제를 강화하고 있는 경향이 강하다고 할 것이다. 또한, 양국 모두 증권·금융업간의 겸영이 허용됨으로써 산업계의 체질개선을 통한 자본시장 육성에 주력하고 있는 반면에, 이에 의하여 발생할 수 있는 문제점, 특히 이해상충의 문제를 해결하기 위한 다각적인 노력을 기울이고 있다.

우리나라도 증권·금융의 감독강화와 건전성 유지를 위한 방법으로 포괄적인 개념을 통한 규제체계를 시도하고 있다고 평가할 수 있으며 이는 증권·금융업계 스스로가 경쟁력을 확보할 수 있게 하고, 이를 통하여 자본시장을 성장시키려는 긍정적인 취지가 있음은 의문의 여지가 없다. 다만 이에 수반하여 발생할 수 있는 이해상충의 문제와 같은 투자자 보호의 문제를 해결해야 하고, 시장효율성을 저해하지 않는 범위 내에서의 증권·금융을 규제감독해야 한다는 제도적 운영의 난점이 존재한다. 이를 해결하기 위해서는 법령에 의한 감독을 하되, 이를 효율적으로 운영하기 위하여 세부적인 지침과 규제당국의 탄력적인 해석이 뒷받침되어야 할 것이다.

## II. 법정책적인 측면에 있어서의 시사점

### 1. 최근 미국에 있어서의 금융규제개혁의 시사점

2009년 오바마 행정부의 금융규제개혁안인 “새로운 기반: 금융감독 및 규제 재확립”은 5가지 주요 목표를 정하고 각 목표를 달성하기 위한 구체적인 방안을 제시하는 형식으로 구성되어 있다. 금융규제개혁안은 ① 금융회사에 대한 견고한 감독 및 규제의 촉진, ② 금융시장에 대한 종합적인 규제체계의 확립, ③ 금융폐해(financial abuse)로부터 소비자 및 투자자 보호, ④ 금융위기 관리에 필요한 수단을 정부에 제공, ⑤ 국제적 규제기준 강화 및 국제적 공조의 개선을 위하여 5가지 목표를 규정하였다.

이러한 오바마 행정부의 금융규제개혁안은 금융위기 극복을 위해 기존에 논의되어 왔던 여러 가지 방안을 집대성 하여 금융시장의 안정, 금융상품의 소비자 보호, 금융혁신의 촉진을 위한 논의의 틀을 제공하였다는 점에서 큰 의의를 갖는다.

즉, 오바마 행정부의 금융규제개혁안은 금융시장 규제의 새로운 패러다임을 제시하였다는 점에서 우리 금융시장감독체제에 정책적 시사점을 제공하고 있다. 미국은 전통적으로 은행에 대한 시스템 리스크 관리에 중점을 둬으로써, 위험발생에 대한 예방 즉, 위험중심 규제를 중심으로 수행해왔으며, 증권부문에서는 개별적 투자자 보호에 중점을 두는 기능별 규제로 구분되어 진다. 이러한 기능별 규제는 법제적인 측면에 있어서, 각 기관별로 개별 법률에 의한 규제와 감독청이 존재하는 자본시장의 기관별 규제에 대한 보충적인 기능뿐만 아니라, 변화되는 금융시장에 있어서 가장 효율적인 감독체제로 인정받아 왔다. 그러나 최근의 금융위기로 인하여 이러한 전통적인 감독체제에 대한 개편이 불가피하게 되었고, 이에 대한 대안으로 오바마 행정부의 금융규제개혁안이 의미를 갖게 되었다.

즉, 이번 금융규제개혁안은 위험중심 규제의 대상을 은행부문 외에 증권과 보험부문의 금융회사로 확장하여 효율적인 시스템 리스크 관리체제를 구축하고, 기능별 규제의 범위를 넓혀 규제차익을 줄이고 금융소비자 보호를 강화하려고 시도하였다. 이러한 금융규제 철학의 새로운 패러다임은 우리 금융시장감독체제의 발전적 재편을 위한 이론적 틀을 제공할 수 있을 것으로 기대된다. 우리나라는 미국과는 다른 금융감독체계 및 정부구조를 가졌다는 점에서 이번 금융규제개혁안은 그 결과물 보다는 향후 입법화를 위한 논의 내용이 우리에게 더욱 큰 정책적 시사점을 줄 것으로 예상된다.

다만, 최근의 논의에 있어서 금융소비자들을 보호하기 위한 금융소비자청에 관한 입법내용은 많은 비판과 논의의 난항을 겪고 있다. 즉, 현존하는 금융감독청 이외에 금융소비자 보호를 위한 감독청을 별도로 신설하는데 대한 많은 대항논리에 부딪히고 있다. 이러한 문제는 현재 우리나라의 금융감독체계에 있어서도 금융소비자보호를 위한 감독기관의 논의에도 적용될 수 있으며, 미국에서의 관련 논의의 진행에 있어서도 많은 시사점을 제공받을 수 있을 것으로 기대된다.

## 2. 원칙에 근거한 금융규제의 동향

상기한 바와 같이, 영미에서는 “규칙에 근거한 규제”와 “원칙에 의한 규제”, 이 2가지의 규제방식에 관하여 많은 논의가 진행되고 있다. 특히, 금융위기와 관련하여 기존의 영미식 원칙에 의한 규제가 문제점을 발생시켰다는 비판이 제기되고 있는 실정이다. 그러나 금융위기의 원인을 분석하는데 있어서 규제방식, 특히 “원칙에 의한 규제”의 방식에 원인을 찾는 것은 지나친 비약이라고 할 수 있다. 최근의 금융위기의 원인은 규제방식의 문제라기보다는 국제적인 경기변동과 국가간 금융관계의 연쇄적인 밀착관계에서 찾는 것이 보다 더 설득력이 있을 것이다. 따라서 규제방식 자체에 대한 문제점을 지적하는 것보다는

규제방식의 운영에 있어서 효과적인 작동원리와 메커니즘의 극대화를 시킬 수 있는 법제도의 환경조성이 필요하다는 점을 우선적으로 인식하여야 할 것이다.

구체적으로 규제를 받는 금융회사의 경우, 구체적인 집행가능성에 대한 예측이 불가능한 경우, 법적인 관점에서 문제발생이 가능하게 되는데, 이를 보완하기 위하여 원칙의 예측가능성 확보를 위해서 운영되는 원칙에 대한 명확성과 일관성의 유지가 필요하게 된다.

영국 FSA의 경우, 사소한 원칙위반 수준에 대해서는 규제조치를 취하지 않을 것이라고 천명하고 있다. 금융회사가 부족한 점을 알고서도 교정하려는 노력을 취하지 않을 경우에만 원칙위반을 이유로 규제조치를 취할 것이라고 표명하고 있다. 이러한 원칙의 목적 및 원칙에 의거한 규제조치의 가능성 자체를 원칙의 행위기준에 대한 사후적 해석에 의해 다르게 해석할 여지는 예측가능성 제고로 감소되고 있다. 또한, 다양한 형태의 규제정보로 이루어진 원칙의 구체적인 내용이 기존의 규정을 변경하는 효과를 가질 가능성을 사전적으로 인지하고 대응하게 할 수 있도록 각종의 행정지도가 신속하고 정확하게 수행되고 있다.

한편으로, 이와 더불어서 감독당국은 금융회사로 하여금 다양한 규제정보에 쉽게 접근할 수 있는 가장 효율적인 접근방법을 강구하여야 할 것이다. 금융회사 및 금융소비자의 접근성을 높이고 이해도를 높이는 방법으로 “call-center”나 “web-site”의 운영과 같은 방법을 개발하는 것이 필요하다고 할 것이다. 뿐만 아니라 다양한 규제정보가 어떠한 방식으로 원칙의 규제목적에 효과적으로 달성하는지를 지속적으로 평가하는 체제가 구축될 필요가 있다.

### 3. 파생상품에 대한 규제

현재 국제자본시장에서 핵심적인 지위를 점유하고 있는 파생상품의 경우에는 최근의 금융위기에 대한 원인으로 지목되기도 하였지만, 그

이전부터 관련 규제에 관한 논의가 활발하게 진행되어왔다. 파생상품에 대한 규제는 영미의 금융법제에서 뿐만 아니라, 우리나라의 자본시장법에서도 매우 중요한 규제대상으로서 논의가 되어 왔으며, 금융규제에 있어서 중요한 화두라고 할 수 있다.

즉, 미국발 금융위기의 가장 중요한 원인으로서는 파생시장에 대한 감독체계의 문제점을 지적하고 있다. 세계 주요국들은 이미 파생시장에 대한 모니터링 강화, 투자자 보호, 시스템 리스크 방지, 감독기구 기능 재정립 등의 문제에 관해 대대적인 개혁을 단행하고 있다. 현재 우리 파생시장과 관련해서도 다음과 같은 문제에 대해 검토하고 대안을 마련하여야 한다. 첫째, 장외파생시장에서의 거래가 계속 복잡해지고 있는 상황에서, 감독당국이 적절한 모니터링을 통해 적시에 대응할 수 있는지, 둘째, 복잡한 파생상품(장외파생·파생결합증권·파생펀드 등)이 불완전 판매 등으로 투자자에게 손실을 초래하지 않을지, 셋째, 미국 등 선진국에서와 같이 파생거래에 따른 금융회사의 부실화 및 시스템 리스크 확산 요인은 없는지, 넷째, 자본시장통합법의 기능별 규율체계에 맞는 자율규제기관 및 감독기구 재편이 필요하지 않은지 등이다.<sup>134)</sup>

구체적으로 미국 서브프라임 사태가 발생한 원인은 감독당국은 유동화 증권에 신용파생상품이 내재 또는 결합되어 채유동화되는 경우 등에 대한 모니터링을 적절히 하지 못하였기 때문이다. 국내에서도 특정기업을 준거자산으로 한 CLN을 담보자산으로 하여 ABS를 발행하고, 동 ABS가 다시 ABCP로 채유동화한 바가 있으므로 이에 대한 대책이 마련되어야 한다. 이를 위하여 신규 취급 장외파생 상품 및 구조화증권에 대한 보고의무를 부과하고 거래 현황 등에 대한 분석 및 모니터링을 강화해야 한다. 따라서 미국의 금융개혁안에 의하면, 대형 헤지펀드도 Tier1 FHCs(Financial Holding Companies= 1순위 금융

134) 금융위원회·금융감독원, 파생상품시장 감독체계 개선방안, 2008.12.

지주회사)에 해당하여 FRB의 통제를 받게 되는데, 이런 대형 헤지펀드에 투자한 투자의 경험이 없고 상대적으로 자본이 부족한 비전문 투자자/일반투자자 또는 대형 헤지펀드에 투자하는 일반 펀드(FOHF)를 보호하기 위한 방안들이 시급히 필요할 것으로 생각된다. 예를 들면, 미국과 같이 법률로써 자산규모나 투자경험 등을 고려해 일정한 수준 이상의 투자자만이 대형 헤지펀드에 투자할 수 있도록 한다거나, 법률로 시행되지는 않았지만 투자자문업자, 즉 헤지펀드 매니저에게 투자자들이 이러한 요건을 갖추었는지에 대한 평가를 하도록 의무를 부과하여 요건을 갖춘 투자자들만을 유치하도록 하는 방안 등을 고려해 보아야 할 필요가 있을 것으로 보인다.

### 제 3 절 새로운 금융투자원칙에 관한 시사점

#### I. 금융투자원칙의 변화에 대한 대응

##### 1. 새로운 금융투자원칙의 중요성

은행이나 금융투자회사, 보험회사 등의 금융기관이 투자나 용자시 재무상의 리스크나 수익뿐만 아니라 환경등 사회적 가치에 대해서도 고려함으로써 자금의 흐름을 환경 등 사회문제의 해결을 위한 쪽으로 유도할 수 있고, 이것이 결국 경제사회를 크게 변화시키는 열쇠가 될 수 있다는 것이다. 이러한 것을 이른바 “금융의 환경화”라고 하며, 새로운 금융투자원칙의 중요한 내용을 구성한다. 이러한 “금융의 환경화”를 위해서는 기업 등이 환경문제등 사회적 과제의 해결을 위해 노력할 경우 그 노력이 사회로부터 적극적으로 평가되고 경제적으로도 보상이 이루어지도록 할 필요가 있다.

또한 보다 나은 사회를 위하여 투자를 하고자 하는 개인을 위해서는 그 목적을 실현할 수 있도록 다양한 수단(예컨대 환경펀드)을 제공하는



것도 중요하다. 그리고 금융의 자금중개기능을 활용하여 기업 등의 노력과 국민의식을 하나로 묶어 CSR(Corporate Social Responsibility: 기업의 사회적 책임)활동에 적극적인 기업에 대해 자금이 효과적으로 흘러들어갈 수 있도록 함으로써 환경보호 등에 적극적으로 참가하려는 유인을 제공하는 것도 필요하다. 이를 위해서는 환경등 사회적 문제에 대한 투자가 기업가치에 반영될 수 있는 시스템의 구축과 기업의 CSR활동을 적절하게 평가하는 제도적 장치를 마련하는 것이 무엇보다 중요하다고 할 것이다.

## 2. 금융투자원칙의 사회적 의의

미국의 경우 금융기관, 특히 은행이 환경문제에 관해 본격적으로 관심을 갖게 된 결정적인 계기는 1980년 12월에 「포괄적환경대처보상책임법(The Comprehensive Environmental Response, Compensation and Liability Act, CERCLA)」의 제정이다. 동법률은 오염문제를 야기한 자에게 오염된 시설이나 토지 등의 정화책임을 부과하는 것을 목적으로 한 것이지만, 동 법률에 의해 책임을 추궁당하는 것을 두려워한 은행은 용자시 대상기업의 환경관련사항에 관해 적극적으로 고려하게 되었고, 특히 1990년 Fleet Fact 사건에서 법원이 대출기업이 야기한 토지오염에 대해 은행에게 대출기업의 의사결정에 영향을 미치는 입장에 있었다는 것을 이유로 정화책임을 인정함으로써 은행은 보다 적극적으로 환경문제에 관심을 가지게 되었다.

이러한 법률적인 요인이외에도 금융기관도 사회구성원의 일원이라는 자각과 함께 지속가능한 사회를 실현하기 위해서는 기업은 사회적 책임을 다해야 한다는 인식이 확산되고, 동시에 지속가능성의 관점에서 고객기업의 리스크가 금융기관자신의 브랜드나 평판에도 직접 영향을 미친다는 인식이 확산됨으로써 미국을 비롯한 유럽에서는 대형 금융기관을 중심으로 전임스텝을 고용하여 환경문제가 경영이나 리스크

관리체계에 어떠한 영향을 미치는지를 분석하는 시스템을 구축하는 것이 보편화되고 있다. 일본의 경우에도 최근 들어 은행을 비롯한 금융기관을 중심으로 이러한 현상이 일반화되고 있다.

금융기관의 이러한 현상은 금융기관 스스로가 금융업과 관련하여 야기되는 환경문제에 적극적으로 대처함으로써 환경보호에 직접적으로 공헌하는 외에, 용자나 투자, 보험 등을 통해 기업이나 보험계약자에게 환경을 고려하여 행동하도록 촉진하도록 하는데 중요한 역할을 하고 있고, 바로 이점에서 새로운 금융투자원칙의 중요한 내용을 이루는 환경을 배려하는 금융투자의 사회적 의의가 있다고 할 것이다.

## II. 새로운 금융투자원칙의 유효성

대표적인 새로운 금융투자원칙으로서 환경을 고려한 금융투자원칙의 경우는 금융기관이 자금공급자로부터 자금수요자(기업 등)에게 자금을 공급하면서 금융이 갖고 있는 자금중개기능을 활용하여 자금수요자가 환경문제에 관심을 가지고 적극적으로 대처를 할 수 있도록 유인을 제공하는 일련의 메커니즘을 의미한다고 할 수 있다. 특히, 금융기관이 친환경적 산업을 지원하는 금융투자를 시도하는 동기는 기업의 사회적 책임의식이나 브랜드나 평판에 대한 고려 외에도 환경산업에 적극적으로 참여하는 것이 사업기회의 획득뿐만 아니라 리스크를 회피에도 유리한 측면이 있기 때문이다.

### 1. 기회의 측면

#### (1) 용자업무

영미는 물론이고 일본의 경우에도 은행은 대출시 대출기업의 도산 등으로 인한 피해를 최소화하기 위하여 대출기업의 신용도를 판단함에 있어서 환경효율성 등에 관한 환경지표를 개발하여 이를 본격적으로

활용하기 시작하였는데, 이는 환경문제가 심각한 상황에서 이러한 환경지표는 유망한 성장기업을 판단하는데 있어서도 중요한 자료가 될 수 있음은 말할 필요가 없다. 그 결과 환경을 고려한 금융투자를 중시하는 금융기관일수록 신성장산업이나 신성장기업에 대해 용자 등을 할 수 있는 사업기회를 선점할 가능성은 크다는 것이다.

## (2) 투자업무

펀드 등 금융상품 중에는 기업의 환경효율성이나 사회적 책임이행<sup>135)</sup> 등을 중요시하는 상품이 적지 않으며, 이러한 금융상품에 투자하는 투자자도 증가하고 있는 추세이다. 펀드매니저 역시 미래의마켓리더(market leader)나 이노베이션에 적극적인 기업을 투자대상으로 선호하는 경향이 강하므로 환경을 배려하는 기업에 대한 용자나 투자는 결국 기업가치상승에 따른 수익기회를 넓힐 수 있다. 즉 금융기관으로서서는 환경배려산업, 즉 친환경적 산업에 대한 투자나 용자는 결국 수익창출의 기회를 얻게 된다는 것이다.

## (3) 보상업무

보험회사처럼 보상업무를 영위하는 금융기관의 경우에는 공해문제나 토지오염, 온난화에 따른 재해 등 환경리스크가 증가할수록 이러한 리스크에 대비한 새로운 보험상품의 개발기회를 얻게 된다. 즉 환경에 대한 배려활동의 강화는 보험업계에 있어서도 새로운 비즈니스 기회를 창출한다는 것이다.

---

135) 사회적 책임이행이란 기업이 사업을 영위하면서 그 목적사업이외에 예를 들면 사람에게 대한 배려(직장안전과 건강의 확보, 자사주보유제도, 차별금지, 인권보호 등), 환경에 대한 배려(자원절약, 유해물질 배출삭감, 지구환경문제에의 참가 등), 이해관계자에 대한 배려(투자자, 거래선, 소비자, 커뮤니티 등)등 행하는 것을 들 수 있다. 각 기업의 이러한 배려행위를 평가하여 중목을 선택해서 행하는 투자가 “사회책임투자”이다.

## 2. 리스크의 측면

### (1) 용자업무

환경리스크가 기업에 주는 영향을 엄청날 수가 있다. 예컨대 유조선의 기름유출사건이나 공기오염 등의 사건이 발생하게 되면 경우에 따라서는 기업이 도산할 수도 있다.

환경문제에 따른 리스크를 조사·검사하고 평가하는 것은 환경배려활동을 지원하기 위해서도 필요하지만 환경리스크로 인하여 대출기업의 이자채납이나 담보가치 하락 나아가서는 도산하는 것을 사전에 막는 데에도 중요하다. 따라서 이러한 의미에서 환경배려활동을 지원하는 금융, 이른바 환경을 고려한 금융투자원칙에 입각한 용자업무를 영위하는 금융기관의 입장에서는 사업리스크를 줄이는 데에도 중요한 기능을 한다.

### (2) 투자업무

일반투자자나 펀드매니저가 투자결정을 함에 있어서 중요판단자료는 투자대상기업의 대차대조표나 현금흐름임이며, 따라서 대차대조표나 현금흐름에 중대한 영향을 미칠 수 있는 요인은 투자를 결정하는 결정적인 요인이 된다. 기름유출 등으로 심각한 환경재난을 초래한 기업의 주가가 폭락한 예서 알 수 있듯이 환경관련문제는 대차대조표나 현금흐름에 결정적인 영향을 미칠 수 있다. 그런 의미에서 대차대조표나 현금흐름에 영향을 미칠 기업의 환경배려활동에 관한 분석은 금융기관의 입장에서 보면 투자의 효율을 극대화하기 위해서도 필요하지만 투자의 리스크를 줄이기 위해서도 필요한 것이다.

### (3) 보상업무

보험회사의 입장에서 보면 고객의 환경리스크의 증대는 보험금지급의 증대를 의미한다. 따라서 고객의 환경리스크에 대한 정사(due diligence)는 보험회사의 수익과도 직결된다.

이러한 의미에서 환경리스크에 관한 관심은 보험회사의 입에서는 적절한 보험료의 책정을 위해서도 필요하지만 과도한 보험금지급리스크를 줄이기 위해서도 필요하다.

#### (4) 소 결

이처럼 금융기관의 경우 환경배려활동에 관한 관심은 수익의 기회인 동시에 위험을 회피할 수 있는 기회이기도 하다. 보기에 따라서는 금융업은 환경문제와는 직접적인 관련이 없을 수도 있다. 그러나 최근 사회적 책임을 게을리한 기업이나 환경을 파괴하는 산림개발기업에 자금을 지원한 금융기관에 대해 비난이 쏟아지고 주가가 폭락하는 사태가 외국에서는 적지 않다. 투자자나 예금자 중에는 환경배려활동에 적극적인 금융기관을 선택하는 경우도 적지 않고 신용평가기관이나 조사기관은 금융기관의 환경배려활동에 관한 정보를 제공하기도 한다. 향후 이러한 움직임이 더욱 진척되면 환경배려활동의 여부가 금융기관의 자금조달능력을 좌우하게 될지도 모른다.

### Ⅲ. 금융투자원칙에 있어서의 수탁자 책임

상기한 바와 같이 세계경제포럼(World Economic Forum)과 유엔환경계획(UNEP) 및 유엔책임투자원칙(UN Principles for Responsible Investment) 등에서는 SRI의 S(Social)를 생략하고 책임투자(RI)라고 호칭하기도 한다고 하였는데, 이는 과거 SRI가 사회에 대한 책임에 중점을 두고 규범적으로 접근해 온 점을 강조한다면, 최근의 SRI는 지속가능한 투자 수익을 강조하면서 이를 구현하기 위한 수단적 요소로서 ESG 분석 및 투자전략을 실행한다는 점에서 수탁자의 책임에 주안점을 두고 있다고 볼 수 있다고 할 수 있다.

이러한 변화는 이미 나름의 역사를 가지고 있는 금융투자원칙에 있어서의 중요한 변화라고 할 수 있다. 금융투자원칙의 기원적인 발생이

기업의 사회적 책임과 같은 규범적 측면에서 시작한 것이지만, 최근에는 금융시장의 발전과 자본시장의 국제화를 통하여 규범적인 측면만을 강조하는 투자원칙이 아닌, 수익성과 투자성을 강조하여 개별적인 투자에서의 책임이 강조되었다는 점을 의미한다고 할 수 있다. 이러한 변화는 최근 들어서 기업의 사회적 책임의 핵심요소인 환경, 사회, 기업지배구조(ESG) 이슈가 주가에 직간접적인 영향을 미친다고 판단하는 견해와 궤를 같이 한다. 즉, 이러한 변화에 의하여 유엔과 선진 금융기관들을 중심으로 투자시에 기존에는 비재무적인 이슈로 미비하게 고려했던 기업의 지속가능성을 이제는 체계적으로 고려하는 것이 “수탁자 책무(Fiduciary Duty)”에 책임을 다하는 투자(Responsible Investment)라고 사회적 책임투자의 개념이 정리된다.

이러한 금융투자원칙에 있어서 미국과 영국에서는 사회적 책임투자와 기업연금 등과 같은 수탁자책임과의 관계는 다음과 같이 요약할 수 있다.

기업연금의 목적은 가입자에 대한 연금급부가 목적이며, 수탁자는 가입자의 이익, 즉 투자수익의 최대화를 도모해야 한다. 이를 위하여 선택 가능한 여타의 투자와 동등 내지 그 이상의 경제적 가치를 갖는 경우, 즉 투자수익을 희생하지 않는 경우에 한하여, 투자의 비경제적 가치를 고려하여 사회적 투자를 선택할 수 있다.

우리나라의 국민연금이 UN의 책임투자원칙(PRI)에 서명하였다. “UN PRI”란 전 UN 사무총장인 코피 아난이 제창한 것으로 투자 결정을 할 때 대상 기업의 환경, 사회, 지배구조(ESG) 등 비재무적 성과를 반영한다는 등 6개의 투자 원칙을 천명하고 있고 현재 세계적으로 총 17조 달러를 운용하는 약 500개 금융기관 및 컨설팅 기관이 서명하였다. 한국에서는 한국사회책임투자포럼(KoSIF) 회원사 중심으로 9개 기관이 참여하고 있었는데 이제 세계 유수의 자산을 운용하는 우리나라의 국민

연금이 참여하게 되었다. UN PRI에 참여하게 됨으로써 이제 국민연금은 보유 주식에 대한 주주권 행사를 적극적으로 행사하고 사회책임투자원칙의 도입과 확산에 노력하며 매년 자신의 노력과 성과에 대한 보고서를 작성하여야 하는 의무가 생기게 되었다. 이러한 노력을 통하여 기업의 사회책임과 사회책임투자가 우리나라에서도 조속히 정착하는데 큰 기여를 할 것으로 기대하고 있다. 다만, 책임투자를 하면 수익률이 낮아진다고 주장하는 견해도 있으나, UN PRI에서는 ESG 이슈에 대한 정밀한 분석을 숨겨진 리스크를 회피할 수 있는 수탁자책임(fiduciary duty)의 핵심으로 간주하고 책임투자가 결국 장기적으로 수익률 저하를 가져오지 않는다는 연구 성과를 지지하고 있다.

이렇듯, 우리나라에서도 최근 투자처의 선택시 환경보호 내지 인권보호 라는 사회적 윤리적 평가를 고려하는 사회적 책임투자(socially responsible investment, SRI)에 대한 관심이 늘고 있다. 개인투자자를 대상으로 하는 SRI형 투자신탁에 더하여 연금 등 기관투자자를 대상으로 하는 펀드도 개발되고 있다. 우리나라에서는 수탁자 책임과 같이 일반적 포괄적인 명문 규정은 존재하지 않으나 각 법령의 규정 또는 계약상의 의무로서 연금의 자산운용관계자는 충실의무와 주의의무를 부담한다. 투자가치(위험성을 감안한 기대수익)와는 다른 관점에서 투자를 평가하는 SRI는 연금자산은 가입자의 이익을 도모하기 위하여(충실의무), 사려 깊게(주의의무, prudent person rule)투자해야 한다는 연기금의 수탁자 책임과 양립될 수 있는가에 대하여 영국과 미국의 사정을 참고해 볼 필요가 있다.

투자의 경제적 가치와 비경제적 가치가 구분되어 사회적 책임투자가 가져다주는 자연환경보호나 고용환경개선 등은 투자의 비경제적 가치 또는 부수적 가치에 해당된다. 무엇보다도 투자수익 최대화가 추구되는 기업연금에 있어서 투자수익 향상에 기여하지 않는 사회적 책임투자가 선택될 여지가 없는 것으로 보인다.

최근 사회적 책임의 수행에 열심인 기업이 높은 주식가치를 실현하고 있으므로 이러한 기업을 선별하여 투자하는 사회적 책임투자는 높은 운용성과를 기대할 수 있다는 관점에서 사회적 책임투자를 정당화할 수도 있다. 이러한 투자전략자체는 수탁자책임에 반하는 것은 아니나 구체적 투자수법의 유효성은 충분히 살펴야 할 필요가 있다. 따라서 전문성과 예측성을 갖춘 판단이 요구된다.

#### IV. 국내 관련 법제 운영의 개선

##### 1. 금융투자지원의 활성화를 위한 환경 조성

새로운 금융투자원칙에 근거한 확대를 위해서는 관련된 투자대상을 보다 명확히 할 필요가 있다. 이를 위하여 친환경적 기업지수 등을 개발하여 이에 포함되는 기업에 대해 선택과 집중을 하는 금융지원 방식을 도입할 필요가 있다. 특히 신재생에너지, 저탄소 대체기술 및 탄소배출 감축사업 등에 대한 자금지원을 강화하고 환경부문과 관련한 다양한 금융투자상품이 개발되어야 한다. 그러나 신재생 에너지 기술을 개발하는 친환경적 기업의 경우 기업의 성장 단계별로 자금조달의 특성과 원천이 다를 수 있다. 예를 들어 녹색기술을 사업화하는 초기단계 기업의 경우에는 기술 사업화의 소요자금으로 벤처캐피탈이나 정책자금 등을 통한 자금공급을 확대할 필요가 있다.

또한 성장단계에서는 기술의 사업화가 진전됨에 따라 추가적으로 필요한 운전자금과 시설확장을 위한 자금으로 자본시장을 통한 초기 확장자금(second-stage financing), 메짜닌단계자금(mezzanine financing), 연결지원자금(bridge financing) 등을 공급하는 금융수단이 마련되어야 한다. 이와 같이 친환경적 기업의 성장단계에 따라 단계별 자금지원의 공백이 없도록 다양한 금융수단과 체계를 마련하는 것에 중점을 두어야 한다. 또한 상대적으로 위험과 수익성이 높은 혁신적인 친환경



경적 산업부문에 자금지원이 이루어질 수 있는 금융시스템을 구축하는데 중점을 두어야 한다.<sup>136)</sup>

## 2. 관련 펀드의 활성화

새로운 금융투자원칙에 근거한 전용펀드의 도입을 통하여 CDM project, 배출권 및 신재생에너지 기업에 대한 투자를 활성화하는 방안을 검토할 필요가 있다. 즉, 향후 국내 상황에 적합한 탄소금융과 친환경적 산업 투자를 혼합한 펀드가 도입되어야 한다. 또한 성공 가능성이 높은 친환경적 산업에 대한 차별화된 지원을 위해 친환경적 산업 및 기술의 적정한 평가시스템이 구축되어야 한다.

한편 국내 금융시장은 따라서 향후 시장의 활성화를 위해서는 다양한 투자선호를 지닌 투자자층의 확충이 무엇보다도 중요하다. 이러한 측면에서 헤지펀드 제도를 도입하여 녹색부문의 투자를 활성화하는 방안도 마련되어야 할 것이다. 헤지펀드는 다양한 투자전략을 추진하며, 고수익을 추구하기 때문에 전통적인 투자자와는 다른 투자전략을 추진한다. 외국의 경우 친환경적 기업에 전문적으로 투자하거나 탄소금융을 전문적으로 추진하는 헤지펀드가 등장하고 있다. 따라서 국내의 경우에도 헤지펀드 제도의 도입을 통하여 전문성을 지닌 헤지펀드를 육성할 필요가 있다.<sup>137)</sup>

## 3. 다양한 금융상품의 개발

우리나라의 실정에 적합한 관련 금융상품의 개발이 절실하게 필요하다고 할 것이다. 이러한 금융상품 중에서 주목할 만한 것이 녹색보험상품의 개발이다. 이러한 녹색보험은 이미 외국에서도 많이 실행되고 있는 사항으로서 국가별로 적합한 상품의 개발이 용이하다는 점이 장점으로

136) 김필규, 녹색금융이 성공을 거두려면, 자본시장연구원 (2009.6) 참조

137) 김필규, 전개보고서 참조

부각된다. 즉, 친환경적 금융상품으로서의 녹색보험(green insurance)이란 친환경적 산업과 관련된 위험을 보장하거나 환경친화적 내용이 포함된 보험상품이라고 볼 수 있다.<sup>138)</sup> 향후 국내에서 활용 가능한 녹색보험은 그 유형을 세 가지로 분류할 수 있다. 우선 친환경적 금융에 대한 국민적 인식의 확산과 보험산업의 이미지 제고에 도움을 줄 수 있는 녹색보험이 가능하다. 다음으로 친환경산업에 대한 자금공급 과정에서 발생할 수 있는 다양한 위험요소를 관리할 수 있는 수단을 제공함으로써 사회적 녹색안전망의 역할을 수행하는 녹색보험이 가능하다.

#### 4. 정부에 의한 통제

새로운 금융투자원칙에 입각한 투자가 이루어지는 경우, 그 과정에서 발생할 수 있는 다양한 위험을 적정히 평가하고 이를 효율적으로 관리하는 방안이 전제되어야 한다. 이를 위해서는 관련 투자산업에 대한 위험분석기능을 강화하고 시장의 원리에 의한 금융지원체계를 구축하되 적정하게 통제될 수 없는 위험은 정부가 지원하는 체계를 구축해야 한다. 한편 친환경산업에 대한 은행대출의 확대 및 직접적인 자금지원을 확대하기 위한 방안으로 유동화구조를 검토할 필요도 있다. 즉 친환경산업에 대한 대출이나 친환경산업이 발행한 CB나 사모사채 등을 기초로 CDO를 발행하고 신용보증기금이나 중소기업진흥공단 등이 신용보강을 한 유동화구조를 통하여 친환경기업의 자금지원을 하는 프로그램의 개발을 추진하는 방안을 검토해 볼 수 있다.

또한 친환경적 기업이 보유한 매출채권을 지속적으로 양도하고 이를 근거로 ABS나 ABCP를 지속적으로 발행함으로써 친환경적 기업의 원활한 자금지원이 이루어질 수 있는 방안도 검토해 볼 수 있다. 환경의 위기를 돌파하면서 성장의 동력을 찾는 녹색성장은 전세계적인 추세이며 이에 적극적으로 대처하지 않을 경우 지속적인 성장은 불가능하다고 볼

---

138) 진 익, 탄소시장 및 녹색보험 활성화 방안, 보험연구원 (2009.7) 참조

수 있다. 환경문제의 해결은 더 이상 선택사항이 아니고 우리에게 주어진 커다란 도전이 되고 있다. 이러한 환경문제의 해결과 관련 산업의 성장을 동시에 달성하기 위해서는 보다 실효성 높은 녹색성장 추진방안을 마련하고 이를 지원하는 금융시스템을 구축할 필요가 있다.<sup>139)</sup>

### 5. 금융권과 기업간의 정보비대칭 문제 해결

새로운 금융투자원칙에 근거한 금융투자에 있어서 유의해야 할 점은 금융권과 기업간의 정보 비대칭의 문제를 해결하는 것이다. 친환경적 기업 및 기술은 벤처적 성격으로서 리스크가 클 수 있으므로 고위험-고수익을 추구하는 자금을 자본시장을 통하여 구할 수도 있다. 그러나 은행대출의 경우 자본시장과 달리 안전성이 중요하므로, 리스크가 큰 친환경적 기업에 대한 자금공급이 원활하게 이루어지지 않을 수 있다. 따라서 금융권이 친환경적 기업 및 기술을 심사하는데 어려움이 있으므로 인증제 등을 통하여 금융회사가 자금을 공급할 만한 기업을 선별할 수 있는 인프라 구축이 필요하다고 판단된다. 만약 친환경적 기업에 대한 기준이 없을 경우 은행의 녹색대출상품은 기존의 대출상품과 차별화되지 않을 소지도 발생한다. 이러한 선별기준은 녹색기업의 육성을 가리는 것만큼 기준을 엄격하게 적용하여 과거 IT버블과 같이 녹색버블 발생가능성을 애초에 예방하는 것도 중요하다고 할 것이다.<sup>140)</sup>

## 제 4 절 국내 자본시장 육성 및 금융법제의 개선에 대한 시사점

### I. 금융위기 이후의 자본시장 육성

금년 2월 발효된 자본시장법은 궁극적으로 자본시장의 효율성 증진을 추구하면서, 투자자 보호 등 자본시장내의 금융거래 등의 건전성을

139) 김필규, 전계보고서 참조

140) 구정환, 녹색금융의 국내외 사례와 향후 과제, 한국금융연구원 (2009.5) 참조

확보하기 위하여 시행되었다. 즉, 포괄주의 개념을 도입하여 새로운 상품의 개발이 용이하게 하고, 기능별 규율 체제를 통하여 감독비용의 절감과 공정성 향상을 추구하였다. 또한, 업무 범위의 확대를 통해 금융기관의 업무별 시너지 효과가 증대하고, 투자자 보호를 통해 더 많은 투자자가 시장에 진입하게 되어 시장의 유동성이 증가시키는 것을 목적으로 하고 있다. 그러나 이러한 자본시장법의 발전을 도모하기 위하여는 다음과 같은 조치가 필요하다.

- (1) 포괄주의에 부합하는 창의적인 신금융상품의 개발
- (2) 금융회사의 건전성 향상을 위한 자기자본규제제도의 개선
- (3) 이해상충 회피를 위한 내부통제시스템의 구축
- (4) 금융투자회사 리스크 관리 시스템의 개선
- (5) 다양한 신금융상품의 출현에 대비한 감독체계의 개선

이상과 같은 쟁점들을 해결하기 위한 방법에 관하여 이하에서 설명한다.<sup>141)</sup>

자본시장의 효율성 증진을 위하여 자본시장 전문인력의 육성, 신금융상품 활성화를 위한 제도개선, 예금보험제도 및 자본시장관련 세제의 개선 검토가 필요하다. 또한, 자본시장법에서 허용한 포괄주의에 따라 다양한 새로운 금융상품이 활성화되기 위해서는 금융전문인력의 양성이 필요하다. 뿐만 아니라, 금융기관 종사자의 윤리성과 전문성 제고를 위하여 금융인력 자격증 제도의 개선이 필요하다.

또한, 새로운 금융상품은 주로 파생상품이 결합된 구조화된 상품으로 만들어질 수 있는데, 이 중 특히 신용파생상품은 금융기관의 효율적인 신용위험 통제수단으로 활용도가 높은 새로운 투자수단인데도 불구하고, 법률적 정의와 근거가 부족하고, 금융권역별로 규제가 상이한 측면이 있으므로 신용파생과 관련한 제반의 법률 및 규제의 개선이

---

141) 이하에서는 노회진, 국제 금융위기 이후 자본시장의 발전 방안, 자본시장 Weekly, 자본시장연구원 (2009.7) 참조

필요하다. 즉, 증권과 채권의 방식과 계약의 방식을 포괄하는 상품의 개념이 정의되어야 하며, 이에 근거한 각 금융기관의 취급근거에 대한 종합적인 검토를 통해 명확한 근거를 마련해야 한다.

한편으로, 과도한 예금자 보호제도는 금융기관의 도덕적 해이와 금융영역간의 불공정성을 유발하며, 금융산업 전체의 효율성을 저하시킨다. 예금보험제도의 효율성, 공정성 향상을 위해 금융권역 간 동일한 특성을 가지고 있는 금융상품에 대해 동일한 수준의 예금보호를 적용하고 금융기관의 위험도에 따른 차등 보험료를 제도로 변경하며, 예금보호 한도의 적정성 검토를 통해 예금보험제도를 개선할 필요가 있다.

다음으로 건전성의 향상을 위하여 자기자본규제제도의 개선, 감독체계의 개선, 리스크관리 시스템의 개선, 금융투자회사 경영자의 보상체계, 내부통제시스템 및 신용평가 제도 등의 과제 검토가 필요하다. 현행 자기자본에 관한 적기 시정조치제도는 금융투자회사 경영의 효율성을 저해할 수 있고 M&A 등 특수한 경영활동이 자기자본규제로 인해 위축될 우려가 있다. 따라서 금융투자회사의 규제적 NCR 수준 산정시 실제 채무 부담을 반영하고 있는 업무 및 이로 인한 위험값에 대비한 합리적 기준 설정이 필요하다. 현재 은행/증권/보험 별로 분리되어 있는 자기자본규제의 전체적인 틀을 장기적으로는 신BIS협약과 부합하도록 통합하고, 금융투자회사의 자본규제는 은행에 비해 보다 탄력적으로 운영되며, 영업용순자본 비율을 계산함에 있어 '자본'과 '위험자산'의 구성 요소를 세분화하여 탄력적인 자본규제를 실시하고, 하위자본의 위험분담 정도를 제한하여 자본의 질 저하를 방지하는 것이 필요하다.

이외에도 감독체계는 거시감독 강화와 원칙과 개별 규제의 조화를 통한 감독 체계가 확립되어야 한다. 이를 위하여 거시경제의 효율적 운용을 위한 정부, 금융당국 및 중앙은행과의 긴밀한 공조가 필요하며, 원칙중심 감독과 규제중심 감독이 적절히 조화되어야 한다. 원칙적으로

원칙중심을 지향하여 금융회사의 자율성을 최대한 보장하되 결과에 대해 엄격히 책임을 지도록 하며, 금융시장 및 규제개혁 관련 국제공조가 적극적으로 이루어져야 한다. 또한 시장 친화적이며 전사적 리스크 관리 시스템이 구축되어야 하는데, 리스크 관리 시스템은 개별 회사의 필요에 맞게 구축하도록 하고 감독 당국은 시장의 건전성 유지를 기준으로 그 적정성을 확인하는 형태가 되어야 한다. 또한 금융권별 유동성 위험을 정의하고 이를 자기자본 규제에 반영하는 등 금융회사의 유동성위험 관리 정책 개발이 시급하다.

더불어 감독당국은 금융기관에 대한 종합적인 건전성 평가의 일부로 보상정책을 평가해야 한다. 자본시장법의 시행에 맞추어 기능별 규제에 부합하는 금융투자업자의 행위를 규제하는 자율규제 차원의 내부통제기준이 정비되어야 하며, 이 경우 금융투자업 경영 전반을 아우르는 통합적, 기능적 규율을 전제로 한 표준내부통제기준이 마련되어야 한다. 또한 신용평가 제도의 개선이 필요한 바, 금융감독당국은 이해상충 문제 해결과 신용평가 과정의 질과 투명성 확보를 위해 신용평가 절차 변경 및 의무이행을 강제할 권한이 필요하며, 구조화 상품에 대해서는 별도의 신용등급을 사용하고, 신용평가의 과거자료 및 평가의 기초가 되는 정보와 가정을 모두 공개할 필요가 있다.

## II. 자본시장 육성을 위한 국제협조 강화

효과적인 금융위기 예방 및 대응을 위해서는 감독당국간 국제적인 협력체계 구축이 매우 중요하다고 할 수 있다.<sup>142)</sup> 이를 위해 외국의 주요 보고서는 FSF, BCBS 등 국제기구의 회원을 확대하여야 한다고 하고 있으며, 국제적 차원의 공동감시단을 통하여 대형 다국적 금융그룹에 대한 감독을 강화하고, 각 국가의 감독당국간 적시성있는 정

142) 이하에서는 금융안정분석국, 글로벌 금융위기 이후 금융규제 및 감독 강화 논의 내용 및 향후 과제 (2009. 6) 참조

보공유를 활성화하여야 한다고 주장한다. 특히, FSF(금융안정화포럼, Financial Stability Forum)는 규제당국간 원활한 협력체계를 마련할 것을 제안하면서, 국제기구의 회원을 확대하여야 한다고 주장한다.

FSF는 ① 강력하고 통일된 거시건전성 기준을 제시함으로써 금융위기의 방지, ② 시스템적 취약성을 모니터링하여 위기의 사전경고 ③ 금융위기 발생시 위기관리 등 세 가지 기능을 수행하고 있는데, 금융위기 방지와 관련하여 BCBS, IOSCO, IASB 등 국제기구의 역할을 존중하며 FSF는 각 국제기구에서 제안한 감독규정이 전체 시스템의 안정에 부합하는지 확인한다. 또한, IMF와 협력하여 조기경보 활동을 수행하고, 국제협력 체계를 활용하고 정보교환 촉진 및 적절한 위기 해결 전략에 관한 기존의 토론기회를 이용한다. 이러한 국제기구의 활동은 금융위기 대응 및 국내의 자본시장의 발전에 있어서 국제협력의 중요성을 반증하는 예시라고 할 수 있다.

한편으로, 다국적 금융기관에 대한 공동감시단(supervisory college)의 설립이 논의된다. 다국적 금융기관에 대한 국제적 규제와 감독체계의 부재도 최근의 금융위기 에 대한 원인으로 주목받고 있다. 즉, 다국적 금융기관의 파산은 진출국(host country) 금융시장에 큰 영향을 미치는 것으로 나타나 있고, 국가별 파산제도의 차이에 따른 법적 문제도 지속적으로 발생하고 있는 실정이다. 따라서 다국적 금융기관의 경우 공동감시단 이용 등 국제공조 강화와 진출국 감독기관의 권한 강화 등이 절실하게 필요하게 된다.

구체적인 내용으로서 잠재적 시스템 리스크의 확인을 위해서는 거시 및 미시적인 건전성 감독당국의 참여 이외에, 바젤위원회 같은 국제기구의 인사가 공동감시단에 참석하는 것이 바람직하다는 견해가 일반적이다. 또한, 다국적 금융기관에 대한 효과적인 규제를 위해 국제협력의 강화와 진출국 감독당국의 권한 강화도 필요하게 된다. 이러한 감독 메커니즘을 최대한 효과적으로 운영하기 위해서는 감독의

효율성 제고를 위한 본국 및 진출국 감독당국간 정보교환 확대 등 국제협력 강화가 필요하게 된다.

즉, 감독당국간 정보공유 및 협력 강화는 금융위기 대응 및 국내외 자본시장의 발전에 있어서 중요한 요건이라고 할 수 있다. 이는 금융기관 및 금융시장의 활동 범위가 국제적으로 파급되므로 개별 독립국가들간의 협력 메커니즘을 강화할 필요가 있다는 의미이다. 위기관리시 협조체계가 더 효율적으로 작동하기 위해서는 여러 국가에서 영업하는 대형금융기관에 대한 정보를 포함하여 효율적이고 적시성 있는 정보공유가 필수적이며, 파산절차 관리에 있어 각국 당국의 책임 범위, 금융지원 부담 및 파산비용의 공유 범위를 명확히 할 필요가 있다.

이러한 국제자본시장에서의 국제적인 협조체계 구축은 국내 자본시장 육성을 위한 국내적인 규제개혁의 중요성 이상으로 그 의미가 크다고 할 것이다. 따라서 국내 자본시장이 국제적인 자본시장과의 연계성을 부정할 수 없는 상황에서, 이러한 국제적인 금융협력체계로의 편입 및 적극적으로 협력체계 구축에 박차를 가할 필요성이 제기된다고 할 것이다.



## 제 6 장 결 론

서론에 언급한 바와 같이, 현재 국제금융시장을 중심으로 금융분야에 대한 중요 테마는 (1) 규제개혁의 일부로서 금융시스템의 개혁, (2) 국제적 차원의 금융위기에 대한 대응, (3) 금융산업 및 기업의 발전을 위한 금융투자원칙의 현대적 변화, 이 3가지로 압축할 수 있다. 상기한 3가지의 중요 테마는 상호간의 유기적인 관련성을 가지고 있다고 할 것이다. 금융시스템 개혁과 금융위기에 대한 대응은 상호간에 원인과 결과의 순환적인 구조를 가지고 있으며, 이러한 시스템과 상황속에서 금융투자원칙은 전통적인 고려요소를 탈피하여 다변화되고 통일화 경향을 갖는 국제적 기준으로 변화되고 있고, 금융시스템개혁과 금융위기에 의하여 강한 영향을 받게 된다. 이러한 상호교환적인 영향하에서 상기한 3가지의 테마는 개별적 분석과 종합적 분석이 동시에 이루어져야 한다는 과제가 있게 된다.

2008년 이후부터 현재까지 영향을 주고 있는 미국발 금융위기는 현재 국제자본시장에서 아직까지도 해결해야 할 과제로 남아있다. 사실상 영국이나 미국에서는 금융위기가 발생하기 전에 이미 금융규제개혁이 이루어지고 있었으며, 그 진행 중에 금융위기가 발생하여 일련의 모든 금융규제개혁 조치들은 재검토를 요하게 되었고, 2009년도에는 새로운 금융규제개혁안이 제출되게 되었다. 이러한 일련의 자본시장에서 있었던 변동들은 국제자본시장에서의 새로운 영역을 개척하는 것을 요구하게 되었으며, 이전부터 논의되어 왔던 새로운 금융투자원칙 즉, 사회적 책임투자원칙과 결부되어 국제자본시장의 또 다른 변화를 예고하고 있다.

현재 2010년을 전망하면서, 새롭게 논의되고 있는 금융법제의 테마는 출구전략이라고 할 수 있다. 출구전략은 금융위기를 경험하면서, 약 2년간에 걸친 금융규제개혁과 금융위기대응의 방안에 대한 새로운

조치를 함으로써, 기존의 자본시장질서로 회귀하려는 움직임이라고 할 수 있다. 이러한 움직임에 대하여 시기상조라는 견해와 기존의 질서를 회복해야 한다는 견해가 대립하고 있는 것이 현실이다. 그러나 여기서 중요한 것은 금융위기대응을 위하여 기존의 규제조치들에 대한 검토와 이에 대한 결과분석이 선행되어야 그 다음의 논의를 진행할 수 있을 것이다. 따라서 영미 금융법제를 중심으로 한 그간의 논의와 분석은 향후 국제금융질서를 어느 방향으로 재편할 것인지에 관한 목표점을 제시하는데 있어서 매우 중요하다고 할 것이다.

한편으로, 금융위기의 대응으로서 진행된 금융법제의 변화는 새로운 자본시장의 영역에 대해서도 발전적인 방안을 제시하여야 할 것이다. 즉, 지속가능한 금융 및 자본시장으로서의 방향과 지향점을 금융위기의 대응에 못지않게 중요하게 취급되어야 할 항목이라고 할 것이다. 즉, 단순한 금융위기의 대응으로서 금융법제를 운영하는 것 이상으로 한층 더 발전적이고 진보적으로 현재의 위기단계의 기능뿐만 아니라, 자본시장의 영역확대를 통한 금융산업의 발전을 도모하여야 할 것이다. 이러한 문제를 해결하기 위한 새로운 금융투자원칙 즉, 사회적 책임투자원칙과 같은 금융법제의 변화는 단순하게 환경이나 기타 기업의 사회적 책임과 같은 윤리적이고 도의적인 문제의 해결뿐만 아니라, 새로운 금융산업의 발전을 가능하게 하는 금융법제의 새로운 메커니즘으로서 역할을 수행할 수 있게 된다. 이와 같은 의미에서 금융규제개혁과 금융위기대응에 관한 금융법제는 21세기의 새로운 금융투자원칙과 필연적으로 관련성을 갖게 된다고 할 것이다.

현재 우리나라는 새로운 자본시장법을 시행한지 아직 1년이 되지 않았다. 아직까지도 자본시장을 규율하는 체계에 적응되지 못한 부문이 많이 존재하고 있으며, 이에 대한 법제도적 보완과 금융당국의 적극적인 지도와 감독을 필요로 하고 있다. 또한, 국제적인 기후변화협약의 움직임과 관련하여 국내에서는 녹색성장의 일환으로서 녹색금융이

활발하게 논의되고 있다. 현재로서는 국제 금융위기에서 완전하게 탈출하였다고 하는 것이 일반적인 견해이다. 이러한 국제금융시장에서 국내의 자본시장법의 시행에 관한 여러 가지 문제점을 해결해야 한다는 과제는 여전히 남아있다. 또한 과거의 금융투자원칙이 아닌, 새로운 금융투자원칙은 이미 국제적으로 요구되고 있는 상황으로서 금융위기 대응과는 다른, 기후변화대응 및 녹색성장과 관련을 갖으면서 기존과 다른 금융투자시장의 운영이 요구되고 있다. 이러한 개별적이면서도, 상호간에 영향을 주고 있는 금융법제에 관한 개선논의는 앞으로도 지속적으로 진행되어야 할 것이다.

## 참고문헌

- 강병호, 우리나라 금융감독 및 자율규제체계에 관한 연구, 규제연구 제14권 제1호, 한국경제연구원 (2005)
- 고광수·김근수, 펀드산업 활성화를 위한 제도 개선 방안, 한국증권연구원 (2001)
- 구본성, 통합금융법의 제정과 논의, 한국금융연구원 (2005)
- 구정환, 녹색금융의 국내외 사례와 향후 과제, 한국금융연구원 (2009.5)
- 국가청렴위원회, 기업윤리브리프스, 국가청렴위원회, 2007-8호
- 국제금융이슈, 미국의 차이니즈월 규제 현황, 주간 금융브리프 제17권 제5호 (2008. 1. 26)
- 국제금융이슈, 미국의 금융감독체계의 개혁방향, 주간 금융브리프 제17권 제13호 (2008.3)
- 국회입법조사처, 국민연금기금의 사회적책임투자활성화방안, 2008 국회입법조사처 연구용역보고서, (2008.12)
- 금융감독원, 주요국의 금융감독제도 (2000)
- 금융감독원, 외국의 금융감독기관 (2004.2)
- 금융위원회·금융감독원, 파생상품시장 감독체계 개선방안, (2008.12)
- 금융안정분석국, 글로벌 금융위기 이후 금융규제 및 감독 강화 논의 내용 및 향후 과제 (2009. 6)
- 김건식·정순섭, 『자본시장법』, 두성사 (2009)
- 김병연, 금융투자업과 자본시장에 관한 법률상 증권개념의 포괄성에 대한 검토 - 투자계약(investment contract)과 현행 간접투자자산 운용업법상 투자대상을 중심으로, 투신 제57호 (2006.6)

참고문헌

- 김성식 의원실, 주요국의 금융감독체계 최근 논의 동향 및 한은법 개정 (2009.7)
- 김필규 · 박연우 · 김동철, 금융투자업 경영 확대에 따른 이해상충문제의 최소화 방안, 한국증권연구원 (2008.6)
- 김필규, 녹색금융이 성공을 거두려면, 자본시장연구원 (2009.6)
- 노희진 · 오혜진, 투신산업 신뢰성 회복을 위한 제도검토 및 시사점, 한국증권연구원 (2000)
- 노희진, 국제 금융위기 이후 자본시장의 발전 방안, 자본시장 Weekly, 자본시장연구원 (2009.7)
- 류건식 · 이경희, 퇴직연금수탁자리스크 감독방안, 보험개발원 (2007)
- 맹수석, 자본시장통합법상 금융투자자보호제도의 문제점과 예금보험 제도의 개선방안, 『금융안정연구』 제9권 제2호, 2008.12
- 박양균, 회계, 분식, 그리고 회계개혁, 자유기업원 (2003)
- 법제처, 영국과 미국의 금융서비스 및 시장관련 법제 연구, 법제처 세계 법제정보센터 (2007)
- 손유철 · 김유석, 자본시장통합법(안)상 새로운 형태의 투자기구(vehicle)에 대한 과세문제, 2007년 조세법관련학회 연합학술대회 발표논문집 (2007)
- 신인석, 집합증권투자 규제 연구 - 비교법 및 경제학적 접근, 한국개발연구원 (2002.12)
- 신인석 · 고광수, 집합증권투자제도 규제의 효율화 방안 - 기능별 규제 실현방안을 중심으로, 한국개발연구원 (2000)
- 심영 · 정순섭, 금융산업의 환경 변화와 법적 대응 - 영국의 개혁법을 중심으로, 법학 제44권 제1호 서울대학교 (2003.3)

- 심인숙, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률상 투자계약증권 개념에 대한 검토 - 미국 연방증권법상 투자계약(investment contract)과의 비교법적 검토, 비교사법 제15권 제1호 (2008.3)
- 에이미 도미니(Ami Domini), 사회책임투자, 필맥 (2009)
- 이대기, 국제금융체제 개편에 관한 최근 논의와 전망, 『주간금융브리프』 17권 43호 (2008.11.1)
- 이신우, 자산운용산업 활성화를 위한 규제 개선방안, 국회 재정경제위원회 정책자료 (2002)
- 이장균, 금융혁신을 위협하는 과도한 규제개혁, 자본시장 Weekly II 2009-18호 (2009.5.6)
- 이종한 · 전창환 · 송원근, 주요국 금융규제개혁에 관한 비교연구, 한국행정연구원 (2006.12)
- 이중기, 영국의 시장남용 규제체제, 증권법연구 제1권 1호 (2000)
- 이지수, 미국의 은행법의 발달 및 현재 규제체제, 기업지배구조연구, (2007. 가을호)
- 임재연, 미국 연방증권법상 증권의 정의에 관한 연구, 증권법연구 제9권 제1호 (2008.6)
- 재정경제위원회, 자산운용법산(정부제출)에 대한 공청회 자료 (2003.7)
- 재정경제부, 금융투자업과 자본시장에 관한 법률(가칭) 제정 방안, (2006. 2. 17)
- 정순섭, 자본시장통합법의 과제와 전망 - 금융투자상품의 개념과 투자자 보호를 중심으로, 증권 제127호 (2006)
- \_\_\_\_\_, “영국 · 호주의 금융개혁법, 규제 유연화의 신기원 이뤘: 금융산업의 지각변동, 자통법”, 『나라경제』 제18권 제8호 (2007.8)

참고문헌

- 정홍주, 주요 선진국 예금보험기구의 보호대상예금 지정체계, 『경영논총』 제43집 (2007)
- 조상욱·이진국, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률상 집합투자규제의 주요 내용 및 문제점, BFL 제22호 (2007.3)
- 진 익, 탄소시장 및 녹색보험 활성화 방안, 보험연구원 (2009.7)
- 최동식, 신탁법, 법문사 (2007)
- 최동준, 금융감독체계에 관한 연구, 고려대학교 박사학위 논문 (2007)
- 최병선, 정부규제론 (1992)
- 허찬국·안순권·김창배, 글로벌 금융위기의 파장과 대응방안, 한국경제연구원 보고서 (2009)
- 한국사회책임투자포럼, 사회책임투자-지속가능한 미래를 열다, (사)한국사회책임투자포럼, (2008)
- 기업의 사회적 책임과 녹색금융, 자본시장연구원 (2009. 4)
- 사회책임투자의 해외제도검토 및 국내발전방향, 한국증권연구원 (2007)
- 사회책임투자의 원칙과 적용, 한국증권연구원 (2006)
- 자본시장통합법해설서, 한국증권업협회. (2007)
- 지속가능한 미래를 여는 사회책임투자발전소, (사) 한국사회책임투자포럼 (2007)
- 大塚正民 외 편저, 명순구 외 번역, 현대미국신탁법, 세창출판사 (2005)
- SRI의 해외제도검토 및 국내발전방향, 한국증권연구원, 2007
- KDIC 해외예금보험동향, 예금보험공사 (2009.8)
- 예금보험공사, 알기 쉬운 예금자보호제도 (2009)

森戸英幸, SRI와 연금기금의 수탁자책임, 2006년 책임투자세미나자료  
時点, 미즈비시 UFJ 신탁은행 (2006. 7)

A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation,  
Department of the Treasury, 2009.6.7

Coase, Ronald H., The Nature of the Firm, *Economica* 4 (1937)

Cunningham, Lawrence A., A Prescription to Retire the Rhetoric of  
“Principles-Based Systems” in Corporate Law, Securities Regulation  
and Accounting, BOSTON COLLEGE LAW SCHOOL, LEGAL  
STUDIES RESEARCH PAPER SERIES RESEARCH PAPER 127  
(March 13, 2007)

\_\_\_\_\_, Finance Theory and Accounting Fraud: Fantastic Futures  
versus Conservative Histories, LEGAL STUDIES RESEARCH  
PAPER SERIES RESEARCH PAPER 78 (August 3, 2005)

Davis, Craig W., Misappropriators, Tippees and the Intent-to-Benefit Rule  
- What can still Learn from Cady, Roberts, 35 SETON HALL L.  
REV. 263 (2004)

European Social Investment Forum, European SRI Study 2006, 2006.

Fiduciary Responsibility, UNRP Financial Initiative, 2009. 7

Financial Stability Forum Press Release, “Financial Stability Forum  
concludes fifth Asia-Pacific regional meeting” (December 16, 2008)

Financial Stability Forum Press Release, “Second Meeting, Paris” (September  
15, 1999)



참 고 문 헌

Financial Stability Forum Press Release, “Progress made in addressing concerns raised by Highly Leveraged Institutions” (May 17, 2001)

Financial Stability Forum, “Report of the Working Group on Highly Leveraged Institutions” (April 5, 2000)

Financial Stability Forum, “Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience” (7 April 2008)

FSA, The Handbook, Business Standards, Conduct of Business Sourcebook. (2008)

FSA, The Handbook, Business Standards, Market Conduct, The Code of Market Conduct Sourcebook. (2008)

G-20, “London Summit-Leaders’ Statement” (April 2, 2009)

Group of Thirty, Financial Reform : A Framework for Financial Stability (January 15 2009)

Japan Social Investment Forum (<http://www.sifjapan.org/>).

John H. Langbein and Richard A. Posner, Social Investing and the Law of Trusts, 79 Mich. L. Rev. 72 (1980).

Jonathan E. A. ten Oever, Case Note : Insider Trading and the Dual Role of Information : United States v. O'Hagan, 106 YALE. L. J. 1325 (January, 1997)

H. Tietmeyer, “International Cooperation and Coordination in the Area of Financial Market Supervision and Surveillance” (Feb. 11, 1999).

Kenneth Kaoma Mwenda, Legal Aspects of Financial Services Regulation and the Concept of a Unified Regulation (2006)

- Markham, Jerry W., Mutual Fund Scandals - A Comparative Analysis of the Role of Corporate Governance in the Regulation of Collective Investment, 3 Hastings Bus. L. J. 67 (Fall, 2006)
- Michael Blair QC & George Walker, Financial Services Law (2006)
- Technical Committee of the IOSCO, Principles for the Supervision of Operators of Collective Investment Schemes (September, 1997)
- The Joint Forum, “Credit Risk Transfer” (27 March 2005)
- Wallace Wen Yeu Wang, Corporate Versus Contractual Mutual Funds - An Evaluation of Structured and Governance, 69 Wash. L. Rev. 927 (October, 1994)
- White House, “Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy”, Press Release (November 15, 2008)
- William A. Birdthistle, Compensating Power: An Analysis of Rents and Rewards in the Mutual Fund Industry, 80 Tul. L. Rev. 1401 (March, 2006)
- European Social Investment Forum (<http://www.eurosif.org/>).
- UN PRI (<http://www.unpri.org/>).
- (UNEP FI) (<http://www.unepfi.org/>).
- UN Global Compact (<http://www.unglobalcompact.org/>).
- USA Social Investment Forum (<http://www.socialinvest.org/>).