



자본시장제도 이해(2): 폰지조달(Ponzi Unit)

이경아 연구원

■ 폰지조달(Ponzi Unit) 혹은 폰지금융(Ponzi Finance)은 실질적인 투자를 통해 이자나 배당금을 지급하는 대신 신규 투자자의 돈으로 기존 투자자에게 자금조달 비용을 지급하는 방식임.

- 1920년대 미국 찰스 폰지의 사기사건에서 유래한 용어로, 그는 엄청난 투자수익을 약속하고 자금을 모집하였으나 투자를 하는 대신 나중에 가입한 투자자의 원금을 기존 투자자에게 지급하는 방법으로 단기간에 엄청난 자금을 끌어 모았음.
- 폰지조달이 지속되면 높은 지급 이자율과 낮은 투자 수익률 차이만큼 부채가 증가하므로 신규 투자자에 의한 자금 유입이 중단될 경우 이러한 자금조달 구조는 궁극적으로 파산이 불가피함.
- 따라서 ‘지속 불가능한 자금조달 유형(Non-sustainable Pattern of Finance)’을 지칭함.

■ 금융에서 폰지조달(금융)은 차입금에 대한 이자지급 능력도 되지 않는 사람이 자산가격의 지속적인 상승에 편승해 부채를 추가적으로 늘리려는 금융행위의 의미로도 사용됨.

- 미국의 닷컴버블 기간 동안 IT기업들은 주가 상승, 저금리 등 우호적인 자금조달 여건에 힘입어 손쉽게 자금을 차입하거나 부채를 상환할 수 있었으나, 금리 상승과 신용경색으로 추가적인 차입이 어려워지자 서둘러 매입한 자산을 처분하였으며 이로 인해 자산 가격이 폭락하였음.
- 서브프라임 모기지 사태의 발생 과정에서도 주택 구매자들은 초기 보증금 없이, 티저 금리(Teaser Interest Rates)¹⁾와 페이 옵션(Pay Option)²⁾ 모기지 등의 조건을 이용하여 100% 차입을 통해 주택을 구매하였음.

1) 티저 금리란 금융기관이 차입자를 유인할 목적으로 일정 기간 시장 금리보다 낮은 금리로 대출을 제공하는 것임.

2) 페이 옵션 모기지는 원리금 상환 없이 최소한의 이자 지급만을 요구하는 주택관련 계약으로 최소 상환금액을 이자비용보다 낮게 책정함으로써 시간이 지남에 따라 차입 원금이 증가하는 ‘네갯(Negative Amortization)현상’이 발생함.

■ **민스키의 금융불안정성 가설(Minsky's Financial Instability Hypothesis)**에 따르면 경제는 자본조달 형태에 따라 헤지조달, 투기조달, 폰지조달의 단계로 나뉘며, 이러한 금융시장의 주기적 순환이 실물경제 부문의 불안정성을 야기함.

- 헤지조달(Hedge Unit)은 차입자가 이자와 원금을 갚을 수 있는 충분한 현금흐름을 갖고 있는 상태이고, 투기조달(Speculative Unit)은 이자 지급은 가능하나 원금을 상환하기 위한 추가적인 차입이 필요한 상태임.
 - 투기조달의 차입자는 미래의 자산가격이 하락하지 않을 것임을 가정함.
- 폰지조달은 자산으로부터의 현금 흐름이 원금 상환은 물론 이자 지급에도 미치지 못하는 상태임.
 - 폰지조달의 차입자 역시 미래의 자산가격이 상승할 것임을 가정함.

■ **폰지조달의 경우** 차입자가 본질적으로 자산가격의 상승을 예상하고 자금을 조달하기 때문에 자산에 대해서 옵션 프리미엄이 0인 콜옵션을 매수하는 것과 동일한 경제적 실질을 가짐.

- 차입자의 예상대로 자산가격이 지속적으로 상승해서 추가적인 차입이 유지되기만 한다면 자산가격의 상승에 따르는 이득은 모두 투자자에게 귀속됨.
- 대출 과정에서 초기 계약금이 필요하지 않고, 차입을 위한 기타 비용이 수반되지 않으므로 결국 이는 모기지 기초자산에 대해 매수비용이 0인 콜옵션을 매수한 것과 같은 구조임.
- 하지만 주택가격 하락 시 이러한 주택을 기초자산으로 하는 콜옵션은 가치가 없어짐.

■ **미국의 경우** 현재는 폰지조달 단계를 지나 다시 헤지단계로 접어들었다고 볼 수 있으며 이에 따라 당분간 금융은 보수적인 부채 창출과 안정화의 과정을 겪을 것임.

- 금융시장에서 자금조달 행태가 변함에 따라 이로 인해 실물경제 시장의 활황과 불황(Boom and Bust)이 이루어진다는 것이 민스키의 금융불안정성 가설의 요점임.
- 금융 측면에서 안정화 과정과 디레버리징(Deleveraging)이 진행되고 이와 함께 저금리 기조가 유지되는 가운데 과잉유동성이 줄어들 것임.