금융투자상품 규제 강화 필요성 및 방향

- 파생결합증권(ELS · DLS) 사례를 중심으로 -

초록

금융자유화의 결과, 은행이 고난도 · 고위험의 파생결합증권을 자유롭게 판매할 수 있게 되었지만, 국민경제적 측면에서 그 경제적 필요와 유인을 발견하기 어렵다. 기본적으로 파생상품의 주요 기능 중의 하나가 기 보유 자산구조 상 노출된 위험관리를 위한 헤지(hedge) 수단이라는 점을 고려하면, 일반 대중들은 애초부터 해외 주가지수나 금리 등에 연관된 위험을 보유하고 있지 않았기 때문이다. 결국 파생결합증권을 일반 개인들이 구매한 동기는 금융사들이 '고수익'을 미끼로 투기적 수요를 부추긴 결과라 할 수 있다. 파생결합증권 판매로 은행은 대규모의 수수료 수익을 창출했고, 증권사는 저비용의 자금조달 효과를 얻었지만, 금융소비자로서의 노동자는 투자 원금을 날리면서 노후 빈곤 문제에 직면하게 되었기 때문이다.

이한진

민주노동연구원 연구위원

hanjin444@hanmaill.com

보고서는 민주노동연구원 홈페이지(kctuli.kctu.org)에서 보실 수 있습니다.

- 문의: 민주노총 부설 민주노동연구원
- 주소: 04518 서울 중구 정동길 3 경향신문사 13층
- 전화: 02-2670-9224
- 팩스: 02-2670-9299
- 메일: kctuli2020@gmail.com

민주노동연구원의 발간물은 민주노총 공식 입장과 다를 수 있습니다

전국민주노동조합총연맹 부설 민주노동연구원

목차

■ 요약 ····· 3

1. 서론 : 문제제기 ····· 5

2. 파생결합증권의 구조 · 시장동향 및 규제체계 ····· 7

1) 파생결합증권의 수익구조 ····· 7
2) 포괄주의 규제와 파생결합증권의 급성장 ····· 9

3. 파생결합증권 시장의 구조적 문제 ····· 14

1) 은행 : 고수익 미끼로 노동자의 노후자금 위험에 빠뜨려 ····· 14
2) 증권 : 과도한 발행으로 금융안정에 부정적 영향 미쳐 ····· 17
3) 금융소비자 : 고수익의 유혹에 빠져 노후빈곤 문제 직면 ····· 20
4) 취약한 금융소비자 보호 제도 ····· 22

4. 결론 : 시사점 ····· 25

요약

은행 고수익의 유혹, 원금손실 피해 줄이어, 피해자는 주로 고령 노동자

- 파생결합증권(ELS ·DLS)은 저금리 시기, 확정금리가 아님에도 고금리를 미끼로 소비자를 유혹했지만, 사실 이 상품은 원금 손실 위험을 보유하고 예금자보호도 되지 않는 고난도 · 고위험의 금융투자상품이었음.
- 2019년 해외 금리연계 DLS 사태, 라임자산운용 펀드 환매 금지 사태, 2021년 홍콩H지수 사태가 연이어 발생했는데, 피해규모가 커졌던 주된 원인은 이들 상품의 주된 판매 창구가 예·적금을 취급하는 은행이었기 때문임. 한편 피해자 대개는 은퇴를 했거나 은퇴를 앞둔 고령노동자로 노후 빈곤이라는 문제에 봉착하게 되었음.

저금리 장기화, 포괄주의 규제로의 전환 등이 파생결합증권 급성장 요인

- ELS(주가연계증권, 기초자산 주가지수나 주식)와 DLS(파생결합증권, 기초자산 금리, 원자재, 환율, 신용 등)는 기초자산이 서로 다르다는 점 이외에는 기본적으로 상품구조가 동일하며, 법적으로는 파생결합증권이라 통칭함. 구성 기초자산 모두 최초 제시된 가격 범주 내에 움직였을 경우에 한정하여 제시된 수익을 얻는 구조이나, 그렇지 못할 경우 원금 손실 위험을 보유하고 있는 상품.
- 2019년 파생결합증권 총 발행량이 94.3조원으로 달할 정도로 시장이 급성장한데에는 저금리 추세가 지속되었다는 사실 이외에도, 2009년 자본시장법이 시행되면서 금융상품에 대한 포괄주의 규제로의 전환에 따라 금융사들이 자유롭게 금융투자상품을 설계하여 판매하게 되었기 때문임.

은행은 수수료, 증권사는 저비용의 자금조달, 소비자는 노후빈곤 위험

- 전통적으로 안전하다는 예·적금만을 취급 금융소비자의 신뢰를 얻었던 은행이 판매 수수료 수익을 얻기 위해 대규모의 파생결합증권을 판매하면서 수많은 불완전판매를 유발. 고객은 물론 은행 직원들조차 금융투자상품의 복잡성과 위험성을 제대로 이해하지 못했던 결과 설명 의무 소홀 및 고객 적합성 원칙 위반 등의 불완전판매 발생.
- 증권사 입장에서 파생결합증권은 저비용의 자금조달 수단으로 국내 채권시장 활성화 등의 긍정적 효과도 있었지만, 발행량이 늘어나면서 증권사 총자산 내에서 파생결합증권이 차지하는 비중이 과도하게 커졌고 시스템리스크 또한 증가. 발행량이 많을수록 해당 기초자산 시장 충격에 따른 헤지 운용 손실과 파생상품 거래 증거금 확대 등으로 금융사의 건전성을 물론 금융시장 전반에도 부정적 영향이 확대됨.

- 기존에 발행된 파생결합증권의 기초자산 대개는 해외 주가지수나 금리 등과 연관되어 있는바, 일반 국민들의 입장에서 경제적 필요가 전혀 없는 상품이었기 때문에, 결과적으로 판매사는 고금리를 미끼로 일반인들의 투기적 수요를 부추겼다고 해석할 수 있음.
- 수익구조가 복잡할수록 상품에 내재된 판매수수료가 높기 때문에 금융사의 판매 유인이 커지는 동시에 금융소비자의 손실이 증가할 개연성도 커졌고, 현실에서 대규모의 불완전판매 사태 발생. 금융사의 불완전판매가 확인됐을 경우에도 피해 입증까지 상당한 시간과 비용이 소요되는 것은 물론, 상당수의 피해자는 피해구제를 제대로 받지 못하는 사례가 발생하는 등 국내 금융 분쟁 해결제도 매우 취약함.

은행 판매금지, 사전 관리체계 구축, 소비자 보호 강화 등 필요

- 세계경제의 불확실성이 과거 그 어느 때보다 커지고 있다는 상황을 고려하면, 금융소비자 보호 측면에서 금융투자상품 관련 규제를 다음과 같이 강화할 필요가 있음.
- 첫째, 원금 손실 위험이 있는 금융투자상품의 은행 판매를 원천 금지시켜야 함. 대규모의 피해자를 낳은 금융 분쟁 사태 대개가 은행이 주도적으로 판매한 금융투자상품에서 발생했기 때문임. 은행은 그간 안전한 자산 관리자로서의 역할로 국민적 신뢰를 얻었지만, 고난도 금융투자상품 판매로 스스로가 신뢰를 저버리는 상황이 되었기 때문임.
- 둘째, 금융투자상품의 설계부터 판매까지 감독당국의 엄격한 사전 관리체계를 구축할 필요가 있으며, 하방 위험이 일방적으로 열려있는 고난도 구조화 상품의 일반인 판매는 금지시켜야 함. 현행 규제체계는 금융사들의 자율성에 근거한 규제체계이기 때문에 사전규제보다는 사후규제 방식으로, 감독당국은 시장에서 심각한 사태가 발생한 이후에야 해당 상품에 대한 문제점을 인식할 뿐, 사고가 되풀이 되고 있지만 근본적 해법은 없는 상태이기 때문임. 동시에 특정 상품에 대한 총량규제를 통하여 시스템리스크를 방지할 필요 있음.
- 셋째, 금융소비자 보호와 편익을 강화시키는 차원에서 금융사에 일방적으로 유리한 금융분쟁 해결제도를 전격 개선할 필요가 있음. 조정제도 중심의 현행 분쟁해결 제도를 화해 · 알선 · 중재 등으로 다양화시키는 가운데, 금융투자상품 관련 분쟁의 경우 집단조정 및 소송이 가능하도록 관련법을 개정하고, 분쟁조정위원회의 조정 결정에 편면적 구속력을 부여할 필요가 있음.

1. 서론 : 문제제기

장기간 저금리가 지속됐던 상황에서 누구나 한 번쯤 방문했던 은행에서 아래(표1) 사례와 같은 상품 가입을 권유받거나, 증권사로부터 홍보 문자를 받아 본 경험이 있을 것이다. 무슨 암호 같기도 하고 마치 어려운 수학 공식을 나열한 듯도 보이지만, 이는 저금리 시대에 6~7%에 달하는 고수익을 강조하면서 은행 예 · 적금 상품에 만족하지 못했던 금융소비자들에게 금융투자상품 가입을 권유하는 홍보물의 주된 내용이다.

[표 1] 파생결합증권[1](ELS · DLS) 홍보 사례 예시

구 분	주요 내용
ELS( ) 사례①	OO증권 ELS(KOSPI200 - 삼성전자) 연 6.5% / 하방 60% / 95%, 95%, 90%, 90%, 85% / 00년 00월 00일
DLS(파생결합증권) 사례②	OO증권 DLS(금가격 - 은가격) 연 7.0% / 하방 35% / 95%, 95%, 90%, 90%, 85% / 00년 00월 00일

사례①은 KOSPI200 지수 및 삼성전자 가격 변동에 연계하여 최고 6.5%의 연 수익이 가능하다는 주가연계증권(ELS, Equity-Linked Securities, 이하 'ELS'라 한다)이고, 사례②는 금과 은 가격 변동에 연동하여 연 7.0%의 수익이 가능하다는 파생결합증권(DLS, Derivative Linked Securities, 이하 'DLS'라 한다)을 개략적으로 홍보하는 내용이다.

금융소비자로서의 개인들이 위와 같은 홍보 내용을 접했을 때, 대개 연 6.5%나 7.0%로 제시된 수익률에만 관심이 집중된다. 특히 확정된 예·적금 금리에 익숙해져 있는 은행 고객이 직원으로부터 이렇게 높은 수익률이 제시된 금융상품에 대한 홍보를 접하게 된다면 고금리의 유혹에서 벗어나기 어렵다. 하지만 불행하게도 ELS와 DLS는 확정금리를 제공하거나 예금자 보호를 받을 수 있는 은행 상품이 아니다. 높은 수익을 원한다면 그에 수반되는 위험의 크기 또한 클 수밖에 없는(High risk, High return)', 즉, 원금손실의 위험을 내재하고 있는 증권사가 발행하는 금융투자상품이기 때문이다.

파생결합증권에서 제시되는 수익률은 은행의 예·적금과는 달리, 해당 상품의 기초자산[2] 가격이 발행 당시의 예측 범위 내에서 움직임을 보일 경우에만 받을 수 있다. 즉 파생결합증권이 제시하고 있는 수익률은 확정 수익률이 아니라, 과거의 사례에 비추어 볼 때 예상되는

1) 일반적으로 기초자산이 무엇인지에 따라 ELS(주가연계증권)와 DLS(파생결합증권)가 구분하지만, 우리나라 금융당국은 자본시장법 제4조(증권) ⑦항의 정의에 따라 파생결합증권이라 통칭하고 있다. 자본시장법 ⑦항에서는 "파생결합증권이란 기초자산의 가격 · 이자율 · 지표 · 단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등의 변동과 연계하여 미리 정하여진 방법에 따라 지급하거나 회수하는 금전 등이 결정되는 권리가 표시된 것을 말한다"고 정의하고 있다. 파생결합증권에는 ELS와 DLS 이외에도 ELW(Equity Linked Warrant, 주식워런트증권)와 ETN(Exchange Traded Note, 상장지수증권) 등을 포함한다.

2) 사례①(ELS)의 KOSPI200 지수와 삼성전자 그리고 사례②(DLS)의 금과 은을 기초자산이라 표현한다.

기대 수익률에 불과하다. 하지만 일반인들이 파생결합증권의 이와 같은 복잡한 손익구조와 내재된 위험에 대하여 제대로 이해한다는 것을 사실상 불가능한 일이다.

이와 같은 이유로 높은 수익이 가능하다는 금융사의 홍보만 믿고 파생결합증권에 가입했다가, 기초자산 시장의 변동성이 커지면서 어렵게 모든 재산을 한순간에 모두 날리는 사례가 빈번하게 발생하고 있다. 실제로 2019년 독일 · 미국 등 해외 금리와 연계된 DLS(or DLF)[3] 사태, 2021년 홍콩H지수[4]와 연계된 ELS 사태 등 수많은 일반인들이 큰 손실을 보게 된 피해 사례가 발생했다. 2007년 KIKO(Knock-In Knock-Out) 사태, 2011년 저축은행 후순위채권 사태, 2013년 동양그룹 기업어음(CP) 사태, 2019년 라임자산운용 환매중지 사태 등도 파생결합증권은 아니지만 원금손실 위험을 지닌 금융투자상품으로 인해 중소기업이나 일반 금융소비자가 막대한 피해를 보았던 사례들이다.

불특정 다수의 일반인들로 피해 규모가 확산된 데에는, 금융투자상품의 주된 판매처가 은행[5]이었기 때문으로, 은행은 기본적으로 확정 금리를 지급하는 예·적금 상품을 취급하는데다가, 예금자 보호를 받는 관계로 누구나 안전하다고 생각했기 때문이었다. 은행에서 파생결합증권을 구입한 고객들은, 주로 그간 꾸준히 모아 온 목돈을 일시납 형태로 납부한 결과 1인당 피해 규모가 컸고[6], 피해자 대개가 은퇴 노동자나 은퇴를 앞둔 노동자 등 상대적으로 고연령층[7]이 많았다는 점에서, 노후 빈곤 심화라는 사회적 문제를 야기하고 있었다.

나아가 대내외적으로 모두가 안전하다고 믿는 은행이 고난도 금융투자상품의 주된 판매처가 되다 보니 '설명의무 소홀 및 위반' · '적합성 원칙 위반' 등 다양한 불완전판매 문제를 야기하면서 금융소비자와 금융사 간 피해보상 분쟁이 벌어졌다. 하지만 우리나라의 현행 금융 분쟁 해결제도는 구제 비율이 매우 낮을 뿐 아니라, 피해보상까지의 기간도 오래 걸리고, 조정 결정에 편면적 구속력[8]이 없어 금융회사가 조정을 수락하지 않는 경우가 많이 나타나는 등 분쟁 해결의 실효성도 매우 부족한 것으로 드러났다. 게다가 주요국과 비교할 때 우

3) 2019년 문제가 된 DLF(Derivative Linked Fund, 파생결합펀드)는 독일의 국채금리 및 영국과 미국의 CMS 금리와 연계한 DLS를 편입하여 은행과 증권사를 통해 판매한 펀드를 지칭한다. 기본적으로 펀드의 투자 대상이 DLS이므로 이하 'DLS'라 통칭한다.

4) 홍콩증권거래소에 상장된 중국 국영 기업 중 우량 기업들을 모아 만든 지수로 항셍 중국기업 지수(HSCEI)를 의미한다. 항셍지수와 더불어 홍콩증권거래소의 주요 주가지수 중 하나다.

5) 금융감독원 보도자료(2020.07 & 2024.03)에 따르면 2020년 3월말 기준 개인투자자 보유 ELS 잔액은 40.7조원으로 이중 87.7%(35.7조원)이 은행을 통해 판매되었고, 2023년 말을 기준 홍콩H지수 연계 ELS 판매잔액의 81.9%가 은행을 통해 판매되었다. 금감원 DLS 등 해외금리 연계 실태조사 결과에 따르면 전체 판매액의 99.1%가 은행을 통하여 DLF형태로 판매되었다.

6) 금융감독원 보도자료에 따르면 2020년 3월말 기준 ELS 투자잔액은 46.8조원, 투자자 수는 97.7만명으로 1인당 투자규모는 47.9백만원에 달한다. 2019년 DLS(or DLF)의 사태의 경우 2019년 8월 7일 기준 3654명의 개인투자자가 7326억원 가량 물려있는 것으로 나타나는 등 1인당 투자규모는 약 2억원이었다.

7) 금융감독원에 따르면 2019년 8월 7일 기준 DLS(or DLF) 개인투자자 중 60세 이상이 48.4%(70세 이상은 21.3%)에 달한다. 한편 정무위 김성원 의원이 금융감독원으로부터 제출받은 자료에 따르면 라임자산운용의 173개 자펀드에 가입된 계좌의 46.0%를 60세 이상 고령자(설정액 기준 46.4%)가 보유하고 있는 것으로 나타났다. 한국은행(2020)에 따르면 2016년 6월말 기준 상대적으로 금융상품에 대한 이해도가 낮을 것으로 예상되는 50대 이상의 ELS 가입금액이 전체의 68%를 차지함.

8) '편면(片面)적'이라는 용어는 특정 쪽에 일방적으로 작용된다는 뜻으로, 금융 분쟁 조정 결정에서의 편면적 구속력이란 금융분쟁조정위원회 같은 분쟁해결기구가 내린 결정에 대해 금융소비자가 수용 여부를 정하면 금융회사가 반드시 이를 따라야 하는 구속력을 의미한다. 금융사와 소비자 간의 분쟁에서 편면적 구속력은 소비자에게 유리하게 작용한다.

리나라 금융분쟁 해결제도는 분쟁조정의 형태만 운용하고 있는 등 다양성 및 독립성과 전문성까지 부족한 것으로 나타났다[9].

게다가 한국은행 실증분석 결과[10]에 따르면 기초자산 시장과 독립적인 파생결합증권의 급격한 성장은 국내 금융시장의 불균형을 야기하고 있으며, 궁극적으로 금융안정에 부정적 영향을 미치는 것으로 나타났다. 결국 금융 불안정성이 증가하는 동시에 수많은 금융 분쟁 피해자가 양산되고 있는 작금의 현실은, IMF 외환위기 이후 지속하여 진행된 금융 자유화와 금융규제 완화의 산물이라 추정할 수 있다. 금융 겸업화의 결과 은행이 여수신 과정을 통해 신용창출이라는 사회적 역할과 더불어 무엇보다 고객의 예·적금을 안전하게 관리해야 한다는 본연의 역할 이외에도, 부수적으로 금융투자상품을 자유롭게 팔게 되었기 때문이다. 나아가 2009년 자본시장법 시행으로 금융상품의 규제 방식이 열거주의에서 포괄주의 시스템으로 바뀌면서 고위험 · 고난도의 다양한 금융투자상품들이 본인의 경제적 이해와는 아무런 연관이 없는 일반 개인투자자들에게 무분별하게 팔려나가게 되었기 때문이다.

이에 본 보고서는 파생결합증권의 수익구조 · 발행 및 운용현황과 더불어 금융상품의 규제체계 변화가 시장에 미친 영향을 분석한다. 이어 파생결합증권을 둘러싼 개별 경제주체들의 입장을 분석, 시장의 구조적 문제를 진단할 예정이다. 한편 금융당국 스스로 금융소비자 보호 추세를 강화하고 있다고 지속하여 주장하고 있지만, 금융관련 분쟁이 지속적으로 발생하고 있는 이유를 분석하여 제도개선의 시사점 및 기본 방향을 살펴볼 예정이다.

2. 파생결합증권의 구조 · 시장동향 및 규제체계

1) 파생결합증권의 수익구조

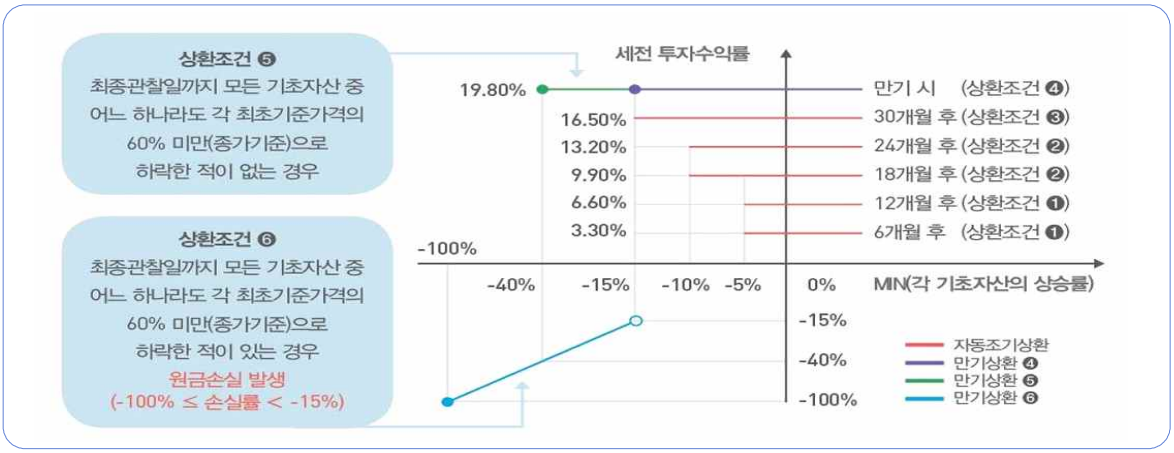
자본시장법 제4조(증권) ⑦항에 따르면 '파생결합증권이란 기초자산의 가격 · 이자율 · 지표 · 단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등의 변동과 연계하여 미리 정하여진 방법에 따라 지급하거나 회수하는 금전 등이 결정되는 권리가 표시된 것'이라고 정의되어있다. 현행법의 정의에 따르면 파생결합증권으로는 ELS와 DLS 이외에도 ELW(Equity Linked Warrant, 주식워런트증권)[11] 및 ETN(Exchange Traded Note, 상장지수증권)[12] 등을 포함한다. 금융당국

9) 자본시장연구원 조사보고서 '해외 금융분쟁 해결제도의 특징 및 국내 시사점'(2024.07)
10) 한국은행 '금융혁신이 금융안정에 미치는 영향 : 파생결합증권의 성장과 금융안정'(2020)
11) 주가지수 또는 특정 주식 등의 기초자산을 사전에 정한 가격으로 미래 시점에 사거나 팔 수 있는 권리를 나타내는 증권으로서 거래소에 상장되어 거래.

에서는 ELS(ELB 포함)'와 'DLS(DLB 포함)를 통칭하여 파생결합증권이라 실무적으로 분류하여 사용한다.[13] 본 보고서에서는 원금 보장형 상품인 ELB와 DLB는 제외하고 원금비보장형 상품인 ELS와 DLS에 한정하여 살펴볼 예정이다.

금융당국이 파생결합증권이라 통칭하여 사용하지만, 기본적으로 ELS와 DLS는 수익구조는 유사하지만 기초자산이 서로 다른 상품으로, 일반적으로는 주가연계증권과 파생결합증권으로 구분하여 사용한다. ELS(Equity-Linked Securities, 주가연계증권)는 'Equity-linked''라는 표현에서 추론 가능하듯이 기초자산이 개별 주식이나 특정 주가지수로 주식과 연관되어 있다. 반면 DLS(Derivative Linked Securities, 파생결합증권)는 'Derivative Linked'라는 표현처럼 주식(or 주가지수) 이외에 '가격이 변동하는 모든 것(금리, 환율, 신용, 원자재 등)'을 기초자산으로 할 수 있다. 기초자산이 서로 다르다는 점 이외에 수익구조나 발행회사에서 조달된 자금을 자본시장에서 운용하는 방법은 기본적으로 모두 동일하다.

[그림 1] ELS 사례①(KOSPI200-삼성전자, 하방 60%, 연 6.5%)의 손익구조



- 자료 : 사무금융노조 두드림 통권5호 '금융투자상품 ELS와 DLS, (이한진, 2015.12)'

기초자산이 무엇인지에 따라 ELS와 DLS로 구분하지만, 두 상품 모두 기초자산의 가격변동에 따라 수익이 결정되는 동일한 손익구조를 지녔다. 파생결합증권 ELS 사례①을 통해 기초자산의 가격변동 혹은 조기상환조건에 따라 손익이 어떻게 결정되는지를 살펴보자.

ELS 사례①의 주요 홍보 문구를 보면 다음과 같다. 'OO증권, ELS(KOSPI200-삼성전자)

12) 기초자산 가격의 변동과 연계되어 수익률이 결정되는 증권으로 거래소에 상장되어 거래.
13) ETN · ELW도 자본시장법상 파생결합증권에 해당되나, 거래소에서 거래되는 장내상품으로 예탁금, 사전교육 등 별도의 투자자 보호 장치가 있는 만큼 대상에서 제외하고 있음.
한편 자본시장법에서 ELB(Equity Linked Bond, 주가연계파생결합사채)와 DLB(Derivative Linked Bond, 파생결합채권)를 채무증권(파생결합사채)으로 분류하고 있으나, 금융당국에서는 이 두 상품이 기초자산의 가격 변동에 연동하여 이자가 보전되는 구조, 즉 동일한 수익구조가 가졌기에 ELS와 DLS에 포함하여 파생결합증권으로 실무적으로 관리하고 있다. 하지만 ELB와 DLB는 원금이 보장된다는 점에서 ELS와 DLS와 근본적 차이가 있다.

/ 연 6.5% / 하방 60% / 95%, 95%, 90%, 90%, 85% / OO년 OO월 OO일'. 주어진 문구만으로도 많은 것을 알 수 있는데, 발행사는 OO증권이며, 기초자산은 KOSPI200지수와 삼성전자로 이 둘의 가격 변화에 따라 수익이 결정된다. 두 기초자산 모두 예상 범주 내에서 움직인다면 최대 연 6.5%의 수익을 얻을 수 있는바, 기대수익률이 6.5%라는 의미다.

'OO년 OO월 OO일'은 이 상품의 발행일로, 파생결합증권은 대기 만기 3년으로 발행되기 때문에, 이 상품의 발행일이 24.12.01이라고 가정하면 이 상품의 만기일은 2027년 11월 30일이다. 하방 60%라는 조건은 이 상품의 두 기초자산 가격이 최초 기준가격 대비 60% 미만으로 한 번도 하락하지 않은 경우에만 연 6.5%의 수익률이 보장된다는 점에서 매우 중요한 조건이다. 즉 연 6.5%는 은행 예금처럼 미리 확정된 수익률이 아니라, 제시된 조건을 모두 만족하는 경우에만 한정해서 제공되는 기대수익률로, 발행일로부터 만기일까지 3년 이라는 기간 중 단 하루라도 KOSPI200 지수와 삼성전자 가격 모두 최초 기준가격 대비 60% 미만으로 하락하지 않아야만 받을 수 있다, 단 한번이라도 60% 미만까지 하락 한 경우에는 무조건 손실을 입게 된다. 최대 손실 폭은 투자 원금 100%를 모두 날릴 수 있다.

한편 이 상품은 특정 요건을 충족하는 경우 자동으로 조기 상환될 수 있다. 조기 상환 요건은 가입일로부터 6개월, 12개월, 18개월 24개월, 30개월 후, 즉 6개월 단위로 평가하여 해당 기간 두 기초자산의 가격이 사전에 제시된 조건을 충족하는 경우로 한정한다. 바로 그 조건이 '95%, 95%, 90%, 90%, 85%'로 표현되어 있다. 여기서 중요한 것은 조기상환의 조건이 만기 시 평가처럼 두 기초자산 가격이 60% 미만이 아니라는 점이다. 6개월과 12개월 시점은 두 기초자산 모두 최초 기준가격의 95% 이상이어야 하고, 18개월과 24개월은 90% 이상, 30개월 시점은 85% 이상이라는 조건이 충족되어야 조기상환 된다.

한편 파생결합증권은 위 사례와 같이 투자 원금 모두를 날릴 수 있는 상품도 있지만, 원금이 보장되는 상품도 있다. 단 조심해야 할 점은 원금보장형이건 비보장형이건 발행 증권사가 부도를 맞게 되는 경우, 투자 원금을 돌려받지 못할 수도 있다는 사실이다. 파생결합증권을 포함하여 증권사에서 취급하는 모든 금융투자상품은 예금자보호대상이 아니기 때문이다.

2) 포괄주의 규제와 파생결합증권의 급성장

2008년 글로벌 금융위기 이후 장기간 저금리 추세가 지속되면서, 예금 대비 상대적으로 높은 수익률을 제시하는 파생결합증권 시장이 급성장했다. 예탁결제원 증권예탁통계 자료에 따르면 2009년 파생결합증권 총 발행규모(ELS+DLS)는 14.5조원에 불과했으나, 2010년 이후 지속적으로 증가 추세를 보이면서 2019년에는 94.3조원까지 늘어났다. 2010년 이후 파

생결합증권 발행량이 급증하게 된 데에는, 기본적으로 저금리라는 시장 환경이 주된 요인으로 작용했겠지만, 금융상품에 대한 포괄주의 규제체계를 담고 있는 자본시장법이 2009년 2월부터 시행되었다는 사실 또한 간과할 수 없는 중대 요인이다.

2010년에서 2011년까지 2년간은 ELS와 DLS 모두 발행량이 급증 추세를 보이는 가운데, 그 발행규모 또한 동일했다. 하지만 2012년 이후, ELS는 지속하여 발행량이 상승하는 모습을 보였으나, DLS의 경우에는 시장이 정체되는 양상을 보였다. 그 결과 2011년에는 파생결합증권 내 DLS 발생비중이 50%에 달했지만, 2019년 DLS 비중은 18.7%[14] 수준으로 하락했다. ELS 대비 DLS 발행이 저조했던 이유로는, ELS의 기초자산인 주식이나 주가지수가 DLS 기초자산(금리, 환율, 신용, 원자재 등)에 비해 상대적으로 일반 대중들에게 더 친숙했던 결과라고 추정할 수 있다.

2019년 이후 파생결합증권 시장은 급격하게 냉각되는 모습을 보였는데, 2019년 해외 금리연계 DLS 대규모 손실 사태가 발생했고, 2021년에는 홍콩H지수가 급락하면서 이 지수와 연계되어 발행된 ELS 상품에서도 연이어 대규모 손실 사태가 발생했기 때문이었다.

[그림 2] **연도별 ELS 및 DLS 발행량 추이** (단위: 조원)

- 자료 : 한국예탁결제원 증권예탁통계
- 주 : 파생결합사채(ELB 및 DLB)를 제외한 순 파생결합증권 연도별 발행량

금융감독원 보도자료(2024.04.19)에 따르면, 기초자산에 주가지수를 포함하고 있는 ELS의 경우 우리나라 주가지수보다는 해외 주가지수 편입 비중이 더 높다는 것을 알 수 있다. 2023년 기준 지수·혼합형 ELS 중 주가지수 기초자산별 편입 비중을 보면, S&P500(75.3%), EuroStoxx50(68.7%), KOSPI200(49.1%), Nikkei225(30.1%), HSCEI(14.5%) 등으로 해외지

14) 2019년 파생결합증권 총 발행량은 94.3조원이며, ELS가 76.7조원으로 DLS 발행량은 17.6조에 불과했다.

수의 편입 비중이 상대적으로 높았다.

한편 2021년에는 발행된 ELS 중 상품 중 약 40%가 홍콩H지수를 기초자산으로 편입하고 있을 정도로 비중이 높았으나, 2021년 대규모 손실사태 이후 홍콩H지수의 지속적 하락 추세와 더불어 관련 상품에 대한 투자 수요가 크게 위축되면서, 2023년 기준 지수·혼합형 ELS에서의 편입 비중은 14.5%까지 축소되었다.

[표 2] **지수·혼합형 ELS 주요 기초자산별 발행 현황** (단위 : 조원, ,%)

구 분	ELS 계 (지수·혼합형)	주요 기초자산				
		S&P500	EuroStoxx50	KOSPI200	Nikkei225	HSCEI
2021	55.6 (100.0)	42.3 (76.0)	36.2 (65.0)	27.9 (50.1)	9.0 (16.2)	19.1 (34.3)
2022년	36.2 (100.0)	25.3 (69.8)	24.8 (68.6)	21.7 (59.8)	4.4 (12.1)	5.4 (15.0)
2023년	37.2 (100.0)	28.0 (75.3)	25.5 (68.7)	18.3 (49.1)	11.2 (30.1)	5.4 (14.5)

- : 금융감독원 보도자료 '2023년 중 증권회사 파생결합증권 발행 · 운용 현황
- 주 : ELS는 ELS와 ELB를 통칭한 것이며, 2개 이상의 기초자산을 편입한 ELS의 경우 각각이 기초자산으로 중복계산

ELS와 비교할 때 발행규모가 상대적으로 소규모이긴 하지만, 2023년 기준 DLS 기초자산별 발행 비중을 보면, 금리(74.5%), 신용(17.8%), 환율(3.9%), 원자재(1.3%), 기타(2.6%) 등으로 금리연계 DLS 비중이 압도적으로 높다는 것을 알 수 있다.

[표 3] **기초자산별 DLS 발행 현황** (단위 : 조원, ,%)

구 분	ELS 계 (지수·혼합형)	주요 기초자산				
		금리	신용	환율	원자재	기타*
2021년	17.0 (100.0)	10.5 (61.4)	4.9 (28.7)	0.2 (1.1)	0.04 (0.3)	1.4 (8.5)
2022년	16.5 (100.0)	12.6 (74.6)	3.5 (21.1)	0.0 (0.1)	0.3 (2.1)	0.1 (0.4)
2023년	16.1 (100.0)	12.0 (74.5)	2.9 (17.8)	0.6 (3.9)	0.2 (1.3)	0.4 (2.6)

- 자료 : 금융감독원 보도자료 '2023년 중 증권회사 파생결합증권 발행 · 운용 현황
- 주 : 본 자료의 경우 DLS는 DLS와 DLB를 통칭한 것이며, 기타* 항목의 경우 주식 및 성격이 다른 기초자산의 혼합형

위와 같은 파생결합증권의 기초자산별 발행 동향을 보면, 우리나라 일반 대중의 시각에서 판단할 때, 굳이 파생결합증권을 구입할 경제적 유인이나 필요를 발견하기 어렵다. 파생상품의 가장 주요한 기능 중의 하나가 위험관리를 위한 헤지(hedge) 수단이라는 점을 고려하면,

해외 주가지수나 주식 그리고 해외 금리 등의 가격 변동과 연계하여 우리나라 일반인들 보유하고 있는 노출된 위험은 기본적으로 없기 때문이다. 결국 파생결합증권을 일반 개인들이 구매한 동기는 판매 금융기관들이 '고수익'을 미끼로 투기적 수요를 부추긴 결과라 할 수 있다. 파생결합증권 판매로 은행은 막대한 규모의 수수료 수익을 얻었고, 증권사는 저비용의 자금 조달 효과가 있었지만, 일반인으로서의 금융소비자는 투자 원금을 모두 날릴 수 있는 '꼬리 위험(Tail Risk)[15]'에 노출되었기 때문이다.

[표 4] **금융상품 규제체계 변화**

구 분	주요 내용
[열거주의]	[증권거래법] 제2조 (정의) ①이 법에서 "유가증권"이라 함은 다음 각호의 1에 해당하는 것을 말한다. 1. 국채증권 2. 지방채증권 … 6. 주권 또는 신주인수권을 표시하는 증서 … 9. 제1호 내지 제8호의 증권 또는 증서와 유사하거나 이와 관련된 것으로서 대통령령이 정하는 것 [증권거래법 시행령] 제2조의3 (유가증권의 지정) ①법 제2조제1항제9호의 규정에 의한 유가증권은 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 것으로 한다.
자본시장법 2009.02.04 시행 [포괄주의]	제3조(금융투자상품) ① 이 법에서 "금융투자상품"이란 이익을 얻거나 손실을 회피할 목적으로 현재 또는 장래의 특정(特定) 시점에 금전, 그 밖의 재산적 가치가 있는 것(이하 "금전등"이라 한다)을 지급하기로 약정함으로써 취득하는 권리로서, 그 권리를 취득하기 위하여 지급하였거나 지급하여야 할 금전등의 총액(판매수수료 등 대통령령으로 정하는 금액을 제외한다)이 그 권리로부터 회수하였거나 회수할 수 있는 금전등의 총액(해지수수료 등 대통령령으로 정하는 금액을 포함한다)을 초과하게 될 위험(이하 "투자성"이라 한다)이 있는 것을 말한다. ② 제1항의 금융투자상품은 다음 각 호와 같이 구분한다. 1. 증권 2. 파생상품 (가. 장내파생상품 나. 장외파생상품)

- : (구)증권거래법 및 자본시장법

그런데 2009년 2월부터 시행된 자본시장법 상 금융상품에 대한 포괄주의 규제 시스템은 금융기관이 일반 개인들을 투기적 유인을 적극적으로 활용하게 된 계기가 되었다는 점에서 주목할 필요가 있다.

15) 꼬리 위험(Tail Risk)이란 예측이 불가능한 극단적인 사건으로 인해 발생하는 손실 가능성을 의미한다. 정규 분포 곡선의 꼬리 부분에 해당하며, 발생 확률은 낮지만 그 영향력은 매우 크다. 꼬리 위험은 다음과 같은 특징을 가지고 있다. 1)예측 불가능성: 꼬리 위험은 사전에 예측하기 어렵다. 대부분의 경우, 예상치 못한 상황에서 발생하므로 미리 대비하기가 힘들다. 2)큰 영향력: 꼬리 위험은 발생할 경우 높은 영향력을 미친다. 적은 수의 사례만으로도 전체 시스템에 큰 타격을 줄 수 있기 때문이다. 3)낮은 발생 확률: 꼬리 위험은 발생 확률이 매우 낮다. 그러나 한 번 발생하면 그 영향력이 크기 때문에 무시할 수 없다. 이러한 특성들로 인해 꼬리 위험은 불확실성과 리스크 관리 측면에서 중요한 이슈로 대두되고 있다.

위의 [표4]에서 볼 수 있듯이 (舊)증권거래법에서는 금융상품의 범위를 법령에 사전적으로 열거하는 방식, 즉 열거주의를 취하고 있었다. 유가증권은 국채, 지방채, 사채, 주식, 출자증권 등으로 열거되어 있고 파생상품도 그 기초자산을 유가증권, 통화, 일반상품, 신용위험으로 열거하고 있어 설계 및 판매 가능한 파생상품 제한되었다. 법상 열거된 것에 한해 투자자 보호 장치가 적용되고, 금융기관의 영업이 허용되므로, 금융기관이 새로운 금융상품을 설계하여 팔기위해서는 별도의 인·허가를 필요로 했다. 여기서 중요한 것은 열거주의 규제 체계 하에서는 특정 금융상품으로 인해 수많은 일반인들이 대규모의 손실을 입게 되는 금융분쟁 사태는 발생하지 않았다는 사실이다.

자본시장법에서는 투자성을 지닌 모든 금융상품을 포괄하여 금융투자상품이라 정의함으로서, 법률상 명시적으로 열거되지 않은 새로운 유형의 금융상품도 자유롭게 설계하여 판매할 수 있도록 허용하는 방식, 즉 포괄주의 규제체계를 도입했다. 그리고 금융투자상품을 상품의 특성에 따라 ①추가 지급 의무가 없이 최대 투자 원금까지만 손실이 발생하는 증권과 ②추가 지급의무가 발생할 수 있어 투자 원금 이상의 손실 가능성이 존재하는 파생상품으로 분류하였다.

포괄주의의 전제조건은 금융회사들의 자율성을 보장하여 금융당국의 사전규제보다는 사후규제로 전환하는 것, 즉 금융회사들은 자체적으로 리스크관리 시스템을 만들고 준법감시팀을 가동하여 문제가 있는 것들을 걸러내겠다는 것으로, 사실상 금융시장에서 심각한 사태가 발생된 후에야 문제 상품은 규제 대상이 될 수 있다는 의미이기 때문이다.

금융상품 포괄주의 시스템은 한미 FTA 금융부분 협상과도 밀접하게 연관되어 있는바, 한미FTA 개시 선언이 있자마자 포괄주의 규제로의 전환을 중심으로 한 자본시장법 제정방안이 발표되면서, 미국 측 금융 부문 주요 요구였던 신금융서비스에 대한 자발적 수용 논란이 벌어졌는데, 자본시장법이 발효되면 말 그대로 신금융서비스는 무조건적으로 수용되는 상황이었기 때문이다. 2006년 7월 11월 김종훈 한미 FTA 수석대표는 언론 브리핑에서 “신금융서비스 개방에 대해서는 금융당국이 상품별로 허가를 해주는 허가제를 운용하기로 공감대가 형성됐다[16]”며 한국 금융시장이 큰 피해를 볼 수도 있다는 세간의 우려를 일축했지만, 자본시장법 시행을 전제할 때 아무런 의미도 없는 발언이었다. 금융상품 포괄주의 규제 아래서는 미국에서 유통되는 그 어떤 금융상품도 금융당국의 허가를 필요로 하지 않기 때문이다.

자본시장법은 기본적으로 금융을 우리나라의 핵심 전략산업으로 육성해야 한다는 ‘동북아 금융허브 정책’의 일환에서 출발하였다. 그 결과 주된 정책 목표와 방향은 금융 자유화와 개방 그리고 규제완화였다. 한 마디로 금융시장 관련 법제도를 정비하여 ‘월 스트리트’로 대변되는 미국식 금융환경을 조성, 한국 금융의 글로벌 경쟁력을 확보하겠다는 것이었다. 금융상

16) 국민일보 ‘[한미FTA] 양측, 신금융서비스 허가제 사실상 합의’, (2006.07.11)

품의 포괄주의 규제 역시 갈수록 고도화되는 금융 환경변화에 열거주의 규제로는 능동적 대처가 어렵다는 명분을 내세웠다. 하지만 그 속내를 보면 국민이라는 경제 공동체의 이익을 위한 것은 아니었다. 결과적으로 금융자본에게는 이득이 되었지만, 일반 국민들은 큰 피해를 입었기 때문이다.

수리공학적으로 만들어진 복잡하고도 난해한 상품을 이해할 수 없는 사람이 거의 없다는 것도 문제였다. 은행과 증권사 직원은 물론 심지어 금융 감독당국조차 이해하지 못했다. 미국 발 글로벌 금융위기는 이러한 상황을 잘 증명하고 있다.

늦었지만 지금이라도 파생결합증권을 포함한 난해한 금융투자상품들이 국민들의 경제 활동에 근본적으로 무슨 필요가 있는 것인지에 대한 사회적 논의가 필요하다. 글로벌 금융위기 당시 금융 대량 살상무기[17]로 지목된 구조화증권이자 파생증권인 CDO(Collateralized Debt Obligation, 부채담보부증권)와 CDO의 원금상환을 보증하는 용도로 많이 활용되었던 신용파생상품 CDS(Credit Default Swap, 신용부도스와프)가 미국을 넘어 글로벌 금융시장까지 위기를 확산시킨 주범이었음을 명심할 필요가 있다.

3. 파생결합증권 시장의 구조적 문제

1) 은행 : 고수익을 미끼로 노동자의 노후자금 위험에 빠뜨려

파생결합증권 등 금융투자상품은 물론이고, 라임자산운용 환매 중지 사태 당시 사모(私募) 펀드로서의 헤지펀드 관련 상품 또한 은행이 주도적으로 판매했다. 그 대가로서 은행은 많은 수수료 수입을 얻었다.

파생결합증권 판매[18] 과정에서 은행의 주된 수입은 선취 방식의 신탁보수에서 발생하며, 요율은 일반적으로 1%로 설정되어 있다. 선취 방식으로 수수료를 수취하다 보니 은행의 수익성은 ELS 및 DLS의 상환시기와도 밀접하게 관련되어 있다. 은행이 판매한 파생결합증권이 빠르게 조기 상환될수록, 투자자는 새로 발행되는 상품에 롤오버하며 투자할 수 있기 때

17) 2001년 노벨 경제학 수상자인 George Akeriof는 1993년 CDS가 다음 금융위기의 원인으로 작용할 것이라고 예언했으며, 워렌 버핏은 2003년 CDS를 이른 바 '대량 살상 무기'로 규정한 바 있다. Christopher Cox 前 미 증권선물위원회 위원장도 규제로부터 자유로운 CDS가 글로벌 금융위기 발발에 주요한 원인 중 하나라고 지적하였다. 1997년 노벨 경제학상 수상자이며, CDS 프리미엄 결정 모형 개발에 결정적 기여를 한 Myron Scholes는 장외CDS 거래가 너무 위험하기 때문에 이들을 전부 '폭파' 시키거나 '소각'해야 한다고 주장하였다.

18) 실제적으로는 은행이 직접 파생결합증권을 판매'하는 것은 아니고, 투자자가 '은행의 특정금전신탁에 가입하면서 운용방법을 지정하는 방식'으로 파생결합증권에 가입하는 것이다. 그러나 형식과 무관하게 실질적으로는 은행이 ELS를 판매하고 있다고 볼 수 있으며, 금융당국의 보도자료와 언론에서도 은행을 '파생결합증권 판매사로 표기하고 있다.

문에 더 많은 수수료 수익을 거둘 수 있기 때문이다. 은행이 판매하는 파생결합증권은 대부분 만기가 3년으로, 6개월 만에 조기 상환될 경우를 가정하면 은행의 선취보수는 연 최고 2%까지 올라갈 수도 있다.[19)]

[표 5] ELS 투자자 유형 및 판매채널 현황/20.03기준 (단위 : 조원)

구 분	은행	증권사	전체
	35.7	5.0	40.7
법인투자자	2.8	3.3	6.1

- : 금융감독원 보도자료(2020.07) '파생결합증권 건전화 방안'

금융감독원에 따르면 2020년 3월말 기준 개인투자자에게 판매된 ELS 총액은 40.7조원으로 이중 87.8%(35.7조원)가 은행을 통하여 판매되는 등 개인들 대상으로 한 파생결합증권의 주된 판매처는 은행이었다.

2021년 이후 문제가 되고 있는 홍콩H지수 연계 ELS의 경우에도, 2023년 말 기준 총 판매 잔액(18.8조원)의 81.9%인 15.4조원이 은행을 통해 판매되었으며, 개인투자자로 한정 할 경우 83.2%(14.4/17.3 조원)로 은행 경유 판매 비중이 압도적이었다. 개인투자자 투자규모 또한 은행을 통한 구매한 사례가 증권사를 통했을 때보다 약 2.9배가 많았는데, 은행 판매 1계좌 당 평균 투자액은 63.4백만원에 달했던 반면, 증권사 판매 1계좌 당 평균 투자액은 22.2백만원에 불과했다. 한마디로 일반 개인들의 입장에서 파생결합증권을 주로 접하게 되는 창구는 은행이라고 추론할 수 있다.

[표 6] 홍콩H지수 연계 ELS 판매현황/23년말 기준 (단위 : 조원, 만좌, %)

구 분	전체				투자자 유형	
	잔액	(비중)	계좌 수	(비중)	개인	법인
은행	15.4	(81.9)	24.3	(61.4)	14.4	1.0
증권사	3.4	(18.1)	15.3	(38.6)	2.9	0.5
합 계	18.8	(100.0)	39.6	(100.0)	17.3	1.5

- 자료 : 금융감독원 보도자료(2024.03) 'H지수 ELS 판매 및 손실 현황'

2019년 사모(私募) 헤지펀드 운용사였던 라임자산운용의 환매중단 사태만 하더라도, 개인투자자 대상 펀드 판매 상위 5개 금융사는 우리은행(2,531억원) · 신한은행(1,697억원) · 신한금융투자(1,202억원) · 하나은행(798억원) · 대신증권(691억원) 등으로 은행이 주된 판매창구였었다는 사실을 알 수 있다. 판매 금액을 기준하면 5개 금융사 총 판매액(6,919억원)

19) 자본시장연구원 이슈보고서 '최근 ELS 시장환경 변화 및 증권업에 대한 영향'(2024.08)

의 72.6%(5,026억원)가 은행을 통하여 판매되었다. 2019년 해외 금리연계 DLS 사태의 경우에도, 금융감독원 실태조사 결과에 따르면 전체 판매액의 99.1%가 은행을 통하여 DLF(일종의 私募펀드) 형태로 판매되었다.

[표 7] 라임자산운용 펀드 금융사별 판매 TOP5 현황/2019년말기준 (단위 : 억원, 개)

구 분	합계		개인		법인	
	계좌 수	금액	계좌 수	금액	계좌 수	금액
	1,640	3,577	1,449	**2,531**	191	1,046
신한은행	478	2,769	394	**1,697**	84	1,072
신한금융투자	395	3,248	297	**1,202**	98	2,046
KEB하나은행	405	871	385	**798**	20	73
대신증권	388	1,076	362	**691**	26	385

: 금융감독원 보도자료(2020.02), 민주노동연구원 이슈페이퍼 '사모펀드 규제완화의 결과(2020)' 재인용

은행은 본연의 고유 업무 영역이 아님에도 고난도 · 고위험의 금융투자상품을 팔면서, 기초자산 시장이 안정적으로 움직였던 오랜 시간 동안 대규모의 수수료 수익을 얻을 수 있었다. 하지만 글로벌 경제의 불확실성이 커지면서, 2019년 해외 금리연계 DLS 사태 및 라임자산운용 환매중단 사태와 2021년 홍콩H지수 사태가 연이어 발생했고, 불완전판매 관련 배상 책임 위험 또한 증가하고 있어 최근에는 손실 위험이 높은 파생결합증권에 대한 판매 유인이 줄고 있는 상황이다.

[표 8] 은행 · 증권사 핵심 업무 및 목표 비교

구 분	은행	증권사
핵심 업무	여·수신 (예·적금 관리 및 대출)	증권 중개 및 자기 매매, IB
업무 목표	자금의 유동성(만기) 관리	가격변동 위험(risk)의 관리

기본적으로 증권사의 핵심 고유 업무는 다양한 금융상품의 가격변동 위험(risk)을 다루는 일이다. 증권 노동자는 현실의 업무 수행 과정에서 일상적으로 가격 변동 위험을 다루고 경험하기 때문에 이에 대한 체화된 지식과 경험을 보유하고 있다.

하지만 은행의 핵심 고유 업무는 여·수신으로 불특정 다수의 고객으로부터 예·적금을 모아, 다양한 경제주체들에게 대출이라는 형태로 자산을 운용한다. 이 과정에서 가장 중요한 것은 고객의 돈을 안전하게 관리하는 것으로, 자금운용의 핵심 목표는 안정적으로 유동성(만기)을 관리하는 것이다. 은행 직원이 금융투자상품을 취급할 수 있는 별도의 자격증을 취득한다 하더라도, 이들이 경험하는 일상 업무 자체가 가격변동의 위험들 다루는 것이 아니기 때문에 체화된 지식과 경험을 보유하기는 어렵다.

일반 금융소비자의 입장에서도 마찬가지다. 동일한 금융소비자라 할지라도 은행을 이용할 때의 최우선 고려사항은 자산의 안전한 관리이지만, 증권사를 이용할 때는 다소 위험이 수반되더라도 큰 수익을 생각하는 투자자로서의 입장이 된다.

한편 온라인 채널에서 ELS 상품을 판매하는 증권사와는 달리, 은행은 오프라인 판매비중이 매우 높다.[20] 온라인 채널에서는 고객이 직접 상품을 선택하고, 자동화된 시스템을 통해 판매절차가 진행되므로 위법 사항이 발생할 여지가 상대적으로 작다. 그러나 대면 채널에서는 직원이 고객에게 상품을 권유하거나 설명하는 과정에서 불완전판매 가능성이 비교적 높다. 수익구조가 복잡할수록 금융투자상품에 내재된 판매수수료가 높기 때문에, 현장에서 발생하는 불완전판매 사례의 경우, 판매자 스스로가 해당 금융상품이 지닌 위험을 제대로 인지하지 못했거나, 위험성을 알았더라도 소비자에게 제대로 설명하지 못했던 사례가 많았던 것으로 나타났다.

결국 일반 금융소비자에 대한 불완전판매로 발생하는 분쟁과 배상책임의 문제는 고위험 · 고난도의 금융투자상품의 주된 판매 창구가 은행이라는 점에서 발생한다고 할 수 있다.

2) 증권 : 과도한 발행으로 금융안정에 부정적 영향

판매수수료 획득이 주된 목표인 은행과 달리, 파생결합증권은 수신 기능이 없는 증권사의 입장에어 저비용의 자금 조달 수단이다. 증권사의 주된 업무 중 하나가 조달한 자금을 운용하여 조달 비용 대비 높은 수익을 창출하는 것으로, 증권사는 차입부채를 자기매매(dealer)나 투자은행(Underwriting) 업무에 활용한다. 차입부채 중 하나로 파생결합증원은 큰 비중을 차지하는데, 2016년에는 그 비중이 42%[21]에 달했다.

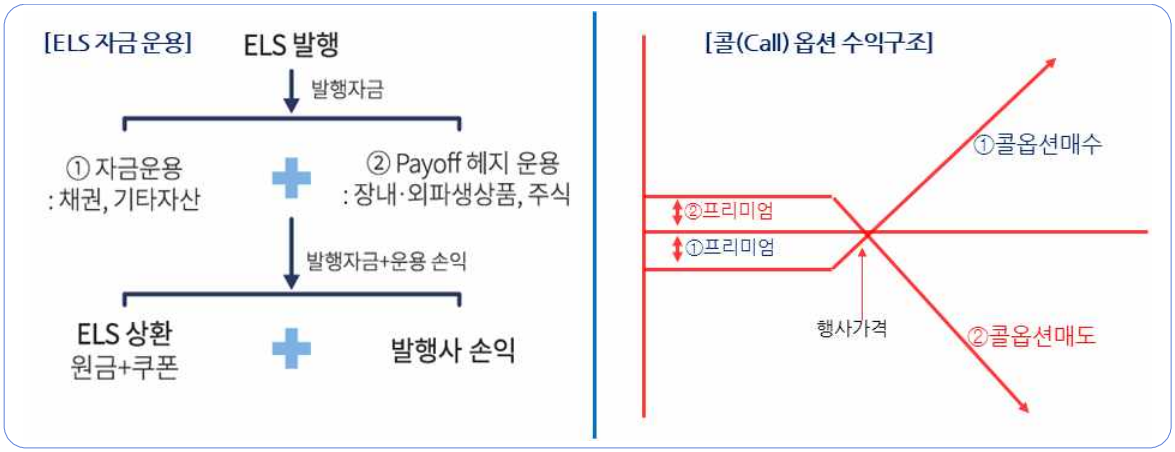
[그림3]을 통해 알 수 있듯이, 증권사가 파생결합증권을 발행하여 조달한 자금은 국내외 자본시장에서 채권과 장내 · 외 파생상품으로 운용되며, 파생상품 등의 거래를 위한 예치금으로도 활용된다, ELS 발행사로서 증권사는 조달 비용을 커버하기 위해 조달 자금의 상당량은 주로 채권을 매수하여 운용하게 되며, 나머지 자금은 발행된 ELS의 수익구조를 만들어 내기 위한 차원에서 기초자산이 존재하는 국가의 자본시장에서 파생상품(주로 옵션) 거래를 위한 비용으로 사용한다. 보통 발행 증권사는 ELS 투자자들에게 초과수익을 제공하기 위해, 해당 기초자산의 옵션을 매도하는 형태를 취하게 되는데, 옵션매도자의 경우에는 [그림3] '콜옵션 수익구조'에서와 같이 옵션매수자가 제공하는 '②프리미엄'을 수익으로 얻게 된다. 이 옵션

20) 금융감독원이 실시한 홍콩H지수 ELS 관련 조사에 따르면, 2023년 12월말 판매잔액을 기준으로 은행은 90.6%가 오프라인 채널에서 판매되었으며, 반대로 증권사는 87.3%가 온라인 채널에서 판매되었다고 한다.(2024. 3. 11)

21) 자본시장연구원 이슈보고서 24-17 '최근 ELS 시장환경 변화 및 증권업에 대한 영향'. 2024년 1분기 말 기준으로는 23% 수준이라고 한다.

매도로 벌어들이는 프리미엄 수익이 ELS 투자를 통해 얻을 수 있는 초과 수익의 원천이 된다. 하지만 ELS 기초자산 가격이 설계 당시의 예측에서 벗어날 경우 '②콜옵션매도' 그래프에서 같이 큰 손실을 보게 된다. 물론 ELS 투자자들 물론이고 판매자들조차 대개는 이 상품의 이면에 이러한 파생상품 거래가 필연적으로 수반된다는 사실을 알지 못한다. 이처럼 ELS가 예금금리를 넘어서는 초과수익을 제공할 가능성은, 위와 같은 위험을 무릅쓴 결과로서 발생하는 것이다.

[그림 3] ELS 발행자금의 운용 / 콜옵션의 수익구조



자료 : 금융감독원 보도자료(2024.04.19) 및 연구자 작성

파생결합증권 발행 증권사는 헤지 과정에서 국내 채권시장의 주요 수요자로서의 역할을 수행한다. 이 때 매입한 채권은 'RP(Repurchase Agreements, 환매조건부채권) 매도'에도 활용될 수 있기 때문에, 증권사 입장에서는 추가로 레버지리 효과를 얻을 수 있다. 2019년 12월말 기준 파생결합증권 운용 과정에서 국공채 이외에도 회사채나 금융채 등 채권시장에 공급된 자금 규모는 78.7조원에 달했다.

[표 9] 파생결합증권 채권 종류별 헤지자산 규모/19.12기준 (단위 : 조원)

구 분	국공채	금융채	일반사채	여전채	해외채권	합 계
ELS · ELB	9.5	10.8	13.9	11.3	3.2	48.7
DLS · DLB	11.8	3.6	4.8	4.4	5.4	30.0
계	21.3	14.4	18.7	15.7	8.6	78.7

- : 금융위원회 보도자료 '파생결합증권 건전화 방안(2020.07)'

파생결합증권 발행 과정에서 조달한 채권은 증권사가 보유하고 있는 다른 자산들에 비해

상대적으로 위험이 적은 자산으로서, 증권사 포트폴리오 전체의 위험을 완화하는 역할을 하였으며, 금융위기 이후 금리 하락기 동안[22]에 증권사의 자기매매(투자) 자산으로서 주요 수익원 역할을 하였다. 또한 상기 채권은 RP매도를 통한 자금조달이나 파생상품 거래 및 증권대차 거래의 담보로도 활용되었을 뿐만 아니라, 유동자산으로서 비유동성 자산 투자를 확대해 나가는 과정에서 유동성비율을 관리할 때 유용한 역할을 하였다.

파생결합증권은 증권사의 수익성에도 영향을 주었다. 증권사의 파생결합증권 영업수익은 발행(및 판매) 수수료와 전체 운용 손익으로 구성된다. 금융감독원 보도자료[23]에 따르면 2023년 중 증권회사의 파생결합증권 발행 및 운용 손익은 4,395억원으로 전년(△116억원) 대비 4,511억원 증가하는 등 그 규모가 상당한 것으로 알려졌다.

[표 10] **증권사 자산 대비 파생결합증권 비중 추이** (단위: 조원, % / 21개 증권사)

	2010	2012	2014	2016	2018	2019
(A)	22.4	51.6	84.2	101.3	111.7	108.4
총자산(B)	160.0	211.4	267.8	335.3	413.6	455.5
비중(A/B)	14.0	24.4	31.4	30.2	27.0	23.8

- 자료 : 금융위원회 '파생결합증권시장 건전화 방안' (2020.07)

증권사 입장에서 파생결합증권은 저비용의 자금조달 수단으로 중요한 역할을 수행하고 있지만, 증권사 총자산 및 자기자본 규모에 비해 상대적으로 큰 파생결합증권 비중은 금융시장 내 충격 발생 시 금융시스템 위험을 초래할 가능성을 높인다는 점에서 유의할 필요가 있다. [표10]에서 알 수 있듯이 2010년 총자산 대비 파생결합증권 비중은 14% 수준에 불과했지만, 2019년말 기준 23.8%에 달하는 등 파생결합증권에 대한 의존도가 크게 높아졌다는 사실은 시스템리스크 또한 크게 높아졌다는 점에서 경계할 만하다.

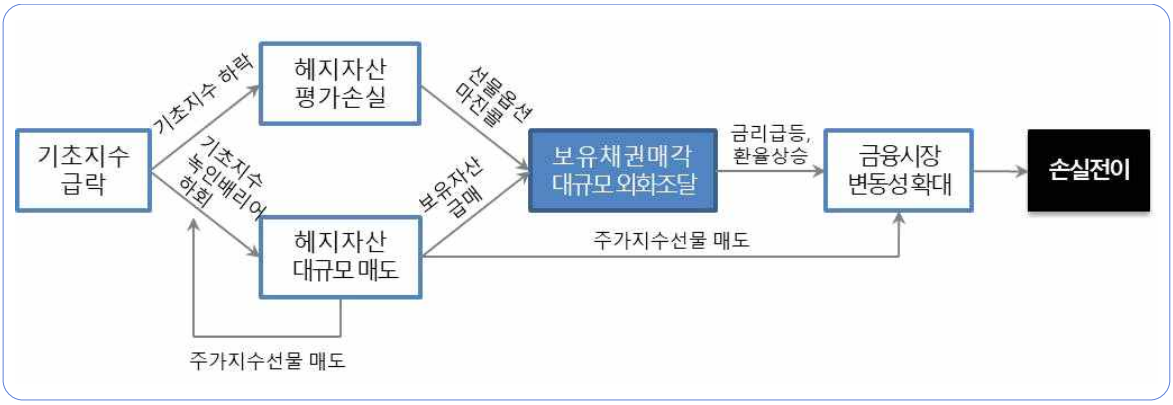
한국은행은 2020년 파생결합증권을 발행한 증권사가 가지는 헤지 운용 손실위험에 대해 분석하고, 이러한 위험이 금융 전반의 안정에 영향을 미치고 있는지를 실증 분석[24]한 결과, 파생결합증권(ELS) 발행잔액 변화가 전체 금융안정에 부정적 영향을 미치고 있음을 확인 한 바있다. 기초자산시장과 독립적인 파생결합증권의 급격한 성장은 국내 금융시장의 불균형을 야기했으며, 궁극적으로 금융안정에 부정적 영향을 미친다는 것이다.

파생결합증권의 발행량이 많을수록 시장 충격에 따른 헤지 운용 손실과 파생증거금 확대로 이어져 금융회사의 건전성과 유동성에 미치는 부정적 영향이 확대된다. 나아가 파생결합증권 헤지 운용에 필수적인 해외 파생상품거래는 글로벌 금융시장 충격을 국내 금융시장에

22) 3년 만기 국채금리 기준으로 2009년 말 4.41%에서 2020년 말 0.97%까지 하락하였다.
23) 금융감독원 보도자료 '2023년 중 증권회사 파생결합증권 발행 · 운용 현황', (2024.04.19)
24) '금융혁신이 금융안정에 미치는 영향 : 파생결합증권의 성장과 금융안정', 한국은행(2020)

확산시키는 주요 경로로도 작용하는 등 파생결합증권 발행 및 헤지 과정에서 금융시스템 전반의 변동성은 크게 확대된다.

[그림 4] **파생결합증권으로 인한 시스템리스크 확대 경로**



- 자료 : 금융위원회 '파생결합증권시장 건전화 방안' (2020.07)

파생결합증권의 기초자산 가격이 급격하게 하락할 경우, 헤지 자산으로 보유한 국내외 선물 및 옵션 포지션에서 대규모의 마진콜(margin call)[25]과 평가손이 발생하면서 발행사로서의 증권사 건전성과 유동성 위험이 커지는 동시에 금융시장 전반의 변동성도 확대되게 된다. 금융위원회에 따르면 2020년 3월 중 증권사가 ELS 자체 헤지 목적으로 해외거래소에 송금한 외화증거금은 약 10.1조원 수준에 달한다고 한다. 예·적금 등의 수신 기능이 없는 증권사는 마진콜 납부를 위해 단기금융시장에서 대규모로 원화를 조달하여 환전해야 하기 때문에 단기금융시장과 외환시장에 충격을 전이하게 된다. 한편 기초자산 가격이 손실을 보게 되는 분기점까지 하락할 경우, 보유하고 있는 자산을 대규모로 매도하게 됨에 따라 주식시장과 채권시장의 변동성도 확대된다.

3) 금융 소비자 : 고수익의 유혹에 빠져 노후빈곤 문제 직면

일반 개인들이 파생결합증권을 통하여 유일하게 얻은 긍정적 효과는 저금리 상황에서 예·적금 금리보다 높은 수익을 얻을 '가능성'에 불과하였다. 저금리가 지속되는 가운데 글로벌 자본시장이 전반적으로 안정적으로 움직임을 보였던 시기에는, 파생결합증권의 기초자산 또

25) 선물·옵션 등 파생상품 거래에서 계약 이행을 보증하고 채권을 담보하기 위해 예치하고 있는 증거금이 해당 선물·옵션 가격의 하락으로 일정 비율을 하회할 경우, 증거금을 당초 증거금 수준으로 회복시키도록 요구받는 것을 의미한다. 증거금 부족분을 급히 보전하라는 전화(call)를 받는다는 뜻에서 붙여진 이름이다. 투자자가 이 요구를 무시할 경우 거래소는 자동 반대매매(청산)를 통해 거래계약 관계를 종결시킨다.

한 예측 가능한 범위 내에서 안정적으로 움직였기 때문에 수익을 실현한 비중이 상대적으로 높은 편이었지만, 그럼에도 불구하고 해당 시기 손실이 발생한 ELS의 평균 손실률은 매우 높았다는 점에서 기대 수익에 비해 위험이 매우 크다는 것을 알 수 있다. 금융위원회 보도자료(2020.07)에 따르면 손실 발생 ELS의 평균 손실률(%)은 2016년(-49.3%), 2017년(-43.5%), 2018년(-15.6%), 2019년(-14%) 등으로 나타났다.

[표 11] **파생결합증권과 금융소비자**

구 분	주 요 내 용
측면	저금리 상황에서 예·적금 금리보다 높은 수익 창출 가능성 (가능성에 불과, 자본시장 안정적 시기에도 손실 발생 ELS의 평균 손실률 매우 높음)
부정적 측면	일반인(금융소비자)의 입장에서 경제적 필요와 요구가 부족한 투기성 상품 과거의 추세가 미래에도 계속될 것이라는 외삽편향에 기반한 상품 불완전 판매 등으로 위험을 제대로 인지하지 못한 상태에서 투자 가능성 손실이 발생하는 경우 손실 규모가 클 수밖에 없는 특성(꼬리 위험 존재) 조기상환에 실패할 경우 만기까지 자금 회수 불가(중도 환매 시 수수료 필요) 기초자산의 안정성과 발행사이 원금상환 능력은 서로 무관 세계경제의 불확실성 강화로 주요 기초 자산 가격의 변동성이 커지는 상황

파생결합증권 가진 가장 근본적 문제는 일반인의 입장에서 볼 때 그 어떠한 경제적 필요와 요구에 근거하여 만들어지지 못했다는 점이다. 파생결합증권 기초자산 상당수가 해외 자산(홍콩H지수 ESL, 독일 · 미국 금리 연계 DLS 등)이나 원자재 지수 등과 연계되어 있다는 점을 고려하면, 기본적으로 현재 소비자 경제적 포지션에서 헤지(Hedge)의 효용도 없는데다가, 소비자의 당면하고 있는 국내 경제 환경과도 무관하고 정보 접근성이 제한되어 있는 해외 자본시장의 가격변동에 연계되는 상품이기 때문에 투자라기보다는 투기에 근접한 상품이라 할 수 있다.

한편 파생결합증권은 기초자산의 과거 움직임이 미래에도 지속될 것이라고 믿는 외삽편향(extrapolation bias)에 근거한 상품으로, 글로벌 경제의 불확실성이 심화되면서 경제의 변동성이 커지고 있는 전환기 사회에 맞지 않은 상품이다. 나아가 판매자는 주로 조기 상환 가능성이 높다는 점을 파생결합증권의 장점이라고 홍보하지만, 이 역시 기초자산이 예상 밖의 움직임을 보여 조기 상환에 실패할 경우 환매수수료를 부담하지 않고서는 투자금을 회수할 수 없다는 점, 즉 유동성 부족 문제도 파생결합증권 단점 중의 하나다. 통상 조기 상환 수수료는 발행 6개월 이내에는 10%, 발행 6개월을 초과한 경우에는 5%로 상당히 높은 수준이다.

주요 판매자인 은행은 물론 소비자까지 고난도 파생결합증권의 손익구조를 제대로 이해하지 못한 상태에서 성공 사례와 기대수익률만 강조하다 보니, 위험에 대한 인식 부족 등 불

완전판매 가능성이 상존한다. 불완전판매는 손실 발생 시 다수의 금융소비자와의 분쟁 사태로 확산된다는 점도 유의해야 한다.

기초자산 시장의 근거지인 자본시장이 안정적으로 움직이는 기간에는 파생결합증권의 수익 실현 가능성은 상대적으로 높은 편이지만, 손실 발생 시 손실 정도가 매우 크다는 '꼬리위험'의 특성을 지닌 상품이라는 사실도 일반인에게는 부적절한 상품이라 할 수 있다. 기본적으로 파생결합증권이 제시하는 높은 수익률은 '옵션을 매도'하여 수취하는 옵션프리미엄으로서 국내 일반투자자가 해외 금융사에게 지수하락에 대한 보험을 제공하는 성격으로, 지수하락 시 그 충격을 국내 투자자가 온전히 부담하게 되는 고 위험 상품이다. 기초자산의 수가 많을수록, 제시되는 기대수익률이 높을수록 상응하여 위험의 크기 또한 더 커진다.

기초자산의 안정성과 발행사(증권사)의 원금 상환능력은 서로 무관하다는 것 또한 금융소비자가 명심해야 할 주요 사항이다. 파생결합증권은 특정 국가의 주가지수나 우량기업 주식 등을 기초자산으로 설정하는 경우가 많지만, 원금 상환능력은 오로지 발생사의 지급여력에 따라 결정된기 때문이다.

이럼에도 최근 시장변동성 확대로 파생결합증권의 쿠폰 수익률이 높아지면서, 리스크는 간과하고 고수익만 강조하는 불완전판매 우려가 점증하고 있는 상황이다.

4) 취약한 금융소비자 보호 제도[26)]

홍콩H지수 ELS, 금리연계 DLS 등 수익구조가 복잡하고 손실위험이 큰 금융상품들의 판매가 늘면서 불완전판매로 인한 금융소비자 피해도 늘어나고 있다. 수익구조가 복잡할수록 금융상품에 내재된 판매수수료가 높기 때문에 금융사는 단기 판매수익 제고를 위해 복잡한 금융상품을 판매할 유인이 크고, 이로 인해 일반 금융소비자의 손실이 증가할 개연성도 커진다. 실제로 파생결합증권의 위험을 제대로 인지하지 못하였거나, 설령 해당 금융상품의 위험성을 알았더라도 손실 위험을 감내하기 어려운 일반 금융소비자에게 복잡하고 위험한 금융상품을 판매하는 등 수많은 불완전판매 사례가 확인되었다.

하지만 금융사가 고난도 금융상품에 대한 설명의무를 소홀히 했거나, 적합성의 원칙을 위반한 것이 드러나도, 일반 금융소비자들은 그 피해 구제를 제대로 받지 못한다는 것이 현실적 문제다. 나아가 일반 금융소비자는 언론이나 금융당국으로부터 특정 금융회사가 불완전판매를 수행한 것으로 밝혀지기 전까지, 자신이 불완전판매 행위로 인한 피해자인지조차 알기 어렵고, 고난도 금융상품에 대한 위험을 정확히 알지 못하였음에도 금융사의 지능적 판매 행

26) 본 금융 소비자 보호제도 관련 부분은 자본시장 조사보고서 '해외 금융분쟁 해결제도의 특징 및 국내 시사점(2024.07)'에 근거하여 요약, 재정리하였음.

위로 인해, 자신도 모르게 설명의무와 적합성의 원칙을 이행한 것으로 간주되는 경우도 많았다. 금융사의 불완전판매 행위가 의심되더라도, 일반 금융소비자들은 피해 입증까지 오랜 시간이 걸리고, 상당한 법적 비용이 소요되는 점도 큰 문제다. 예를 들어 KIKO(Knock-In, Knock-Out) 사건의 경우, 2008년 11월에 124개 중소기업이 대형 시중은행에 대해 불완전판매 혐의로 민사소송을 제기하였지만, 일부 중소기업의 경우 2019년 12월에야 KIKO 불완전판매 등의 이유로 손실금액의 15~40%를 구제받는 등 손해배상까지 10년 이상 걸린 사례도 있다.

[표 13] **주요 금융분쟁 사례의 피해보상 비율**

판매연도	사 건	추정 손실액	금융사 귀책사유	보상비율
'07~08	KIKO	약 2~3조	설명의무 위반, 부당권유 등	15~41%
'05~07	파워인컴펀드	약 1,500억	적합성 & 설명의무 위반, 부당권유 등	20~50%
"12~13	동양CP	약 1.5조	적합성 & 설명의무 위반, 부당권유 등	20~30%
'08~14	KT ENS	약 800억	적합성 & 설명의무 위반, 부당권유 등	20~38%
'2019	금리연계DLS	약 8,000억	적합성 & 설명의무 위반, 부당권유, 내부통제 소홀	40~80%
'17~21	라임펀드	약 1.6조	적합성 & 설명의무 위반, 부당권유, 내부통제 소홀	50~70%

- : 자본시장 조사보고서 '해외 금융분쟁 해결제도의 특징 및 국내 시사점'(2024.07)

낮은 손해배상 비율도 큰 문제다. 금융사가 불완전판매 행위를 수행하거나 내부통제 소홀 등의 이유로 금융소비자가 상당한 피해를 입었음에도 금융 분쟁 해결제도를 통해 손해배상을 받는 비율은 높지 않았다. [표13]에서 볼 수 있듯이, 2019년 이전 금융 분쟁 사건들의 경우 금융사 임직원들이 적합성의 원칙 또는 설명의무를 위반하거나 부당권유를 수행하여 금융 분쟁조정이 신청된 경우가 많았는데, 과거에는 20~50% 사이에서 손해배상 비율이 결정되었다. 실제로 2008년 조정결정이 내려진 KIKO 사건의 경우, 금융소비자가 피해보상을 받은 비율은 손해액의 약 15~41%로 다수의 금융소비자는 손실 금액의 50% 이상을 돌려받지 못했다. 파워인컴펀드('08), 동양CP 사건('14), KT ENS 사건('18) 등의 경우에도 금융회사 임직원이 적합성의 원칙과 설명의무를 위반한 것에 대해 대체로 30%의 손해배상 비율을 책정했으며 부당권유에 대해서는 별도로 10% 내외의 손해배상 비율을 가산하였다.

이처럼 금융사의 불완전판매 행위가 명백하게 밝혀지더라도, 해당 금융상품을 가입하는 단계에서 금융소비자들은 상품가입서 등에 자필로 서명함으로써, 금융상품의 위험을 충분히 이해하고 고지했다는 내용의 의사표현을 수행하였다면 사법부는 금융소비자의 자기책임 원칙을 인정하여 50% 미만으로 손해배상 비율을 정하는 경우가 많았다. 이는 해외 불완전판매 구제 수준과 비교하면 높은 수준이라고 보기 어렵다.[27)]

27) 영국은 2000년대 중반 지급보증보험 불완전판매로 대략 500~600억원 파운드의 일반투자자 피해가 발생했으며, 해당기간동안 383억파운드의 보상액이 지급되는 등 60~70% 내외의 구제비율을 기록한 것으로 알려져 있다(http://www.fca.org.uk 참조). 2015년 7월 미국 FINRA는 BNP 파리바증권의 콜옵션 내재 파생상품의 불완전판매 사건에 대해 원금과 이자를 더하여 피해를

한편 금융감독원 금융분쟁조정기구의 실효성에 대한 우려도 존재한다. 우리나라 금융분쟁조정기구 중에서 가장 활발한 것이 금융감독원 금융분쟁조정기구로 알려져 있으나, 금융감독원 분쟁조정위원회에 회부된 건수와 실제 금융감독원 분쟁조정위원회가 개최된 건수는 많지 않다. [표12]에서 볼 수 있듯이 2021년 금융감독원에 접수된 분쟁 민원접수 건수는 30,495건으로 2016년 25,226건 대비 20.8% 증가했다. 문제는 분쟁 건수도 증가하고, 금융소비자 피해 규모도 커지고 있으나, 분쟁조정위원회에 회부된 건수 비중은 오히려 줄고 있다는 점이다. 2021년에는 분쟁조정위원회에 회부된 건수 비중이 전체 금융분쟁 건수의 0.1%에도 미치지 못했으며, 분쟁조정위원회의 조정 결정에 따른 분쟁조정위원회의 개최 건수는 2020년에 2번에 불과한 것으로 알려졌다

[표 12] **금융 분쟁민원 건수 및 분쟁조정위원회 회부 건수**

구 분	2016	2017	2018	2019	2020	2021
접수건수	25,226	25,205	28,118	29,633	32,130	30,495
분조위 회부건수	34	19	63	18	13	29

- : 금융감독원, 자본시장 조사보고서 '해외 금융분쟁 해결제도의 특징 및 국내 시사점'(2024.07) 재인용

게다가 분쟁조정위원회에는 편면적 구속력이 부여되어 있지 않아, 분쟁조정의 당사자 중 한 주체가 조정결정을 받아들이지 않으면 조정결정의 효력이 사라지는 문제 또한 상존한다. 실제로 2019년 KIKO 사건에 대해 분쟁조정위원회가 내린 조정결정에 대해 시중은행권 대부분이 조정안을 수락하지 않았고, 피해 중소기업 등에 대한 손해배상을 거부하였다.[28] 분쟁조정위원회의 조정결정은 강제성이 없고, 설령 민사소송으로 진행되더라도 민법상 손해배상 청구권의 소멸시효인 10년이 지난 사건에 대해서는 금융사가 손해배상을 할 의무가 없기 때문이다.

한편 우리나라는 조정 중심의 분쟁 해결제도를 채택하고 있어, 다양성이 부족한 것으로 평가되고 있다. 일반적으로 소비자와 생산자 사이에서 발생하는 분쟁에 대해 민사소송을 대신한 ADR(Alternative Dispute Resolution, 대안적 분쟁해결) 방법에는 화해, 알선, 중재, 조정 등이 있는데, 주요 국가들에서는 ADR 방법으로 화해, 알선, 중재, 조정 등 비교적 다양한 제도[29]를 운영하고 있다.

입은 소비자에게 100% 보상할 것을 명령했다.(https://www.laxneville.com/docs/structured.pdf 참조) 홍콩에서는 2002년부터 2008년까지 미니본드(mini-bond)라는 이름의 구조화채권이 소매로 판매되는 과정에서 불완전판매 개연성이 제기되었는데, 2009년 홍콩 정부는 불완전판매를 수행한 16개 은행들에게 일반투자자 피해 금액의 60% 이상(65세 이상 고령자는 70% 이상) 지급할 것을 명령하여 대부분 피해자들은 손실금액의 60~70%를 구제받을 수 있었다.(정윤모·이효섭(2015) 참조)

28) 한국경제신문(2020. 6. 5) 참조

29) 화해는 분쟁 당사자 간 합의하에 분쟁을 종료할 것을 약속하는 것이며, 알선은 분쟁 경험을 갖춘 중재인이 직접 개입하여 합의를 도와주는 것을 말한다. 중재는 금융분쟁을 재판이 아닌 중재인의 판정에 의해 결정하는 것을 뜻하며, 조정은 분쟁 당사자가 분쟁 관련 분야의 전문가인 조정인의 도움을 받아 상호 양해를 통하여 분쟁을 자율적으로 해결하는 제도다.

나아가 우리나라는 불완전판매 행위에 대해 집단소송제도를 활용하기 어렵기 때문에[30], 다수의 일반 금융소비자를 대상으로 불완전판매 행위가 발생한 경우에도 집단적 방식으로 분쟁조정을 신청하고 처리할 수 없다. 동양CP, 금리연계 DLS, 라임펀드, 옵티머스펀드 등의 불완전판매 사건의 경우 피해자가 수백명에서 수천명 이상이었지만, 금융민원 신청은 사실상 1:1로 접수되어 처리되었다.

4. 결론 : 시사점

자본시장의 승자는 항상 많은 돈과 많은 정보를 가진 기득권자였다는 사실은 잊지 말아야 한다. 이것이 일하는 노동자들이 '고수익의 유혹'을 경계해야 하는 이유다.

금융 자유화의 결과, 은행이 고난도 · 고위험의 파생결합증권 및 파생상품을 자유롭게 판매할 수 있게 되었지만, 국민경제적 측면에서 그 경제적 필요와 유인을 발견하기 어렵다. 기본적으로 파생상품의 주요 기능 중의 하나가 기보유 자산구조 상 노출된 위험관리를 위한 헤지(hedge) 수단이라는 점을 고려하면, 일반 대중들은 애초부터 해외 주가지수나 금리 등의 가격 변동에 연관된 위험을 보유하고 있지 않았기 때문이다. 결국 파생결합증권을 일반 개인들이 구매한 동기는 금융사들이 '고수익'을 미끼로 투기적 수요를 부추긴 결과라 할 수 있다. 파생결합증권 판매로 은행은 대규모의 수수료 수익을 창출했고, 증권사는 저비용의 자금조달 효과를 얻었지만, 일반 금융소비자로서의 노동자는 투자 원금 모두를 날리면서 노후 빈곤 문제에 직면하게 되었기 때문이다.

한국은행 실증 분석 결과에 따르면 파생결합증권 시장의 급격한 성장은 국내 금융시장의 불균형을 야기, 궁극적으로 금융안정에 부정적 영향을 미치는 것으로 나타났다. 결국 금융불안정성이 증가하는 동시에 수많은 금융분쟁 피해자가 양산되고 있는 작금의 현실은, IMF 외환위기 이후 지속하여 진행된 금융 자유화와 규제 완화의 산물이라 추정할 수 있다. 금융겸업화의 결과 은행은 고객의 예·적금을 안전하게 관리하고, 그 과정에서 신용 창출 기능을 수행한다는 본연의 역할 이외에도 부수 업무로 원금손실의 위험성을 지닌 금융투자상품을 자유롭게 취급하게 되었기 때문이다. 게다가 2009년 자본시장법 시행으로 금융상품의 규제 방식이 열거주의에서 포괄주의 규제로 바뀌면서 고위험 · 고난도의 다양한 금융투자상품들이 본인의 경제적 이해와는 아무런 연관이 없는 일반 노동자들에게 무분별하게 팔려나가게 되

30) 증권관련 집단소송법 제3조 제1항에 따르면, 증권관련집단소송은 자본시장법상 거짓기재 등에 따른 손해배상청구, 불공정거래행위에 따른 손해배상청구, 회계감사인의 손해배상책임 등에 관한 사항으로 한정하고 있어 금융소비자보호법상 불완전판매에 대해서는 증권관련집단소송을 활용하기 어렵다.

었기 때문이다.

IMF 외환위기 이후 지금까지 우리나라 금융시장은 자유화와 규제 완화라는 신자유주의적 금융질서에 편입되는 과정을 밟아 왔는데, 금융당국은 우리나라의 미래 핵심 산업의 하나로 금융업을 육성하겠다는 전략을 지속하여 추진해왔다. 이는 한마디로 금융시장 관련 법제도를 정비하여 미국 '월 스트리트'식 금융환경을 조성, 한국 금융의 글로벌 경쟁력을 강화하겠다는 것이었다. 하지만 자본시장 중심의 미국 금융시스템은 ①'규모의 경제와 정보의 비대칭성[31]'이 철저하게 작동하는 투자시장이라는 점에서, 기본적으로 우리가 가진 자본력과 정보력으로는 당초에 경쟁력을 가지기 어렵고 ②사회적 관점에서 빈익빈 부익부를 심화시키는 등 경제 공동체, 즉 공공성 측면에서 판단할 때도 바람직한 방향이 아님을 알 수 있다.

글로벌 금융위기 이후 전 세계적으로 금융규제가 강화되고 있다는 사실과 더불어 코로나 팬데믹 사태와 유럽과 중동에서의 동시 전쟁 등 세계경제의 불확실성이 과거 그 어느 때보다 커지고 있다는 상황을 고려하면, 금융소비자 보호 측면에서 금융투자상품 관련 규제를 다음과 같이 강화할 필요가 있다고 판단된다.

첫째, 원금 손실 위험이 있는 금융투자상품의 은행 판매를 원천 금지시켜야 한다. 2008년 KIKO 사태[32], 2005년 우리금융그룹 '파워인컴 펀드[33]' 사태, 2019년 해외 금리 연계 DLS 사태 그리고 2021년 홍콩H지수 연계 ELS 사태 모두 은행이 주도적으로 판매한 금융투자상품과 연관되어 있기 때문이다. 은행은 그간 고객 자산의 안전한 보호라는 역할로 국민적 신뢰를 얻고, 그 신뢰에 근거하여 존속하여 왔지만, 수수료 수익에 집착한 나머지 본연의 역할에도 맞지 않는 고난도 · 고위험 금융투자상품 판매함으로써 스스로가 고객의 신뢰를 저버리는 상황이 되었기 때문이다.

둘째, 금융투자상품의 설계부터 판매까지 감독당국의 엄격한 사전 관리체계를 구축할 필요가 있으며, 하방 위험이 일방적으로 열려있는 고난도 구조화 상품의 일반인 판매는 금지시켜

31) 기본적으로 투자 시장으로서의 자본시장은 보유한 돈의 규모가 클수록, 양질의 정보가 많고 정보 생산 능력이 높을수록 승리할 확률이 높은 시장이다.

32) 국내에서 문제가 된 KIKO는 대개가 환율 관련 콜옵션 2계약 매도에 풋옵션 1계약 매입의 형태를 취한 파생상품 계약이었다. 옵션 매도 포지션은 자산 운용 초기 단계에서는 프리미엄 수익을 얻지만, 환율이 설계 당시 예측 범주에서 벗어날 경우, 손실의 크기가 원금 이상으로 커질 수 있는 전형적인 파생상품으로 1개의 매도 포지션은 1개의 매수 포지션으로 헤지될 수 있었지만, 남은 1개의 매도 포지션에서 대규모 손실이 발생함으로써 수많은 중소기업을 파산지경에 이르게 했다. 당시 은행은 중소기업에게 환율변동 위험을 헤지하기 위한 상품이라고 설명했지만, 설계 단계부터 위험의 크기가 한정되지 않는 투기적 상품에 불과했다. 당시 은행의 행태는 사실상 투기적 상품을 강매한 기만과 사기행위에 불과했다.

33) 우리파워인컴펀드는 우리자산운용이 운용하고 우리투자증권, 우리은행, 경남은행 등이 지난 2005년 11월 판매한 펀드다. 당시 해당 금융사들은 대한민국 국가신용등급인 'A3' 등급 수준의 미국 금융회사의 장외 파생상품에 투자한다고 홍보했다. 하지만 결과는 기대와 달랐는데, 우리은행 등이 투자한 미국 금융회사들이 2008년 서브프라임 모기지 사태로 대규모 손실을 봤기 때문이다. 이로 인해 만기에 반환된 금액은 원금 대비 각각 3%와 9%에 불과했다. 2008년 11월 금감원 금융분쟁조정위원회는 '우리파워인컴펀드' 투자자 A씨가 신청한 분쟁조정사건에 대해 "우리은행은 손실 금액의 50%를 고객에게 배상하라"고 결정했는데, 한 법조인은 "안전한 은행 상품에 투자하려고 한 퇴직자, 노인 등을 상대로 정기예금보다도 안전한 상품으로서 매우 공격적으로 판매됐으며 전문가들조차 그 구조를 제대로 파악하지 못할 만큼 복잡한 상품에 집중 투자된 펀드"라며 "법원에서 배상액을 50% 미만으로 확정한 것은 우리 법원이 금융소비자 피해 보상에 그만큼 인색하다는 것을 드러내는 것"이라고 평했다.(월요신문, '끝나지 않은 우리은행 '우리파워인컴 펀드 사태', 2014.03.06.)

야 한다. 금융 자유화는 기본적으로 금융사들의 자율성에 근거한 규제체계이기 때문에 사전 규제보다는 사후규제 방식으로, 감독당국은 시장에서 심각한 사태가 발생한 이후에야 해당 상품에 대한 문제점을 인식할 뿐, 사고가 되풀이 되고 있지만 근본적 해법은 없는 상태기 때문이다. 상품의 구조적 측면에 대한 규제가 없을 경우, 일반 개인들에 대한 불완전판매 문제가 상존할 수밖에 없기 때문에, 고난도 구조화상품의 일반인 판매는 원천 금지시키고, 금융투자상품 설계 당시부터 경제적 필요에 근거하여 주요 판매대상 즉 수요자의 범주를 한정할 필요가 있다. 나아가 특정 기초상품에의 쏠림 방지 등 엄격한 사전 규제 및 지침을 구체화 하는 동시에 특정 상품에 대한 총량규제를 통하여 시스템 리스크를 방지할 필요가 있다.

셋째, 금융소비자 보호와 편익을 강화시키는 차원에서 금융사에 일방적으로 유리한 금융분쟁 해결제도를 전격 개선할 필요가 있다, 금융투자상품 관련 금융분쟁의 경우 집단조정 및 소송이 가능하도록 관련법을 개정하고, 분쟁조정위원회의 조정 결정에 편면적 구속력을 부여함으로서 금융사가 손해 배상 책임을 일방적으로 회피하는 사례를 막아야 한다. 한편 금융소비자에 대한 신속한 피해보상과 법적 비용 절감 차원에서, 조정제도 중심의 현행 분쟁해결제도를 화해 · 알선 · 중재 등으로 다양화시키는 가운데, 금융감독원 분쟁조정위원회의 독립성과 전문성 제고를 위한 노력도 병행할 필요가 있다.