

國際的 協力を 통한 國際投機펀드의 法的 規制 방안

A Study on Legal Regulation of International Speculative Funds Through International Association

김 하 룡*
Kim, Ha-Ryong

목 차

- I. 서론
- II. 國際投機펀드의 의의와 國際投資規範 현황
- III. 國際投機펀드의 부정적 행태와 LTCM 사건의 영향
- IV. 國際投機펀드에 대한 국제적 규제논의
- V. 國際機構를 통한 해결방안

국문초록

오늘날 세계화된 금융산업에서 가장 핵심적인 투자수단은 헤지펀드 및 사모주식펀드로 대표되는 각종 펀드이다. 이러한 펀드들은 위험을 회피하면서 수익을 최대화하는 데에만 초점을 맞추기 때문에 국제자본시장에 혼란을 야기하는 경우가 있었고 앞으로도 그러한 위험이 항상 존재한다. 아시아 외환위기나 LTCM 사건이 그러한 예인데 그것은 국제투기자본에 대한 위험관리 시스템의 부족 때문이었다. 이런 경험으로 인해 미국 중심의 다국적 국제투기자본들이 반대하는 가운데 점차 새로운 국제금융체제의 확립이 필요하다는 논의들이 대두되었고, 헤지펀드와 같은 투기자본에 대한 규제의 필요성을 진지하게 고민하게 되었다.

논문접수일 : 2010. 3. 30.

심사완료일 : 2010. 4. 30.

게재확정일 : 2010. 5. 4.

* 법학박사

일반적으로 단기투자자본은 사모성, 단기성, 단기수익 목적성, 우회성이라는 특성을 가지고 있다. 단기투자자본에는 헤지펀드와 사모주식펀드가 대표적이며, 헤지펀드는 공모가 아니라 사모방식에 의하여 한정된 숫자의 특정자격을 갖춘 투자자만을 대상으로 설립되어 그 운용에 대해 규제나 감독을 면제받는다. 이들은 고수익 달성을 위한 공격적인 투자 전략으로 많은 부정적 행태를 보여왔다. 사모펀드 역시 최근 급속도로 성장하면서 수익달성만을 위한 전략으로 인해 시장에 부정적인 영향을 미치고 있다.

기존의 국제투자규범이 자본의 자유로운 이동 등 투자자 보호에 관한 것일 뿐, 문제를 일으키고 있는 단기투자자본의 규제를 위해서는 작동하지 못하는 한계 속에서 세계각국은 규제론자와 반규제론자로 나뉘어 논란을 거듭하고 있을 뿐이다. 다만 최근의 국제단기투자자본의 급속한 유출입으로 인해 국제금융시장의 혼란이 가증됨에 따라 단일국가별로 채택하고 있는 규제만으로는 국경을 급격하게 넘나드는 막대한 단기투자자본을 관리하기란 용이하지 않음을 인식하고 국제적인 공조체제에 대한 필요성을 절실히 깨닫게 되었다는 점이 유의할만하다.

따라서 이와같은 국제투자펀드에 대한 국제법적 규제방안으로서, 국제기구 및 국제협의를 통해 단기투자자본에 대한 감시와 정보교류, 나아가 유사시에는 공동대처하는 것이 효과적인 방안이라고 할 수 있다. 이를 위한 제도적 장치가 지역적, 국제적으로 필요하며, 우리나라도 동아시아 금융협약체나 기타 국제기구적 규제에 적극적으로 참여해야 할 필요가 있다.

마지막으로 외국자본에 대한 규제는 건전한 외국자본의 유입을 저해하지 않는 방향으로 수립되어야 하며, 역기능을 수행하는 단기투자자본은 억제하여야 한다. 또한 단기투자자본 규제를 위한 노력은 시장원리주의를 손상시키지 않는 범위 내에서 이루어져야 하는 것 역시 중요하다.

주제어 : 헤지펀드, 사모주식펀드, 국제투자규범, 국제단기투자자본

1. 서론

오늘날 세계화된 국제금융산업에서 가장 핵심적인 투자수단은 헤지펀드(hedge fund) 및 사모주식펀드(Private Equity Fund, 이하 "PEF")로 대표되는 각종펀드들¹⁾이다. 이

1) 국제펀드에는 헤지펀드와 사모주식펀드가 있는데, 둘 다 私募方式으로 자금을 조달하므로 상대적으로 감독과 규제가 약하고 투명성이 낮다는 공통점을 가지고 있지만, 전자는 기업경영에 개입 없이 단기간

들은 파생금융상품을 이용해 위험을 회피하면서 수익을 최대화하는데 주력한다. 예를 들면, 헤지펀드의 가장 기본적인 투자원칙은 상대적으로 고평가된 자산에 賣渡포지션(short position)을 취하면서 저평가된 자산에는 買受포지션(long position)을 취하는 것이다.²⁾ 그러나 문제의 발생은 순수하게 경제적인 원인에 의해 생겨나는 것은 아니다. 금융위기가 발생하거나 사회·정치적인 원인 등 외적 변수에 의한 돌발적인 경제위기의 경우에는 투자자본의 흐름은 신속히 안전자산으로 도피하려고 하기 때문에 고평가된 안전자산의 가치는 더 오르고, 저평가된 위험자산의 가치는 더 떨어지는 특수한 경우가 발생한다. 이렇게 되면 국제투자자본의 금융포트폴리오는 급격한 혼란에 빠지게 되며 위험회피 고수익 투자수단인 헤지펀드는 이를 가속화시킨다. 1990년대 후반 아시아 외환위기와 미국의 헤지펀드 롱텀캐피털(Long Term Capital Management, 이하 "LTCM")이 파산한 것은 바로 국제투자자본의 급격한 혼란으로 인한 금융 포트폴리오 붕괴가 주요원인이었으며 파생상품 위험관리 딜레마의 대표적인 예가 되었다.³⁾

저금리 시대에 고수익을 원하는 투자자들이 몰려들면서 헤지펀드의 자산운용의 규모는 갈수록 불어나는 추세이다. 2008년 서브프라임 모기지(비우량 주택담보대출)에 투자한 투자은행 리먼브러더스가 파산하면서 글로벌 금융위기가 발생하자 헤지펀드에 대한 투자 및 자금 이동이 크게 위축된 바 있으나, 2010년 시장이 회복되면서 다시금 헤지펀드로의 자금유입도 늘어나 금융위기 이전 수준으로 돌아갈 것으로 보고 있다. 헤지펀드는 2007년 상반기 폭발적인 증가세를 보여 전 세계 헤지펀드의 규모는 1조 6000억 달러에 육박하였다가⁴⁾ 리만브러더스 사태 이후 2008년에는 1조 4000억 달러로 급감하였으나, 2010년 투자 활성화와 함께 다시금 예전 수준으로 돌아갈 것으로 예측된다.

투자수익 극대화를 위한 레버리지(leverage)⁵⁾ 투자를 주로 하는 헤지펀드는 성장률이 높은 중국, 인도 등 신흥국에서 높은 운용실적을 올려왔다. 그러한 상황에서 헤지펀드들이 마진 콜(margin call)⁶⁾을 당하면 대부분 디레버리지⁷⁾로 연결되는데 이 과정에

에 매매차익을 얻는 것을. 후자는 기업의 경영권을 인수하거나 이에 영향을 미쳐 기업가치를 높인 후 되팔아 이익을 얻는 것을 목적으로 한다는 데 차이가 있다. 전승철 외, "투기성 외국자본의 문제점과 정책과제", 『금융경제연구』 제213호, 한국은행 금융경제 연구원, 2005. 3. pp. 4~7 참조.

2) Stuart A. McCrary, *Hedge Fund Course* (Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2005), p. 3 참조

3) Robert A. Jaeger, *All About Hedge Funds: Legal and Regulatory Issues*, Chapter 12, The McGraw-Hill Companies, 2003, pp. 2~3 참조.

4) International Financial Services, Pertrac, KIEP, *Hedge Fund Research*, 2007, 5, p. 6 표참조.

5) 웹스터사전에 의하면, 레버리지는 '투기적 능력을 강화하기 위한 신용의 창조'(the use of credit to enhance one's speculative capacity)로 설명되어 있다. 일반적 정의로는 자본금에 대한 롱포지션과 숏포지션의 비율, 혹은 자본금에 대한 차입금의 비율이다. 자세한 내용은 박복영, "헤지펀드의 레버리지에 관한 분석", 서울사회경제연구소 월례토론회 발표논문, 2001, 5, pp. 4~5 참조.

서 신용경색(credit crunch) 현상이 발생할 경우 주가와 부동산 가격이 하락하면서 국제금융시장에 큰 충격을 미친다. 헤지펀드는 레버리지로 인한 위험이 높은 신흥시장에서 제일 먼저 이탈하게 되는데, 이에 따라 처음 헤지펀드 위기가 발생할 때 선진국 시장에서는 별다른 영향이 없다가도 신흥시장에서는 엄청난 파장을 몰고 오는 '나비효과'(butterfly effect)가 발생하는 것도 이런 이유에서다.

이처럼 1990년대 후반 세계금융시장의 혼란을 겪고 난 후, 국제투자에서 자본의 자유로운 이동이라는 신자유주의적 주장은 큰 타격을 받게 되었다. 오히려 그러한 혼란을 통하여 얻은 경험은 자본시장이 개방되면 더욱 심각한 경제적 어려움이 발생할 수 있다는 것이다. 즉 개방된 경제는 개방되지 않은 경우에 비해 각종 충격의 영향을 더욱 크게 받았던 것으로 나타났다. 더욱이 금융시스템이 충분히 성숙되지 않은 상태에서는 개방에 따른 부작용이 더 크게 나타났다.

이에 따라 미국 중심의 다국적 국제투자자본이 반대하는 가운데 점차 새로운 국제금융체제의 확립이 필요하다는 논의들이 대두되었고, 헤지펀드와 같은 소위 '핫머니'(hot money)라 불리는 단기적 투기자본에 대한 規制의 必要性을 진지하게 고민하게 되었다. 특히 국제금융시장의 위험성을 잘 보여준 1997년의 동아시아 금융위기, 선진국의 경우에는 1998년 LTCM사건 이후에 적어도 단기적인 국제금융자본에 대해서는 통제를 가하는 것이 현명한 정책이 될 수 있다는 점이 고려되기 시작했다.

II. 國際投機펀드의 의의와 國際投資規範 현황

1. 국제투기펀드의 개념

펀드란 여러 다수의 투자자들로부터 자금을 모아서 만든 대규모의 기금(fund)을 말한다. 투자와 관련된 펀드만으로 개념을 좀 더 좁혀보면, 펀드란 다수의 투자자들로부터 자금을 모아서 대규모의 공동기금을 형성하여 전문적인 운용기관(간접투자 운용회사)이 자산을 운용하고 그에 따른 성과를 투자자에게 분배하는 것을 말한다. 이때 간접투자는 자산운용회사가 운용하는 펀드에 투자자가 가입하는 것으로 펀드투자와 같

6) 마진 콜이란 펀드들이 수익률 하락으로 증거금에 일정 수준 이상 부족분이 발생했을 경우 이를 보전하라는 투자자들의 요구를 말한다. *Ibid.*, p. 7 참조.

7) 디레버지란 헤지펀드들이 자신의 고객으로부터 마진 콜이 있을 경우 증거금 부족분을 보전하기 위해 기존에 투자해 놓은 자산을 회수하는 행위를 말한다. *Ibid.*, p. 8 참조.

은 의미로 쓰인다.

이처럼 펀드에는 공모펀드와 사모펀드가 있는데, 공모펀드는 일반인을 대상으로 투자자를 모집하는 펀드를 말하며 '사적으로, 비밀리에' 모집한다는 뜻처럼 사모펀드가 되려면 실제 돈을 투자하는 투자자가 30인 이하여야 하고, 청약권유인을 포함한 투자자는 50인 미만이어야 하며, 공개적인 모집행위도 할 수 없다. 그러한 사모펀드에는 헤지펀드와 사모주식펀드(PEF)가 포함된다. 우리나라에서는 신설된 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」에 따라 '집합투자업'으로 분류되어 적용을 받고있다.⁸⁾

투자와 투기를 엄밀하게 구분할 수 있는 객관적인 기준은 사실상 없다. 우리가 어떤 외국인투자를 투기라고 규정할 때, 그것은 사후적인 개념이 아닐 수 없다. 어떠한 외국인자본도 처음부터 투기를 내세우고 유입되는 경우는 없기 때문이다. 또한 투자목표를 수정함으로써 투기와 투자가 불분명해질 수도 있다.

사모펀드가 모두 단기투기에만 전념한다고 볼 수는 없으나 논의의 중심이 되는 사모펀드의 특질은 '단기투기성'에 있다고 가정한다면, 일반적으로 '장기투자'(long-term investment)에 대비하여 '단기투기'(short-term speculation)에 집중하는 단기투기펀드는 다음과 같은 개념상 특징을 포함하는 것으로 볼 수 있을 것이다.

- i) 私募 : 앞서 설명한 대로 단기투기자본은 대부분 공모방식이 아니라 사모방식에 의하여 자금을 모집한 자본이라고 할 수 있다. 그러나 최근에는 뮤추얼펀드도 단기투기를 한다거나 헤지펀드나 사모펀드에 투자하는 등의 행태도 나타나고 있다.
- ii) 短期性 : 단기투기자본은 대개의 경우 5년미만, 경우에 따라서는 6개월 내지 1년의 초단기간 자금운용을 그 특징으로 한다.
- iii) 目的性 : 투자목적이나 성격에 따라 단기투기자본의 특징이 명확해질 수 있다. 대체적으로 단기투기자본은 '단기간의 수익극대화를 목적'으로 하는 자본이라고

8) 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제6조(금융투자업) [시행 2010.6.13][법률 제10063호, 2010.3.12. 일부개정]

④ 이 법에서 "집합투자업"이란 집합투자를 영업으로 하는 것을 말한다.

⑤ 제4항에서 "집합투자"란 2인 이상에게 투자권유를 하여 모은 금전 등 또는 「국가재정법」 제81조에 따른 여유자금을 투자자 또는 각 기금관리주체로부터 일상적인 운용지시를 받지 아니하면서 재산적 가치가 있는 투자대상자산을 취득·처분, 그 밖의 방법으로 운용하고 그 결과를 투자자 또는 각 기금관리주체에게 배분하여 귀속시키는 것을 말한다. 다만, 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우를 제외한다.

1. 대통령령으로 정하는 법률에 따라 사모(私募)의 방법으로 금전 등을 모아 운용·배분하는 것으로서 대통령령으로 정하는 투자자의 총수가 대통령령으로 정하는 수 이하인 경우
2. 「자산유동화에 관한 법률」 제3조의 자산유동화계획에 따라 금전 등을 모아 운용·배분하는 경우
3. 그 밖에 행위의 성격 및 투자자 보호의 필요성 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 경우

할 수 있으며, 이에 따라 기간이 많이 소요되는 직접투자보다는 포트폴리오투자를 목적으로 하는 자본이라고 볼 수 있다. 그러나 실제에 있어서는 혼합된 형태도 많으므로 직접투자인지, 포트폴리오투자인지 구분하기가 힘들다.

iv) 迂廻性 : 단기투기자본은 실체를 숨기기 위하여 자금의 직접 유입보다는 간접적 유입방식을 선호한다. 또 자본이득의 과세회피를 위해서도 페이퍼컴퍼니(paper company)를 통한 우회방식 투자를 선택하는 특징이 있다.

이때 단기투기자본인 헤지펀드와 사모주식펀드는 일반적인 펀드라고 할 수 있는 뮤추얼펀드(Mutual Fund)와 구분된다. 헤지펀드와 사모주식펀드는 사모펀드의 특성상 뮤추얼펀드에 비해 일반적으로 '제한된 파트너십'(limited partnership)⁹⁾을 갖는다. 이러한 양펀드가 갖는 파트너십은 넓은 투자수단의 자유를 갖는 대신에 마케팅(marketing)에 있어서 투자자의 제한을 갖고 있다는 것을 의미한다. 이에 비해 뮤추얼펀드는 광범위하게 투자자를 모집할 수 있는 마케팅 자유를 갖는 대신에 투자수단에 있어서 자유롭지 못하다고 할 수 있다.¹⁰⁾ 또한 헤지펀드와 사모주식펀드는 모두 私募(private offering) 방식으로 자금을 조달하므로 감독기관의 규제나 감독의 강도가 公募(public offering) 방식으로 자금을 조달하는 뮤추얼펀드 등에 비해 상대적으로 약하고, 투자내용이나 운용실적에 대한 정보의 미공개로 투명성이 매우 낮다는 공통점이 있다.

반면 헤지펀드와 사모주식펀드는 그 목적에 있어서 차이가 있는데, 헤지펀드의 경우 기업경영에 대한 개입 없이 단기간에 매매차익을 얻는 것을 목적으로 하는 반면, 사모주식펀드는 기업의 경영권을 인수하거나 이에 영향을 미쳐 기업가치를 높인 후 되팔아 이익을 얻는 것을 목적으로 한다는 점에서 다르다고 할 수 있다.

2. 헤지펀드와 私募주식펀드

일반적으로 월가와 국제금융시장 및 IMF에서는 헤지펀드를 다음과 같이 규정하고 있다. 즉 '소수의 투자자들(limited partnerships)로부터 자금을 모집하여 주식, 채권, 파생금융상품 등의 금융자산뿐만 아니라 원유, 철강 등 실물자산까지 포함하여 고수익, 고위험자산에 헤징기법을 이용하여 공격적으로 투자하는 자본으로서 配當은 운용한 투자실적에 따라 주어지는 펀드'를 헤지펀드라고 말한다.¹¹⁾ 이때 '소수의 투자자'는 엄

9) 여기에서 '제한된 파트너십'이란 'limited number of accredited investors'의 의미를 담고 있음.

10) Robert A. Jaeger, *supra* note 3, p. 39 참조.

11) 이영우, 『헤지펀드 運用實態와 國別 換投機 事例分析』, 대외경제정책연구원, 1998, pp. 21~22 참조 :

격하게 자격요건이 주어지는데 적어도 유동자산 100만 달러 이상, 최근 2년동안 20만 달러 이상의 매년 수익을 갖춘 자여야 한다. 또한 「Investment Company Act of 1940」 Section 3(c)(7)에 따라 100명까지 투자자를 받을 수 있으며 그들 각각은 '자격있는 투자자' (qualified purchaser) 임이 요구된다. 즉 개인투자자는 적어도 500만 달러의 투자자산을 보유하여야 하고 기관투자자는 2천5백만 달러의 투자자산을 가진 자여야 한다.¹²⁾

또한 헤지펀드는 투자활동에 있어서도 엄격한 규제가 가해지는데, 미국의 경우 증권거래위원회(Securities and Exchanges Commission : 이하 "SEC")의 규제에 따라 헤지펀드는 레버리지, 공매도(short selling) 그리고 분산투자(diversification)에 있어서 중요한 제한이 가해진다. 특히 부채(liabilities)는 롱포지션과 숏포지션 합계 300%를 초과할 수 없으며 그 합계는 순자산의 150%를 초과할 수 없다. 그리고 한 펀드가 하나의 주식 또는 기업에 그 자산의 과도한 투자를 하는 것을 금지하고 있다.¹³⁾

한편, 사모주식펀드(PEF)는 헤지펀드와는 달리 장내보다는 장외에서 주식을 매입하고 경영권에 관여하여 주식가치를 높인 후 매각하여 차익을 얻는 것을 주 목적으로 한다. 국내에서의 사모펀드는 1998년 도입되어 시장이 형성되고 투자자들의 관심도 고조되었으나 외환위기 이후의 구조조정 과정에서 정부가 주도하여 펀드를 조성함에 따라 민간 주도의 펀드조성은 활발하지 못하였다.

그러나 2008년부터 자본시장 활성화를 위하여 「간접투자자산운용업법」을 대체할 새로운 법 개정에 착수하여 펀드 등 모금 형태의 투자를 '집합투자'로 통합한 자본시장 통합법(자통법)을 입법하게 되었는데 이에 따라 금융투자업 발전을 위한 발판이라고 할 수 있는 법적 준비가 이루어졌다.¹⁴⁾

사모펀드에는 사모주식투자전문회사(위에서 설명한 PEF에 해당)와 사모방식으로 모집된 투자신탁, 투자회사, 기업구조조정증권투자회사, 기업인수증권투자회사(사모 M&A 펀드)가 있고 별도 근거법에 의한 사모펀드에는 기업구조조정전문회사, 기업구조조정투자회사, 창업투자회사 등이 있다.¹⁵⁾

이러한 사모펀드의 종류 중 하나인 PEF는 합자회사의 형태로 주로 기업인수합병, 기업지배, 임원선임 등 특수목적을 달성하기 위해 설립되고 운용되는 펀드이다. 또한

현대경제연구소, 「글로벌헤지펀드의 最近 推移 및 國內投資展望」, 1998. pp. 1~5 참조.

12) '소수의 투자자들'에 대한 자격 요건을 「Investment Company Act of 1940」에 엄격하게 규정하고 있다. Robert A. Jaeger, *supra* note 7, 'Chapter 12', pp. 183~184 참조. 이때 자격있는 투자자를 100명이 넘지 않게 모집하면 각종 규제를 받지 않는다.

13) *Ibid.*, p. 184 참조.

14) 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제1조(목적) 제6조(금융투자업) 참조.

15) 이우식, "사모펀드 현황과 시사점", 「CEO Focus」 제145호, 2004.11. pp. 1~2 참조.

PEF는 제한된 투자목적을 수행해야 하며 이에 따라 운용방식도 일반펀드와는 다른 계약을 받는다. 실제 PEF는 다른 회사 주식을 10%이상 보유, 투자대상 기업에 지배력 행사, 6개월 이내에 주식투자, 임원선임 등의 목적에 따라 운용방식이 결정된다.

금융시장의 효율성이 제고되기 위해서는 자원이 적재적소에 배분될 수 있도록 자본시장의 발달과 아울러 부실기업의 회생과 비효율적인 기업의 구조조정을 수행하는 구조조정시장의 발달도 필요하다. 구조조정시장은 금융시스템의 안정과 경제의 성장잠재력을 유지하는 데에 중요한 역할을 수행하는 시장으로서 경제의 필수적인 인프라라 할 수 있다.¹⁶⁾ 따라서 사모주식펀드는 구조조정시장의 성격상 고위험·고수익을 추구할 수 밖에 없고, 특히 기업인수자금을 상당부분 차입에 의존하기 때문에 투기성이 강한 자본인 것이다. 이것은 헤지펀드와 그 성격이 유사하다고 할 수 있다. 또한 사모주식펀드는 이러한 기능을 수행하는 과정에서 인수합병시장 활성화, 기업경영의 외부감시기능 강화, 주주중심의 경영 정착, 선진경영기법전수 등의 순기능 역할도 하나, 투자기간이 3~10년 정도로 비교적 단기이기 때문에 투자자금의 조기회수를 위한 무리한 구조조정 등으로 여러 가지 부작용을 발생시키기도 한다.

3. 국제투자규범의 현황과 문제점

1980년 이래 國制投資規範은 新自由主義적 금융세계화와 결합함으로써 순수한 금융거래인 포트폴리오 투자를 投資保護協定の 적용대상에 포함시키고, 그 동안 국제투자규범에 지배적으로 인정되었던 개도국에 대한 정치적 배려원칙이 점차 약화되면서 경제적 효율성에 입각하여 투자유치국의 의무와 투자국 또는 투자자의 권리를 강조하는 방향으로 전개되었다. 즉 해외직접투자를 능가하는 해외간접투자인 短期性 投機資本의 자유로운 이동을 강화하고 보장하는 장치로 작동하여 왔다. 따라서 기존 국제투자규범은 그 내용이 투자보호를 위한 것이었으며 현재 시급한 단기투자자본의 규제를 위한 규범이 아니라는 한계를 노정하고 있다.

OECD 투자규범은 OECD 회원국간에만 적용되는 복수국간 협약으로서 국제투자의 보호와 자유화를 위한 규범이 만들어져 이를 보다 보편적인 규범으로 확대시켜야 한다는 면에서 투자규범으로서 의의가 있을지 모르나 규제 측면의 포트폴리오투자를 위한 규범으로서는 적절하지 못한 면이 있다. 하지만 이러한 OECD 투자규범이 비록 단기투

16) 김형태, "Private Equity Fund의 활성화 방안 - 기업인수사모펀드(buyout Fund)를 중심으로-", "2004년 한국금융학회·예금보험공사 주최 동계금융심포지엄 발표자료", 한국증권연구원, 2004. 2. 24. p. 3 참조.

기자본에 대한 규범으로서의 한계가 있지만 소프트 로(soft law), 즉 연성법으로서 단기 투기자본의 규제분야에서 중요한 역할을 담당할 수 있을 것이다. 선진국과 개도국간의 참여한 의견대립으로 인하여 당사국 전반을 규율할 국제투자규범을 만들 수 없는 현실이라면 연성법이 부분적이거나 그 역할을 담당할 것을 기대하여야 할 것이기 때문이다.

양자간 투자협정(Bilateral Investment Treaty : 이하 "BIT")은 당사국간의 역학관계를 주로 반영하고 있어 일반적 투자규범이 되기는 어렵다. 그러나 이와 같이 한계를 노정하고 있는 BIT도 단기투기자본의 규범화에서는 투명성과 예측가능성을 높이기 위한 정부간 정보교류를 내용으로 하는 BIT의 체결이 무엇보다도 절실하다는 점에서 간과할 수 없는 부분이 있다.

또한 다자간 투자협정(Multilateral Agreement on Investment : 이하 "MAI")은 비록 실패하였지만 직접투자와 관련된 국제규범체제 확립에는 어느 정도 기여하였다고 볼 수 있다. 그러나 단기투기자본과 관련한 규범체제 확립에는 주요 선진국들과 개도국들 간의 견해 차이로 인하여 아무런 성과도 거두지 못하였다. 더욱이 단기투기자본과 관련하여 MAI의 성과는 거의 기대할 수 없는 것이 현실이다.

그동안 國際的인 投資規範化 논의에서 다루어지고 있는 것은 외국인직접투자(Foreign Direct Investment : 이하 "FDI")에 관한 것이 대부분이었으며, 그 외에 간접투자인 포트폴리오 투자에 대한 국제투자규범은 자본시장 개방문제로서 다루어졌을 뿐 이를 규제하기 위한 국제투자규범은 아직 미흡한 실정이다.

이상에서 보는 바와 같이 기존의 국제투자협정은 직접적으로 포트폴리오 투자를 규율하는 것은 아니었다고 할 수 있다. 따라서 사실상 포트폴리오 투자를 규율하는 국제투자협정이나 다자간 규범은 없다고 정의 내릴 수도 있을 것이다. 즉 앞서 설명한 기존의 국제투자규범들은 직접투자와 관련된 규범일 뿐 포트폴리오 투자와는 관련이 없는 것이다. 이처럼 간접투자규범으로서 국제투자규범이 사실상 존재하지 않는다는 것은 포트폴리오 투자의 규제를 위해 시급히 국제투자협정을 마련해야 함을 의미하고 있다.

Ⅲ. 國際投機펀드의 부정적 행태와 LTCM 사건의 영향

1. 단기투기펀드의 부정적 행태

1997년 외환위기 이후 기업 및 금융기관의 구조조정 과정에서 외국자본이 크게 유입되었고, 이러한 외국자본은 국내 기업 및 금융기관의 신용경색 해소와 신속한 구조조

정에 상당부분 기여하였다. 그러나 일부 투기성 외국자본의 경우 단기투자이익 극대화를 추구하는 과정에서 무리한 구조조정과 고율배당, 유상감자 등으로 국내기업의 장기 '成長性'을 약화시키고 적대적 M&A 위협을 통해 기업의 '經營安定性'을 저해하는 한편 위험회피 성향으로 금융부문의 '公共性' 및 산업자금 공급기능을 위축시키는 등 여러 가지 문제점을 발생시키고 있다.¹⁷⁾

그런데 외국자본에 대한 우리나라의 규제제도는 OECD 가입과 외환위기를 계기로 자본시장을 전면 개방하여 유럽은 물론 영·미 국가들보다도 완화되어 있다. 따라서 규제제도의 도입은 국내 금융 및 실물산업 발전에 유용한 건전한 외국자본의 유입을 저해하지 않는 범위 내에서 투기성 외국자본의 부정적인 행태를 억제하는 방향으로 대응방안을 강구할 필요성이 있다. 그러한 단기투자자본의 부정적 행태를 정리해보면, i) 투자대상 기업의 성장성 저해, ii) 국내기업의 경영 안정성 저해, iii) 금융기관의 공공성 및 산업자본 공급기능위축 등으로 요약할 수 있다.

2. LTCM 사건의 영향

당시 100조원에 달하는 세계 최대 자산을 보유한 헤지펀드 LTCM이 파산하게 된 것은 단기 투기자본에 대한 규제에 커다란 전환점을 제공하였다. LTCM은 비교적 최근인 1994년 미국에서 설립된 헤지펀드이다. 80년대 초반 미국의 투자회사 솔로몬 브라더스(Solomon Brothers)에서 채권 딜러로 이름을 날리던 메리웨더(Meriwether)는 부유한 투자자와 노벨 경제학상을 수상한 스탠포드 대학의 솔스(Myron Scholes), 하버드 대학의 머튼(Robert Merton) 교수와 연방준비제도이사회 부이사장 출신으로 그린스펀에 이어 2인자라 불리던 데이비드 물린스(David Mullins) 등과 함께 債券差益去來를 주로 하는 헤지펀드를 설립하였다.

LTCM사건의 경우, 노벨경제학상의 수상자들이 참여하여 초기에는 옵션의 정확한 가격 산출로 투자 리스크를 계산해 낼 수 있다는 '블랙-솔스 모델'(Black-Scholes model)을 통해 債券差益去來에서 시장가격 변동의 무한소(infinitesimal)¹⁸⁾의 순간까지 분석하고 예측해 냄으로써 막대한 투자수익을 실현하였으나, 공포에 휩싸인 투자자들의 투매현상이나 공포심리, 인간의 욕망은 예측하지 못했던 것이다. 그러나 LTCM 파산의 본질적인 이유는 결국 그들 자신의 탐욕과 100% 합리적이지 않은 불확실한 '인간적

17) 전승철 외. *supra* note 1, pp. 16~20 참조.

18) 無限小란 대수학 용어로 어떤 변수가 0에 수렴할 때, 그 변수는 무한소로 된다고 하여 무한소로 되는 변수를 간단히 無限小라고 한다.

요소'가 더하여진 파생상품(Financial Derivatives)에 대한 과도한 투자와 차입투기(leverage speculation)가 원인이었던 것으로 보인다. LTCM은 실제에 있어서는 장기간에 걸쳐 최종적으로 나타난 주식 변동성(equity volatility)에 투자하고 있는 것이 아니었다. 사실은 다른 투자자들이 옵션에 지불하는 가격으로 결정되는 매일의 변동성에 투자하고 있었다. 즉 덜 합리적이라고 생각되는 다른 투자자들이 가격을 더 높이지는 않으리라는 데 투자하는 것이었다. 그들의 신조와는 달리 이것은 말 그대로 '투기'였다. 그들은 단기간의 변동을 운수에 스스로 내맡김으로써, 자신들의 정확한 수학적 모델이 가지는 장점을 버린 것이다.¹⁹⁾

이 당시 미국이나 IMF 등 國際金融機構들의 헤지펀드에 대한 시각은 1992년의 영국의 외환위기, 1994년 멕시코의 외환위기에도 불구하고 그 폐해에 대해 간과하고 있었는데, 특히 헤지펀드의 투기적인 공격이 태국, 말레이시아 등 특정 국가의 通貨安定性은 물론 傳染效果를 통해 아시아 지역 전체의 통화안정성에 위협을 주었다는 비난에도 불구하고 미국이나 IMF 등 국제금융기구들은 고집스러운 정도로 일관성 있게 통화의 안정성이란 당해 국가의 기초경제문제 때문이지 헤지펀드 때문은 아니라고 주장하면서 헤지펀드에 대한 규제에 극히 소극적이었다.

그러나 러시아에서 외환위기가 발생하고 이의 영향으로 미국 월스트리트에서 드림팀(Dream Team)으로 불리던 LTCM이 파산위기에 이르러 그 여파가 미국의 채권시장에도 미치게 되자 헤지펀드의 실태파악과 규제에 대한 요구가 특히 미국 자체에서는 물론 전세계에서 크게 대두되었으며, 1998년 10월에 개최된 IMF 총회의 주요 의제로까지 상정되게 되었다. 즉 LTCM사건은 헤지펀드에 대한 시각의 변화를 일으키게 된 중요한 계기가 되었던 것이다.²⁰⁾

N. 國際投機펀드에 대한 국제적 규제논의

1. 국제투기펀드 규제논의의 의의와 현황

최근의 短期投機펀드에 대한 規制論議는 아시아, 러시아, 중남미 등이 경제·금융위기에 직면하게 된 것이 해당국의 經濟 및 금융시스템상의 취약성에도 원인이 있으나

19) 이승욱 譯. 『天才들의 失敗』, 동방미디어, 2001, p. 193 참조.

20) Diya Gullapalli and Henny Sender. "Judge's Ruling In LTMC Case May Resonate". Wall Street Journal, New York(Eastern edition), Aug 30, 2004, pp. C.1~C.4.

헤지펀드 등 단기간에 고수익을 달성하려는 투기세력들의 급격한 자본유출입도 무시할 수 없다는 인식에서 비롯되고 있다. 이러한 인식론은 당사자인 신흥개도국들은 물론 대형 헤지펀드들의 투자손실 여파에 따른 신용경색으로 인해 실물경제가 위축될 것으로 우려하고 있는 미국과 유럽 등에서도 어느 정도 공감대가 형성되고 있다.²¹⁾

미의회 일부에서는 대형 헤지펀드인 LTCM사의 경영위기를 계기로 금융기간의 대출을 감시하는 間接規制뿐만 아니라 헤지펀드에 대해 情報公示 및 運營制限을 부과하는 直接規制論도 조심스럽게 대두되고 있다. 그러나 美연방준비이사회는 직접 규제보다는 자금을 공급하는 금융기관들을 통한 '간접적규제'에 그쳐야 한다는 입장이다. 1999년 루빈 재무장관도 헤지펀드에 대한 금융기관의 대출정보를 公示하여 透明性を 확보하는 것이 신규규제의 도입보다는 바람직하다고 견해를 밝힌 바 있다.²²⁾

LTCM사건 이후 1999년 4월, 미국 4개기관(재무부, 연방준비제도이사회, 증권거래위원회, 상품선물거래위원회)에 의해 공동연구된 보고서는 LTCM사 파산위기를 계기로 '과도한 借入'(excessive leverage)을 억제하기 위한 일련의 조치를 제안하고 있다. 즉 헤지펀드에 대한 의미있는 정보를 더 자주 공시하고, 또한 금융기관은 헤지펀드를 포함한 여신제공에 관한 정보를 별도로 공시해야 하고, 去來相對方 危險管理(counterparty risk management) 시스템을 제고해야 함을 촉구하였다. 규제당국자는 규제를 받고 있는 기관의 위험관리시스템의 개선을 장려하고, 위험을 보다 적절하게 반영하는 자본규제조치의 개선, 보다 포괄적인 건전성 감독차원에서 브로커 등 그동안 규제를 받지 않았던 기관에 대한 감시가 필요함을 제시했다. 의회는 Presidents Working Group에 의해 제시된 금융계약 상계제도(financial contract netting)²³⁾ 안전을 입법화해야 하고, 규제당국자는 域外金融센터(offshore financial centers)로 하여금 국제적 기준을 수용할 수 있도록 하는 더 강력한 유인책을 고려해야 함을 권고했다.

미국증권업협회(Securities Industry Association : SIA)는 2002년 4월 24일부터 「USA Patriot Act of 2001」²⁴⁾에서 규정하고 있는 資金洗濯防止 프로그램을 채택하면서 증권

21) 韓國金融研究院, 「國際金融動向과 構造變化」, 1998. 12. pp. 349~354 참조.

22) R T L Moonen, "The LTCM crisis and its Consequences for banks and banking supervision", 『Financial Market Trends』, Paris, jun 1999, p. 76 'Crisis management' 참조.

23) 금융기관이 거래기관의 支給不能時 채권채무를 定期相計하고 去來를 終結하면 일정범위내로 손실을 제한할 수 있으며 특정 금융기관의 도산이 전체금융시장의 위기로 확산되는 것을 방지할 수 있다.

24) 「USA Patriot Act」는 2001년 9월 11일 세계무역센터에 대한 테러이후 의회에 의해서 채택된 강력한 반 테러리즘 법률로서, 모든 금융기관들이 자금세탁방지프로그램을 수립할 것을 요구하고 있다. 또한 자금세탁으로부터 증권회사들을 보호해야 하는 종업원들의 책임을 강조함과 동시에 자금세탁행위와 계속적으로 관련이 있는 民·刑事上的 처벌 관련 法律과의 협력도 규정하고 있다. Stuart A. McCrary, *supra* note 5, p.132 참조.

회사들을 비롯한 금융기관들에게 이를 적용하기로 하였다. 이러한 프로그램은 자금세탁을 감시할 뿐만 아니라 「Bank Secrecy Act」, SEC, SRO(Self Regulatory Organizations), FATF(Financial Action Task Force), U.S. Department of the Treasury 등에서 마련한 규정에 부합하는 자금세탁방지 시스템을 금융기관들이 구축하여야 하며, 또한 비정상적인 거래 혹은 혐의가 짙은 계좌에 대한 감시를 강화해야 하고 자금세탁방지 절차에 대한 정기적인 검토 및 평가를 한 뒤 필요에 따라 보완시켜야 하는 것을 내용으로 한다. 외국계 회사의 경우 물리적인 실체가 없는 외국계 은행(foreign shell bank)과 관련된 계좌를 개설하여 유지 관리할 수 없으며, 대리계좌(correspondent accounts)를 통해 간접적으로 이러한 외국계은행들에게 은행서비스가 제공되지 않도록 합리적인 절차를 밟아야 한다. 개인투자회사 또는 개인지주회사의 경우 실질 소유자에 대한 정보를 충분히 알아내야 하고, 域外法人의 위치 및 實質所有者的 國籍에 대한 실사가 철저히 진행되어야 한다. 또한 域外信託의 경우 실질소유자의 신원을 파악해야 하고, 규제감독이 부족한 지역에 설립된 신탁에 대해서는 추가적인 실사가 요구된다. 금융기관이 헤지펀드 관련 투자를 하는 경우 이들이 재무적 측면에서 고도의 지식을 갖추고 대규모 거래를 하는 측면을 고려하여 일반 고객들과는 다르게 별도로 위험을 관리하기로 요구하고 있다.²⁵⁾

LTCM 사건 이후 바젤 은행감독위원회는 1999년 1월 28일 은행들을 통해 헤지펀드를 포함한 過多借入機關에 대한 대출을 평가, 측정, 관리하는 間接規制方式을 제안하였다. 바젤 위원회는 거래상대방 위험관리(counterparty risk management)를 강조하는 지침을 발표하였다.²⁶⁾ 또한 과다차입기관과 거래하는 기관의 자본안정성, 대출관행 위험에 더 민감하게 대처할 수 있도록 만드는 방안으로서, 과다 차입기관에 대한 대출에 대해 자본수수료(capital charges) 부과, 증거금(margin) 및 담보(collateral) 확대 등을 제안하였다. 해외에 거점을 두고 운영되는 헤지펀드에 대해 '直接規制'는 의미가 없으며 '間接規制'가 현실적이라고 주장하고, 따라서 은행과 증권, 보험회사들의 대출조건을 강화해 간접적으로 헤지펀드를 통제한다는 것이다. 이처럼 헤지펀드에 자금을 빌려준 은행들의 건전도에 대한 관심이 증가하였고, 헤지펀드 총 포지션 노출에 대한 定期的인 公示는 투명성 제고와 잠재적 손실에 대한 사전평가를 강화시키는 방향으로 감시강화를 제안하였던 것이다. 결국 LTCM 위기는 은행으로 하여금 헤지펀드와 거래하는 것과 관련된 특별위험이 있을 수 있다는 것을 인식하도록 하였다.

한편 미국 연방준비제도이사회(Federal Reserve Board : 이하 "FRB")는 대형은행들

25) *Ibid.*, pp. 131~132 참조.

26) R T L Moonen, *supra* note 20, pp. 97~108 참조.

이 금융시스템 전체에 가하는 위협에 대응하기 위해 경영정보에 대한 온라인 접근권을 포함, 지속적인 감독과 은행의 신용리스크 관리를 강화할 것을 촉구하였다.²⁷⁾ 미국 증권거래위원회(SEC)는 최근 헤지펀드들의 경영실적을 인터넷을 통해 실시간 공개토록 해 투명성을 강화시켰다. 과거에는 분기별로 발표하였던 것 대신 공시요건 제한선을 주주 5백명으로 늘림으로써 헤지펀드의 공시의무를 강화한 것이다.²⁸⁾ 특히, 1999년 4월 미국의 '금융시장에 대한 대통령 보고서'에서는 헤지펀드 규제에 대한 정보를 더 자주 공시할 것과 과다차입기관에 대한 중요한 金融危險에 관한 부가적인 정보를 공시하고, 금융기관의 입장에서 거래상대방 危險管理基準을 제고하며, 규제자들은 규제받지 않은 증권회사나 선물회사에 대한 위험평가 기준을 강화할 것을 포함하고 있다.²⁹⁾ LTCM 사태 이후 '과다차입기관'(Highly Leveraged Institutions : 이하 "HLIs")에 대한 규제강화의 필요성을 인식하고 있으나 직접적 규제에는 반대하고 있어 HLIs와 거래하는 금융기관에 대한 건전성 규제를 강화하는 간접적 규제가 추진될 전망이다.³⁰⁾

영국의 경우, 1999년 6월 19일 영국중앙은행은 LTCM의 파산으로 인한 영향에서 완전히 벗어나면서 개시증거금조차 일부 면제하는 등 은행의 헤지펀드에 대한 여신기준이 완화하는 경향이 있음을 경고하였다. 또한 주로 담보부대출이나 담보계약이 대체로 헤지펀드에 유리하게 되어있어 영국중앙은행은 은행감독당국에 對헤지펀드 여신집행과정 및 사후 관리에 대한 검사를 강화하도록 촉구하였다.³¹⁾

일본의 경우, 집권자민당의 금융문제 조사위원회는 헤지펀드에 대한 경영정보를 공개하도록 의무화하고, 헤지펀드에 융자해 주는 금융기관에 대한 감독을 강화하는 방안 등을 검토해 나갈 계획이라고 밝혔다.(1998. 10. 19) 이에 따라 일본 정부연구팀은 헤지펀드 규제방안 보고서를 발표(1999. 7. 13)하였는데, 내용은 다음과 같다. 헤지펀드의 규제는 금융시장안정, 시장질서유지, 투자자보호가 주목적이고, 헤지펀드의 규제문제는 선진국의 공통된 관심사이며 규제가 성공적으로 이루어지면 신흥시장의 위협도 대폭 감소될 것이고, 헤지펀드의 규제로 국제금융시스템 안정에 큰 도움이 될 것이며 이의 실행에는 국제적인 협조가 필요하다는 것이다.³²⁾

27) *Ibid.*, p. 97 참조.

28) Stuart A. McCrary, *supra* note 2, pp. 127~129. 이에 대한 자세한 내용은 Chapter 8. Hedge Fund Legislation and Regulation 참조.

29) *Ibid.*, pp. 127~128 참조.

30) *Ibid.*, pp. 128~129 참조.

31) Deborah Brewster and Elizabeth Rigby, "Too much money chasing too few real stars : ET SERIES : Fears are growing that Europe's hedge fund industry is overheating and that regulators there and in the US are going to start getting tough. Elizabeth Rigby concludes our series [LONDON 1ST EDITION]". 『Financial times』, London(UK), Jul 23, 2004, p.12 참조.

2. 국제적 규제가 주는 시사점

선진 주요국의 간접적 규제방식 대응방안에 비해 직접 피해당사자라고 할 수 있는 아시아 각국은 헤지펀드 규제에 대해 보다 적극적인 자세를 보여주었다. 즉 아시아태평양 경제협력회의에서는 정상선언을 통해 한층 구체적인 대응방안이 제시되었다.³³⁾ 우선 투자은행 및 헤지펀드 등 국제적인 자금흐름과 관련된 민간 금융기관들에 대한 정보공시기준을 검토하기 위해 국제금융시스템상 중요한 회원국 등을 포함하는 관리기구를 설립하기로 하였다. 한편 國際決濟銀行(Bank for International Settlements : "BIS") 총재는 일본에서 가진 기자회견에서 선진 7개국과 함께 검토하고 있는 단기자본이동의 투명성 확보를 위해 각국의 자본수지 및 외환준비고 등과 같은 공적정보뿐만 아니라 헤지펀드를 비롯한 민간정보의 공개도 함께 추진하는 방안을 검토하고 있다고 밝혔다. 선진 7개국 재무장관 및 중앙은행총재는 1999년 10월말 긴급성명에서 국제결제은행내에 국제적인 자본이동과 관련된 민간의 정보공시기준을 검토할 '委員會'를 설치하기로 합의한 바 있다.³⁴⁾

APEC에서 회원국들은 단기자본의 급격한 유출입이 일정국가를 금융·경제위기로 빠뜨리고 나아가 국제금융시장의 불안정성을 초래할 우려가 있다는데 공감을 표명하였으나, 대표적인 단기자본인 헤지펀드에 대한 규제방안 등에 있어서는 미국과 아시아 사이의 의견 차이 뿐만 아니라 아시아 내부에서도 다소 의견차를 보였다.³⁵⁾ 아시아국가 중 말레이시아는 단기자본에 대한 가장 강력한 규제를 주장하였다. 마하티르 총리는 자국이 1998년 9월부터 채택하고 있는 링깃화의 미달러화에 대한 固定換率制 및 資本去來規制의 정당성을 주장하고, 강한 규제론을 역설하였으며 일본강연에서도 자산의 수십배에 달하는 레버리지를 활용한 헤지펀드의 거래를 중지시켜야 한다고 발언한 바 있다.

반면 한국과 태국은 단기자본에 대한 감시와 규제는 가능한 최소한에 그쳐야 한다는 입장이다. 즉 국경간 자본이동을 직접 차단하기보다는 자본이동에 대한 透明性 및 健全性을 통해 監督裝置를 강화하는 것이 보다 바람직하다고 주장한다. 태국의 추안 총리는 말레이시아의 고정환율제도 도입에 대해 그것이 성공하면 아시아지역에 긍정적인 영향을 미치겠지만 실패하면 인접국에 악영향을 미칠 것이라는 우려를 표명한 바 있다.³⁶⁾

32) 韓國金融監督院, 『國際金融情報』, 1999.7.13. pp. 16~24 참조.

33) 『한국일보』, "[APEC 정상회의] 뉴라운드 · 헤지펀드 놓고 격론예상", 2000. 11. 14. A5면 참조.

34) 『한국경제신문』, "[APEC 서울포럼] 헤지펀드 강력규제 의미", 2000. 4. 1. A7면 참조.

35) Eirmalasare Bani, "Apec can play role in ending crisis : Croation minister", 『Business Times』, Kuala Lumpur, Nov25, 1999. pp. 3~7 참조.

36) 『聯合뉴스』, "태국총리, 바트화 하락 시장 불개입 시사", 200. 9. 21. 기사참조.

또한 일본은 규제를 요구하는 아시아의 입장을 이해함에 따라 구체적인 검토항목으로서 헤지펀드에 대한 감독체제, 단기자본거래에 대한 통제정비, 은행의 헤지펀드에 대한 사용자규제, 일정 조건 설정을 통한 헤지펀드의 모집행위 규제 등을 제시하였다.

결국, 단기투기자본이동을 규제해야 한다는 입장의 논리적 근거는, 투기성 단기자본은 자본도입국에 기술이전 및 신규사업 등의 경제활동을 유발하는 자본이 아닐 뿐 아니라 급속한 자본의 유출입이 실물경제에 악영향을 미친다는 주장이다. 반면 반규제론의 논리적 근거는 자본자유화가 기업들의 財務構造를 改善시키는 동시에 자본의 효율적 사용을 제고시키며, 개도국의 경우 성장에 필요한 투자재원을 용이하게 조달할 수 있다는 것이다. 또한 資本統制策의 마련은 한 국가의 정책비용만 증가시킬 뿐만 아니라 실효성이 의문시된다는 것이 반규제론 주장의 요체인 것이다.

이상에서 시사하는 바는 최근 국제단기투기자본의 급속한 유출입으로 인해 국제 금융시장의 혼란이 가중되고 있으며, 단기자본의 투기적 공격은 금융시장 뿐만 아니라 실물경제에도 악영향을 미치고 있다는 것이다. 국가 및 지역별로 채택하고 있는 규제 만으로는 국경을 급격하게 넘나드는 막대한 단기투기자본을 관리하기란 용이하지 않기 때문에 國際的인 共助體制가 불가피하다는 점이다.

그러나 투기성 단기자본이 실물경제에 미칠 악영향을 차단하기 위해 자본이동에 대한 규제를 강화할 경우 資源의 效率的 配分이라는 市場原理主義를 손상할 우려가 있다. 따라서 시장원리주의를 원칙적으로 손상시키지 않는 범위 내에서 투기적인 단기자금의 금융시장 왜곡현상을 최대한 방지할 수 있는 방향으로 대책을 강구하는 것이 바람직하다.

V. 國際機構를 통한 해결방안

1. 국제적 금융협약체제를 통한 규제방안 도입

「OECD 자본이동자유화규약」 Part I Article 3(3)에 의하면 어떤 회원국이 核心的 安保上의 利益을 위해 필요하다고 판단되는 조치를 취하는 것을 허용하고 있다. 또 GATT가 비록 투자가 아닌 상품교역에 관한 것을 그 대상으로 하고 있긴 하나 제21조 '安全保障을 위한 例外' 조항을 투자에 유추해 적용해 볼 여지도 있다. 즉 민간의 자유로운 투자 및 교역도 국가가 존재하고 난 이후의 일임을 고려할 때, 國家安保를 최우선적으로 고려하여 투기자본을 규제하여야 한다는 주장은 설사 그러한 내용을 담은 명문

의 국제협정상의 근거가 없다 하더라도 국제 관습법상 주권국가의 고유한 권리라는 점은 충분히 인정될 수 있으므로 설득력이 있는 것이라 하지 않을 수 없다.³⁷⁾

우선 동아시아 금융위기를 계기로 동아시아 地域內 金融協助 方案이 논의되고 있는데 한국이 이에 적극 가담하는 것이 필요하다. 1997년 9월 19일 태국 방콕에서 개최된 아셈(Asia-Europe Meeting: "ASEM") 재무장관회의에서 동아시아 외환위기와 유사한 사태의 재발방지를 위해 아시아 역내국가간 통화협력을 보다 체계화 할 수 있도록 아시아통화기금(Asian Monetary Fund: 이하 "AMF")의 설립을 추진하는 의견이 일본과 동남아 국가를 중심으로 제기된 바 있었다. 이 AMF는 공동으로 기금을 조성하여 위기상황이 닥치는 경우 달러를 서로 빌려 쓰자는 구상이다. 그러나 일본이 제안한 이 AMF구상은 미국과 IMF측이 아시아 역내에서의 독자적인 펀드설립이 IMF를 중심으로 한 기존 국제금융체제를 약화시킬 수 있다는 점에서 반대하였고 결국 좌절되고 말았다.³⁸⁾

비록 AMF가 좌절되기는 하였으나 지역통화기금으로서 위기재발 방지체제를 구축하기 위한 방안으로는 계속 논의할 필요가 있다. 이 AMF는 역내 단일통화를 창출하고 역내 안정적인 통화공급 및 최종대부자(lender of last resort)³⁹⁾ 역할을 담당하는 중앙은행과는 성격을 달리하지만, 기존 IMF가 보유한 유동성 공급창구로서의 기능과 가맹국의 거시경제 여건 및 금융체제의 안정성에 대한 감독기능을 보완하는 수준에서는 충분히 검토할 필요가 있다. 즉 위기관리자(crisis manager)로서의 역할이 AMF 구상으로 나타날 수 있을 것이다.⁴⁰⁾

또한 2000년 5월, 태국의 치앙마이에서 열린 아시아개발은행(Asian Development Bank : ADB) 연례회의에서 개별 국가들의 쌍무적 협정 네트워크라는 형태로 각국이 필요할 때 서로간에 외환보유고를 대출할 수 있도록 하는 방안을 채택하였는데 이것이 「치앙마이협정」이다. 이 협정은 금융위기가 터졌을 때 서로 통화를 교환해 환율하락을 막아보자는 것이지만 이것도 IMF의 반대에 부딪혀 당초 계획했던 규모의 10분의 1로 줄어들었다. 하지만 역내금융협정의 방안을 구체적으로 마련할 수 있었다는 점에서 성과라고 할 수 있겠다.

한편 2001년 5월 ASEAN+3 재무장관회담에서는 총 70억 달러의 스왑협정을 체결하였는데 이는 ASEAN 역내간 10억 달러, 일본과 태국간 30억 달러, 일본과 한국간 20억

37) 왕상한, "外國人 投資規制를 위한 개정법률안에 관한 소고", 『商事法研究』 제25권 제2호, 2006, p. 10 참조.

38) 왕윤종 외, 『동북아 경제협력: 금융협력』, 대외경제정책연구원, 5002, 5, 31, pp. 77~79 참조.

39) 긴급유동성 공급기능을 담당하는 금융기관을 말함.

40) *Ibid.*, p. 83 참조.

달러, 일본과 말레이시아간 20억 달러의 역내 중앙은행간 스왑협정을 통하여 위기관리 용 외환유동성을 확보하는 방안이었다. 이 외에도 2002년 5월부터 정부는 외국인 증권 투자자금 등 단기성 외화자금에 대한 자료를 필리핀과 매월 교환하기로 합의하였다. 동 자료 교환을 통해, 역내 국가의 단기성 외화자금 흐름에 대한 정보수집 및 체계적인 분석을 통해 위기징후의 사전파악이 용이해졌을 뿐만 아니라, 유사시 상대국가와의 긴밀한 업무협정을 통해 적절히 공동 대응해 나가는 것이 가능해졌다. 이러한 것은 동아시아 외환위기가 동아시아의 경제적 정체성을 확인시켜 준 데 힘입은 바 크며 Global Governance⁴¹⁾적 시각에서 접근할 수 있는 계기를 제공하였다고 볼 수 있다.

단기투기펀드의 투자 형태가 경제구조가 유사한 국가를 연계하는 전략을 구사함에 따라 비이상적이고 급속한 포트폴리오 자본 유입 정보의 교환, 헤지펀드와 관련된 투자자 명단의 공동관리, 대규모 선물환 및 외환선물 투자주체 정보교환 등 공동 모니터링(monitoring) 체계를 구축하는 것이 필요하다. 물론 투기적 공격은 단기간에 집중적으로 나타나기 때문에 평상시에 이러한 모니터링 체계의 구축이 헤지펀드의 모든 동태를 파악할 수 있는 것은 아니다. 그러나 단기투기자본의 동태 파악으로부터 특이 사항이 발견되는지 여부를 감지하는 것은 무엇보다도 중요하다. 또한 이러한 특이사항이 역내 다른 국가들에서도 발견되는지 여부를 상호간에 정보교환할 수 있는 효과적인 채널의 구축이 요구되는 것은 필연적이다. 만약 심각한 대외 불균형이 발생하였다고 판단될 경우 특정 국가 혼자만의 힘으로 외환시장에 개입하기 보다는 공동으로 외환시장 개입을 통해 환율안정을 달성하는 것이 보다 효과적일 수 있다.

앞으로 아시아지역의 금융위기를 상호 감시하고 지원할 수 있는 협력체계를 구축하고, 장기적으로는 경제통합을 위한 발판을 마련하기 위해서는 아시아 金融機構(Asian Financial Institute: 이하 "AFI") 또는 APEC 금융기구(APEC Financial Institute)를 창설한다거나 기존 아시아개발은행의 기능을 확충할 필요가 있다. 즉 아시아지역의 금융관계자에 대한 개요 및 정보교류를 위해서도 국제결제은행(BIS)의 일부 기능을 수행하는 AFI를 설립하여 아시아에 적합한 정책을 수행할 필요가 있을 것이다. 이 외에도 동아시아 경제협의체(East Asia Economic Caucus: EAEC), 아시아 연구기금(Asia

41) 'Global Governance'란 기존의 國家中心的 국제관계에 대신하는 새로운 국제질서의 개념으로서, 세계적 규모의 문제들, 예를들면 빈곤이나 환경문제, 인권침해, 난민문제, 핵 확산 등의 문제들에 관하여 국가적 차원에서 해결하기 힘들고 국제적 협조가 필요한 사안들에서 국제사회가 그 해결활동을 전개한다는 것을 뜻한다. 이러한 'Global Governance'는 모든 인류를 위해 평화와 진보를 추구하고 평화적 분쟁해결을 위한 가능성을 증진시키는 데 매진해야 한다. 또한 국제사회 내에서 법의 지배를 위한 증재적 노력을 다하여야 한다는 과제를 수행한다. Mihaly Simai, *The Future of Global Governance*, United States Institute of Peace Press, Washington D. C., 1994, p. xi. : 김부찬, "Global Governance and the International Rule of Law", 『國際法學會論叢』, 대한국제법학회 제45권 2호, 2000. 12. p. 2 참조.

Research Fund: ARF) 및 동북아시아 다자간 안보대화(North-East Asia Security Dialogue: NEASD) 등이 실제로 논의되고 있는 국제 협의체라고 할 수 있다.

2. 국제기구를 통한 규제방안 도입의 효과

최근 국제단기투기펀드의 급속한 유출입으로 인해 국제금융시장의 혼란이 가중되고 있으며 단기자본의 투기적 공격은 금융시장뿐만 아니라 실물경제에도 악영향을 미치고 있다. 즉 국가 및 지역별로 채택하고 있는 규제만으로는 국경을 급격하게 넘나드는 막대한 단기투기자본을 관리하기란 용이하지 않기 때문에 國際的인 共助體制가 불가피한 상황이다.

그러나 그 동안 단기투기자본에 대한 국제법적 공조는 불가능한 것처럼 보였다. 그 이유는 미국 등 선진국과 단기투기자본의 직접 피해자라고 할 수 있는 개도국 사이의 이해관계가 너무나 상반되고, 헤지펀드 등 국제 투기자본의 '자본자유화'가 국제경제질서의 지배담론으로서 침해할 수 없는 영역으로 자리하고 있었기 때문이다. 하지만 최근 국제단기자본의 폐해가 국제공동체적 대응방안 마련을 불가피하게 하였고 각국의 이익이 합치되는 점이 생겨나게 되었다. 이에 따라 OECD 및 IMF와 같은 국제기구를 통한 단기자본 규제방안도 꿈꿀 수 있게 되었다. 이러한 구체적인 움직임으로 1990년 대 중반부터 국제증권감독기구(International Organization of Securities Commissions: "IOSCO")가 투자펀드 특히 증권투자펀드산업에 대하여 모범기준을 제시하거나, 특정 규제에 대한 보고서 발간 등을 통해 투자펀드에 관한 각국의 규제 기준의 통일에 노력하게 되었다.

더욱이 국제단기자본의 실제 참여자인 조지 소로스 마저도 월스트리트 저널 기고문에서 국제금융위기를 극복하기 위해서 국제자본의 움직임을 감독하고 여신의 할당을 통제할 국제기구가 필요하다고 제안하였다.⁴²⁾ 그가 제시한 국제기구적 해결방안은 國際信用保險公社(International Credit Insurance Corporation: "ICIC")의 설립인데, 이것은 국제채권은행들로부터 채무국은 그 한도까지 표준금리로 국제시장에서 자금을 융통하는 기구로서, 동 기구는 여신잔액 뿐만아니라 해당국의 거시경제 상황을 고려해 지나친 여신팽창을 막아보자는 것이다. 헤지펀드가 당장 자신을 구속할 수 있는 기구를 제안한 것은 러시아 사태 등으로 인해 債務不履行의 상황이 오자 큰 손실을 보았기 때문에 자신들의 투자에 대해서 보증을 해 줄 국제기구가 필요한 이유 때문이지만 국

42) 『The Wall Street Journals』, 1998년 9월 15일자 참조. 소로스는 1998년 9월 15일 미 下院 금융위원회에서 이같이 증언하고 비슷한 내용을 동 신문에 기고하였다.

제금융위기를 예방하기 위한 하나의 해결방안으로 주목해 볼 만하다.

투기성 외국자본의 문제는 세계적 차원의 문제라는 점에 공감대를 형성함과 더불어 새로운 Global 金融秩序의 확보에 적극적으로 참여하는 것을 통해 문제해결에 다가갈 수 있음을 깨달아야 할 것이다. 따라서 국제기구적 토빈稅⁴³⁾ 논의에 적극 개입하여야 하며 새로운 국제공동체적 租稅條約에도 적극 참여하는 자세가 필요하다.

그러나 투기성 단기자본이 실물경제에 미칠 악영향을 차단하기 위해 자본이동에 대한 규제를 강화할 경우 국제적 차원의 效率的 配分이라는 市場原理主義를 손상할 우려가 있다. 따라서 이러한 국제기구적 해결방안은 시장원리주의를 원칙적으로 손상시키지 않는 범위 내에서 투기적인 단기자금의 금융시장 왜곡현상을 최대한 방지할 수 있는 방향으로 대책을 강구하는 것이 바람직하다.

아시아의 IMF '치앙마이 이니셔티브' 출범

- 중앙일보E1, 2010. 3. 24 -

외환위기가 발생할 경우 아시아 나라들끼리 서로 도와 역내 파급을 막기 위한 국제협력 시스템인 '치앙마이 이니셔티브(CMI)' 다자화 체제가 24일 공식 출범한다. 여기엔 한·중·일과 동남아국가연합(아세안) 10개 회원국 전체에 홍콩까지 참여한다. 참여국가들은 총 1200억 달러의 '비상금'을 준비해 뒀다. 한국은 192억 달러를 내고, 필요할 때 그만큼 뽑아쓸 수 있다. 국제통화기금(IMF)처럼 외환위기가 일어난 국가를 지원한다는 점에서 '아시아판IMF'나 '아시아통화기금(AMF)'이란 별명도 달았다. 올해 공동의장국은 중국과 베트남이다.

23일 기획재정부에 따르면 '아세안+3' 재무장관 및 중앙은행 총재가 마련하고 지난해 12월 24일 서명절차를 끝낸 CMI 다자화 계약이 24일 발표된다. 각국 대표가 서명한 지 90일 뒤에 발효한다는 다자화 계약서에 따른 것이다.

회원국 간에 비상금을 돌려쓸 수 있도록 한 '스왑' 규모는 당초 780억 달러에서 1200억 달러로 커졌다. 자금 지원은 회원국이 요청한 뒤 1주일 내에 회원국 3분의 2의

43) 토빈세는 1972년 미국 예일대의 제임스 토빈교수가 국제투기자본의 급격한 유출입으로 인해 각국 통화 가치가 급등락 하는 등 통화위기가 발생하는 것을 막기 위해 제안한 것으로, 단기성 외환거래에 부과하는 세금을 말한다.

찬성으로 결정된다. 단기적인 유동성 위기에 빠진 회원국에 대해 신속하고 체계적인 자금지원을 해주면서 역내 금융시장 안정을 도모하는게 CMI 다자화의 기본 목적이다.

CMI 다자화는 한·중·일과 태국·말레이시아·인도네시아·싱가포르·필리핀 등 아세안 5개국 사이의 개별적 양자 스와프 계약이던 기존 CMI와는 다르다. 한·중·일과 아세안 10개 회원국 전체에 홍콩까지 단일계약으로 참여한 다자간 스와프 체제다. 아세안 10개국에는 기존 5개국 외에 베트남·캄보디아·라오스·브루나이·미얀마 등 5개국이 들어간다.

CMI 다자화 기금은 한국이 16%를, 중국(홍콩 포함)과 일본은 각각 32%(384억 달러)씩 부담한다. 나머지 20%(240억 달러)는 아세안 국가들이 나눠 낸다. 다만 1200억 달러 중 IMF의 승인 없이도 쓸 수 있는 자금은 240억 달러 수준이다.

지원 자금의 만기는 90일이지만, 7회까지 연장할 수 있어 최장 2년(720일)까지 쓸 수 있다. 이자는 리보에 가산금리를 더해 결정된다.

분담금은 발효와 동시에 내는 게 아니라 자금 요청이 있을 때 비율에 따라 납부하도록 돼있다. 따라서 당장 외환보유액이 줄어들지는 않는다.

CMI 다자화는 아시아 외환위기 직후인 2000년까지 지속적으로 논의됐다. 지난해 5월에 실질적인 합의가 이뤄졌고, 지난해 말 협정 체결에 성공했다. CMI 다자화에서 가장 큰 쟁점은 분담금이었다. 중국과 일본의 막후 대결이 치열했다. 경쟁적으로 발언권을 확대하겠다는 의도였다. 회원국은 분담금을 많이 지불하겠다고 약속하면 구제금융을 제공할 때 부담해야 하는 금액이 그만큼 커진다. 하지만 외환보유액 1, 2위를 차지하고 있는 중국이나 일본 입장에서 분담금을 더 내는 것은 그리 어려운 일이 아니다. 국가별 분담금 비율은 그 같은 격렬한 물밑 씨름 끝에 정해졌다.

투표권의 경우 분담금 비율과 경제규모가 작은 나라에 대한 배려 등이 고려됐다. 한국이 14.8%, 중국·일본·아세안(10개국)이 각각 28.4%만큼 보유하는 것으로 의견이 모였다.

이에 대해 우리 정부는 '외교적 승리'라고 주장했다. 거부권과 제안권 행사에서 한국이 캐스팅보트를 쥐었다는 이유에서다. CMI 체제에서 회원국의 추가 가입과 같은 의제는 모든 회원국이 동의해야 통과된다. 구제금융 지원이나 연장과 같은 의제들은 전체 투표권 중 3분의 2 이상이 동의해야 통과된다. 어느 누구도 지배적인 발언권을 확보하지 못하는 구조에서 한국이 가진 16%의 분담금이나 14.8%의 투표권은 균형을 깨는 무게를 지녔다고 볼 수 있다.

공동의장국은 한·중·일이 3년에 한 번씩, 아세안 국가가 돌아가면서 한 번씩 1년간 맡는다. 중국이나 일본에 불리할 게 없는 방식이다. 중국과 일본 사이에서 한국이 조정

자 역할을 수행하기엔 제격인 '황금분할' 구조라고 하는 게 정부의 설명이다.

'아세안+3' 회원국은 앞으로 역내 경제감시기구와 신용보증투자기구(CGIF) 설립 등 역내 금융시장 안정을 위한 논의를 계속할 예정이다. 또 CMI 다자화 체제의 발효로 주요 20개국(G20) 정상회의에서 우리 정부가 주도하고 있는 글로벌 금융안전망 구축 논의도 탄력을 받을 전망이다.

CMI 분담금과 인출 가능 금액

	한국	중국	일본	아세안	계
분담금 규모 (비중)	192억 달러 (16%)	384억 달러 (32%)	384억 달러 (32%)	240억 달러 (20%)	1200억 달러 (100%)
인출 가능 규모	192억 달러	192억 달러	192억 달러	631억 달러	1207억 달러

* 중국은 홍콩 포함(홍콩 분담금 42억 달러, 인출 가능 금액 21억 달러)

자료 : 기획재정부

[Abstract]

A Study on Legal Regulation of International Speculative Funds Through International Association

Kim, Ha-Ryong

In today's global financial industry, the typical investment vehicles are investment funds such as hedge funds and private equity funds. Since the objective of these funds is only to maximize returns without regard to the consequences on the financial market where they invest, they sometimes caused disorder in the market and are likely to cause similar cases again in the future. Asian financial crisis and LTCM case are the examples of such instances. Those crises were due to the lack of risk management system over short-term speculative capital.

These experiences aroused international societies to consider the reformation of the international financial system and regulation of short-term speculative capital such as hedge fund and private equity fund. They are exempted from regulations as long as they are privately offered to a limited number of qualified investors.

The existing international norms on investment are only concerned about the protection of free movement of capital, but are not working to regulate the problematic behavior of the short-term speculative capital. There have been disputes among pros and cons over regulations of short-term speculative capital. Nevertheless, it is notable that the international society becomes sincerely aware of the necessity of mutual assistance system, recognizing that the regulation of national level is not sufficient to regulate short-term speculative capital which is freely crossing national borders.

International cooperation, including information exchange and monitoring through international organizations or bilateral treaties, would be a very effective measure for preventing negative behaviors of short-term speculative capital, and furthermore, countries could collaborate to cope with financial turmoil if necessary. To make this happen, systematic approach is required on regional and global level. Korea also needs

to actively participate in regional and global regulatory activities.

Finally, regulations on foreign capital should be made to regulate the short-term speculative capital that is hurting the order of financial market, but not to hinder the inflow of foreign capital that can create health tension in the market. It should be remembered that all these efforts should be made without damaging the principle of market economy.

Key words : Investment, Hedge Funds, Financial System, International Corporation