

금융위기와 새로운 패러다임의 법적 규제*

- 개인적 부패와 제도적 실패의 변증법 -

Finanzielle Krise und ein neues Paradigma von Verrechtlichung
- Dialektik zwischen individueller Korruption und institutionellem Misserfolg -

양 천 수(Yang, Chun Soo)**

ABSTRACT

Die vorliegende Arbeit zielt darauf, die finanzielle Krise von "Subprime Mortgage" zu analysieren und sich der Frage zu nähern, ob und wie ein der finanziellen Krise gerechtes neues Paradigma von Verrechtlichung möglich ist. Dazu untersucht die vorliegende Arbeit zunächst den Verlauf der Subprime-Krise (II) und ihre Ursachen (III). Dabei beruft sich die vorliegende Arbeit auf sowohl eine "strukturelle Analyse" als auch eine "Handlungsanalyse" der Subprime-Krise. Hieraus leitet die vorliegende Arbeit das Ergebnis ab, dass sich die Subprime-Krise aus der Interaktion zwischen individueller Korruption und institutionellem Misserfolg ergibt. Auf der Grundlage des Ergebnisses geht die vorliegende Arbeit darauf ein, warum es eines neuen Paradigmas der Verrechtlichung bedarf und was es ist (IV). Der Autor stellt die "Pluralisierung", "Funktionalisierung" und "Prozeduralisierung" der Verrechtlichung als ein neues Paradigma auf.

Key Words: 서브프라임(Subprime Mortgage), 금융위기(finanzielle Krise), 유동화(Mobilisierung), 법적 규제(Verrechtlichung), 다원화(Pluralisierung), 기능화(Funktionalisierung), 절차주의화(Prozeduralisierung)

I. 서론

지난 2006년부터 현실화되기 시작한 서브프라임 금융위기는 지난 2008년에 전 세계적인 금융위기를 초래하면서 파국으로 치닫고 말았다. 이 파장은 우리 경제에도 심대한 영향을 미쳐, 최근까지 우리 경제는 금융위기 이후의 침체상태에서 크게 벗어나지 못하고 있는 상황이다. 이러한 서브프라임 금융위기가 왜 발생하였는가에 관해서는 그간 여러 연구자들이 다양한 이론적 근거를 제시하였는데, 이는 크게 다음 두 가지로 압축해

* 이 연구는 선진사회연구원의 연구비 지원에 의해서 수행되었습니다(선진사회연구원 2009-5).

**영남대학교 법학전문대학원 조교수·법학박사

서 말할 수 있다고 생각한다.¹⁾ 즉 ‘개인적 부패’와 ‘제도적 실패’가 변증적으로 상호작용함으로써, 이번 서브프라임 금융위기가 촉발된 것이다. 한편 이번 서브프라임 금융위기는 ‘규제정책의 방향’에 관해 새로운 문제를 제기하였다. 가령 좌파적 시각을 갖고 있는 일부 경제학자들은 이러한 서브프라임 금융위기는 곧 ‘규제완화’를 부르짖던 ‘신자유주의적 금융정책’의 실패를 단적으로 보여주는 것이고, 따라서 이에 대한 ‘대안’은 ‘규제강화’로 되돌아가는 것이라고 주장한다.²⁾ 그러나 이러한 해법에 반대하는 견해도 만만치 않다. ‘규제강화’에 반대하는 진영은 우리의 금융현실에서는 여전히 ‘규제완화’가 필요하다고 말한다. 그렇다면 금융시장이 거대한 구조변동을 맞고 있는 지금 시점에서 법적 규제정책이 나아가야 할 방향은 무엇일까? 이 글은 이러한 문제의식에서 이번에 발생한 서브프라임 금융위기를 분석하고, 이에 적합한 새로운 패러다임의 법적 규제가 과연 가능한지, 만약 가능하다면 그 방향은 무엇인지 살펴보는 것을 주된 목표로 한다.

II. 서브프라임 금융위기 개관

1. 의 의

먼저 서브프라임 개념부터 간략하게 살펴보도록 한다. ‘서브프라임’, 더욱 정확하게 말해 ‘서브프라임 모기지’(subprime mortgage)란 - ‘프라임 모기지’에 대비되는 개념으로서 - 일반적으로 저금리 주택담보대출(prime mortgage) 자격이 없는 주택구입자에 대해 이루어지는 대출을 말한다.³⁾ 여기서 알 수 있듯이, 서브프라임 모기지는 안정적인 프라임 모기지 대출을 받을 수 없는, 다시 말해 신용상태가 안정적이지 않은 대출신청자들을 대상으로 한 것으로서, 그 만큼 부실화 위험이 큰 대출상품이었다. 그렇지만 미국 ‘연방준비제도이사회’(이하 ‘연준’으로 약칭함)가 2000년 말부터 2003년 6월까지 금리를 6.5%에서 1.0%로 낮추는 초저금리 정책을 유지하고,⁴⁾ 이에 맞물려 미국의 주택가격이 지속적으로 상승하면서, 모기지 대출업자들은 서브프라임 모기지가 안고 있는 위험을 크게 고려하지 않은 채 경쟁적으로 서브프라임 모기지의 비율을 확대하였다. 지속적으로 상승하고 있던 주택가격이 이러한 위험을 상쇄할 것이라고 설블리 예단하였다. 이 결과 2001년에는 1,900억 달러로 전체 모기지 발행액의 8.6%에 불과하던 서브프라임 모기지의 점유율이 2006년에는 6,000억 달러로 전체 모기지 발행액의 20.1%까지 상승하였다.⁵⁾

1) 이에 관해서는 아래 III. 참고.

2) 아래 III.1.1) 참고.

3) 정순섭, “금융위기와 금융법제 - 미국의 장외파생상품규제를 중심으로 -”, 『국제거래법연구』 제17권 제2호(2008), 89쪽.

4) 장시복, “미국 서브프라임 모기지 사태와 세계 경제의 위기”, 『사회경제평론』 제31호(2008), 14쪽.

그러나 이러한 호황은 잠정적인 거품에 불과한 것이었다. 미국 연준이 고유가와 원자재 가격 상승에 따른 인플레이션 압력에 대처하기 위해 2004년 1%였던 금리를 2006년 6월 5.64%까지 올리면서, 부동산 거품은 꺼지기 시작하였다.⁶⁾ 이에 따라 대출금을 갚지 못하는 연체자가 증가하기 시작하였고, 더불어 서브프라임 모기지 대상 주택에 대한 압류도 증가하였다. 그 결과 2006년 하반기부터 서브프라임 사태가 현실화되기 시작하였다.

2. 경 과

서브프라임 사태는 - 다소 거칠게 분석하면 - 크게 3단계로 나누어 그 경과를 추적할 수 있다.⁷⁾ 제1단계는 서브프라임이 안고 있던 위험이 현실화되면서, 모기지 전문업체들이 도산하는 단계이다. 이어 제2단계는 서브프라임에 연계된 MBS(Mortgage Backed Securities: 주택담보부 유통화증권)나 CDO(Collateralized Debt Obligations: 부채담보부 채권)가 부실해지면서, 이에 투자한 각종 투자은행이나 상업은행 등이 큰 손실을 입거나, 이로 인해 도산위기에 처하는 단계이다. 마지막으로 제3단계는 서브프라임 위기가 심화되어, 결국 몇몇 투자은행들이 도산에 빠지거나, 심지어 몇몇 상업은행들이 도산위기에 직면하는 단계를 말한다. 이를 구체적으로 예시하면, 아래와 같다.⁸⁾

먼저 제1단계로서 2007년 3월 12일 당시 미국 2위 모기지 회사인 뉴센츄리 파이낸셜(New Century Financial)이 영업을 중단하였고, 이어 4월 2일에는 파산신청을 하였다. 2007년 3월 20일에는 서브프라임 모기지 대출 전문회사인 피플스 초이스 홈 론(People's Choice Home Loan)이 파산을 신청하였다. 또한 2007년 8월에는 미국 모기지 회사인 아메리카 홈 모기지 투자회사(American Home Mortgage Investment Co.)도 파산을 신청하였다. 나아가 2008년 1월 11일에는 모기지업체인 컨츄리와이드 파이낸셜(Countrywide Financial)이 뱅크 오브 아메리카(Bank of America)에 인수되었고, 2008년 7월 11일에는 인디맥(IndyMac Bancorp Inc.)이 파산하였다.

이어서 제2단계로서 2007년 1월부터 2008년 5월까지 서브프라임 관련 상품에 투자를 한 다수의 투자은행 및 상업은행들이 큰 손실을 입었다. 예를 들어, 시티 그룹(Citi Group)은 428억 달러의 신용손실을 입었으며, 유비에스(UBS)가 382억 달러, 메릴린치(Merrill Lynch)가 370억 달러, 에이치에스비씨(HSBC)가 195억 달러, 이카베 도이치(IKB Deutsche)가 160억 달러, 로얄 뱅크 오브 스코틀랜드(Royal Bank of Scotland)가 152억 달러, 뱅크 오브 아메리카(Bank of America)가 149억 달러, 모건 스탠리(Morgan

5) 조복현, “미국 금융위기의 원인: 유동성 추구와 금융취약성 강화”, 『경제학연구』 제57집 제1호(2009), 218쪽.

6) 장시복, 앞의 논문(주4), 17쪽.

7) 경과에 관해서는 기본적으로 브루스 E. 헨더슨 · 조지아 가이스, 김정환 (옮김), 『서브프라임 임 크라이시스』, 랜덤하우스, 2008, 209쪽 아래; 장시복, 앞의 논문(주4), 15-21쪽 등 참고.

8) 아래의 서술은 주로 장시복, 앞의 논문(주4), 17-20쪽에 의존하였다.

Stanley)가 126억 달러의 손실을 입었다.⁹⁾

마지막 제3단계로서 큰 손실을 보면서도 지탱해오던 주요 투자은행들이 파산하거나, 상업은행으로 전환되었다. 먼저 2008년 3월에는 베어스탠스(Bear Sterns)가 부도위기에 직면하여 결국 JP 모건에 인수되었고, 2008년 9월 14일에는 메릴린치가 500억 달러에 뱅크 오브 아메리카에 인수되었다. 2008년 9월 15일에는 리먼 브러더스(Lehman Brothers Holdings Inc)가 파산신청을 하여 시장에 큰 충격을 주었으며, 골드만삭스(Goldman Sachs)와 모건스탠리(Morgan Stanley)는 은행지주회사로 전환하여 투자은행에서 상업은행으로 탈바꿈하였다. 뿐만 아니라, 세계 최대의 보험회사인 AIG는 유동성 위기에 시달리다, 결국 주식 지분 79.9%를 '연준'에 매각하고 850억 달러의 구제 금융을 지원받는 것으로 가닥을 잡았다.¹⁰⁾

III. 서브프라임 금융위기의 원인 분석

그러면 이렇게 전 세계적인 금융위기를 초래한 서브프라임 금융위기가 발발한 이유는 무엇인가? 아래에서는 크게 두 가지 틀을 원용하여 서브프라임 금융위기의 원인을 분석하고자 한다. 첫째는 '구조적 분석'이고, 둘째는 '행위자 분석'이다. 이를 통해 서브프라임 금융위기는 제도적 실패와 개인적 부패가 변증적으로 상호작용하여 낳은 결과라는 점을 확인하고자 한다.

1. 서브프라임 금융위기에 대한 구조적 분석

1) 자본주의 체제 자체의 구조적 모순

좌파 경제학을 지향한다고 할 수 있는 정치경제학적 시각은 이번에 발발한 서브프라임 금융위기를 자본주의가 형성한 '구조'의 문제로 본다. 이 시각은 서브프라임 금융위기를 자본주의라는 사회구조가 필연적으로 낳을 수밖에 없었던 산물로 바라본다. 이를 대표적으로 예증하는 연구로서 장시복 교수의 연구를 들 수 있다. 장시복 교수는 2008년에 발표한 논문에서 미국 서브프라임 금융위기를 결론적으로 다음과 같이 정리한다.¹¹⁾

9) 장시복, 앞의 논문(주4), 19쪽; 또한 Joint Economic Committee, *The U.S. Housing Bubble and the Global Financial Crisis: Vulnerabilities of the alternative Financial System*, Washington D.C.: Joint Economic Committee, 2008 참고.

10) 장시복, 앞의 논문(주4), 20쪽.

11) 장시복, 앞의 논문(주4), 28쪽.

“첫 번째, 이번 위기는 자본주의 체제 자체의 구조적 모순의 폭발을 의미하며, 특히 1990년대 미국 경제 호황이 양산한 대내외 불균형과 2001년 경기 침체 이후 위기가 지연되면서 나타난 구조적 모순이 폭발하면서 세계적으로 확산된 총체적 위기로 이해할 수 있다. (...) 세 번째, 이번 위기는 시장의 원리를 표방하는 신자유주의가 실제로는 자본의 무한 이윤 추구를 보장하기 위한 하나의 이데올로기였음이 폭로되었으며 이를 바탕으로 한 경제 운용이 파탄 났다는 것을 보여준다.”

위에서 인용한 언명에 따르면, 서브프라임은 ‘자본주의 체제 자체가 야기한 구조적 모순’이 폭발한 사건이며, 특히 지난 세기의 80년대 이후 자본주의 체제를 떠받들었던 ‘신자유주의’가 안고 있던 구조적 한계를 드러낸 것이라고 이해할 수 있다. 이러한 분석은 다분히 마르크스주의 경제학의 시각을 보여주는 것이라고 말할 수 있다. 서브프라임 사태와 마르크스주의 공황론을 연결한 광노완 교수의 연구는 이러한 시각을 한층 더 깊게 한 것이라고 말할 수 있다. 이 연구 역시 마르크스의 공황론을 원용하면서, 서브프라임 금융위기는 자본주의 체제의 모순을 드러낸 것이라고 말한다.¹²⁾ 이와 유사한 맥락에서 조복현 교수는 2009년에 발표한 논문에서 서브프라임 위기는 “금융활동에 내재하는 유동성과 수익성 추구라는 금융본성 강화 전략의 결과이며, 또 이러한 금융본성의 강화를 가능하게 했던 법적 제도적 요소들이 결합된 결과”라고 말한다.¹³⁾ 여기서 조복현 교수는 서브프라임 금융위기의 원인으로 크게 두 가지를 꼽는다. 첫째는 ‘유동성’과 ‘수익성’을 추구하는 금융본성 강화전략이고, 둘째는 이를 가능하게 한 법적 · 제도적 요소이다. 여기서 첫 번째 원인은, 자본주의 체제의 구조적 모순에서 서브프라임 금융위기의 원인을 찾는 장시복 · 광노완 교수의 연구와 맥을 같이 한다. 왜냐하면, 유동성과 수익성을 추구하는 금융의 본성이라는 것은 결국 금융자본주의의 구조적 속성을 달리 말한 것이라고 볼 수 있기 때문이다. 한편 조복현 교수는 두 번째 원인에 대한 구체적인 예로서 “금융친화적 통화정책”을 거론한다.¹⁴⁾ 즉 미국 연준이 지속적으로 최저금리를 유지하는 등 유동성을 강화하는 금융친화적 통화정책을 펴으로써, 서브프라임 금융위기가 발발했다는 것이다.

2) 미국 정부와 연준의 정책 실패

위에서 인용한 조복현 교수의 주장에서 볼 수 있듯이, 미국 정부의 부동산 · 금융 정책과 연준의 통화정책 역시 서브프라임 위기를 유발하는 데 결정적인 기여를 하였다.

12) 광노완, “서브프라임 붕괴와 마르크스주의 공황론의 새로운 지평 - 미국 서브프라임 붕괴, 달러지배체제위기, 석유 · 식량위기의 연관성 -”, 『마르크스주의 연구』 제5권 제3호(2008, 8), 51-77쪽.

13) 조복현, 앞의 논문(주5), 216쪽.

14) 조복현, 앞의 논문(주5), 232쪽 아래.

이러한 미국 정부와 연준의 정책 실패에 관해서는 다시 세 가지 세부적인 원인으로 구분하여 생각할 수 있다. 첫째는 미국 정부의 부동산 정책이고, 둘째는 미국 정부의 신자유주의적인 금융정책이며, 셋째는 미국 연준의 통화정책이다.

(1) 미국 정부의 방만한 부동산 정책

첫째, 미국 정부의 방만한 부동산 정책이 서브프라임 금융위기의 주요한 원인으로 작용하였다. 즉 미국 정부는 주택소유 비율을 높이고자 서브프라임 모기지를 장려하였고, 이 때문에 서브프라임 모기지가 무분별하게 확대되었다는 것이다. 헨더슨과 가이스의 보고에 따르면, 이와 같이 미국 정부가 추구한 부동산 정책의 배후에는 이른바 ‘아메리칸 드림’이 자리 잡고 있다.¹⁵⁾ 헨더슨과 가이스는 ‘자기 집을 소유하는 것’을 아메리칸 드림의 핵심내용으로 본다. 그러나 미국에서 자기 집을 소유할 수 있는 계층은 주로 경제적 능력을 갖춘 백인계층이었다. 흑인이나 유색인종 계층 등은 자기 집을 소유하기 쉽지 않았다. 이에 미국 정부는 자기 집을 소유할 수 있는 계층을 흑인이나 유색인종까지 확대하기 위해 서브프라임 정책을 장려했던 것이다. 이에 대한 한 증거는 서브프라임을 유통화하는 데 핵심적인 기여를 한 2차 모기지 회사들이 주로 준정부기관 또는 공기업이라 할 수 있는 패니매(Fannie Mae), 프레디맥(Freddie Mac), 지니매(Ginnie Mae) 등이었다는 점에서 찾을 수 있다.¹⁶⁾

(2) 미국 정부의 신자유주의적 금융정책

둘째, 미국 정부의 신자유주의적 금융정책도 서브프라임 금융위기의 중요한 원인이 되었다. 잘 알려져 있는 것처럼, 신자유주의적 경제이론은 시장의 자율성을 신뢰 · 강조하면서, 규제완화 또는 탈규제(deregulation)를 추구한다. 지난 세기의 80년대 이후 미국 정부는 이러한 정책을 수용하여 규제완화를 지향하는 금융정책을 실행하였다. 이를 전형적인 보여주는 경우가 바로 투자은행을 포함한 이른바 ‘그림자 은행’(shadow banking system)에 대한 ‘규제공백’ 상태라 말할 수 있다. 여기서 ‘그림자 은행’이란 “투자은행, 헤지펀드, 모기지은행, 금융보험회사, 연금펀드, 구조화증권투자회사(SIV, structured investment vehicle), 매개금융회사(Conduits)를 포함하는 비은행 금융기관들로서 가상적 금융시스템”이라고 정의할 수 있다.¹⁷⁾ 그런데 ‘건정성 규제’나 ‘최소 자기자본보유 규제’ 등과 같은 구속력 있는 규제를 받는 상업은행과는 달리, 투자은행을 대표로 하는 그림자 은행에 대해서는 구속력 있는 규제가 이루어지지 않는 ‘규제공백’ 상태가 존재하고 있었다.¹⁸⁾ 물론 이러한 현상은 규제완화 정책의 결과가 아니라, 금융산

15) 브루스 E. 헨더슨 · 조지아 가이스, 앞의 책(주7), 38쪽 아래.

16) 장대홍, “금융위험의 확산과 규제”, 『자유와 시장』 제1권(2009, 10), 154쪽.

17) 장대홍, 위의 논문(주16), 150쪽.

업이 지속적으로 진화한 결과라고 설명하는 경우도 있지만,¹⁸⁾ 투자를 목적으로 한 투자은행 등에 대해 미국 정부가 적극적으로 규제를 하지 않은 것은 분명 사실이다. 한편 장대홍 교수는 상업은행과 투자은행 사이에서 존재하는 '비대칭적 규제'의 원인에 대해 다음과 같은 이유를 제시하기도 한다.²⁰⁾

“이렇게 금융기관간의 상품대체성과 연계망이 큼에도 불구하고, 투자금융업과 상업금융이 다르며, 따라서 규제의 정도도 달라져야 한다는 인식이 여전히 남아있다. 즉 전자는 ‘투자’행위이므로 위험감수(risk taking)가 투자자의 책임이며, 시장규율에 의해 제어될 수 있다. 반면에, 후자는 실물 경제와 지급결제 질서에 영향을 주는 금융 부문이므로 보호해야 하며, 과도한 위험감수를 막아야 한다는 생각이다.”

이러한 설명방식은 왜 상업은행과 투자은행 사이에서 비대칭적 규제가 발생하는지 설득력 있게 해명한다. 그러나 여기서 우리는 다시 다음과 같은 의문을 던질 수 있다. 이제는 상업은행과 투자은행이 분명하게 분리되어 있는 것이 아니라, 서로 기능적·체계적으로 연결되어 있다면, 투자은행에서 실현되는 위험은 - 이번 서브프라임 사태가 보여주는 것처럼 - 투자은행을 넘어 상업은행까지 파급효과를 미칠 것이고, 이는 더 나아가 - 상업은행에 대한 규제이유가 시사하는 것처럼 - 실물경제에도 파장을 일으킬 수 있다. 그렇다면 왜 상업은행에 대해서는 여전히 규제의 칼을 뽑아 들면서도, 투자은행 등에 대해서는 - 위험감수는 투자자의 책임이라는 이유로 - 규제를 하지 말아야 하는가? 역시 그 배후에는 신자유주의적 금융정책이 깔려 있다고 볼 수 있지 않을까?

(3) 미국 연준의 금융친화적 통화정책

셋째, 미국 연준의 금융친화적 통화정책도 서브프라임 사태를 야기하는 데 기여하였다.²¹⁾ 미국이 지난 세기의 80년대부터 신자유주의적 경제정책을 적극적으로 수용하면서, 1990년대에 미국은 역사상 보기 드문 경기호황을 맞는다.²²⁾ 이러한 경기호황은 - III.1.2)②에서 언급한 것처럼 - 근본적으로 신자유주의적 경제정책이 주된 원인을 이루지만, 이외에 ‘마이크로소프트사’를 주축으로 하는 ‘컴퓨터 관련 산업’, IT를 주축으로 하는 ‘정보통신 관련 산업’이 90년대 경제성장의 주된 동인으로 작용하였다. 아울러 - 신자유주의적 경제정책과 깊은 관련을 맺는 - 금융시장의 활황도 1990년대의 미국 경

18) 장대홍, 앞의 논문(주16), 157쪽.

19) 장대홍, 앞의 논문(주16), 158쪽.

20) 장대홍, 앞의 논문(주16), 159쪽.

21) 이에 대한 상세한 분석은 조복현, 앞의 논문(주5), 232-236쪽.

22) 그러나 장시복 교수는 이러한 경기호황을 “구조적 위기 과정에서 나타난 일시적인 회복에 지나지 않았다.”고 평가한다. 장시복, 앞의 논문(주4), 3쪽.

제성장을 견인하였다.²³⁾ 그러나 1997년 이후 미국 경제는 쇠퇴하기 시작하였고, 2001년을 전후로 하여 미국 경제는 침체기로 접어든다.²⁴⁾ 이를 극복하고자 미국 연준은 2000년 말부터 2003년 6월까지 금리를 6.5%에서 1.0%까지 낮추는 초저금리 정책을 추진하였다. 이를 통해 시장에 유동성을 공급하고자 하였다. 그러자 시중의 유동성은 주택시장으로 흘러들어갔고, 이로 인해 주택시장은 2006년까지 유례없는 호황을 맞는다. 여기서 알 수 있는 것처럼, 연준의 초저금리 정책은 주택시장 및 서브프라임 모기지의 호황에 결정적으로 기여하였고, 이는 결국 서브프라임 금융위기로 이어졌다.²⁵⁾ 연준은 초저금리 정책을 통해 지난 2000년대를 전후로 하여 불어 닥친 경제위기를 타개하기는 하였지만, 이는 근본적인 해결책이 아니었고, 오히려 구조적 위기를 지연시키는 것에 불과한 것이었다.²⁶⁾

3) 유동화-평가오류-과도한 레버리지

자본주의의 구조적 모순이나 미국 정부 및 연준의 정책 실패 등은 서브프라임 금융위기의 원인을 구조적 · 거시적으로 밝혀주는 데 중요한 기여를 한다. 그러나 이러한 원인분석은 미국에서 발생한 서브프라임 사태가 왜 전 세계적인 금융위기로 발전했는지를 구체적으로 보여주지 못한다. 이에 대한 구체적인 이유는 서로 유기적으로 연결된 유동화-평가오류-과도한 레버리지에서 찾을 수 있다고 생각한다.

(1) 금융위기의 원인으로 유동화

서브프라임 모기지는 MBS나 CDO와 같은 유동화 과정을 통해 전 세계 금융권으로 확산되었다. 유동화를 통해 미국이라는 지역적 차원에 머물렀던 서브프라임이 전 세계적으로 확장될 수 있었던 것이다. 이 때문에 서브프라임 위기의 원인을 유동화에서 찾는 연구도 없지 않다. 이 연구는 마르크스주의에 기반을 두어 유동화(증권화)가 위험을 분산시킬 수 있다는 기능적 설명을 비판하면서,²⁷⁾ 유동화(증권화)가 이번 서브프라임

23) 장시복, 앞의 논문(주4), 8쪽.

24) 장시복, 앞의 논문(주4), 12-14쪽.

25) 이를 실증적으로 보여주는 연구로서 A.G. Ahearne · J.A.B. Dolye · L. Kole · R. Martin, House Price and Monetary Policy: A Cross-Country Study, in: Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Paper*, No. 841 (2005); M. Jarocinski · F. Smets, House Price and the Stance of Monetary Policy, in: *Presented Paper at 32th Annual Economic Policy Conference of the FRB St Louis* (2007); J. Taylor, Housing and Monetary Policy, in: *Symposium on Housing, Housing Finance, and Monetary Policy Sponsored by FRB of Kansas City in Jackson Hole* (2007) 등 참고.

26) 장시복, 앞의 논문(주4), 14쪽.

27) 김명복, "증권화(securitization)와 서브프라임 위기", 『마르크스주의 연구』 제5권 제3호 (2008, 8), 46쪽; 또한 브루스 E. 헨더슨 · 조지아 가이스, 앞의 책(주7), 58쪽 아래도 참고.

사태를 유발하는 데 결정적인 기여를 하였다고 진단한다.²⁸⁾

(2) 유동화를 통한 평가오류

유동화를 마르크스주의와 연결하는 것은 그리 적절하지 않다고 생각하지만, 본래 위험을 분산시키기 위해 등장했던 유동화가 오히려 위험을 전가하거나 은폐했다는 지적은 정확한 것이라고 생각한다. 이에 대해 신자유주의적 진영에 서 있는 장대홍 교수의 연구는 평가오류와 과도한 레버리지에서 서브프라임 금융위기의 원인을 찾는데, 유동화가 이러한 평가오류를 유발하는 데 결정적인 기여를 했다는 점은 부인할 수 없다.²⁹⁾ 그 이유를 다음과 같이 말할 수 있다. 본래 서브프라임 모기지는 - 프라임 모기지에 비해 - 더 큰 신용위험을 안고 있다.³⁰⁾ 여기서 신용위험이란 채무불이행 위험을 말한다. 서브프라임 모기지는 경제적 능력이 미약하거나 신용이 불량한 대출신청자들을 대상으로 하기 때문에, 프라임 모기지에 비해 신용위험이 더 클 수밖에 없다. 그런데 이러한 신용위험은 서브프라임 모기지의 대출채권이 MBS와 CDO를 통해 단계적으로 유동화되면서 과소평가되거나 은폐된다. 유동화된 서브프라임 대출채권 가운데 80%가 'AAA'의 신용등급을 받고, 오직 2%만이 투자등급 미만의 등급을 받았다는 사실이 이를 증명한다.³¹⁾ 유동화를 긍정적으로 평가하는 견해는 유동화를 통해 위험이 분산될 수 있다고 하지만, 서브프라임의 경우에는 오히려 유동화를 통해 위험이 과소평가되고 은폐됨으로써 위험이 다른 이들에게 '전가'되었을 뿐이다. 결국 유동화를 통해 지역적인 차원에 머물러 있던 신용위험이 전 세계적으로 전가된 것이다.

(3) 유동화와 과도한 레버리지

한편 유동화를 통해 진행되는 위험의 확산은 유동화와 결부된 과도한 레버리지를 통해 그 강도가 더욱 증폭된다. 어느 순간부터 레버리지를 이용한 금융기법은 '선진금융기법'으로 평가되었다. 예를 들어, '프로젝트 파이낸싱'(Project Financing)이나 '차입매수'(LBO: Leveraged Buy Out)를 새로운 선진금융기법으로 인정하면서, 이를 통해 발생할 수 있는 경영실패를 형사책임에서 배제하고자 하는 연구들이 이를 예증한다.³²⁾ 이렇게 레버리지를 이용한 금융기법은 자기 자본이 아닌 타인의 자본을 이용한다는 특징

28) 김명록, 위의 논문(주27), 47쪽.

29) 장대홍, 앞의 논문(주16), 162-163쪽.

30) 재무경제학에서는 금융위험을 이자율 위험, 유동성 위험, 신용위험으로 구분한다. 장대홍, 앞의 논문(주16), 162쪽.

31) International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report, Chapter II Structured Finance: Issues of Valuation and Disclosure* (2008), p. 59

32) 이에 관해서는 우선 이상돈, "차입에 의한 기업인수(LBO)와 배임죄", 『경제법연구』 제7권 제1호(2008, 6), 171-194쪽; 이정민, "부실대출에 대한 형법정책", 『비교형사법연구』 제9권 제2호(2007, 12), 251-277쪽 등 참고.

을 갖는다. 이러한 레버리지를 이용한 경영기법은 만약 성공하여 기대이익이 실현되면, 자기자본을 이용한 투자보다 더욱 극대화한 이익창출을 실현할 수 있다. 그러나 반대로 투자 혹은 경영이 실패하면, 더 큰 손실을 야기할 수 있다. 일반적으로 레버리지를 이용한 금융기법은 경기가 전반적으로 상승하면, 관련자들에게 큰 이익을 안겨줄 수 있지만, 반대로 경기가 하강하거나 급속하게 추락할 때는 예상하지 못한 위기를 낳을 수 있다. 이번 서브프라임 금융위기는 전자의 경우와 후자의 경우를 모두 보여주었다. 최근의 연구에 따르면, 서브프라임과 관련된 대부분의 투자은행이나 헤지펀드의 자기자본 비율이 3% 이하였으며, 신용보험기관의 경우는 이보다 훨씬 낮은 수준을 보여주었다.³³⁾ 결론적으로 과도한 레버리지는 사전적으로는 금융위험을 과소평가하고, 위험한 CDO에 과도하게 투자를 하는 데 기여하였을 뿐만 아니라, 사후적으로 투자손실을 확대함으로써, 이번 서브프라임 금융위기를 불러일으키는 데 결정적인 원인을 제공하였다고 말할 수 있다.³⁴⁾

2. 서브프라임 금융위기에 대한 행위자 중심 분석

1) 대출업자 · 대출중개업자 · 대출신청자의 탐욕과 도덕적 해이

먼저 대출업자 · 대출중개업자 · 대출신청자들의 탐욕과 도덕적 해이, 즉 '개인적 부패'가 상호작용하여 서브프라임 금융위기를 유발하는 데 원인으로 작용했다고 말할 수 있다.³⁵⁾ 특히 대출중개업자들의 역할이 컸다.³⁶⁾ 대출중개업자들은 초과수수료 욕심 때문에 적극적으로 대출업자와 대출신청자를 중개하였고, 본래의 신용도에 따라 체결해야 할 대출조건보다 대출신청자에게 - 가령 본래보다 더욱 높은 이자율을 조건으로 하는 것과 같은 - 더욱 불리한 조건으로 서브프라임 모기지 계약을 체결하도록 중개하였다.³⁷⁾ 즉 대출신청자의 신용등급에 적합한 이자율보다 더욱 높은 이자율로 서브프라임

33) O. Blanchard, The Crisis: Basic Mechanism, and Appropriate Policies, in: *IMF Working Paper* (2009) 참고.

34) 장대홍, 앞의 논문(주16), 163쪽.

35) 브루스 E. 헨더슨 · 조지아 가이스, 앞의 책(주7), 58쪽 아래; 조복현, 앞의 논문(주5), 226쪽; 맥킨논(R. McKinnon)의 연구에 따르면, 금융자유화가 금융기관의 도덕적 해이를 불러일으키는 데 기여하였다. R. McKinnon, *The Order of Economic Liberalization*, Second Edition, The Johns Hopkins University Press, 1993 참고.

36) 2004년의 통계에 따르면, 전체 모기지 중에서 50%가 대출중개업자의 대출신청으로 이루어졌다. C.J. Havard, "Goin' Round In Circles" ... And Letting The Bad Loans Win: When Subprime Lending Fails Borrowers: The Need For Uniform Broker Regulation, in: *Nebraska Law Review* 86 (2008) 참고.

37) 이는 무엇보다도 'yield spread premium' 때문에 심화되었다. 이는 대출신청자의 신용등급에 상응하는 적정이자율보다 높은 이자율로 대출하도록 한 경우, 이 초과이자율의 일정 부분을 중개업자에게 지급하는 것을 말한다. 박준, "서브프라임 대출관련 금융위기의 원인과 금융법의 새로운 방향 모색", 『국제거래법연구』 제17권 제2호(2008), 11쪽.

모기지를 대출하도록 하는 등의 이른바 '약탈적 대출'(predatory lending)을 하는 데 대출중개업자가 큰 역할을 한 것이다.³⁸⁾

대출업자의 탐욕도 큰 역할을 하였다. 서브프라임 초기에는 통상의 은행이 서브프라임 대출을 취급하였지만, 점차 모기지 전문회사 및 중개업자들이 서브프라임 대출을 취급하고 주도하였다. 그런데 주택가격이 지속적으로 상승하자, 대출업자들은 서브프라임을 통해 큰 이익을 얻을 수 있으리라 기대하고, 서브프라임 대출을 확대하는 데 몰두하였다. 그 결과 서브프라임 대출심사를 느슨하게 하는 도덕적 · 법적 해이를 유발하였다. 이는 크게 세 가지 형태로 진행되었다.³⁹⁾ 첫째, 대출업자들 간의 경쟁이 심화되면서, 대출업자들은 대출신청자의 - 세금납부를 증명하는 서류 등과 같은 - 소득증빙서류를 제대로 확인하지 않고 대출을 하는 경향이 높아졌다.⁴⁰⁾ 둘째, 주택가격 대비 대출금의 비율, 특히 '주택가격 대비 총대출금비율'(CLTV ratio: Combined Loan to Value ratio)이 매우 높게 대출이 이루어졌다.⁴¹⁾ 예를 들어, 2006~2007년에 이루어진 서브프라임 대출을 보면, 전체 대출 중에서 CLTV가 100%인 대출이 30%를 넘었고, CLTV가 90% 이상인 대출도 50%를 넘었다.⁴²⁾ 셋째, 대출업자들이 서브프라임 모기지를 대출해줄 때, 독자적으로 대출신청자들의 신용위험을 평가하기보다는 외부평가기관이나 평가모델에 의지해 신용위험을 평가했다는 것이다. 이 때문에 대출신청자들의 신용위험을 정확하게 평가하지 못하는 문제가 발생하였는데, 대출업자들은 이러한 문제를 외면하였다. 왜냐하면, 대출업자들은 서브프라임 대출채권을 유동화 전문기관에 양도함으로써, 이러한 신용위험으로부터 벗어날 수 있었기 때문이다.⁴³⁾

마지막으로 대출신청자들의 탐욕 역시 서브프라임 금융위기를 유발하는 데 원인이 되었다. 여러 번 말한 것처럼, 서브프라임 대출신청자들은 경제적 능력이나 신용평가 때문에 프라임 모기지를 이용할 수 없었다.⁴⁴⁾ 이 때문에 이들은 프라임 모기지의 경우

38) C.L. Petterson, *Over-Indebtedness, Predatory Lending, and the International Political Economy of Residential Home Mortgage Securitization: Comparing the United States' Subprime Home Mortgage Lending Crisis to Home Finance in the United Kingdom, Germany, and Japan*, 2008, p. 20; 이 자료는 <http://ssrn.com/abstract=1083184>에서 찾아볼 수 있다; 또한 양기진, "미국서브프라임 위기에서 본 금융소비자보호법제에 대한 시사점", 『증권법연구』 제9권 제1호(2008), 272-273쪽; 박준, 앞의 논문(주37), 11쪽.

39) 이를 요약해서 소개하는 박준, 앞의 논문(주37), 10-11쪽 참고.

40) Laurie S. Goodman · Shumin Li · Douglas J. Lucas · Thomas A. Zimmerman · Frank J. Fabozzi, *Subprime Mortgage Credit Derivatives* (2008), p. 17.

41) '주택가격 대비 총대출금비율'이란 다수의 대출업자들이 동일한 주택을 담보로 하여 대출을 하는 경우 이 전체 대출을 합산하여 산정하는 대출금비율을 말한다. 박준, 앞의 논문(주37), 11쪽.

42) Laurie S. Goodman · Shumin Li · Douglas J. Lucas · Thomas A. Zimmerman · Frank J. Fabozzi, 앞의 책(주40), p. 11.

43) 박준, 앞의 논문(주37), 12쪽.

44) 미국 은행감독기관들이 발표한 지침에 따르면, 서브프라임 대출을 받을 수 있는 사람들은 보통 다음과 같은 사람들이다. 즉 개인 신용평가 점수인 FICO(Fair Issac Corporation) 점수가 일정 점수 이하인 경우(보통은 620~660점 이하인 경우), 과거 1년간 30일 이상 연체하거나 2년간 60일 이상 연체한 경력이 있는 경우, 과거 2년간 저당권이 실행되거나 대손상각 처리

보다 좀 더 불리한 조건으로 - 가령 더욱 높은 변동금리로 - 서브프라임 모기지 대출을 받았다.⁴⁵⁾ 그러나 경우에 따라서는 이러한 서브프라임 모기지를 대출받을 수 없는 조건을 갖춘 경우도 있는데, 이로 인해 허위의 신용정보를 제공하거나, 불완전한 신용정보를 제공하는 경우도 발생하였다.⁴⁶⁾ 뿐만 아니라, 주거 목적으로 서브프라임 대출을 신청하기보다는 주택가격상승에 편승한 투기목적으로 서브프라임 대출을 신청하는 경우도 다수 존재하였다.

2) 도덕적 해이에 따른 신용 파괴

이와 같은 서브프라임 대출증개업자 · 대출업자 · 대출신청자의 탐욕과 도덕적 해이는 구체적으로 두 가지 결과와 연결되었다. 첫째는 자본시장체계에서 가장 중요한 '신용'이라는 소통구조를 파괴했다는 것이고, 둘째는 서브프라임 대출에 대한 규제가 제대로 작동하지 못하게 했다는 것이다. 우선 신용 파괴에 관해 살펴본다. 여기서 신용이란 "'정직'과 '신뢰'라는 가치에 대한 상호 인정의 토대 위에서 성립하는, 인간이 고안해 낸 체계"라고 정의내릴 수 있다.⁴⁷⁾ 체계이론(Systemtheorie)의 관점에서 보면, 이러한 신용이란 '인지적 기대'(kognitive Erwartung)에 대비되는 '규범적 기대'(normative Erwartung)라고 말할 수 있다.⁴⁸⁾ 루만(N. Luhmann)에 따르면, 규범적 기대는 '반사실적 기대'(kontrafaktische Erwartung)이다. 그러나 신용이라는 규범적 기대는 다른 규범적 기대에 비해 '반사실적인 측면'이 다소 약하다고 말할 수 있다. 왜냐하면, 신용은 '정직'과 '신뢰'라는 상호인정 구조가 파괴되면, 반사실적으로 유지되는 것이 아니라, 파괴되기 때문이다. 이를 전형적으로 보여주는 예가 바로 서브프라임 사태이다.

이러한 신용은 오늘날의 금융시장에서 중요한 무형적 자산으로 인정된다. 신용은 눈에 보이지는 않지만, 전체 자본시장체계가 원활하게 작동할 수 있도록 하는 데 필수적인 전제가 되고 있다. 어느 순간부터 담보와 같은 유형적인 자산보다는 신용과 같은 무형적인 자산에 기반을 둔 금융기법을 '선진금융기법'으로 말하고는 하였다. LBO와 같은

된 경험이 있는 경우, 과거 5년간 파산선고를 받은 적이 있는 경우, 소득 대비 부채상환비율(DTI: Debt To Income ratio)이 50% 이상인 경우, 생활비를 조달하기 어려운 저소득층인 경우, 소득입증자료 등의 서류가 불충분한 경우 등이 여기에 해당한다. 박준, 앞의 논문(주37), 8쪽.

45) 보통은 30년 상환을 기준으로 하여 2/28 또는 3/27의 구조로 대출을 받는다. 처음 2년 또는 3년간은 'teaser rate'라고 불리는 낮은 고정금리를 적용받다가, 그 이후부터는 런던은행간 대출금리(LIBOR: London Inter-Bank Offered Rate)에 가산금리 6%를 더한 변동금리를 적용받는다. Laurie S. Goodman · Shumin Li · Douglas J. Lucas · Thomas A. Zimmerman · Frank J. Fabozzi, 앞의 책(주40), p. 16; 박준, 앞의 논문(주37), 9쪽.

46) W.B. Gwinner · A. Sanders, The Sub Prime Crisis: Implication for Emerging Markets, in: *World Bank Policy Research Working Paper* No. 4726 (2008), p. 19; 이 자료는 <http://ssrn.com/abstract=1273487>에서 이용할 수 있다.

47) 브루스 E. 헨더슨 · 조지아 가이스, 앞의 책(주7), 30쪽.

48) N. Luhmann, *Rechtssoziologie*, 2. Aufl., Opladen 1983, S. 40 ff.

각종 레버리지 금융기법은 이와 같은 신용이 오늘날 전체 금융시장에서 어떤 역할을 수행하고 있는지 잘 보여준다. 그러나 이번 서브프라임 사태에서는 대출중개업자 · 대출업자 · 대출신청자의 탐욕과 도덕적 해이 때문에, 이러한 신용이 근본적으로 파괴되고 말았다. 그리고 이렇게 신용이 파괴됨으로써, MBS나 CDO와 같이 서브프라임 자산에 기반을 둔 각종 파생상품의 가치도 급격하게 하락하는 결과가 나타나고 말았다.

3) 규제의 실패

둘째, 대출중개업자 · 대출업자 · 대출신청자의 탐욕과 도덕적 해이는 신자유주의적 경제이론이 예정하는 '자율적 규제'의 실패를 안겨주었다. 신자유주의적 경제이론은 국가가 시장에 개입하지 않고 방임하면, 시장이 스스로를 자율적으로 규제해서 최대다수의 최대행복을 이룰 것이라고 주장한다. 그러나 이러한 주장이 실현되려면, 시장에 참여하는 모든 참여자들이 '정직'과 '신뢰'라는 상호인정의 토대 위에서 자율적으로 스스로를 규제하면서 경제행위를 할 수 있어야 한다. 그러나 서브프라임 사태가 보여주는 것처럼, 서브프라임 참여자들의 탐욕과 도덕적 해이 때문에 이러한 전제는 충족될 수 없었다. 그러면 왜 서브프라임 참여자들은 탐욕과 도덕적 해이를 갖게 된 것일까? 규제 이론의 시각에서 이에 대한 답을 구하면, 서브프라임을 적절하게 규제할 수 있는 규제장치가 마련되지 않았기 때문에, 달리 말해 '규제의 공백'이 존재했기 때문이라고 말할 수 있다.

IV. 새로운 패러다임의 법적 규제 필요성과 방향

1. 새로운 패러다임의 법적 규제 필요성

위 III에서 우리는 이번에 발발한 서브프라임 금융위기가 개인적 부패와 제도적 실패가 변증적으로 상호작용한 결과라는 점을 밝혔다. 그렇다면 이제 우리는 급격한 구조변동을 겪고 있는 금융시장을 어떻게 규제해야 하는가? 비판적 경제학자들이 주장하는 것처럼 '규제강화'로 되돌아가야 하는가? 아니면 신자유주의적 경제학자들이 반론하는 것처럼 여전히 '규제완화'를 고수해야 하는가? 그러나 규제완화나 규제강화 모두 '시장의 실패' 또는 '정부의 실패'를 야기할 수 있다. 따라서 금융시장이 현재 처한 문제를 해결하기 위해 규제완화나 규제강화 가운데 어느 한 쪽을 선택하는 식의 해법은 적절한 해법이 될 수 없다. 그러므로 우리는 시장의 실패나 정부의 실패를 넘어설 수 있는 '제3의 길'을 모색해야 할 필요가 있다.

새로운 패러다임의 법적 규제를 모색해야 할 필요성은 법적 규제가 갖고 있는 이

중적인 속성에서도 찾아볼 수 있다. 흔히 법적 규제에 반대하는 자유주의자들은 '규제'(regulation)가 시장의 자유를 억압적으로 제한한다고만 이해하는 경향이 있다. 그러나 '규제' 개념은 이보다 더욱 넓은 외연을 지니고 있다.⁴⁹⁾ 필자는 이러한 규제의 다양한 외연을 크게 두 가지 유형으로 요약할 수 있다고 생각한다. 첫째는 '행위제한의 속성'이고, 둘째는 '권리 · 체계 형성의 속성'이다.⁵⁰⁾ 필자는 이러한 속성의 이론적 근거를 독일의 사회철학자 하버마스(J. Habermas)가 제시한 '이원적 법이론'에서 찾는다.⁵¹⁾ 그런데 이러한 두 속성은 서로 모순된다는 점에서 법적 규제는 내적으로 서로 모순되는 성격을 지닌다고 말할 수 있다. 즉 규제는 한편으로는 행위를 '제한'하면서도, 다른 한편으로는 권리나 체계 등을 '형성'한다. 이처럼 법적 규제는 '제한'이라는 속성과 '형성'이라는 속성을 동시에 갖고 있다. 바로 이러한 이유에서 법적 규제를 강화하거나 완화하기만 하는 방식은 어느 한 쪽의 속성만을 강화할 뿐, 양자가 조화롭게 병존할 수 있도록 하는 방안이 되기 어렵다. 이 때문에 이 두 속성을 모두 아우를 수 있는 새로운 규제 패러다임이 필요한 것이다.

2. 법적 규제의 전제로서 서브프라임의 구조 분석

1) 이원적 구조

새로운 패러다임의 법적 규제를 모색하려면, 규제이론의 시각에서 서브프라임의 구조를 분석할 필요가 있다. 서브프라임은 크게 두 단계로 나누어 분석할 수 있다. 첫 번째 단계는 기본적인 거래 단계로서 서브프라임 모기지 단계, 즉 비우량 주택담보대출에 대한 계약을 체결하고 이행하는 단계이고, 두 번째 단계는 이러한 주택담보대출을 증권화하여 유통화하는 단계이다. 시장을 기준으로 보면, 첫 번째 단계는 제1차 시장으로, 두 번째 단계는 제2차 시장으로 파악할 수 있다. 그런데 이와 같은 서브프라임의 제1단계와 제2단계는 - 사회이론의 시각에서 보면 - 그 성질 면에서 서로 차이를 보인다. 아래에서는 하버마스의 '이원적 사회이론'을 원용하여 서브프라임의 구조를 분석하고자 한다.

2) '행위'로서 제1단계와 '사회적 체계'로서 제2단계

전체 사회를 '행위'와 '체계' 그리고 이에 상응하게 '생활세계'와 '사회적 하부체계'로

49) 홍성수, "규제학 - 개념, 역사, 전망 - ", 『안암법학』 제26호(2008), 379-406쪽.

50) 이에 관한 상세한 내용은 우선 양천수, "지역균형발전과 법학전문대학원 인가: 법정정책의 관점에서", 『영남지역발전연구』 제38집(2008, 2), 19-23쪽.

51) 이원적 법이론에 관해서는 위르겐 하버마스, 장준익 (옮김), 『의사소통행위이론 2』, 나남출판, 2006, 555쪽 아래; 요약해서 소개하는 이상돈, 『기초법학』, 법문사, 2008, 단락번호 [2] "법과 대화이론" 참고.

이원화해서 파악하는 이원적 사회이론에 따르면, 서브프라임의 구조 역시 이와 유사하게 나누어 파악할 수 있다. 먼저 첫 번째 단계에 해당하는 서브프라임 모기지 대출 단계는 '행위'의 차원에서 이해할 수 있다. 왜냐하면, 이 단계에서는 비우량 주택담보대출 '계약'이라는 행위가 중심을 이루기 때문이다. 이 계약 행위는 우리가 '생활세계' 혹은 '경제적 공론장'(ökonomische Öffentlichkeit)에서 비교적 쉽게 체험할 수 있는 것이다. 이에 대해 두 번째 단계에 해당하는 유동화 단계는 '사회적 체계'의 차원에서 이해할 수 있다. 그 이유를 다음과 같이 말할 수 있다. 우선 첫 번째 단계에 속하는 대출계약 행위는 우리가 쉽게 확인할 수 있는 개인적 행위자를 중심으로 하여 진행된다. 이에 반해 두 번째 단계에 속하는 유동화는 개인적 행위자가 아닌, 투자은행이나 헤지펀드 등과 같이 복잡하게 구조화된 기관, 즉 법인을 중심으로 하여 진행된다. 또한 전자는 우리가 경험적으로 지각할 수 있는 계약행위'를 통해 이루어지지만, 후자는 복잡하게 구조화된 전자적 계약과 같이 - 경험적 행위가 아닌 - 상징적으로 일반화된 '소통'(Kommunikation)을 통해 이루어진다. 마지막으로 전자는 미국의 주택시장과 같이 지역적으로 특정화된 공간에서 이루어지지만, 후자는 전 세계적으로 형성된 세계적 자본시장체계 안에서 - 지역적으로 특정화되지 않은 채 - 이루어진다. 이러한 이유에서 후자의 단계를 '사회적 체계'의 차원에서, 즉 전 세계적 자본시장체계의 틀에서 바라볼 수 있다. 이를 도식화하면, 다음과 같다.

〈도식 1〉 이원적 사회이론을 통한 서브프라임 분석

	대출단계	유동화 단계
행위주체의 차원	개인적 계약행위자	집단적 기관 및 법인
행위의 차원	대출계약 행위	상징적으로 일반화된 소통
행위지역의 차원	미국 주택시장	전 세계적 금융시장
이원적 사회이론의 차원	행위의 차원	사회적 체계의 차원

3) 각 단계에 대한 규제의 기본 방향

이렇게 하버마스의 이원적 사회이론에 따라 서브프라임을 행위의 차원과 사회적 체계의 차원으로 나눌 수 있다면, 이에 대한 법적 규제 역시 각 영역의 속성에 맞게 짜야 할 필요가 있다. 이는 규제 프로그램과 규제방식으로 나누어 검토할 수 있다.

(1) 규제 프로그램의 방향

먼저 규제 프로그램의 차원에서 보면, 행위의 속성을 갖는 대출단계에 대해서는 '조건 프로그램'(Wenn-Dann Programm)을 적용할 수 있다고 생각한다. 여기서 '조건 프

로그램'이란 우리가 보통의 법규범에서 흔히 찾아볼 수 있는 '요건-효과' 형식으로 구성된 프로그램을 말한다. 이러한 조건 프로그램에 따르면, 규제수단이 되는 법규범은 확정적인 법적 요건과 확정적인 법적 효과를 갖고 있어야 한다.⁵²⁾ '투입-산출 모델'에서 보면, 이러한 조건 프로그램은 '투입지향적 프로그램'이라고 말할 수 있다. 이에 반해 사회적 체계의 속성이 강한 유동화 단계에 대해서는 '목적 프로그램'(Zweck Programm)을 적용해야 한다고 생각한다. 여기서 '목적 프로그램'이란 '요건-효과' 형식 대신에 일정한 '목적'만을 설정하는 형식으로 이루어진 프로그램을 말한다. '조건 프로그램'과는 달리, 이러한 '목적 프로그램'에 따라 이루어진 법규범은 확정적인 법적 요건과 효과를 지니고 있지는 않고, 그 대신 뚜렷한 목적만을 설정하고 있는 편이다.⁵³⁾ '투입-산출 모델'에 따르면, 이러한 '목적 프로그램'은 '산출지향적 프로그램'이라고 말할 수 있다.

그러면 왜 이렇게 규제 프로그램을 차별화해서 적용해야 하는가? 왜 대출단계에는 조건 프로그램을, 유동화 단계에는 목적 프로그램을 적용해야 하는가? 그 이유를 다음과 같이 말할 수 있다. 먼저 대출단계는 행위의 성격이 강해 그 대상을 구체화 · 특정화할 수 있는 반면, 유동화 단계는 소통적 성격이 강해 그 대상을 구체화 · 특정화하기 어렵다는 점을 들 수 있다. 나아가 - 바로 이 때문에 - 대출단계에서는 신용위험을 계산하고 예측하기 쉬운 반면, 유동화 단계에서는 신용위험을 정확하게 계산하고 예측하기 어렵다는 점을 들 수 있다.

(2) 규제방식의 방향

나아가 규제방식의 차원에서 보면, 대출단계에 대해서는 직접적이고 기속적인 규제방식을 적용해야 하는 반면, 유동화 단계에 대해서는 간접적이고 재량적인 규제방식을 적용해야 한다고 생각한다. 여기서 직접적이고 기속적인 규제방식이란 규제대상이 되는 계약행위를 직접 규율하고, 이 경우 규제기관에게 재량적 판단여지를 인정하지 않는 방식을 말한다.⁵⁴⁾ 이에 대해 간접적이고 재량적인 규제방식이란 규제대상이 되는 계약적 소통을 직접 규율하지 않고, 그 대신 소통의 주체가 되는 각종 그림자 은행들을 '자기 자본비율 규제'와 같은 간접적인 방식으로 규율하고, 또 이 경우 규제기관에게 재량적 판단여지를 인정하는 방식을 말한다.⁵⁵⁾ 그렇다면 그 이유는 무엇일까? 이는 위 (1)에서 제시한 이유와 마찬가지로, 즉 대출단계는 행위의 속성이 강해 규제대상을 구체화 · 특정화하기 쉬운 뿐만 아니라, 이 계약행위의 신용위험도 비교적 정확하게 계산하고 예

52) 이러한 '조건 프로그램'은 달리 '규칙 모델'이라고 말하기도 한다.

53) '목적 프로그램'은 달리 '원칙 모델'이라고 말하기도 한다. 그러나 루만은 법체계는 그 속성상 조건 프로그램을 사용할 수밖에 없다고 말하기도 한다. N. Luhmann, *Das Recht der Gesellschaft*, Frankfurt/M., 1993.

54) 이는 행정법에서 말하는 '기속행위'에 상응한다.

55) 이는 행정법에서 말하는 '재량행위'에 상응한다.

측할 수 있다. 반면 유동화 단계는 소통적 성격이 강해 규제대상을 구체화 · 특정화하기 어려울뿐더러, 너무나 복잡하게 구조화되어 신용위험을 계산하고 예측하기도 쉽지 않고, 또 이를 위해서는 아주 전문적인 능력을 필요로 하기 때문이다. 이러한 규제 프로그램과 규제방식의 차이는 - 아래에서 살펴보게 될 - 법적 규제의 다원화 · 기능화 · 절차주의화와도 결코 무관하지 않다. 위에서 논의한 바를 정리하여 도식화하면, 아래와 같다.

〈도식 2〉 각 단계에 대한 규제의 기본방향

	대출단계	유동화 단계
영역의 속성	행 위	소 통
규제 프로그램	조건 프로그램	목적 프로그램
규제방식	직접적 · 기속적 규제방식	간접적 · 재량적 규제방식

3. 새로운 패러다임의 법적 규제로서 다원화 · 기능화 · 절차주의화

필자는 위 2에서 행한 분석에 토대를 두어, 법적 규제의 다원화 · 기능화 · 절차주의화를 새로운 규제 패러다임으로 제안하고자 한다. 그러면 아래에서는 필자가 새로운 패러다임의 법적 규제에 설정한 법적 규제의 다원화 · 기능화 · 절차주의화에 관해 구체적으로 살펴보도록 한다.

1) 법적 규제의 다원화

(1) 개념 및 필요성

먼저 다원화부터 검토한다.⁵⁶⁾ 법적 규제의 다원화는 - 말 그대로 - 다원적인 견지에서 법적 규제를 투입해야 한다는 것을 뜻한다. 그러면 이렇게 법적 규제를 다원화해야 할 필요는 어디에서 찾을 수 있는가? 이에 대해 필자는 현대 사회에서 진행되고 있는 다원화를 한 이유로 내놓고자 한다. 이러한 다원화는 이념으로서 등장한 '다원주의'(pluralism) 그리고 체계이론에서 강조하는 '사회적 체계의 기능적 분화 요청'과 무관하지 않다.

56) 이에 관해서는 우선 G. Teubner, *Steuerung durch plurales Recht: Oder: Wie die Politik den normativen Mehrwert der Geldzirkulation abschöpft*, in: W. Zapf (ed.), *Die Modernisierung moderner Gesellschaften*, Frankfurt/M, 1991, S. 528-551.

(2) 법적 규제의 다원화가 지닌 세 가지 의미

그런데 법적 규제의 다원화는 다시 세 가지 하부 의미로 나누어볼 수 있다. 첫째는 규제 프로그램과 규제방식의 다원화이고, 둘째는 규제체계의 다원화이며, 셋째는 규제수단의 다원화이다.⁵⁷⁾

첫째, 규제 프로그램과 규제방식의 다원화에 관해서는 이미 앞 IV.2에서 시사를 하였다. 여기서 말하는 규제 프로그램과 규제방식의 다원화는 - 좀 더 정확하게 말하면 - 규제 프로그램과 규제방식의 '이원화'라고 말할 수 있다. 즉 서브프라임의 구조에 맞춰, 행위의 속성이 강한 대출단계에 대해서는 조건 프로그램 및 직접적 · 기속적 규제방식을, 그리고 소통의 속성이 강한 유통화 단계에 대해서는 목적 프로그램 및 간접적 · 재량적 규제방식을 선택하는 것이다.

둘째, 규제체계의 다원화란 서브프라임을 규율하기 위한 규범체계를 다원화한다는 것을 뜻한다.⁵⁸⁾ 즉 통합적인 한 개의 규범체계로 서브프라임을 포함한 금융시장 전체를 규율하기보다는 복수의 규범체계로 서브프라임을 규율하는 것을 말한다. 이러한 규범체계의 다원화는 다시 두 가지 차원으로 나누어 볼 수 있다. 첫째는 국제법을 포함한 초국가적 영역에서 금융시장을 규율하기 위한 법체계를 다원화하는 방안이고, 둘째는 국내법의 영역에서 법체계를 다원화하는 방안이다. 그러나 이렇게 서브프라임을 포함한 금융시장 전체를 규율하기 위한 법체계를 다원화하는 방안은 아직은 현실에 적합한 것이 아니라고 생각한다. 그 이유를 다음과 같이 말할 수 있다. 우선 초국가적 영역에 관해 말하면, 오늘날에는 투기적인 금융자본이 각종 경제위기를 야기하는 데 결정적인 역할을 하고 있다는 점에서, 금융시장을 합리적으로 규율하기 위한 '국제적 공조'가 필요하다고 생각한다. 그리고 이를 위해서는 다원적인 법체계보다는 단일한 법체계를 구축하는 것이 더욱 바람직하다고 생각한다. 이는 국내법의 영역에서도 마찬가지라고 생각한다. 금융시장을 합리적으로 규율하기 위해서는 다원적인 금융법체계보다는 통합된 금융법체계가 필요하다.⁵⁹⁾

셋째, 규제수단의 다원화란 금융시장을 규제하기 위해 투입하는 법적 수단을 다원화하는 것을 말한다. 위에서 언급한 직접적 · 기속적인 규제방식과 간접적 · 재량적인 규제방식도 - 넓게 보면 - 규제수단의 다원화에 포함시킬 수 있다. 그러나 아무래도

57) 이러한 생각의 단서는 양천수, "합리적인 법정책의 방향과 기준 - ", 『영남법학』 제24호 (2007, 4), 85-86쪽에서 찾을 수 있다.

58) 여기서 말하는 규제'체계'는 루만의 체계이론이 말하는 체계와는 다른 의미를 뜻하는 것으로서, 전통적 의미의 체계로 새기면 된다.

59) 현재 우리의 경우는 개별적으로 흩어져 있던 금융 관련 법률들을 통합하여 현재 "자본시장과 금융투자업에 관한 법률"(이른바 '자본시장통합법')을 시행하고 있다. 이에 관해서는 김건식 · 정순섭 (편저), 『새로운 금융법 체제의 모색』, 소화, 2006; 따라서 현행법을 기준으로 보면, 우리의 규제체계는 오히려 다원화에 역행하여 단일화 또는 통합화를 지향하고 있다고 평가할 수 있다. 이러한 자본시장통합법이 실제로 어떤 장점과 단점을 노정하는지는 좀 더 시간을 두고 지켜보아야 할 것이다.

규제수단의 다원화라고 하면, 좀 더 구체적인 차원에서 다원적인 법적 수단을 강구하는 것을 의미한다. 이는 다음과 같이 말할 수 있다. 금융시장을 규율하는 데 동원할 수 있는 법적 수단은 크게 네 가지로 나누어 생각할 수 있다. 첫째는 자율규제수단이고, 둘째는 민사법적 규제수단이며, 셋째는 행정법적 규제수단이고, 넷째는 형사법적 규제수단이다. 첫째, 자율규제수단은 국가가 직접적으로 개입하기보다는 서브프라임 관련 금융기관들이 자율적으로 스스로를 규제하도록 유도하는 방안이다. 이 자율규제수단은 - 아래에서 살펴볼 - 절차주의적 규제와 무관하지 않다. 자율규제수단은 가장 약한 규제 수단이라고 할 수 있다. 따라서 자율규제수단은 금융시장이 '정직'과 '신뢰'라는 상호인정의 토대 위에서 정상적으로 작동하고 있는 경우에만 동원할 수 있는 수단일 것이다. 둘째, 민사법적 규제수단을 생각할 수 있다. 이 경우에는 주로 손해배상(민법 제390조, 제750조, 자본시장통합법 제179조 등)이라는 수단을 강구할 것이다. 민사법적 규제수단 역시 자율성을 기초로 하는 '사적자치'에 토대를 두고 있으므로, 자율규제수단 다음으로 약한 수단이라고 말할 수 있다. 더군다나 미국과는 달리 '징벌적 손해배상제도'를 두고 있지 않은 우리의 경우에는 민사법적 규제수단이 상대적으로 강도가 약한 수단이라고 이해할 수 있다. 셋째, 행정법적 수단은 영업정지나 영업취소 또는 과징금과 같은 법적 수단을 이용한다. 이러한 수단은 - 언뜻 보기에 - 네 번째의 형법적 수단에 비해 다소 강도가 약해 보이기도 하지만, 경우에 따라서는 더 강력한 수단이 될 수도 있다. 왜냐하면, 한 금융기관의 입장에서 보면, 일정액의 벌금형을 받는 것보다, 가령 한 달 동안 영업을 못하는 영업정지처분을 받는 것이 더 위협적인 것이 될 수도 있기 때문이다. 자본시장통합법 제410조 아래 등이 규정하는 금융위원회의 감독 및 각종 처분권한 등이 이러한 행정법적 규제수단에 해당한다. 마지막으로 형사법적 규제수단은 자유형이나 벌금형과 같은 규제수단을 사용한다. 형벌이 지닌 사회적 의미를 생각할 때, 이는 아직까지도 가장 강력한 법적 수단이 된다고 말할 수 있다. 이러한 형사법적 규제수단은 아직까지도 '법'하면 '형법'을 연상하는 경향이 강해서인지 여전히 각 영역에 깊숙하게 자리 잡고 있다. 예를 들어, 자본시장통합법도 "벌칙"(제10편)이라는 독립된 편을 만들어, 다양한 형사법적 규제수단을 마련하고 있다. 그러나 이러한 형사법적 규제수단은 근대형법이 정립한 '형법의 최후수단성 · 보충성 원칙'에 따라 가능한 한 보충적으로 동원해야 할 필요가 있다. 아무리 법적 수단의 다원화를 추구한다 할지라도, 형사법적 규제수단은 가급적 늦게 원용하는 것이 바람직하다. 아울러 위에서 소개한 다양한 법적 수단을 강구할 때, 가능한 한 일반 법원칙으로 확립된 '비례성 원칙'에 합치하게 각각의 법적 수단을 동원하는 것이 필요하다고 생각한다.⁶⁰⁾

60) 비례성 원칙의 세부원칙인 적합성 · 필요성 · 균형성 원칙에 관해서는 배종대, "보안처분과 비례성원칙", 김일수 · 배종대 (편), 『법치국가와 형법』, 세창출판사, 1998, 71쪽 아래; 양천수, 앞의 논문(주57), 90-92쪽; 이부하, "비례성원칙과 과소보호금지원칙", 『헌법학연구』 제13권 제2호(2006, 6) 등 참고.

2) 법적 규제의 기능화

(1) 개 념

두 번째 규제 패러다임으로서 법적 규제의 기능화를 거론할 수 있다. 여기서 법적 규제의 기능화란 법을 통해 금융시장을 규율할 때 획일적인 기준으로 이를 규율하는 것이 아니라, 금융시장이 지닌 개별적인 기능을 고려하여 법적 규제를 투입하는 것을 뜻한다.⁶¹⁾ 경제체계에 속하는 금융시장은 단일한 속성을 지니고 있는 것은 아니다. 가령 금융시장은 크게 '은행', '증권', '보험'으로 그 영역이 분화되어 있는데, 이들 영역은 기능적인 측면에서 각각 차이가 있다. 그러므로 이들 기능을 고려하여 금융시장을 규율하는 것이 금융시장에 '적합하게' 규율하는 것이라고 볼 수 있다. 이러한 기능적 규제는 금융업을 상업은행과 투자은행 등으로 대별하여 규제를 하는 종전의 방식인 '기관 중심적 규제'와는 구별되는 것으로서, 기능적 규제에서는 '명칭' 등과 같이 각 금융기관이 갖고 있는 '형식적 외형'이 중요한 것이 아니라, 해당 금융기관이 실제로 행하는 '기능'이 전면에서 등장한다.⁶²⁾ 예를 들어, 각 금융기관을 '은행사', '보험사', '증권사'로 구분하여 규제를 하는 방식이 기관 중심적 규제인 반면, 이러한 명칭 여하와는 상관없이 해당 금융기관에서 판매하는 상품이 구체적으로 어떤 기능을 수행하는지를 고려하여 규제를 하는 방식이 기능 중심적 규제라고 할 수 있다. 이러한 기능적 규제의 전형적인 예를 우리는 자본시장통합법에서 찾아볼 수 있다. 왜냐하면, 가령 자본시장통합법 제3조 제1항 본문은 "금융투자상품"의 개념을 정의하고 있는데, 여기에서는 '이익취득'과 '손실회피'라는 기능이 가장 핵심적인 개념 요소가 되고 있기 때문이다.⁶³⁾

(2) 필요성

그렇다면 이렇게 법적 규제의 기능화가 필요한 이유는 무엇인가? 이에 대한 이유를 크게 이론적 이유와 현실적 이유로 나누어 제시하고자 한다. 우선 이론적 이유로서 체계이론이 현대 사회의 특징으로 강조하는 '기능적 분화'(funktionelle Ausdifferenzierung)를 거론할 수 있다고 생각한다. 루만의 체계이론에 따르면, 현대 사회는 정치, 경제, 법, 학문, 종교, 예술 등과 같은 다양한 기능적 체계들로 분화된다. 그리고 각각의 기능적 체계들은 모두 자기생산적 체계로서 각기 독자적인 프로그램, 코드, 매체를 통해 서로 상이한 기능적 목표를 추구한다.⁶⁴⁾ 예를 들어, 자본시장을 포함하

61) 이러한 관점을 보여주는 정순섭, "자본시장통합법의 구조와 내용", 김건식 · 정순섭 (편저), 『새로운 금융법 체제의 모색』, 소화, 2006, 351-352쪽.

62) 장대홍, 앞의 논문(주16), 172쪽.

63) 정순섭, "금융규제법상 포괄개념 도입의 가능성과 타당성 - 자본시장통합법상 금융투자상품의 개념을 중심으로 -", 『서울대학교 법학』 제49권 제1호(2008, 3), 285-286쪽.

64) 그러나 이들 기능적 목표들은 근원적으로는 '복잡성 감축'이라는 공통점을 갖는다.

는 경제체제는 경제적 효율성 혹은 합리성을 기능적 목표로 추구한다. 이제 현대 사회에서는 국가와 같은 전통적인 기관을 중심으로 하여 한 영역과 다른 영역의 경계(가령 '국경'등과 같은)가 설정되는 것이 아니라, 사회적 체계들이 수행하는 각기 다른 '기능'을 기준으로 하여 경계가 설정된다. 각 영역에서 핵심이 되는 것은 기관이 아니라 기능이다. 바로 이 점에서 '현실에 적합한 법적 규제'를 지향하는 새로운 패러다임의 법적 규제는 사회의 각 부분 영역들이 요청하는 기능을 고려할 수밖에 없다. 서브프라임을 포함하는 자본시장에서는 경제적 효율성이 바로 그 기능이 될 수 있을 것이다.

나아가 현실적인 이유로서 다음과 같은 것을 거론할 수 있다. 이미 언급한 것처럼, 미국의 금융시장을 보면, 상업은행과 투자은행 사이에서 '비대칭적 규제'가 존재했었다. 즉 상업은행에 대해서는 구속력 있는 규제장치가 마련된 반면, 투자은행 등에 대해서는 이러한 규제장치가 마련되지 않은 이른바 '규제의 공백'이 있었던 것이다. 그러나 오늘날 사회의 각 영역이 기능을 중심으로 하여 분화되고 재통합되면서, 상업은행과 투자은행 등은 더 이상 서로 분리되지 않고, 오히려 기능적으로 재통합하고 있다. 바로 이러한 이유에서 '비대칭적 규제'를 낳은 기관중심적 규제는 오늘날의 금융시장에 더 이상 적합한 규제방식이라고 말할 수 없다. 이는 은행업, 보험업, 증권업을 분리하여 규제를 했던 종전의 우리 규제방식에도 타당한 것이라고 말할 수 있다. 바로 이러한 측면에서 기능적 규제는 새로운 규제 패러다임으로서 우리에게 필요할 수밖에 없다.

(3) 문제점

그러나 이러한 기능적 규제는 이론적으로 다음과 같은 문제점에 부딪힌다. 체계이론의 기능적 분화 테제에 따르면, 사회는 각기 상이한 기능적 목표를 추구하는 사회적 체계로 분화된다. 이는 필연적으로 다음과 같은 문제를 야기한다. 즉 각각의 기능적 체계들이 추구하는 기능적 목표, 대표적으로 '기능적 합리성'이 서로 충돌할 수 있다는 점이다. 이렇게 각각의 기능적 합리성이 서로 충돌하는 경우, 법체계는 어떤 기준에 따라 법적 규제를 행해야 하는가? 사실 이 문제는 해결하기 쉽지 않다. 그러나 다소 다행인 것은, 자본시장이라는 단일한 기능적 체계 안에서는 이와 같은 '기능적 합리성 충돌' 문제가 그리 빈번하게 발생하지 않을 수 있다는 것이다. 그런데도 이와 같은 문제가 발생한다면, 이를 어떻게 해결해야 할까? 이에 대한 대비책으로 필자가 제안하는 규제 패러다임이 바로 '법적 규제의 절차주의화'이다.

3) 법적 규제의 절차주의화

(1) 개념

'법적 규제의 절차주의화'는 독일 법사회학에서 등장한 '절차주의'(Prozeduralismus)를

염두에 둔 것이다.⁶⁵⁾ 그 중에서도 토이브너(G. Teubner)를 중심으로 하여 전개된 ‘반성적 절차주의’(reflexiver Prozeduralismus)를 고려하고자 한다.⁶⁶⁾ 절차주의는 일정한 문제가 발생했을 때, 이 문제에 대한 해결책의 기준을 고정된 것 혹은 실체적인 것으로 파악하지 않고, 오히려 이 해결기준을 일정한 절차를 통해 찾거나 만들어 가고자 한다.

(2) 절차주의화의 두 가지 차원

그런데 이러한 절차주의화에서 우리는 크게 두 가지 차원을 이끌어낼 수 있다. 첫째는 거시적 차원이고, 둘째는 미시적 차원이다. 먼저 거시적 차원에서 본 절차주의화는 ‘절차적 정의론’의 의미를 갖는다. 절차적 정의론에 따르면, 정의 개념 자체는 선형적으로 확정되어 있는 것이 아니라, 각 시간과 공간에 따라 모든 관련자들이 자유롭게 평등하게 참여하는 합리적 절차를 통해 구성되는 ‘구성 개념’이다. 그러면 이러한 절차적 정의론은 법적 규제의 절차주의화에 어떤 실체적 의미를 갖는가? 이는 다음과 같이 말할 수 있다. 법적 규제의 절차주의화를 절차적 정의론의 관점에서 재구성하면, 법적 규제의 방식이나 강도 등에 대한 선형적 기준은 존재하지 않는다는 тезис을 도출할 수 있다. 즉 절차적 정의론에 따르면, 규제완화나 규제강화 모두 언제나 정당일 수는 없다. 어떤 상황에서는 규제완화가 더 적합할 수도 있고, 또 어떤 상황에서는 규제강화가 더 적합할 수도 있는 것이다. 결국 절차적 정의론에 따르면, 각각의 사회적 체계들이 어떤 기능적 요청을 하고 있는지, 규제가 실제로 어떤 효과를 거두고 있는지를 고려함으로써 비로소 법적 규제의 방향을 정할 수 있는 것이다. 이러한 점에서 거시적 차원에서 본 법적 규제의 절차주의화는 독일의 법철학자 클라우스 귄터(K. Günther)가 제안한 ‘규범적응대화’(normanwendungsdiskurs)와 유사하다.⁶⁷⁾ 바로 이 때문에 절차적 정의론에 따르면, 우리에게 필요한 것은 합리적 규제이지, 규제완화나 규제강화 같은 확정적인 방향은 아닌 것이다.

나아가 미시적 차원에서 법적 규제의 절차주의화는 규제방식 자체를 절차주의화한다는 것을 뜻한다. 여기에서는 토이브너가 강조한 ‘반성적 절차주의’가 전면적으로 등장한다. 그리고 이로부터 다음과 같은 구체적인 지침을 이끌어낼 수 있다. ‘간접적 조종’(indirekte Steuerung) 우선의 정책이 그것이다. ‘간접적 조종’을 우선한다는 것은, 금융시장에 법적 문제가 발생하거나 이에 대한 법정책을 수립해야 할 때, 해당 문제를 국가 혹은 법이 실체적인 기준을 통해 직접 해결하려 하기보다는, 모든 관련자들이 자율적 혹은 절차적으로 문제를 해결할 수 있도록 ‘외적 테두리’를 설정하는 데 더 중점을 두어야 한다는 것을 뜻한다.

65) ‘절차주의’에 대한 종합적인 연구로는 G.-P. Calliess, *Prozedurales Recht*, Baden-Baden 1998 참고; 절차주의를 소개하는 국내문헌으로는 이상돈 · 홍성수, 『법사회학』, 박영사, 2000 참고.

66) G. Teubner, *Reflexives Recht*, in: *ARSP* (1982), S. 13 ff.

67) K. Günther, *Der Sinn für Angemessenheit*, Frankfurt/M. 1988.

(3) 절차주의적 규제의 제도화 방안

그러면 이러한 절차주의를 어떻게 제도화할 수 있는가? 그러나 이 문제는 크게 두 가지의 서로 모순되는 어려움을 던진다. 첫째는 절차주의가 원래 법철학적-법사회학적인 개념으로서 너무 추상적이고 막연하다는 것이고, 둘째는 이와 반대로 절차주의와 비슷한 제도가 이미 존재하고 있다는 것이다. 우선 절차주의는 본래 법철학 및 법사회학의 영역에서 제시된 이론이라는 점에서 - 실정법학자가 보기에 - 너무 추상적이고 막연한 감이 없지 않다. 가령 반성적 절차주의가 강조하는 '간접적 조종'이나 '외적 테두리' 설정은 원칙적인 면에서는 공감의 간다 할지라도 이를 어떻게 구체적으로 제도화해야 할지 막막할 수 있다. 이론적인 면에서는 참신하지만, 실제적인 면에서는 새로운 것이 없다는 것이다.⁶⁸⁾ 반대로 절차주의는 그 이론적 성과와는 달리 전혀 새로운 것이 아닐 수 있다. 왜냐하면, 절차주의가 추구하는 방향과 유사한 목표를 추구하는 제도적 장치가 이미 존재하기 때문이다. 대표적으로 각종 위원회 제도를 거론할 수 있다. 무엇보다도 대학행정에서 찾아볼 수 있는 위원회 제도는 하버마스가 강조한 합리적 대화의 이념 또는 반성적 절차주의가 강조하는 간접적 조종의 이념을 예시적으로 보여준다. 사실이 그렇다면, 금융시장을 규제할 때 절차주의를 동원한다는 것은 "위원회 방식을 통해 금융시장을 규제해야 한다."는 명제로 바뀔 수도 있을 것이다.

이러한 문제에 대해 필자는 기본적으로 동의한다. 그런데도 첫 번째 어려움에 대해서는 아래에서 두 가지 구체적 방안을 제시하는 것으로써 대응하고자 한다. 다만 두 번째 지적에 대해서는 필자 역시 생각을 같이한다. 위원회 방식은 필자가 절차주의의 한 구체화 형태로 제안하고자 하는 자율규제모델과 합치하기도 한다. 그러나 이에 대해서는 다시 두 가지 문제를 제기할 수 있다. 첫째, 위원회 방식은 - 이미 현실이 잘 보여주는 것처럼 - 비효율적이라는 점이다. 둘째, 위원회 방식을 포괄하는 자율규제모델은 신자유주의가 추구하는 그것과 내용적인 면에서 어떤 차이가 있는가 하는 점이다. 아래에서 상세하게 논의하도록 한다.

(4) 절차주의적 규제의 제도화 (1): 원칙중심적 규제

① 개념 및 이론적 기초

절차주의적 규제 패러다임의 구체적인 제도화 모습으로 '원칙중심적 규제'를 생각할 수 있다.⁶⁹⁾ 원칙중심적 규제는 '일반조항' 형식으로 구성된 '원칙 모델'을 규제수단으로 채택하여 금융시장을 규제하는 방식을 말한다. 이러한 원칙중심적 규제는 확정적인 요

68) 사실 '법의 대화이론'(Diskurstheorie des Rechts)을 정립한 하버마스의 구상에 대해서도 이와 비슷한 비판이 제기되었다.

69) 정순섭, "원칙중심규제의 논리와 한계", 『상사판례연구』 제22집 제1권(2009, 3), 37-72쪽.

건과 효과를 규율하지 않고, 그 대신 규제대상이 추구해야 하는 목적 혹은 목표만을 일반조항 형식으로 추상적으로 규율한다. 이 점에서 원칙중심적 규제는 - IV.2.3)(1)에서 소개한 - '목적 프로그램'에 상응한다. 아울러 이러한 원칙중심적 규제를 전형적으로 보여주는 범규범으로서 헌법을 떠올릴 수 있다. 왜냐하면, 헌법이 규정하는 기본권규범이야말로 대표적인 원칙중심적 규범이라고 말할 수 있기 때문이다.

법철학적 차원에서 보면, 이와 같은 원칙중심적 규제방식은 범규범이 '원칙'(principle)과 '규칙'(rule)이라는 이원적 방식으로 구성된다는 것을 전제로 한다. 이러한 법철학적 사고방식은 독일의 법이론가인 요제프 에쎄(J. Esser), 미국의 법철학자 드워킨(R. Dworkin) 그리고 독일의 공법학자 알렉시(R. Alexy)에게서 찾아볼 수 있다.⁷⁰⁾ 이러한 원칙과 규칙은 - 앞에서 설명한 - 목적 프로그램 및 조건 프로그램에 상응한다. 한편 이에 관해서는 양자의 구별이 질적인 차원의 것인가, 아니면 정도의 차이에 불과한 것인지에 대해 논란이 있지만, 여기서는 자세히 다루지 않기로 한다.

② 원칙중심적 규제방식의 이중성

그러나 원칙중심적 규제를 도입하는 방안에 대해서는 비판적인 견해가 없지 않다. 예를 들어, 금융법학자인 정순섭 교수는 원칙중심적 규제의 "법리적 한계", "구조적 한계", "문화적 한계"를 검토하면서, 결론적으로 이러한 규제방식이 우리에게서 적합하지 않다고 말한다.⁷¹⁾ 이러한 비판적 견해는 상당 부분 설득력을 갖는다. 필자는 그 이유를 원칙중심적 규제의 기반이 되는 '일반조항'(Generalklausel)의 이중적 성격에서 찾을 수 있다고 생각한다. 법이론의 측면에서 보면, 일반조항은 야누스의 얼굴을 지니고 있다.⁷²⁾ 한편으로 일반조항은 - 헤데만(J.W. Hedemann)의 유명한 "일반조항으로 도피"가 시사하는 것처럼 - 치밀한 그리고 때로는 '머리카락처럼 섬세한' 사고를 필요로 하는 법도그마틱적 사고를 유약하게 만드는 부정적인 이미지를 보인다. 이러한 맥락에서 일반조항은 우리가 극복해야 할 그 무엇으로 다가온다.⁷³⁾ 이제까지 다수의 법학자들은 이러한 관점에서 일반조항을 바라보았다. 그러나 다른 한편으로 일반조항은 복잡한 현대사회에 대응해야 하는 법도그마틱의 복잡성을 감축하는 역할뿐만 아니라, 법체계와 사회체계가 구조적으로 결합하는 통로로서 그 역할을 수행할 수도 있다. 다시 말해, 일반조항은 법도그마틱의 개방성을 유지하는 데 필요한 규정형식인 셈이다.⁷⁴⁾ 이렇게 일반조항은 '유약성'과 '개방성' 사이에, 부정적인 이미지와 긍정적인 이미지 사이에 놓여있다. 그래서

70) 많은 문헌을 대신해서 R. Alexy, *Theorie der Grundrechte*, Frankfurt/M. 1992 참고.

71) 정순섭, 앞의 논문(주69), 68쪽.

72) 이를 법철학적으로 분석하는 심현섭, "일반조항 소고 - 분석적 소묘 - ", 『분석과 비판의 법철학』, 법문사, 2001, 227쪽 아래.

73) 대표적으로 김영환, "법의 계수의 결과현상들 - 개념법학적인 사유형태와 일반조항에로의 도피 - ", 『법철학연구』 제4권 제1호(2001, 5), 149-174쪽 참고.

74) 이를 강조하는 G. Teubner, in: *Alternativkommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch*, Bd. 2: Allgemeines Schuldrecht, Frankfurt/M. 1980, S. 84.

일반조항의 법이론적인 위상을 정확하게 평가하는 것은 쉽지 않다.

③ 해결책-① 원칙 모델과 규칙 모델의 공존

이러한 일반조항의 이중성은 원칙중심적 규제에서도 그대로 찾아볼 수 있다. 만약 우리가 원칙중심적 규제의 개방성 및 탄력성에 초점을 맞춘다면, 원칙중심적 규제를 긍정적으로 수용할 수 있을 것이다. 그러나 일반조항의 유약성 및 불명확성에 초점을 맞추면, 원칙중심적 규제를 성급하게 도입하는 것은 자칫 금융시장 규제의 객관성을 파괴하는 것이 될 수 있다.⁷⁵⁾

그렇다면 원칙중심적 규제를 포기하는 것이 더욱 바람직한 일일까? 그렇지는 않다고 생각한다. 필자는 원칙중심적 규제가 갖고 있는 장점에 더욱 주목해야 할 필요가 있다고 생각한다. 이외 연장선상에서 위에서 제기한 문제들은 다음과 같이 해결할 수 있다고 생각한다. 먼저 금융시장에 대한 모든 규제를 원칙중심적 규제로 설계하는 것이 아니라, 원칙 모델과 규칙 모델을 혼용해서 규제방식을 설계하는 것이다. 그렇다면 어느 경우에 원칙 모델을 적용하고, 어느 경우에 규칙 모델을 적용할 것인가? 서브프라임에 염두에 둔다면, 대출단계에 대해서는 규칙 모델을 적용하고, 유통화 단계에 대해서는 원칙 모델을 적용하면 될 것이다. 이는 대출단계에 대해서는 조건 프로그램 및 직접적 · 기속적 규제방식을, 유통화 단계에 대해서는 목적 프로그램 및 간접적 · 재량적 규제방식을 적용해야 하는 것에 상응한다.

④ 해결책-② 원칙중심적 규제방식과 위원회 방식의 결합

두 번째 해결책으로서 원칙중심적 규제방식과 위원회 방식을 결합하는 것을 모색할 수 있다. 이는 원칙중심적 규제방식을 절차주의적으로 구체화하는 것을 의미한다. 그러면 원칙중심적 규제방식과 위원회 방식을 결합한다는 것은 구체적으로 무엇을 뜻하는가? 다음과 같은 방안을 생각할 수 있다. 먼저 금융시장을 규제하는 법규범이 모든 것을 상세하게 규정하는 것이 아니라, '목표' 등과 같은 원칙만을 규정한다. 이와 아울러 해당 법규범에서는 '조직형식'으로 일정한 위원회를 강제하고, 이 위원회에 원칙중심적으로 설계된 법규범을 구체화하거나 적용할 수 있는 '권한'을 부여하는 것이다. 그리고 이 위원회를 구성할 때 각계각층의 전문가들이 다양하게 참여할 수 있도록 하는 것이다. 이렇게 하면 실제로 다음과 같은 효과를 기대할 수 있다. 첫째, 비록 법규정이 원칙중심적으로 규제방식을 설계했다 하더라도, 전문가들로 구성된 위원회에게 이를 구체화할 수 있는 권한을 부여함으로써, 해당 위원회는 각 상황에 맞게 원칙중심적 규범을 적용할 수 있다. 둘째, 수직적인 관료제 모델이 아닌, 대화적인 구조를 갖는 위원회 모델을 통해 원칙중심적 법규범을 구체화할 수 있도록 함으로써, 위원회가 독단적으로 법규범을 구체화하는 것을 막을 수 있다. 셋째, 각계각층의 전문가들로 위원회를 구성함으

75) 정순섭 교수는 이러한 맥락에서 원칙중심적 규제를 도입하는 것에 반대한다.

로써, 위원회의 전문성을 확보할 수 있다. 넷째, 법원 이외에 위원회도 원칙중심적 범규범을 구체화할 수 있도록 함으로써, 구체화 과정을 다원화할 수 있고, 이를 통해 원칙중심적 규범을 구체화하는 과정에서 일종의 '경쟁'을 유도할 수 있다. 물론 이와 달리 위원회 방식은 소모적이고 비효율적일 수도 있다. 그렇지만 본래 민주주의는 '비용'이 많이 드는 제도인 만큼, 이는 현실적으로 어느 정도 감수해야 할 것이다. 금융공학으로 무장한 전문가들의 자신감으로 장식된 '독단적 판단'이 이번 서브프라임 금융위기를 유발하는 데 결정적인 기여를 했다는 점을 명심해야 할 필요가 있다.

(5) 절차주의적 규제의 제도화 (2): 자율규제모델

절차주의적 규제를 제도화하는 두 번째 방안으로 '자율규제모델'을 생각할 수 있다.⁷⁶⁾ 요즘 많이 논의되는 '내부통제모델'도 '자율규제모델'의 한 예가 된다고 말할 수 있다. 그러나 이러한 방안에 대해서는 다음과 같은 반론을 던질 수도 있을 것이다. 즉 자율규제모델은 기존의 신자유주의 경제이념이 즐겨 사용하던 것이 아닌가 하는 반론이 그것이다. 그러나 필자는 자율규제모델 역시 - 위에서 언급한 원칙중심적 규제모델처럼 - 자율규제모델과 타율규제모델을 혼합함으로써, 신자유주의적 경제이념과는 차별화되는 절차주의적 규제방식으로 재구성할 수 있다고 생각한다. 예를 들어, 자본시장통합법 제6편 제1장이 "한국금융투자협회"를 강제하고 있는 것처럼, 우선 범규범을 통해 자율규제를 주도할 일정한 조직을 강제하는 것이다. 아울러 범규범을 통해 어떻게 이러한 조직을 구성할 것인지를 강제하고, 이 조직이 자율규제를 총괄할 수 있도록 권한을 부여하는 것이다. 즉 타율규제를 통해 조직형식, 조직구성 및 권한을 강제하고, 이렇게 강제된 조직이 각 금융기관들로 하여금 자율규제를 행할 수 있도록 유도하는 것이다. 따라서 엄밀히 말하면, 이렇게 실행하는 자율규제는 순수한 자율규제가 아니라, '타율규제가 이식된 자율규제'라고 말할 수 있다.

V. 결론 요약

마지막으로 지금까지 전개한 논의를 간략하게 요약하도록 한다. 이 글은 이번에 발생한 서브프라임 금융위기를 분석하고, 이에 적합한 새로운 패러다임의 법적 규제가 과연 가능한지, 만약 가능하다면 그 방향은 무엇인지 살펴보는 것을 주된 목표로 하였다. 이를 위해 먼저 서브프라임 금융위기의 진행과정을 개관하였고(II), 이러한 서브프라임 금융위기는 어떤 원인에서 발생한 것인지 분석하였다(III). 여기서는 서브프라임 금융위기에 대한 '구조적 분석'과 '행위자 중심 분석'이라는 두 가지 분석 틀을 원용하였다. 이

76) 이에 관해서는 우선 이원우, "금융행정의 새로운 패러다임의 가능성과 타당성", 김건식 · 정순섭 (편저) 『새로운 금융법 체제의 모색』, 소화, 2006, 260-274쪽 참고.

를 통해 이번에 발발한 서브프라임 금융위기는 '제도적 실패'와 '개인적 부패'가 변증적으로 상호작용하여 빚은 산물이라는 결과를 도출하였다. 그리고 이에 기반을 두어 새로운 패러다임의 법적 규제가 왜 필요한지 그리고 그 방향은 무엇인지 논의하였다(IV). 이 논문에서 필자는 법적 규제의 '다원화', '기능화', '절차주의화'를 새로운 패러다임의 법적 규제 제로 제안하였다.

<참고문헌>

- 곽노완, "서브프라임 붕괴와 마르크스주의 공황론의 새로운 지평 - 미국 서브프라임 붕괴, 달러지배체제위기, 석유 · 식량위기의 연관성 - ", 『마르크스주의 연구』 제5권 제3호(2008, 8).
- 김건식 · 정순섭 (편저), 『새로운 금융법 체제의 모색』, 소화, 2006.
- 김명록, "증권화(securitization)와 서브프라임 위기", 『마르크스주의 연구』 제5권 제3호(2008, 8).
- 김영환, "법의 제수의 결과현상들 - 개념법학적인 사유형태와 일반조항에로의 도피 - ", 『법철학연구』 제4권 제1호(2001, 5).
- 박 준, "서브프라임 대출관련 금융위기의 원인과 금융법의 새로운 방향 모색", 『국제거래법연구』 제17권 제2호(2008).
- 배종대, "보안처분과 비례성원칙", 김일수 · 배종대 (편), 『법치국가와 형법』, 세창출판사, 1998.
- 심헌섭, "일반조항 소고 - 분석적 소묘 - ", 『분석과 비판의 법철학』, 법문사, 2001.
- 양기진, "미국서브프라임 위기에서 본 금융소비자보호법제에 대한 시사점", 『증권법연구』 제9권 제1호(2008).
- 양천수, "합리적인 법정책의 방향과 기준 - ", 『영남법학』 제24호(2007, 4).
- 양천수, "지역균형발전과 법학전문대학원 인가: 법정책의 관점에서", 『영남지역발전연구』 제38집(2008, 2).
- 이부하, "비례성원칙과 과소보호금지원칙", 『헌법학연구』 제13권 제2호(2006, 6).
- 이상돈, "차입에 의한 기업인수(LBO)와 배임죄", 『경제법연구』 제7권 제1호(2008, 6).
- 이상돈, 『기초법학』, 법문사, 2008.
- 이상돈 · 홍성수, 『법사회학』, 박영사, 2000.
- 이원우, "금융행정의 새로운 패러다임의 가능성과 타당성", 김건식 · 정순섭 (편저) 『새로운 금융법 체제의 모색』, 소화, 2006.
- 이정민, "부실대출에 대한 형법정책", 『비교형사법연구』 제9권 제2호(2007, 12).

- 장시복, "미국 서브프라임 모기지 사태와 세계 경제의 위기", 『사회경제평론』 제31호 (2008).
 - 정순섭, "자본시장통합법의 구조와 내용", 김건식 · 정순섭 (편저), 『새로운 금융법 체제의 모색』, 소화, 2006.
 - 정순섭, "금융위기와 금융법제 - 미국의 장외파생상품규제를 중심으로 - ", 『국제거래법연구』 제17권 제2호 (2008).
 - 정순섭, "금융규제법상 포괄개념 도입의 가능성과 타당성 - 자본시장통합법상 금융투자상품의 개념을 중심으로 - ", 『서울대학교 법학』 제49권 제1호 (2008. 3).
 - 정순섭, "원칙중심규제의 논리와 한계", 『상사판례연구』 제22집 제1권 (2009. 3).
 - 조복현, "미국 금융위기의 원인: 유동성 추구하고 금융취약성 강화", 『경제학연구』 제57집 제1호 (2009).
 - 홍성수, "규제학 - 개념, 역사, 전망 - ", 『안암법학』 제26호 (2008).
 - 위르겐 하버마스, 장춘익 (옮김), 『의사소통행위이론 2』, 나남출판, 2006.
 - 브루스 E. 헨더슨 · 조지아 가이스, 김정환 (옮김), 『서브프라임 크라이시스』, 랜덤하우스, 2008.
-
- A.G. Ahearne · J.A.B. Dolye · L. Kole · R. Martin, House Price and Monetary Policy: A Cross-Country Study, in: Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Paper*, No. 841 (2005).
 - R. Alexy, *Theorie der Grundrechte*, Frankfurt/M., 1992.
 - O. Blanchard, The Crisis: Basic Mechanism, and Appropriate Policies, in: *IMF Working Paper* (2009).
 - G.-P. Calliess, *Prozedurales Recht*, Baden-Baden 1998.
 - International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report, Chapter II Structured Finance: Issues of Valuation and Disclosure* (2008).
 - Laurie S. Goodman · Shumin Li · Douglas J. Lucas · Thomas A. Zimmerman · Frank J. Fabozzi, *Subprime Mortgage Credit Derivatives* (2008).
 - K. Günther, *Der Sinn für Angemessenheit*, Frankfurt/M., 1988.
 - W.B. Gwinner · A. Sanders, The Sub Prime Crisis: Implication for Emerging Markets, in: *World Bank Policy Research Working Paper* No. 4726 (2008).
 - C.J. Havard, 'Goin' Round In Circles' ... And Letting The Bad Loans Win: When Subprime Lending Fails Borrowers: The Need For Uniform Broker Regulation, in: *Nebraska Law Review* 86 (2008).
 - M. Jarocinski · F. Smets, House Price and the Stance of Monetary Policy, in: *Presented Paper at 32th Annual Economic Policy Conference of the FRB St Louis* (2007).

- Joint Economic Committee, *The U.S. Housing Bubble and the Global Financial Crisis: Vulnerabilities of the alternative Financial System*, Washington D.C.: Joint Economic Committee, 2008.
- N. Luhmann, *Rechtssoziologie*, 2. Aufl., Opladen 1983.
- N. Luhmann, *Das Recht der Gesellschaft*, Frankfurt/M., 1993.
- R. McKinnon, *The Order of Economic Liberalization*, Second Edition, The Johns Hopkins University Press, 1993.
- C.L. Petterson, *Over-Indebtedness, Predatory Lending, and the International Political Economy of Residential Home Mortgage Securitization: Comparing the United States' Subprime Home Mortgage Lending Crisis to Home Finance in the United Kingdom, Germany, and Japan*, 2008.
- J. Taylor, Housing and Monetary Policy, in: *Symposium on Housing, Housing Finance, and Monetary Policy Sponsored by FRB of Kansas City in Jackson Hole* (2007).
- G. Teubner, in: *Alternativkommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch*, Bd. 2: Allgemeines Schuldrecht, Frankfurt/M., 1980.
- G. Teubner, Reflexives Recht, in: *ARSP* (1982).
- G. Teubner, Steuerung durch plurales Recht: Oder: Wie die Politik den normativen Mehrwert der Geldzirkulation abschöpft, in: W. Zapf (ed.), *Die Modernisierung moderner Gesellschaften*, Frankfurt/M., 1991.

투고일자 : 2010. 2. 6

개제확정 : 2010. 3. 12