

【 주간이슈 】

미국 통합감독대상 프로그램 실패의 교훈

이승준 부연구위원

- 영미 경제에서 1980년 이후 추구되어 온 정부규제의 완화와 작고 효율적인 정부라는 정책기조는 금융위기 전까지 파생상품시장의 혁신적 성장과 금융부문의 호황에 일정부분 기여함.
- 하지만 비우량담보대출의 부실에서 시작된 2008년의 금융위기는 탈규제 정책, 특히 금융부문의 규제완화와 자율규제의 공과를 돌아보게 함.
- 대표적 자율규제의 하나인 미국 증권거래위원회의 통합감독대상 프로그램은 자율규제를 확산시키는 데는 기여했으나 체계적인 건전성감독의 실패로 금융위기를 심화시킴.
 - 통합감독대상 프로그램은 이해상충, 리스크관리의 개별회사의 모형에 대한 지나친 의존, 지주회사에 대한 감독부실로 인해 실패한 것으로 판명됨.
- 사전적 자율규제가 작동하기 위해서는 감독주체의 책임과 권한설정을 명확히 하고 이에 근거한 건전성감독을 철저히 해야 함을 통합감독대상 프로그램의 실패사례로부터 확인됨.
 - 이는 자본시장통합법의 시행과 보험업법의 개정을 앞둔 우리나라의 경우에도 규제완화와 함께 철저한 사후감독의 병행이 필요함을 시사하고 있음.

※ 본 내용은 보험연구원의 공식의견이 아니라 연구자 개인의 의견임을 밝혀드립니다.

- ◆ 콕스 의장의 탄식(歎息)¹⁾: 금융서비스현대화법에서 투자은행지주회사에 대한 감독 권한을 정부조직 어디에도 주지 않은 것은 뼈아픈 실수였다. (The failure of the Gramm-Leach-Bliley Act to give regulatory authority over investment bank holding companies to any agency of government was a costly mistake.)
- ◆ 콕스 의장의 자인(自認)²⁾: 지난 6개월 동안 자율규제가 작동하지 않는다는 사실을 똑똑히 확인했다. (The last six months have made it abundantly clear that voluntary regulation does not work.)

1. 서론

- 비우량담보대출 (Sub-Prime Mortgage)의 부실에서 출발해 2008년 후반기에 대규모 금융회사들의 연이은 매각과 파산을 촉발한 금융위기는 1980년 이후 영미권 경제를 중심으로 진행되어 온 탈규제정책, 특히 금융부문에서의 규제완화와 자율규제정책의 공과를 다시 평가해야 하는 상황을 만듦.
- 이러한 맥락에서 미국에서 시행된 대표적 자율규제정책인 증권거래위원회(Security Exchange Commission: SEC)의 통합감독대상(Consolidated Supervised Entity: CSE) 프로그램과 이번 금융위기와의 연관성을 살펴보고 우리나라 금융시장에서의 자율규제 및 건전성감독에 있어 반면교사로 삼을 시사점을 살피는 것은 의미가 있음.
- 증권거래위원회의 콕스 의장이 밝힌 바와 같이 사후감독의 감시가 없이는 자율규제는 작동하지 않을 수 있음을 이번 금융위기를 통해 확인 할 수 있었음.
- 이에 영미 금융시장의 규제완화와 자율규제의 역사적 배경을 살피고 미국의 통합감독대상 프로그램의 실패사례연구를 통해 자율규제가 성공하기 위한 조건과 우리나라의 금융규제 및 감독에 있어서의 시사점을 고찰함.

1) 미국 증권거래위원회 의장 크리스토퍼 콕스(Christopher Cox)가 2008년 9월 23일 미상원 은행주택도시위원회(the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs)에서 한 증언 중.

2) 미국 증권거래위원회 의장 크리스토퍼 콕스가 2008년 9월 26일 통합감독대상(Consolidated Supervised Entity) 프로그램의 종료를 발표하면서.

2. 영미경제의 규제완화로의 선회와 자율규제의 논리

- 영미 경제에서는 1960-70년대에 행해진 적극적 정부규제로 인한 시장부문의 효율성 저하와 정부기구의 팽창으로 인한 정부부문의 비효율성 증대에 대한 반성으로 규제완화와 작은 정부를 추구하는 정치적 요구가 높아짐.
 - 미국은 1980년 전후 민주당 카터행정부(1977-1981) 말기부터 규제완화가 시작
 - 보수정당인 영국 보수당의 대처(1979-1990)와 미국 공화당의 레이건(1981-1989)의 집권과 함께 반규제 친시장 마인드가 주류적 가치화
 - 진보적 성향인 미국 민주당의 클린턴(1993-2001)과 영국 노동당의 블레어(1997-2007)도 제3의 길로 요약되는 시장 친화적 마인드로 집권에 성공
 - MBA 출신으로 2001년 집권한 공화당출신의 현 부시 (George W. Bush) 미국대통령은 임기 내내 작은 정부를 지향하며 탈규제 친시장 정책을 경제정책은 물론 교육, 의료, 환경, 소비자보호 등 전방위에 걸쳐 도입
- 1990년대의 저실업과 저물가를 동반한 유례없는 호황은 신경제(New Economy)라는 신조어를 만들어 내며 미국 연방준비위원회(Federal Reserve Board) 그린스펀 의장의 최소정부규제 또는 시장자율규제 논리에 이의를 다는 것 자체를 어렵게 함.
 - 1980년 이후 집권정당에 관계없이 계속된 탈규제정책, 특히 금융부문의 규제완화와 자율규제는 금융시장의 호황으로 별다른 이견 없이 추세화
 - 1998년 연방준비위원회에 의한 Long Term Capital Management (LTCM) 파동의 무리없는 해결은 그린스펀 의장에 대한 신뢰를 강화
 - 그린스펀 의장과 당시 클린턴 행정부의 루빈 재무장관은 의회에 신용부도스왑(Credit Default Swap; CDS)의 규제를 추진하던 상품선물거래위원회(Commodity and Futures Trading Commission)의 파생상품감독기능을 없애도록 권고
- 이러한 탈규제 친시장 경쟁정책의 기조 안에서 금융서비스현대화법(Financial Services Modernization Act 또는 Gramm-Leach-Bliley Act of 1999)등 금융 규제완화가 별다른 저항 없이 이루어짐.
 - 1986년: 빅뱅(Big Bang)으로 불리는 규제개혁으로 영국 금융시장에서의 오랜

기득권 계층이 무너지고 외국자본 등과의 경쟁이 강화

- 1994년: 주간은행업 및 지점효율화법(Interstate Banking and Branching Efficiency Act of 1994)은 이때까지 불허되었던 상업은행의 여러 주(州)에 걸친 영업을 1997년부터 자유화하여 은행산업의 경쟁을 강화
- 1999년: 대공황시기에 금융시장의 규제를 위해 만들어진 글래스-스티걸법(Glass-Steagall Act of 1933)을 대체하는 금융서비스현대화법이 상하원에 걸친 압도적 찬성으로 통과
- 2000년: 상품선물현대화법(Commodity Futures Modernization Act of 2000: CFMA)의 입법으로 주식, 채권, 선물처럼 전통적인 금융자산을 제외한 새로운 파생상품에 대한 감독당국의 규제철폐

□ 이와 같은 자율규제는 경제 또는 산업의 규모가 커지고 복잡해지면서 고도의 전문지식이 증가하고 규제의 주체인 정부당국과 객체인 개별산업 간에 정보의 비대칭성(Asymmetric Information)이 상승하기 때문에 이론적으로 지지됨.

- 정부의 적극적 개입에 의한 공적규제보다 산업 내부에서 시장참가자와 전문가들에 의해 이루어지는 자율규제는 규제효과가 더욱 효율적이고 실질적으로 나타난다.³⁾
 - 금융시장의 복잡화로 인해 시장당사자가 규제에 필요한 전문성과 정보를 가장 많이 보유
 - 시장참여자들이 스스로 규제의 기준을 정함으로써 자발적 준수로 효율성을 증대시키고 부수적으로 규제비용도 절감
 - 시장의 변화와 혁신에 신속하고 융통성 있는 대처가 가능

□ 실제로 금융서비스현대화법의 도입이후 증권화상품 및 신종 파생금융상품 시장의 급격한 성장은 규제완화에 따른 시장 메커니즘의 작동에 힘입은 바가 크다고 할 수 있음.

3. 통합감독대상 프로그램의 적용과 귀결

□ 통합감독대상 프로그램의 내용의 핵심은 개별 투자은행의 순자본 자율규제와 SEC의 투자은행지주회사 감독권한의 맞교환이라 할 수 있음.⁴⁾

3) Jillian Segal, Institutional Self-Regulation: What Should be the Role of the Regulator?, Australian Securities & Investments Commission (ASIC), Nov. 8, 2001

4) Securities and Exchange Commission, Final Rule: Alternative Net Capital Requirements for Broker-Dealers That Are Part of Consolidated Supervised Entities (69 Fed Reg. 34,428), June 21, 2004.

- SEC가 2004년 8월부터 시행하다 2008년 9월에 5대 투자은행의 파산, 합병, 은행지주회사전환으로 종료
- 투자은행의 순자본 비율규제를 자율규제방식으로 전환
 - 1933년 제정된 증권법(Exchange Act)의 순자본규제로 불리는 15c3-1을 수정하여 통합감독대상에 속한 투자은행의 순자본 비율규제를 개별기업내부의 수학적 모형에 의한 자율규제로 전환할 수 있도록 허용
- 자율규제의 반대급부로 투자은행지주회사는 그룹전체의 재무현황에 관한 정보를 증권거래위원회에 제출
 - 투자은행지주회사처럼 기존에 주감독기관이 없었던 최종지주회사(Ultimate Holding Company)에 대해 바젤 은행감독위원회(Basel Committee on Banking Supervision) 규정에 따라 전체 그룹의 시장, 신용, 운용위험에 따른 자기자본을 계산하여 증권거래위원회에 보고

□ 통합감독대상에 대한 감독을 SEC가 담당하게 된 배경은 규제회피 의도를 가진 투자은행과 친시장성향 SEC의 이해가 맞았기 때문으로 볼 수 있음.

- 1999년에 통과된 금융서비스현대화법의 금융지주회사(Financial Holding Company) 감독체계는 투자은행지주회사를 감독의 사각지대로 남김.
 - 투자은행(Investment Bank)에 대한 감독은 증권거래위원회가 담당
 - 모회사인 지주회사에 대한 감독은 은행지주회사일 경우 연방준비은행(Federal Reserve Bank)이 담당하지만 투자은행지주회사일 경우는 감독주체가 부재
- 통합감독대상 프로그램으로 EU 지역에서 사업을 영위하는 미국투자은행에 대한 감독을 EU의 통합감독시스템에 맞춤.
 - 미국 투자은행의 지주회사도 SEC로부터 통합감독을 받고 있다는 것을 보임으로써 EU 지역의 미국 투자은행 지사들이 추가 자본금을 쌓거나 중간지주회사를 설립해야 하는 규제를 회피
 - 미국식의 자율적 순자본규제와 통합감독대상 프로그램은 당시 EU 지역에 지사를 두고 있어 EU의 강력한 통합감독에 들어가야 하는 미국 투자은행들의 숙원
 - 연방준비은행의 강력한 감독을 받는 상업은행을 포함한 은행지주회사와 달리 투자은행지주회사들은 이때까지 연방정부의 감독을 받지 않았고 이 시점에서 유럽의 까다로운 통합감독보다 시장친화적인 미국증권거래위원회의 감독을 선호
 - 특히 월 스트리트 CEO 출신들이 재무장관이나 SEC 의장을 맡는 상황에서 5대 투자은행들의 적극적인 로비가 효과를 발휘한 것으로 보임.⁵⁾

5) 당시 3대 투자은행이었던 골드먼 삭스(Goldman Sachs)의 CEO는 현 재무장관인 헨리 폴슨(Henry Paulson)이었고 당시 증

- 증권거래위원회는 55분만의 토론 후 자산가치 50억불 이상의 대형투자은행에 대한 순자본규제를 자율규제로 허용하는 안을 만장일치로 통과

□ 개별기업에 의한 순자본의 자율규제는 결과적으로 대형투자은행 모델의 몰락과 통합감독대상 프로그램의 종료를 가져오고 금융위기를 심화시킴.

- 투자은행들은 투자손실에 대비한 준비금과 증가된 레버리지를 모회사를 통해 운영하여 고성장 고수익 파생금융상품에 투자하여 투자수익을 극대화하는 사업모델 영위하여 왔으나 고수익에 따르는 고위험에 대한 적절한 리스크 관리에는 실패함.
 - 자율규제로 이전까지 1,500%⁶⁾에 묶여있던 레버리지가 급등했고 특히 베어스 텀즈의 레버리지는 3300%에 달함.
- 비우량주택담보대출사태(Sub-prime Mortgage Crisis)같은 경제충격과 이에 따른 신용경색(Credit Crunch)에는 취약한 재무구조를 가지게 되고 결국 미국식 대형투자은행모델은 순차적으로 몰락하였음.

4. 건전성감독의 부재(不在)로 인한 자율규제의 실패

□ 앞의 사례에서 보듯 금융 산업에 있어 자율규제는 장단점을 함께 가짐.

- 의도한 대로 운용될 경우에는 시장의 효율성을 증대시키고 규제비용을 낮추어 사회경제적으로 긍정적인 영향
- 사후적 감독이 제대로 안 될 경우 규제 자체가 작동을 멈추어 전체 금융시장을 혼란에 빠트릴 수 있는 상당한 위험요인을 내포

□ 미국 증권거래위원회의 통합감독대상 프로그램의 사례는 크게 세 가지 점에서 문제점을 내포함.

- 규제대상산업 출신인사들이 규제의 주체가 되면서 이해상충(利害相衝; Conflict of Interest)의 문제에서 벗어나기 어려웠음.
 - 금융시장을 규제하는 방법으로 이이제이(以夷制夷) 방식이 작동한 선례는 아

권거래위원회 의장 윌리엄 도널슨 (William Donaldson)은 뉴욕 증권거래소(New York Stock Exchange) CEO 출신

6) Exchange Act 15c3-1 (1)(i) No broker or dealer ... shall permit its aggregate indebtedness to all other persons to exceed 1500 percent of its net capital (or 800 percent of its net capital for 12 months after commencing business as a broker or dealer).

주 예외적인 경우)

- 투자은행의 건전성감독을 VAR이나 시나리오 분석 같은 개별기업의 위험관리 모형에만 의존하여 위험에 대비한 충분한 자본금을 축적하지 못하고 금융시장의 하락과 함께 제어할 수 없는 수준으로 부실이 커짐.
 - 수학적 리스크측정 모형에만 의존하여 실패한 사례는 1998년의 Long Term Capital Management (LTCM)에서도 찾을 수 있고 당시 순자본 자율규제의 입안과정에서도 지적 되었지만 감독당국이 간과
 - 신종파생상품에 대한 순자본 규제마저도 개별기업의 전산모형에만 의존
- 순자본 자율규제 허용에 대한 반대급부로 얻은 투자은행지주회사에 대한 감독 권한이 제대로 집행되지 않음.
 - 투자은행지주회사에 대한 전반적인 감독권은 이전까지 감독의 사각지대였던 투자은행지주회사와 그 자회사까지 감독할 수 있는 기회
 - 그러나 주택저당증권(Mortgage Backed Security; MBS)의 집중, 과도한 레버리지, 바젤 2 규제위반 등의 이상 징후가 사전에 포착 되었음에도 불구하고 이러한 사후적 감독권의 집행에 실패⁸⁾

5. 시사점과 향후과제

□ 이번 금융위기는 금융회사에 대한 건전성 감독의 중요성을 다시금 일깨우고 감독의 원칙과 주체를 명확히 할 필요성을 제기함.

- SEC는 개별투자은행들의 자율규제를 허용하는 대신 보다 중요한 감독도구인 투자은행지주회사와 그에 속한 기업집단 전체에 대한 감독권한을 갖게 되었으나 지주회사에 대한 감독부실로 인해 기업부실의 조기감지에 실패함.
- 투자은행지주회사에 대한 감독권한을 철저히 집행했다면 투자은행의 문제점을 조기에 발견하고 위험이 전이되는 것을 조기에 차단할 수 있었을 것임.
- 사후적 금융감독의 부재는 자율규제 주체의 과도한 위험감수(Risk Taking)를 제어하지 못하고 금융시장의 실패를 가져올 수 있다는 것을 이번 금융위기를 통해 체험하였음.

7) 대공황 당시 미국 대통령 프랭클린 루즈벨트(Franklin D. Roosevelt)가 “도둑을 잡으려면 도둑을 시켜야지.(Set a thief to catch a thief.)”라며 임명한 월 스트리트 출신의 초대 SEC 의장인 조셉 케네디(Joseph P. Kennedy)가 금융감독에 있어 이 제이(以夷制夷) 방식이 성공한 대표적인 사례

8) SEC Offices of Inspector General, "SEC's Oversight of Bear Stearns and Related Entities: Consolidated Supervised Entities Program", Report No. 446-A, Sep. 25, 2008

- 따라서 영업 등의 분야에 대해서는 자율규제를 허용하되 건전성 감독에 있어서는 철저한 공적감독이 필요하며 입법과정에서부터 감독의 권한과 책임이 명확해야만 감독이 실질적으로 책임 있게 이루어질 수 있음.
- 통합감독대상 프로그램의 실패와 그로 인해 심화된 금융위기로부터 우리나라에
서의 규제완화 및 자율규제와 관련한 정책과제를 다음과 같이 찾아 볼 수 있음.
 - 우리나라는 오랜 공적 금융감독위주의 규제에서 벗어나 시장의 효율성을 높이기 위한 규제완화를 시도하던 도중에 금융위기를 맞이하고 있음.
 - 국제적으로 우리나라가 금융규제수준이 다소 높음을 고려할 때 시장의 효율성을 살리기 위한 영업관련 규제완화는 지속하되 건전성 감독 강화를 병행하여 금융시장의 혁신적 성장과 지속적 안정을 함께 추구해야 할 필요가 있음.
 - 규제완화가 이루어지면서 이를 보완할 자율규제가 기존의 법령 등과 조화를 이루며 사후감독과 함께 하나의 완성된 규제틀(Regulatory Framework)로서 기능을 발휘하도록 제도 마련
 - 자율규제가 허용된 분야에서는 그에 대한 감독당국의 모니터링이 용이하도록 지배구조의 단순화, 회계제도의 투명성의 제고가 필요
 - 건전성 감독에 대한 책임을 명확히 하고 감독당국은 자율규제의 기능여부를 철저히 감시하여 위험요인을 사전에 탐지하고 필요시 적극적으로 개입하여 위험의 전이를 차단
 - 미국의 실패사례를 참고하여 감독주체의 책임과 권한설정을 명확히 하고 주도면밀한 사후감독이 이루어진다면 우리나라 금융시장의 효율성과 안정성을 함께 달성 가능 KiRi.