

# 금융분쟁과 투자자 보호

유 진\*, 손정국\*\*

## 초록

오늘날 금융기관과 금융소비자 사이의 금융분쟁은 우리나라는 물론이고 자본주의의 메카라는 미국 등 국가를 가리지 않고 발생하고 있다. 이로 인해 많은 금융소비자들이 막대한 경제적 피해를 입음은 물론 금융기관들도 배상은 물론 도덕성과 평판에 있어 보이지 않는 비용까지 지불하고 있다. 본 연구에서는 이처럼 개인적, 사회적 폐해가 심대한 금융분쟁의 본질적 원인을 규명하고 이에 대한 실효적 대책을 제시한다. 구체적으로, 금융분쟁의 본질적 원인으로서는 통상적으로 거론되는 정보비대칭, 모럴해저드, 이해상충 외에도 금융교육, 법체계, 그리고 전체 사회의 문화를 제시하며 논의한다. 또 이러한 각 요인이 금융분쟁의 각 단계에서 여하히 작동하는지를 분석한다. 마지막으로 금융분쟁 피해를 최소화하기 위한 대책으로 새로운 금융교육, 경제주체의 행태를 반영하는 정책, 사회의 문화와 가치관 변화 및 법체계의 형평성 제고를 제시하고 이에 관해 논의한다.

## 키워드:

금융분쟁, 불완전판매, 정보비대칭, 이해상충, 모럴해저드, 금융교육, 문화

\* 한양대학교 경제금융대학, 교신저자, 04763 서울특별시 성동구 왕십리로 232,  
Email: [jyoo@hanyang.ac.kr](mailto:jyoo@hanyang.ac.kr), 전화: 02-2220-1026

\*\* 한국금융투자자보호재단

# 금융분쟁과 투자자 보호

## 초록

오늘날 금융기관과 금융소비자 사이의 금융분쟁은 우리나라는 물론이고 자본주의의 메카라는 미국 등 국가를 가리지 않고 발생하고 있다. 이로 인해 많은 금융소비자들이 막대한 경제적 피해를 입음은 물론 금융기관들도 배상은 물론 도덕성과 평판에 있어 보이지 않는 비용까지 지불하고 있다. 본 연구에서는 이처럼 개인적, 사회적 폐해가 심대한 금융분쟁의 본질적 원인을 규명하고 이에 대한 실효적 대책을 제시한다. 구체적으로, 금융분쟁의 본질적 원인으로서는 통상적으로 거론되는 정보비대칭, 모럴해저드, 이해상충 외에도 금융교육, 법체계, 그리고 전체 사회의 문화를 제시하며 논의한다. 또 이러한 각 요인이 금융분쟁의 각 단계에서 여하히 작동하는지를 분석한다. 마지막으로 금융분쟁 피해를 최소화하기 위한 대책으로 새로운 금융교육, 경제주체의 행태를 반영하는 정책, 사회의 문화와 가치관 변화 및 법체계의 형평성 제고를 제시하고 이에 관해 논의한다.

### 키워드:

금융분쟁, 불완전판매, 정보비대칭, 이해상충, 모럴해저드, 금융교육, 문화

## I. 서론

2013년 동양그룹 사태, 2010 ~ 2011년 저축은행 사태, 2008년도 키코(KIKO) 및 우리파워인컴펀드 분쟁이나 2007 ~ 2010년 미국의 골드만삭스의 CDO 불완전판매 분쟁 등 오늘날 금융기관과 금융소비자 간 금융분쟁은 우리나라는 물론이고 자본주의의 메카라는 미국 등 국가를 가리지 않고 발생하고 있다.<sup>1</sup> 특히 우리나라의 경우 1999년부터 2012년 말까지 14년간 금융분쟁 조정을 통하여 처리된 금융분쟁은 총 283,530건으로 한해 평균 약 2만건을 상회하고 매년 상승하고 있다(김용길, 2014). ELS(equity linked securities) 분쟁이나 키코 사태 등에서, 개인이나 기업을 막론하고, 많은 금융소비자들이 도산하거나 막대한 경제적 피해를 입은 사실은 금융분쟁의 심각성을 말해준다. 재판에서 최종적으로 승소한 금융기관들도 도덕적 비난, 사회적 평판 악화로 보이지 않는 막대한 비용을 지불해야 한다. 이는 마치 전쟁의 승전국도 많은 인적, 경제적 피해를 입는 것과 같다. 이 점에서 금융분쟁은 발생하지 않는 것이 최선이다. 또 일단 금융분쟁이 발생하면 그 피해를 최소화하여야 한다. 즉 금융분쟁은 그 빈도와 강도를 최소화하는 것이 최선이다. 그렇다면 여하히 이를 도모할 수 있을까?

금융분쟁을 본격 논의하기에 앞서, 이 주제에 대해 일반인이나 전문가들의 “conventional wisdom”과 현실의 괴리가 클 수 있음을 인지할 필요가 있다. 가령 불완전판매 등의 금융분쟁을 사전 예방하기 위한 한 방법으로 금융교육(education of financial literacy)이 자주 제시된다. 과연 이 방법이 얼마나 효과적일까? 이에 대한 하나의 예시로 2005년 11월과 12월에 걸쳐 우리금융지주그룹 산하 펀드판매기관들이 판매한 파생상품 펀드인 ‘우리파워인컴펀드’를 한 번 보자. 이 펀드는

복수의 해외 특정 주권의 가격에 연계된 CEDO (Collateralized Equity and Debt Obligations)Ⅱ라는 장외파생상품 중 Tranche K인 원금비보호형 자산담보 고정금리 2011년 만기채권(Non-Principal Protected Asset-Backed Fixed Rate Notes due 2011)을 주된 투자대상으로 하고 ‘5년 만기의 국고채 금리 + 연 1.2%’를 예상수익률로 하며 6년 2주(2011.11.22.)를 만기로 하는 단위형·공모형 파생상품투자신탁으로서, 이 장외파생상품의 수익구조와 연계되어 ‘펀드 이벤트’의 발생횟수가 58 미만일 경우에는 원금 전액을 지급하고, 위 이벤트 발생횟수가 58 이상일 경우에는 원금 이하를 지급하도록 설정되어 있다. 이 펀드의 발행사는 CEDO plc라는 특수목적회사이고 운용사는 Credit Suisse First Boston International(“CSFBi”)로 유럽, 일본, 미국, 캐나다, 호주 등 전 세계 주요시장에서 거래되는 110여 개의 주식을 위험 포트폴리오 56 종목 주식과 보험 포트폴리오 56 종목 주식으로 구분하여 CEDO plc가 CSFBi와의 사이에서 위험 포트폴리오 종목의 주식들에 대해서는 보장매도자가 되고(즉, 위험 포트폴리오 종목 주식들의 주가가 기준주가 대비 35% 미만으로 하락하는 경우 하락분 만큼의 손실을 입게 되고), 보험 포트폴리오 주식들에 대해서는 보장매수자가 되는(즉, 보험 포트폴리오 종목 주식들의 주가가 기준주가 대비 35% 미만으로 하락하는 경우 하락분 만큼의

<sup>1</sup> 본 연구에서는 투자자, 금융소비자, 금융투자자의 용어들을 맥락에 따라 혼용한다.

이익을 입게 되는) 형태의 주식 디폴트 스왑(Equity Default Swap)을 기초자산으로 하고 있다. 게다가 이 펀드는 Equity Default Swap 프리미엄으로 일정한 분배금을 투자자들에게 지급하고 있어 투자자들이 자칫 예금으로 오해할 가능성까지 있다.

이런 펀드를 일반인이 금융교육을 받아 이해할 수 있을까? 통상적 믿음과 달리, 대부분 펀드들의 손익구조는 복잡하여 이를 정확히 이해할 수 있는 경제 주체는 많지 않다. 본인의 펀드 선택 정도는 적절한 금융교육으로 충분히 가능할 것이라는 믿음은 이처럼 현실과는 유리된 희망사항에 불과할 수 있다. 결국 금융교육을 충분히 받지 못해서 불완전판매의 희생양이 된다고 말하기는 어렵다. 일반인들이 충분히 금융교육을 받아도 펀드 선택조차도 제대로 하기 어렵기 때문이다. 이처럼 불완전판매를 포함한 금융분쟁의 진실한 원인을 파악하고 합리적 대책을 강구하는 작업에 있어 통상적 믿음이나 지식에 기초한 방법론은 실효적이지 못할 수 있다.

이런 점에서 금융분쟁을 최소화하기 위해 중요한 사항으로 본 연구에서는 다음 네 가지를 고려한다.

- i) 가장 중요한 것은 **금융분쟁의 진실한 원인**을 파악하는 것이다. 이때 비로소 금융분쟁을 사전적으로 최소화하고 사후적으로 그 피해를 최소화할 대책의 실마리를 찾을 수 있다.
- ii) 금융분쟁은 단순히 판매자만의 문제가 아님을 인지하는 것이다. 가령 금융상품 판매원 “갑”이 온갖 미사여구와 ‘framing’을 동원하여 ELS 상품을 고객 “을”에게 판매하려 해도, 을이 정기예금 등 안전 자산 이외에는 관심이 없다면 판매하기 어렵다.<sup>2</sup> ‘손뼉도 마주쳐야 소리가 난다’는 점에서 **판매자 뿐 아니라 금융소비자의 행태도 반영되어야 한다.**
- iii) **“실효적(effective)” 해결 방안**을 찾는 것이 중요하다. 추상적 이론이나 통상적 믿음에 근거한 대책이 아니라 실제 금융분쟁의 원인과 특성을 분석하여 현실적, 효과적인 대책을 제시해야 한다.
- iv) 금융분쟁은 금융(finance)과 분쟁(disputes)의 두 속성을 가지기 때문에 재무금융 분야만의 지식이나 방법론에 국한하지 않는 융통성 있는 접근방법이 필요하다. 예컨대, 금융분쟁을 명시적 주제로 하는 국내 재무금융 학자들의 선행연구가 현재 전무한 상황에서는 논문이 아닌 실제 분쟁 사례를 적절히 활용할 수 있다. 본 연구에서는 판매자와 소비자의 대표적 행태를 담은, 불완전판매의 제특성을 갖춘 다양한 분쟁 사례 등도 활용하여 분쟁의 각 단계마다 영향을 미치는 요인들을 파악하고 금융분쟁 대책을 제시한다. 예컨대 2015년 전국교수공제회 기망사건, 존슨앤존슨 베이비파우더 사건, 2016년 폭스바겐 배출가스 유출사건 등이 불완전판매 혹은 (금융)분쟁과 관련하여 본 연구에서 활용되었다. 참고로 본 연구에서는 이처럼 다양한 분쟁을 ‘참조’하지만, 금융분쟁의 원인과 대책과 관련해서는 가능한 우리나라, 우리 사회에 맞게 논의를 전개하고 결론을 제시한다.

<sup>2</sup> “framing”에 대해서는 Tversky and Kahneman(1981)를 참조할 수 있다.

위 네 가지 핵심을 반영하여 본 연구의 다음의 주요 주제를 연구한다.

- i) 금융분쟁의 본질적 원인 파악(原因이면서 遠因)
- ii) 금융분쟁의 양상과 결과 분석
- iii) 금융분쟁 최소화 방법론 제시

본 연구의 특징은 다음과 같다. 우선 본 연구는, 저자들이 아는 한, 금융분쟁의 원인과 대책을 고찰하고 제시하는, 국내 재무금융 학자로서는 최초의 연구이다. 지금까지 불완전판매 혹은 금융분쟁에 관한 국내 대부분의 연구들은 본 연구와는 달리 법학·법률 시각에서 파악한 논문이 대부분이다(김윤정(2016, 법학연구), 이재성(2016, 중앙법학), 김용길(2014, 중재연구), 김윤정(2013, 기업법연구), 김종호(2012, 법학연구), 김선정(2011, 상사판례연구), 손영화(2011, 법과 정책연구), 전승근(2011, 연세글로벌비즈니스법학연구), 맹수석(2010, 증권법연구), 김춘(2010, 증권법연구) 등). 이 사실에서부터 본 연구와 기존 연구들과의 차별성이 존재한다. 그런데 본 연구는 재무학자로서는 효시적 연구이고 금융분쟁 자체가 교육-문화-법체계 등 사회 구조적 문제와 관련되기에 본 연구 하나만으로 금융분쟁의 지난(至難)한 문제들이 일거에 해결되기는 어려울 것이다. 단지 본 연구를 시초로 재무금융 학계에서도 금융분쟁에 관한 본격적이고 다양한 연구가 시작될 개연성은 있다.

둘째로 본 연구에서는 비단 금융분쟁뿐 아니라 차량배출가스 분쟁-차량급발진 분쟁-의약품 분쟁 등도 포함하여 분쟁에 대한 보편적 시각에서 논의를 진행하였고, 금융분쟁의 각 과정 즉 발발-양상-결과의 과정을 분석하며 분쟁의 근본적 원인을 찾으려 시도하였으며, 이에 기반하여 현실적인 금융분쟁 최소화 대책을 모색하였다.

셋째로 대부분 재무금융 연구가 실증연구임에 반해 본 연구는 정책연구라 할 수 있고 이론 연구로서의 속성도 지닌다는 점에서도 차이가 있다. 특히 우리사회에서 끊임없이 발생하는 다양한 금융분쟁에 대한 새롭고 체계적인 원인 분석과 현실적 해결 방안을 제시하려 노력하였다. 또 분쟁의 실제 사례를 반영하고 또 최근의 분쟁까지 포함하기 위해 언론 보도도 많이 활용하였다.

넷째 본 연구는 금융분쟁의 원인 혹은 대책으로 금융 관련 요소는 물론 비금융적(non-financial) 요소들도 강조하고 있다. 예컨대 (금융)교육의 방향성, 사회의 관행-문화-가치관의 변화, 법과 규정의 정비, 행태지향적 정책 강조 등이 그것들이다. 왜냐하면 금융분쟁은 금융(finance)과 분쟁(disputes)의 두 속성을 지니고 있는데, 여기서 분쟁의 속성은 금융의 속성만큼 중요하기(critical) 때문에 금융적 시각에서만 이 문제를 접근할 때 그 효과는 매우 제한적이기 때문이다.

다섯째 본 연구에서는 금융분쟁에서 사회의 문화나 법이 여하히 관련이 되며 얼마나 중요한지를 줄곧(throughout the paper) 강조하고 있기는 하지만, 재무 전공 학자들로서 법학자나 문화인류학자 수준의 전문성을 가지고 이를 고찰할 수는 없었으며 이는 본 연구의 한계이기도 하다. 단지 금융분쟁에서 문화나 법이 원인으로나 ‘solutions’으로나 매우 중요함을 재무학자로서는 최초로 인지/인식하고 주장한다는 점에서 그 의의를 찾을 수 있다. 이 점에서 본 연구는 금융분쟁에 관한 완성된 연구라기 보다는 초기 연구이고, 향후 금융-법-문화 분야의 전문가, 학자들의 학제적 연구의 필요성과 가능성을 시사하는

연구가 될 것이다. 마찬가지로 본 연구에서는 행동경제학이나 행동재무론의 중요성을 강조하고 있기 때문에 향후 전통적 재무금융학자들과 행동경제학자 또는 행동재무학자들의 통합적 연구의 필요성 또한 암시하고 있다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. II장에서는 금융분쟁의 본질적 원인 다섯 가지를 심층 논의한다. III장에서는 분쟁의 가상 사례를 통해, II장에서 제시된 분쟁의 각 원인들이 분쟁의 각 단계에서 여하히 작용하는지를 살펴본다. IV장에서는 II, III장에서의 분석을 기반으로 투자자를 금융분쟁의 피해로부터 보호할 수 있는 네 가지 대책을 제시하며 V장에서는 본 연구를 요약하며 마친다. 구체적으로는, II장의 원인에서는 일반적으로 제시되는 것 이외에 교육, 법, 문화 등 (금융)분쟁의 기저에서 작동하는 원인(遠因)을 중점적으로 분석·논의한다. 또 IV장에서는 II, III장의 논의에 기반하여 행태 지향적 정책 수립이 왜 중요한지를 상세히 고찰한다.

## II. 금융분쟁의 원인

II장에서는 금융분쟁의 본질적 원인에 대해 파악한다. 그런데 금융분쟁의 모든 원인들, 즉 “mutually exclusive and all inclusive”한 원인들을 다 파악하는 것이 아니고, 분쟁의 주요한, 중요한 원인에 대해서 고찰한다.<sup>3</sup> 통상적으로 제시되는 원인 세 가지 외에 본 연구에서 새롭게 제시되는 세 요인이 왜 금융분쟁의 중요한 원인이 되는지를 심층 분석한다.

이제 하나의 비유로, 부부싸움 대책을 연구한다 하자. 부부싸움 발생을 100% 막는 유일한 방법은 모든 남녀가 결혼을 하지 않는 것이다. 결혼하는 한 부부싸움의 100% 사전예방은 거의 불가능하며 심지어 불필요하다. 부부싸움을 가볍게 말로만 한다면 큰 문제가 아닐 수도 있기 때문이다. 즉 부부싸움의 문제를 줄이는 진정한 방책은, 부부싸움 발생을 줄이는 것은 물론 부부싸움의 격화 정도를 줄이는 것이다. 마찬가지로 금융분쟁의 원인도

- a) 금융분쟁이 왜 (자주) 발생하는지 (빈도, frequency)
- b) 일단 발생했을 때, 금융분쟁의 피해가 왜 심화되는지 (강도, intensity)

를 모두 파악할 필요가 있다. 본 연구에서는 분쟁의 주요 원인으로 다음 여섯 가지를 주목한다.

- 1) 정보비대칭 (information asymmetry)
- 2) 이해상충 (conflict of interest)
- 3) 모럴해저드(moral hazard)
- 4) 금융교육 (education of financial literacy)

---

<sup>3</sup> 물론 연구자에 따라 서로 다른 원인들을 지적할 수 있음을 배제하지 않으며, 여기서는 단지 본 연구자들의 시각에 따른 연구 결과를 보여준다.

- 5) 법체계의 형평성 문제 (unequal legal system)
- 6) 사회의 문화, 규범, 관행 및 가치관 (cultures, norms and values)

1), 2, 3)이 금융분쟁의 발생 자체와 직접 관련된 원인이라면 4), 5), 6)은 금융분쟁의 발생 빈도 및 강도를 높이는 원인(遠因)이라 할 수 있다. 1), 2, 3)은 비교적 잘 알려진 내용이므로 여기서는 4), 5), 6)에 대해 주로 파악한다. 또 III장에서는 이 여섯 가지 요인이 분쟁의 각 단계에서 여하히 작동되는지를 분석한다.

먼저 4)의 금융교육에 대해 파악해 보자. I장의 우리과워인컴펀드에서 알 수 있듯, 통상적인 금융교육으로는 펀드 선택조차도 합리적으로 하기 어렵다. 하지만 금융교육의 방향이 바뀌면 가능하다. 즉 금융교육의 주 목적은 금융소비자가 모든 것을 깨우쳐 스스로 최적 금융의사결정을 하기 위함이 아니라 오히려 자신의 지식이 제한적이라는 “bounded rationality” 등을 깨닫게 하기 위함이 되어야 한다. 이런 방향성의 교육이 이루어질 때, 펀드 선택조차도 독립투자자문업자(independent financial advisors, IFA) 등의 금융전문가에 의뢰할 것이고, 한국의 유가증권시장에 “직접,” “손수” 투자하는 개인들이 늘 외국인 및 기관투자자들에게 막대한 수익을 헌납하는 오류를 피할 수 있을 것이다.

이와 관련 Loyola Law School의 Lauren Willis는 금융소비자가 스스로 금융에 관한 의사결정을 할 수 없는 이유로 ① 금융시장이 너무 빠르고 역동적으로 변해 필요한 최신 정보를 교육할 수 없고 ② 소비자들의 금융 및 수학 관련 지식, 이해력이 너무 낮고 ③ 소비자들의 인지적, 감정적 편향 및 개인 체험에 기초한 비체계적 방법(heuristics)으로 인해 합리적 금융의사결정이 어려움을 지척한 바 있다(Willis(2008)). 즉 법률과 의료에 관한 서비스/의사결정을 소비자들이 각각 변호사와 의사에게 일임하듯, 금융에 관한 의사결정 또한 소비자 스스로가 결정하는 것이 아니고 금융전문가의 도움을 받아야 한다는 것이다.

“human rationality”을 전제하는 기존 금융교육을 충분히 받지 못해서가 아니고 “bounded rationality”를 강조하는 금융교육을 제대로 받지 못해서 금융소비자들이 더 자주 불완전판매 등의 불필요한 희생양이 되고 있다는 사실은, 금융분쟁의 원인에 대한 기존 믿음과 실제적 진실이 크게 다를 수 있음을 시사한다. 실제 2012년 9월의 “전국교수공제회”의 기망사건은 우리 사회 최고 교육을 받은 지식인이라 할 수 있는 대학 교수들조차도 불완전판매에 쉽게 희생될 수 있음을 보여준다. 참고로 2012년 9월의 “전국교수공제회”의 기망사건은 이 단체의 “framing”과 고객인 교수들의 “over-confidence,” “limited attention”에 의해 발생한 사건이라 할 수 있고, 대한민국 전체 전임교수의 무려 10% 수준인 약 4,500명의 대학교수들조차 쉽게 피해자가 되었다는 점에서 현행 (금융)교육의 실효성에 의문을 던져 준다.<sup>4</sup> 이런 점에서 금융교육의 방향이

<sup>4</sup> 1998년 설립된 교수공제회의 횡령사건이란, 전국 각 대학 전임총장을 이사진으로 영입하고 (법률에 의해 적법하게 설립된) “한국교직원공제회”와 유사한 명칭을 사용하여 교수들을 안심시킨 후 연리 7.47% ~ 9.35%의 고수익을 미끼로 현직 교수들의 적립식 연금 및 목돈 예금을 예치한 대규모 사기 사건이다. 서울대 교수 100여명, 이쁜바 SKY 교수만 300여명 등 현직교수 4,500명이 1인 당 최대 10억원을, 14년동안 누적 3,232억원을 이 단체에 맡겼고, 2012년까지는 만기 도래한 회원들에게 정상적으로 연금과 목돈 수탁액을 지급했다. 부동산에 집중적으로 투자한 공제회는 2008년 금융위기 때 막대한 손실을 입은 후 목돈수탁 상품으로 전형적 폰지사기(Ponzi scheme) 행각을 벌이다가 마침내 사기 행각이 드러났다. 본 공동연구원도 2008년도경 이 단체의 가입 권유 전화를 받았는데, 이 단

바뀔 필요가 있다.

이제 5) 법체계의 형평성에 대해 파악해 보자. A가 음주운전으로 횡단보도 보행자 B에 상해를 입혔고 이것이 A 차량 블랙박스에 녹화되었다면, 이 사건으로 A, B가 법정분쟁에 휘말릴 가능성은 낮다. 피해자 B의 상식으로나 법적으로나 A의 유죄가 명백하기 때문이다. 반면 A가 금융분쟁으로 B에게 피해를 주었다면 이 사건으로 A, B가 법정분쟁에 휘말릴 가능성이 다분하다. 피해자 B의 상식과 현실 법규정과의 간극이 크기 때문이다. 가령 우리나라 대부분 분쟁에선 원고에게 입증책임(burden of proof)이 있는데, 외국보다 우리나라 법체계에서 훨씬 더 강화되어 있다(황진자(2011)). 즉 금융분쟁 피해자 B가 모든 것을 입증해야 되기에 분쟁이 합리적으로 혹은 공정하게 해결되기 어려울 수 있다. 또 가해자들은 금융분쟁을 최소한으로 줄이기 위한 최선의 노력을 경주할 유인이 없어 (줄일 수 있는) 금융분쟁이 불필요하게 자주 발생할 수도 있다.

더욱이 우리나라에선 미국 등과는 달리 징벌적 손해배상(punitive damages)이 매우 약하다.<sup>5</sup> 한 예로, 2016년 10월 미국 법원은 난소암 유발 논란이 제기된 베이비파우더 생산자 존슨앤존슨(Johnson & Johnson)에 800억원이 넘는 징벌적 배상 판결을 내렸다.<sup>6</sup> 이 제품이 난소암을 일으킨다는 과학적 결론이 명확하진 않았지만 법원은 “위험성을 알리지 않은 책임”을 물었다. 국내에도 같은 제품이 팔리고 있지만 국내에서는 징벌적 배상 제도가 미약하고 또 소비자권익 보호도 미국에서만큼 높진 않아 동일한 배상을 받기는 어려울 것이다. 또 2016년 전세계를 경악시킨 폭스바겐 차량의 배출가스 사태에서 알 수 있듯 미국 소비자들은 17조원에 해당하는 배상금을 받았지만 우리나라에서는 아직 단 1원의 보상금도 받지 못했다.<sup>7</sup>

대부분의 금융분쟁에서 피고는 정보-자본력-네트워크가 취약한 개별 금융소비자인 반면 원고는 대형 금융기관이어서 금융소비자들이 불리한 형국이다. 또 현행 법체계에서는 피해자가 모든 것을 입증해야 하므로 이들에게 금융분쟁은 지난(至難)한 과업이다. 그러므로 금융기관으로서 금융분쟁 발생을 두려워할 필요가 별로 없고, 분쟁 예방을 위한 사전적인 노력도 충분하지 않다. 그 결과 금융분쟁이 더 자주 발생 할 수 있다. 이는 마치 급발진사고 소송에서 완성차업체가 절대적으로 유리한 위치에 있기 때문에, 차량 결함 가능성 등에 대해 업체가 매우 심각하게 고민할 필요가 없고, 그 결과 우리나라에서는 매년 약 80회~100회의 급발진 의심사고가 발생하고 있는 것과 유사하다.<sup>8</sup>

6) 사회의 문화는 가장 근본적 요소라 할 수 있다. 6)을 파악하기 앞서, 일반적으로 경제주체들의 최종 선택이 어떻게 (다르게) 결정되는지 살펴보자. 재무이론에 따르면 모든 이는 자신의 기대효용을 최대화하는, 리스크가 동일할 때는 기대이익을 최대화하는 의사결정을 한다. 이제 이 이론이 경제주체들의 실제 행동을 지배하는지 파악해 보자. 예컨대 불법은 아닌, 수익성 높은 카지노 사업 기회가 있다 하자. 유한양행 설립자인 고 유일한 박사 같은 사업가는

---

체가 주장하는 수익 구조가 석연치 않아 가입을 하지 않은 적이 있다.

<sup>5</sup> 제조물 결함으로 인한 피해 발생 시 기업이 징벌적 손해배상을 하도록 하는 ‘제조물 책임법 개정안’이 2017년 3월 30일 열린 국회 본회의에서 통과됐다. 하지만 최대 3배만을 인정하고 있어 그 효과가 제한적이라고 지적 받고 있다. 경향신문 기사 ([http://news.khan.co.kr/kh\\_news/khan\\_art\\_view.html?artid=201704011638001&code=940100#csidx4c9d4784142083daa1c2d0f10621c2d](http://news.khan.co.kr/kh_news/khan_art_view.html?artid=201704011638001&code=940100#csidx4c9d4784142083daa1c2d0f10621c2d))

<sup>6</sup> 조선일보 기사([http://news.chosun.com/site/data/html\\_dir/2016/10/31/2016103100192.html](http://news.chosun.com/site/data/html_dir/2016/10/31/2016103100192.html))

<sup>7</sup> 한국경제 기사 참조(<http://news.hankyung.com/article/201606293365g>)

<sup>8</sup> 한국경제 기사(<http://news.hankyung.com/article/2017071112841>)



아무리 수익성이 높아도 이러한 사업은 하지 않을 가능성이 높다. 반면 어떤 사업가들은 불법 사설도박장도 서슴지 않는다. 수익을 극대화하기 위해 탈세를 서슴지 않는 사업가들이 있는 반면 세금을 제대로 내고 투명한 경영을 하는 기업도 있다. 그러므로 부의 최대화가 절대 전제인 기존 패러다임으로는 현실에서의 경제 주체들의 차별적 선택을 충분히 설명할 수 없다.

또 한 국가를 넘어 국가간 차이를 보자. 가령 왜 우리나라에서는 차량을 횡단보도에 걸쳐 주차해 놓고 가는 사람들이 적지 않은가? 왜 우리나라에서는 아직도 음주운전이 적잖은가? 독일, 일본에서도 동일한 빈도/강도로 이런 일들이 벌어질까? 결국 경제적 의사 결정을 포함한 인간의 모든 선택에 그 사회의 관행이나 지배적 가치관 혹은 사고방식 등이 영향을 미침을 인정하지 않을 수 없다. 이를 통틀어 사회의 “문화”라 명명한다면, 전체 사회의 지배적 문화에 개인별 가치관이 더해져 한 개인의 최종 행동이 결정되는 것이다. 그렇다면 한국 사회 전체에 배인 지배적 문화는 무엇이고, 그것의 어떤 특성이 기저에서 (금융)분쟁의 빈도와 강도를 높이고 있을까?

흔히 미국에는 자선/기부 문화가 있고 일본에는 이웃에 대한 배려 문화가 있다고 한다. 이와 관련, 우리 사회의 지배적 문화 중 하나는 “입신양명(立身揚名)”이다. 자신의 출세가 그 무엇보다도 우선시되는 가치관이다. 자신의 소양, 적성을 살려 자아실현-사회봉사-이웃사랑 실천이 삶의 목적이 아니라 대부분 자신의 부-명예-권력이 삶의 목적이다. 이러한 자기만을 위한 삶이 우리 사회 지배 문화라면, 외국의 Bill Gates나 Warren Buffet같은 거부들이 ‘부자 증세’를 소리 높여 외쳐도 우리 사회에는 그런 부자가 단 한 명도 없는 것이 이상하지 않다.<sup>9</sup> 또 4급 이상 고위 공직자자의 병역 면제 비율(9.9%)이 일반인의 그것(0.26%)의 38배에 달하고, 이들의 아들의 그것(4.4%)은 일반인의 17배에 달하는 것도 그다지 이상하지 않다.<sup>10</sup> 2016년 6월 30일 조선일보의 한 칼럼니스트는 “외국에선 폭스바겐의 배출가스 거짓말로 차량 판매가 100분의 1로 급감하는데 한국에선 차량 가격을 할인해 주니 63% 판매가 급증했다”고 지적했고, 또한 2015년 메르스 사태 때도 정작 마스크를 써야 할 폐질환 환자 상당수가 (불편하다며) 병원 문밖만 나서면 마스크를 벗는다는 현장 의사들의 말을 전했다.<sup>11</sup> 이처럼 이기적 문화에서는 구성원들 간 갈등과 스트레스 소지가 많아 일반적으로 분쟁의 빈도와 강도가 높으며 금융분쟁도 마찬가지이다. 그러므로 금융분쟁의 빈도나 강도를 줄이기 위해서는 근본적으로는 우리 사회의 이러한 문화와 가치관이 개선될 필요가 있다.

우리 사회의 또 다른 보편적 문화는, “전관예우”에서 알 수 있듯, 이른바 “끼리끼리 문화”이다. 가장 대표적인 것으로는 자신의 가족과 혈연만을 극도로 중시하여 공과 사를 구별하지 못하는 것인데, 남북한을 가리지 않고 정치, 경제, 종교 분야를 막론하고 이 문화가 위세를 떨치고 있다. 가령 1945년 이후 2017년까지의 북한을 보면 무려 70여년간 한 집안이 3대를 이어 연속하여 집권하고 있다. 대한민국의 가장 대표적인 재벌기업집단들의 경우도 일제강점기인 1930년대 이후 2017년 현재까지 약 80여년을 한 가족이 3대를 이어 이끌고

<sup>9</sup> 2017년 7월 11일 조선일보는 Buffet이 7월 10일 또 다시 31억7천만달러(3조6500억원)를 5개 자선 단체에 기부하여 2006년 이후 기부금 누적액이 275억달러(31조6000억원)를 초과하였다고 보도했다.  
([http://news.chosun.com/site/data/html\\_dir/2017/07/11/2017071101082.html](http://news.chosun.com/site/data/html_dir/2017/07/11/2017071101082.html))

<sup>10</sup> 2017년 2월 2일 매일경제 기사

(<http://mba.mk.co.kr/view.php?sc=30000001&cm=%C3%EB%BE%F7%2C+job%C5%D7%C5%A9+&year=2017&no=76758&selFlag=&relatedcode=>)

<sup>11</sup> “우리 어떤 DNA가 폴크스바겐을 사게 만들까?”

([http://news.chosun.com/site/data/html\\_dir/2016/06/29/2016062903879.html?Dep0=twitter&d=2016062903879](http://news.chosun.com/site/data/html_dir/2016/06/29/2016062903879.html?Dep0=twitter&d=2016062903879))

있는 경우가 많다. 가장 경쟁력 있고 검증된 임직원이 기업을 이끄는 것이 아니라 창업자와 가장 가까운 혈연 관계자가 시가총액 수십 조원, 수백 조원의 기업의 수장으로 너무나도 당연하게 취임하고 있다. 또 대한민국의 적잖은 대형 교회들은 담임 목사의 가족 세습으로 교회 내외에서 물의를 빚고 있다. 선진국의 대부분의 기업이나 교회는 이런 족벌주의 문화를 가지고 있지 않으며, 사회주의 국가인(였던) 중국이나 러시아에서도, 북한과는 달리, 정치지도자는 주어진 임기만을 채우고 물러나는 것이 일반적이다.

가족을 예로써 설명했지만, 이 문화는 가족에 국한되지 않는다. 친인척, 동향(同鄉), 동창(同窓)을 포함하여 자신과 친소 관계가 있는 사람들을 (맹목적으로) 선호하기 때문에, 공과사를 구별하지 못하고 또 옳고 그름을 객관적으로 분별하지 못하는 병폐가 우리 사회에 존재한다. 이러한 문화 또한 (금융)분쟁 발생과 해결에 일정한 영향을 끼칠 수 있다. 금융분쟁의 당사자는 일반적으로 금융기관과 금융소비자인데, 분쟁 해결에는 금융감독원, 소비자원, 검찰 등이 관여하게 되고 민형사 소송으로 이어지면 로펌(law firms), 법원도 관여하게 된다. 이때 자본력과 네트워크가 있는 대형 로펌이 전직 판사인 변호사들을 활용하여 원고인 금융기관을 변호하면 “전관예우” 문화가 있는 법조계에서는 원고에게 유리한 판결이 나올 개연성이 높다. 또 “끼리끼리 문화”가 만연해 있다면, 금융감독원 같은 중립적 감독기관조차 금융기관 우호적 입장을 견지할 수 있다(자세한 내용은 다음 단락을 참조). 공과사가 합리적으로 분별되는 사회일수록 이런 위험은 작아지지만 그렇지 않은 사회일수록 이 위험은 커진다. 이처럼 우리사회 기저에 있는 지배적 문화들은 금융분쟁의 양상과 결과에 유의한 영향을 미칠 수 있다.

현실의 금융분쟁 양상을 참고해 보자. 키코 사태로 사회가 떠들썩하던 2008년말로부터 1년 후 국내 재무금융 분야의 한 연구원에서 “키코 파생상품의 이해”라는 보고서를 발간했는데, 그 요지는 수출중소기업에게 키코 파생상품은 적합한 환헤지 상품으로 키코 판매은행들에 아무런 책임이 없다는 내용이었다. 또 실제 키코 소송에서는 은행들의 변론을 대형 로펌이 맡아 대부분 승소했다. 이 사례는 우리 사회 금융분쟁의 한 전형적 양상이라 보여지는데, 이를 3단계로 요약하면 다음과 같다.

- ① 전국이 떠들썩거리며 사회문제화
- ② 시간이 지남에 따라 영향력 있는 주체들이 대부분 “금융기관-friendly”를 견지
- ③ 법정 소송에서도 강력한 변론에 힘입어 금융기관의 승소로 종결

반면 외국의 경우 반드시 이런 양상을 보이는 것은 아니다. “키코 사태의 진실을 찾다 (2013)”에 따르면 키코와 유사한 해외 사례의 경우 대부분 은행들이 패소하거나 배상에 합의하였다(독일, 미국, 이탈리아, 인도, 일본 등). 반면 우리 사회처럼 대부분의 영향력 있는 주체들이 금융기관 (혹은 일반적으로 대형기관) 우호적 입장을 견지하는 한 이유는 경제주체(집단)간 “느슨한 이해관계,” 혹은 “암묵적 이해관계”의 존재 때문일 수 있다. 가령 금융감독원 등에 재직중인 직원들이 일반적으로 금융기관과 더 친밀할까 아니면 키코 사태 피해자인 수출중소기업들과 더 친밀할까? 이들이 금융분쟁 사건들의 중재·심사를 맡을 때 업무적, 사적 친밀감을 완전히 배제하고 100% 공정하게 임무를 수행할 수 있을까? 물론 이는 비단 우리나라만의 문제는 아니다. 일찍이 Mills(1956)는 당시 미국 사회도 재계-정계-군(軍)의 리더들이 이해관계로 밀접히 연결되어 있어 갈등이나 분쟁 발생 시 일반인(ordinary citizen)은 이들의 이해관계의 희생양이 될 수 있다고 주장하였다. 그런데 특히 우리나라처럼 자신 및

자신과 가까운 사람들만을 배타적으로 우선시하는 이기적 문화, “끼리끼리 문화”가 강한 곳에서는 어떤 분쟁에 관여할 때 객관적 스탠스를 견지하기가 “더” 어렵다. 우리나라 법조계의 “전관예우”도 이러한 (집단)이기주의적 문화의 산물이라 할 수 있다.

### III. 금융분쟁 사례

1절에서는 한 가상적인 금융상품( $X$  혹은  $Y$ )을 통해 금융상품 판매에 있어서의 판매원과 고객 사이에 가능한 분쟁의 발발, 진행, 및 결과를 분석한다. 2절에서는 이를 통하여 II장에서 제시된 분쟁의 여섯 가지 원인들이 분쟁 각 단계에서 여하히 작동하는지를 고찰한다. 즉 2절을 통하여 분쟁의 다양한 원인들이 실제 분쟁에서 어떠한 역할과 기능을 하며 분쟁의 빈도와 강도를 높이는지를 고찰한다.

#### 1. 금융상품 판매 사례

금융기관 직원 “갑”이 고객 즉 금융투자자들을 대상으로 금융상품을 판매한다 하자. 갑은 판매 실적에 따른 성과 보수를 받는다. 즉 더 많은 금융투자자들에게 더 많은 금융상품을 판매할수록 갑의 보수는 증대된다. 갑이 판매하려는 금융상품은 1년 후 수익률이 다음과 같이 결정되는 금융상품  $X$ 다. (물론  $Y$  같은 다소 복잡한 상품도 판매할 수 있는데, 추후  $Y$ 도 활용한다.)

표 1 금융상품 ( $X$ 와  $Y$ )

product	(net) return	Prob.	State		product	(net) return	Prob.	State
$X$	$a$	$p$	boom	or	$Y$	$a$	$p$	boom
	$-b$	$1-p$	recession			$0$	$q$	normal
						$-b$	$1-p-q$	recession

여기서  $a, b > 0$ 이고  $0 < p < 1$ 이다. 즉  $X$ 는 (양의) 수익률 “ $a$ ”와 (음의) 수익률 “ $-b$ ”가 확률적으로 실현되는 위험 자산이다.  $X$ 는 위험 자산이므로 그 기대수익률이 시장의 무위험 이자율보다 높아야 한다. 시장의 1년 무위험 이자율을 편의상  $0.02 = 2\%$ 라 하고  $X$ 의 기대 수익률은 무위험 이자율의 2배라 하자.

#### 식 1 금융상품의 기대 수익률

$$a \cdot p + (-b)(1 - p) = ap - b(1 - p) = 0.02 \times 2 = 0.04$$

투자자가 이 상품에 \$1를 투자하면 1년 후 현금흐름은 확률  $p$ 로  $1+a$ , 확률  $(1-p)$ 로  $1-b$ 가 되며, 기대 현금흐름은  $(1+a)p + (1-b)(1-p) = 1 + ap - b(1-p) = 1.04$ 가 된다. 원금이 \$1이므로  $a, -b$ 는 이 투자로 인한 미래 각 경우의 이익률인 동시에 이익의 절대액이다.

물론  $-b < 0$ 이므로 미래 recession이 도래하면 이익의 크기  $-b$ 는 음수이고, 손실의 절대 크기는  $b(>0)$ 이다. 확률  $(1-p)$ 로 손실  $b$ 가 발생하므로, 신뢰수준  $p$ 에서의 최대손실액을 의미하는 VaR(value at risk)가 바로  $b(>0)$ 이다. 즉  $b$ 는, recession 도래 시 손실액 및 손실률(rate)이고 또 신뢰수준  $p$  (이상)에서의 VaR가 된다. 혹은(equivalently) 유의수준  $1-p$  (이하)에서의 VaR가 된다.

$a, b, p$ 가 자유로이 변하면  $X$ 의 형태는 무한히 많아지므로 편의상  $p = 0.9$ 라 하자. 그러면 식 1에 의해 다음  $(a, b)$ 를 갖는  $X$ 가 분석 대상이 된다.

## 식 2 $a$ 와 $b$ 의 관계

$$0.9a - 0.1b = 0.04, \quad \text{or} \quad b = 9a - 0.4$$

$b = 9a - 0.4$  이므로  $a$ 가 결정되면  $b$ 도 ( $a$ 에 비례하는 값으로) 결정된다. 결국 ( $p$ 가 주어졌을 때) 금융상품  $X$ 의 정체(identity)는  $a$ 에 의해서 대표되고  $a$ 가  $X$ 의 “sufficient statistic”이 되는데,  $a$ 는 다른 아닌  $X$ 의 낙관적 미래 수익률이다.  $a$ 가 중요한 이유는, 판매원 갑은  $X$ 를 고객들에게 권유할 때 낙관적 수익률  $a$ 만을 강조하고 다른 속성들 즉  $-b$ 나  $p$  등은 생략할 수 있기 때문이다. 특히 ( $a$ 에 비례해서 커지는) 손실률  $b$ 를 짐짓 무시할 개연성이 높다. 일정한 기대수익률 0.04를 유지하려면 낙관적 수익률  $a$ 가 높을수록 비관적 손실률  $b$ 도 그에 비례하여 커지는데, 갑 입장에서  $b$ 를 강조할 유인은 전혀 없고  $b$ 를 무시할 유인만이 있기 때문이다.

이제 갑이 고객을 쉽게 유인할 수 있는 ‘framing,’ ‘marketing skill’ 등을 적절히 구사하여  $a$ 만을 강조한다고 가정하자. 고객 을은 “limited attention,” “over-optimism” 등의 행태적 특성으로 인해 판매전문가인 갑의 홍보를 별 의심 없이 수용할 개연성이 있다.<sup>12</sup> 이 범위에서 가능한  $(a, b)$  순서쌍을 예시하면 표 2와 같다.

표 2 다양한 금융상품  $X$

$a =$	0.045	0.048	0.051	0.054	0.057	0.060	0.063	0.066	0.069	0.072	0.075	0.078
$b =$	0.005	0.032	0.059	0.086	0.113	0.140	0.167	0.194	0.221	0.248	0.275	0.302
$a+b =$	0.050	0.080	0.110	0.140	0.170	0.200	0.230	0.260	0.290	0.320	0.350	0.380

갑이 낙관적 수익률  $a$ 만을 고객에게 홍보하였는데, 사후적으로 수익률  $-b$ 가 실현되면 고객이 예상했던 수익률과 실제 수익률의 차이는  $a - (-b) = a + b$ 이다.<sup>13</sup> 이 간극이 클수록 고객과 갑 사이의 분쟁 가능성이 커진다. (가령  $a = 0.078$ 인 상품을 갑이 판매했는데 사후적으로 수익률  $-b = -0.302$ 가 되면 수익률 차이는  $0.38 = 38\%$  point가 되어 대단히 커진다. 표 2 참조) 이 격차  $a + b = 10a - 0.4$ 는  $a$ 에 비례한다. 즉 갑이 고객을 유인하기 위해 더 큰  $a$ 를 가진 상품을 추천할수록 이 간극(=  $10a - 0.4$ )이 커져 사후 분쟁 가능성도

<sup>12</sup> 수익률  $a$ 가 실현될 확률은 0.9, 즉 10명의 고객 중 9 명에게는 갑의 주장이 사후적으로 사실로 실현될 것이므로, 나머지 1명과 의 분쟁 가능성을 감안하더라도 갑은 판매(수익) 극대화를 위해  $a$ 만을 강조할 수 있다.

<sup>13</sup> 이는 결국  $a + (9a - 0.4) = 10a - 0.4$ 이다.

커진다. 사후 분쟁이 법정 소송 등으로 이어지면 갑도 배상 책임을 질 수 있으므로, 이 모두를 감안하여 갑은 최적으로 여겨지는  $(a, a+b)$  조합을 선택할 것이다. 가령 그 격차가 극단적으로 크지는 않은, 표 2의  $(a, a+b) = (0.051, 0.11)$ 을 선택할 수 있다.

만일 (단순화한 X보다는 더 현실적인) Y를 판매한다면 갑은 표 3과 같은 선택이 가능하다. X와 Y의 차이는, X의 수익률은  $a$ ,  $-b$ 의 두 값만이 가능한 반면 Y의 그것은 0까지 포함한다는 것이고, X의 수익률  $a$ 의 확률이  $p=0.9$ 인 반면 Y의 수익률  $a$  확률은 0.6, 수익률 0의 확률  $q=0.3$ 이라는 것이다. 단 수익률  $-b(<0)$ 의 확률이 0.1이고 기대수익률 = 4%인 점은 동일하다.

표 3 다양한 금융상품 Y

$q =$	0.3	$p =$	0.6	$1-p-q =$	0.1	$exp. return =$			0.04				
$a =$	0.068	0.068	0.070	0.072	0.073	0.075	0.077	0.078	0.080	0.082	0.083	0.085	
$b =$	0.005	0.010	0.020	0.030	0.040	0.050	0.060	0.070	0.080	0.090	0.100	0.110	
$a+b =$	0.073	0.078	0.090	0.102	0.113	0.125	0.137	0.148	0.160	0.172	0.183	0.195	

갑은 Y를 최대로 판매하기 위해, 즉 자신의 판매 수익 최대화를 위해 다양한 “framing”을 시도할 수 있다. 다음은 몇 가지 가능한 시도를 제시한 것이다.

- ① 최대 수익률  $a$ 만을 홍보
- ② 최대 수익률  $a$ 와 원금보장 수익률(= 0)만을 홍보
- ③ 최대 수익률  $a$ 와 평균 수익률 0.04만을 홍보
- ④ 평균수익률 0.04만을 홍보
- ⑤ 평균수익률 0.04와 원금보장 수익률(=최소 수익률)만을 홍보
- ⑥ 최대 수익률  $a$ 와 원금보장 이상의 확률 0.9만을 홍보
- ⑦ 최대 수익률  $a$ , 평균수익률 0.04와 원금보장 이상의 확률 0.9만을 홍보
- ⑧ ...

즉 갑은 비관적 수익률  $-b$ 에 대해서는 어떤 식으로라도 자세한 언급을 회피하면서, 최대 수익률  $a$ , 평균수익률 0.4를 중점 강조하거나 최소수익률이 바로 원금보장 수익률인 것처럼 암시하는 등 판매전문가로서의 다양한 기술과 기법을 동원하여 고객들의 투자를 권유할 것으로 예상할 수 있다.

KIKO 사태나 ELS 금융분쟁의 경우에서 알려진 바처럼, 애초 상품 판매 시 대부분의 고객들은 자신이 원하는 내용에만 관심을 보이고 손실 가능성 등에 대해 심도있게 문의하지는 않을 수 있다. 설혹 고객이 원금 손실 가능성 등을 문의하더라도 갑은 “그 가능성은 거의 0입니다” 식으로 답변할 수 있다. “거의”란 표현을 썼기 때문에 갑은 사후적으로 법적인 책임을 모면할 수도 있다. 또 계약서에는 눈에 잘 띄지 않는 곳에 작은 글씨로 무위험 상품은 아니라는 설명을 포함할 수도 있다. 만일 원금손실 가능성을 (계약서가 아닌 구두로) 사전적으로 인정하는 경우에도 굳이 “ $-b$ ”의 정확한 크기를 알려주기 보다는 단지 “개연성이 있다” 식으로만 알려줄 수도 있다. 물론 이외에도

일반인들이 예상하기 어려운 다양한 (마케팅) 방법이 동원될 수 있다.

결론적으로 판매원 갑이 자신에게 높은 판매 수익을 가져올  $X$  혹은  $Y$ 를 고객에게 판매하려 하면, 정보 비대칭이라는 절대적으로 유리한 환경에서 “framing” 같은 고도의 기법을 동원하여 (over-optimism, over-confidence, limited attention 등의 행태적 특성을 가진) 고객들에게 성공적으로 판매하는 것이 매우 어려운 일은 아니라고 할 수 있다. 이제 다음 절에서는 판매 시도에서 시작하여 최종적으로 법정 소송까지 이를 수 있는 갑·을 간 금융분쟁 전 과정에서, II장에서 설명한 분쟁의 다양한 원인들이 여하히 작용하는가를 분석한다.

## 2. 분쟁 원인과 분쟁 단계의 관계

다시 금융상품  $X$ 로 돌아가 보자. 판매원 갑이  $X$ 를 고객 을에게 판매하려 할 때에도 상대적으로 안전한 상품을 설계할 수 있다. 가령 식 2의  $0.9a - 0.1b = 0.04$ 에서  $a = 0.044$ ,  $-b = 0$ 인 상품이 있다면 이를 판매할 수 있다(표 2에서는 편의성을 위해 이 상품을 생략하였다). 이는 다양한  $X$  상품 중 가장 안전한, “원금보장 상품”인 경우인데, 고객에게 원금 손실을 가져오지는 않는다는 점에서는 고객 보호의 의미가 심장한 상품이라 할 수 있다.<sup>14</sup> 물론 이때에도 고객에게 홍보된 수익률  $a = 0.044$ 와 실제 수익률  $-b = 0$ 의 격차 0.044가 여전히 존재하므로 사후적으로 분쟁이 유발될 수 있다. 단지 원금 손실은 없다는 점에서 고객의 충격이 제한적이어서 분쟁의 강도 또한 제한적일 수 있다. 그런데 이때 갑의 문제는 이 원금보장 상품의 경우  $a = 4.4\%$ 로 표 2의 다른  $X$  상품의 (홍보 수익률)  $a$ 보다 낮아 많은 고객들을 유치하기 어렵고, 경쟁사에게 고객을 빼앗길 수도 있다. 그러므로 판매원 갑은 선택을 해야 한다. 즉 사후적으로 고객과의 갈등을 최소화할 수 있고 상대적으로 안정적인 원금보장 상품( $a = 0.044$ )를 권유할 것인가 혹은 사후 갈등·분쟁을 감수하고 더 많은 고객에게 판매고를 올릴 수 있는 높은  $a$ 의 상품(가령  $a = 0.06$ )을 권유할 것인가에 대해서 선택을 해야 한다. 갑의 이 선택은 주로 다음 요인들의 영향을 받을 것이다.

- ① “ $a$ ”(의 크기):
- ② 전체 사회의 관행 및 도덕·윤리 수준
- ③ 법 규정

갑이 홍보할 수익률  $a$ 가 큰 상품일수록 을에게 이 상품을 성공적으로 판매할 가능성이 커지므로, 갑의 판매는  $a$  값의 절대적 영향을 받는다고 할 수 있다. 그런데  $b$ 는  $a$ 의 함수이므로 ( $b = 9a - 0.4$ ) 여기서  $a$  값은  $-b$  값도 결정한다. 그러므로 갑이 을에게 강조하는 수익률  $a$  값은 II장 서두에 설명한 1) 정보비대칭, 2) 이해상충 및 3) 모델해저드를 모두 함축하고 있다. 1)은 을이  $-b$ 의 수익률이 가능함을 모르기 때문이고, 2)는 갑 자신은  $-b$ 의 손실을 입지 않을 뿐 아니라 오히려 이 상품 판매 시 판매 수익을 얻기 때문이며, 3)은 갑이 도덕적이라면  $-b$ 를 은폐하고  $a$ 만을 홍보하지 않을 것이기

<sup>14</sup> 반면 표 3에서 제시된  $Y$ 는 불완전한 원금보장상품이다.

때문이다. 즉 갑이 특정  $a$  값을 갖는 상품을 판매하는 것은 갑과 을 사이의 정보비대칭과 이해상충, 그리고 갑의 모럴해저드 정도에 따라 결정된다.

둘째로 갑 자신의 정직성은 물론 사회 전체의 정직성도 영향을 미친다. 잘못된 것을 알면서도 사회의 관행이라는 이유로 답습하는 경우가 많기 때문이다. 가령 정직한 사람들도 차량 운전 중 편의에 따라 불법 유턴(illegal U-turn)을 할 수 있다. 그 한 이유는, “앞 차도 했고, 남들도 다 하는데...”가 될 수 있다. 평소 사회 정의 실현에 앞장서 온 이유로 2017년 6월 2일 정부의 공정거래위원장으로 추천된 후보마저도 국회 청문회에서 이른바 아파트 다운계약서가 문제가 된 바 있는데, 그 후보는 이에 대해 사과하면서도 하나의 해명으로 그것이 당시 사회의 “관행”이었음을 주장한 바 있다. 이처럼 사회의 관행이나 지배적 행동양식, 사고는 개별 주체의 행동에 영향을 미친다. 가령 본 사례의 경우 타 회사의 대다수 판매원들도 자신들의 판매 수익을 극대화하기 위해 ‘높은  $a$ ’ 상품을 고객들에게 홍보하는 것이 업계 “관행”이라면 갑은 자신의 생존을 위해서라도 유사한 ‘높은  $a$ ’ 상품을 고객들에게 판매하려 할 것이다.

셋째로 (판매) 성과 보수를 얻기 위해 갑이 불완전판매를 할 수 있으나  $a$ 가 지나치게 크면 사후 분쟁 가능성 및 소송 시 패소 가능성도 커진다. 법정 분쟁 가능성 및 승소 가능성은 현재 법규정(의 엄격성)에 의해 결정될 것이다. 예컨대 강력한 징벌적 배상 등 강력한 소비자 보호 법체계를 가진 사회에서는 갑의 불완전판매 개연성 자체가 낮다. 또 설혹 불완전판매가 이루어지더라도  $a$ 와  $-b$ 의 격차가 지나친 선택은 갑이 하기 어려울 것이다. 가령  $a = 0.1$ 인 상품은  $b = 9a - 0.4 = 9 \times 0.1 - 0.4 = 0.5$ 이고 두 수익률의 격차는  $a - (-b) = 0.6$ 이 되어 극단적으로 크다(10% 수익률을 예상했는데 원금의 50%를 잃게 된 경우). 그러므로 갑의 불완전판매 범위나 강도는 제약을 받게 된다.

## 2.1 단계 2 (고객의 선택)

고객 “을”이 갑이 권유하는 특정 상품 “ $a$ ”를 선택하는 것은 다음 요인들의 영향을 받을 것이다.

- ① “ $a$ ” 크기
- ② 금융교육의 내용과 방향

먼저 갑이 중점 홍보하는 “ $a$ ”의 크기에 현혹될 수 있다. 가령  $a = 5\%$ 면 시장의 무위험 수익률 2%에 비해 절대적으로 높은 수치이므로 갑의 권유를 수용할 가능성이 있다. 둘째, 그렇다고 해서 모든 고객이 갑의 홍보에 의해 무조건적으로 상품을 선택한다고는 할 수 없을 것이다. 어떤 고객들이 갑의 권유에도 불구하고 유보적 입장을 취할까? 먼저 재무금융상품에 대한 교육을 잘 받아 일정한 지식을 갖춘 금융투자자들을 생각할 수 있다. 그런데 이 경우에도 두 측면에서 안전하지 못하다. 첫째로 “over-optimism,” “limited attention” 등 고객들의 행태적 특성을 감안할 때 갑의 잘 짜인 계획적 과장 홍보를 포착하지 못할 수 있다.<sup>15</sup> 둘째로, 본 연구의  $X$ 나  $Y$ 처럼 단순한 상품이 아닌,

<sup>15</sup> 이를 “behavioral pitfalls”이라 한다(Shefrin(2005)).

키코나 ELS와 같이 복잡한 상품이라면 교육받은 투자자라도 판매원 갑과의 정보 비대칭이나 갑의 “framing” 을 쉽게 극복하지 못할 수 있다.

그러므로 교육의 내용 혹은 방향이 문제가 된다. 우리인컴펀드 사례가 시사하듯, 통상적인 금융교육을 통해 금융투자자 스스로가 합리적 판단을 하는 것은 쉽지 않다. 반면, 반드시 높은 수준의 교육이 아닌, 기본적인 교육을 통해서도 금융투자자가 합리적 의사결정을 할 수 있는 경우도 있다. 가령 을이 다음의 교육을 받았다고 하자. 즉 판매원과 고객과의 태생적인 “이해상충” 가능성, 판매원의 “정보 우위,” 판매원의 과장 홍보(hype 혹은 framing) 가능성, 혹은 일반 투자자의 “bounded rationality,” “human fallibility” 등에 대하여 을이 기본 교육을 받았다 하자.<sup>16</sup> 그러면  $a = 5\%$ 인 금융상품 권유에 따른 을의 일차 반응은 다음과 유사할 것이다.

- 가) “무위험 이자율이 2%인데, 수익률 5%를 안정적으로 얻을 수 있다는 것이 사실일까?”
- 나) “나와 일면식도 없는 이 판매원이 자신의 실적을 올리기 위해 상품의 수익률을 과장하는 것 아닐까?”

등의 “합리적” 의심일 것이다. 그리고 이에 따라 다음의 질의를 할 수 있다.

- 다) “수익률 5%를 성취하지 못할 가능성도 있나요?”

이런 질문을 받게 되면 판매원의 답변은

- 라) “사실 수익률 5%를 성취하지 못할 수도 있지만 그 확률은 아주 낮다”

정도의 내용이 될 것으로 예상된다. 일단 이 정도의 답변을 들으면 고객은 이 상품이 무위험 상품이 아님을 알 수 있고 따라서 투자를 재고할 수 있다. 그러므로 어떠한 방향성의 금융교육을 받았는가에 따라 고객의 선택이 달라질 수 있다. 금융에 관한 통상적인 지식을 전수받았다 해서 자동적으로 고객의 선택이 현명해지는 것은 아니다. 위 가) ~ 라)의 과정을 보면 금융지식이 중요한 것이 아니라 합리적 의심을 할 수 있는 능력, 즉 합리성이 중요함을 알 수 있다. 이런 면에서 금융교육에서도 재무금융의 피상적 지식의 전달보다 “합리성”에 대한 강조가 중요하며, 가장 합리적인 금융교육 중 하나는 금융소비자의 “bounded rationality”를 강조하는 것이다. 즉 금융소비자 본인들이 “over-confidence,” “over-optimism,” “limited attention,” “loss aversion,” 혹은 “herding” 등 특성을 가지고 있어 비합리적 (금융)의사결정을 할 가능성이 높다는 것을 강조하는 것이다. 이때 간단해 보이는 금융상품(X) 구입도 IFA, FA(financial adviser) 등의 전문가와 상의할 수 있다. 동시에 판매자는 “incentives”에 의해서만 반응한다는 것을 강조하는 것이다. 가령 판매자가 특정 상품을 강조할 때에는, 다른 모든 것이 동일할 때, 자신의 이익 때문일 개연성이 높음을 주지시키는 것이다.

<sup>16</sup> 혹은 투자의 기본인 “high risk, high return”의 보편성을 “강조”하는 교육을 받았다고 하자.



## 2.2 단계 3 (문제 제기)

1년 후 이 상품의 수익률이 고객 을이 예상한  $a$ 가 아닌  $(-b)$ 로 실현되면 을과 갑(의 회사) 사이에 문제가 발생한다. 그런데 모든 고객이 갑 회사에 문제를 제기하고 배상 등을 강력히 요구할까? 만일 그렇지 않다면 을의 문제 제기는 어떤 요인에 의해서 결정될까?

- ① “ $a + b$ ”의 크기
- ② 사회의 관행과 문화: 주권의식 등

첫째로 을의 예상 수익률  $a$ 와 실제 수익률  $-b$ 와의 격차 즉  $a + b$ 가 클수록 을이 문제를 제기하고 배상 등을 요구할 가능성이 높을 것이다. 둘째로, 그렇다면 동일한 격차  $a + b$ 에 대해 모든 사회의 모든 고객들이 동일한 빈도와 강도로 배상을 요구할까? 이 또한 소비자 주권 의식 등 사회의 문화와 가치관의 영향을 받는다. 소비자의 부당한 피해에 대해 배상 받을 권리 행사에 적극적인 사회일수록 고객이 배상을 요구할 가능성이 높다. “맞은 사람은 밭 뺨고 자도 때린 사람은 오그리고 잔다,” “좋은 게 좋은 거지”라는 말처럼, 부당한 피해를 입어도 웬만하면 감수하는 문화가 있는 우리나라의 경우 그렇지 않은 사회에서보다 자신의 정당한 권리 행사에 소극적일 가능성이 높다.

## 2.3 단계 4 (당사자간 해결 또는 중재)

단계 3에서 을이 갑에게 수익률 차이에 대해 이의를 제기하면 갑(의 회사)은 언제나 이를 인정하고 배상을 할까? 갑(회사)과 을 당사자간 혹은 제3자의 중재를 통해, 이 문제가 법정까지 가지 않고 해결될 가능성은 다음 요인들에 의해 영향을 받을 것이다.

- ①  $a + b$
- ② 법률과 제도(소송 비용 등)
- ③ 사회의 관행과 문화: 옳고 그름(justice)에 대한 의식
- ④ 여론(언론기관, 유관단체 등)

첫째로 (갑이 문제를 제기했을 때)  $a + b$ 가 클수록 즉 문제가 심각할수록, 두 당사자 간 문제가 합의로 혹은 소비자원, 금융소비자보호원, 금융감독원 등 제3자 혹은 유관기관의 중재·개입으로 해결될 가능성이 크다. 그런데 여기서  $a + b$ 는 양면적 속성을 가진다. 먼저 이 값이 클수록 을의 반발이 심하므로 갑(회사)이 되도록 을의 요구를 부분적이라도 수락할 가능성이 있다. 반면 이 값이 너무 크면 갑(회사)의 배상금도 너무 커지므로 오히려 배상에 소극적일 수도 있다. 또  $a + b = 10a - 0.4$ 는  $a$ 에 비례하므로 큰  $a + b$  값은 결국 큰  $a$  값에 의해 초래된 것인데, 큰  $a$  값을 가진 상품일수록 고객들이 쉽게 현혹되어 더 많이 판매되었을 수 있다. 그렇다면 큰  $a$  값으로 큰 손해를 본 을이 갑 회사에 배상을 요구할 때, 갑 회사로서는 동일한 (큰  $a$  값을 갖는) 상품을 구매한 많은

다른 구매자들 또한 배상을 요구할 개연성을 감안하여 을에 대한 배상 여부를 결정할 것이다.<sup>17</sup>

둘째로 법정 소송에서의 승소·패소 확률에 따라, 혹은 소송 비용, 소송 기간에 따라 갑의 태도가 다를 수 있다. 소송 비용(기간)이 개인 투자자 을이 부담하기에 지나치게 크면(길면) 갑이 배상 문제에 적극적이지 않을 수 있다.

셋째로 옳고 그름 혹은 정의(justice)에 대한 사회 전반의 인식, 의식, 정서에 따라 문제 해결 가능성이 다르다. 가령 교통 사고나 범죄 등 민형사상 소송에서 일반 시민이 자신이 직접 관련된 일이 아니더라도 사건의 합당한 해결을 위해 법정에 증인으로 나서는 것이 희소하지 않은 사회가 있는 반면, 본인이 피해를 입은 사건에서조차도 되도록 분쟁은 피하려고 하는 사회도 있을 수 있다. 이처럼 서로 다른 사회의 구성원들은 동일한 불완전판매 사건에 대해서도 문제 해결을 위한 적극성에 차이가 있을 수 있다.

마지막으로, 금융분쟁 발생 시 여론의 관심과 향방, 공정거래위원회나 소비자원 등의 중재기관, 금융감독원 등의 감독기관, 관련 시민단체나 소비자단체들이 여하히 적극적으로 개입하고 있는가에 따라 소송에 돌입하지 않고 해결될 가능성이 달라진다. 여기서 ③과 ④의 하나의 차이점은, ③은 (특정 사건과 관계 없는) 사전적 요소임에 반해 ④는 (특정 사건 발생 후 구체적으로 나타나는) 사후적 요소라는 점이다.

## 2.4 단계 5 (소송)

당사자간 합의 혹은 제3자를 통한 중재가 이루어지지 않으면 최종적으로 법정 소송으로 진행될 수 있다. 이때 소송 결과는 주로 다음 요인들에 의해 결정된다.

- ①  $a + b$
- ② 법률과 제도 (소송 비용과 기간 등)
- ③ 사회의 관행과 문화: 사회 통념
- ④ 소셜 네트워크

일반적으로는  $a + b$ 가 클수록 을이 승소할 확률이 커질 것이다. 하지만 동일한  $a + b$ 에 대해서도, 실제 소송 비용이나 소요 기간 등에 따라 원고가 도중에 포기할 개연성이 다를 수 있다.<sup>18</sup> 가령 갑의 회사가 어느 검증된 로펌(law firm)에 소송을 맡기는 경우 개인에 불과한 을이 소송의 어느 단계(시점)에 이르러서는 스스로 포기하고 자신에게 불리한 합의에 응할 수 있다. 또 법률로 모든 것이 명명백백히 가려지기 어려운 경우 일반적인 사회 통념에 기반하여 판결이 내려지기도 한다. 비근한 예로 2015년 한 방송통신사로부터 해고된 기자가 회사를 상대로 낸 해고 무효 소송에서, 법원은 이 기자의 해임 처분이 “사회 통념 상 현저하게 타당성을 잃어 징계권자의 재량권을 남용한

<sup>17</sup> 가령 우리나라 모 반도체 회사에 근무하던 종업원들 중 일부가 백혈병, 난소암 등의 질병으로 사망한 경우 해당 회사는 업무상 재해를 부인하고 오랫동안 배상을 거부해왔다. 2017년 7월 7일 연합뉴스 보도 참조.

(<http://www.yonhapnews.co.kr/bulletin/2017/07/07/0200000000AKR20170707183500004.HTML>)

<sup>18</sup> 단계 4의 소송 기간이나 비용은 사전적으로 예상되는 것인 반면 단계 5의 소송 기간이나 비용은 실제 소송 시 나타나는 사후적인 것이다. 사전적으로 예상되는 소송 기간/비용과 사후적 그것들의 차이가 있다 하더라도 이 둘 모두는 한 사회의 법과 제도에 의해 영향을 받고 대체로 결정된다.

것”으로 판단하여 2017년 7월 11일 무효 판결을 내렸다.<sup>19</sup> 마지막으로, “전관예우” 관행에서 알 수 있듯이, 그리고 검사 출신이 피의자일 때 일반인 피의자보다 구속 기소 되는 경우가 적은 사실에서 알 수 있듯이, 사회의 느슨한 혹은 긴밀한 네트워크가 소송의 승소 여부에 영향을 미친다.

이제 위 각 단계에서 영향을 미치는 요소들을 요약하면 표 4와 같은데, 이 표에서 알 수 있듯 한 사회의 문화는 거의 모든 단계에서 직간접적 영향을 미치고 있다.

표 4 금융분쟁의 단계와 결정 요소

단계	결정요소 (모형)	결정요소 (함의)
1. 판매자 선택	$a$	정보비대칭 이해상충 모럴해저드
	전체 사회의 도덕·윤리 수준 및 관행	사회의 문화
	법 규정	법
2. 고객의 선택	$a$	정보비대칭 이해상충 모럴해저드
	금융교육 (합리성)	금융교육
3. 문제 제기	$a+b$	정보비대칭 이해상충 모럴해저드
	관행과 문화	사회의 문화
4. 당사자간 해결	$a+b$	정보비대칭 이해상충 모럴해저드
	법률과 제도	법
	관행과 문화	사회의 문화
	여론	
5. 소송	$a+b$	정보비대칭 이해상충 모럴해저드
	법률과 제도	법
	관행과 통념	사회의 문화
	소셜 네트워크	(끼리끼리 문화)

#### IV. 금융분쟁 대책

II, III 장의 논의를 바탕으로 본 연구에서는 투자자를 금융분쟁의 피해로부터 보호할 수 있는 대책으로 다음을 제시한다.

<sup>19</sup> 한겨레신문 2017년 7월 13일 보도(<http://www.hani.co.kr/arti/society/media/802680.html>)

- 1) 새로운 금융교육 (bounded rationality, human fallibility, framing 등 강조)
- 2) 금융기관과 금융소비자의 행태를 반영하는 정책(behaviorally based policies)
- 3) 전체 사회의 문화와 가치관 변화
- 4) 법체계의 형평성 제고

II 장에서 설명했듯이, 금융교육의 주된 목표는 금융소비자가 모든 것을 깨우쳐 이상적인 최적 금융의사결정을 실행할 수 있게 함이 아니라 오히려 이들의 비합리성을 강조하는 것이어야 한다. 소비자의 over-confidence, loss aversion, herding 등 행동경제학(행동재무론)의 많은 중요한 발견들을 교육하는 것도 그 하나이다. 이는 곧 중요한 금융의사결정은 금융전문가의 도움을 받아야 함을 금융교육에서 강조할 필요가 있다는 것이다. 가령 펀드 투자도 금융소비자들이 직접 결정할 일이 아니라 전문가의 도움을 받아 심사숙고하여야 할 전문적 분야이기 때문이다. 행동경제학 연구로 2013년 노벨 경제학상을 수상한 Yale University의 Robert J. Shiller 교수도 미국 소비자는 금융상품을 분석할 능력이 없으며 의료 서비스를 의사로부터 받는 것처럼 금융문제는 금융 전문가의 도움을 받아야 한다고 주장한다.<sup>20</sup> 사실 키코 분쟁의 경우에도, 환헤지금융상품의 소비자였던 수출 중소기업들이 은행 판매원의 설명만 듣고 구매하기보다 제3자 전문가의 자문을 받았더라면 그 결과는 매우 달라졌을 개연성이 높다.

그렇다면 어떤 금융전문가의 도움을 받아야 할까? 가장 중요한 사항은 오로지 의뢰인(금융소비자)만을 위해 일할 수 있는 유인(incentives)을 가진 주체여야 한다는 것이다. 즉 신인의무(fiduciary duty)를 “스스로” “자발적으로” 충실히 수행할 수 있는 주체여야 한다는 것이다. 물론 금융 자문가로서의 일정한 전문성도 담보되어야 한다. 그 가장 대표적인 예가 영국의 IFA(independent finance advisor)인데 이들은 금융상품 판매원(기관)과는 독립적 관계에서 오로지 고객만을 위한 최선의 금융자문을 해주고 이에 대한 보수도 고객으로부터 받는다. 이에 대해서는 일찍이 영국의 IFA 제도와 우리나라에 대한 함의를 연구한 유진·손정국(2011)도 동일한 주장을 한 바 있으며, 실제로 우리나라에서도 금융투자업계의 수년간 논의를 거쳐 IFA(독립투자자자문업자) 제도가 2017년 상반기 도입으로 결실을 맺었다. 단 (보이지 않는) 자문 서비스에 대한 (보이는) 비용 지불이 익숙하지 않은 우리나라 정서와 문화로 인해 IFA 제도가 우리나라에 정착하려면 정책적 고려가 필요할 것이다.<sup>21</sup> (한 사회의 문화가 이처럼 상대적으로 사소한 문제까지도 직간접적 영향을 미침이 확인된다.) 장기적으로는, 금융서비스에 대한 정당한 비용 지불이 사회적으로 수용되고 IFA 활성화에 대한 업계와 학계의 실용적 연구가 더 진전되면 IF는 일반 금융소비자의 금융 의사결정에 중요한 역할을 할 것으로 기대된다.

2)는 본 연구의 핵심이라 할 수 있는 정책의 실효성에 관한 것이다. 무릇 어떤 정책이 실효적이기 위해서는 실제로 발생하고 있는 현황 즉, 관련된 경제 주체들의 “실제” 행태에

<sup>20</sup> <http://www.investmentnews.com/article/20131205/FREE/131209947/nobel-laureate-everyone-should-have-a-financial-adviser>, <https://www.wsj.com/articles/robert-shillers-nobel-knowledge-wsj-money-spring-2014-1395845900>

<sup>21</sup> 가령 “Separating out an amount or amounts for the payment of the adviser charge from the amount received from the retail client to be invested” 등의 방식을 들 수 있다(참조 Conduct of Business Sourcebook 6.1B.9B (Financial Conduct Authority Handbook)).

기반해야 한다. 비근한 예로, 최근에는 금융분쟁 방지를 위해 예금통장 하나를 개설할 때도 많은 서명이 요구된다. 하지만 서명할 때마다 계약 내용을 꼼꼼히 다 읽고 서명하는 사람들은 별로 없다. 즉 소비자 보호를 위한 서명 정책은 소비자들의 실제 행태를 반영하지 않은 것이고 그로 인해 정책당국이 원하는 성과를 거두기 어렵다. 만일 ELS 등 장외과생상품 거래 시 만기까지 확률 90% 혹은 95%로 가능한 최대 손실액을 **폰트 크기 16** 이상으로 계약서에 써놓고 판매자가 이를 구두로 설명하고 녹취하게 한다면 어떨까?<sup>22</sup> “원금의 30% 이상을 잃을 확률이 10%”로 명시하는 것과, “knock-in 발생 시 원금손실 가능” 식으로 고지하는 것은 본질적 차이가 있다. 마치 환자들이 수술의 위험, 부작용 등을 의사로부터 소상하게 설명 받고 수술 여부를 결정하듯, 소비자들도 금융거래의 위험을 이처럼 제대로 이해한 후 결정하여야 한다.

또 대부분의 생명보험계약에는 비흡연자에 대한 보험료 할인혜택이 존재한다. 그런데 보험설계사는 계약자의 보험료에 비례하여 수당을 받으므로 이 할인혜택을 알려주지 않을 유인이 있다. 그러다 보니 서민 생활 지원을 위해 일정 조건을 갖춘 서민들에게 자동차 보험료를 최대 8% 할인해 주는 제도가 있지만 보험사들이 이를 고개들에게 제대로 알리지 않아 2016년에는 가입자가 2014년 대비 반으로 줄기도 했다.<sup>23</sup> 보험(설계)사들의 이런 행태를 반영하여, 감독당국은 ① 모든 생명보험 계약 시 설계사가 각종 할인혜택을 계약자에게 반드시 알려주고 ② 보험사는 추후 계약자에게 유선 전화 등으로 ‘할인혜택을 알고 계약했는지’ 확인하고 ③ 이를 어길 시 보험사에 상당한 배상금을 물리면 정책의 실효성이 제고될 것이다.

정책 실효성과 관련된 고전적 사례로, 2006년 당시 영국 Financial Services Authority 위원장이었던 Callum McCarthy는 금융시장에서의 “incentive”의 중요성을 다음 사례를 통해 역설했다(McCarthy(2006)). 범법자들을 선박에 태워 호주로 이주시키면서 출발 시 승선한 인원수를 기준으로 선박 이용비용을 지불했는데, 목적지에 도착해보니 적잖은 범법자들이 이미 사망했다. 이에 따라 유인체계를 바꾸어 1792년부터는 살아서 도착한 범법자 수를 기준으로 보상을 지불하자 1793년부터는 사망률이 거의 “0”으로 떨어졌다. 이처럼 기업은 유인에 의해, 개별 소비자는 심리·습관에 의해 반응하는 성향이 강하므로 기업 유인과 소비자 심리·습관을 반영하는 정책들이 요망된다.

그렇다면 기업의 유인과 소비자의 행태를 모두 반영하는 실효성 있는 금융정책, 분쟁을 최소화할 금융정책이란 어떤 정책이 되어야 하는가? 본 연구에서는 이를 “음악회 아동 동반 금지” 정책으로 비유하고자 한다. 부모와 함께 음악회에 온 아동들이 내는 시끄러운 소음으로 음악회가 어수선해 지는 것을 막기 위해, 10살 미만 아동 입장 금지를 공연장이 시행한다 하자. 그런데 10살 미만의 음악 영재들에게 대가(virtuoso)의 연주를 직접 듣는 기회가 소중할 수 있고, 모든 아동들이 음악회에서 다 떠드는 것도 아니다. 반면 타청중들도 방해받지 않을 권리가 있다. 그렇다면 공연장이 “아동도 입장 가능하나, 소음 등으로 음악회에 영향 줄 경우 부모가 전적인 (배상) 책임을 진다”는

<sup>22</sup> 2017년 7월 2일, 금융위원회는 파생결합상품을 70대 이상 고령자에게 판매할 때 판매과정을 녹취하도록 “자본시장법과 금융투자업에 관한 법률시행령”을 일부 개정해 입법예고했다(연합뉴스).

<sup>23</sup> 2017년 7월 10일 SBS 보도, “보험료 8% 깎아주는 '서민 할인'...보험사 수익 줄까 '쉬쉬'”

([http://news.sbs.co.kr/news/endPage.do?news\\_id=N1004288748&plink=COPYPASTE&cooper=SBSNEWSEND](http://news.sbs.co.kr/news/endPage.do?news_id=N1004288748&plink=COPYPASTE&cooper=SBSNEWSEND))

정책으로 전향할 수 있다. 그러면 음악회에서 정숙 모드를 유지할 수 있을 아동들만 부모들이 음악회에 동반할 것이다. 이런 아동들에게까지 무조건 입장을 금한다면 과잉규제일 수 있다.

또 하나의 예로 “변동금리 모기지론”을 들 수 있다. 언제부터인지 국내에서도 주택담보대출은 변동금리가 일반화되어 있다. 그런데 변동금리대출이란 시장 이자율이 상승하면 그만큼 대출 이자율을 상승시키는 상품으로, 결국 은행 대출자산(차입자에겐 부채)의 “이자율 위험(interest rate risk)”을 차입자에게 100% 전가하는 것이다. 또 이자율이 낮을 때 대출받은 차입자는 추후 이자율이 상승하면 채무불이행자가 될 수도 있다. 물론 은행은 이를 감안하여 차입자에게 과다담보(over-collateralization)를 요구한다. 그 결과 변동금리대출은 은행 입장에서선 안전한 대출인 반면 차입자에겐 매우 위험할 수 있는 상품이다. 게다가 대부분 차입자들은, 특히 저금리 시절에는, 변동금리대출의 위험을 내다보지 못한다. 마치 주가 상승기에는 계속 주가가 상승할 것처럼 보여 뒤늦게 (최고점에서) 투자하는 개인들이 많은 것과 유사하다. 특히 “teaser rate”이라 하여 상환 초기 수년간은 초저금리를 적용하는 대출도 있어, 합리적이지 못한 차입자들은 이런 대출상품에 환호하기 마련이다. 그렇다고 금융당국이 이런 (다양한) 변동금리대출을 전적으로 불허하면, 자신의 능력으로 이 대출을 능히 소화할 수 있는 차입자들의 기회를 박탈하게 되고 금융상품의 “innovation”을 과도하게 억제하는 결과를 가져온다. 그러므로 이 모든 것을 고려할 때 다음과 같은 정책을 생각할 수 있다.

- a) 고정금리로 고객에게 대출하는 것을 원칙(default, D)으로 한다  
(즉 fixed rate, level-payment, fully amortized mortgages)
- b) 은행이 원하면 고객에게 다른 형태의 모기지(V)를 대출할 수 있도록 허용한다
- c) 향후 V로 인해 채무불이행 등이 발생하면, D로 인해 채무불이행이 발생할 때보다 은행이 더 많은 책임을 지도록 한다.

사실 금융당국이 고정금리모기지만 판매하도록 은행을 규제해도 은행들은 현명하게 혹은 영악하게 이런 규제를 우회할 수 있다. b)와 c)는, 당국의 기본 원칙 이외의 대출(V)도 은행에게 허용하되 V가 문제가 될 경우엔 V를 스스로 선택한 은행도 일정한 손실을 부담하게 하여, 은행이 고객에게 V 대출을 할 때 보다 면밀히 고객의 신용위험을 분석하게 하는 것이다.<sup>24</sup> 그러면 은행은 신용위험이 낮은 양질의 고객들에게만 V 대출을 시행할 것이다. 이는 마치 음악회에서 떠들지 않을 아동들만 동반하는, “incentive-compatible, self-imposed regulation”이 은행-차입자-당국 모두가 win-win 하는 실효적 정책이 될 수 있는 것과 마찬가지로이다. 이러한 유형의 정책을 “sticky opt-out”이라 한다. “sticky”란 부외선택(opt-out)을 허용하되 기본정책(default)에 충실하게끔(stick) 한다는 뜻이다(Barr et. al.(2008)). 이는 소비자나 시장 모두를 배려하는 정책이 될 수 있다.

3) ‘전체 사회의 문화와 가치관 변화’는 상당 기간이 지나야 효과가 나타날 수 있다. 그런데 중요한 것은 사회의 문화-규범-관행도 변한다는 사실이다. 가령 남아선호-실내흡연-군대 내

<sup>24</sup> 2007년 Subprime mortgage crisis와 2008년 World financial crisis의 원인 중 하나는 은행(mortgage originators)과 신용평가기관들의 허술한 “신용위험 분석”이었다고 종종 평가된다 (Hull(2012)).

구타 등 우리 사회의 문제 있는 문화와 관행은 지난 20년간 적잖이 바뀌었다. 마찬가지로 현재 우리 사회의, 자기와 자기 집단만을 중시하는 문화와 관행 및 가치관 또한 장기적으로는 바뀔 수 있다. 또 4)의 법체계, 법규정이 피해자를 보다 배려하는 방향으로 바뀌면 사회의 관행과 문화도 더 빨리 변할 수 있을 것이다.

4) ‘법체계의 형평성 제고’는 피고의 입증책임의 완화 및 징벌적 손해배상의 도입 확대 등 법의 내용과 취지가 분쟁 피해자들을 보호하는 방향으로 전환되어야 함을 의미한다. 최근 우리나라에서도 이러한 변화가 감지되는데, 2017년 7월 30일 대한민국 국회 본회의를 통과한 제조물책임법 개정안은 제조물 결함에 대한 소비자의 입증책임을 줄이고 기업에 징벌적 손해배상 제도를 도입한 것이 핵심이다. 이 개정안에 따르면 기업의 악의적 불법행위에 대해서는 제조업자가 최대 3배까지 손해배상을 지도록 했다. 그런데 손해배상 최고액을 피해자 손해액의 3배로만 일괄 제한함으로써 배상금액 자체가 너무 낮다는 점(미국은 최대 16배)에서 상향 필요성이 제기되고 있고, 징벌적 손해배상을 보다 효과적으로 집행하기 위해 집단소송제도를 확대 도입해야 한다는 의견도 제기되고 있다.<sup>25</sup> 참고로 집단소송제도란 피해자들 중 일부가 가해자를 상대로 소송해 승소하면 그 효력이 별도의 판결 없이도 다른 모든 피해자들에게도 적용되는 제도로, 현재 국내에서는 증권분야에 한해서만 이 제도가 허용되고 있다. 3)의 ‘문화’ 및 4)의 ‘법과 제도’는 그 변화가 장기간을 요하지만 최근 10~20년 동안 문화와 법 모두 서서히, 지속적으로 긍정적 변화가 이루어지고 있는 것은 고무적이다.

요약한다면, (금융)기업은 이익 추구가 목적이고 또 유인(incentives)에 의해서만 반응한다는 점에서 이들이 자발적으로 (시간과 비용을 들여) 소비자를 최대로 보호하고 배려할 이유가 별로 없다.<sup>26</sup> 또 (금융)소비자는 대체적으로 비합리적 행태를 보이기 때문에 스스로 최적의 의사결정을 하기가 어렵다. 그러므로 두 경제주체의 이러한 행태적 특성을 충분히 반영한 정책만이 실효적 정책이 될 수 있다. 장기적으로는 법, 제도는 물론 전체 사회의 문화와 관행이 (금융)소비자를 더 보호하고 배려하는 방향으로 개선될 때 전체 사회의 (금융)분쟁의 빈도와 강도가 유의하게 감소할 수 있을 것이다.

## V. 맺는 말

본 연구에서는 금융분쟁의 본질적 원인을 파악하고, 금융분쟁의 양상과 결과를 분석하며 금융분쟁에 대한 (사전적 및 사후적) 대책을 제시하였다. 금융분쟁의 본질적 원인으로는 정보비대칭-이해상충-모럴해저드-금융교육-법체계-사회의 문화 등 여섯 가지를 제시하였고 특히 금융교육, 법체계 및 사회의 문화에 대해 깊게 논의하였다. 또 금융분쟁의 가상 사례를 활용하여 분쟁의 발생-진행-결과의 각 과정에서 위 여섯 가지 원인 요소가 여하히 작용하는지를 고찰하였다. 마지막으로 금융분쟁의 피해를 최소화하기 위한 대책으로 새로운 금융교육, 경제주체의 행태를 반영하는 정책, 사회의 문화와 가치관

<sup>25</sup> 경향신문 2017년 4월 1일자 “징벌적 ‘3배’ 손해배상 과연 효과 있을까”

([http://news.khan.co.kr/kh\\_news/khan\\_art\\_view.html?artid=201704011638001&code=940100](http://news.khan.co.kr/kh_news/khan_art_view.html?artid=201704011638001&code=940100))

<sup>26</sup> 가령 최근 글로벌 초우량기업인 Mercedes-Benz조차도 배출가스 조작 의혹으로 독일 검찰의 수사를 받고 있다. 이로 인해 이 회사는 유럽 전역에서 판매한 디젤 차량 300만대를 리콜할 계획이다. 조선일보 2017년 7월 17일자

([http://news.chosun.com/site/data/html\\_dir/2017/07/19/2017071900795.html](http://news.chosun.com/site/data/html_dir/2017/07/19/2017071900795.html))

변화 및 법체계의 형평성 제고를 제시하고 논의하였다.

지금까지 금융분쟁에 대해서는 법학 분야에서 이루어진 연구가 대부분이었고 금융 전문가인 재무 학자들의 연구는 미미하였다. 본 연구를 계기로 재무 분야에서도 (금융소비자의 경제적 복리에 지대한 영향을 미치는) 금융분쟁에 관한 논의와 연구가 보다 활발히 진행되기를 바란다. 또 금융분쟁의 원인과 대책으로 금융 분야뿐 아니라 법규정, 전체 사회의 문화와 관행, 경제 주체들의 실제 행태의 중요성을 강조하는 본 연구를 시작으로, 향후에는 재무-법-문화-행동과학 등의 유관 분야에서 금융분쟁에 대한 학제적, 통합적 연구가 이루어지기를 바란다. 마지막으로 금융분쟁 연구에선 비단 이러한 학자들뿐 아니라 금융업계 실무자 및 금융정책 담당자들도 협업한다면 금융기관-금융소비자-정책당국 모두에게 의미 있는 결과가 도출되리라 믿는다. 이에 대해서도 향후 연구를 기대한다.

## 참고문헌

- 김용길, 2014, 금융분쟁에 있어서 ADR제도의 효율적인 운영방안, 중재연구, 24권 2호, 53-80
- 김운정, 2016, 금융투자상품 금융분쟁과 고령투자자 보호 방안, 법학연구, 27권 1호, 43-88
- 김운정, 2013, 현행 금융분쟁해결제도의 평가 및 개선 방안, 기업법연구, 27권 1호, 43-88
- 김종호, 2012, 보험상품의 금융분쟁에 대한 법적규제방안, 법학연구, 23권 1호, 115-171
- 김춘, 2010, 금융분쟁조정제도의 개선방안에 관한 연구: 영국의 금융옵부즈맨제도와 우리나라에 대한 시사점, 증권법연구, 11권 2호, 135-174
- 맹수석, 2010, 금융거래에 있어서 투자자 분쟁해결제도의 법적 쟁점, 증권법연구, 11권 2호, 175-212
- 손영화, 2011, 금융분쟁조정제도의 합리적 개선 방안, 법과 정책연구, 11권 3호, 929-961
- 손정국·성희활, 2014, “‘교육에서 자문으로’의 사전적 금융소비자 보호방식의 패러다임 변화 모색,” 증권법연구, 15권 1호, 357-400
- 유진·손정국, 2012, 펀드판매의 문제점과 개선방향 및 대책, 경제연구, 33권 1호, 95-129
- 유진·손정국, 2011, 금융소비자와 독립투자자문업: 영국의 사례와 국내시장에의 함의, 소비자문제연구, 40호, 91-116
- 이상재·김영도, 2009, 키코 파생상품의 이해
- 이재성, 2016, 금융소비자보호 기본법안의 금융분쟁조정제도에 관한 고찰, 중앙법학, 18권 4호, 415-454
- 전승근, 2011, 보험상품의 금융분쟁과 관련한 규제 및 사례연구, 연세글로벌비즈니스법학연구, 3권 2호, 113-174
- 오세경·박선중, 2013, “키코사태의 진실을 찾다: 키코 악몽과 5년간의 법정공방,” 북마크



황진자, 2011, “금융상품의 불완전판매와 소비자보호: 사법적 규율을 중심으로,”  
고려대학교 법학박사 학위 논문  
한국금융투자자보호재단, 2016, 투자자서베이  
한국금융투자자보호재단, 2007, 투자자서베이

Barr, M., S. Mullainathan, and E. Shafr, 2008, “An Opt-Out Home Mortgage System,”  
Hamilton Project Discussion Paper, The Brookings Institution.  
FCA, 2014, R14/14 – Redress for Payment Protection Insurance (PPI) mis-sales  
FCA, Conduct of Business Sourcebook  
Hull, John, 2012, Risk Management and Financial Institutions, WILEY  
OECD, 2016, OECD/INFE International Survey of Adult Financial Literacy  
Competencies  
Mills, C., Wright, 1956, *The Power Elite*, Oxford University Press  
Musto, David, 2007, “Victimizing the borrowers: Predatory Lending’s Role in the  
Subprime Mortgage Crisis, Wharton Working Paper,  
Shefrin, Hersh, 2005, *Behavioral Corporate Finance*, McGraw-Hill Irwin  
Tversky, Amos, and Daniel Kahneman, 1981, "The Framing of Decisions and the  
Psychology of Choice," *Science*, 211, 453-458.  
Willis, Lauren, 2008, “Against Financial-Literacy Education,” *Iowa Law Review*, 197-  
285

[http://news.khan.co.kr/kh\\_news/khan\\_art\\_view.html?artid=201704011638001&code=940100#csidx4c9d4784142083daa1c2d0f10621c2d](http://news.khan.co.kr/kh_news/khan_art_view.html?artid=201704011638001&code=940100#csidx4c9d4784142083daa1c2d0f10621c2d)  
[http://news.chosun.com/site/data/html\\_dir/2016/10/31/2016103100192.html](http://news.chosun.com/site/data/html_dir/2016/10/31/2016103100192.html)  
<http://news.hankyung.com/article/201606293365g>  
<http://news.hankyung.com/article/2017071112841>  
[http://news.chosun.com/site/data/html\\_dir/2017/07/11/2017071101082.html](http://news.chosun.com/site/data/html_dir/2017/07/11/2017071101082.html)  
<http://mba.mk.co.kr/view.php?sc=30000001&cm=%C3%EB%BE%F7%2C+job%C5%D7%C5%A9+&year=2017&no=76758&selFlag=&relatedcode=>  
[http://news.chosun.com/site/data/html\\_dir/2016/06/29/2016062903879.html?Dep0=twitter&d=2016062903879](http://news.chosun.com/site/data/html_dir/2016/06/29/2016062903879.html?Dep0=twitter&d=2016062903879)  
<http://www.yonhapnews.co.kr/bulletin/2017/07/07/0200000000AKR20170707183500004.HTML>  
<http://www.hani.co.kr/arti/society/media/802680.html>  
[http://news.sbs.co.kr/news/endPage.do?news\\_id=N1004288748&plink=COPYPASTE&cooper=SBSNEWSEND](http://news.sbs.co.kr/news/endPage.do?news_id=N1004288748&plink=COPYPASTE&cooper=SBSNEWSEND)  
[http://news.khan.co.kr/kh\\_news/khan\\_art\\_view.html?artid=201704011638001&code=940100](http://news.khan.co.kr/kh_news/khan_art_view.html?artid=201704011638001&code=940100)  
[http://news.chosun.com/site/data/html\\_dir/2017/07/19/2017071900795.html](http://news.chosun.com/site/data/html_dir/2017/07/19/2017071900795.html)  
<http://www.investmentnews.com/article/20131205/FREE/131209947/nobel-laureate->

everyone-should-have-a-financial-adviser

<https://www.wsj.com/articles/robert-shillers-nobel-knowledge-wsj-money-spring-2014-1395845900>

# Financial Disputes and Protection of Financial Consumers

## Abstract

For some two decades, disputes between financial institutions and financial consumers have taken place all around the world. From the disputes do financial consumers suffer financially and even go bankrupt. Financial institutions have to reimburse the losses financial consumers suffer, too, and they themselves also suffer in terms of reputation. We explore the fundamental causes of, and effective resolutions of, financial disputes. We find that the former are, among others, misguided financial education, laws, and cultures and norms of a society and that the latter are an emphasis on bounded rationality of consumers in financial education, behaviorally based financial policies, change in cultures and norms of a society toward consumer protection, and improvement in unequal legal system. We also examine what kind of a role each of the six causes of financial disputes plays in evolution of process of a financial dispute.