



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

博士學位論文

國際短期投機펀드의 法的 規制
에 관한 研究

A Study on Legal Regulation of
International Short-Term Speculative Fund



2006年 12月

國際短期投機펀드의 法的 規制
에 관한 研究

指導教授 金 富 燦

金 河 龍

위 論文을 法學 博士學位 論文으로 提出함.

2006年 12月

金河龍의 法學博士學位 論文을 認准함.

審査委員長 _____

委 員 _____

委 員 _____

委 員 _____

委 員 _____

濟州大學校 大學院

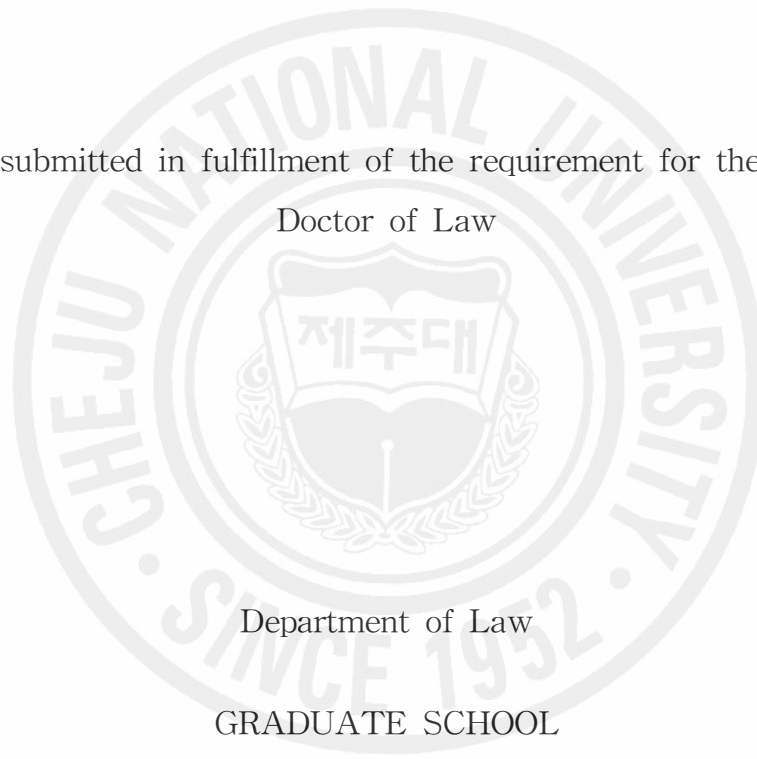
2006年 12月

A Study on Legal Regulation of
International Short-Term Speculative Fund

Kim, Ha Ryong

(Supervised by Professor Dr. Kim, Boo Chan)

A thesis submitted in fulfillment of the requirement for the degree of
Doctor of Law



Department of Law
GRADUATE SCHOOL

CHEJU NATIONAL UNIVERSITY

2006. 12.

국 문 초 록

자본의 자유로운 이동을 옹호하는 신자유주의는 극단적으로 진행될 경우 ‘투기’에 종속된다. 이러한 시대에 가장 핵심적인 투자수단이 헤지펀드 및 사모주식펀드로 대표되는 각종 펀드이다. 이들은 위험을 회피하면서 수익을 최대화한다. 그러나 이러한 펀드들이 국제자본시장에 혼란을 야기하는 경우가 있었다. Asia 외환위기나 LTCM 사건이 그러한 예인데 그것은 위험관리 시스템의 딜레마 때문이었다. 이런 경험으로 인해 미국 중심의 다국적 국제투자자본이 반대하는 가운데 점차 새로운 국제금융체제의 확립이 필요하다는 논의들이 대두하였고, 헤지펀드와 같은 투기자본에 대한 규제와 필요성을 진지하게 고민하게 되었다.

그런데 우리나라는 외환위기 이후 외국자본을 적극 수용하는 입장에서 단기투기자본에 대한 문제의식이 높지 않았다. 국제금융체제 개편에 대한 논의만 무성할 뿐 근본적인 규제와 의식이 없었다. 정부 역시 단기투기자본의 폐해에 대한 규제에 적극적이지 않았고, 뒤늦게 적대적 인수·합병의 대응책으로 토종 사모주식펀드 육성을 내놓은 것이 전부였다. 투기적 외국자본에 대한 체계적인 법적규제가 필요하다는 문제의식이 대두된 것은 이 때문이라고 할 수 있다.

이 논문에서는 광의로서의 국제투자는 투자의 보호에 중점을 둔 것으로서 ‘모든 종류의 자산’을 포함하는 포괄적인 개념을 의미함을 설명하였다. 그리고 이제까지 국제투자규범은 단기적 투기자본의 자유로운 이동을 보장하는 장치로 작동하여 왔다는 점을 지적하였다. 그러한 기존 국제투자규범은 현재 시급한 단기투기자본의 규제를 위한 규범은 아니라는 한계를 노정한 것이었다. 일반적으로 단기투기자본은 사모성, 단기성, 단기수익 목적성, 우회성이라는 특징을 가지고 있다. 단기투기자본에는 헤지펀드와 사모주식펀드가 대표적이며 헤지펀드는 공모가 아니라 사모방식에 의하여 한정된 숫자의 투자자만을 대상으로 설립되어 그 운용에 대한 보고의무나 감독이 불가능하다. 따라서 고수익 달성을 위한 공격적인 투자전략으로 많은 부정적 행태를 보인다. 사모펀드 역시 최근 급속도로 성장하면서 수익달성만을 위한 전략으로 인해 부정적인 영향을 미치고 있다.

이러한 단기투기자본의 부정적 행태와 문제점을 자세히 살펴보기 위해 부정적 행태를 유형별로 분석하였는데 이에선 부동산 단기투자, 발행시장과 제1·2금융권에 대한 단기투자, 적대적 인수합병 등의 국내 및 국외사례가 있다. 여기에서 적대적 인수합병의 문제점은 크다고 할 수 있다. 따라서 적대적 인수합병을 방어하기 위해 주요국가들과 우리나라도 제도적 장치를 마련하고 있지만 실효성을 거두기에는 미흡한 점이 있다. 이에 따라 문제제기와 함께 제도적 보완이 필요함을 지적하였다.

단기투자자본에 대한 국제적 논의가 규제 방향으로 흐름에 따라 주요국들은 각기 법적 규제제도를 갖게 되었는데 그러한 규제제도 동향을 살펴보고 우리나라 규제제도의 현황 또한 정리해 볼 필요가 있다. 구체적인 대응방안을 위한 작업으로 단기투자자본 규제에 대한 국제규범을 살펴보고 Asia 외환위기와 LTCM 사건 이후에 논의가 되기 시작한 국제적 움직임을 살펴볼 필요가 있다. 또한 선진 주요국을 비롯한 칠레, 말레이시아의 규제제도와 현재 우리나라에서 시행하고 있는 단기투자자본에 관한 법제를 비교 분석하는 것이 필요하다.

이를 토대로 구체적인 대응방안을 제시하면, 국내법적 규제방안으로, 첫째, 한국판 「엑스-플로리오법」을 도입할 필요가 있다. 국가안보를 위하여 중요산업에 대한 외국자본의 인수합병을 방지하는 장치를 벤치마킹할 수 있을 것이다. 둘째, 최근 단기투자자본 억제방안으로 자주 거론되고 있는 토빈세나 이중외환거래세, 무이자지급준비예치제도 등도 적극적으로 고려해 보아야 한다. 셋째, 가장 실효성 있는 규제방안이라고 할 수 있는 조세법적 방안으로 실질과세원칙과 고정사업장이론을 우리나라도 확립할 필요가 있다. 미국의 「Subpart F 규정」을 연구하여 조세회피지역으로 과세이연하는 행위를 방지하는 법제를 도입하는 것도 가능할 것이다. 또한 주요국의 조세법적 규제방안을 참고하여 실효성 있는 조세법적 규제제도를 얼마나 입법할 수 있느냐가 중요하다. 넷째, 증권법적 규제방안은 「증권거래법」상 5%룰과 공시의무가 가장 핵심적인 내용이다. 단기투자자본의 가장 부정적인 행태가 적대적 인수합병이며 이에 대한 방어대책은 5%룰과 그에 따른 공시의무를 엄격히 법제화하는 것이다. 다섯째, 「증권거래법」의 역외적용 등 기타 증권법적 규제방안도 충분히 검토하여야 한다.

국제법적 규제방안은, 첫째, 양자간조약을 통한 당사국간 조세조약 개정이 필요하다. 특히 일본의 「신세이조항」과 「미-일 조세조약」 개정을 살펴보면 공적자금을 투입한 공기업을 매수하여 취득한 자본이득에 과세하는 것을 볼 수 있다. 이러한 국내법적 개선과 조세조약의 개정을 벤치마킹할 필요가 있을 것이다. 둘째, 국제기구 및 국제협의를 통하여 단기투자자본에 대한 감시와 정보교류, 나아가 유사시에는 공동대처하는 것이 효과적일 것이다. 이를 위한 제도적 장치가 지역적, 국제적으로 필요하며 동아시아 금융협약체나 기타 국제기구적 규제에 적극적으로 참여하여야 한다. 셋째, 국제법적 규제의 마지막 방안으로 ‘소프트 로’인 국제행위준칙을 단기투자자본에 맞게 확립하여야 한다. 이에 대한 내용으로 단기투자자본의 투명성과 예측가능성을 제고하고자 하는 노력을 국제행위준칙은 담고 있어야 한다.

국제단기투자자본을 규제하기 위한 범규 운용에서의 정책적 제언으로, 첫째, 공시제도 개선이 우선되어야 한다. 단기투자자본은 익명성과 우회적 공격을 전략으로 삼고 있는데 이를 효율적으로 통제하는 방법은 단기투자자본 유입을 투명하게 포착하고 이를 모든 투자 참여자에게 알려줄 수 있는 공시제도를 잘 정비하고 엄격히 적용할 필요가 있다. 단기투자자본의 규제핵심은 투명성에 있기 때문이다. 둘째, 외국 투자자본에 대항할 국내 투자자본을 육성하여야 한다. 이를 위해서는 토종자본

육성에 걸림돌이 되는 제도는 개선하고 미비한 제도는 입법으로 해결하여야 한다.

마지막으로 외국자본에 대한 규제는 건전한 외국자본의 유입을 저해하지 않는 범위 내에서 역기능을 수행하는 단기투기자본만을 억제하는 방향으로 이루어져야 함을 강조한다. 단기투기자본 규제를 위한 노력은 시장원리주의를 손상시키지 않는 범위 내에서 이루어져야 하며 규제만을 위한 규제는 장기 직접투자를 위축시킬 수도 있다는 점을 잊지 말아야 한다.



目 次

제1장 序 論	1
제1절 연구의 목적	1
제2절 연구의 범위 및 방법	5
제2장 國際投資의 의의와 國際投資規範의 현황 및 한계	7
제1절 國際投資의 의의	7
1. 개념	7
2. 유형	8
3. 범위	9
제2절 國際投資規範의 현황	13
1. OECD 投資規範	15
1) OECD 投資規範의 의의 및 내용	15
2) OECD 投資規範의 평가	17
2. 兩者間 投資協定 (BIT)	18
1) 兩者間 投資協定の 의의 및 내용	18
2) 兩者間 投資協定の 평가	20
3. 多者間 投資協定 (MAI)	20
1) 多者間 投資協定の 의의 및 내용	20
2) 多者間 投資協定の 평가	25
4. 開發國의 投資規範 안데안 決定 24	26
1) 안데안 決定 24의 의의 및 내용	26
2) 안데안 決定 24의 평가	27
5. 先進國과 開發國간의 投資規範으로서 美國의 兩者間 投資協定	28

1) 美國의 兩者間 投資協定 모델의 의의 및 내용	28
2) 美國의 兩者間 投資協定 모델의 평가	33
제3절 현행 國際投資規範의 한계	35
1. 間接投資에 관한 國際投資規範의 미비	35
2. 國際投資規範으로서 國際投資協定상의 법적 문제점	35
1) 포트폴리오 投資의 保護에 관한 문제점	35
2) 自由送金の 例外로서 세이프가드의 문제점	36
3) 收用に 대한 補償基準의 문제점	37
4) 投資者 對 國家間 紛爭解決節次에 관한 문제점	38
제3장 短期投機資本의 의의 및 현황	40
제1절 短期投機資本의 개념 및 유형	40
1. 개념	40
1) 펀드, 公募펀드, 私募펀드 및 短期投機資本의 개념	40
2) 短期投機資本의 연혁	44
3) 헤지펀드와 私募주식펀드	46
2. 유형	51
1) 헤지펀드의 종류	51
2) 헤지펀드의 투자전략	54
3) 헤지펀드와 뮤추얼펀드의 차이점	56
4) 私募주식펀드의 동향	62
제2절 國際資本市場에서의 短期投機資本 현황 및 특성	64
1. 현황	64
2. 특성	67
제4장 短期投機資本의 否定的 行態와 문제점	69

제1절 短期投機資本의 부정적 행태	69
1. 헤지펀드 및 私募주식펀드의 부정적 행태	69
2. 헤지펀드 LTCM의 몰락과 영향	71
제2절 短期投機資本의 부정적 행태의 유형별 분석	77
1. 不動産 短期差益 유형	77
2. 發行市場에서의 단기투자 유형	78
3. 제1금융권에 대한 단기투자 유형	80
4. 제2금융권에 대한 단기투자 유형	90
5. 敵對的 引受合併(M&A)의 유형	95
1) 國內事例	95
2) 國外事例	108
6. 기타 유형	110
제3절 敵對的 引受合併의 문제점	119
1. 敵對的 引受合併의 법적 시사점	119
2. 敵對的 引受合併에 대한 제도적 보완	126
제5장 短期投機資本 規制에 관한 國際的 論議와 主要國家의 規制 現況	128
제1절 短期投機資本 規制에 관한 國際的 論議	129
1. 國際的 規制의 必要性	129
2. 國際規制基準	131
3. Asia 外換危機와 LTCM사건 이후의 資本規制 論議	137
1) Asia 外換危機의 原因分析과 資本規制	137
2) LTCM사건 이후의 短期資本 規制論議	145
4. 글로벌 金融秩序의 Governance 構造와 새로운 規制 秩序	148
제2절 短期投機資本에 대한 主要國家의 규제 現황	151
1. 主要 先進國의 短期資本 규제 現황	151

1) 短期投機資本에 대한 규제	151
2) 外國資本의 敵對的 引受合併에 대한 防禦政策	153
2. 칠레의 短期資本 規制制度	158
1) 내용	158
2) 효과	162
3. 말레이시아의 短期資本 規制制度	163
1) 내용	163
2) 효과	167
4. 우리나라에 주는 시사점	169
제3절 우리나라의 規制制度 현황	177
1. 外國人投資關聯法上的 규제	177
2. 敵對的 引受合併 規制 관련 법규	179
제6장 短期投機資本에 대한 法的 規制方案 및 政策的 提言	182
제1절 國內法的 規制方案	182
1. 韓國版 엑슨-플로리오(Exon-Florio)法 도입	182
1) 내용	182
2) 평가	185
2. 토빈稅와 二重外換去來稅 도입	186
1) 내용	186
2) 평가	189
3. 無利子支給準備預置(URR)制度 도입	192
4. 租稅法的 규제	195
1) 實質課稅原則과 固定事業場理論	195
2) 미국의 Subpart F 規程	197
3) 기타 主要國家의 租稅法的 규제	199
5. 證券法的 규제	200
1) 證券去來法上 5%률과 公示義務	200

2) 證券去來法の 域外適用 등 기타 證券法的 규제	205
6. 기타 國內法規에 의한 규제	208
제2절 國際法的 規制方案	210
1. 兩者間條約을 통한 규제	210
1) 일본의 사례 및 내용	210
2) 효과 및 도입방안	212
2. 國際機構 및 國際協議體를 통한 규제	212
1) 동아시아 金融協議體制의 사례 및 내용	212
2) 효과 및 國際機構的 解決方案	215
3. 國際行爲準則을 통한 규제	216
1) 의의 및 한계	216
2) 短期投機資本에 관한 國際行爲準則	218
제3절 韓美FTA 세이프가드 및 投資 條項의 과제	219
1. 韓美FTA 세이프가드 條項의 과제	219
2. 韓美FTA 投資 條項의 과제	222
제4절 國際短期投機資本 規制法規의 運用에 관한 政策的 提言	223
1. 透明性 提高를 위한 公示制度 개선	223
2. 國內 投資資本 育成을 위한 제도개선 및 입법	225
제7장 結 論	226
<참고문헌>	232
Abstract	260
APPENDIX	263

表 目 次

<표 1> 펀드별 특성	42
<표 2> 펀드의 經營參與 範圍	42
<표 3> 헤지펀드와 뮤추얼펀드의 주요 차이점	56
<표 4> 美國의 펀드 規制法	61
<표 5> 短期資本의 빌딩투자 賣買差益	78
<표 6> 有償減資를 통한 外國係 投機資本金 回收事例	79
<표 7> 製造業 設備投資 財源의 조달비중 추이	82
<표 8> 外國資本의 國內銀行 投資(評價)利益 成績表	85
<표 9> SK(주)사태의 展開過程	103
<표 10> 美國의 敵對的 引受合併 規制 및 防禦裝置	122
<표 11> 유럽의 敵對的 引受合併 規制 및 防禦裝置	124
<표 12> 外換危機 이후의 아시아 各國의 資本規制	144
<표 13> 主要國의 經營權 防禦裝置	157
<표 14> URR制度下에서의 外資導入의 追加費用負擔	162
<표 15> 規制論者의 주장 및 내용	171
<표 16> 反規制論者의 주장 및 내용	171
<표 17> 아시아 主要國의 資本去來規制 및 外換管理 도입 사례	173
<표 18> 外國係 機關의 經營干涉 및 모럴해저드	175
<표 19> 外國資本의 弊害 및 牽制機能 미비 사례	175

〈略語表〉

ADB	Asian Development Bank (아시아개발은행)
AFI	Asian Financial Institute (아시아금융기구)
AMF	Asian Monetary Fund (아시아통화기금)
APEC	Asia-Pacific Economic Cooperation (아시아 태평양 경제협력체)
APPI	Association for the Promotion and Protection of Foreign Investment (외국투자의 촉진과 보호에 관한 협회)
ASEAN	Association of South-East Asian Nations (동남아시아 국가연합)
ASEM	Asia-Europe Meeting (아시아-유럽 정상회의)
BIS	Bank for International Settlements (국제결제은행)
BIT	Bilateral Investment Treaty (양자간 투자협정)
CEA	Commodity Exchange Act (상품거래소법)
CFC	Controlled Foreign Corporation (피지배 외국법인)
CFIUS	Committee on Foreign Investments in the U.S (미국 외국투자 위원회)
CFTC	Commodity Futures Trading Commission (상품선물거래위원회)
CIME	Committee on International Investment and Multinational Enterprises (국제투자 및 다국적 기업위원회)
CLS	Continuous Linked Settlement Bank International (외환결제전문 은행)
CMIT	Committee on Capital Movements and Invisible Transaction (자본 이동 및 경상무역외 거래위원회)
CPO	Commodity Pool Operator (공동상품 운영자)
CTT	Two-tier Currency Transaction Tax (이중외환거래세)
EEC	European Economic Community (유럽경제공동체)
ERM	Exchange Rate Mechanism (환율조정장치)
ETF	Exchange Traded Fund (상장지수펀드)
EU	European Union (유럽연합)
FBC	Federal Banking Commission (연방은행위원회)
FCN Treaty	Treaty of Friendship, Commerce and Navigation (우호통상항해조약)
FDI	Foreign Direct Investment (외국인직접투자)
FRB	Federal Reserve Bank (연방준비은행)
FRN	Floating Rate Notes (금리연동부사채)
FSA	Financial Services Authority (금융감독원)
FTA	Free Trade Agreement (자유무역협정)
GATS	General Agreement on Trade in Services (서비스교역에 관한 일반협정)
GATT	General Agreement on Tariffs and Trade (관세무역일반협정)
HLLs	Highly Leveraged Institutions (과다채무기관)
IBRD	International Bank for Reconstruction and Development (국제부흥개발은행)

ICC	International Chamber of Commerce (국제상공회의소)
ICIC	International Credit Insurance Corporation (국제신용보험공사)
ICSID	International Centre for Settlement of Investment Disputes (국제투자분쟁해결센터)
IDA	International Development Association (국제개발협회)
IFC	International Finance Corporation (국제금융공사)
IGOs	Inter-Governmental Organizations (정부간기구)
IIE	Institute for International Economics (국제경제연구소)
IIF	Institute for International Finance (국제금융연구소)
ILO	International Labor Organization (국제노동기구)
IMF	International Monetary Fund (국제통화기금)
INGOs	International Non-Governmental Organizations (국제비정부간기구)
IOSCO	International Organization of Securities Commissions (국제증권감독기구)
IPO	Initial Public Offering (주식공개상장)
IRA	Individual Retirement Account (개인퇴직연금)
KAMCO	Korea Asset Management Corporation (한국자산관리공사)
LOI	Letter of Intent (인수의향서)
LTCM	Long Term Capital Management (헤지펀드 롱텀캐피탈)
M&A	Mergers and Acquisition (인수합병)
MAI	Multilateral Agreement on Investment (다자간 투자협정)
MAS	Monetary Authority of Singapore (싱가포르 통화청)
MMF	Money Market Fund (머니마켓펀드)
NAFTA	North American Free Trade Agreement (북미자유무역협정)
NDF	Non-Deliverable Forward (역외선물환시장)
NGOs	Non-Governmental Organizations (비정부간기구)
NIEO	New International Economic Order (신국제경제질서)
OECD	Organization for Economic Cooperation and Development (경제협력개발기구)
OTC	Over-The-Counter Market (싱가포르 점두시장)
PEF	Private Equity Fund (사모주식펀드)
QFII	Qualified Foreign Institutional Investor (외국인 기관투자가 적격심사제도)
R&B	Raid and Break-up (공격 후 분할매각)
SEC	Securities and Exchange Commission (미국증권거래위원회)
SIA	Securities Industry Association (미국증권업협회)
STET	Securities Transactions Excise Tax (증권거래세)
TOB	Take Over Bid (공개매수)
TRIMs	Trade-Related Investment Measures (무역관련투자조치)
UN	United Nations (국제연합)
UNCITRAL	United Nations Commission on International Trade Law (국제연합상거래법 위원회)
UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development (국제연합무역 개발회의)

UNCTC	United Nations Commission on Transnational Corporation (국제연합 다국간기업위원회)
URR	Unremunerated Reserve Requirement (무이자지급준비예치제)
VDR	Variable Deposit Requirement (가변예치 의무제)
WTO	World Trade Organization (세계무역기구)



제1장 序 論

제1절 연구의 목적

국제경제질서는 제2차 세계대전을 통해서 영국이 쇠망한 이후 미국이 주도하는 새로운 국제경제질서로 재편되었다. 이러한 미국의 주도하에 설립된 서방 자본주의 진영의 국제경제질서는 국가개입의 복지국가라는 목표를 달성하기 위해 강력한 자본통제(capital control)를 이념으로 하고 있었는데 그것은 바로 새로운 국제통화체제인 브레튼 우즈(Bretton Woods)체제였다.¹⁾

그러나 세계경제의 균형발전과 한정된 자원을 가진 국가들의 투자재원 축적을 위하여 국가간 자본이동이 자유로운 개방경제로의 이행이 불가피하게 되었고 이는 ‘資本自由化’로 나타났다. 1950년대 말부터 시작하여 1970년대까지 급속히 보급된 자본자유화는 여러국가들이 자본이동성을 허용한 상태에서 거시 경제조정정책을 중시하는 것이었다. 이것은 미국과 영국을 위시한 선진국들의 학자들에 의해 옹호되었는데 “어떤 전제하에서는 자유화가 경제에 도움이 될 수 있다.”는 논리가 그것이었다. 당시의 주류를 이루던 신고전과 경제이론에 따르면 자유로운 자본이동은 세계적인 자원배분의 효율성을 증진시키게 되며 이는 저축이 부족한 국가가 외국자본을 생산적인 국내투자에 사용할 수 있게 된다는 것이었다.

더욱이 정보·통신기술이 발달하고 투자위험을 극소화하기 위한 新種 金融商品이 지속적으로 개발됨에 따라 세계자본시장이 급속히 통합되었고 나아가 地域間, 多者間 자유무역 협상이 필요하게 되었다. 이러한 자유무역 협상의 결과로 국제자본이동에 법적·제도적 장애가 상당한 정도 제거된 것도 자본의 국제이동을 증가시키는 이유가 되었다. 이것이 바로 ‘競爭的 脫規制(competitive deregulation)’라는 신자유주의 이념으로 나타났다.²⁾ 그 사조는 ‘언제나 시장은 善, 국가는 惡’이라는 이분법적

1) Sebastian Edwards and Julio A. Santaella, “Devaluation Controversies in the Developing Countries : Lessons from the Bretton Woods Era” , *A Retrospective on the Bretton Woods System*, Michael D. Bordo and Barry Eichengreen eds., The University of Chicago, 1993, pp. 405~408.

접근에 따라 국제자본이동의 이념적 기초를 주권국가들로 구성된 국제법적 기반위에 국경을 초월하여 자유롭게 이동하는 자본시장이 결합된 소위 金融世界化를 실현하고자 하는데 두고 있었다.

그러나 신자유주의, 또는 신자유주의 세계화는 세계번영의 원리로서가 아니라 세계적규모의 ‘投機化’와 ‘不安定化’를 가져왔다. 신자유주의가 극단적으로 전개될 경우에는 결국 ‘投資’와 ‘投機’를 구분할 수 없게 되며, 투자는 투기에 종속하게 된다. 투기가 활성화 되었을 때 그 동력에 의해 투자도 일어난다는 것이다. 구조적으로 신자유주의는 체계적 위험에 대해 필요불가결하게 위험회피를 하지 않을 수 없으며 수익률 확보와 생존에 있어 투기는 절대적 요소가 된다. 따라서 불확실한 미래의 이익과 손실을 서로 나누기 위해 금융기법을 통해 거대한 규모의 금융자본간 이익-위험 공유체제를 발전시켰다. 이것이 오늘날 각광받고 있는 ‘危險管理産業’이다.

그러한 위험관리산업에서 가장 핵심적인 투자수단이 헤지펀드(hedge fund) 및 사모주식펀드(private equity fund, 이하 PEF)로 대표되는 각종 펀드들³⁾이다. 이들은 파생금융상품⁴⁾을 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.⁵⁾ 그러나 문제의 발생은 순수하게 경제적인 원인에 의해 생겨나는 것이

2) 정진영, “金融世界化, 國家, 民主主義”, 『국제·지역연구』 제8권 1호, 1999, pp. 135~136.

3) 국제펀드는 헤지펀드(hedge fund)와 사모주식펀드(private equity fund)를 말하는데, 둘 다 私募方式으로 자금을 조달하므로 상대적으로 감독과 규제가 약하고 透明性이 낮다는 공통점을 가지고 있지만, 전자는 企業經營에 개입 없이 단기간에 매매차익을 얻는 것을, 후자는 기업의 경영권을 인수하거나 이에 영향을 미쳐 기업가치를 높인 후 되팔아 이익을 얻는 것을 목적으로 한다는 차이가 있다. 전승철외, “투기성 외국자본의 문제점과 정책 과제”, 『금융경제연구』 제213호, 한국은행 금융경제연구원, 2005. 3, pp. 4~7.

4) 派生金融商品은 외환·예금·채권·주식 등과 같은 기초자산으로부터 파생된 금융상품을 말한다. 경제여건 변화에 민감한 금리·환율·주가 등의 장래 가격을 예상하여 만든 상품으로, 변동에 따른 위험을 소액의 투자로 사전에 방지, 危險을 最小化하는 목적에서 개발되었다. 발행자가 자금조달을 목적으로 발행하는 전통적인 금융상품과 달리 계약 당시 거래당사자 사이에 자금의 흐름이 일어나지 않는 부외거래를 특징으로 한다. 대표적인 것으로는 선물(future)·옵션(option)·스왑(swap)·선도(forward) 등이 있는데, 이들 파생상품을 대상으로 하는 선물, 옵션, 스왑선물, 스왑옵션 등 2차 파생상품 이외에도 약 1200여 종의 상품이 있다. 경제의 국제화·자유화·증권화 등이 급속히 진전됨에 따라 국제금융시장에서의 리스크 증가에 따른 헤지(hedge : 위험회피)수요의 증가와 자산 증가가 수반되지 않는 수수료 수익원으로서 파생상품 수요증가가 시장규모 확대의 원인이 되고 있다.

한국증권업협회, 『금융자산관리사 IV』, 2004. 8, pp. 253~255.

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

아니다. 금융위기가 발생하거나 사회·정치적인 원인 등 외적변수에 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 금융 포트폴리오는 급격한 혼란에 빠지게 되며 위험회피 고수익 투자수단인 헤지펀드는 이를 가속화시킨다. 1990년대 후반 아시아 외환위기와 미국의 헤지펀드 롱텀캐피탈(Long Term Capital Management, 이하 LTCM)이 파산한 것은 바로 국제투자자본의 급격한 혼란으로 인한 금융 포트폴리오⁶⁾ 붕괴가 주요 원인이었으며 파생상품 위험관리 딜레마의 대표적인 예가 되었다.⁷⁾

이처럼 1990년대 후반 세계금융시장의 혼란을 통하여 국제투자자본이 있어 자본의 자유로운 이동이라는 신자유주의적 주장은 큰 타격을 받게 되었다. 오히려 그러한 혼란을 통하여 얻은 경험은 자본시장이 개방되면서 더욱 심각한 경제적 어려움이 발생하였다는 점이다. 즉 개방된 경제는 개방되지 않은 경우에 비해 각종 충격의 영향을 더욱 크게 받았던 것으로 나타났다. 더욱이 금융시스템이 충분히 성숙되지 않은 상태에서는 개방에 따른 부작용이 크게 나타났다.

이에 따라 미국중심의 다국적 국제투자자본이 반대하는 가운데 점차 새로운 국제금융체제의 확립이 필요하다는 논의들이 대두하였고 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 이후에는 적어도 단기적인 국제금융자본에 대해서는 통제를 가하는 것이 현명한 정책이 될 수 있다는 점이 고려되기 시작하였다.

그런데 우리나라는 1997년 아시아 금융위기 이후 資本自由化를 핵심적인 내용으로 하는 IMF 구제금융 이행조건(conditionality)을 가장 모범적으로 수용한 사례로 인용되면서 국제자본에 의한 금융시장 장악이 가장 빠른 시간내에 이루어진 사례로 평가받고 있다. 그리하여 국내에서는 자본자유화의 폐해에 대한 문제의식이 높지 않으며 오히려 자본자유화를 전면수용하자는 입장이 지배적이었다. 따라서 국제금융체제 개편에 대해서는 논의만 무성할 뿐 근본적인 개혁은 이루어지지 않았다. 개

6) 포트폴리오(Portfolio)란 주식투자에서 위험을 줄이고 투자수익을 극대화하기 위한 일환으로 여러 종목에서 분산 투자하는 방법을 말한다. 한국증권업협회, *supra* 주) 4, pp. 47~48 참조.

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

혁은 주로 외국자본을 받아들여야 하는 입장인 개도국의 금융시스템을 글로벌스탠더드(Global Standard)에 맞게 개혁하자는 주장뿐이었다.

최근 논란이 되고 있는 ‘펀드자본주의’⁸⁾는 외환위기 이후 자본시장개방 확대로 외국펀드가 대거 유입되고 국내펀드도 빠르게 성장함으로써 펀드가 금융시장은 물론 기업경영에도 큰 영향력을 행사하는 상황을 이르는 말이다. 문제는 덩치가 커진 펀드가 기업경영에 지나치게 간섭하여 기업의 성장에 걸림돌이 되고 있다는 점이다. 펀드의 간섭이 많아질수록 해당기업은 경영이 위축될 수 밖에 없고 펀드 눈치를 보느라 장기적인 안목의 투자보다는 단기적으로 현금확보나 자사주 매입 등에 주력하게 된다. 기업의 성장 잠재력 확충은 기대하기가 어려워진다. 이처럼 펀드가 기업의 생명을 쥐는 권력기관으로 등장한 만큼 펀드의 지배구조를 투명하게 하고 운영의 합리성을 높여야 하는 노력을 경주해야 함에도 현실이 그렇지 못하다.

또한 정부는 투기적 외국자본의 파행성을 규제하기 위한 노력을 적극적으로 펼치지 않았고, 뒤늦게 외국자본의 적대적 인수합병(Merger and Acquisition : M&A)의 대안으로 토종 사모주식펀드(PEF)를 조성하겠다고 밝힌게 전부이다. 최근 불거지고 있는 외국자본의 회사청산형 투기적 행태와 관련하여 금융당국은 문제점은 인정되지만 현행법상 다른 방법이 없다고 계속 미루었고, 추후의 사태를 막기 위한 규제 마련 등에도 소극적이었다.

그러나 이러한 안이한 자세로는 국제투기자본의 횡포를 벗어날 수 없으며 외환위기와 같은 사태의 원인이 단기투기자본에 의한 것임이 일정부분 밝혀진 것이라면 재발가능성을 간과할 수는 없을 것이다. 이제부터라도 투기적 국제투자자본에 대해 체계적인 법적 규제 - 특히 펀드법⁹⁾ 등을 통하여 효율과 형평이 함께하는 제도적 장치를 마련하는 것이 무엇보다 필요하다. 이 논문에서는 무엇보다 ‘규제’와 ‘투자자유화’ 사이의 균형적 자세를 견지하고자 하는 목표를 위하여 먼저 기본적인 틀로서

8) 펀드자본주의는 ‘펀드가 금융시장은 물론이고 기업경영에도 큰 영향력을 행사하는 새로운 권력기구로 등장한 20세기 후반 이후의 자본주의 체제’를 일컫는다. 한국도 외환위기 이후 자본시장의 완전개방으로 외국펀드가 대거 유입되면서 펀드자본주의가 도래하였다. 또한 국내 펀드도 빠르게 성장하면서 펀드자본주의가 심화될 수 있는 여건이 형성되었다. 2006년 들어서는 기업지배구조 개선을 목적으로 하는 장하성 펀드와 같은 전문투자펀드도 생겨나고 있다. 이영주외, “펀드자본주의의 명과 암”, 『CEO Information』 제571호, 삼성경제연구소, 2006. 9. 20, p. 1.

9) ‘펀드’라는 용어가 생소하고 외래어이기 때문에 법률용어로서 사용하기 곤란하다는 주장이 있을 수 있다. 그러나 이것은 설득력이 떨어진다. 왜냐하면 「자산운용업법시행령」에서는 외래어인 ‘벤처’라는 용어를 사용하고 있기 때문이다.(동 시행령 제2조 7호 참조). 박삼철, “投資펀드의 法的構造와 還買規制에 관한 研究”, 고려대학교 법학과 박사학위논문, 2003. 12, p. 52.

국제투자규범을 살펴보고, 단기투자자본에 대한 정의를 도출함과 동시에 단기투자자본의 문제점을 살펴본 뒤, 규제논의들도 검토해 볼 것이다. 이러한 작업을 통하여 법적 검토를 충분히 함에 따라 미래에 발생할 단기투자자본의 준동을 방지하고, 단기투자자본이 국내 금융 및 실물경제에 유용한 면도 있는 것이므로 순기능은 살리고 건전한 외국자본의 유입을 저해하지 않는 범위내에서 역기능을 수행하는 단기투자자본에 대한 법적규제를 강구해 보고자 하는 것이 이 논문의 목적이다.

제2절 연구의 범위 및 방법

이 논문은 먼저 제2장에서 국제투자의 개념과 국제투자규범으로서의 국제투자협정, 「OECD 자본이동자유화규약」을 비롯한 각종 국제협정을 통해 일반적 개념을 정립하고 제3장에서 단기투자자본의 개념 및 현시점에서의 단기투자자본 동향을 정리하였다.

이 논문에서 다루게 되는 단기투자자본이라 함은 펀드자본, 즉 헤지펀드와 사모주식펀드로 정의하고 이를 중심으로 개념정리 및 현황을 전개하였다. 다음 장에서 단기투자자본의 문제점을 구체적으로 살펴보았는데 특히 헤지펀드 및 사모주식펀드의 부정적 행태와 단기투자자본의 대표적인 사건이라고 할 수 있는 헤지펀드 LTCM사건을 분석하였다. 이어서 한국내에서의 단기투자자본 행태를 유형별로 살펴보았는데 여기서는 단기투자자본의 국내기업에 대한 적대적 인수합병을 중점적으로 다루었으며 이러한 단기투자자본의 적대적 인수합병이 가져다주는 법적 시사점과 그에 대한 제도적 보완을 정리하였다.

제5장에서는 이상에서 나타난 단기투자자본의 문제점에 대해 국제규범 및 국제규제기준을 살펴보고, 아시아 외환위기와 LTCM사건 이후 본격 논의되기 시작한 단기투자자본 규제에 관한 주장들을 살펴보았다. 특히 국제투자자본에 대한 새로운 규제질서가 글로벌 금융질서의 Governance 구조와 직결된 것임을 밝혔다. 또한 주요 선진국을 포함한 몇몇 국가들의 단기투자자본 규제현황을 자세히 고찰하였는데 특히 이들 주요 국가들의 규제제도가 우리나라에 주는 시사점을 살펴보았다. 이에 따른 자세한 비교를 위하여 우리나라의 규제제도 현황에 대해 현행법규를 통해 자세히 정리

하였다.

마지막으로 제6장에서 단기투자자본의 효율적 관리를 위한 제언으로서 세제 개혁 및 법제 개혁을 통한 단기투자자본 규제방안을 제시하고 주요국 규제제도의 장점을 살리는 선택적 도입방안과 나아가 국제법규 및 국제기구를 통한 국제공동체적 해결 방안을 제시하였다.

결론에서는 이제까지 언급한 내용을 정리함과 아울러 단기투자자본에 대한 새로운 국제투자관련법의 확립 필요성을 강조하면서 본 논문을 마무리하고자 하였다.

본 연구를 함에 있어서는 국제투자자본의 폐해와 문제점, 그리고 대안 모색과 관련된 국내외의 각종 저서와 국내법규 및 국제협정과 관련된 각종 협정 및 동 협약안 등의 문헌에 대한 연구를 원칙으로 하고, 기타 국제투자에 대한 국내논문과 단행본 등을 활용하였고, 국제자본 통계자료를 첨부하여 실증적인 방법을 보충하였다.



제2장 國際投資의 의의와 國際投資規範의 현황 및 한계

제1절 國際投資의 의의

1. 개념

일반적으로 국제투자는 외국인의 國內投資와 내국인의 海外投資라는 양면을 갖고 있는데, 외국인의 국내투자는 외국인의 본국측에서 볼 때는 자국인의 해외투자에 해당된다. 즉 투자를 행하는 주체인 ‘투자자’의 입장에서 자국영역 밖인 해외에서 행해지는 국제투자인 해외투자는 투자를 유치하는 자본수입국의 입장에서는 외국인의 국내투자가 되는 것이다. 외국투자자의 입장에서 국제투자에 따른 법적 문제를 강조할 때 해외투자란 용어는 국제투자자와 동일한 용어로 혼용해서 사용할 수 있다.¹⁰⁾

또한 국제투자를 외국인투자(foreign investment)로 말할 때 이를 직접투자와 간접투자로 구분하여 전자를 외국인직접투자(foreign direct investment : 이하 “FDI”)로, 후자를 포트폴리오투자(portfolio investment)라고 정의하기도 한다.¹¹⁾ 실질적으로 국제투자협정에서 ‘투자’개념은 광범위하게 정의되어 있으며 외국인직접투자와 포트폴리오투자를 모두 포괄하고 있다. 그러나 외국인직접투자와 포트폴리오투자를 구분하는 것은 용이한 작업이 아니며 구분하는 기준도 국가마다 다르다.

우리나라에서는 외국인투자를 「外國人投資促進法」에 의하여 “외국인이 경영활동에 참여하는 등 지속적인 경제관계를 수립할 목적으로 국내기업 주식 또는 지분을 취득하거나 기존의 투자기업에 대해 만기 5년 이상의 차관을 공여하는 것”으로 정의하고 있다.¹²⁾ 또한 외국인직접투자는 「외국인투자촉진법」 제5조에서 “신주 등의

10) 최승환, 『국제경제법』 제3판, 법영사, 2006, p. 784.

11) 진시원, “한국 외국인 투자구조의 문제점과 개선책”, 『평화연구』 제12권 제1호, 고려대학교 평화연구소, 2003/2004년 겨울, pp. 173~176.

12) 「外國人投資促進法」 제2조(정의)

① 4. “외국인투자”라 함은 다른 각목의 1에 해당하는 것을 말한다.

취득에 의한 외국인투자”로 정의하고 있고,¹³⁾ 포트폴리오투자는 제6조에서 “기존주식등의 취득에 의한 외국인투자”로 정의하고 있다.¹⁴⁾ 따라서 외국인직접투자는 외국인이 경영활동에 참여하는 등 신규 주식등의 취득에 의하여 투자되는 외국인투자를 의미하며, 포트폴리오투자는 증권시장(주식 및 채권시장을 포함)에 투자되는 것으로 당해 기업의 경영에는 참여하지 않고 단기투자에서 발생하는 이자나 배당 등의 수익만을 목적으로 기존 채권 및 주식을 취득하는 형태의 투자를 말한다.

엄격한 의미에서 외국인직접투자(FDI)는 투자유치국으로 유입되는 Inward FDI와 투자국에서 다른 투자유치국으로 나가는 Outward FDI로 구분된다. 우리나라에서는 편의상 한국으로 들어오는 Inward FDI를 ‘외국인직접투자’라고 지칭하고 한국으로부터 나가는 Outward FDI를 ‘해외직접투자’라고 지칭하여 구분하기도 한다.¹⁵⁾

2. 유형

국제투자에는 外國人直接投資(FDI)와 外國人間接投資(foreign portfolio investment : 이하 “FPI”)가 있는데 후자는 일반적으로 포트폴리오투자라고 일컬어진다.

-
- 가. 외국인이 이 법에 의하여 대한민국법인(설립중인 법인을 포함한다) 또는 대한민국국민이 영위하는 기업의 경영활동에 참여하는 등 당해 법인 또는 기업과 지속적인 경제관계를 수립할 목적으로 대통령령이 정하는 바에 따라 당해 법인이나 기업의 주식 또는 지분(이하 “주식등”이라 한다)을 소유하는 것
- 나. 외국인투자기업의 해외모기업 및 그 모기업과 대통령령이 정하는 자본출자관계가 있는 기업이 당해 외국인투자기업에 대부하는 5년 이상의 차관
- 13) 「외국인투자촉진법」 제5조(신주 등의 취득에 의한 외국인투자)
- ① 외국인은 대한민국법인(설립중인 법인을 포함한다) 또는 대한민국국민이 영위하는 기업이 새로이 발행하는 주식등의 취득에 의하여 외국인투자를 하고자 하는 경우에는 산업자원부령이 정하는 바에 따라 미리 산업자원부장관에게 신고하여야 한다. 신고한 내용 중 외국인투자금액·외국인투자비율(외국인투자기업의 주식등에 대한 외국인투자가 소유의 주식등의 비율을 말한다. 이하 같다) 등 대통령령이 정하는 사항을 변경하고자 할 때에도 또한 같다. [개정 99. 5. 24.]
- ② 산업자원부장관은 제1항의 규정에 의한 신고가 있는 경우에는 지체없이 신고인에게 신고필증을 교부하여야 한다. [개정 99. 5. 24.]
- 14) 「외국인투자촉진법」 제6조(기존주식등의 취득에 의한 외국인투자)
- ① 외국인(대통령령이 정하는 특수관계인을 포함한다. 이하 이 조에서 같다)은 대한민국국민 또는 대한민국법인이 영위하는 기업이 이미 발행한 주식 또는 지분(이하 “기존주식등”이라 한다)의 취득에 의하여 외국인투자를 하고자 하는 경우에는 산업자원부령이 정하는 바에 따라 미리 산업자원부장관에게 신고하여야 한다. 신고한 내용중 외국인투자금액·외국인투자비율등 대통령령이 정하는 사항을 변경하고자 할 때에도 또한 같다 [개정 99. 5. 24.]
- 15) 진시원, *supra* 주) 11, p. 175 참조.

FDI는 주식인수와 함께 투자기업의 사업경영에 직접 참여하는 형태로 자산사용의 통제 즉 기업경영에 대한 통제를 목적으로 하는 자산의 소유라 할 수 있다. 외국인직접투자의 구체적 내용은 관련국내법이나 투자관련 국제협정에서 정의되기도 한다.¹⁶⁾ 외국인직접투자는 외국투자자의 자산, 공장, 장비, 직원 등이 현지국에 물리적이고 지속적으로 현존할 것을 요하기 때문에 외국투자자의 자산과 상주직원에 대한 안전 및 보호가 외국인투자자의 기능에 필수적이다. 외국인직접투자에 수반된 외국인재산 및 외국투자자에 대한 현지국 정부의 부당한 權利侵害에는 國家責任과 外交的保護權 등에 관한 국제법규가 적용된다.

FPI는 해당 기업의 경영에는 참여하지 않고 단기투자에서 발생하는 利子나 配當 등의 收益만을 목적으로 外國公債나 社債 및 株式을 취득하는 형태를 말한다. 일반적으로 경영에 대한 투자자의 실질적 의결권의 25%미만일 경우는 증권투자에 해당한다.¹⁷⁾ 증권투자는 회사에 대한 경영과 통제권 및 주식소유권이 엄격히 분리되어 있으며 외국투자자가 현지국내에 물리적으로 현존할 필요가 없다. FPI는 비교적 단기에 걸쳐 이자나 배당이익과 같은 투자과실의 획득만을 목적으로 하는 증권거래와 현지국의 국내문제와 고립된 수출입거래와 거래의 중심이 대출국가의 영역내에 위치하고 있는 국제금융거래는 거래의 성격상 일반적으로 국내법원과 국내법규에 의한 국내법적 보호수단이 확보된다.¹⁸⁾

3. 범위

통상 투자는 크게 두 가지로 살펴볼 수 있는데, 협의로는 국경을 넘는 자본 및 자원의 이동을 의미하는 것으로서 ‘外資’에 대한 규율을 강조하는 것이다. 광의로는 투자의 보호에 중점을 둔 것으로서 ‘모든 종류의 자산’을 포함하는 광범위하고 포괄적인 것을 의미한다. 현재 대부분의 양자간 투자협정은 광범위한 투자의 자유화와 보호의 필요성 때문에 투자의 의미를 광의로 파악하고 있다.¹⁹⁾

16) 앞의 각주 12의 「외국인투자촉진법」 제2조 참조.

17) S. A. Riesenfeld, “Foreign Investment” ,*Encyclopedia of Public International Law*, R. Bernhardt ed., Elsevier Science Publishers, 1985, p. 246. ; E. Granam and P. Krugman, *Foreign Direct Investment in the United States*, Institute for International Economics, 1991, p. 7.

18) 도시환, “국제경제법상 자본이동자유화의 법제에 관한 연구” , 한국외국어대학교 대학원 박사학위 논문, 2003. 2, p. 74.

다수의 양자간 투자협정에서는 투자의 범위를 넓게 정의하여, “투자는 모든 종류의 자산(asset)을 의미하며, 특히 다음 각 호를 포함한다.”고 하며 다음과 같은 몇 가지 자산을 예시하고 있다.²⁰⁾

i) 동산과 부동산에 대한 권리 ; 가장 전통적인 형태의 자산으로서 국제관습법상으로도 보호되어 왔다. 소유권 뿐만 아니라 저당권, 유치권, 질권 등도 이에 포함된다.²¹⁾

ii) 주식이나 사채 등 회사에 대한 권리 ; 대부분의 양자간 투자협정은 직접투자 와 포트폴리오투자를 구별하지 않고 있다.²²⁾ 포트폴리오투자란 투자기업에 대한 경영지배 의사없이 단순히 자본수익(capital gain)을 위해 하는 투자를 말한다. 대부분의 투자협정상 ‘투자’는 위에서 이미 언급했다시피 포괄적으로 정의되기 때문에 명시적인 언급이 없더라도 이러한 형태의 재산권도 보호대상으로 보아야 할 것이다. 그러나 이는 기업활동과 연계된 투자만을 포함하는 것이며, 순수한 금융거래는 제외된다.²³⁾ 회사에 대한 권리는 주식(equity)에 대한 투자 뿐만 아니라 채권(debt) 투자도 포함한다. 공공기관에 의해서 발행된 채권에 대한 투자가 적용대상이 되는가에 대해서 논란이 있을 수 있으나, 대부분의 투자협정은 회사에 공공단체를 포함시키거나, 투자의 정의에 공동단체를 포함시킴으로써 문제를 해결하고 있다.²⁴⁾

iii) 계약상의 권리 ; 금전청구권이나 경제적 가치가 있는 계약상 이행청구권도 투자에 해당된다. 그러나 一回的 상품판매 계약과 같이 즉시 지급을 요하는 계약은 투자로 고려되지 않으며, 라이선스, 프랜차이즈, 經營 등 장기의 계약상 권리만이 투자의 범위에 포섭된다.²⁵⁾

iv) 지적재산권 ; 저작권, 산업재산권, 특허권 등의 지적재산권은 과거에는 보호되는 투자의 대상에서 제외되는 것이 일반적이었으나, 점차적으로 그 보호의 중심에 놓이게 되었고, 각국 법원이나 중재판정부에 의하여 그러한 권리가 확인되었다.²⁶⁾

v) 讓許權(concession) ; 양허권(또는 양허계약)이란 利權, 사업허가권으로 번역되

19) UNCTAD, *Bilateral Investment Treaties in the Mid-1990s*, Scope and Definition, UN, 1998, p. 17.

20) 장승화, 『양자간 투자협정 연구』, 법무부, 2001. 12, p. 22.

21) UNCTAD, *supra* note 19, p. 33 참조.

22) *Ibid.*

23) 서현제, “OECD의 다자간투자협정(MAI)”, 『상사법연구』 제16호 제2권, 한국상사법학회, 1997, p. 265.

24) UNCTAD, *supra* note 19, pp. 19~20 참조.

25) *Ibid.*, p. 35 참조.

26) *Ibid.*, pp. 33~35 참조.

기도 하며, 통상 권리의 소유자가 일정기간 자신의 권리에 관한 사업의 경영권을 부여하는 것을 의미한다. 주로 정부가 특정 私인에 대하여 면허나 이권, 특권 등을 부여하는 계약을 가리킨다. 강학상 특허에 가까우며 광산채굴권(mining concession), 석유채취권(oil concession) 등이 그 대표적인 예이다.

그러나 몇몇의 양자간 투자협정에서는 이와 같은 광의의 정의를 유지하면서도 투자자의 범위를 제한하려는 시도가 있다.²⁷⁾

첫 번째 방법은 투자유치국의 법률에 합치하는 투자만을 투자로 보는 것이다. 중국 투자협정 모델 제1조²⁸⁾가 그 예이다. 이탈리아와 방글라데시간의 협정 제1조에서는 투자를 ‘국내법에 따라’ 투자된 재산이라고 규정하고 있다. 국내법 중에는 정부의 승인이 있어야 어떠한 재산이 투자로 인정받을 수 있는 경우도 있는데, 이러한 방식은 행정부의 재량권을 넓게 하고 국내법과 일치하게 되는 효과가 있다.

두 번째는 특정 시점 이전의 투자에 대해서는 투자협정의 적용을 배제하는 것이다. 즉, 투자협정 체결 이전에 이루어진 투자에 대해서 투자협정의 소급적용을 제한하는 태도이다. 이는 시간적 적용범위 문제와도 관련되는 것으로서 인도네시아와 영국간의 협정 제2조 제3항을 예로 들 수 있다.

세 번째는 포트폴리오투자는 배제하거나, 장기 포트폴리오투자만을 포함하는 것이다. 이는 유치국이 직접 투자만을 원하거나, 「포트협정」 제1조 제1항 b호를 그 예로 들 수 있다.

네 번째는 투자 최소액을 정해서 그 이하 액수의 투자는 투자에서 제외시키는 방법이다.

마지막으로 「에너지헌장조약」(Energy Charter Treaty)²⁹⁾과 같이 투자를 특정 경

27) 장승화, *supra* 주) 20, p. 26 참조.

28) Article I

1. the term ‘investment’ means every kind of asset invested by investors of one Contracting Party in accordance with the laws and regulations of the other Contracting Party in the territory of the Latter ...

29) 제1조 (6)

“투자”란 투자자에 의해 소유되거나, 직·간접으로 통제되는 여러 형태의 자산을 의미하고, 다음과 같은 것들이 포함된다 :

- (a) 유형·무형의 재산, 동·부동산, 임차권, 지당권, 유치권, 질권 등과 같은 재산권;
- (b) 회사나 기업, 회사나 기업의 주식, 자본 또는 다른 형태의 자기자본, 채권과 다른 형태의 타인자본;
- (c) 금전청구권, 경제적 가치가 있고 투자와 관련된 계약상 이행청구권;
- (d) 지적재산권;
- (e) 수익;

제분야의 것으로 한정하는 방법도 있다.

투자는 여러 가지 방법으로 정의될 수 있고, 투자의 정의는 계약국의 관행이나 정책, 체결 목적 등에 따라 달라질 수 있다. 다수의 양자간 투자협정에서는 투자를 자산 개념 중심의 광의의 정의로 규정하고 있다. 그것은 투자의 범위를 좁게 하여 투자협정의 적용범위를 협소케 하면 보호의 범위를 명확하게 할 수 있을지 모르나, 새로이 나타나는 투자의 형태를 포섭하지 못하므로 투자의 유치나 보호에 있어 저해가 될 수 있기 때문이다. 광의의 정의에 따른 문제점은 적절한 예외·제한 조항은 해결할 수도 있을 것이다.

미국의 예를 들면 투자협정 모델에서 투자의 정의를 “모든 형태의 투자(investment ...means... every kind of investment)”라고 하고 있다.³⁰⁾ 이것을 ‘투자는 투자다’라는 식의 순환논법을 금전 출자나 주식 투자 등과 같이 일반적으로 투자로 인식되고 투자라는 특수한 성격을 지닌 자산만을 협정의 적용대상에 포함시키려는 의도로 보는 견해도 있다.³¹⁾ 다시말해, 이윤의 추구나 위험의 회피 등을 목적으로 자본이 투입된 경우만을 투자로 보려는 의도라는 것이다. 그러나 미국의 순환논법식 투자의 정의는 오히려 투자의 정의에 제한을 가하지 않으려는 의도로 해석될 수도 있다. 여하튼 미국의 투자협정 모델은 세부규정을 둬으로써 발생하는 부작용을 회

(f) 법이나 계약에 의해, 또는 법에 의해 부여된 면허나 허가에 의해 주어지는 에너지 분야에서 경제활동을 위한 모든 권리.

투자유형의 변화는 투자의 성격을 변화시키지는 않으며, “투자”라는 용어는 이미 존재하는 투자뿐 아니라, 본 조약이 투자자의 당사국에 대하여나, 투자지역국에 대하여 본 조약의 효력발생(이하 “발효일”이라 함) 이후의 투자에 영향을 미치는 문제의 적용되면 투자가 발효일 이후에 이루어진 것이어도 이에 포함된다.

“투자”는 에너지분야에서의 경제활동에 관련되는 모든 투자를 말하며, 계약국에 의하여 그 지역 내에서 ‘현장의 효율적 추진을 위한 계획(Charter efficiency Projects)’으로 분류된 투자나 투자유형으로 사무국에 통지된 것을 말한다.

30) 미국의 양자간투자협정 모델에서 말하는 ‘투자의 정의’ 제1조 (d)항은 다음과 같다. “(d) 국민 혹은 기업에 의한 ‘투자’는 ‘모든 종류(every kind of)의 투자’를 의미하며, 그 투자는 그 국민 혹은 기업에 의하여 직접 혹은 간접적으로 소유 혹은 통제되는 것이며, 다음과 같은 형태를 띠는 투자를 포함한다. i) 기업, ii) 기업 내에서의 지분, 주식 및 다른 형태의 지분 참여, 채권, 회사채 및 다른 형태의 채권 상 권리, iii) 턴키 계약(건물 같은 것을 바로 사용할 수 있도록 완전히 준비하여 인도하는 계약), 건설 혹은 경영 계약, 생산 혹은 이윤 분배 계약, 면허, 혹은 유사한 형태의 계약 하의 권리와 같은 계약상의 권리, iv) 부동산과 같은 유형의 자산, 리스 및 저당, 유치권, 질권과 같은 권리를 포함하는 무형의 자산, v) 저작권 및 이에 관련된 권리, 특허권, 식물의 다양성에 대한 권리, 산업 디자인, 반도체 설계디자인에 관한 권리, 노우하우 및 기업비밀 정보를 포함하는 사업비밀, 상표권 및 상호권을 포함하는 지적재산권, vi) 면허 및 허가와 같이 법에 따라 부여되는 권리”

31) 김관호, 『美國의 兩者間 投資協定 : 韓美投資協定の 意義 및 展望』, 대외경제정책연구원, 1998, p. 39.

피하고자 하는 것으로 해석되며, 구체적 사안에서 결국 분쟁해결절차를 통하여 해결되어야 하는 여지를 남기고 있다.³²⁾

제2절 國際投資規範의 현황

일반국제법상 현지국은 자국영역내 외국인의 신체와 재산을 보호할 의무가 있으며, 역으로 외국인도 현지국의 보호를 받을 권리를 가진다. 18세기 후반과 19세기에 유럽국가와 미국은 해외투자보호를 위한 ‘최소한의 기준’(minimum standards)인 國際標準主義를 제창하였는데, 이는 수많은 通商條約에서 규정되었으며 정치적 압력이나 군사적 간섭을 통해 강제되기도 하였다. 그러나 19세기들어 본국정부의 外交的 保護를 금지한 ‘칼보이론’(Calvo Doctrine)³³⁾에 의하여 외국인에 대한 유리한 대우를 의미하는 국제표준주의의 집행이 최초로 도전받게 되었다.

그후 해외투자보호를 위한 국제투자규범을 수립하기 위한 선진국들의 노력이 이어졌지만 국제무역질서 확립을 위한 「관세무역에 관한 일반협정」(General Agreement on Tariffs and Trade : 이하 “GATT”)에도 국제투자를 직접 규율하는 조항에는 실패하는 등 다자간 노력이 성공을 거두지 못하자 선진국은 쌍무적 국제투자규범 체계를 수립할 수밖에 없었다.

해외투자에 관한 국제규범은 먼저 1961년 經濟協力開發機構(Organization for Economic Cooperation and Development, 이하 “OECD”)의 「經常貿易外自由化規約」(Code of Liberalization of Current Invisible Operations)과 「資本移動自由化規約」(Code of Liberalization of Capital Movements)에서 볼 수 있다. 또한 UN에서도 1974년에 설치된 유엔다국간기업위원회(Commission on Transnational Corporation, 이하 UNCTC)에서 「다국간기업에 대한 유엔 행위준칙안」(UN Code of Conduct for Transnational Corporations : 이하 “UNCTC 行爲準則”)을 제정하였고,

32) 장승화, *supra* 주) 20, p. 32 참조.

33) 칼보이론에 의하면 외국인은 계약에 관한 한 모든 사항에서 현지국의 국민으로 취급되어 현지국의 국민과 동등한 권리를 가지나, 어떠한 경우에도 본국정부의 外交的 保護를 요청할 수 없으며 외국법원에 권리보호를 요청할 수도 없다. 칼보이론을 국제계약[협정]에 규정한 조항이 칼보조항(Calvo clause)인데, 외교적 보호권은 국가의 권리로서 사인이 포기할 수 없다는 점에서 그 국제법상 효력이 문제시된다. 최승환, *supra* 주) 10, p. 802 참조.

이밖에도 유엔무역개발회의(UNCTAD) 회원국대표들에 의하여 심의중인 「기술이전에 대한 행위준칙」(UNCTAD Code of Conduct on the Transfer of Technology : 이하 “UNCTAD 行爲準則”), 해외직접투자에 관한 세계은행의 「해외직접투자의 대우에 관한 세계은행 지침」(World Bank Guidelines on the Treatment of Foreign Direct Investment : 이하 “世界銀行 指針”) 등이 해외투자에 관한 국제규범으로서의 軟性法(soft law)인 國際行爲準則(International Code of Conduct)을 마련하고 있다.

또 지역적 차원에서는 유럽경제공동체(European Economic Community : EEC)가 창설한 「로마조약」이 상품, 노동, 서비스 및 자본의 자유로운 이동을 규정하고 있으며, 특히 제52조부터 제58조는 거주자의 자유 및 회사설립권, 계약국회사에 대한 내국민대우 등을 규정하고 있다. 북미자유무역지대(North American Free Trade Agreement : 이하 “NAFTA”)는 특히 「북미자유무역협정」 제11장(투자자유화규정)에서, 계약국의 투자자에 대한 내국민대우 부여, 수출의무요건과 기술이전의무요건 등과 같은 이행요건의 금지, 투자기업의 간부직원에게 대한 국제제한의 금지, 투자수익의 송금자유, 투자수용의 금지 및 공정한 배상의 실시, 투자분쟁해결절차 등을 규정하고 있다. 아시아·태평양 경제협력체(Asia-Pacific Economic Cooperation : 이하 “APEC”)는 권고적 성격의 투자원칙(Investment Principles)을 채택하였는데, 동 원칙은 i) 투명성, ii) 최혜국대우, iii) 내국민대우, iv) 투자유인책으로서의 국내의 보건과 안전 및 환경에 대한 규제금지, v) 이행요건부과의 최소화, vi) 수용과 보상, vii) 송금 및 환전의 자유화, viii) 분쟁해결, ix) 투자관련 인력의 입국 및 체류허용, x) 이중과세방지, xi) 투자자의 행동, xii) 자본수출장벽의 제거 등 12개 원칙을 포함한다.

이러한 UN과 OECD와 같은 국제기구와 EU와 NAFTA 등과 같은 지역경제공동체들은 그 설립목적과 관련된 범위내에서 해외투자를 규율하는 기본원칙을 채택하였는데, 이는 해외투자의 자유화와 국제적 규제를 위한 일관된 규범을 마련하기 위한 것이다. 그러나 해외투자에 관련된 상기 규범과 원칙들은 지역적 차원의 경제통합협정에 투자관련조항이 삽입된 점, 다국간기업의 영업활동이나 제한적 영업관행 등 특정부문에 한정된 점, 지침이나 행위준칙의 경우 법적 구속력이 결여된 점 등에서 국제투자 일반을 규율하는 포괄적이고 일반적인 다자간 투자규범이 아니라는 한계가 있다.³⁴⁾

1980년이래 國際投資規範은 新自由主義적 금융세계화와 결합함으로써 순수한 금융거래인 포트폴리오투자를 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 단기투기자본의 규제를 위한 규범이 아니라는 한계를 노정하고 있다. 그러나 간접투자를 직접 규율하는 국제투자협정이나 다자간 국제투자규범이 없음을 따라 투자규범 일반을 짚고 넘어갈 필요는 있을 것이다.

이 논문에서는 단기투기자본의 규제와는 무관하거나 그 영향이 극히 제한적이기는 하나 일반적 국제투자규범의 내용과 한계에 대하여 정리하고자 한다. 이에 국제자본이동과 관련하여 ‘原則論的’ 대표규범이면서 국제투자규범으로서 완전히 정립되는 데에는 미흡하다고 평가되는 OECD 투자규범과 「資本移動自由化規約」³⁵⁾과 국제투자규범의 일반적인 형태로서 兩者間 投資協定(Bilateral Investment Treaties : 이하 “BIT”), 多者間 投資協定(Multilateral Agreement on Investment : 이하 “MAI”), 그리고 사실상 MAI와 BIT에 속하지만 개별적 투자규범으로 분류할 수 있는 개발국간 투자규범인 「안테안決定 24」와 선진국과 개발국간(투자국과 투자유치국)의 대표적 투자규범모델인 미국의 BIT를 살펴보겠다.³⁶⁾

1. OECD 投資規範

1) OECD 投資規範의 의의 및 내용

OECD는 1961년에 출범하여 회원국의 안정적이고 지속적인 경제성장을 주된 목

34) *Ibid.*, p. 805 참조.

35) 한편 「OECD 자본이동자유화규약」과 같이 선진국간 투자협정의 형태를 북-북투자협정이라고 한다면 개도국간 투자협정인 남-남투자협정의 형태로는 「안테안동맹 결정24」가 있으며 선진국과 개도국간의 남-북투자협정의 형태로는 「로메협약」(Lome Convention)을 들 수 있다.

36) 도시환, “국제자본이동의 법적 문제점과 규제방안”, 『국제법학회논총』 제48권 제1호, 2003, pp. 125~158.

적으로 하여 효율적 자원배분을 위한 자본의 자유로운 이동을 촉진하기 위해 投資規範體制를 운영하고 있다. 그와 같은 OECD 투자규범은 지난 수십 년 동안 의미있는 역할을 수행하여 왔으며 앞으로도 보다 광범위한 多者間 投資規範을 개발하기 위한 모델로서 기여할 것으로 전망되고 있다.³⁷⁾

OECD 투자규범은 일단 법적 구속력이 없는 원칙론적인 선언을 채택한 후 점차 慣習法的인 법규범으로 발전시킴으로써 사실상의 구속력을 부여하는 방식을 취한다. 선언채택에 있어서는 GATT나 IMF 등 기타 관련국제기구의 규범을 폭넓게 고려하며 일단 선언을 채택한 후에는 기타 OECD 자유화규약을 통하여 그 暎結사항을 보완하기도 한다.

투자에 대한 현행의 OECD 투자규범은 크게 2가지로 구분된다. 그것은 1961년 OECD 설립과 함께 제정된 「經常貿易外自由化規約」과 「資本移動自由化規約」이다. 이들 양대 자유화규약 중 후자에서는 신규투자에 대해 규정하고 있으며, 이후 1976년에 제정된 「國際投資와 多國籍企業에 관한 선언」(Declaration on International Investment and Multilateral Enterprises)에서는 기설립된 외국기업의 활동에 대해 규정하고 있다. 또한 1995년 OECD 각료회의에서 공식적으로 개시된 다자간 투자협정의 제정작업은 후술하는 바와 같이 기존의 OECD 투자규범을 강화 확대하여 투자자유화를 실질적으로 달성하기 위한 제도적 장치를 마련하는 것을 주된 목적으로 추진되었다.³⁸⁾

1961년 제정된 「자본이동자유화규약」은 OECD 가입시 준수해야 하는 168개 규범 중 「경상무역외자유화규약」과 더불어 회원국을 법적으로 구속하는 결정의 성격을 가진 규약으로서 총4장 23조의 협정 본문과 自由化措置 및 留保事項에 대한 5개의 부속서로 구성되어 있다. 동 규약의 일반적 원칙은 自由化(liberalization)와 凍結原則(standstill)이며 심각한 국제수지 악화 등의 경우에는 適用免除를 인정하되 OECD에의 통보와 18개월간의 免除許容其間등 제한을 가하고 있다.

동 규약은 외국인직접투자(FDI)를 ‘어느 기업과 지속적인 경제적 이해관계의 수립을 목적으로 하는 투자로서 당해 기업의 경영에 실질적인 영향력을 행사할 가능성이 있는 투자’로 정의하고 있으며 이러한 투자의 방법으로서 i) 完全所有會社(wholly owned enterprise)·子會社(subsidiary)또는 支社(branch)의 설립 및 확장,

37) 金成準, 『WTO법의 형성과 전망(5. New Round)』, 삼성출판사, 1997. 7. 1, p. 238.

38) 外務部 對外經濟局 外國人投資課, 『OECD 국제투자규범(MAI)제정 논의동향 및 대응방안』, 1995, 4, p. 1.

既存企業 所有權의 完全取得, ii) 新說 또는 既存企業에의 資本參與, iii) 5년 이상의 대출 등을 제시하고 있다. 이러한 FDI는 지속적인 경제적 이해관계 수립을 목적으로 하는 투자이다. 이는 외국인직접투자가 일회적·일시적 단기투자라기 보다는 장기투자의 성격을 지님을 의미하는 것이다. 5년 이상의 대출이 자본이동자유화의 대상이 되는 외국인직접투자의 하나로 포함되고 있음을 볼 때 장기투자의 성격이 명백해진다.³⁹⁾ 즉 이는 외국인직접투자가 지니는 실물투자적 성격과 밀접한 관련이 있는 것이다.

2) OECD 投資規範의 평가

일반적 국제투자규범으로서의 OECD 투자규범은 권고적 성격을 띠고 있어 아무런 구속력이 없다는 점,⁴⁰⁾ 분쟁을 해결하는 절차 및 제재조치에 대한 아무런 규정이 없어 재판규범으로서 실효성에 한계가 있다는 점,⁴¹⁾ 따라서 국제투자 일반을 규율하는 포괄적이고 일반적인 다자간 투자규범으로서는 한계가 있다는 점⁴²⁾ 등에서 비판받고 있다. 그러나 이와 같은 OECD 투자규범도 일반적인 국제투자와 관련된 것이며 포트폴리오투자, 특히 단기투기자본의 투자규범으로 작용하는 것은 아니라는 점이 문제이다.

OECD 투자규범은 OECD 회원국간에만 적용되는 복수국간 협약으로서 국제투자의 보호와 자유화를 위한 규범이 만들어져 이를 보다 보편적인 규범으로 확대시켜야 한다는 면에서는 투자규범으로서 의의가 있을지 모르나 규제 측면의 포트폴리오 투자를 위한 규범으로서 적절하지 못한 면이 있다.

하지만 이러한 OECD 투자규범이 비록 단기투기자본에 대한 규범으로서 한계가 있지만 소프트로, 즉 연성법으로서 단기투기자본이 규제분야에서 중요한 역할을

39) 왕윤중, “OECD 투자규범에 관한 一考察”, 『通商法律』, 1995. 12, p. 72.

40) OECD 투자규범은 집단적 합의의 결과로 각국이 ‘자발적’으로 자유화 조치를 취하도록 하고 있고, 분쟁해결기구를 통한 강제수단 대신에 기본적으로 신사협정으로 회원국 상호간의 신의에 기초하여 자발적인 의무이행을 유도하고 있다는 점, 즉 ‘자유화의 실천방식’에 있어서 문제점이 지적되고 있는 것이다. *Ibid.*, p. 82 참조.

41) 이에 대해 OECD 투자규범은 비록 법적 구속력은 없는 原則論的인 선언에 불과하지만, 전담위원회의 설치, 통보, 심사등 구속력있는 절차규정, 회원국 국내법원에서의 판결시 선언의 援用등을 통해 점차 관습법적인 법규범으로 발전해 회원국에 대해서는 사실상의 구속력이 있는 규범으로 평가된다는 견해도 있다. 金成準, *supra* 주) 37, p. 270 참조.

42) 왕윤중, *supra* 주) 39, p. 77 참조.

담당할 수는 있을 것이다. 선진국과 개도국간의 첨예한 의견대립으로 인하여 당사국 전반을 규율할 국제투자규범을 만들 수 없는 현실이라면 연성법이 부분적이거나마그 역할을 담당할 것을 기대하여야 할 것이기 때문이다.

2. 兩者間 投資協定(BIT)

1) 兩者間 投資協定の 의의 및 내용

국제투자제도는 투자를 규제하는 주체에 따라서 投資國(Home Country)에 의한 규제, 投資誘致國(Host Country)에 의한 규제, 제도적 규범에 의한 규제로 나누어진다. 이 중 투자국에 의한 규제는 매우 제한적이며, 대부분의 경우 투자유치국의 법률에 따라 국제투자가 규율되고 있다. 투자유치국의 국내법에 따라 특정산업에 대한 '留保規程'을 두고 여기에는 국제투자를 허용하지 않는다. 또한 투자유치국 고유의 관행이나 사회구조가 보이지 않는 규제로서 작용하게 된다. 이러한 외국인투자에 대한 투자유치국들의 규제는 국제투자거래 규모의 양적·질적 확대추세와 더불어 더욱더 복잡하고 다양화되고 있어 외국인투자자들의 투자활동을 위축시키고 있다. 이는 투자유치국들이 선진국의 자본과 기술도입이라는 정책목적으로 기존에 투자 관계에서 문제시 되었던 수용이나 투자승인심사상의 규제를 완화 또는 폐지하는 정책을 채택하면서도 여전히 다양한 형태의 투자규제조치를 유지하면서 외국인투자자들의 활동을 제한하여 현지국에서의 외국인투자활동에 불안감을 초래하고 있기 때문이다. 따라서 이러한 어려움으로 인해서 국가 또는 국제기구는 투자에 관해 兩者間 또는 多者間의 國際條約을 체결하고 있다.

2차 세계대전 이후 비상업적 위협으로부터의 안전보장과 투자분쟁의 해결을 주요 골자로 하는 많은 兩者間 投資協定이 서구유럽의 국가들과 미국을 중심으로 주로 선진국과 아프리카, 아시아지역의 개발도상국들 사이에서 이루어졌으며 최근에는 동유럽과 남미제국들도 이에 참여하고있다.⁴³⁾ 또한 外國投資의 促進과 保護에 관한

43) 동유럽은 1987년부터 兩者間 投資協定을 체결하기 시작하였다. 남미제국도 1980년대에 들어서 중전의 Calvo doctrine에서 후퇴하고 양자조약의 체결에 관심을 갖기 시작하였다. 1991년 UNCTC 통계에 의하면 1991년 현재 440개의 양자투자조약이 있고 지역적 분포를 보면, 아프리카 156, 아시아와 태평양 103, 중남미 51, 중동 30, 동유럽 90, 선진국간 10 등으로 나타난다. (Source :

協會(Association for the Promotion and Protection of Foreign Investment : 이하 “APPI”), 國際商事委員會(International Chamber of Commerce : 이하 “ICC”)와 OECD와 같은 국제단체들을 통해서 양자간 투자조약의 체결이 촉진되어왔다.

흔히 「友好通商航海條約」(Treaty of Friendship, Commerce and Navigation : 이하 “FCN Treaty”)이 BIT의 모태가 된 것으로 평가되고 있는데 양자간 투자협정은 FCN Treaty와 달리 외국기업의 자회사와 지점과 같은 주로 고용에 관련한 特別規定들을 두고 있는 점에서 차이가 있다. 전형적인 BIT에 있어서는 외국인의 고용에 관한 자유가 좁은 범위에서 허용되고 있지만 投資適格審査方法과 같은 중요분야들은 그 보호대상에서 제외되어 왔다.⁴⁴⁾ 미국은 이 조약의 체결에 적극적이었으며, 1778년의 「미국-프랑스 조약」이 그 시초로 알려져 있다.⁴⁵⁾

「우호통상항해조약」의 체결이 미국에 의해 선도되었다면, BIT는 유럽국가들에 의해 먼저 활용되었다. 특히 독일은 제2차 세계대전 후 그 체결에 적극적이었는데, BIT의 첫 출발은 1959년 「독일-파키스탄 협정」이다. BIT는 「우호통상항해조약」과는 달리, 정치적이거나 문화적인 이슈를 모두 삭제하고 오직 투자에 관련된 것만 규율하였기 때문에 개발도상국의 체결부담을 덜어주었다. 따라서 BIT는 제2차 세계대전후에 대거 독립한 과거 식민지국들과 선진국들간에 「우호통상항해조약」의 대안으로서 시도되었다.

1970년대에 BIT의 확산에 중요한 계기가 된 것은 연이은 석유파동으로 심각한 국제수지 적자상태에 처한 개도국들이 자국의 천연자원의 개발을 위한 재원조달의 방법으로 外國人投資 誘致政策의 하나로 추진하게 되면서 1980년대 들어서는 그 체결 수가 증가하고, 체결의 주체도 다양화되었다.⁴⁶⁾ 증가추세는 1990년대에 더욱 두드러져, 1998년까지 약 1700여개의 BIT가 체결되었는데 그 중 5분의 4 정도가 1990년 이후에 체결되었다. 특기할 만한 것은 당해 협정들에 개발도상국들이 國際慣習法(customary international law)으로 인정되지 않는 많은 내용들을 포함하고 있다는 점이다. 즉 투자에 대한 收用이 있을 경우 그에 대한 補償의 基準이 그 한 예이다. 그 이유는 개발도상국들이 일반법으로서는 인정하지 않았던 것들을 特別法(lex

UNCTC database).

44) 전경일, “國際開發法制的 考察”, 『법학논총』, 단국대학교 부설 법학연구소, 2005. 2, pp. 416~417.

45) 장승화, *supra* 주) 20, p. 3 참조.

46) *Ibid.*, p. 13 참조.

specialis)으로서 일부 수용하기로 하는 등 실리를 추구하였기 때문인 것으로 분석된다.

최근의 BIT의 특징 중 하나는 개발도상국간의 체결이 크게 증가하였다는 것이다. 칠레나 중국은 자국의 투자협정 모델도 마련해 놓은 상태이다. 이는 오늘날의 BIT가 서구 선진국과 투자를 유치하고자 하는 개발도상국간의 전유물이라는 기존의 관행에서 탈피하고 있음을 보여주고 있다. 현재 우리나라도 선진국뿐만 아니라 라트비아, 리투아니아등의 개도국과도 협정을 체결한 상태이며, 2003년 1월 1일 현재 63개의 협정이 체결·발효되고 있다.

2) 兩者間 投資協定の 평가

BIT는 당사국간에만 적용되는 雙務規範에 불과하며 당사국의 協商力에 따라 不平等한 규범이 강제될 가능성이 크다는 점에서 모든 외국인의 해외투자에 대해 일반적으로 적용되는 보편적인 국제규범이 될 수 없다는 기본적인 한계를 갖고 있다. 특히 투자조약의 구체적 내용이 조약당사국간의 관계에 따라 상이한 점과 투자의 허용과 내국민대우 및 송금범위 등에 있어 국내법의 우선 적용을 규정하고 있는 점 등은 해외투자보호를 위한 통일된 기준과 원칙으로 확립될 수 없는 주된 원인이기도 하다. 따라서 BIT는 당사국간의 역학관계로 인하여 일반적 투자규범이 될 수 없다고 비판받고 있다.⁴⁷⁾

그러나 이와같이 한계를 노정하고 있는 BIT도 단기투기자본의 규범화에서는 중요한 투자규범이 아닐 수 없다. 특히 단기투기자본의 규제를 위하여서는 투명성과 예측가능성을 높이기 위한 정부간 정보교류를 내용으로 하는 BIT의 체결이 무엇보다 절실하다고 할 수 있다.

3. 多者間 投資協定(MAI)

1) 多者間 投資協定の 의의 및 내용

47) 최승환, *supra* 주) 10, p. 808 참조.

다자간 투자협정의 경우에는, OECD와 1990년대 초부터 전세계적으로 존재하는 兩者間, 複數國間, 多者間 規範들이 성격, 범위, 규율대상 등에 있어서 통일된 국제 규범으로서의 역할을 수행하지 못하고 있다는 판단하에 포괄적 다자간 투자규범의 필요성을 인정하고 이에 대한 분석작업을 진행해 왔다. 그 후 1993년 OECD 각료이사회는 다국적기업 위원회(Committee on International Investment and Multi-national Enterprises, 이하 “CIME”)와 자본이동 및 무역외거래 위원회(Committee on Capital Movements and Invisible Transaction, 이하 “CMIT”)로 하여금 기존의 OECD 규범을 넘어서는 포괄적인 투자관련규범의 제정 필요성에 대한 타당성 조사를 지시하였다. 이에 따라 CIME/CMIT산하의 5개 작업반은 기존의 투자규범을 보다 강화하기 위한 방안, 새로운 투자자유화 조치, 투자보호, 분쟁해결절차, 비회원국의 참여 및 제도적 문제들에 대한 세밀한 검토작업을 행하였다. 하지만 유엔과 세계은행을 중심으로 많은 노력이 국제투자를 규율하기 위한 多者條約의 성립을 위해서 이루어졌지만 지금까지 그 결실을 보지 못하고 있다.

한편 유엔은 UNCTC의 「다국간기업에 대한 행위준칙안」과 유엔貿易開發會議(UN Conference on Trade and Development) 그리고 총회결의 등을 통해서 국제투자제도에 큰 역할을 하고 있다. 한편 세계은행도 「해외직접투자의 대우에 관한 세계은행 지침」⁴⁸⁾을 만들었으나 규범력있는 조약으로는 발전하지 못하였다.

현재 국제투자제도를 규율하고 있는 다자조약으로는 세계무역기구(World Trade Organization : 이하 “WTO”)의 「무역관련투자조치협정」(Agreement on Trade-Related Investment Measures : 이하 “TRIMs협정”)이 있는데 실질적으로 ‘WTO의 投資關聯規則들’⁴⁹⁾이 전세계적 규모의 다자간 투자협정의 역할을 할 수 있는 가

48) UNCTC의 「다국간기업에 대한 행위준칙안」이 주로 多國籍企業의 협력을 규정하고 있어 실질적으로 큰 도움이 되지 못하였다. 이에 세계은행은 1992년 開發委員會(Development Committee)에서 투자유치국에 의한 다국적 기업의 취급을 주로 한 「해외직접투자의 대우에 관한 세계은행 지침」을 유보없이 채택하게 되었다. 이 지침은 전문과 5개의 장으로 구성되어 있다. 그 내용을 살펴보면, 1. ‘적용범위’에서는 사적 외국투자를 적용대상으로 하고 있고, 2. ‘외국투자의 허용’에서는 외국투자에 대한 단일규제와 단일 기관을 권고하고 있다. 3. ‘외국투자의 우대조건’에서는 공정하고 동등한 대우를 기본으로 하면서 인허가와 같은 입법을 필요로 하는 조치에 있어서는 내국인대우를 권고하고 있다. 4. ‘국유화와 계약의 일방적 변경 또는 파기’에서는 국유화를 기본적으로 반대하고 단 공공목적을 위해서는 국적에 따른 차별없이 정당한 보상을 지급을 조건으로 예외를 인정하며 투자유치국에 의한 계약의 일방적 변경이나 파기는 보상의 대상이 된다고 하고 있다. 5. ‘분쟁해결’에서는 협상과 국내법원 또는 독립중재법원에서의 해결을 제시하고 있다. 김대순·김민서, 『국제경제조약집』, 삼영사, 2006. 1, pp. 1017~1021.

49) WTO 투자관련규칙에는 구체적으로 「무역관련투자조치협정」(TRIMs협정), 「서비스무역에 관한

능성을 안고는 있지만 현행 WTO의 투자관련규칙들은 투자를 직접적으로 규율하기 위해 채택된 것이 아니어서 처음부터 투자규범으로서의 한계가 내재하고 있다.⁵⁰⁾

WTO가 출범하고 난 후 WTO 내에서 투자를 규율할 수 있는 가능성이 서비스 분야에서 존재하고 있지만 투자자유화나 외국인투자보호를 목적으로 채택된 규범이 아니라는 점에서 「서비스무역에 관한 일반협정」(General Agreement on Trade in Services : 이하 “GATS”)은 투자규범으로서의 역할을 다하지 못하고 있고, 또한 투자 문제를 직접적으로 규율하기 위해 많은 논란 끝에 채택된 「TRIMs협정」⁵¹⁾은 협정의 목적이 투자자유화나 또는 투자보호에 있는 것이 아니라 단지 일정한 「무역관련투자조치」(Trade-Related Investment Measures : 이하 “TRIMs”)⁵²⁾의 규제에 있고, TRIMs의 차별적용 가능성을 판단하는 방법이 GATT의 내국민대우 및 수량제한철폐규정에 근거하도록 되어 있다는 점, 예시목록상의 TRIMs가 기존 GATT체에 의해서도 규율 가능한 TRIMs만을 포함하고 있다는 점에서 「TRIMs협정」이 무용하다는 주장도 제기되고 있다.

또한 지역적 조약으로서 NAFTA⁵³⁾ 역시 한계를 지니고 있고, 또한 GATS의 경

협정」(GATS), 「보조금 및 상계조치에 관한 협정」(SCM협정), 「분쟁해결규칙 및 절차에 관한 양해」(DSU) 등이 포함된다. 김인숙, “WTO체제하에서의 외국인직접투자(FDI)보호에 관한 연구”, 서울대학교 법학과 박사학위논문, 2003. 8, pp. 2~6.

50) *Ibid.*, p. 3 참조.

51) WTO의 「TRIMs협정」은 제1조에서 적용범위를 ‘상품’무역에 관련한 투자조치에만 적용된다고 규정하고 있고(제1조 적용범위), 회원국은 원칙적으로 1994년 GATT의 內國人 待遇와 數量制限의 규정을 준수하고 이에 일치하지 않는 투자조항을 적용할 수 없다고 규정하고 있다(동 제2조 내국민대우 및 수량제한). 단, 1994년 GATT의 예외조항은 본협정에도 적용되며 개발도상국에 대한 잠정적 적용유보도 또한 적용된다고 하고 있다(동 제3조 예외) 또한 모든 회원국은 협정발효후 90일 이내에 협정에 일치하지 않는 모든 투자조치를 商品貿易委員會(Council for Trade in Goods)에 고지해야 하고 선진국은 2년, 개발도상국은 5년, 저개발국은 7년 이내에 이를 제거하여야 한다(동 제5조 제1항, 2항). 이기간은 개발도상국이나 저개발국의 요청에 의해서 연장될 수 있다(동 제5조 제3항). 고지된 무역조치는 변경될 수 없고(동 제5조 제4항), 기존 기업과의 충돌을 피하기 위해 같은 내용의 새로운 투자에 적용할 수 있다(동 제5조 제5항). 모든 회원국은 이에 대한 투명성을 보장하여야 한다(동 제6조)고 하며, 상품무역위원회에 의한 조사는 협정발효후 5년 이내에 상품무역위원회는 협정의 운영이 적절한가를 조사하고 閣僚委員會(Ministerial Conference)에 개정을 건의할 수 있다(동 제9조)고 규정하고 있다. 전경일, *supra* 주) 44, pp. 418~420 참조.

52) 일반적으로 TRIMs란 외국인투자기업의 설립 및 설립된 기업의 영업 활동과 관련하여 투자기업의 투자유치국(host country) 정부가 법령, 규칙, 정책 등에 의해 취하는 조치로서 무역의 흐름을 제한하거나 왜곡할 우려가 있는 각종 규제나 유인(incentives)을 말한다. 법무부, 『UR협정의 법적고찰』上, 창신사, 1994, p. 207.

53) NAFTA는 어느 조약보다도 외국인 투자자와 재산의 보호를 확장한 개방투자체제를 확립하고 있다. 그 적용범위를 살펴보면 다음과 같다. i) 投資者 ; 투자를 계획하거나 투자를 하고 있거나 투자를 한 NAFTA의 당사국, 국영기업, 국민, 사기업이 포함된다. 사기업은 NAFTA 회원국의 법에 의해서 세워지거나 구성된 모든 형태의 商事法人을 말한다(NAFTA 제1139조). 즉, NAFTA는

우도 투자규범으로서는 불완전하다는 비판에도 불구하고 이미 WTO내에서 서비스 관련 FDI에 관한 규칙으로서 실질적 효력을 갖고 있는 반면 FDI의 반 이상을 차지하고 있는 비서비스분야 관련 FDI를 규율할 수 있는 규범이 아직 존재하지 못하고 있다는 점에서 WTO는 균형을 잃고 있다는 비판도 받고 있다.⁵⁴⁾

따라서 'WTO의 투자관련규칙들'은 법적 안정성과 예측가능성의 확보를 통해 안정된 투자환경을 기대하는 외국인직접투자의 보호에 불완전할 뿐만 아니라 오히려 혼란을 야기시키고 있다. 특히 기존에 OECD에서 채택되어진 다수의 국제투자규범들이 국제투자거래를 규율하고 있음에도 불구하고 法的 拘束力이 결여되어 있거나 법적 구속력을 가지는 국제투자규범의 경우에도 域內經濟統合을 목적으로 채택된 협정들로서 지역 내에서만 효력을 갖고 있을 뿐이기 때문에 국제적 차원의 통일적인 외국인투자 보호장치로서의 실효성을 기대하기가 어렵고 WTO와 여타의 國際機構들에 의해 채택되어 다양하게 존재하고 있는 국제투자협정들은 법적 지위, 효과, 적용범위, 접근방식 등도 매우 다양하기 때문에 이들 협정들 간에 상호중복이나 불합치의 문제를 유발할 가능성을 내포하고 있어 국제투자환경의 복잡성과 불확실성을 증대시키고 있다는 점도 심각한 문제로 부각되고 있다. 따라서 불완전한 투자규

NAFTA회원국의 투자자뿐만이 아니라 NAFTA회원국 내에서 실질적으로 상사활동을 하고 있는 투자자도 포함한다. ii) 投資 ; 투자는 기업의 소유뿐만 아니라 기업에 대한 대출이나 기업의 주식 또는 담보와 같은 모든 권익을 포함한다. 이는 소유주에게 기업의 수입이나 이익, 해산시의 기업의 자산, 부동산, 지적재산을 포함한 모든 유형, 재산의 분배를 가져오게 하는 모든 권익을 포함하는 것이다(동 제1139조). 또한 일반적 待遇基準에서 NAFTA는 기본적으로 내국인 대우와 최혜국대우를 규정하고 있다(동 제1101조). 이 같은 원칙은 회사의 설립, 취득, 확장, 경영, 관리, 운영 그리고 인수, 매각에 관한 모든 분야에 적용된다. NAFTA 회원국은 내국인 대우와 최혜국대우 중 더 나은 것을 적용해야만 한다(동 제1104조). 이는 외국투자자에게 어떤 경우든 불이익을 당하지 않을 것을 보장하는 것이다. 또한 투자에 있어 자국민의 주식소유의 최소한도규정 또는 중요 경영진에 자국민의 고용의 규정을 명백히 금지하고 있다. 한편 투자관련 자본의 이전에 대해서는 외국인 투자에 있어서 중대한 문제의 하나가 자본 또는 이익의 투자유치국으로부터의 이전이 문제된다. NAFTA회원국간의 투자에 있어서 기본적으로 모든 이전은 '자유롭고 신속히'(freely and without delay) 외환시장에서 '자유롭게 유통가능한 통화'(in a freely usable currency at the market rate of exchange)로 이루어 질 것을 요청하고 있다. 여기에는 배당금이나 분배금의 투자자에게로의 이전, 이자나 자본이익의 지불, 운용비 그리고 투자청산의 판매부터의 이익 등을 포함한다(동 제1109조). 이 규정은 자회사와 같은 제3자에 대한 투자의 상품 또는 서비스에 관한 계약의 지불에도 적용된다. 마지막으로 국유화 또는 수용의 문제는 특히 미국과 멕시코사이에서 문제가 되었다. 미국의 입장에서 국유화와 수용은 투자의 안전을 보장하는데 가장 큰 위험이고 이는 선진국과 제3세계사이에서 특히 보상의 문제와 관련해서 오래전부터 대립되어온 부분이다. 결론적으로 NAFTA 제1110조는 미국의 입장을 그대로 반영했으며 따라서 제3세계로부터 많은 비난을 받고 있다. 전경일, *supra* 주) 44, pp. 420~423 참조.

54) 김인숙, *supra* 주) 49, p. 3 참조.

칙으로 WTO의 위신을 손상시키고 외국인투자의 보호에 혼란을 초래하고 있는 'WTO의 투자관련규칙들'은 새로운 多者間 投資協定の 채택을 통하여 개선되어야 한다.⁵⁵⁾

그런데 국제투자규범으로서 MAI가 커다란 문제점에 봉착하게 된 것은 프랑스가 더 이상 OECD에 의해 추진되던 MAI 교섭에 자국의 대표를 파견하지 않겠다는 의사를 표시하면서부터였다. 프랑스가 6개월간의 평가작업 끝에 MAI 교섭을 하지 않겠다는 결정을 내리자 투자규범으로서 새로운 길을 모색하던 MAI는 근본적으로 흔들리게 되었다. OECD의 영향력이 있는 다수의 회원국들에 중도 또는 좌파 정부가 집권하면서 정책의 우선순위에 변화가 생기는 한편, 아시아의 외환위기와 그 여파로 자본유동성에 대한 조심스러운 접근이 요구되었던 것이다. 처음 1995년에 MAI 교섭이 시작되었을 때에는 MAI가 주로 기존의 국제투자협정을 하나의 단일한 문서로 통합하는 기술적인 작업이었고 MAI 체제의 구축으로 상당한 효과를 얻을 것으로 기대되었다. 그러나 3년 후 기술적인 작업은 정치적인 성격으로 변화되었고 정치인들은 그 상대적인 비용에 관심을 집중하게 되었다.

북미국가들의 MAI 토론과정에서 環境과 勞動문제의 중요성에 대한 여론의 반응이 부각되기 시작하였는데 실제로 비정부간기구(Non-Governmental Organization, 이하 NGO)는 교섭의 후반부에 예상치 못한 영향력을 행사하였다. NGO는 뇌물등의 부정부패, 투자의 정의와 관련된 투자자의 권리증가, 투자 전단계의 보호, 이행요건, 수용과 같은 수많은 실질적인 문제 뿐만 아니라, MAI의 기본철학과 접근방법 그리고 그 구조와 목적에 대하여 여론의 환기를 통해 커다란 영향력을 행사하였던 것이다. 더욱이 MAI 교섭의 중요한 배후지원자인 경제계는 교섭이 진행되면서 조세문제가 제외되고 환경과 노동문제가 추가되면서 투자자유화를 위한 이렇다할 성과가 없게 되자 이에 대한 관심이 줄어들었다.

또한 개도국들은 개도국들대로 불만이 있었다. 그것은 MAI 교섭에 주도적 참여자로 나설 수 없는 점이 불만이였다. MAI가 모든 국가에 개방된 독립적인 조약으로 의도되었기 때문에 개발도상국들의 참여를 통해 이들 국가의 관심사항이 반영되었어야 함에도 주요국과 국제기구의 의사만이 반영되었다는 점이 문제가 되었다. 주요국의 국가정책결정자들의 입장에서 볼 때 OECD 회원국간에는 중대한 투자보호 문제가 없었다. 더욱이 그들이 MAI가 기존의 BIT에서 정한 기준을 낮출 가능성

55) *Ibid.*, pp. 3~4 참조.

을 고려할 필요가 있었고 후진국들이 얼마나 참여할 지에 대해 확신이 없었다. 또한 OECD내에서 MAI가, 적어도 단기적으로 뚜렷한 시장개선의 효과를 갖지 못하리라는 점을 인식하게 되었다. 다른 한편으로는 경제계로부터의 강력한 지지를 받지 못한 가운데 NGO의 반발에 직면했고 일부 국가는 국내정치적으로 어려운 상황에 처하게 되었다. 따라서 일부 국가의 경우 정치적인 손익결산은 MAI의 가치가 제한적이라는 것을 보여주었고 기구내의 컨센서스에 의한 의사결정방식은 한 국가의 반대로도 충분했기 때문에 결국 MAI 교섭은 무산되었다.⁵⁶⁾

2) 多者間 投資協定の 평가

BIT는 당사국간에만 적용되는 雙務規範에 불과하다는 근본적인 한계를 갖고 있으며, 당사국의 협상력에 따라 불평등한 규범이 강제될 가능성 또한 크다. 이에 비해 일반적으로 MAI는 투자보호규범을 통일적으로 적용할 수 있다는 점, 투자보호에 대한 통일된 제도적 장치는 투자자유화의 확산을 촉진할 수 있다는 점, 외국투자자도 해당체약국을 상대로 직접 중재에 회부할 수 있다는 점 등에서 해외투자보호에 관한 보편적인 국제규범체제를 확립할 수 있다는 측면에서는 긍정적인 평가를 할 수 있다.⁵⁷⁾

한편으로 의무는 없고 압도적으로 투자자의 권리만 존재하는 그러한 國際投資關係의 法制化가 가져다 줄 결과는 특히 그 급진성으로 볼 때 우려하지 않을 수 없다는 비판도 받고 있다.⁵⁸⁾

결국 이러한 MAI는 비록 실패하였지만 직접투자와 관련된 국제규범체제 확립에는 어느정도 기여하였다고 볼 수 있다. 그러나 단기투기자본과 관련된 규범체제 확립에는 주요 선진국들과 개도국들간의 대립으로 인하여 아무런 성과도 거두지 못하였다. 더욱이 단기투기자본과 관련하여 MAI의 성과는 거의 기대할 수 없는 것이 현실이다.

56) 김민서, “多國籍企業의 國籍과 管轄權에 대한 國際法的 研究”, 법학박사학위논문, 연세대학교대학원, 2000. 2, pp. 129~130.

57) 최승환, *supra* 주) 10, p. 821 참조.

58) 이해영, “신자유주의적 세계화와 한미투자협정”, 『투자협정/자유무역협정과 한국경제에 대한 국회 토론회 자료집』, 21세기 국가경영연구회, 2001, pp. 7~8.

4. 開發國의 投資規範 안데안 決定 24

1) 안데안 決定 24의 의의 및 내용

「안데안 결정24」(Andean Decision 24 : 이하 “안데안 결정 24”)의 내용을 살펴 보면, i) 「Cartagena협정」에서 창조된 ‘해외투자를 위한 공통의 규칙’을 설립하는 것이 필요함을 역설하고, ii) 해외자본과 기술의 기여는 지역발전에 중요한 역할을 할 수 있고, iii) 공통된 제도의 기준은 해외투자자의 권리와 의무 및 역내 해외투자를 보호할 수 있는 보증을 제공하며, iv) 해외자본에 대한 대우는 국내투자자와 차별하지 않으며, v) 역내시장에 그들이 활발하게 참여할 수 있도록 하며, vi) 이에 따라 국가기업은 행정상의 관행과 최신기술을 최대한 수용하고 동시에 획득한 해외기술과 관련된 협약을 증진시켜 효과적인 절차를 수립하며, vii) 합자회사의 조직화를 이끄는 방식은 회원국내 국가자본에 대한 참여를 허용할 수 있어야 하며, viii) 「Cartagena협정」의 목적과 동협정의 제92조 규정에 따라 공통적인 제도는 동협정의 목적 충족을 위해 자원을 배분하여야 하며, ix) 공통적인 제도는 역외국가, 자본과 기술을 공급하는 기업, 그리고 이러한 문제에 관계된 국제기구들에 대한 회원국들의 협상력을 강화하게 할 것이라고 명시하고 있다.⁵⁹⁾

이처럼 안데안 동맹의 「안데안 결정 24」는 國際開發法상 큰 의미를 지니고 투자유치국의 적극적인 입장을 반영하고 있다. 즉 외국인투자가 지역통합을 저해하지 않는 한에 있어서는 회원국의 경제발전에 기여할 수 있다는 점을 인정하고 있는 것이다. 이것은 결정 24가 國際投資分野에 있어서 중요한 國際投資規範으로서 역할을 하였음을 잘 보여주고 있다고 할 수 있다.

「안데안 결정 24」와 맥을 같이하는 「보고타선언」(The Declaration of Bogota)에서 해외자본은 당해국가의 자본형성을 촉진하는데 있어서 地域統合을 방해하지 않는 한도내에서 라틴아메리카의 경제적 발전에 기여하도록 승인되어졌고, 국내생산시장을 제한하지 않는 범위내에서 海外資本의 最新技術 이용을 촉진하는 기준의 채택을 제안하였다. 그 내용은 아래의 각주⁶⁰⁾와 같다.

59) 이장희, “국제개발법의 개념과 법적 기준”, 『대한국제법학회논총』 제30권 제2호, 1985. 12, p.

52~67 참조. 안데안 결정 24의 자세한 조문은 이 논문의 APPENDIX II에 수록된 자료를 참조.

60) “[C]an make a considerable contribution to the economic of Latin America, provided it

한편, 「푼타 델 에스트 선언」(The Declaration of Punta del Este)에서 미국 대통령은 “해외자본이 개별국가들의 적절한 정책속에서 통합의 목적을 성취할 수 있도록 보증하는 중요한 기능을 수행할 수 있어야 한다”며 안데안 결정의 의미와 목적을 추인하였다. 그 내용은 아래의 각주⁶¹⁾와 같다.

또한 리마會議(The Meeting in Lima)에서 「Cartagena協定」의 회원국 외무장관들은 ‘국가자산의 자유로운 배분을 위한 국가의 主權’에 대해 확고한 지지를 천명하고 그러한 한계내에서 국가개발에 필요한 해외기술의 이전과 해외자본을 승인하는 일반원칙을 채택하였으며, 이것은 開發國間 資本移動 投資規範으로서 그 의의를 가지는 것이었다. 그 내용은 아래의 각주⁶²⁾와 같다.

2) 안데안 決定 24의 평가

「안데안 결정 24」역시 직접투자와 관련된 투자규범이라 할 수 있다. 즉 단기투자자본의 규제를 위하여는 어떠한 규범화 작업도 하지 못하였다고 할 수 있다. 그러나 「안데안同盟의 결정 24」는 직접투자에 관련된 개발국의 國際投資法 형성에 큰 공헌을 하였다. 국제개발법으로서의 「안데안결정 24」는 서언에서 밝혔듯이 ‘외국인투자가 관련국가의 투자형성을 자극하고, 그 과정에서 국내자본이 참여하여, 地域統合을 저해하지 않는다면 회원국의 경제발전에 기여할 수 있다는 점’을 인정하고 있다. 그리고 외국인투자가 개도국의 경제발전에 이바지할 수 있는 경우를 명시하고 있다. 이러한 새로운 접근방법은 외국인투자가 단지 외국인의 사유재산이기

stimulates capital formation in the country where it is established, facilitates extensive participation of national capital in that process, and does not create obstacles to regional integration.standards that will facilitate the use of modern technology, without limiting the market for products manufactured with foreign technical assistance and the coordination of foreign Investments with general development plans.”

61) “[I]ntegration must be fully at the service of Latin America This requires the strengthening of Latin American enterprise through vigorous financial and technical support that will permit it to develop and supply the regional market efficiently. Foreign private enterprise will be able to fill an important function in assuring achievement of the objectives of integration within the pertinent policies of each of the countries of latin America.”

62) “[E]conomic growth and social progress are the responsibilities of their peoples and that attainment of national and regional objectives depend fundamentally on the effort of each country.the sovereign right of every country to dispose freely of its national resources.to give preference in the economic development of the subregion to authentically national capital and enterprises of the Member Countries and recognized that the investment of foreign capital.”

때문에 보호하려는 것이 아니라, 오히려 외국인투자가 國家利益에 일치한다는 점을 확인하고 있어 주목을 끌고 있다.

이러한 측면에서 「안데안 결정 24」는 외국인투자를 위해 안전한 법적·제도적 틀을 마련해 주었고, 외국인투자자의 이해가 資本輸入國의 이해와 양립할 수 있음을 확인해 주었다 하겠다. 이와 같은 「안데안 결정 24」는 국제투자분야에 관한 신 국제경제질서형성에 있어 하나의 지도원칙으로서의 역할을 했다. 특히 「안데안 결정 24」는 국유화시 보상에 대해 資本輸出國의 고전적이고 일방적인 개념에서 확실히 벗어나 資本輸入國의 견지를 많이 반영하고 있다.⁶³⁾

5. 先進國과 開發國간의 投資規範으로서 美國의 兩者間 投資協定

1) 美國의 兩者間 投資協定 모델의 의의 및 내용

미국은 「양자간 투자협정」(이하 “BIT”)⁶⁴⁾을 미국의 수출을 촉진하고 미국기업의 국제경쟁력을 강화한다는 기본적인 정책목표에 따라 추진하고 있다. 그리고 보다 구체적인 목표로서 첫째, 미국 해외투자의 진흥 및 보호, 둘째, 상대방 국가에서 市場指向的인 국내정책 도입을 촉진, 셋째, 이러한 목표에 부응하는 국제법의 개발을 설정하고 있다. 여타국들의 경우 일반적으로 자국의 해외투자 보호만을 목표로 하고 있는데 반해 미국의 경우 이 협정을 통해 상대국의 市場經濟體制의 강화라는 목표까지 추구하고 있음이 특히 주목된다고 할 수 있다.⁶⁵⁾

그래서 미국의 BIT는 經濟的·法的·政治的 고려에 의해 나타난 것이라고 할 수 있다.⁶⁶⁾ 경제적 고려는 차별적 대우, 이환규제, 수용조치 등 여러 가지 위협에 대하여 미국인이 외국에 이미 투자한 것을 보호하려는 것이다. 법적 고려는 투자에 대한 국제관습법상의 법적 보호장치를 강화시키려는 것이다. 정치적 고려는 미국인의 해외투자를 보호하기 위하여 강경조치를 취하려는 미국 의회와 실업계의 압력을 완화시키고, 외국정부에게 미국이 해외투자를 보호하기 위하여 관여하고 있다는 것을

63) 이장희, *supra* 주) 59, p. 75.

64) 미국의 BIT 모델은 이 논문의 APPENDIX I에 수록된 자료를 참조.

65) 김관호, *supra* 주) 31, p. 27 참조.

66) 김채형, “양자간 투자협정에 대한 미국의 정책”, 『국제·지역연구』 제6권 제2호, 2002. 12, p. 212.

나타내려는 것이다.

미국의 BIT는 기본적으로 國家間(inter-state) 즉 국가 대 국가의 관계를 규율하기 위한 國際法的 효력을 갖는 조약이다. 중요한 것은 미국의 BIT에서는 締約國 國籍을 가진 個人 또는 私企業에 상대편 국가를 제소할 수 있는 국제법적 권능을 부여하고 있다. 바로 이 점이 투자협정에 내포된 전형적인 급진적 자유주의의 표현이라고 볼 수 있는 대목이다.

전통적 국제법의 경우에는 ‘個人’의 國際法人格을 전면적으로 부인하고 ‘國家’만을 유일한 국제법 주체로 인정하는 것이 다수 학자의 태도였다. 그러나 2차 세계대전 이후 개인을 국제법의 주체로 인정하려는 견해가 발전하게 되었다. 그것은 국제인권법의 발전과 맞물려 개인의 국제법적 지위상승과 맥을 같이 하였다. 학자들이 국제법상 개인의 국제법인격을 주장하기 위한 논리는 국제법의 성격, 인도주의적 가치와 원칙의 편입증대 등을 포함한 국제법질서의 점진적인 발전, 국내법에 대한 국제법의 우위 및 국제법에 의한 개인의 권리와 의무의 직접적인 규제 등이 주된 근거였다.⁶⁷⁾

즉 지금까지 개인의 ‘國際法上 主體性’은 예외적인 경우에 한해, 그것도 해당국가가 개인청원절차에 관한 의정서에 서명한 경우, 즉 국제인권규약 「시민적·정치적 권리에 관한 국제규약」(B규약)과 같은 국제조약에서 특별히 개인의 지위를 당사국간에 규정한 경우에 한해서만 개인의 국제법적 인격성이 인정되고 있는 정도였다. 그러나 이제 법실증주의자들이 주장하는 것처럼 국가만이 국제법의 유일한 주체라는 견해에서 발전하여 개인을 한정된 범위내에서 국제법의 주체로 취급하는 경향이 증가하게 되었다. 더 나아가 최근에는 법인의 해외활동이 활발해지고 多國籍 企業에 의한 해외투자활동이 활성화되면서 법인, 특히 다국적 기업에 대한 국제법적 인격성 문제가 국제법의 중요한 과제로 등장하는 추세이다.⁶⁸⁾

이러한 개인의 ‘국제법상 주체성’은 미국의 BIT에 와서 새로운 지위를 부여받고 있음을 알 수 있다. 즉 개인은 ‘投資者的 個人’에 한하여 BIT 조약이 체결된 국가내에서 개인의 국제법상 주체성이 인정되고 있다. 개인은 투자자인 경우에는 국가와 동등한 권리를 가진다는 것이다. 투자자는 이로써 인권이 갖는 보편성을 획득하게

67) 신창훈, “국제법상 개인의 법적 지위”, 국제법평론회 2006년도 학술대회 발제문, 2006. 1. 24, pp. 54~63.

68) 김부찬, “국제기업의 국제법주체성과 외교적 보호제도”, 『국제법학회논총』 제44권 제2호, 1999, p. 12.

되고, 근대 주권국가의 위상은 투자자로서의 개인과 동등한 위치까지 이르게 되었다. 어떤 의미에서 투자협정에서 규정되어 있는 투자자로서의 개인은 新自由主義의 國際法的 완성시도라고 할 수 있다.

미국의 BIT 모델에서 투자분쟁에 대한 해결규정은 3가지 범주의 投資紛爭을 대상으로 하고 있다. 즉 첫째, 일방 체약국과 타방 체약국의 국민이나 회사간에 체결된 투자협정의 해석과 적용, 둘째, 외국의 투자담당 기관에 의해 타방 체약국의 국민이나 회사에 부여된 투자인가의 해석과 적용, 셋째, BIT에 의하여 부여되거나 인정된 권리의 침해를 대상으로 하고 있다. 이러한 범주에 관한 분쟁의 발생시 투자자는 다음의 분쟁해결 절차 중에서 선택하여 이용할 수 있다.⁶⁹⁾

투자자인 개인 또는 사기업은 분쟁발생시 상대편 체약국을 제2항 (a) 締約國의 法院 혹은 行政法院 (b) 적용가능하고 사전에 합의된 紛爭解決節次에 의하여 提訴할 수 있다. 그러나 여기까지는 일반적인 國際慣行에 해당된다. 문제는 다음에 있다. 즉 제3항 (a) 관련 국민 혹은 기업이 제2항 (a) 혹은(b)에 의하여 제소하지 않고, 분쟁 발생시로부터 3개월이 지났을 때에는 관련 국민 혹은 기업은 다음방법에 의하여 拘束的 仲裁節次에 분쟁해결을 구할 수 있다. 따라서 그 중재절차는 (i) 1965년 「워싱턴조약」(Convention on the Settlement of Investment Disputes between States and Nationals of Other States)에 의해 설립된 상설 國際投資紛爭解決센터(International Centre for Settlement of Investment Disputes : 이하 “ICSID”), (ii) 분쟁의 일당사자가 위 條約에 가입하지 않았을 경우 위 센터 附屬機關, (iii) 國際聯合 國際商去來法委員會 仲裁規則(United Nations Commission on International Trade Law : 이하 “UNCITRAL”) (iv) 분쟁의 양 당사자가 합의하였다면 기타 仲裁機關 또는 仲裁規則에 따른 仲裁 등을 통해 분쟁해결을 할 수 있는 것이다.

독특한 것은 미국의 BIT에서는 이처럼 투자자로서의 개인이나 사기업이 국가를 제소할 수는 있지만, 반대로 국가가 해당투자자와 기업을 제소할 수는 없다. 또한 국내기업보다 外國人企業이 명백히 우위에 있다. 이는 국내기업이나 국내투자자가 국가를 상대로 위에서 언급된 국제중재절차에 회부하는 것이 원칙적으로 불가능한 반면, 외국인기업은 언제든지 위에서 규정된 절차에 따라 상대방 국가를 제소할 수 있는 것이다. 우리나라에 이 논리를 적용해 보면 「한미투자협정」 또는 「한일투자협

69) 김채형, *supra* 주) 66, p. 228 참조.

정」의 경우, 양국간의 엄연히 존재하는 경제력의 격차를 감안해 보면 미국기업과 일본기업은 - 혹은 미국 및 일본 투자자는 - 한국기업 혹은 한국투자자와 비교해 명백한 우위에 서게 되는 규정을 조약상 용인하는 것이 된다.

仲裁判定은 그 자체로 ‘最終的이며 拘束的’(final and binding)이다.⁷⁰⁾ 즉 재심의 여지가 없으며, 따라서 지체없이 집행되어야 하고 국가는 이에 대해 사전 준비의 의무가 있다. 그리고 투자자가 입은 손실에 대해 국가는 설사 투자자에 대해 채권이 있다 하더라도 부분적이 아닌 전면적인, 보증이나 보험 등을 통하지 않은 직접적인 보상의 의무가 있다.

이처럼 미국의 BIT는 특히 투자분쟁에 대한 해외 중재의 國際法的 拘束力을 대폭 강화하였고, 또한 그 절차에 있어서도 해당국 법원보다는 海外國際機構를 통한 최단기간내의 중재를 명백히 선호하고 있다. 그 결과 미국의 BIT는 투자영역에 대한 法治國家의 管轄權을 박탈하는 결과를 가져온다고 보고 있다.

미국의 BIT 모델에서 가장 문제가 되는 것은 送金(transfer)과 이에 관련한 이른바 一時的 外換去來 制限措置 즉 세이프가드(safeguard)⁷¹⁾ 문제이다. 미국의 BIT 모델은 국제평화, 국가안보 즉 군사적 측면에 대한 例外를 인정하고 있으나 외환위기나 경제위기 상황에서 국가적 외환거래 제한조치는 전혀 인정하고 있지 않다는 것이다. 더욱이 韓美 自由貿易協定(Free Trade Agreement : 이하 “FTA”)에서는 이와 같은 미미한 예외마저 인정하고 있지 않다는 것이 문제로 대두된다. 여기에 관

70) 미국의 BIT 모델 (Treaty between the government of the United states of America and the Government of the republic of [country] concerning the encouragement and reciprocal protection of investment) ARTICLE IX : Any arbitral award rendered pursuant to this Article shall be ‘final and binding’ on the parties to the provisions of any such award and provide in its territory for the enforcement of such award. 이해영, *supra* 주) 58, pp. 26~28 참조.

71) 세이프가드(safeguard)란 국제경제에 있어서 특정상품의 수입급증으로부터 국내산업을 보호하기 위해서 취하는 긴급수입제한조치를 말하나, 국제투자에 있어서는 자국경제를 보호하기 위해서 긴급으로 취하는 資本制限措置를 말한다. 박용현, “세이프가드 제도에 관한 연구”, 『국제법학회 논총』 제79권, 1996. 6, pp. 75~89 참조. 최근의 한미 투자협정에서 양측의 중요 쟁점사항이 되고 있는 ‘금융 세이프가드’는 금융·외환 분야에서 시장안정을 위해 국내 자본의 대외 거래나 송금을 일시적으로 제한하는 조치를 말한다. 현행 「외국환거래법」(제6조 외국환거래의 정지)은 상품 및 금융서비스의 수출입 수지가 심각한 불균형에 처하는 경우와 국내외간 빈번한 자본이동, 국제투기자본의 공격 등으로 인하여 통화정책·환율정책 및 기타 거시경제정책을 수행하는 데 있어서 심각한 지장을 초래하는 경우에 재정부장관 주관 하에 대외송금 등을 제한하는 세이프가드를 발동할 수 있도록 규정하고 있다. 단 이러한 조치는 특별한 사유가 없는 한 6개월의 범위 내에서만 실시할 수 있고 그 조치사유가 소멸된 경우에는 이를 즉시 해제하여야 하며 투자기간이 비교적 장기인 외국인 직접투자에 대해서는 적용되지 않는다. 이해영, “2006년 무역장벽보고서와 한미FTA”, 국회 ‘외국자본규제’ 토론회, 2006. 4, pp. 29~30 참조.

하여는 후술하는 ‘세이프가드와 韓美FTA’에서 자세히 설명하겠다.

한편 미국은 2004년 투자협정 모델을 개정하였는데, 그러한 배경중의 하나는 NAFTA 투자협정 하에서 발생하고 있는데 투자자 대 정부간 분쟁의 문제점에 대한 인식이었다.⁷²⁾ 특히 收用 및 補償 규정에서 언급하고 있는 간접적 수용(indirect expropriation or creeping expropriation)에 근거하여 외국인 투자자가 투자대상국 정부에 대해 보상을 요구하는 분쟁 사안들이 계속 발생하고 있는데, 이러한 분쟁사안들에서 노출된 사실은 간접적 수용이 광범위하게 해석되는 경우 정부의 많은 정책적 차원의 조치들이 이 규정으로부터 자유로울 수 없다는 것이다.⁷³⁾

미국의 개정된 투자협정 모델은 본문 제6조 수용 및 보상 규정에서 언급하는 수용의 개념에 대해 부록 B에서 양국의 이해 형식으로 명료화하고 있다. 먼저 동 부록의 제1항은 수용에 대한 국가의 의무와 관련된 國際慣習法을 반영하려는 것이 수용규정의 의도임을 밝히고 있다. 그리고 제2항에서는 수용조치의 기본적인 구성요건은 특정 투자에 내재된 유·무형의 재산권 또는 재산적 이익의 침해임을 밝히고 있다. 제3항은 직접적 수용이란 특정한 투자가 국유화되거나 공식적인 권리의 이전 또는 명백한 몰수를 통해 직접적으로 수용되는 경우임을 명시하고 있다. 또 제4항에서는 간접적 수용의 개념을 명료화하고 있다.⁷⁴⁾ 즉 투자대상국 정부의 공익적 차원에서 이루어진 비차별적인 규제조치는 투자협정이 규정하고 있는 투자자 대 정부간 國際仲裁의 대상에서 사실상 배제시키고 있는 것이다. 극히 예외적인 상황에서만 국제중재의 대상이 될 수 있으며, 이 경우에도 규제가 미친 경제적 피해의 심각성, 투자자의 기대 이익에의 침해정도 등과 같은 미국 국내의 판결기준이 국제중재의 판결에서 고려되어야 한다는 것이다.

일반적으로 외국투자가가 현지국을 상대로 국제청구를 제기하기 위해서는 현지국내법상 이용가능한 모든 구제절차를 완료하여야 한다. 이른바 ‘國內救濟節次의 完了 또는 消盡의 원칙(Exhaustion of Local Remedies Rule)’⁷⁵⁾은 별도의 명시적 규정이 없는 한 인정되는 국제법상의 원칙이다. 따라서 일부 BIT에서는 국제중재에 앞서 이러한 의무를 규정하고 있지만 미국의 투자협정 모델은 이러한 의무를 배제하고 있다. 이에 따르면 투자자는 국내구제절차와 국제중재 중 원하는 쪽을 선택할 수

72) 김관호, “美國의 投資協定 모델 改正과 示唆點”, 『통상법률』 제68호, 법무부, 2006. 4, pp. 16~28.

73) OECD, “Indirect Expropriation and the Right to Regulate in International Investment Law”, OECD Working Papers on International Investment, 2004, p. 2.

74) 김관호, *supra* 주) 72, pp. 18~19 참조.

75) 최승환, *supra* 주) 10, p. 872 참조.

있다. 즉 실제에 있어 외국투자자는 국내구제절차 없이도 국제중재에 바로 회부할 수 있다. 이에 대해 투자협정에 반대하는 시민단체들은 투자협정의 대표적인 문제점의 하나로서 외국인투자자가 국제중재라는 수단을 통해 투자대상국의 정당한 정책주권에 도전할 수 있고 이로 인해 공익적 차원의 정책추진이 제약받을 수 있다는 점을 제시해 왔다. 개정된 미국의 BIT 모델이 수용 및 보상규정을 보다 전향적으로 개정한 것은 이러한 시민단체들의 문제 제기를 상당히 수용한 것이다.⁷⁶⁾

이외에도 새로운 미국의 BIT 모델은 환경 및 노동관련 규정을 강화시키고 있다. 외국인투자 유치를 위한 국가간의 경쟁이 치열해지면서 환경 및 노동관련 시민단체들은 이른바 ‘밑바닥을 향한 경쟁(race to the bottom)’의 우려를 제기해 왔다. 즉 외국인투자의 유치를 위해 각국이 경쟁적으로 환경이나 노동기준을 약화시킬 가능성이 있다는 것이다. 1990년대 후반 OECD에서 진행되었던 MAI에서도 이러한 맥락하에서 외국인투자 유치를 목적으로 환경이나 노동기준을 약화시켜서는 안 된다는 내용의 규정을 도입하는 문제가 심도있게 논의된 바 있었다. 미국의 1994년 BIT 모델은 이러한 환경 및 노동기준 약화 금지 규정을 두지 않았다. 이에 반해 2004년 BIT 모델은 전문에서 “투자협정의 목적들이 건강, 안전, 환경의 보호, 그리고 국제적으로 인정되는 노동자 권리의 준수 촉진과 합치되는 방식으로 달성되기를 희망한다.”는 언급과 함께 협정 본문에 이와 관련된 구체적인 규정들을 도입하였다.⁷⁷⁾

2) 美國의 兩者間 投資協定 모델의 평가

이상에서 살펴보았듯이 미국의 BIT 모델은 직접투자외에 단기투기자본의 규제에 관하여서도 투자규범으로 작용할 수 있다. 이러한 미국의 BIT는 여타국, 특히 유럽 국가들의 투자협정과 여러 측면에서 다른 점이 있다.

첫째, 일반적인 BIT는 투자보호의 측면만을 다루고 있는데 반해 미국의 BIT는 비단 投資保護 뿐만 아니라 投資自由化의 측면 또한 취급하고 있다. 즉 일반적인 BIT의 경우 투자의 허용 문제는 투자유치국가의 主權的인 사항임을 인정하고 있는데 반해 미국의 BIT는 투자의 허용단계에서도 외국인투자에 非差別的 待遇가 부여되어야 함을 의무로 규정하고 있다. 따라서 미국의 BIT 하에서의 투자자유화의 문

76) 김관호, *supra* 주) 72, p. 20 참조.

77) *Ibid.*, pp. 19~20 참조.

제는 제도적 차원보다는 양국간의 자유화 협상이라는 차원에서 이루어진다고 할 수 있다. 이는 미국과 상대국간의 협상력의 절대적인 차이를 고려할 때 미국에게 유리한 접근방법이라 할 수 있을 것이다.

둘째, 일반적인 BIT는 포트폴리오투자를 취급하지 않는다. 단지 외국인투자기업의 자산보호 측면에서 이러한 기업의 국외 영업활동으로서의 포트폴리오투자에 대한 보호를 규정하고 있을 뿐이다. 이에 반해 미국의 BIT는 양국간의 국경간 포트폴리오투자, 즉 短期資本의 移動 역시 협정의 적용대상에 포함시키고 있다.

셋째, 투자유치국 정부의 移行義務禁止, 핵심경영진의 國籍要件 禁止 問題는 일반적으로 BIT에서는 취급되지 않는 내용이나 미국의 BIT는 이를 핵심적인 규정으로 설정해 놓고 있다. 즉 미국의 협정모델은 투자유치국 정부가 외국인투자자에 대해 국내부품 조달의무나 국내제품의 구입이나 사용의무, 수출의무, 기술이전의 의무 등을 부과해서는 안됨을 규정하고 있다.

넷째, 미국의 BIT는 경우 여타국의 투자협정에 비해 예외의 범위가 협소하다는 특징을 갖고 있다. 따라서 지역경제통합체에 대한 最惠國待遇의 例外를 인정하지 않고 있으며, 公共秩序維持 目的의 例外도 인정하지 않고 있다. 또한 단기자본의 이동이 협정의 적용대상이 됨에도 불구하고 一時的 適用免除(temporary derogation)와 같은 '세이프가드' 규정을 두고 있지 않다.

다섯째, 분쟁해결절차에 있어 미국의 BIT는 여타국의 협정에 비해 투명하고 세세한 절차를 규정하고 있으며, 특히 투자자 대 정부간 분쟁해결절차에 있어 國際仲裁 判定結果의 執行強制 측면을 강조하고 있다.

한편 이러한 내용적 측면에서의 특징과 함께 미국의 BIT는 타국의 협정에 비해 상대국에 따른 변동성(variation)이 매우 적다는 특징을 보이고 있다. 즉 BIT는 상대국의 입장 및 상황에 따라 협정간에 다소의 차이가 있는 것이 일반적이다. 그런데 미국이 체결한 양자협정의 경우 상대국에 따른 이러한 변동성이 매우 적은 것으로 나타나고 있다. 이는 협상과정에서 자본수출국의 입장에 있는 미국이 상대국에 비해 절대적으로 유리한 입장에 설 수 밖에 없으며, 이러한 支配的 地位를 이용하여 자국의 협정 모델을 상대국에게 강제하는 측면이 특히 강하다는 점을 반영하고 있다고 볼 수 있다.⁷⁸⁾

78) *Ibid.*, pp. 19~30 참조.

제3절 현행 國際投資規範의 한계

1. 間接投資에 관한 國際投資規範의 미비

그동안 國際的인 投資規範化 논의에서 다루어지고 있는 것은 국제투자시장에서 일부를 차지하고 있는 직접투자인 FDI를 의미하는 것이었으며 그 외에 간접투자인 포트폴리오투자는 자본시장 개방문제로서 다루어졌을 뿐 간접투자규범으로서 국제투자규범은 아직 미흡한 실정이었다.⁷⁹⁾

기존의 국제투자협정은 투자보호를 내용으로 하고 있어 간접투자를 포함하고 있을 뿐 아니라 포트폴리오투자를 규율하는 것은 아니었다. 따라서 사실상 포트폴리오투자를 규율하는 국제투자협정이나 다자간 규범은 없다고 할 수 있다. 앞서 설명한 기존의 국제투자규범들은 직접투자와 관련된 규범일 뿐 포트폴리오투자와는 관련이 없는 것이다.

이처럼 간접투자규범으로서 국제투자규범이 사실상 존재하지 않는 것은 포트폴리오투자의 규제를 위해 시급히 국제투자협정을 마련해야 함을 설명해주고 있다.

2. 國際投資規範으로서 國際投資協定상의 법적 문제점

1) 포트폴리오 投資의 保護에 관한 문제점

앞서 살펴보았듯이 투자의 범위를 넓히는 경우 투자는 ‘모든 종류의 투자’를 의미하며 사실상 경제적 가치를 가지고 있거나 가지게 될 유무형의 거의 모든 것이 무제한적으로 ‘투자’ 개념에 포함된다. 여기서부터 투자와 투기의 구분은 사실상 불가능해진다. 즉 명백히 투기적 목적을 가진 해외 단기성 자금이 국내에 유입되더라도 그것을 통제할 수 있는 방법이 법적으로 불가능해진다는 것이다.

간접투자인 포트폴리오투자를 FDI와 구별없이 ‘資産’(asset)의 개념속에 포함시킬

79) 金成準, *supra* 주) 37, p. 238 참조.

으로써 투기적 포트폴리오투자까지도 投資로서 보호를 받게 된 것은 1990년대 중반 이후 개도국을 중심으로 한 신흥시장에서 초래된 외환금융위기의 원인을 제공한 셈이 되었다.⁸⁰⁾ 이것은 간접투자인 포트폴리오투자를 세계화된 국제투자규범 또는 국제투자협정에 무분별하게 포함시킨 결과였다.

따라서 국제투자협정에서 포트폴리오투자, 즉 실물경제에 대한 산업자본의 설비 투자와는 상관없는 헤지펀드와 같은 단기투기자본의 활동을 보장하는 순수한 금융 거래는 보호대상에서 제외되어야 한다. 즉 포트폴리오투자 範圍의 制限과 관련하여 투자유치국이 직접투자만을 원하거나, 포트폴리오투자의 부작용이 우려될 때에는 포트폴리오투자를 배제하거나 長期 포트폴리오투자만을 허용하는 내용을 포함하는 국제투자협정을 체결할 수 있어야 하는 것이 필요하다.⁸¹⁾

특히 미국의 2004년 BIT 모델에서는 금융서비스 부문에서 투기자본을 근본적으로 통제할 수 있는 장치인 건전성 규제조치를 ‘透明性’이라는 이름하에 사전에 공표해야 할 의무를 지고 있어 건전성 규제조치의 정책적 실효성이 의문시되고 있는 것이 문제라고 할 수 있다.⁸²⁾

2) 自由送金の 例外로서 세이프가드의 문제점

미국의 BIT는 ‘세이프가드’ 규정을 배제하려는 시도를 하고 있는데, 일반적으로 ‘送金’을 포함한 외환거래 등에 대한 규제에 관련하여 BIT에는 자유송금의 예외규정으로 국제수지의 위기에 따른 예외, IMF협정에 따른 예외, 그리고 합법적 목적의 충족에 따른 예외규정이 있다. 이에 따라 MAI, NAFTA, OECD 자본이동자유화규약 등과 같이 단기자본의 이동이 적용대상에 포함되는 국제규범의 경우에는 심각한 국제수지 위기에 따른 자유송금의 예외를 인정하는 별도의 세이프가드 규정을 두는

80) 장승화, *supra* 주) 20, p. 622 참조.

81) 도시환, *supra* 주) 36, p. 140 참조.

82) 제20조 1. 본 조약의 여타 조항에도 불구하고, 각 체약국은 투자자, 예금자, 정책 입안자 및 금융 서비스 공급자가 신용상의 의무를 지고 있는 개인의 보호를 포함한 건전성(prudential) 사유로 혹은 금융시스템의 통합성과 안정성을 확보하기 위해 금융서비스와 관련된 조치를 취하거나 유지하는 것을 방해받지 아니한다. 이러한 조치들이 본 조약의 여타조항과 일치하지 않을 시, 이 조치들은 본 조약에서 발생하는 체약국의 약속 혹은 의무를 회피하기 위한 수단으로 사용되어서는 아니된다.

5. 본 조약의 제11조 2항(투명성과 공개)에도 불구하고, 각 체약국은 실행가능한 범위에서 (a) 금융 서비스와 관련 일반적으로 적용될 모든 시행예정인 규제를 사전(in advance)에 공표하여야 하며 (b) 시행예정인 그러한 규제에 대해 발언할 수 있는 합당한 기회를 이행당사자와 상대국에 제공하여야 한다.

것이 보통이다. 그러나 미국의 BIT는 단기자본의 이동까지 그 적용대상에 포함시키고 있으면서도 자유송금의 예외를 단지 合法的 目的의 充足을 위한 경우에만 한정하고 있는 것⁸³⁾은 사실상 세이프가드 규정을 배제하려는 의도가 아닐 수 없다. 이 세이프가드와 한미FTA에 대하여는 뒤에 장을 달리하여 자세히 살펴보겠다.

3) 收用에 대한 補償基準의 문제점

투자협정에서 선진국과 개도국간에 가장 문제가 되는 것은 收用에 대한 補償의 基準이다. 경제위기의 해결방안으로 불가피한 수용이 이루어진 경우 미국을 비롯하여 투자국의 입장에 있는 다수의 선진국들은 소위 Hull 公式(Hull formula)에 입각하여 ‘迅速, 充分하고 效果的인(prompt, adequate and effective)’ 보상이 이루어져야 한다고 주장하고 있다. 이에 대해 제2차 대전후에 진행된 탈 식민지화과정을 거치면서 서구열강으로부터 독립한 식민지국들은 外國人, 특히 식민지본국의 국민의 재산에 대한 대대적인 국유화를 단행하면서 이러한 수용에 대해서는 ‘適切한(appropriate)’ 보상으로 충분하다는 입장을 취하고 있다.⁸⁴⁾

그러나 1962년 천연자원에 대한 각국의 永久主權原則과 1974년 5월 신국제경제질서 등과 연계하여 동년 12월 「國家의 經濟的 權利義務에 관한 憲章」⁸⁵⁾제2조 제2항 c호 등의 UN총회의 결의를 통한 새로운 보상 기준이 제시되었음에도 불구하고 1970년대 이후 미국을 비롯한 선진국들은 오히려 다수의 BIT 체결을 통하여 이른바 Hull 공식을 관철시키고 있다. 이러한 것은 결국 MAI 체결이 무산된 상태에서 BIT에 의한 보상의 범위 및 방법이나 산출기준에 대한 관행이 當事國의 協商力에 의거하게 된다는 점에서 우려하지 않을 수 없다.⁸⁶⁾

일반적으로 수용은 直接收用과 間接收用으로 대별된다. 여기서 특히 문제가 되는 것이 간접수용인데, 이는 다시 ‘漸進的(creeping) 收用’과 ‘規制的 收用’으로 나누어 볼 수 있다. ‘규제적 수용’이란 환경, 공공질서와 같은 공익적 목적으로 행해지는 정

83) 미국의 BIT 표준모델안 제14조 제1항에 따르면, “본 협정은 一方 締約國이 國際平和 또는 安全의 維持와 回復, 또는 自國의 國家 安保利益의 保護에 필요한 조치를 적용하는 것을 방해하지 않는다.”라고 되어 있다.

84) 도시환, *supra* 주) 36, p. 141 참조.

85) 1974년 12월 12일 유엔총회는 결의 3281(X X IX)에 의해 찬성, 120개국, 반대 6개국(벨기에, 덴마크, 서독, 룩셈부르크, 영국, 미국), 기권 10개국으로 동 헌장을 채택하였는데, 반대와 기권을 행한 16개국 중 15개국은 선진국그룹인 OECD회원국이었다. 최승환, *supra* 주) 10, p. 34 참조.

86) 도시환, *supra* 주) 36, p. 141 참조.

부당국의 규제조치를 의미하는 것인데 반해, ‘점진적 수용’이란 이와 달리 규정하기가 사실 애매하다. 그렇지만 흔히 이 점진적 수용으로 들 수 있는 것은 기업의 강제적 주식매각, 경영에 대한 간섭, 규제당국에 의한 경영진의 임용, 노동력이나 원자재 등에 대한 접근 거부, 자의적이거나 과도한 조세부과 등이 여기에 해당된다.⁸⁷⁾

이처럼 규제적 수용이 일반 국제규범적으로 용인되는 것이라 할 때 문제가 되는 것은 역시 점진적 수용이라 할 수 있다. 예컨대 정부투자 공기업에 대한 정부의 경영진 교체는 경우에 따라 얼마든지 점진적 수용으로 해석될 여지가 있고, 이 경우 투자분쟁 조정 절차에 회부될 가능성도 결코 배제할 수 없다. 수용에 대한 이러한 폭넓은 해석과 특히 미국의 2004년 BIT 모델에서 정부조치의 경제적 영향, 그 조치의 범위, 성격 등에 대한 광범위한 심사 가능성을 규정해 놓고 있는 것은 투자유치국 정부의 정책주권을 침해하는 것이 아닐 수 없다.⁸⁸⁾

4) 投資者 對 國家間 紛爭解決節次에 관한 문제점

투자협정상 투자자 대 투자유치국간의 분쟁이 발생한 경우에는 투자자가 직접 해당계약국을 상대로 중재에 회부할 수 있다는 점에서 권익보호의 측면에서 매우 강화된 규범으로 볼 수 있다. 나아가서 미국의 BIT 모델에서는 분쟁발생시 국내적 구제완료의 실행없이도 ICSID 등 國際仲裁機關에 직접적으로 제소할 수 있는 권한이 보장됨으로써 투자유치국의 裁判管轄權에 대한 침해의 문제가 제기되고 있다. 아울러 더욱 문제로 대두되고 있는 것은 투자자에게는 ‘提訴權’이 보장되어 있으면서도, 투자유치국은 해당투자자와 기업을 제소할 수 없다는 점 등이 문제인 것이다.

미국의 2004년 BIT 모델을 보면, 분쟁발생 후 일정한 기간이 경과한 뒤에도 분쟁 해결이 되지 않을 경우 제3심급 특히 세계은행 산하 ICSID에 제소할 수 있는 길을 열어 사실상 투자유치국의 현지법원을 우회할 수 있도록 하였다. 실제 ICSID에 제소된 중재건의 상당수가 재판관할권에 대한 치열한 공방으로 전개된다는 점에서 투자자, 즉 사적 당사자의 투자유치국 정부에 대한 제소권의 인정 여부는 상당히 심각한 결과를 초래할 수 있다. 그런데 ICSID 투자분쟁 사례들을 보면 그 비용이 엄청나며 투자분쟁 건수가 매년 증가하고 있음을 알 수 있다.⁸⁹⁾ 그리고 특이한 것은

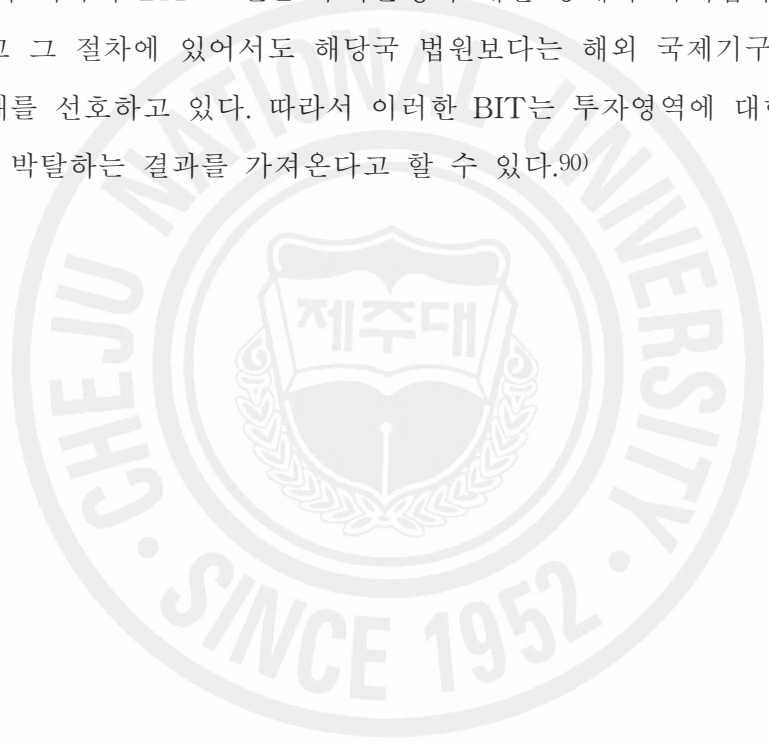
87) 장승화, *supra* 주) 20, pp. 95~98 참조.

88) 이해영, 『낮선 식민지, 한미FTA』, 메이데이, 2006. 6, pp. 155~156.

89) 자세한 내용은 www.worldbank.org/icsid/cases 참조. (방문일자 : 2006. 9. 14.)

피소국 대부분이 제3세계의 개도국들이라는 점이다. 1960년대 창립된 이래 2004년 11월말 현재 총 85건이 계류중인데 이중 32건이 아르헨티나 정부를 상대로 한 것이며 멕시코 정부가 5건 등이다. 미국이 피소국인 경우는 단 1건인데 그것도 캐나다 기업 Loewen사에 의한 것이다.

이처럼 투자자로서의 개인이나 사기업이 국가를 제소할 수는 있지만 국가는 해당 투자자와 기업을 제소할 수는 없는 것 외에도 국내기업보다 외국인 기업이 명백히 우위에 있다는 점을 간과할 수 없다. 경제력이 우위에 있는 선진국의 기업이 개도국 정부를 상대로 위에서 언급된 국제중재절차에 회부하는 것이 언제나 가능하기 때문이다. 특히 미국의 BIT 모델은 투자분쟁에 대한 중재의 국제법적 구속력을 대폭 강화하였고 그 절차에 있어서도 해당국 법원보다는 해외 국제기구를 통한 최단기간내의 중재를 선호하고 있다. 따라서 이러한 BIT는 투자영역에 대한 주권국가의 재판관할권을 박탈하는 결과를 가져온다고 할 수 있다.⁹⁰⁾



90) 이해영, *supra* 주) 88, pp. 162~163 참조.

제3장 短期投機資本의 의의 및 현황

제1절 短期投機資本의 개념 및 유형

1. 개념

1) 펀드, 公募펀드, 私募펀드 및 短期投機資本의 개념

펀드란 여러 다수의 투자자들로부터 자금을 모아서 만든 대규모의 기금(fund)을 말한다. 의미를 좀더 좁혀 투자와 관련된 펀드의 개념은 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 같은 의미로 쓰인다.⁹¹⁾

이처럼 펀드에는 공모펀드와 사모펀드가 있는데, 공모펀드는 일반인을 대상으로 투자자를 모집하는 펀드를 말하며 「間接投資資産運用業法」의 적용을 받는다. 사모펀드 역시 신설된 「간접투자자산운용업법」 제144조의2, 3 및 4에 따라 적용을 받아야 한다.⁹²⁾ ‘사적으로, 비밀리에’ 모집한다는 뜻처럼 사모펀드가 되려면 실제 돈을

91) 「간접투자자산운용업법」 제2조(용어의 정의) 이 법에서 사용하는 용어의 정의는 다음과 같다.[개정 2004. 10. 5.][시행일 2004. 12. 5.]

1. “간접투자”라 함은 투자자로부터 자금 등을 모아서 다음 각목의 자산(이하 “자산”이라 한다)에 운용하고 그 결과를 투자자에게 귀속시키는 것을 말한다. 다만, 대통령령이 정하는 자가 행하는 간접투자는 간접투자자로 보지 아니한다.

가. 투자증권

나. 장내파생상품 또는 장외파생상품

다. 부동산

라. 실물자산

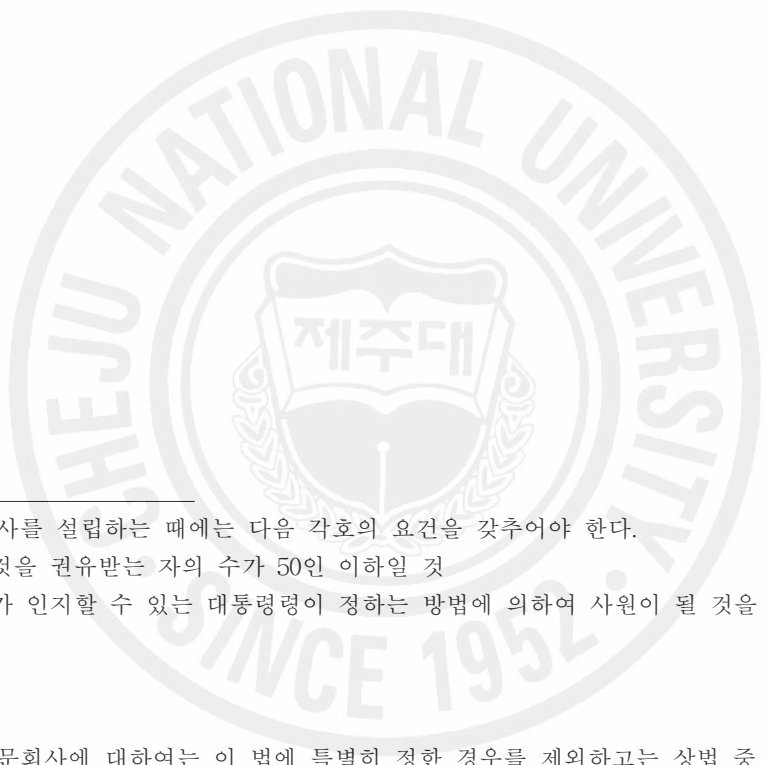
마. 그 밖에 대통령령이 정하는 것

2. “간접투자기구등”이라 함은 간접투자를 수행하기 위한 투자신탁과 투자회사(이하 “간접투자기구”라 한다) 및 투자전문회사를 말한다.

92) 「간접투자자산운용업법」 제144조의2(사모투자전문회사의 설립 등)

투자하는 투자자가 30인 이하여야 하고, 청약권유인을 포함한 투자자는 50인 미만이어야 하며, 공개적인 모집행위도 할 수 없다. 그러한 사모펀드에는 헤지펀드와 사모주식펀드(PEF)가 포함된다.

아래의 <표 1, 2>에서는 펀드의 종류에 따른 특성을 정리하고 펀드의 경영참여 범위를 알기 쉽게 제시하고 있다.

- 
- ① 투자전문회사를 설립하는 때에는 다음 각호의 요건을 갖추어야 한다.
1. 사원이 될 것을 권유받는 자의 수가 50인 이하일 것
 2. 불특정다수가 인지할 수 있는 대통령령이 정하는 방법에 의하여 사원이 될 것을 권유하지 아니할 것
 - ② 생략
 - ③ 생략
 - ④ 사모투자전문회사에 대하여는 이 법에 특별히 정한 경우를 제외하고는 상법 중 합자회사에 관한 규정을 적용한다. 다만, 상법 제198조·제217조제2항·제224조·제274조 및 제286조의 규정은 사모투자전문회사에 대하여 이를 적용하지 아니한다. [본조신설 2004. 10. 5.] [시행일 2004. 12. 5.]
- 제144조의3 (사원)
- ① 사모투자전문회사의 사원은 1인 이상의 무한책임사원과 1인 이상의 유한책임사원으로 하되, 사원의 총수는 30인 이하로 한다.
 - ② 제1항의 사원 총수를 계산함에 있어서 다른 간접투자기구등이 그 사모투자전문회사의 지분을 100분의 10 이상을 취득하는 경우에는 그 다른 간접투자기구등의 주주·수익자 또는 사원의 수를 합하여 계산하여야 한다. [본조신설 2004. 10. 5.] [시행일 2004. 12. 5.]
- 제144조의4 (사원의 출자)
- ① 사모투자전문회사 사원의 출자의 목적은 현금 또는 수표에 한한다. 다만, 객관적인 가치평가가 가능하고 사원의 이익을 해할 우려가 없는 경우로서 다른 모든 사원의 동의가 있는 때에는 유가증권으로 출자할 수 있다.
 - ② 유한책임사원의 최소출자가액은 100억원 이내에서 대통령령이 정하는 금액으로 한다.

을 정확히 정의하기는 매우 어렵다. 앞서 국제투자의 개념에서 살펴보았듯이 ‘투자’ 개념은 광범위하게 정의되고 있으며 외국인직접투자(FDI)와 간접투자라고 볼 수 있는 포트폴리오투자를 구분하는 것은 용이한 작업이 아니고 구분하는 기준도 국가마다 상이하다.

우리나라에서는 「外國人投資促進法」 제2조에서 ‘外國人投資의 定義’를 규정하고 있는데 이 규정이 외국인투자의 정의이면서 ‘단기투자자본’을 유추해 볼 수 있는 근거가 된다. 즉 정부가 외국인투자를 촉진하기 위하여 법으로 마련한 것이 바로 이 법이다. 따라서 단기투자자본을 보호하기 위하여 이 법을 제정하지는 않았다고 본다면 논리의 귀결상 이 규정에서 정의하고 있지 않은 외국인투자는 투기가 될 수도 있을 것이다. 이 규정에 따르면 ‘기업의 경영활동에 참여하는 등 법인이나 기업의 주식 또는 지분을 소유하는 것 그리고 만기 5년 이상의 차관’ 이라고 정의하고 있다. 여기에서 우리나라의 법이 ‘만기 5년 이상의 차관’을 외국인투자라고 정의하고 그러한 외국인투자를 보호하고자 한다면, 이 기준 이하의 투자는 ‘투자’라기 보다는 ‘투기’에 가까운 것이 아닌가 생각해 볼 수 있다. 물론 ‘5년’이라는 기준이 정확한 잣대로서 역할할 수 없겠지만 이 ‘5년’이라는 기준은 어느정도 투자와 투기, 장기와 단기라는 구분에 역할을 담당할 수 있으리라 본다.

그러나 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.

일반적으로 ‘장기투자’(long-term investment)에 대한 반대되는 개념을 ‘단기투기’(short-term speculation)라고 할 때, 단기투자자본은 다음과 같은 개념상 특징을 포함하는 것으로 볼 수 있을 것이다.

i) 私募 ; 앞서 설명한 대로 단기투자자본은 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 ; 단기투자자본은 대개의 경우 5년 미만, 경우에 따라서는 6개월 내지 1년의 초단기간 자금운용을 그 특징으로 한다.

iii) 目的性 ; 투자목적이나 성격에 따라 단기투자자본의 특징이 명확해 질 수 있다. 대체적으로 단기투자자본은 ‘단기간의 수익극대화를 목적’으로 하는 자본이라고

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

iv) 迂廻性 ; 단기투자자본은 실체를 숨기기 위하여 자금의 직접 유입보다는 간접적 유입방식을 선호한다. 또 자본이득의 과세회피를 위해서도 페이퍼컴퍼니를 통한 우회방식 투자를 선택하는 특징이 있다.

이상과 같은 점들이 단기투자자본을 특성지우는 주요한 내용을 이루고 있다. 이 논문에서는 위와 같은 특징을 내포하고, 국내에 진출한 외국자본으로서 고위험을 바탕으로 포트폴리오투자이익을 추구하는 외국인자본을 단기투자자본이라고 정의하고 그 중 대표적인 형태가 헤지펀드와 사모주식펀드로 나타나고 있으므로 이를 중심으로 단기투자자본에 관한 논의를 진행하고자 한다.

이때 단기투자자본인 헤지펀드와 사모주식펀드는 일반적인 펀드라고 할 수 있는 뮤추얼펀드(Mutual Fund)와는 구분된다. 헤지펀드와 사모주식펀드는 사모펀드의 특성상 뮤추얼펀드에 비해 일반적으로 ‘제한된 파트너십(limited partnerships)’을 갖는다. 또한 양 펀드가 갖는 파트너십은 넓은 투자수단의 자유를 갖는 대신에 마케팅(marketing)에 있어서 투자자의 제한을 갖고 있다는 것을 의미한다. 이에 비해 뮤추얼펀드는 광범위한 투자자 모집의 마케팅 자유를 갖는 대신에 투자수단에 있어서 자유롭지 못하다고 할 수 있다.⁹³⁾ 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 다르다.

2) 短期投機資本의 연혁

93) Robert A. Jaeger, *supra* note 7, p. 39 참조.

헤지펀드가 세계적으로 처음 주목받게 된 것은 1992년 조지 소로스(George Soros)가 운용하는 헤지펀드가 영국과운드에 대한 투기적인 공격을 하였던 때부터 라고 볼 수 있다.⁹⁴⁾ 이에 영국 중앙은행은 시장에 적극적으로 개입하여 국제 투기 펀드에 대항하였다. 그럼에도 불구하고 영국과운드는 평가절하하지 않을 수 없었고 결국 영국은 유럽통화체제로부터 탈퇴하게 되었다. 이때부터 유럽 중앙은행의 중요한 관심사항으로서 거시경제적 측면에서의 金融市場 安定性은 각 금융기관의 재무 상황과 위험에 중점을 두고 있는 감독당국의 가장 중요한 목표 중 하나가 되었다. 결국 그 이후부터 國際金融市場에서의 급격한 短期資本移動 및 이에 따른 外換危機 發生의 원인으로서 헤지펀드의 활동이 주목을 받기 시작하였다.

더욱 결정적으로 헤지펀드가 관심의 대상이 된 것은 멕시코위기, 아시아위기, 러시아위기 등⁹⁵⁾ 외환위기가 발생한 이후였다. 우리나라에서도 증권시장이나 채권가격의 급격한 변화가 발생할 때에도 헤지펀드들의 투기적 행위들이 그 주범으로 지목 받았다. 결국 헤지펀드의 규제에 냉담하였던 미국도 자국의 헤지펀드 중 하나인 LTCM의 투자손실의 여파가 금융시장 안정을 위협하자 비로소 헤지펀드 규제에 대한 논의를 시작하게 되었다.

미국이 헤지펀드의 규제 필요성을 처음 경각하게 된 당시의 상황을 보면, 월가 최고의 트레이더와 노벨 경제학상 수상자 등이 만든 미국의 대표적 헤지펀드 LTCM이 첨단적 과학적 투자기법으로 엄청난 고수익을 올리면서 각광을 받다가 잘못된 시장예측으로 일순간에 몰락하면서 시장에 큰 충격을 주자 그 동안 자본의 자유주의를 고수하던 미국 정부당국이 신속한 조치를 하지 않을 수 없게 된 것이다. LTCM으로 인해 펀드에 투자했던 대형은행들이 연쇄파산 위기에 몰렸으며 금융시장이 일대 혼란에 빠지게 되었기 때문이다. 미국 정부는 사태를 수습하기 위해 미국 역사상 이례적으로 36억달러의 公的資金을 투입하게 되었고 처음으로 헤지펀드에 대한 위협성을 깨닫게 되었다.

이러한 헤지펀드의 위협성은 여러 국가에서 제기되기 시작하였는데 영국의 파이낸셜 타임즈(Financial Times)는 “수익을 저하 등 헤지펀드 산업의 과열로 인한 부

94) Barry Eichengreen and Donald Mathieson, “Hedge Funds and Financial Markets : Implications for Policy”, *Hedge Funds and Financial Market Dynamics*, International Monetary Fund, Washington DC, May 1998, p. 15.

95) 실제로 1992년 ERM Crisis 이후 Bond Market Turbulence in 1994, The 1994-95 Mexican Crisis, The 1997 Crisis in Emerging Markets 등에서 헤지펀드가 큰 역할을 한 점이 주목받고 있다. 자세한 내용은 *ibid.*, pp. 16~17 참조.

작용이 이미 가시화되고 있다.”라고 경고하고 거품붕괴에 따라서는 제2의 LTCM 사태 가능성도 제기하였다.⁹⁶⁾ 사실상 세계경제의 불확실성이 높아지는 이유 가운데 하나가 헤지펀드의 수가 증가하는 데 있다고 보는 학자들도 있었다. 세계 최대 債券型 펀드인 핼코의 빌 그로스 최고투자책임자(CIO)는 “세계 경제전망이 30년만에 가장 불확실하며 ‘규제받지 않는 은행’처럼 활동하는 헤지펀드에 대해 규제를 강화해야 한다.”⁹⁷⁾고 주장하였다. 헤지펀드들이 차입금을 과도하게 빌려쓰고 있고 헤지펀드들의 수가 우후죽순처럼 늘어나면서 막대한 자금이 비슷한 투자전략에 따라 움직임으로 인해 헤지펀드의 최대 매력인 ‘高收益’의 기회가 점차 줄어들어 시장상황 악화에 따른 버블붕괴 등 금융시장 전반에 미칠 부작용에 대한 우려가 제기되었던 것이다.

3) 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.⁹⁸⁾ 이때 ‘소수의 투자자’는 엄격하게 자격요건의 주어지는데 적어도 유동자산 100만 달러 이상, 최근 2년 동안 20만 달러 이상의 매년 수익을 갖춘 자여야 한다. 또한 「Investment Company Act of 1940」 Section A3(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. 자세한 내용은 아래와 같다.⁹⁹⁾

96) Deborah Brewster and David Wells, “Assessing the amount of risk attached to the use of leverage and derivative is difficult.”, 『Financial Times』, London, Jul 28, 2004, p. 15.

97) 『朝鮮日報』, 2004. 6. 18, A11면 참조.

98) 이영우, 『헤지펀드 運用實態와 國別 換投機 事例分析』, 대외경제정책연구원, 1998, pp. 21~22. ; 현대경제연구소, 『글로벌헤지펀드의 最近 推移 및 國內投資展望』, 1998, pp. 1~5.

99) ‘소수의 투자자들’에 대한 자격요건을 「Investment Company Act of 1940」에 엄격하게 규정하고 있는데, 자세한 내용을 소개하면 아래와 같다. Robert A. Jaeger, *supra* note 7, ‘Chapter 12’, pp. 183~184 참조.

“Limited partnerships are designed to serve a small number of large investors. There are two

또한 헤지펀드는 투자활동에 있어서도 엄격한 규제가 가해진다. 미국의 경우, 「SEC Regulations」에 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. 레버리지에도 규제사항이 있으며 이것은 「SEC mutual fund regulations」가 아니라 「Federal Reserve Regulations」에 따라 엄격히 규제된다.¹⁰⁰⁾

헤지펀드는 일반투자자가 직접 증권에 투자하지 않고 전문가에게 맡겨 투자를 하는 투자신탁(investment trust, 미국에서는 mutual fund라고 함)의 일종이다. 일반투자신탁은 영국에서 시작되어 200년이 넘는 역사를 가지고 있지만 일종의 투자신탁인 헤지펀드는 그 역사가 짧아 아직 50년이 채 되지 않는다. ‘안전한 자산관리’라는 뜻을 가지고 있는 ‘헤지’(hedge)라는 용어는 원래 농업분야에서 만들어졌다. 농작물이나 가축의 수확기의 가격 변동을 없애기 위해 그들은 현재의 가격으로 고정시켜서 위험을 회피시켰기 때문에 농부들이 최초로 헤지를 행한 사람(Hedger)이다.

헤지펀드의 효시는 알프레드 존스(Alfred Winslow Jones)가 만든 존스 헤지펀드(Jones Hedge Fund)로 알려져 있다.¹⁰¹⁾ 존스는 1930년대 후반에 콜롬비아 대학에서 박사학위를 받은 학구적 인물이었다. 그는 포춘(Fortune)지 편집장으로 근무하면서 자본시장에 대한 흥미를 키워나갔다. 1949년 그는 투자 파트너쉽, A. W. Jones & Co.를 설립하였는데 이것이 최초의 헤지펀드로 인정되고 있다. 그의 펀드는 1970년

main types of private investment partnerships, defined by two different sections of the Investment Company Act of 1940 : Section 3(c)(1) and Section 3(c)(7). A 3(c)(1) fund can accept no more than 100 limited partners, and it cannot conduct a public offering of its interest. As a practical matter, this means that a 3(c)(1) fund and may offer its interests only to “accredited investors” as defined in Regulation D of the Securities Act of 1933. An individual accredited investor generally must have at least \$1 million in liquid net worth, of and annual income of at least \$200,000 for the past two years. An institution must have \$5 million in assets. A 3(c)(7) fund can accept up to 500 investors, each of whom must be a “qualified purchaser.” Becoming a qualified purchaser is tougher than becoming an accredited investor. The individual investor must have at least \$5 million in investable assets, and the institutional investor must have at least \$25 million in investable assets.”

100) *Ibid.*, pp. 184~185 참조.

101) Bankim Chadha and Anne Jansen, “The Hedge Fund Industry: Structure, Size, and Performance” , *Hedge Fund and Fincial Market Dynamic*, IMF, Washington DC, May 1998, p. 27. Stuart A. McCrary, *supra* note 5, p. 1 참조.

대 초반까지 오랜기간 계속되면서 성공적인 투자성과를 이루었다.¹⁰²⁾

그의 펀드의 전략은 그 당시에도 개별적으로 유행하던 두 가지 방법을 결합하여 헤지펀드의 독특한 특성을 조합하였는데, 그것은 가격의 하락을 예상하여 현재에 보유하고 있지 않지만 미래 시장에서 매입하여 인도하는 조건의 空賣와 자기의 자본만을 투자하는 것이 아니라 자금을 차입하여 투자규모를 몇 배로 늘리는 ‘借入投資(leveraging)’를 결합한 것이다. 주식투자에는 개별주식에 독특한 개별주식위험과 시장의 흐름에 의해서 영향을 받는 시장위험이 있을 수 있는데, 존스는 가격이 상승할 것으로 생각되는 주식에 대한 매입포지션(long position)을 취함과 동시에 동일한 산업에 속하는 주식에 공매포지션(short position)을 취함으로써 시장위험을 헤지(hedge)시켰으며 이러한 성격 때문에 ‘헤지펀드’라고 불리게 되었다. 따라서 헤지펀드는 市場危險을 피하면서 가격이 오를 것으로 생각되는 개별주식 선택에 대한 효과를 늘리기 위하여 개인의 자금도 차입하여 투자효과를 늘였다. 결국 高度의 流動性으로 자산배분 및 정보의 효율성을 제고하여 최고의 수익을 추구하였다. 또한 불특정 다수를 대상으로 하는 일반적인 투자신탁은 투자자들의 이익을 보호 하기 위하여 법률로서 투자신탁의 투자행위에 대한 많은 제약이 가해지고 있었는데 이를 안 존스는 이러한 제약을 회피하기 위하여 헤지펀드를 일반공모 하지않고 ‘한정(100인 이내)된’ 투자자들에게만 매각하였다.

존스 헤지펀드는 미국에서 설립되었으나 최근들어 헤지펀드에 따라서는 규제가 심한 미국을 떠나 캐리비안 해역의 네덜란드령 안티에스(Antilles), 케이먼 아일랜드(Cayman Islands), 영국령 버진 아일랜드(British Virgin Island) 등의 소국가 지역이나 국가내의 지역으로 말레이시아의 라부안섬 같은 租稅避難處(tax haven)¹⁰³⁾에

102) Robert A. Jaeger, *supra* note 7, pp. 27~28 참조.

103) 租稅避難處는 법인의 실제 발생소득의 전부 또는 상당 부분에 대하여 租稅를 부과하지 않거나, 그 법인의 부담세액이 실제 발생소득의 15/100 이하인 국가나 지역을 말한다. 즉 法人稅·個人所得稅에 대해 전혀 源泉徵收를 하지 않거나, 課稅를 하더라도 아주 낮은 세금을 적용함으로써 세제상의 특혜를 부여하는 장소를 가리킨다. 租稅避難處는 稅制上의 우대뿐 아니라 外國換管理法·會社法 등의 규제가 적고, 기업 경영상의 장애요인이 거의 없음은 물론, 모든 금융거래의 匿名性이 철저히 보장되기 때문에 탈세와 돈세탁용 자금 거래의 온상이 되기도 한다. 대표적인 조세피난처는 바하마·버뮤다제도 등 카리브해 연안과 중남미에 집중되어 있으며, 이곳에서는 法人稅 등이 완전 면제된다. 보통 완전 租稅回避 無稅地域인 텍스파라다이스(tax paradise), 國外所得 免稅國인 텍스셸터(tax shelter), 특정 法人 또는 事業所得 免稅國인 텍스리조트(tax resort) 등 세가지로 분류된다. 한국이 1997년 외환위기를 맞은 데는 조세피난처를 통한 자금거래도 커다란 요인으로 작용했다고 전문가들은 지적한다. 한국의 경우, 말레이시아의 라부안섬이 주요 조세피난처로 이용되고 있다. 강경숙, “조세피난처 진출법인에 대한 과세정책”, 『조세연구』 제2권, 2002, pp. 4~6 참조.

설립하는 경우가 늘고 있으며, 미국내에서 설립되는 헤지펀드와 그 숫자가 비슷하게 되고 있다. 이때 조세피난처에 설립되었을 때는 미국의 투자자들은 주주가 될 수가 없다.

한편, 사모주식펀드(PEF)는 헤지펀드와는 달리 장내보다는 장외에서 주식을 매입하고 경영권에 관여하여 주식가치를 높인 후 매각하여 차익을 얻는 것을 주 목적으로 한다. 우리나라에서는 금융기관 및 기업들의 효율적인 경영과 구조조정을 촉진하고 투자를 활성화시키기 위해 PEF의 도입을 주요 내용으로 개정된 「間接投資資産運用業法」¹⁰⁴⁾이 2004년 12월 6일부터 시행되었고, 국내에서의 사모펀드는 1998년 도입되어 시장이 형성되고 투자자들의 관심도 고조되었으나 외환위기 이후의 구조조정 과정에서 정부가 주도하여 펀드를 조성함에 따라 민간 주도의 펀드 조성은 활발하지 못하였다. 우리나라의 사모펀드는 「간접투자자산운용업법」에서 정한 조건을 충족시키는 사모펀드와 그 이외의 별도 법에 근거한 사모펀드로 구분된다. 「간접투자자산운용업법」에 의한 사모펀드에는 사모주식투자전문회사(위에서 설명한 PEF에 해당)와 사모방식으로 모집된 투자신탁, 투자회사, 기업구조조정증권투자회사, 기업인수증권투자회사(사모M&A펀드)가 있고 별도 근거법에 의한 사모펀드에는 기업구조조정전문회사, 기업구조조정투자회사, 창업투자회사 등이 있다.¹⁰⁵⁾

따라서 사모펀드의 종류 중의 하나인 PEF는 「간접투자자산운용업법」 적용을 받으며 합자회사의 형태로 주로 기업인수합병, 기업지배, 임원선임 등 특수목적을 달성하기 위해 설립되고 운용되는 펀드이다. 또한 PEF는 제한된 투자목적의 수행해야 하며 이에 따라 운용방식도 일반펀드와는 다른 제약을 받는다. 실제 PEF는 다른 회사 주식을 10%이상 보유, 투자대상 기업에 지배력 행사, 6개월 이내에 주식투자, 임원선임 등의 목적에 따라 운용방식이 결정된다.

이러한 PEF는 투자전략에 따라 기업인수펀드(buyout fund), 기업지배구조펀드(corporate governance fund), 부실자산매입펀드(vulture fund), 벤처펀드(venture capital) 등으로 구분할 수 있다.¹⁰⁶⁾

기업인수펀드는 구조조정을 통한 가치증대가 예상되는 기업의 경영권을 인수하고

104) 앞의 각주 「간접투자자산운용업법」 제144조의2, 3 및 4 참조.

105) 이우식, “사모펀드 현황과 시사점”, 『CEO Focus』 제145호, 2004. 11, pp. 1~2.

106) 김형태, “Private Equity fund의 활성화 방안 - 기업인수사모펀드(Buyout Fund)를 중심으로-”, 『2004년 한국금융학회·예금보험공사 주최 동계금융심포지엄 발표자료』, 한국증권연구원, 2004. 2. 24, pp. 3~7.

구조조정을 거쳐 전략적 투자자에게 매각하거나 거래소에 상장시켜 투자이익을 취득하는 펀드로서 투자기간은 통상 3~10년인데, 여기에는 칼라일(The Carlyle Group), Blackstone, KKR(Kohlberg Kravis Roberts), 뉴브리지캐피탈(Newbridge Capital) 등이 대표적이며 사모주식펀드의 60% 이상을 차지하고 있다. PEF 중 비중이 가장 큰 것은 기업인수펀드이며 2001년 이후 IT산업의 거품이 걷히면서 벤처자본의 투자기회가 축소되어 PEF 중에서 기업인수펀드의 비중이 더욱 커지고 있다.¹⁰⁷⁾

기업구조조정펀드는 경영권 인수보다는 일정 지분 취득 후 기업에 지배구조 개선을 요구하고 이를 통해 기업가치를 높인 후 장내에서 지분을 되팔아 투자이익을 취득하는 펀드로서 SK(주)와 경영권 분쟁을 일으켰던 소버린(Sovereign Asset Management)이 이러한 유형의 펀드로 알려져 있다.

부실자산매입펀드는 부실자산을 저가에 매입하여 상황이 호전된 후 고가에 되팔아 투자이익을 취득하는 펀드이다. 미국의 벌처펀드(vulture fund)¹⁰⁸⁾는 「파산법」 제 11장(우리나라의 법정관리와 유사)에 따라 파산 등을 신청한 부실기업의 유가증권과 부동산에 주로 투자하는데 부실자산 취급에 따른 위험이 큰 만큼 투기성이 강하며, 외환은행 인수로 우리에게 잘 알려진 론스타(Lone Star)가 이에 해당한다.¹⁰⁹⁾ 벤처펀드는 우리나라의 창업투자회사와 비슷한 펀드로 고도의 기술력과 잠재성이 있는 기업에 대해 창업시(또는 IPO¹¹⁰⁾ 이전 단계)부터 지분투자자로 참여하여 IPO 등으로 투자이익을 취득한다. IT 거품이 사라진 이후 크게 위축되었고 최근들어 부실해진 IT 기업을 대상으로 한 기업인수펀드가 확대되고 있는 추세이다. 이러한 사모주식펀드의 투자자금 회수방식(exit strategy)은 펀드의 성격에 따라 다른데, 전략적 투자자(strategic investor)에 대한 매각, IPO, 차입자본재구축(leveraged recapitalization)¹¹¹⁾ 등이 있다.

107) 이우식, *supra* 주) 105, p. 3 참조.

108) 벌처(vulture)란 破産한 기업이나 資金難에 부딪쳐 경영 위기에 처한 기업을 싼값에 인수해 경영을 正常化시킨 후 비싼 값으로 되팔아 短期間에 고수익을 올리는 자금으로 고위험 고수익을 특징으로 한다. 벌처(vulture)란 ‘대머리독수리’를 뜻하는 말로 썩은 고기를 먹고 사는 독수리의 습성에 비유하여 붙여진 이름이다. 독수리가 썩은 고기를 먹는 것처럼 부실기업이나 정크본드를 주요 투자대상으로 하기 때문이다.

109) 기업인수펀드와 부실자산매입펀드의 차이점은 후자의 경우 부실기업을 주 대상으로 하는데 반해, 전자는 투자대상에 제한이 없다는 점이다. 김형태, *supra* 주) 106, pp. 6~7 참조.

110) IPO란 Initial Public Offering의 약자로, 주식공개상장을 의미한다.

111) 차입자본재구축(leveraged recapitalization)은 소유기업의 명의로 차입하고 고율배당을 하게 하거나 사모주식펀드의 지분을 매입하도록 하여 투자자금을 회수하는 방식을 말한다.

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.¹¹²⁾ 따라서 사모주식펀드는 구조조정시장의 성격상 고위험·고수익을 추구할 수밖에 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, 선진경영기법 전수 등의 순기능 역할도 하나, 투자기간이 3~10년 정도로 비교적 단기이기 때문에 투자자금의 조기회수를 위한 무리한 구조조정 등으로 여러 가지 부작용을 발생시키기도 한다.

2. 유형

1) 헤지펀드의 종류

1990년대 들어 세계 헤지펀드 시장은 꾸준히 성장하였다. 국제적 헤지펀드 조사기관 (Van Hedge Fund Advisors International)에 따르면 2004년 발표자료에서 헤지펀드의 규모를 2003년 말 현재 헤지펀드 전체 숫자를 8,100 여개로 추정하고, 자산규모는 약 8,200억 달러에 이르는 것으로 추정하고 있다.¹¹³⁾ 이러한 헤지펀드의 자산규모는 1990년(약 200억 달러)에 비해 40배 이상 증가한 수준으로 전 세계 금융자산의 2%를 차지하고 있다. 이 가운데 미국의 헤지펀드 수 및 규모가 각각 세계 전체의 60%와 50%로서 압도적인 비중을 차지하고 있다.¹¹⁴⁾

헤지펀드로의 자금유입이 지속되고 있는 이유는 국제금융시장의 변동성이 크게 확대되고 있음에도 불구하고 헤지펀드는 고도의 리스크 관리기법을 동원하여 상대적으로 높은 수익률을 시현하고 있기 때문이다. 헤지펀드의 수익률은 1999년 39.5%

112) 김형태, *supra* 주) 106, p. 3 참조.

113) Stuart A. McCrary, *supra* note 5, pp. 8~9. 'FIGURE 1.1, FIGURE 1.2' 참조.

Source : 2004 by Van Hedge Fund Advisors International, Nashville, TN, USA.

114) 전승철외, *supra* 주) 3, p. 7 참조.

로 최고 수준에 이른 후 하락세를 보여 2002년에는 0.2%로 낮아졌으나 2004년에는 다시 17.6%의 높은 수준을 기록하였다. 향후에도 헤지펀드의 성장세는 지속될 것으로 전망된다. 2004년 6월에 개최된 Global Alternative Investment Forum에 참가한 전문가들 중 1/3 이상이 향후 5년 이내에 헤지펀드 자산규모가 세계금융자산의 5~7%에 이를 것으로 예상했으며, 특히 미국의 연기금이나 유럽의 생명보험사 등은 수익률 제고를 위해 헤지펀드에 대한 투자를 늘리고 있는 추세이다. 그러나 일각에서는 헤지펀드로 너무 많은 자금이 유입됨에 따라 헤지펀드의 버블을 우려하고 있다. 115)

현재 시점에서 헤지펀드의 수와 그들의 투자자산 규모를 정확하게 알 수는 없다. 그 이유는 헤지펀드는 公募가 아니라 ‘私募方式’에 의해 한정된 숫자의 부유한 기관만을 대상으로 하기 때문에 설립이나 운영현황에 대한 보고의무가 없기 때문이다. 다만 몇 회사들이 상업적인 목적으로 헤지펀드들의 자발적인 신고에 의해 헤지펀드 자산에 대한 자료를 발표하고 있으나 대상회사의 범위나 자료의 透明性 차이로 인해 혼란이 많다고 할 수 있다.

존스가 1949년 헤지펀드를 처음 설립한 후 헤지펀드는 投資對象과 投資戰略에 있어 많은 변천을 해 왔고 다양한 전략을 수립하게 되었다. 그 최종목적은 ‘高收益達成’이었기 때문에 상황에 맞는 투자전략은 지속적으로 발전해 왔던 것이다.¹¹⁶⁾ 최근 헤지펀드에 대한 관심은 외환위기 때 투기적 공격을 하는 거시펀드에 집중되어 있으나 이는 수많은 형태의 헤지펀드 중 하나에 지나지 않으며, 또한 모든 헤지펀드가 거시펀드와 같은 투자행동을 하는 것은 아니다.

다양한 투자전략을 택하고 있는 헤지펀드를 체계적으로 분류하는 것이 쉬운 일이 아니나 매니지드 어카운트 리포트(Managed Account Report Inc.)는 헤지펀드를 투자전략 및 투자대상에 따라 다음과 같은 8가지 형태로 분류하고 있다.

i) 거시펀드(macro fund) - 세계적인 경제상황의 변화가 특정국가의 환율, 주가, 이자율에 미치는 영향을 분석하여 급격한 변화가 예상되면 집중적인 매입이나 공매를 하는 헤지펀드로 수적으로는 61개에 불과하여 전체의 6% 정도 밖에 되지 않으나 운용자산은 300억 달러 정도로 전체의 30%나 되는 등 단위펀드의 규모가 큰 것이 특징이다. 다른 형태의 헤지펀드와는 달리 규제가 심한 미국보다 네덜란드 안티

115) *Ibid.*, p. 8 참조.

116) Laura Kodres, “Effects of Hedge Fund’s Strategies on Price Dynamics”, *Hedge Funds and Financial Market Dynamics*, IMF, Washington DC, May 1998, pp. 55~58.

에스(Antilles)등 租稅避難處에 설립하는 경우가 지배적이어서 61개중 38개가 조세 피난처에 설립되어 있다. 투기적 공격이 성공할 경우 수익율이 높아 세간의 주목을 많이 받고 있으며 또한 투자전략이 해당 국가의 巨視變數에 미치는 영향이 커서 비난의 대상이 되기도 한다.

ii) 글로벌펀드(global fund) - 신흥국가들이나 특정 해외 지역에 집중 투자하는 헤지펀드이다. 거시펀드와 마찬가지로 해외투자에 집중하고 있으나 거시변수의 움직임에 초점을 두는 거시펀드와는 달리 개별주식의 가격변화에 초점을 두는 차이가 있다. 따라서 거시펀드와는 달리 지수나 지수관련 파생금융상품에 투자하는 경우가 드물다. 97년말 시점 글로벌 펀드의 수는 404개나 되어 가장 숫자가 많으나 단위당 규모가 크지 않아 운용자산의 총 규모는 거시펀드와 비슷한 300억 달러 수준이다.

iii) 市場中立的 펀드(market neutral fund) - 시장중립적 펀드는 매입포지션과 공매포지션을 동시에 취함으로써 시장위험을 회피하는 헤지펀드이며 존스가 처음으로 설립한 전통적인 헤지펀드에 가장 가까운 형태이다. 다만 현재에는 투자대상을 주식에만 한정하지 않고 채권이나 파생금융상품으로 확대하고 있다. 주가지수와 주식현물과의 차익거래나 만기에 따른 채권 장단기 수익률의 차이에서 차익거래를 하는 펀드도 이에 포함된다. 시장중립적 펀드는 위험이 적은 대신 투자수익율면에서 시장지수를 하회하는 경우가 대부분이다. 다만 위험이 적기 때문에 차입투자의 비율이 여타 헤지펀드보다 월등하게 높은 것이 특징이다. 97년 말 시장중립적 펀드의 숫자는 201개이며 운영자산규모는 179억 달러 정도로 추정되고 있다.

iv) 事件中心 펀드(event driven fund) - 합병 및 매수 등 특별한 사건을 예상하며 투자를 하는 펀드를 지칭한다. 경우에 따라서는 합병 및 매수의 합병기업과 피합병기업의 주식을 동시에 매입함으로써 위험을 회피하기도 한다. 97년말 사건중심펀드의 숫자는 120개이며 운용자산은 86억 달러 정도로 추정되고 있다.

v) 特定資産 펀드(sectoral hedge funds) - 의료산업, 금융산업, 음식료산업, 통신산업, 지하자원산업, 에너지 산업등 특정한 산업에만 투자하는 헤지펀드이다. 97년말 40개가 운영되고 있었으며 운용자산의 규모는 17억 달러 정도로 추정된다.

vi) 買入專用 펀드(long only fund) - 전통적인 투자신탁과 차이가 없으나 단지 투자자의 구성이나 운용자의 보수지급 형태가 헤지펀드의 특징을 가지고 있다. 97년말 15개가 운영되고 있었으며 운용자산의 규모는 4억 달러를 넘지 못하고 있다.

vii) 空賣專用 펀드(dedicated short sales) - 가격이 과대평가되어 있다고 판단되는 주식에만 집중적으로 투자하는 헤지펀드이다. 공매전용 펀드는 그 자체의 매력보다는 전통적인 투자신탁이나 또는 매입전용 펀드들이 위험을 분산하기 위하여 투자하는 경우가 많다. 12개가 97년말 운영되고 있었으며 투자자산의 규모는 5억 달러를 겨우 넘는 것으로 추정되고 있다.

viii) 펀드의 펀드(fund of fund) - 독자적인 투자전략을 가지는 것이 아니라 헤지펀드에만 투자를 하는 펀드이다. 차입투자를 하는 경우도 있으므로 지렛대 효과가 훨씬 커질 가능성이 있다. 숫자로 무려 262개나 되며 운용자산의 규모도 197억 달러나 된다.

위에서 본 바와 같이 헤지펀드라고 하더라도 그 투자전략 및 대상에 차이가 많고 실제로 특정 국가에 대한 투기적 공격을 하는 헤지펀드는 거시펀드가 주를 이루며 거시펀드 중에서도 줄리안 로버트슨(Julien Robertson)이 운용하는 타이거 펀드(Tiger Fund) 및 재규어 펀드(Jaguar Fund)와 조지 소로스가 운용하는 퀀텀펀드(Quantum Fund)가 제일 널리 알려져 있다.

2) 헤지펀드의 투자전략

헤지펀드의 투자전략을 보면, 거시펀드는 대개 하향식 투자전략을 택하고 있다.¹¹⁷⁾ 거시펀드는 많은 수의 나라를 대상으로 현재 대상국가가 경제순환에서 어느 단계에 있는가를 분석하고 미래의 환율, 주가, 이자율이 어떻게 변할 것인가에 관심을 집중한다. 그들은 거시경제적 불균형을 감지하고 시장의 심리가 어떻게 변하는가를 주목한다. 헤지펀드는 경제적 기초여건에 반응하여 위기를 촉발하는 메카니즘을 가지고 있는 것이다.¹¹⁸⁾

주목할 것은 특정국가의 市場心理 變化를 예측할 때 무엇보다도 그 나라의 금융기관 및 일반기업의 심리상태를 중시한다는 사실이다. 현지 기업들이 자국의 경제에 대한 자신감을 상실한 것을 감지한 후에야 거시펀드들은 그 나라를 공격대상으로 삼는다.

환율에 대한 공격을 할 때 주된 대상이 되는 나라는 경제여건과는 괴리가 있는

117) Stuart A. McCrary, *supra* note 5, pp. 59~71, 175~191, '헤지펀드의 투자전략 및 리스크 매니지먼트' 참조.

118) Barry Eichengreen and Donald Mathieson, *supra* note 94, pp. 8~11 참조.

상태에서 달러와의 환율을 무리하게 연계시키고 있는 나라이다. 경제수지 누적 규모가 큰 국가, 높은 실업률을 안고 있는 국가가 이에 해당된다. 거시펀드는 또한 해당국 은행들의 건전성에도 많은 관심을 기울인다. 최근 대출이 지나치게 신장되었다든지 또는 은행들이나 기업들이 지나치게 큰 환위험에 노출되어 있을 경우 위험 신호로 받아들인다. 거시펀드가 특정국가를 공격할 때 사용하는 금융수단은 ‘先物換’¹¹⁹⁾ 및 ‘풋 옵션(put option)’¹²⁰⁾이다. 투기적 공격에서 현물환시장보다 선물환 시장을 선호하는 것은 선물환거래가 지렛대 효과가 크기 때문이다. 따라서 이 지렛대 효과를 이용하여 환 및 금리옵션 등 파생상품에 더욱 주력한다. 그러나 실제로는 헤지펀드가 체결하는 거래의 규모가 커서 투자위험이 크기 때문에 은행은 선물거래와 비슷하게 계약 체결시 5%정도의 증거금도 요구하며 또한 일일정산에 의해 매일 손익을 정산하는 경우가 많다.

따라서 환율이 하락할 것으로 예상하고 선물환거래를 하였다가 실제로 기대만큼 환율이 하락하지 않거나 반대로 상승할 경우 헤지펀드들은 일일정산에 의한 손익계산을 할 수 있는 자금을 준비해 두어야 한다. 다만 선물환계약은 선물거래와는 달리 쌍방이 합의하는 경우 만기가 되더라도 그 시점에서의 이자율 차이를 기준으로 계약을 연기할 수 있다. 환율이 하락할 것으로 예상될 때, 헤지펀드는 통화 풋 옵션을 매입하기도 한다. 풋 옵션은 일정한 환율에 통화를 매각할 수 있는 권리를 가지나 의무는 없는 계약이어서 특정한 환율에 무조건 통화를 매각해야만 하는 선물환매각계약보다는 위험이 적다고 하겠다. 이처럼 외환시장의 결제위험과 내재된 위험을 회피하는 리스크관리가 헤지펀드의 생명이 된다.¹²¹⁾

그러나 선물환 계약과는 달리 풋 옵션을 매입하기 위해서는 프리미엄을 계약시점에 지불하여야 한다는 부담이 있다. 실제로 풋 옵션의 買入은 만기까지 가서 그 당시 환율이 풋 옵션의 행사가격보다 더 하락할 것으로 판단되었을 때 매입하는 것이 타당하나 실제로는 옵션가격에 내재되어 있는 ‘內在變動性(implied volatility)’의 변

119) 선물환(Forward Exchange)은 장래의 일정기일 또는 일정기간 내에 일정액의 외국환을 일정한 환시세로 매매할 것을 미리 약속한 외국환을 말한다. 이것은 외화재산의 보유에 따른 환위험을 피하기 위한 헤지(hedge)거래나 순전한 투기거래에서도 이용된다. 선물환 거래에 사용되는 환시세를 선물환시세 또는 선물시세라고 한다.

120) 풋옵션이란 장래의 일정한 기간내 혹은 일정기일에 일정한 상품(주식, 채권, 금리, 통화 등)을 일정한 가격으로 일정한 수량을 매각할 권리를 말한다. 한국증권업협회, *supra* 주) 4, pp. 260~262 참조.

121) Stuart A. McCrary, *supra* note 5, pp. 175~176 참조.

화에 더 많은 관심을 둔다.

헤지펀드는 고위험/고수익을 추구하는 성향이 두드러지고, 이 때문에 금융자산 뿐만 아니라 실물자산에도 투자하는 등 투자대상을 가리지 않는다. 문제가 된 LTCM 이나 퀀텀펀드와 같이 매크로 펀드로 분류되는 것들은 주로 각국 금융시장의 價格變動(환율, 금리 등)이나 금융상품간 ‘價格破壞’를 노린다. 이익을 극대화하기 위해 수십배의 레버리지를 동원하는 것은 보통이다. 따라서 효율적인 운영리스크 관리가 필요하며 언제나 헤지펀드는 포트폴리오 방식 등 다양한 기법을 동원한다. 레버리지에 의해 투자액이 원금의 수십배에 이르기 때문에 보유자본에 특정통화를 사들이거나 팔 경우 중앙은행이 자국통화의 가치를 방어하기 위해 외환시장에 개입하더라도 환공격을 방어하기가 어렵다.

3) 헤지펀드와 뮤추얼펀드의 차이점

헤지펀드는 超短期的 移動性이 있다. 즉 情報力이나 機動性이 뛰어난 헤지펀드는 다른 일반 투자자본보다 빠르게 움직인다. IMF보고서에 의하면 실제로 거래되는 외환거래의 95%는 실수요보다는 투기적 거래라고 보고하고 있다.¹²²⁾ 아래의 <표>에서처럼 최근 우리나라에도 도입된 뮤추얼펀드와의 비교를 통해 헤지펀드의 성격을 잘 이해할 수 있다.

<표 3> 헤지펀드와 뮤추얼펀드의 주요 차이점

구 분	헤지펀드	뮤추얼펀드
투자자 모집방식	사모형식	공모형식
투자자보호장치	완화(별로 없음)	엄격
자기자금출자	가능	불가
정보공개여부	비공개(제한적)	공개
펀드의 투자수익 평가	절대적인 평가	상대적인 평가
투자대상 및 방법에 대한 규제	적은 규제(암묵적 규제)	비교적 많은 규제
펀드 운영자에 대한 보수	투자성과 반영 높음	운영규모 반영 높음
하락 장세에서의 위험 회피	다양한 방법으로 관리	제한적인 대응
예상되는 투자 수익	장세방향에 의존 안함	장세 방향에 의존

122) Stuart A. McCrary, *supra* note 5, pp. 59~60 참조.

자료 : Sunil Sharma, “Regulation of Hedge Funds” , *Hedge Funds and Financial Market Dynamics*, IMF, Washington DC, May 1998, p. 63.
 <표>를 재구성한 것임.

미국의 뮤추얼펀드(mutual fund)는 도입초기에 閉鎖型펀드(closed-end fund)¹²³⁾가 주를 이루었으나 1929년 대공황으로 대부분 도산하고, 1940년 「投資會社法」이 제정된 이후 開放型(open-end)·管理型펀드(managed type fund)를 중심으로 발전하여 왔다. 개방형의 경우 뮤추얼펀드의 주식 발행과 매매가 지속적으로 이루어지고 시세에 따라 주식의 환매가 자유롭게 이루어지기 때문에 여타 폐쇄형 뮤추얼펀드나 單位信託(unit trust)¹²⁴⁾에 비해 유동성이 매우 높다. 반면 폐쇄형 뮤추얼펀드는 주식의 환매가 이루어지지 않으며, 단위신탁 또한 위탁자와 투자회사간의 계약에 따라 還買條件附債券(repurchase agreements)¹²⁵⁾만이 발행된다.

이러한 미국의 뮤추얼펀드는 투자대상이 되는 금융자산에 따라 크게 短期金融商品型 뮤추얼펀드(money market fund : 이하 “MMF”)¹²⁶⁾, 株式型 뮤추얼펀드(equity fund), 債券型 뮤추얼펀드 등으로 나눌 수 있다. 미국의 뮤추얼펀드 산업은 단기금융상품형 뮤추얼펀드로의 자금유입 급증과 주식시장의 호황에 힘입어 1980년부터 1997년까지 年평균 20% 이상의 고성장을 지속하였는데 미국 뮤추얼펀드의 급성장은 크게 단기금융상품형 뮤추얼펀드의 탄생과 성장, 1980년 이후 연기금 자금의 대량유입 등에 힘입어 투자신탁시장의 호황을 배경으로 하고 있다. 단기 공사채투자신탁인 MMF는 安全性, 收益性, 流動性을 겸비한 市場金利商品으로서 특히 1980

123) 개방형과 폐쇄형을 구분하는 기준은 환매의 가능여부에 따라 구분된다. 개방형 펀드는 추가입금(설정) 여부와 관계없이 환매가 가능한 펀드를 말하고, 폐쇄형 펀드는 환매가 원칙적으로 인정되지 않는 펀드를 말한다. 즉 특별한 사유시에만 환매가 가능하다. 따라서 일반적으로 폐쇄형 펀드는 상장을 시켜서 환금성을 부여한다. 한국증권업협회, 『금융자산관리사 V』, 2004. 8, p. 142.

124) 단위신탁은 불특정다수의 저축자(투자자)로부터 자금을 흡수, 이를 단일자금화하여 전문적인 투자 관리자에게 위임하는 제도로서 우리나라의 증권투자 신탁 제도와 비슷하다. 1930년대 미국형 투자신탁제도가 영국으로 도입되면서 종래의 투자신탁회사와 구별하여 붙여진 명칭으로 이 제도의 가장 중요한 특징은 수탁회사(주로 유명한 회사 또는 보험회사)를 별도로 지정하여 자금 및 투자자권을 엄격하고 공정하게 관리한다는 것이다.

125) 환매조건부채권이란 금융기관이 일정 기간 후 확정금리를 보태어 되사는 조건으로 발행하는 채권으로 경과 기간에 따른 확정이자를 지급하는 채권이다. 일명 RP라고도 한다. 한국증권업협회, *supra* 주) 123, p. 242 참조.

126) MMF(Money Market Fund)는 순수채권형 투자신탁 상품으로 입출금이 자유로운 금융상품을 말한다. *Ibid.*, pp. 219~220 참조.

년~1991년 말까지 은행예금으로부터 대량의 자금이동을 초래하였으며, 개인퇴직연금(Individual Retirement Account : IRA)등 個人年金과 확정각출형연금 등 企業年金은 뮤추얼펀드 구입시 손비인정 등 세제혜택을 받을 수 있고, 뮤추얼펀드가 여타 금융상품에 비해 수익성이 높아 이에 대한 투자가 급격하게 확대되었다. 특히 稅制減免의 혜택이 주어지는 개인퇴직연금에서 뮤추얼펀드로의 자금유입이 계속되고 있으며, 최근에는 급속하게 성장하고 있는 확정각출형연금이 전체자산의 약 30%를 뮤추얼펀드에 투자하고 있다.

이러한 뮤추얼펀드의 규제를 위하여 미국의 금융당국은 자금남용을 방지하고 주권인 소액투자자들의 이익을 최대한 보장하는 방향으로 뮤추얼펀드가 운용될 수 있도록 「投資會社法」, 「證券法」, 「證券去來法」 등을 통해 이를 규제하고 있다.

한편 헤지펀드는 단기·공격적인 투자로 높은 레버리지를 유지하기 때문에 예기치 못한 충격이 나타날 경우 금융시장의 불안이 증폭될 수 있다. 특히 경제구조가 취약한 국가에서 시장가격의 움직임을 왜곡시킬 수 있다. 또한 헤지펀드의 투자포지션을 다른 금융기관이 추종할 경우 헤지펀드의 환투기 공격대상이 되는 국가에서 금융위기가 발생할 수 있다. 투기 자체는 ‘제로섬 게임(zero-sum game)’¹²⁷⁾이기 때문에 이익을 얻는 쪽이 있으면 반드시 손해를 보는 쪽이 존재한다. 예를 들어 헤지펀드가 이익을 얻으면 공격을 받은 해당국가가 손해를 보고 해당국가가 공격방어에 성공한다 해도 헤지펀드와 그에 대출해준 금융기관이 막대한 손해를 보게 된다.

영국의 파이낸셜 타임즈(FT)에 따르면, 헤지펀드가 부실채권, 선물, 정크본드, 대출 파생상품 등 新種 金融商品 투자를 크게 늘리고 있고 정통적 투자대상인 주식이나 채권보다 이들 시장에서 더욱 영향력을 높이고 있다고 보도하고 있다.¹²⁸⁾ 또한 투자자문사인 그린위치 어소시에이츠(Greenwich Associates)에 따르면 헤지펀드는 미국 부실채권 거래량의 82%, 정크본드와 대출 파생상품 거래량의 30%를 점하고 있고, 장내·외 옵션(option) 계약의 절반이상과 선물(futures) 계약의 3분의1 이상,

127) 주고받는 것을 합하여 보니 제로라는 의미로, 승자의 득점과 패자의 실점의 합계가 제로로 되는 게임을 의미함. 대한상공회의소, “해외투기자본 유입의 영향과 대응과제”, 2005. 11, p. 1.

128) Charles Batchelor and James Drummond, “Hedge funds see influence grow as they dominate trade in US distressed debt”, 『Financial Times』, [LONDON 1ST EDITION], London(UK), Jan 18, 2005, p. 1. 주요내용을 발췌하면 다음과 같다.

“[H]edge funds now play a dominant role in trading US distressed debt as well as accounting for a third of all trading in futures, junk bonds and credit derivatives, according to a study published today.”

上場指數펀드(exchange traded fund : ETF) 거래량의 70% 이상을 차지하고 있다고 분석했다. 특히 최근에는 유럽 不實債權시장에 집중투자하고 있으며 엄청난 규모의 중국 부실채권시장에도 관심을 기울이고 있다. 헤지펀드의 총 자산규모가 1조 달러에 달하며 이 자금이 절대적 규모에서 큰 것은 아니지만 월가와 증권업계 등에 미치는 영향력은 엄청난 것이다.

물론 헤지펀드들이 정교한 투자기법으로 비효율적인 각종 시장에 참여하여 결과적으로 시장을 효율적으로 만드는 순기능도 갖고 있지만 단기적 이익에 너무 집착하여 부실기업의 회사채나 대출채권 등을 액면가보다 훨씬 싸게 사들인 후 해당회사를 압박해 이익을 챙기는 등 경제에 미치는 악영향도 엄청나다라는 것을 간과할 수 없다.

그 중에서 헤지펀드의 차입경영과 수익률만을 추구하는 ‘短期移動性’ 때문에 국경간의 빠른 이동으로 전세계 금융시장에 미치는 파급효과는 엄청나다. 금융투기꾼 조지 소로스조차 국제적 차원에서 규제를 해야 할 필요가 있다고 강조한 것은 헤지펀드가 안고 있는 위험성을 잘 알고 있기 때문이다. 헤지펀드는 1960년대에 등장했지만 그 성장과 파괴력은 지난 10년간에 이루어졌다. 즉 파생금융상품과 시장개방 확대를 통해 헤지펀드는 급성장했다. 헤지펀드의 문제점은 ‘秘密性’과 ‘危險性’이다. 헤지펀드는 ‘법률상으로 없는 존재’로서 발상자체가 기존의 규제를 벗어나기 위해 ‘私去來’ 형식을 취하며, 미국의 부자들이 파트너 형식으로 투자하고 운영도 비밀이다. 규제금융으로 베일이 벗겨진 LTCM의 경우, 파트너 1인당 투자액은 1,000만달러이고, 노벨경제학상을 받은 경제학자 2명이 동업자 형태로 컴퓨터 모델링을 통해 투자를 했다고 알려지고 있다.

특히 헤지펀드는 뮤추얼펀드가 적용받는 규제를 회피하는 구조를 갖고 있다. 미국의 경우 투자펀드를 규제하는 법령으로는 시장운용에 있어서의 ‘濫用’(abuse)을 규제하는 1933년의 「證券法」(Securities Act ; 투자설명서 작성, 설명 의무화 등), 1934년의 「證券去來法」(Securities Exchange Act ; 인수기관의 증권거래소 등록 등)¹²⁹⁾과 1940년의 「投資會社法」(Investment Company Act ; 투자회사와 투자관리회사의 분리 등 광범위한 규제), 「投資管理法」(투자관리회사의 증권거래소 등록),

129) 1933년 「證券法」과 1934년 「證券去來法」에서 市場運用者 濫用行爲의 規制에 대해 자세히 규정하고 있는데, 그 내용은 Simon Gleeson, *Financial Services Regulation : The New Regime*, Sweet & Maxwell, 1999, pp. 131~132, ‘Market Abuse And Financial Fraud’ 부분 참조.

「投資諮問業者法」(Investment Advisors Act ; 투자자문자의 등록 등), 1974년의 「商品去來所法」(Commodity Exchange Act ; 상품운용자의 등록·보고 등)이 존재하고 있다. 그러나 헤지펀드는 그 자체가 ‘少數投資者’를 대상으로 한 ‘私募方式’의 펀드인 만큼 미국 증권관리위원회(Securities and Exchange Commission, 이하 SEC)의 규제를 거의 받지 않고 있다.¹³⁰⁾ 헤지펀드는 일반적으로 감독기관에의 등록·보고의무, 보유자산의 구성 및 성과에 관한 公示義務가 면제되어 있으며 자산 운영에 대해서도 거의 규제를 받지 않는다.¹³¹⁾ 다만 미국에서는 미국의 선물시장에서 거래하거나 미국 투자자가 포함된 헤지펀드에 대해서는 商品先物去來委員會(Commodity Futures Trading Commission, 이하 CFTC)에 등록·보고, 기록보존, 공시 등의 의무를 부과한다.¹³²⁾ 펀드 규제에 대한 법에 관해 미국의 경우를 예로 들면 뒤의 있는 <표>와 같다.

하지만, 헤지펀드의 규제에는 많은 어려움이 있다. 규제를 가한다고 해도 면세혜택 등 租稅避難處를 찾아 본부를 옮길 것이고 전세계가 공감할 수 있는 규제 대책을 현실화하기가 어렵기 때문이다. 그래서 헤지펀드의 규제는 미국의 선도적 역할과 함께 국제적인 협력이 필요하다. 금융개방을 통한 외국자본 유입을 정책우선순위에 두고 있는 우리로서는 헤지펀드의 부작용에 더욱 민감해야 한다.

130) 헤지펀드 참가 법인의 경우 「Accredited Investor Rule 501 of Regulation D」의 조건을 갖추어야 한다. 또한 1998년 8월에 美國 證券管理委員會(SEC)는 「Investment Advisers Supervision Coordination Act 203A」를 개정하여 Multi-State Investment Adviser Registration Obligations를 완화하는 조치를 취하였다. SEC는 우리나라 증권감독원과 유사한 역할을 담당하고 있다.

131) SEC에 의해 일반적 규제를 받는 뮤추얼펀드에 비해 헤지펀드는 규제가 거의 없다. 뮤추얼펀드는 펀드투자의 전반에 일반적 규제를 받는데, 그 내용은 주로 leverage, short selling, diversification에 관한 것이다. SEC는 펀드의 gross exposure(總投資資產)을 150% 이내로 제한하고 개별기업에 투자하는 포지션 한도도 정하고 있다. 반면 헤지펀드는 一般의 規制事項이 거의 없지만 別途의 制限이 존재한다. 자세한 내용은 Robert A. Jaeger, *supra* note 7, pp. 184~187.

132) Sunil Sharma, “Regulation of Hedge Funds”, *Hedge Funds and Financial Market Dynamics*, IMF, Washington DC, May 1998, pp. 62~68 참조. 그는 ‘Investor Protection Rules’, ‘Regulations to Protect Market Integrity’, ‘Reducing Systemic Risk’ 등으로 나누어 헤지펀드 規制모델을 제시하고 있다.

<표 4> 美國의 펀드 規制法

규제법령	내 용
1933년 Securities Act (證券法)	헤지펀드 주식이 사모형태로 발행됨으로써 헤지펀드는 투자기관 登錄이 免除됨. 따라서 광범위한 공시의무나 등록된 투자펀드에게 요구되는 투자설명서 제출 의무가 없음.
1934년 Securities Exchange Act (證券去來法)	헤지펀드는 仲介人이 아닌 投資者로 간주되기 때문에 중개인에 대한 규제에서 제외됨. 중개인은 관리자산에 대한 기록을 유지하고, 세부내역을 SEC와 자율기관에 제출해야 됨.
1940년 Investment Company Act (投資會社法)	100명 이상의 수익자를 가지고 있지 않거나 주식에 대해 공모발행을 하지 않는 펀드는 투자회사에서 제외됨. 투자회사는 고수익, 고위험 투자상품에의 투자 등 특정거래는 제한됨. 따라서 자유롭게 투자전략을 구사할 수 있음.
1940년 Investment Advisors Act (投資諮問業者法)	헤지펀드의 General Partner는 投資諮問者로 등록을 해야 되고, Limited Partner는 顧客으로 간주됨. 등록된 투자자문업자의 행위를 제한하여 투자성과에 의한 보상을 받도록 하고, 투자자에게 특정한 공시의무를 짐. 일반공중에 투자자문자로 나서지 않고, 과거 12개월간 고객수가 15명 미만이며, 등록된 투자회사에 투자자문자로 일하지 않는다면 登錄免除 가능*
1974년 Commodity Exchange Act (商品去來所法)	대부분의 헤지펀드는 「CEA」의 규제를 받음.* 共同商品運營者(Commodity Pool Operator, 이하 CPO)는 「CEA」에 의하면, 상품선물(주가지수선물 같은 금융선물포함)이나 상품옵션의 거래를 목적으로 펀드나 다른 재산을 권유하거나 받아들이는 자임.* CFTC는 사모펀드에 대한 예외규정을 안둠. CPO에 대한 登錄, 報告義務가 있음.*

자료 : 한국증권연구원, 『헤지펀드의 특성과 규제』, 1998, pp. 35~36, <표> 참조.

- ※ 1940년 「The Investment Advisers Act」에 의한 투자자문자의 예외에 헤지펀드가 해당하여 등록免除 받는 경우임.¹³³⁾
- ※ 헤지펀드는 「CEA」(Commodity Exchange Act)의 일반적 규제를 받고 있음.¹³⁴⁾
- ※ 헤지펀드의 CPO는 CFTC에 등록(Registration), 報告(Disclosure and Reporting) 등의 의무가 있음.¹³⁵⁾

4) 私募주식펀드의 동향

전세계 차원에서 사모주식펀드(PEF)의 규모는 1990년대 중반부터 크게 증가하였는데 2002년말 현재 1조 2,000억 달러에 이른 것으로 추정된다. PEF의 규모는 1992

133) 1940년의 「The Investment Advisers Act」에서는 헤지펀드가 등록예외에 해당하여 등록이 면제 되었음을 알 수 있다. *Ibid.*, p. 64의 설명 참조.

134) *Ibid.*, p. 64 참조. 「CEA」의 일반적 규제는 그의 논문 p. 64에서 자세히 다루고 있다.

“Section 1(a) of the Commodity Exchange Act (CEA) defines [CEA] Section 4(c) or any leverage transaction authorized under Section 10”

135) ‘CPO의 의무’에 관하여는 Sunil Sharma의 앞의 논문에서 자세히 설명하고 있다. 그는 의무규정에 대한 법조문을 정리하여 아래와 같이 기술하고 있다. *Ibid.*, p. 65 참조.

“[T]he registration, disclosure, and reporting requirements for commodity pools and commodity pool operators(CPOs) can be summarized as follows :

- *Registration.* (1) The Commodity Exchange Act precludes persons with a criminal record or civil disciplinary history from being a CPO or its salesperson ; (2) applications for registration are processed by the National Futures Association(NFA), a self-regulatory organization, under authority delegated by CFTC ; (3) a CPO applicant or associated person(AP) must generally pass an NFA-administered proficiency exam.
- *Disclosure and reporting.* (1) The CPO must file disclosure documents containing specific information with the CFTC and provide prospective participants with copies of the filed disclosure documents before accepting funds for participation in the pool. Such documents include information on risks relevant to the pool ; its CPOs’ and CTAs’ historical performance ; fees incurred by participants ; business background of CPO’s, CTAs’ an APs ; any conflicts of interest on the part of the CPOs, CTAs, and APs ; and any legal proceedings against the CPOs, CTAs, and APs ; and (2) the pool operator is also required to file with the CFTC and provide participants with periodic account statements and certified annual reports. For pools with net assets exceeding \$0.5 million at the beginning to the fiscal year, monthly account statements must be distributed ; otherwise, these statements must be distributed quarterly.
- *Maintenance of records.* At the head office, CPOs are required to maintain books for inspection by the CFTC and the Department of Justice. Detailed records, in many cases for every transaction conducted for each pool operated by the CPO, transactions of its principals, are required.”

년부터 1996년까지 누계로도 2,000억 달러에 불과했으나 1997년부터 매년 2,000억 달러 이상의 자금이 유입되고 있다. PEF는 2000년 초까지 고수익을 올릴 수 있었던 IT산업을 중심으로 펀드의 조성이 활발하였지만 IT산업의 거품이 걷히면서 2001년 이후 신규 모집금액이 감소하는 추세이며 미국의 경우 PEF 모집금액이 2000년을 정점으로 급격한 하락세를 보이고 있고, 유럽시장도 1994년 67억 유로에서 2000년에는 7배가 넘는 480억 유로로 급증하다가 2001년부터 감소세를 나타내고 있는 상황이다.¹³⁶⁾ 그러나 역시 PEF가 가장 활발한 국가는 미국으로 2002년도의 투자금액과 자금모집규모가 각각 620억 달러, 540억 달러에 달하여 전체 PEF 시장의 72.3%를 차지하고 있다. 우리나라도 투자금액이 19.5억 달러에 달해 세계 7위에, 자금모집규모는 3.6억 달러로 세계 14위에 위치하고 있다. 특히 2000년부터 IT 거품이 붕괴됨에 따라 사모주식펀드 가운데 벤처펀드의 비중이 감소하고 있는 반면 기업인수펀드의 비중이 크게 증가하고 있다.¹³⁷⁾

그런데 PEF는 최근들어 그 비중이 크게 늘고 있다. 최근 조사에 따르면 기관투자자의 56%가 PEF에 투자하는 것으로 나타나고 있다. 이러한 비중은 더욱 증대되고 있을 것으로 보인다.¹³⁸⁾ 특히 최근 국제 PEF는 한국보다 중국과 일본을 주목하고 있는데, 중국의 경우 주로 기업인수에 관심을 두고 있고 일본의 경우 부실금융기관이 소유하고 있는 부동산에 관심을 보이고 있다. 향후 PEF는 유럽에서 크게 성장할 것으로 예상된다. 유럽의 경우 미국보다 상대적으로 구조조정에 어려움을 겪고 있는 대기업이 많고 자본시장이 비효율적이며 민영화 대상 공기업이 많기 때문이다. 유럽의 PEF 시장은 1996년 이후 펀드 결성액이 급격하게 확대되었고 2000년에는 480억 유로 규모를 차지하고 있다. 또한 유럽 Buyout펀드는 1980년대 후반 30%에 이르는 높은 수익률을 달성하였고, 1990년대 후반에도 20%이상을 상회하는 수익률을 달성하여 벤처캐피탈 뿐만 아니라 주식시장지수보다도 높은 수익률을 달성하였다.¹³⁹⁾

136) 이우식, *supra* 주) 105, p. 14 참조.

137) 최현만, “산업 내에서의 PEF의 역할”, 미래에셋증권(주), 2004. 11. 26, p. 7.

138) Angela Sormani, “LPs to increase private equity investment”, 『European Venture Capital Journal』, London, Dec 1, 2004, p. 1.

여기에서 기사내용을 정리해보면 기관투자자의 PEF 비중이 증대되고 있음을 보여주고 있다. “[C]oller Capital’s first Global Private Equity Barometer shows that 56% of institutional investors intend to put more money into private equity and hedge funds over the coming 12 months, with 42% admitting they are currently under - allocated. Forty - three percent aim to increase investment in private equity, and 45% in hedge funds.”

이제 IT 거품의 붕괴와 세계경제의 둔화로 인해 기업의 입장에서 비핵심기업을 처분해야 할 필요성이 늘어남에 따라 기업인수펀드의 비중은 더욱 높아질 것으로 보인다. 그러나 과거처럼 과도한 차입에 의한 투자가 어렵기 때문에 수익률 하락이 불가피할 것이다. 1980년대에는 기업인수펀드는 투자금의 5%만을 자기자본으로 조달하고 95%를 차입(은행대출 또는 정크본드 발행)에 의존했으나 은행의 BIS(Bank for International Settlements, 국제결제은행) 비율이 강화됨에 따라 최근에는 자기자본 의존비중이 30~40%에 달하는 것으로 추정되고 있다. 이로 인해 최근들어 PEF가 전략적 투자자와 공동으로 기업을 인수하는 사례가 늘어나고 있다. 특히 외환위기 이후 공적자금 투입으로 정부가 자본을 보유하고 있는 금융기관 및 기업의 지분 매각시 PEF가 주도적으로 참여하여 구조조정을 마무리하는데 일정 역할을 담당할 것으로 예상되고 있다.¹⁴⁰⁾

제2절 國際資本市場에서의 短期投機資本 현황 및 특성

1. 현황

국제자본체계는 2차 세계대전 이후 국제무역의 비중이 세계 총생산보다 높은 비율로 신장하였고 국제자본투자는 그보다 더욱 높은 비율로 신장하였다. 산업자원부가 발표한 자료에 따르면 2001년 연간 상품과 서비스에 대한 세계적 무역의 규모가 7조 4천억 달러에 달하는 반면 외환거래의 규모는 매일 2조 5,000억달러에 이르고 있다.¹⁴¹⁾ 그런데 최근 세계적인 저금리 기조와 풍부한 유동성으로 인해 전통적인 금융상품의 수익률이 저하됨에 따라 헤지펀드 등 각종 펀드들이 대안투자로 주목받으면서 시장규모가 급격히 확대되고 있다. 헤지펀드로의 자금유입이 지속되고 있는 이유는 국제금융시장의 변동성이 크게 확대되고 있음에도 불구하고 헤지펀드는 고도의 리스크 관리기법을 동원하여 상대적으로 높은 수익률을 실현하고 있기 때문이

139) 최현만, *supra* 주) 137, pp. 11~12 참조.

140) 이우식, *supra* 주) 105, pp. 19~22 참조.

141) 産業資源部 輸出課, “WTO 事務局이 10.10 발표한 2001년 世界貿易統計 정리자료”, 산업자원부, 2002. 10. 21.

다.142) 즉 기관투자자들은 헤지펀드 등 펀드들이 주식·채권 등 전통적 금융상품보다 위험조정수익률이 높고 주식시장과의 상관관계도 낮아 분산투자효과를 거둘 수 있어 최근 헤지펀드 투자를 크게 확대하고 있는 점이 성장동력으로 작용하고 있다.

또한 최근 헤지펀드 동향에서 특이한 점은 첫째, 그 자금원에서 미국의 비중이 2002년 86%에서 2005년 62%로 하락하였으나 아시아의 비중은 3%에서 10%로 확대되어 영향력이 증가되고 있고, 둘째, 고수익의 후유증으로 펀드 수가 급증하여 경쟁이 심화되고 차입비용 상승 등으로 인해 투자수익율이 점차 둔화되고 있는 점이다.143)

이러한 헤지펀드 및 사모주식펀드들이 더욱 발전하게 된 것은 차입자금으로 조성되는 레버리지(leverage) 효과¹⁴⁴⁾로 인한 자금효율성이 다른 어떤 국제투자자금보다 높다는 점과 법적 및 시스템적으로 제도화 된 「二重課稅防止協約」과 租稅避難處¹⁴⁵⁾를 이용하여 세금을 회피할 수 있었다는 점이 큰 역할을 하였다. 이 중 「이중과세방지협약」¹⁴⁶⁾은 헤지펀드 및 사모주식펀드의 비약적인 발전에 결정적인 역할을 하였다. 「이중과세방지협약」은 기업이 외국에 나가서 사업을 하는 경우 어느 한 쪽 국가에만 세금을 내도록 하는 협약이다. 그 방법에는 기업이 원래 거주하고 있는 국가에 내는 방법이 있고 다른 하나는 사업을 하고 돈을 벌어들이는 국가에 내는 방법이 있다.¹⁴⁷⁾ 예를 들어 말레이시아와 우리나라는 1982년 「이중과세방지협약」을 맺었고 이에 따라 말레이시아를 경유하여 들어온 자본이 이득을 발생시켰을 경우 우리나라는 과세할 수 없다.¹⁴⁸⁾

142) 전승철외, *supra* 주) 3, p. 7 참조.

143) 『每日經濟新聞』, 2006. 6. 9, A4면 참조.

144) 웹스터사전에 의하면, 레버리지란, ‘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.

145) 강경숙, *supra* 주) 103, p. 15 참조.

146) 「이중과세방지협약」의 정식명칭은 「이중과세의 회피 및 탈세의 방지에 관한 협정」(Convention for the Avoidance of Double Taxtion)이다. 이것은 기업이 경제활동을 하는 국가(원천지국)와 출신국가(거주지국)에서 세금을 이중적으로 내는 것을 막고 탈세를 방지하기 위한 협정이다. 즉 국내기업이 다른 국가에서 영업활동을 하면서 발생한 이익금에 대해 서로 세금을 중복부과하지 않는다. 문제가 되는 사업소득에 대해서는 원천지국에 지점 등 고정사업장을 두고 있거나 일정기간 이상 사업을 했을 경우에 원천지국의 세율로 과세토록 하고 있다는 것이 논란의 대상이 되고 있다.

147) 우리나라에 경우에는 첫 번째 방법을 따른다. 이를테면 우리나라 기업이 다른나라에 가서 돈을 벌면 우리나라에 세금을 내는 것이다.

148) 「대한민국과 말레이시아 정부간의 소득에 대한 조세의 이중과세회피와 탈세방지를 위한 협약」

한편 조세피난처는 각국이 파격적인 稅金惠澤을 제공하면서 외국기업들을 끌어들이는 수단으로 이용되고 있다. 이곳에서는 일정정도의 수수료를 제외하고는 세금을 전혀 내지않을 수 있다. 조세피난처란 소득에 대한 조세가 없거나 저율의 조세 및 기타의 특수한 혜택이 제공되기 때문에 국제자본의 회피 장소로 이용되는 국가 또는 지역을 의미한다. 어느 나라가 조세피난처에 해당되는가를 판단하는 데에는 단일·명백하고 객관적인 기준이 있는 것이 아니라 각국의 사정에 따라 적용되는 상대적인 개념이다. 이는 상대적으로 높은 세율을 적용하는 국가에서도 특정 유형의 경제활동 또는 특정 지역에 경제활동을 유치하기 위해서 여러 가지 조세혜택을 가지고 일반적으로 조세피난처로 불리는 국가처럼 조세정책을 운영할 수 있기 때문이다. 따라서 전형적인 조세피난처는 외국기업 등에 대하여 상대적으로 저율로 과세함으로써 적극적인 해외자본을 유치하려는 국가 또는 지역이며, 조세피난처를 이용하고자 하는 주된 목적은 조세피난처 이외에서 발생한 소득을 조세회피 목적으로 조세피난처에 소재하는 자회사 등에 귀속시키고, 조세피난처에 소득을 유보시켜 과세이연의 이익을 누리기 위함이다.¹⁴⁹⁾

예를 들어 말레이시아의 조세피난처인 라부안(Labuan Island)¹⁵⁰⁾은 資本利得에 대해서는 전면 免稅를 받으며 法人稅도 내지 않는다. 따라서 헤지펀드 등 외국자본이 조세피난처를 몇단계 거치면 어느 나라에도 세금을 내지 않고 사업을 할 수 있게 된다. 결국 조세피난처와 「이중과세방지협약」은 자본이 국경을 초월한 지 오래된 현재의 금융세계화 시대에서 투기자본이 이익을 빼돌리는 가장 확실한 통로라고 할 수 있다.¹⁵¹⁾ 우리나라에서는 법인의 실제 발생소득의 전부 또는 상당부분에 대하

제7조(사업소득) 1. 일방체약국의 기업의 소득 또는 이윤은 그 기업이 타방체약국내에 소재하는 고정사업장을 통하여 동 타방체약국내에서 사업을 영위하지 아니하는 한 그 일방체약국에서만 과세된다. 그 기업이 상기와 같은 사업을 영위하는 그 기업의 소득 또는 이윤 중 동 고정사업장에 귀속시킬 수 있는 부분에 대하여서만 동 타방체약국에서 과세될 수 있다.

2. 제3항의 규정에 따른 것을 조건으로, 일방체약국의 기업이 타방체약국내에 소재하는 고정사업장을 통하여 동 타방체약국내에서 사업을 영위하는 경우에는, 동 고정사업장이 동일한 또는 유사한 조건하에서 동일한 또는 유사한 활동에 종사하고 또한 동 고정사업장을 가진 기업과 전적으로 독립하여 거래하는 별개의 분리된 기업이라고 가정하는 경우에 동 고정사업장이 취득할 것으로 기대될 수 있는 소득 또는 이윤은 각 체약국에서 동 고정사업장에 귀속된다.

149) 강경숙, *supra* 주) 103, pp. 3~6 참조.

150) 라부안은 말레이시아의 작은 섬으로, 인구 2만명에 면적은 98km²로 여의도 크기의 10배정도 밖에 되지 않는다. 일주일이면 회사를 설립할 수 있고 그 비용도 1만달러 밖에 들지 않는다. 이곳에 있는 대다수의 회사는 서류로만 존재하는 이른바 페이퍼 컴퍼니이며 이곳에서 회사를 설립하고 타국에 들어가 사업을 하면 어느 나라에도 세금을 내지 않는 조세피난처이다. 『每日經濟新聞』, 2005. 5. 18. 참조.

여 조세를 부과하지 아니하거나 그 법인의 부담세액이 당해 실제 발생소득의 100분의 15이하인 국가 또는 지역을 조세피난처로 규정¹⁵²⁾하고 있다.

2. 특성

이상에서 보듯이 헤지펀드 등 국제자본의 세계화는 국민국가경제들을 긴밀하게 연결시킴으로써 개도국들이 이용할 수 있는 자본을 현저히 증가시켰다. 그러나 이러한 금융흐름의 대부분은 短期的이고, 激變的이며, 投機的인 것으로서 주권국가들을 취약하고 불안정하게 만들었다. 더욱이 각종 금융기법의 발달과 정보통신의 발달로 인접국 통화간의 ‘連繫性’이 강화됨에 따라 어느 한 국가에서 금융위기가 발생하면 곧바로 그 주변지역으로 확산되는 傳染현상이 심화된다. 영국이 환율조정 메카니즘으로부터 탈퇴하게 되는 원인이 된 1992년의 유럽금융위기, 1994~1995년의 멕시코 폐소화의 붕괴, 그리고 1990년대말 동아시아 금융위기에서와 같이 국민국가들은 통화투기자의 희생물로 쉽게 전락하게 된 것이다. 최근 2006년 상반기까지 금, 석유, 구리, 아연 등 국제 원자재시장이 폭등하였던 배후에는 헤지펀드가 가장 결정적이었다는 것이 전문가들의 지적이다.¹⁵³⁾ 헤지펀드는 주식이나 채권은 물론 선물·

151) 외환은행이 대주주로 있는 룩스타도 벨기에를 경유하여 들어온 외국자본인데 2001년 매입한 서울 역삼동 스타타워 건물을 2,600억의 차익을 얻고 매각하였지만 租稅協約에 따라 우리나라는 세금을 부과할 수 없었다. 이뿐 아니라 제일은행의 대주주였던 뉴브릿지는 租稅避難處인 케이먼 군도의 자회사이며, 한미은행 주식을 사고 팔아 6,617억의 차익을 남겼던 칼라일은 말레이시아의 라부안을 통해 들어온 자본이었다.

152) 「國際租稅조정에관한 법률 시행령」 제30조(租稅避難處의 決定)

① 법 제17조 제1항에서 법인의 실제발생소득의 전부 또는 상당부분에 대하여 조세를 부과하지 아니하는 국가 또는 지역이라 함은 경제협력개발기구(OECD) 또는 동 기구의 회원국이 조세피난처로 지정·고시한 국가 또는 지역을 고려하여 국제청장이 재정경제부장관의 승인을 얻어 지정·고시하는 국가 또는 지역을 말한다. [개정 2006. 8. 24.]

② 법 제17조 제1항에서 법인의 부담세액이 당해 실제발생소득의 100분의 15 이하인 국가 또는 지역이라 함은 그 거주지 국 세법에 의하여 당해 법인의 해당 사업연도를 포함한 최근 3사업연도(3사업연도에 미달하는 경우에는 해당사업연도까지의 기간으로 한다. 이하 이장에서 “최근 3사업연도”라 한다)의 법인세차감전당기순이익의 합계액(법인세차감전당기순이익이 결손인 사업연도의 경우 그 결손은 없는 것으로 본다. 이하 이 조에서 같다)에 대한 조세의 합계액이 동 법인의 최근 3사업연도의 법인세차감전당기순이익의 합계액의 100분의 15이하인 국가 또는 지역을 말한다. 이 경우 실제로 부담한 세액은 당해 법인의 실제발생소득에 대하여 당해 거주지국외의 국가에서 납부한 세액을 포함한다. [개정 1996. 12. 31, 2004. 12. 31, 2006. 8. 24.]

③ 삭제 [2006. 8. 24.]

153) 임호열, 박진호, “헤지펀드의 최근 동향과 주요국의 정책대응”, 한국은행 조사국, 2006. 6, pp.

옵션, 부동산, 원유, 통화 등 대상을 가리지 않는 ‘雜食性 투자 행태’를 띠고 있다. 문제는 펀드의 규모가 폭발적으로 커지고 있지만 규제는 거의 받지 않는다는 점이다.¹⁵⁴⁾ 위험자산투자를 위주로 하는 헤지펀드가 무너지면 제도권 금융시장 전체에도 ‘도미노식 충격’이 일어날 것이고 제도권 펀드가 상상할 수도 없는 창의적인 투자와 발빠른 행보로 고수익을 낸 뒤 시장을 빠져나간다. 헤지펀드의 이런 집단적인 행동 양식은 극단적인 위험을 감수하면서 최고수익을 노리는 무모한 투자 행태를 낳을 수 있고, 이는 급작스러운 ‘버블붕괴’로 이어질 가능성이 있는 것이다.



2~13.

154) Stuart A. McCrary, *supra* note 5, p. 2 참조.

제4장 短期投機資本의 否定的 行態와 문제점

제1절 短期投機資本의 부정적 行態

1. 헤지펀드 및 私募주식펀드의 부정적 行態

1997년 외환위기 이후 기업 및 금융기관의 구조조정 과정에서 외국자본이 크게 유입되었고 이러한 외국자본은 국내 기업 및 금융기관의 신용경색 해소와 신속한 구조조정에 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.¹⁵⁵⁾

그런데 외국자본에 대한 우리나라의 규제제도는 OECD 가입과 외환위기를 계기로 자본시장을 전면 개방하여 유럽은 물론 영·미 국가들 보다도 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 살펴보면, i) 투자대상 기업의 성장성 저해 : 먼저 국내기업과 금융기관을 인수한 사모주식펀드들의 무리한 투자자금회수로 인해 국내기업의 성장성이 저해되고 국부가 유출된다는 논란이 제기되고 있다. 사모주식펀드의 성격상 투자자금의 조기회수를 위하여 무리한 감원, 핵심자산 매각, 고액배당, 무상증자에 뒤이은 유상감자 등을 시도하는 경우가 많은데 이러한 시도는 대부분 현행법상 적법하게 이루어졌으나 서울증권, 브릿지증권, 만도기계, OB맥주 등의 사례에서 보듯이 해당기업의 수명단축, 성장성 저해 등 여러 가지 부작용을

155) 전승철외, *supra* 주) 3, pp. 16~20 참조.

초래하게 된다. 또한 공적자금이 투입된 은행(제일·외환)을 매입한 이후 단기간에 막대한 시세차익이 발생함에 따라 특혜 및 국부유출 논란도 거론되고 있다.¹⁵⁶⁾

ii) 국내기업의 경영 안정성 저해 ; 주식시장에서 외국인 비중이 높아짐에 따라 투기성 외국자본에 의한 경영간섭 및 적대적 M&A 가능성이 커지는 등 부작용이 발생하고 있다. 대한상공회의소가 2004년 5월 증권거래소 상위 200개 기업을 조사한 결과, 응답기업의 12%가 외국인주주의 경영간섭으로 애로를 겪었다고 응답하고 그 사유로는 응답자의 47%가 설비투자 대신 배당을 요구받았다는 점을 들었다.

투기성 외국자본 등에 의한 경영권 위협은 기본적으로 기업의 경영이 효율적이고 주주중심으로 투명하게 이루어지는 한 큰 문제가 되지 않고, 오히려 경영자에게 경각심을 갖게 하는 등 외부감시기능의 긍정적인 효과도 발생시킬 수 있다. 그러나 현실적으로 기업의 입장에서는 경영권이 위협받는 상황이 나타날 경우 공격적인 투자보다는 경영권을 방어하기 위한 고율배당, 자사주 매입 등으로 투자자금을 사용하려는 유인이 높아질 수밖에 없다. 특히 국내 대규모 기업집단이 국가경제에서 차지하는 비중과 역할, 첨단산업에 대한 대규모 투자 등을 고려할 때 대규모 기업집단에 대한 경영권 위협은 국가경제에 미치는 영향이 매우 크다. 한편 이를 이용하여 투기성 외국자본은 상당한 평가차익 또는 매매차익을 얻고 있는데, SK(주)와 다국적 투기자본 소버린간의 경영권 분쟁과 삼성물산에 대해 적대적 M&A 가능성을 흘려 주가를 띄우고 매매차익을 실현한 것으로 의심받고 있는 영국계 투기자본 헤르메스(Hermes Fund), 최근 논란이 되고 있는 미국계의 유명한 투기자본가 칼 아이칸(Carl Celian Icahn)의 KT&G(Korea Tomorrow & Global, 과거의 담배인삼공사)에 대한 적대적 인수합병 선언 등이 대표적인 사례라고 할 수 있다.¹⁵⁷⁾

iii) 금융기관의 공공성 및 산업자본 공급기능 위축 ; 은행의 경우 은행업을 영위하기 위한 전략적 투자가 아닌 해외 사모주식펀드에게 인수를 허용함에 따라 경영전략에 있어 공공성이 낮아지고 산업자금 공급기능이 위축되고 있다.

먼저 외국계 은행은 신용도가 높은 우량대기업 및 고소득계층에 대한 대출과 주택담보대출 등에 치중하여 결과적으로 기업대출을 축소시키고 서민금융을 위축시켰다. 외국계 은행의 이러한 대출전략은 여타 국내 은행에도 영향을 미쳐 은행 전체적으로도 기업대출비중이 축소되고 가계대출비중이 확대됨에 따라 중소기업을 중심

156) *Ibid.*, pp. 16~17 참조.

157) *Ibid.*, pp. 17~18 참조.

으로 한 은행의 산업자금 공급기능이 위축되었다.

또한 외국계 은행은 금융불안정 문제를 해결하려는 정부정책에 무임승차하려는 경향을 보임으로써 금융안정을 위한 정부의 영향력을 약화시키고 있다. 예를 들어 LG카드 사태시 외국자본이 지배주주로 있는 제일은행과 한미은행이 정부가 제안한 금융단 공동지원에 참여를 거부한 적이 있는데 이러한 태도가 시장원리에 입각한 정당한 결정이었다는 견해도 있을 수 있으나 이로 인해 금융안정을 위한 정부의 역할이 크게 약화된 것만은 부인할 수 없다.

한편, 외국계 금융기관들과 주거래은행 관계를 맺고 있는 국내기업들의 경영계획, 핵심기술, 재무상황 등에 관한 내부정보가 동 기업들과 경쟁관계에 있는 외국기업에 유출될 가능성도 외국자본에 의한 대표적인 부정적 행태로 지적되고 있다.¹⁵⁸⁾ 이와 같은 부정적 행태의 구체적인 사례는 다음 소개하는 장에서 설명하도록 하겠다.

2. 헤지펀드 LTCM의 몰락과 영향

이 사건의 시발점은 러시아 외환위기에서 비롯된다. 1998년 당시 러시아는 국제 원유가격의 하락에 따른 수출감소로 무역수지 흑자 폭이 줄어들고 높은 이자비용으로 경상수지 적자가 증대되고 있었다. 또한 총 외채규모는 2,000억 달러 정도이고 매달 15억 달러 규모의 원리금 償還負擔이 외환사정을 압박하고 있었다. 이러한 러시아 경제위기의 원인은 전반적인 通貨換率의 하락이 가장 크지만 늘어가는 재정적자, 단기유동성 부족으로 인한 외채상환위기, 아시아 위기의 결과로 9년 반만에 최저 시세인 13달러 안팎으로 떨어진 국제원유가 등을 들 수 있다. 외환보유고도 지속적으로 감소하여 1997년 3/4분기 231억 달러의 외환보유고가 1998년 들어 150억 달러로 급격히 줄어들었다.

러시아 중앙은행은 1998년부터 기존의 크롤링 페그(crawling peg)시스템¹⁵⁹⁾을 폐지하고 환율 자유화조치를 채택하여 중심환율을 달러당 6.2루블로 설정, 상하 0.3%의 일일변동폭과 15% 연간변동폭(달러당 5.27~7.13루블)을 허용하는 환율제도를 운용해왔다. 이러한 외환제도와 경상수지 적자누적 상태의 러시아는 헤지펀드들의

158) *Ibid.*, pp. 18~19 참조.

159) 크롤링 페그 시스템(Crawling Peg System)은 환율제도에 있어서 점진적 평가변경 시스템을 말한다. 이강남, 『유럽의 통화통합 -EU와 단일통화의 창출』, 법문사, 1995, p. 764.

투기대상으로서 최적의 조건을 모두 갖추었던 것이다.¹⁶⁰⁾ 이에 헤지펀드들은 러시아 루블에 대한 공격을 시작하였고 자본유출과 함께 달러를 매입하기 시작하였다. 루블화의 평가절하는 루블화를 차입하여 달러표시 채권에 대량 투자해온 헤지펀드들에게 상당한 환차익을 가져다 줄 수 있었다. 루블화에 대한 투매로 1998년 7월 13일 러시아는 IMF, IBRD, 일본등으로부터 226억 달러의 緊急救濟金融을 지원받게 되지만 러시아의 금융시장의 불안은 더욱 가속화되었다.¹⁶¹⁾

러시아 정부는 금융시장의 불안이 심해지고 루블화 투매가 가속화되고 주가가 폭락하게 되자 1998년 8월 26일 緊急措置로 外債構造調整案을 발표하였다. 루블화의 하락이 예상보다 커지고 급격하게 이루어지자 러시아의 달러 표시 장단기 부채의 부담이 급증하였고 그 동안 환율방어로 가용 외환보유고는 거의 소진한 상태였다.

채무구조 조정안에 따라 새로 교환하는 신종채권은 舊채권 액면가의 20%에 해당하여 투자자들은 이를 사실상의 ‘債務償還不履行’으로 받아들였다. 400억 달러규모로 추산되는 이 채권은 8월 14일 시장가격으로 312억 달러를 호가하였으나, 러시아 정부의 구조조정안이 발표된 이후 62억 달러에 불과한 것으로 평가되었다.

이러한 극단적인 조치로 러시아 채권에 과감하게 투자를 해오던 헤지펀드들은 막대한 손해를 보게 되었다. 특히 ‘금융황제’로 불리우는 조지 소로스의 퀴텀펀드가 가장 큰 피해자로 나타났다. 소로스 펀드 매니지먼트의 스탠리 드러켄밀러(Stanley Drukenmiller) 운영책임자는 퀴텀펀드가 러시아 국채와 주식 등에 20억 달러를 투자했으나 거의 가치가 제로에 가깝게 떨어지는 바람에 지난 한해동안 투자자금이 사라져 이제 더 손해볼 여지도 없는 상태라고 언급하였다. 러시아가 외환투기 발생 전부터 불안정한 상태인데도 소로스의 퀴텀펀드가 투자를 강행한 이유는 러시아가 자본주의 경제로 전환되었다는 확신에 따라 투자한 것이다. 러시아 정부가 시장경제에서 쉽게 찾아볼 수 없는 이러한 특단의 조치를 취할 것이라고는 예상을 하지 못하였다. 줄리안 로버트슨의 헤지펀드인 타이거 펀드 역시 8월에 루블로 표시된 채권투자에 6억 달러의 손실을 보는 등 다수의 헤지펀드가 투자자금의 상당분을 회수하지 못하게 되었다. 특히 러시아 위기를 계기로 헤지펀드에 대해 새로운 관심이 고조된 것은 헤지펀드의 하나로 당시 자산규모가 1,000억 달러가 넘는 LTCM社가

160) 이러한 상황은 2005년 7월 21일 中國의 위안貨 切上 발표와 페그제포기(0.3% 이내에서 변동허용)의 상황과 비슷하다. 이러한 점에서 2005년 들어 헤지펀드의 움직임이 위안貨와 관련하여 활발하다는 것이 주목되고 있다. 『聯合通信』, 2005. 7. 22, 기사 참조.

161) 이영우, *supra* 주) 98, pp. 133~139 참조.

러시아 위기의 영향으로 파산의 위기를 겪게 되는 사건 때문이다.¹⁶²⁾

LTCM은 비교적 최근인 1994년 미국에서 설립된 헤지펀드이다. 80년대 초반 미국의 투자회사 솔로몬 브라더스(Solomon Brothers)에서 채권딜러로 이름을 날리던 메리웨더(Meriwether)는 부유한 투자자와 노벨 경제학상을 수상한 스탠포드 대학의 쇼스(Myron Scholes), 하버드 대학의 머튼(Robert Merton)교수와 연방준비제도 이사회 부이사장 출신으로 그린스펀에 이어 2인자라 불리던 데이비드 물린스(David Mullins)등과 함께 債券差益去來를 주로하는 헤지펀드를 설립하였다.

LTCM은 헤지펀드이면서도 환율, 금리, 주가 등 거시변수에 대해 투기적인 투자를 하는 거시펀드와는 달리 시장위험을 철저히 분산하고 채권들간의 비정상적인 스프레드(Spread)¹⁶³⁾의 차이가 정상 수준으로 환원하는 과정에서 이익을 보는 시장중립적 펀드의 일종이었다. 채권시장에서는 비교적 비정상적인 스프레드가 많아 설립부터 LTCM은 채권차익거래에서 높은 이익을 구가하였으며 특히 위험을 회피한 수익성을 나타내는 ‘샤피로 비율(Sharpiro Ratio)’¹⁶⁴⁾이 무려 4를 초과하는 등 수익률이 높으면서도 위험이 낮아서 시장에서 인기가 높았다. 다만 市場中立의 펀드로 위험성이 낮기 때문에 다른 헤지펀드보다 ‘借入投資’의 비중이 높았었다.

1998년 초 LTCM의 순자산은 약 47억 달러였는데 가장 많았던 시기의 차입금은 1,200억 달러에 이르러 차입비율은 무려 25배나 되었다. 그 후 손실이 누적되어 순자산이 감소됨에 따라 9월 하순경에는 차입금이 800억 달러로 줄었는데도 불구하고 借入比率은 100배가 넘게 되었다.

헤지펀드는 일반투자자가 아닌 ‘특정소득’¹⁶⁵⁾ 이상의 부유한 투자자들을 대상으로 하기 때문에 투자활동에 대한 감독도 철저하지 못하다. 그런데 이러한 부유한 투자자를 보호하기 위하여 미국의 聯邦準備銀行(Federal Reserve Bank, 이하 FRB)이

162) LTCM의 성장과 몰락과정을 다루고 있는 책자로는 Roger Lowenstein, *When Genius Failed*, Melanie Jackson Agency, 2000. 이승욱 譯, 『天才들의 失敗』, 동방미디어, 2001. 이 있다.

163) 스프레드란 가산금리를 말하는데, 채권이나 대출금리를 정할 때 기준금리에 덧붙이는 위험가중금리를 말한다. 이것은 해외에서 채권을 팔 때 미국 재무부 증권(treasury note) 금리나 리보(LIBOR : 런던은행간 금리) 등 기준금리에 얼마의 가산금리를 덧붙여 발행금리를 정한다. 한국증권업협회, *supra* 주) 123, pp. 167~168 참조.

164) 收益率을 收益率의 標準偏差로 나눈 수치로서 보통은 1을 넘어도 우수하다고 본다.

165) 헤지펀드 投資者의 資格條件은 매우 엄격하게 제한되어 있다. 헤지펀드 투자자들은 현재 100만 달러 이상의 純資産을 보유하거나 2년이상 동안 年平均 20만 달러 이상의 年소득이 있는 자에게만 가입자격을 부여하며, 부부가 동시에 소득이 있을 경우 부부소득합계가 연간 30만 달러를 넘어야 가입이 허용된다. 이러한 엄격한 조건을 지킬 수 있는 소득원천자는 미국 성인인구의 3%, 즉 300만명에 불과하다. Robert A. Jaeger, *supra* note 7, pp. 183~184 참조.

비록 직접개입은 아니더라도 개입을 하는 것이 타당한가 하는 데에 대해 논란이 있었다. 물론 LTCM의 파산이 시장전체에 미칠 영향이 커서 개입했다고는 하지만 그런 가능성이 있다면 파산하기 전이라도 정부에서 LTCM과 같은 헤지펀드에 대해서 철저하게 감독을 했어야 하지 않느냐 하는 비난이 쏟아졌다. 사실 사건이 발생하고서도 LTCM의 파산규모 또는 투자전략에 대해 확실한 정보가 공개되지 않고 있다. 일개 헤지펀드인 LTCM의 투자자산의 규모가 1,000억달러를 넘는다는데 놀라움을 금하지 못하면서도 추정에 따라서는 투자자산의 규모가 1조달러를 넘을 것이라는 소문도 사라지지 않았었다.

이것은 경영결과가 나쁘면 경영자와 주주들이 제일 먼저 책임을 져야 한다고 하면서도 LTCM과 같은 부유한 계층의 펀드인 경우 시장에 미치는 영향이 크다고 救濟金融을 해 줄뿐더러 경영자와 주주도 보호한다는 것은 형평성에 어긋나는 처사라는 비난이 높다.¹⁶⁶⁾

LTCM사건의 경우, 노벨경제학상의 수상자들이 참여하여 초기에는 ‘옵션의 정확한 가격 산출로 투자 리스크를 계산해낼 수 있다는 블랙-숄스 공식(Black-Scholes model)’을 통해 債券差益去來에서 시장가격 변동의 무한소(infinitesimal)¹⁶⁷⁾의 순간까지 분석하고 예측해냄으로써 막대한 투자수익을 실현하였으나, 공포에 휩싸인 투자자들의 투매현상이나 공포심리, 인간의 욕망은 예측하지 못했던 것이다. 그러나 본질적인 이유는 결국 그들 자신의 탐욕과 100% 합리적이지 않은 불확실한 ‘인간적 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 투자하는 것이 아니라 다른 투자자들이 옵션에 지불하는 가격으로 결정되는 매일의 변동성에 투자하고 있었다. 사실상 덜 합리적이라고 생각되는 다른 투자자들이 가격을 더 높이지는 않으리라는 데 거는 것이었다. 그들의 신조와는 달리 이것은 말 그대로 ‘투기’였다. 그들은 단기간의 변동을 운수에 스스로 내맡김으로써, 자신들의 정확한 수학적 모델이 가지는 장점을 버린 것이다.¹⁶⁸⁾

166) 민상기, 『헤지펀드란 무엇인가 - 그 실체와 대응』, 대한상공회의소 한국경제연구센터, 1999, pp. 51~54.

167) 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.

168) 이승욱譯, *supra* 주) 162, p. 193 참조.

더욱이 LTCM은 포트폴리오에 대해서는 자신들의 트레이드마크인 신중한 헤지 전략을 버렸던 것이 더욱 문제였다.¹⁶⁹⁾ LTCM이 파산직전까지 처하게 된 원인은 세가지로 요약되는데, i) 거래기관의 신용위험관리의 부족 ; LTCM이 매우 높은 레버리지를 유지하고 있음에도 불구하고 거래기관은 LTCM의 높은 수익성과 LTCM 경영진의 위험관리능력에 대한 과신으로 신용위험관리를 느슨하게 하였다. ii) 금융시장의 불안정으로 예측 실패 ; LTCM의 포지션이 대부분 다른 종류의 금융상품간 상대가격의 변동을 겨냥한 거래에 집중되어 있었기 때문에 예상과는 다른 방향으로 가격이 큰 폭으로 변동하면 대규모 손실이 발생할 수 있다. 당시 LTCM은 유동성 위험, 신용위험 및 시장위험 프리미엄이 점차 줄어들 것으로 전망하고 이자율 스프레드에 투자하였으나 금융시장의 불안정으로 스프레드(spread)가 오히려 확대되었다. 보도에 따르면¹⁷⁰⁾ G7의 국채를 포함한 差益去來(arbitrage)¹⁷¹⁾ 실패, 미국 재무성 증권에 대한 빗나간 스프레드전망, 덴마크채권에 대한 투자실패 등이 원인으로 언급되고 있다. 또한 시장중립형 전략을 취하였던 LTCM은 미국의 30년 재무성증권(U.S. 30-year treasury bond)¹⁷²⁾의 ‘신규발행’(on the run)과 ‘이미 발행된’(off the run)¹⁷³⁾ 증권 사이의 단기 매매차익을 노리는 전략을 취하였다. 그들은 재무성증권의 스프레드 차이가 좁아질 것을 예상하여 ‘off the run’ 증권을 매입하고 ‘on the run’ 증권을 매도하는 투자포지션에 30~40배의 레버리지를 취하였으나 예상과는 달리 스프레드의 격차는 더 벌어지게 되었던 것이다. iii) 위험의 과소평가 ; LTCM 자신들이 개발한 가격결정모형을 지나치게 과신하여 미래의 상황변화에 따라 나타날 수 있는 위험을 과소평가함으로써 유동성 압박시 자금조달을 위한 비상수단 마련에 소홀하였다는 점 등이 LTCM사건의 원인으로 거론되고 있다.¹⁷⁴⁾

이 당시 미국이나 IMF 등 國際金融機構들의 헤지펀드에 대한 시각은 1992년의

169) Roger Lowenstein, “How LTCM Came to the Edge of the Abyss - Hedge Fund’s Losses Seemed to Imperil Financial Markets”, 『Wall Street Journal』, New York (Eastern edition), Sep 11, 2000, pp. C.1~C.8.

170) 『Funds International』, “Hedge funds under the spotlight after LTCM rescue”, London, Oct 1, 1998, p. 2.

171) Arbitrage란 裁定去來로서 주가지수선물시장에서 선물가격과 현물가격과의 차이를 이용한 무위험 수익거래 기법을 말한다. 한국증권업협회, 『금융자산관리사 II』, 2004. 8, p. 318.

172) 미국 국채의 일종인 미국 재무성증권에는 30년만기 채권(30-year T-bond)과 10년만기(10-year T-note), 1년이하 (T-bill)가 있다.

173) on the run증권은 시장에 이제 막 新規로 참여하여 발행된 증권을 의미하고, off the run증권은 既存에 발행되어 이미 시장에 유통되는 증권을 의미한다.

174) 이승욱譯, *supra* 주) 162, pp. 193~194 참조.

영국의 외환위기, 1994년 멕시코의 외환위기에도 불구하고 그 폐해에 대해 간과하고 있었는데, 특히 헤지펀드의 투기적인 공격이 태국, 말레이시아 등 특정국가의 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 일관성있게 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 IMF총회의 주요 의제로까지 상정되게 되었다. 즉 LTCM사건은 헤지펀드에 대한 시각의 변화를 일으키게 된 중요한 계기가 되었다고 말할 수 있는 것이다.¹⁷⁵⁾

이와같이 단기투자자본을 대표하는 헤지펀드인 LTCM사건의 경우, 이들의 무모한 레버리지를 통한 단기투기성자본의 운영에 대해 新自由主義的 金融世界化의 논리로 타국 경제에 대한 공격까지도 수용하며 규제를 하지 않던 미국이 자국 경제에 대한 폐해의 심각성이 도출되자, 신자유주의적 금융세계화의 논리의 핵심에 해당하는 타국에 대한 ‘金融市場 不介入(deregulation)의 강요’와는 달리 聯邦準備制度理事會를 동원하여 신속하게 문제를 해결함으로써 ‘二重的인 基準’에 입각하고 있음을 보여주었다.¹⁷⁶⁾ 더욱이 연방준비제도이사회가 개입의 논리로 주장하고 있는 바와 같이 LTCM과 같은 부유한 계층이 참여한 펀드는 시장에 미치는 영향이 더욱 크기 때문에 구제금융이라는 긴급수단을 동원하여서라도 경영자와 주주를 보호해야 한다는 논리는 미국외의 타국에 대해서는 일방적으로 신자유주의적 금융세계화의 논리를 강요하면서 자국의 문제에 대하여는 보호주의라고 밖에 볼 수 없는 행동을 취하는 것은 그야말로 이중잣대가 아닐 수 없는 것이다. 이것은 미국이 주장하는 신자유주의 금융세계화라는 것이 과연 ‘전인류적 정의를 위한 것인가, 아니면 자국의 이익을 대변하기 위한 수단에 지나지 않는 것인가’ 라고 하는 신자유주의 경제질서의 본질에 대한 강한 의문을 던지는 것이다.

175) Diya Gullapalli and Henny Sender, “Judge’s Ruling In LTCM Case May Resonate”, 『Wall Street Journal』, New York (Eastern edition), Aug 30, 2004, pp. C.1~C.4.

176) 민상기, *supra* 주) 166, pp. 48~49 참조.

제2절 短期投機資本의 부정적 행태의 유형별 분석

1. 不動産 短期差益 유형

우리나라에서는 IMF체제에 돌입한 1998년 이후, 외국계 투자자금이 물밀듯이 들어와 부동산 및 주식시장, 그리고 기업 인수합병시장 등에서 막대한 자본이득을 거두고 있다. 우선 부동산 시장에서 외국계 투자회사들은 1998년 이후 국내빌딩을 헐 값에 사들였다가 되팔아 3000억이 넘는 막대한 차익을 거두었다.¹⁷⁷⁾ 서울의 연면적 1000평 이상 사무용 빌딩 중 20여건이 외국자본에 팔렸다가 재매각되는 과정에서 평균 수익률이 20~50%를 기록하였고 이러한 외국인의 빌딩 투자는 2004년 6월말까지 5조 6000억원대에 달하는 것으로 조사되었다.¹⁷⁸⁾

최근에 와서야 외국계에서 외국계로 ‘손바뀜’되는 소위 장기투자가 생겨나고 있다. 외환위기 이후 短期差益을 노리고 투자한 投機性 資本이 장기 투자자들로 대체되고 있는 것이다. 지난 2001년 중구 무교동 코오롱빌딩을 625억원에 매입했던 모건스탠리는 이 건물을 싱가포르투자청(GIC)에 760억원에 팔아 20%가 넘는 수익을 올렸다. 론스타도 지난 2000년 말 사들인 여의도 동양증권 빌딩을 2년여 만인 2003년 호주계인 맥쿼리은행에 매각해 200억원대 차익을 실현했다. 맥쿼리나 싱가포르 투자청은 5년 이상 장기투자를 통해 임대수익을 겨냥하고 있다. 이처럼 최초외국계 자본의 부동산 투자는 단기성향이 강하였고 장기투자로 바뀐 것은 외국계에서 외국계로 손바뀜되는 2차적 투자에서 볼 수 있다.

외국계투기자금은 부동산에 투자함으로써 오피스 빌딩 등을 사들이고 부채에 시달리던 한국기업들에 자금을 공급하기도 하였지만 너무 싼 값에 보유 부동산을 넘긴 게 아니냐는 비판도 적지 않다. 하나경제연구소에 따르면 1997년 5월 외국인 부동산취득이 자유화되면서 오피스빌딩에 대한 외국자본 투자규모는 1999년 1942억원에서 2004년 2조 261억원으로 5년만에 10배이상 급팽창한 것으로 보고하고 있다.

177) 『朝鮮日報』, 2004. 12. 14, B3면 참조.

178) 위의 신문, B3~4면 참조.

또한 1998년부터 2004년말까지 오피스빌딩에 투자된 외국자본은 모두 6조 6000억원으로 추산되고 그 기간 5년 사이 얻은 수익은 6000억원에 이르는 것으로 추정된다. 오피스빌딩 투자에 맨 먼저 뛰어든 기업들은 론스타, 모건스탠리, 골드만삭스 등 단기펀드로 주로 빌딩을 싸게 사서 2~3년 후 팔아 그 시세차익으로 수익을 내는 전형적인 短期投資가 일반적이었던 것이다.¹⁷⁹⁾ 아래의 <표>에서는 단기자본의 주요부동산 매매차익을 보여주고 있다.

<표 5> 短期資本의 빌딩투자 賣買差益 (단위=억원, 2004년 12월 현재)

빌딩	매도자	매수자	매도가격	매수가격
스타타워	론스타	싱가포르투자청	9,300	6,632
코오롱	모건스탠리	싱가포르투자청	830	625
메트로빌딩	골드만삭스	GE리얼에스테이트	407	240
서울증권	서울증권	DEKA	947.5	-
서울이동통신 사옥	HBS프로퍼티투 인베스트먼트	로담코	500	472
데이콤 빌딩	데이콤	코람코	1,007	
미래와사람(퍼시픽타워)	골드만삭스	맵스	905	690
한누리	모건스탠리	삼성생명	355	230
한나라당 당사	모건스탠리	MPI(싱가포르)	430	-
나라종금 빌딩	나라종금	데이빗칼슨 크레이티브	790	-
SKC	론스타	맥쿼리	800	660
동양증권	론스타	맥쿼리	850	649
대우증권	골드만삭스	맥쿼리	720	476
은석	골드만삭스	로담코	1,000	715

자료 : 하나경제연구소, “외국자본의 오피스빌딩 투자”, 2004. 12, 본문의 <표> 참조

2. 發行市場에서의 단기투자 유형

또한 외국 투자자본은 주식시장에서도 막대한 자본이득을 거두었다. 우리에게 생소한 신종기법인 有償減資¹⁸⁰⁾를 통해 자본을 회수하기도 하였는데 유상감자의 경우

179) 하나경제연구소, “외국자본의 오피스빌딩 투자”, 2004. 12, p. 12.

180) 有償減資란 온갖 방법으로 자본금을 늘린 뒤 주당 일정액을 보상받는 新種技法으로, 보유 주식에 대해 高配當을 회수하는 재래식 방법과는 전혀 다르다. 회사가 既발행된 주식을 매입하여 소

투기성 외국자본으로서는 손쉽게 투자자금을 회수할 수 있어 매우 효과적인 방법으로 알려져 있다. 실제로 2001년과 2003년 서울증권의 경우 조지 소로스의 퀴텀인터내셔널 펀드가 분에 넘치는 高配當(2001년 당시 60% 배당)으로 자본을 회수하자 국내의 여론이 뜨거웠고 이를 의식한 외국계 자본이 유상감자라는 새로운 방식을 도입한 것은 이와 무관하지 않다.

영국계 투자회사인 BIH(Bridge Investment Holdings, 이하 BIH)가 대주주인 브릿지증권은 2002년 말부터 2003년까지 세차례 유상감자 등 여러 가지 기법으로 투자금 2,200억원 중 1,596억원(72.5%)을 빼내갔다. 또한 미국계 투자은행이 주도하는 JP모건 컨소시엄(JP Morgan Consortium)도 2003년 말 지분 76%를 갖고 있던 (주)만도의 자본금 33.5%를 유상감자해 577억원을 회수했다. 당시 (주)만도는 2002년 두 차례에 걸쳐 1,249억원의 우선주 유상감자(300만주, 주당 4만 1,621원)를 실시했고 2003년 12월에는 당초 사업계획에 없었던 1천억원 규모의 보통주 유상감자(344만주, 주당 2만 9,200원)를 실시했던 것이다. 이에 따라 (주)만도는 그만큼 현금자산을 대주주인 외국계 펀드에 지급하였고 회사가치는 악화되었다.¹⁸¹⁾ 이처럼 단기투기 자본은 기업의 성장성이나 미래에 대한 투자는 도외시하고 오직 단기수익만을 추구하여 기업의 가치를 악화시킴으로써 국가경제에 막대한 피해를 준다. 다음의 <표>에서는 유상감자를 통한 외국계 투기자본의 자본회수 사례를 볼 수 있다.

<표 6> 有償減資를 통한 外國係 投機資本金 回收事例

브릿지 증권	- 대주주인 영국계 홍콩자본 BIH가 2004년 5월 주총에서 대규모 유상감자를 통해 1200억원의 투자금을 회수하려고 한다는 의혹을 노조가 제기 - BIH는 99년 5월 리젠트증권에서 200억원 이상의 자본을 회수했으며 2002년초 리젠트증권과 일은증권을 합병해 브릿지증권으로 이름을 바꾼뒤 2003년 6월까지 700억원에 가까운 투자금 회수
서울증권	- 대주주인 퀴텀인터내셔널펀드가 2001년 60%의 고배당으로 267억원이상의 투자금을 회수하고 2003년에도 배당금으로만 20억원 회수
만도	- 대주주인 JP모건은 2003년말 지분 33.46%를 유상감자해 577억원을 회수, 인수비용(246억원)의 2배이상을 회수
OB맥주	- 대주주인 인터브루가 2004년 3월말 자본금의 60%를 유상감자해 투자금 1500억원을 회수

각하는 경우를 말하는데 株主의 利益을 極大化 하기 위한 것이며 회사의 현금자산이 그만큼 주주의 손으로 넘어가 회사의 재무구조는 악화된다.

181) 장화식, “투기자본의 제2금융권 지배와 그 폐해”, 이찬근외 지음, 『한국경제가 사라진다』, 21세기북스, 2004, pp. 65~83.

자료 : <표>는 『文化日報』, 2004. 5. 13, 8면 참조.

3. 제1금융권에 대한 단기투자 유형

2005년 1월에는 한국시중은행 중의 하나인 제일은행이 영국계 스탠다드 차타드 은행(Standard Chartered Bank)에 매각되었다. 원래 1999년 외국계 투기자본인 뉴브릿지 캐피털(New Bridge Capital Fund)이 1조 여원에 인수하였는데 5년만에 ‘더블장사’인 1조 2000억원의 차익을 거둔 것이다. 물론 국내은행의 대주주가 투기자본에서 세계 굴지의 은행으로 바뀐 것은 바람직한 일이나 막대한 資本利得이 국부유출되어 외국계 투기자본의 손에 안기게 된 것은 시사하는 바가 크다. 이제 마지막 남은 외환은행 역시 외국계 펀드인 론스타 펀드(Loan Star Fund)가 50%이상을 소유하고 있는데 이 역시 엄청난 수익을 안겨다 주고 국민은행에 인수될 예정으로 보도되고 있다.¹⁸²⁾

그런데 뉴브릿지 캐피털 펀드가 제일은행을 매각하여 5년만에 1조 2000억 가까운 차익을 얻었지만 한국엔 한푼의 세금을 내지 않아도 되었다. 당시 뉴브릿지 캐피털 펀드는 租稅避難處인 말레이시아, 라부안에 본거지를 두고 법인등록이 되어 있기 때문에 세금을 내지 않아도 되었다. 이것은 2004년 말 한미은행을 시티은행에 팔아 6000억원의 차익을 남긴 칼라일 펀드 역시 말레이시아를 거쳐 투자하고 차익을 거두어 감으로써 세금을 회피한 경우와 동일하다.

또한 우리나라에 들어온 외국투자자본 중 론스타 펀드의 경우, 2005년 들어 새로운 대규모 펀드를 조성하여 자산의 3분의 2를 한국과 일본 등 아시아에 집중 투자할 것이라고 블룸버그 통신은 보도했다. 외환은행 대주주인 론스타 펀드는 1995년 설립되어 이번까지 총 6차례에 걸쳐 펀드를 조성하였는데 6번째 투자펀드가 50억달러 규모로 가장 크다. 이에 따라 론스타 펀드는 대한통운 인수를 위한 사전 정지작업의 일환으로 동아건설의 파산채권 매각입찰에 참여할 가능성이 높으며 또한 새한 미디어 인수협상, 대우캐피탈·대우건설·현대건설·LG카드 등 입찰에서도 참여할 가능성이 크다고 알려졌다.¹⁸³⁾ 론스타 펀드는 외환위기 후 1998년 자산관리공사로부

182) 『聯合뉴스』, “외환은행장, 매각계약 연장여부 수일내 결정”, 2006. 9. 18. 기사 참조.

183) 『서울經濟新聞』, “론스타, 또 대형 M&A 나서나 촉각”, 2006. 5. 17. 일자 기사 참조.

터 부실채권 5600억원어치를 사들이면서 한국에 첫발을 내디뎠으며 그 이후 스타타워 빌딩(2001년), 극동건설 및 외환은행(2003년)을 인수하는 등 약 10조원을 한국에 투자하였다. 지난 2001년 6월 사들인 스타타워 빌딩의 경우, 2004년 12월 9000억원 이상의 가격에 싱가포르투자청(GIC)에 팔아 3년 6개월여만에 2000억원 이상의 차익을 올렸다. 2003년 10월말에는 12억 달러(당시 환율로 1조 4000억원)을 투입해 株當인수가격 4000원에 외환은행을 인수하는 등 한국에서 외국투자자본 중 가장 활발하게 움직이고 있다. 이번에 대규모 펀드조성을 한 것도 한국에서의 이러한 막대한 투자성과에 따른 것이었다.

이에 따라 2006년 2월, 이주성 국세청장은 국회 재경위에서 “론스타에 대해 최대한 과세하겠다.”는 방침을 밝히고 법적으로 불충분한 제도를 갖추었음에도 불구하고 “분명히 검토해서 현행법상 과세할 수 있는 것은 최대한 과세해 나가겠다.”고 말했다.¹⁸⁴⁾ 그러나 이것은 투기자본에 대한 ‘法定’ 이전에 ‘租稅政策’으로 보완해 나가겠다는 정부의 다소 전향적인 의사표현일뿐 근본적인 대책이라고는 할 수 없는 것이다.

결국 구체적인 입법과 이를 통한 체계적인 규제나 정책이 더욱 시급한 실정이다. 단기투기자본은 경제의 가장 중요한 주체인 기업에 설비투자를 외면하도록 강요하여 기업의 성장에 부정적 영향을 끼친다. 다시말해 단기 외국자본은 자신이 투자한 자금의 투자이익을 회수하는 데만 관심이 있고 그 기업의 가치상승과 발전을 통한 국가경제에의 기여라는 목표에는 무관심하다는 데 문제가 있는 것이다. 따라서 국가경제에 도움이 되지 않는 단기투자자본의 행태를 금융자유화를 훼손하지 않으면서, 국가 전체의 이익에 순기능을 발휘하기 위해 어떠한 방식으로 이끌어 나갈 것인가 하는 것이 중요한 과제가 된다.

구체적으로 한국은행 자료에 따르면 제조업의 경우 외환위기 이전에는 설비투자재원의 75% 이상이 차입금 등 외부자금에 의존했으나 2003년과 2004년에는 기업 자체의 이익잉여금 등 내부자금에 대한 의존도가 84%에 달했다. 이것은 외국자본의 간섭이 극심했던 IMF직후보다 시간이 흐를수록 기업내부자금이 충실해지고 자기자본에 의한 설비투자가 증가한 것을 반증한다.

184) 『聯合通信』, 2006. 2. 15. 기사 참조.

<표 7> 製造業 設備投資 財源의 조달비중 추이

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
제조업	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
외부자금	75.6	76.0	66.4	37.3	25.4	21.9	19.9	16.0	15.6
차입금	72.8	72.6	57.7	25.2	23.1	19.2	19.6	15.8	15.4
(회사채)	23.7	20.1	27.3	8.8	6.8	8.5	4.0	3.8	3.9
(금융기관)	33.2	34.7	20.4	11.7	12.0	8.0	12.7	10.3	11.1
주식	2.8	3.4	8.7	12.1	2.3	2.7	0.3	0.2	0.2
내부자금	24.4	24.0	33.6	62.7	74.6	78.1	80.1	84.0	84.4

자료 : 한국은행, “最近의 設備投資 動向과 特徵”, 『한국은행 보도자료』, 2004. 7. 27, p. 4, <표> 참조.

즉 이러한 현상은 외국계 단기자본이 대주주로 등장한 은행 등의 달라진 대출형태를 보면 알 수 있다. 뉴브릿지 캐피털펀드가 경영권을 인수한 제일은행, 칼라일이 인수했다가 2004년 말 시티그룹에 매각한 한미은행, 론스타펀드가 대주주인 외환은행 등 굵직한 대출은행들이 단기투기자본에 의해 운영되고 있다는 점이 상당부분 원인이 되고 있다. 외국자본이 지배하고 있는 은행은 기업의 구조조정 과정에서 ‘무임승차’하려는 모습을 보여왔다. 금융시장에서 무임승차는 금융시장의 안정에 따른 이익은 누리면서 금융시장이 불안정하거나 불안정하게 만들 요인이 발생했을 때는 해결하기 위한 노력을 외면하는 것을 말한다.¹⁸⁵⁾

2003년 회사채 시장이 불안정해지면서 流動性 危機에 빠진 LG카드의 처리를 둘러싸고 외국계 자본이 지배한 은행들은 무임승차의 행태 그 자체였다. LG카드는 존속가치가 청산가치보다 큰 기업이고 준금융기관적 성격을 지녔으며, LG카드가 발행한 카드채의 보유자는 시중 금융기관이었다는 점에서 LG카드의 청산은 SK글로벌 사태로 위축되었던 금융시장의 안정을 뒤흔들 수 있는 결정적인 사안이었다. 하지만 외국계 자본이 1대주주로 있는 은행들과 국민은행은 주주가치를 내세우며 LG카드의 청산을 막으려는 금융당국의 노력을 외면했다. 이들은 여신을 자본으로 바꿔 출자토록 하고, 일정한 비율에 따라 추가여신을 공급해 LG카드의 청산을 막고 금융시장의 안정을 도모하려는 금융당국의 노력에 반대했다. 하이닉스가 유동성 위기에 빠졌을 때 외국계 자본이 지배하는 제일은행이 정부의 시장안정 노력에 반기를 든

185) 김용기, “金融의 公共性과 金融規制”, 이찬근외 지음, 『한국경제가 사라진다』, 21세기북스, 2004, pp. 143~165.

것과 같은 맥락이다.

또한 외국계 자본 금융기관들은 企業貸出을 줄이는 대신 家計貸出을 증가시켰다. 외환위기 이전에 원화대출 중 가계대출이 20% 이하에 머물던 제일은행의 경우, 뉴브릿지 캐피털 펀드가 경영권을 인수한 2000년 이후 가계대출의 비중이 급격히 증가해 2003년 말 현재 67.8%에 달했다. 칼라일이 인수했다가 최근 씨티그룹에 인수된 한미은행의 경우 2003년 말 현재 원화대출 중 가계여신 비율이 45.9%에 달했다. 또 이들 외국계 은행을 중심으로 시중은행의 中小企業 貸出은 큰 폭으로 감소했다.¹⁸⁶⁾ 이것은 2003년 이후 기업의 투자감소로 나타난 경기의 급격한 냉각을 불러일으킨 주된 원인이 되었다.

우리나라 8대 시중은행 중 한미·제일·외환은행이 외국계의 손에 넘어가 있고 국민·하나·신한은행의 외국주주 지분율은 60~80%에 이르고 있다. 그러나 외국계자본이 우리나라 국민경제에 기여한 것은 별로 찾아볼 수 없다. 정영식 삼성경제연구소 박사는 “家計貸出을 늘려 위험을 줄이는 구조로 바꿨다는 것 외에는 달리 기여한 바를 찾기 힘들다.”고 주장한다. 실제 제일은행의 가계대출 비중은 1999년 24.4%에서 5년 후인 2004년 말 70.7%로 치솟았고 한미(현 씨티)은행의 가계대출 비중도 1999년 말 20.3%에서 2004년 말에는 47.8%로 올라갔다. 같은 기간에 중소기업 대출 비중은 53.1%에서 41.8%로 떨어졌다. 론스타가 대주주인 외환은행은 가계대출 비중이 2001년 말 33.5%에서 3년만에 40.5%로 높아졌다. 국내 은행들도 보조를 맞추면서 2004년 한해 동안 가계대출은 22조원가량 늘어난 반면 중소기업 대출은 7조원가량 증가하는 데 그쳤다. 그러다 보니 시중에 돈은 풍성한데 기업들은 돈을 구하는데 어려움을 겪었다.

이처럼 외국투기자본에 대해 막대한 자본이득을 안겨준 것은 ‘國富流出 論難’을 일으키지 않을 수 없었다. 그러나 금융감독위원회와 금융감독원 등 금융감독 당국은 이를 규제하기 어렵다는 입장을 보이고 있다. 외국인 투기자금이라 하더라도 감독당국의 제도적 기준에만 어긋나지 않으면 규제가 불가능하기 때문이라는 것이다. 외환위기 이후 금융규제는 긍정적 측면이 사라지고 부정적 측면만 남았다. 우선 과거 금융억압을 중심으로 한 개발경제체제를 전면적으로 부정함에 따라 公共的인 金融監督이 급속하게 위축되었다. 당국의 필요불가결한 시장실패에 대한 교정조치 관

186) 조복현, “銀行經營의 形態變化와 經濟的 效果”, 이찬근외 지음, 『한국경제가 사라진다』, 21세기 북스, 2004, pp. 117~142.

치라는 이름으로 매도되었고, 이에 따라 당국의 시장안정을 위한 선제적 감독은 자취를 감췄다. 빈 자리는 은행업 경험이 없는 외국계 투기자본이 차지했다. 이들은 市場과 株主價値를 내세우며 進入障壁에 따른 기존 은행업자의 ‘地代를 추구 (rent-seeking)’하는 반면 은행이 해야 할 ‘公共的 機能’은 외면했다. 대우채, 하이닉스, LG 사태 등 금융시장의 붕괴를 초래할 만한 사안이 벌어질 때마다 특정 외국계 지배 금융기관들은 시장과 주주가치를 내세우며 금융당국에 대항했다.

영국 파이낸셜 타임즈는 2004년 10월 ‘한국은 외국 투자회사의 즐거운 놀이터’라는 제목하의 기사에서 외국자본이 한국시장에서 금융에 이어 산업자본마저 넘보고 있다고 지적하였다.¹⁸⁷⁾ 실제 한국소주시장의 ‘자존심’인 진로를 비롯하여 대한통운, 동아건설, LG카드 등 외환 위기 이후 구조조정에 성공한 일반기업에까지 진출하려고 있다. 한국내 기업은 외국계자본에 비해 자본력이 떨어질 뿐 아니라 出資總額制限이나 金融會社의 議決權 制限, 同種業界 企業引受 禁止 등 각종 규제에 묶여 외국투기자본이 공격을 막아낼 엄두를 못 내고 있다. 예금보험공사가 1998년 이후 2003년까지 매각한 부실채권의 98.5%를 외국자본이 인수한 것이 이를 단적으로 말해주고 있다.

187) 2004년 10월 21일 영국의 경제신문 파이낸셜타임스는 ‘한국은 외국인 투자자들의 즐거운 놀이터’란 내용의 기사를 실었다. 원문에는 ‘놀이터’란 직접적 표현은 없었으나, 한 미국인 사업가의 말을 인용, “외국인들이 한국에서 신나게 즐기고 있다(Foreigners are having a field day in South Korea.)”는 말과 함께 구체적 사례들을 제시했다. 『헤럴드 경제』, 2004. 12. 3, A6면 참조.

<표 8>外國資本의 國內銀行 投資(評價)利益 成績表¹⁸⁸⁾

투 자 자	투자자본	투자시점	회수시점	투자(평가)이익
콜드만삭스	국민은행 5억달러	1999. 5	2002. 6~ 2003. 9	9,105억원
뉴브릿지	제일은행 51%	1999.12	2005. 1	1조1,501억원
알리안츠	하나은행 12.5%	2000. 4	현지분율 5.13%	1,717억원 *
칼라일	한미은행 35.7%	2001.11	2004. 2	6,646억원
스탠다드차타드	한미은행 9.7%	2003. 8	2004. 4	1조2,541억원
론스타	외환은행 51%	2003.10	-	1조3,376억원 *

자료 : 『朝鮮日報』, “외국자본의 국내은행 투자평가이익”, B2면, 2005. 1. 25,

<표> 참조

상대적으로 국내자본은 여러가지 國內規制와 資本力の 취약으로 인해 외국자본에 대항하기 힘들다. 오히려 외국계자본에 대해서는 상대적 편의를 제공하고 있다. 「은행법」상 외국인이 국내 은행지분을 4% 이상 인수하기 위해선 외국에서 은행, 증권, 보험업을 영위하는 ‘회사’이거나 금융지주사여야 한다. 그런데 뉴브릿지 캐피탈과 론스타는 모두 금융활동을 하는 펀드일 뿐 금융회사가 아니다. 이같이 미흡한 자격요건을 해결해준 것이 바로 ‘예외승인’이었다.

한국을 포함해 각국은 「은행법」을 통해 은행의 일정지분 이상을 보유할 수 있는 자의 자격을 엄격히 제한하고 있다. 이는 은행업을 영위하는 것 자체가 수익을 보장하고, 잘못 운영할 경우 경제에 미치게 될 막대한 부작용을 우려하기 때문이다. 은행법 제2조(定義)는 大株主를 은행 주식의 10% 이상을 보유하고 있거나 10%에 미치지 못하더라도 4% 이상의 주주로서 최대주주인 경우 혹은 은행의 주요 경영사항에 ‘事實上 影響力’을 행사하는 주주를 대주주로 규정하고 있다.¹⁸⁹⁾ 이러한 「은행

188) <표>는 외국자본의 투자평가 이익을 매입자금에서 매각대금을 뺀 금액으로 환산한 것이고, *는 2005년 1월 13일 證券市場 각 은행의 終價를 기준으로 환산한 것임.

189) 「銀行法」 제2조(定義)

10. “大株主”라 함은 다음 각목의 1에 해당하는 자를 말한다. <신설 2002. 4. 27.>

법」은 뉴브릿지 캐피탈이 지배하는 제일은행과 과거 칼라일이 지배한 한미은행, 그리고 최근 론스타가 지배하고 있는 외환은행과 같이 은행의 形式的 大株主가 말레이시아 라부안이나 북대서양 버뮤다의 조세피난처에 존재하고 있는 페이퍼컴퍼니 (paper company)¹⁹⁰⁾일 때 그 페이퍼컴퍼니를 지배하는 實質的인 大株主를 감독하지 못하는 약점이 있다.

우리나라의 경우 실질적인 대주주에 대한 파악이 미흡한 것으로 보인다. 외국투자자본 뉴브릿지 캐피탈이 ‘실질적으로’ 지배하고 있는 제일은행 대주주에 대한 사실관계를 따져보면, 주주명부상 제1대주주는 말레이시아 라부안에 소재하는 페이퍼컴퍼니 KFB뉴브릿지였고, 이 페이퍼컴퍼니는 다시 케이먼 아일랜드¹⁹¹⁾에 소재한 페이퍼컴퍼니 KFB케이먼 홀딩스컴퍼니가 100% 소유하고 있다. 즉 미국 샌프란시스코 소재 KFB뉴브릿지 인베스트먼트LP는 이 케이먼 아일랜드에 있는 페이퍼컴퍼니를 直·間接的으로 100% 소유하고 있다. 그리고 KFB뉴브릿지 인베스트먼트LP는 다시 텍사스퍼시픽과 블럼캐피탈 파트너스 등과 같은 투자회사가 지분참여하고 있다. 현 「銀行法」에 따르면, 은행 지분의 10/100 이상을 보유하고 있는 대주주의 지분이 1/100 이상 변동할 경우 금융감독원에 신고하도록 하고 있다.

2002년 10월 「日本經濟新聞」은 소프트뱅크(Soft Bank)¹⁹²⁾가 뉴브릿지 펀드 지분 30%를 매각하였다고 보도하였다. 그런데 뉴브릿지 펀드는 바로 우리나라의 제일은행 지분 51%를 보유한 대주주였다. 따라서 이는 소프트뱅크가 KFB뉴브릿지 인베스트먼트LP의 지분을 30% 소유하고 있었다는 것으로 해석된다. 한국 금융당국이 같은 사실을 전혀 모르고 있었고 만약 한국은행법이 미국이나 독일과 같이 직·간접적으로 은행을 소유하는 자를 대주주로 판단하고 감독했다면, 제일은행의 경영

가. 金融機關의 株主 1인을 포함한 동일인이 금융기관의 의결권 있는 발생주식총수의 100분의 10 [전국을 영업구역으로 하지 아니하는 금융기관(이하 “지방금융기관”이라 한다)의 경우에는 100분의 15]을 초과하여 주식을 보유하는 경우의 當該 株主 1인

나. 金融機關의 株主 1인을 포함한 동일인이 금융기관(지방금융기관을 제외한다)의 의결권 있는 發行柱式總數(제16조의 2제 2항의 규정에 의하여 의결권을 행사할 수 없는 주식을 제외한다)의 100분의 4를 초과하여 주식을 보유하는 경우로서 당해 동일인이 最大株主이거나 대통령령이 정하는 바에 따라 임원의 임면 등의 방법으로 당해 금융기관의 주요 경영사항에 대하여 사실상 영향력을 행사하는 자인 경우의 當該 株主 1인

190) 페이퍼 컴퍼니(paper company)란 물리적 실체없이 서류형태로만 존재하는 회사이다. 특히 금융거래에서 많이 활용되고 있다.

191) 케이먼 아일랜드는 영국령으로 카리브해에 위치한 세금회피지역(Tax Haven)이다. 앞의 조세피난처 설명 참조. 강경숙, *supra* 주) 103, p. 5 참조.

192) 일본의 대표적 인터넷계 홀딩 컴퍼니(지주회사)로서 국제투자도 담당하고 있다.

에 중대한 영향을 미쳤을 소프트뱅크의 제일은행에 대한 지배와 이의 매각에 대해 사전에 인지하여야 했고, 그 매각 자체가 금감위의 承認事項이 되어야 했던 것이다.

한미은행의 경우에도 처음 칼라일은 5000억원을 투자해 한미은행 지분의 34%를 취득하겠다는 의사를 금감위에 밝혔으나 거절당했다. 그 이유는 10%가 넘는 지분은 금융감독당국의 許可事項인데, 칼라일은 「은행법」상 대주주가 될 수 있는 금융기관이 아니기 때문에 허용할 수 없다는 것이었다.¹⁹³⁾ 이후 칼라일은 미국계 투자은행 JP모건과 공동으로 한미은행의 주식예탁증서(DR)를 인수하는 방식으로 한미은행의 대주주가 되는 형식을 금감위에 제안했으나, 금감위는 JP모건의 지분이 과반수여야 한다는 전제를 내세웠다. 결국 칼라일은 2000년 9월 8일 「은행법」상 조건을 충족시키는 방식으로 JP모건과 컨소시엄을 구성해 한미은행의 지분 36.55%를 인수했다. 하지만 컨소시엄의 대주주는 JP모건이 아니라 칼라일이었는데 이것은 예외사항이 아닌 편법이 아닐 수 없다. 실제로 컨소시엄이 한미은행을 인수한 뒤 이 은행을 지배한 것도 칼라일이었고, 그 후 씨티그룹에 한미은행을 매각한 것도 칼라일이었다. 이러한 외국계 투기자본의 편법도 ‘直·間接 支配라는 實質的 監督條項’이 있었다라면 불가능한 일이었다.¹⁹⁴⁾

더욱더 문제가 되는 것은 외환은행의 론스타에 대한 매각이다. 이 또한 한미은행의 경우와 같이 은행 大株主 適格性 審査가 편법적으로 이뤄진 사례다. 한미은행의 경우 형식적으로 「은행법」상 기준을 맞추기 위해 노력하는 자세라도 취했지만 이 경우는 그조차 하지 않았다. 「은행법」 제15조는 외국인이 금융기관의 지분을 10% 이상 보유하기 위해서는 외국 금융회사이거나 외국 금융회사의 지주회사일 것을 요구한다. 하지만 외환은행을 인수한 론스타 펀드는 여기에 해당되지 않았다.

금융감독당국의 해명에 따르면, 「은행법 시행령」 제8조 2항¹⁹⁵⁾에 따라 “금융감독

193) 「은행법」 제16조의2 ② 제1항의 규정에 불구하고 비금융주력자가 제1항에서 정한 한도(지방금융기관인 경우를 제외한다)를 초과하여 보유하고자 하는 금융기관의 주식에 대한 의결권을 행사하지 아니하는 조건으로 재무건전성 등 대통령령이 정하는 요건을 충족하여 금융감독위원회의 승인을 얻은 경우에는 제15조제1항 각호외의 부분 본문에서 정한 한도까지 주식을 보유할 수 있다.

③ 다음 각호의 1에 해당하는 비금융주력자에 대하여는 제1항 및 제2항의 규정에 불구하고 제15조 제1항 각호외의 부분 본문 및 동조 제3항의 규정을 적용한다.

1. 2년 이내에 비금융주력자가 아닌 자로 전환하기 위한 계획(이하 ‘전환계획’이라 한다)을 금융감독위원회에 제출하여 승인을 얻은 비금융주력자

194) 김용기, *supra* 주) 185, pp. 151~163 참조.

195) 「은행법 시행령」 제8조(주식보유 승인의 방법 및 절차) ② 금융감독위원회는 금융산업의 구조개선에 관한 법률 제2조제3호의 규정에 의한 부실금융기관의 정리 등 특별한 사유가 있다고 인정되는 경우에는 제5조의 요건을 갖추지 아니한 경우에도 그 승인을 할 수 있다. [개정 2002. 8. 21.]

위원회는 금융산업의 구조개선에 관한 법률 제2조 제3호의 규정에 의한 부실금융기관의 정리 ‘등’ 特別한 事由가 있다고 인정되는 경우에는 제5조의 요건(금융회사일 것)을 갖추지 아니한 경우에도 그 승인을 할 수 있다.”는 규정 중 ‘등’을 적용했다고 한다. 다시 말하면 외환은행은 부실금융기관은 아니지만 그와 유사한 ‘...등 특별한 사유가 있다고 인정’했기 때문에 론스타에 의한 자본의 투입을 인정했다는 독특한 해석을 내리고 있다. 론스타 역시 금융기관이 아니기 때문에 외환은행의 대주주가 될 자격이 없었으나 금감위는 부실금융기관의 정리 등의 특별한 사유가 인정된다고 판단하여 외환은행 인수를 승인하였다는 것이다. 그러나 2004년 國政監査資料에 의하면, 론스타 펀드는 북대서양에 있는 버뮤다에 페이퍼컴퍼니 2개를 세우고 벨기에를 경유해 외환은행을 소유한 것으로 밝혀졌다. 론스타의 외환은행 인수와 관련된 문제점은 현재 금융감독위를 상대로 행정소송을 제기 중인 투기자본 감시센터(Spec Watch Korea) 등 여러 시민단체에서 제기하고 있는 상황이다.

이러한 주장은 외환은행이 부실금융기관으로 인정되기 위해서는 외환은행에 대한 정밀한 실사 등 일정한 절차를 거쳐야 하나 이러한 절차가 없었고, 외환은행 매각이 이루어진 2003년 하반기 당시 외환은행은 당기순이익이 개선되는 등 잠재적 부실도 해결될 수 있는 상황이었다는 것이다.¹⁹⁶⁾ 또한 2003년 하반기 당시 론스타 자금 없이는 국제결제은행(BIS) 기준 자기자금비율이 4.4%로 떨어졌을 것이라는 정부의 주장은 BIS비율 계산 때 분자가 되는 자기자금에서 론스타 자금을 이중차감해야 가능하다는 의문도 제기되었다.¹⁹⁷⁾ 이처럼 론스타의 외환은행의 인수의 불법성 여부에 대해서는 계속적으로 논란의 여지가 있으며 당시 외환은행 경영진에 대한 ‘善管義務 내지 忠實義務’ 논란도 제기되었다.¹⁹⁸⁾

196) 이대순, “외환은행 매각의 법률상 문제”, 금융경제연구소 주최 투기자본 국민대토론회 발표자료, 2004.

197) 『聯合뉴스』, 2006. 5. 7. 이에 따르면, 론스타 자금을 두 번 뺀 자기자본 1조 8천205억원을 론스타 자금을 한번만 뺀 위험가중자산 41조 204억원으로 나눠 BIS 비율 4.4%를 계산한 것이다. 분자와 분모를 똑같이 1조 584억원을 뺀 경우 BIS 비율은 6.98%로 7%에 가까운 비율이 나온다고 주장한다.

198) ‘선관의무 및 충실의무’는 「상법」에 있는 용어로서, 선관의무는 선량한 관리자로서 사무를 처리할 의무, 즉 직무를 수행할 때 법령을 준수해야 하는 소극적 의무와 항상 회사에 최선의 이익이 되는 쪽으로 노력해야 한다는 적극적 의무를 포함한다. 충실의무는 1998년 상법개정 당시 도입되었는데, 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위해 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다는 것이다. 회사와 경쟁관계에 있는 거래를 하지 말아야 한다거나 회사의 영업상 기회를 자신의 이익으로 활용하여서는 안 된다는 의무 등이 포함된다. 논의의 쟁점이 되는 경영진의 책임문제는 이사가 성실하게 그리고 자신의 독자적이고 합리적인 판단에 의해 회사에 최선의 이익이라고 생각되는 방법으로 임무를 수행했다면 문제가 없다고 할 수 있다. 이와 관련해 법원은 그 잘못을 탓할

한편, 론스타는 당초 약속과는 달리 미국의 「은행지주회사법」 적용을 회피하기 위해 외환은행의 미국지점을 폐쇄하였다. 미국 「은행지주회사법」상 은행의 실질적 대주주는 지배구조를 공개할 의무가 있는데, 론스타는 그들의 자산구성이나 주주구성이 공개되는 것을 막기 위해 외환은행의 미국 지점을 폐쇄한 것이다. 국내 대표적인 외국환은행으로서 대외금융업무에 상대적인 강점을 지닌 외환은행의 입장에서 미국지점의 전면 폐쇄는 동 은행의 발전을 위해 결코 바람직하지 않는 조치라고 할 수 있다.

또 하나의 문제점은 資本利得에 대한 課稅에 관한 것인데, 칼라일의 경우 한미은행 지분의 36.55%를 주당 6500원 수준에 매입한 후 이를 2.25배 오른 1만5500원에 씨티그룹에 매각하였는데 이를 통해 칼라일이 거둬들인 자본이득은 6600억 원에 달하는 것으로 추산된다. 하지만 대규모 차익실현에 따른 讓渡所得 관련 세금은 국가간 「이중과세방지협정」에 따라 외국자본의 居住地(本社 所在地國)에만 내도록 돼 있다. 이에 따라 칼라일은 10% 안팎에서 할인 적용되는 배당관련 세금만을 부여받았고, 아주 적은 거래세와 농어촌특별세 등만 납부했다. 국내 기관투자자도 주식거래의 차익에 대한 세금을 직접 납부하는 것은 아니다. 하지만 이들의 차익은 歲前收益으로 처리돼 法人稅를 통한 間接的인 과세가 이뤄지고 있다. 칼라일의 자본이득에 대해 과세를 할 수 없는 문제점은 향후에도 뉴브릿지 캐피탈과 론스타가 제일은행과 외환은행의 지분을 매각하는 과정에서 동일하게 발생하고 있다. 이와 관련해 일본이 최근 ‘公的資金’이 투입된 기관에 투자해 수익을 얻을 경우 세제혜택을 주지 않는, 이른바 「신세이 조항」¹⁹⁹⁾을 2004년 미국과의 「조세조약」에 넣은 것으로 알려졌는데 우리도 이러한 대응이 가능한지 검토해야 할 것이다.

그리고 과세문제 이외에도 외국계 자본이 1대주주인 은행의 경우 외국은행인 것처럼 행세하며 은행의 공공성을 무시하는 것도 문제이다. 분명한 것은 제일은행과 한미은행, 그리고 2004년 말 씨티그룹에 인수된 한국씨티은행(구 한미은행)은 한국

수 없다는 영미법상의 ‘경영판단 법칙(business judgement rule)’을 따르고 있다. 효율성이라는 사후적인 잣대로 당시의 이사 판단을 재단할 수 없다는 것이다. 이런 점에서 ‘경영판단의 법칙’은 우리나라 상법에서도 준용된다.

「상법」 제382조의3(이사의 충실의무) 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다. [본조신설 1998. 12. 28.]

199) 일본이 미국과 2004년 租稅條約을 개정한 것으로 公的資金이 들어간 기업이나 공기업에 투자하여 수익을 얻는 경우에는 세금을 부과할 수 있도록 한 규정이다. 자세한 것은 후술하는 ‘국제법적 규제’에서 살펴보겠다.

의 「은행법」에 따라 한국정부가 라이선스를 내준 한국의 시중은행이라는 점이다. 이들의 영업기반 또한 외국이 아니고 한국이며, 이들이 잘못되었을 때 불안정에 따른 부작용 또한 고스란히 한국의 몫이다. 그럼에도 불구하고 일부 외국계 자본지배 은행과 같이 은행장을 외국인으로 선임하고, 이사의 다수를 외국인으로 선임하며, 심지어 이사회를 영업기반도 없는 외국에서 여는 행위는 다른 어느나라에서도 전례를 찾아볼 수가 없는 것이다.

이제부터는 국내자본의 대항력을 기르기 위해서도 사모펀드 육성 등이 필요하며 국제적인 기준에 부합하고 효과적인 規制制度의 法制化 또한 필요하다. 앞에서 본 바와 같이 외국자본의 大株主資格 審査強化, 외국인 職員數와 理事의 國籍條項 導入 등을 적극적으로 법제화하여야 할 필요성이 대두되고 있다.

4. 제2금융권에 대한 단기투자 유형

외국 투기자본은 제2금융권으로 분류되는 증권, 투신, 카드업종에 단기차익을 노리며 진입하였는데 그 폐해는 은행보다 더욱 심하다고 할 수 있다. 아울러 문제는 이러한 외국투기자본의 투기행태를 국내 금융자본들도 앞다투어 모방한다는 데 있다.

단기펀드인 BIH펀드는 코리아 온라인 리미티드(Korea on Line, 이하 KOL)²⁰⁰라는 이름으로 1998년 3월 대유증권을 인수했다. 당시 인수가격은 주당 8000원으로 692억원에 매입(자본총계 1730억원/절반가격에 매입)했고, 그 후 149억원을 추가로 투입해 21.5%의 지분을 더 매입했다. 당시 KOL의 대유증권 인수 총액은 1100억원이었다. 그 후 KOL펀드는 바로 高額配當으로 투자자금을 회수하기에 나섰다. 2000년 3월에는 액면가 1000원 주식에 대해 한 주당 700원의 배당을 결의해 액면가 대비 70% 초고액 배당을 실시, 초기투자금 중 204억원을 배당으로 회수했다. 일은증권 인수는 2000년 11월에 이루어졌다. 주당 1만6000원, 1093억원으로 48.8%의 지분을 확보했다(자본총계 2677억원/절반가격에 매입). 그 후 KOL은 2002년 1월 리젠트증권(구 대유증권)과 일은증권을 합병시켜 브릿지증권을 출범시켰다.

200) KOL은 영국의 투자회사인 리젠트퍼시픽그룹이 한국에 투자하기 위해 1998년 2월에 설립한 지주회사이다. 주주구성엔 리젠트그룹 40%, MCI코리아 15.6%, 위스콘신 연기금 15.6% 등으로 되어 있다. 장화식, *supra* 주) 181, p. 169 참조.

합병 후 BIH펀드는 213억원 규모의 自社株를 매입하여 소각했고, 이러한 자사주 매입과 소각으로 대주주 지분율은 2002년 49.7%에서 2004년 5월 70.9%로 상승했다. 그리고 2002년 1월부터 2003년 8월까지 세 차례 유상감자로 443억원을 회수했다. 그러나 이에 그치지 않고 2004년 5월 주주총회를 통해 無償増資, 有償減資를 결의했다. 유상감자 재원 마련을 위해 브릿지증권 여의도와 을지로 사옥을 매각했고, 이를 통해 714억원의 현금을 확보했다. 그리고 무상증자 후 유상감자를 통해 1350억원을 회수했다. BIH펀드의 총 투자금액은 2200억원이었고, 고액배당과 유상감자를 통해 1997억원을 회수했으니 90%가 넘는 투자자금 회수율을 기록한 것이다. 그런데도 BIH펀드는 여전히 브릿지증권의 대주주 자격을 유지하고 있다.

BIH펀드는 超高率 配當, 上場廢止 시도, 自社株 소각, 無償増資와 有償減資 등 모든 수단을 동원해 브릿지증권의 자본금을 자신들의 이익으로 만들면서 노동자들을 희망퇴직이라는 이름으로 거리로 내몰았다. 이 과정에서 금융당국은 브릿지증권의 유상감자시 ‘감독당국의 개입은 자본주의의 근간을 해치는 것’이라며 투기자본의 행태를 암묵적으로 지원했다. 또한 주주의 권리앞에 모든 것을 종속시키는 행정을 펼침으로써 금융기관이 안정적으로 성장할 수 있는 기회를 저버리고 책임을 회피하고 있는 실정이다.²⁰¹⁾

한편, 조세피난처인 말레이시아의 라부안을 통해 들어온 H&Q(Hambrecht & Quist Group, 햄브리트 앤드 퀴스트)²⁰²⁾와 IFC(International Finance Corporation, 국제금융공사)²⁰³⁾는 1999년 주식할인발행 방식으로 쌍용증권의 경영권을 인수했다. 이들은 당시 액면가 5000원의 주식을 발행가 1250원에 사들였다. 회계처리상 주식할인발행차금의 계상으로 배당이 불가능한 상태에서 주가가 액면가 이상으로 상승하자, 장내매각을 통해 일부지분을 정리하고 원금을 회수했다. 그리고 2002년 마침내 신한금융지주에 주당 7200원에 매각함으로써 4년이 채 안된 기간 동안 5배 정도의 차익을 얻고 한국을 떠났다. 그럼에도 이들은 세금회피지역인 라부안을 통해 자금을 들여왔기 때문에 「이중과세방지협정」에 따라 미국계 증권 투자은행인 H&Q가 투기자본이 즐겨쓰는 우회방식의 투자로 쌍용증권을 인수한 후 처분 과정에서

201) *Ibid.*, pp. 166~179 참조.

202) H&Q는 샌프란시스코에 근거를 둔 증권 투자은행이다.

203) 國際金融公社 IFC는 世界銀行 산하 투자기관으로 당시 7억5000만 달러의 아시아구조조정 펀드를 만들어 2억5000만 달러를 한국에 투자한다고 발표했고, 추가로 1억 달러를 미국계 투자회사인 H&Q사를 통해 한국에 투자하겠다고 발표했다. 『聯合뉴스』, 2002. 3. 12. 기사 참조.

1844억원 정도의 차익을 챙기고도 讓渡所得稅를 한 푼도 내지 않았다. 그 후 세무조사를 둘러싸고 국세청과 공방을 벌이기도 했고, 세무조사를 한다는 이야기가 나돌았으나 정확한 내용은 밝혀지지 않고 있다.

또한 세계적인 투기자본가 조지 소로스가 운영하는 퀴텀펀드는 1999년 총 5000만 달러(한화 약 675억원)을 투자해 서울증권의 지분을 약32% 확보하면서 경영권을 장악했다. 이 당시 소로스는 헤지펀드의 실체에 대한 우려를 의식해 투자전문회사로 서울증권을 키워나갈 것이며, 선진 금융시장의 노하우를 전수하겠다는 뜻을 밝혔다.

하지만 곧바로 투자자금 회수에 나섰다. 2002년 3월 고액배당의 정보로 주가가 급등하자, 보유지분의 일부(350만 주, 6.28%)를 시간외 매매를 통해 주당 8530원에 처분함으로써 단타매매로 인한 자본이득을 취했다. 뿐만 아니라 대주주의 지위를 이용해 주당 1500원(액면가 2500원, 배당률 60%)이라는 고율배당을 실시했다. 2001 사업년도 당기순이익 471억원에 801억원(배당성향 170%)이라는 업계초유의 배당을 실시하였고, 전체 투자지분 675억원 중 배당과 보유지분을 일부를 처분함으로써 이미 513억원을 회수해 나간 것이다. 이를 환차익까지 고려한 투자자금 회수율을 살펴보면, 투자원금 675억원(5000만 달러)을 투자하던 1999년 당시의 환율은 1350원이었고 투자금 4300만 달러(513억원)을 회수한 2002년 당시 환율은 1200원이었으니, 투자자금 회수율은 투자원금 대비 85% 이상이 된다. 또한 소로스는 다른 투기자본의 자본회수 전개과정에서 보여주는 양상과 마찬가지로, 보유 중인 부동산 매각을 통해 현금을 확보하고 있다. 2004년 6월에 데카 임모빌리언사(Deka Immobilien Investment)와 서울증권 본사 사옥매각 관련 LOI(Letter of Intent)²⁰⁴를 체결했으며, 매매대금은 947억5,000만원으로 알려졌다. 결국 영국과 아시아 지역의 금융위기를 초래했던 전세계 헤지펀드의 대표적 단기투기꾼 조지 소로스는 초기자금 675억원을 투자해서 고율배당과 주식매각으로 513억원을 회수하고, 자기자금 투여없이 건물매각 대금으로 대한투자신탁증권을 인수하기까지 나섰다.

카드업종에서 투기자본들은 또 다른 양상을 보이는데, 홍콩의 올림푸스 캐피탈은 1999년 11월 외환은행으로부터 외환카드 지분 42.7%를 1,900만 달러(1,380억원), 1주당 8,500원에 매입하였다. 그리고 재무, 회계, 위험관리, 마케팅 등 핵심 4개 부서에 자신들의 경영진 4명을 파견해 경영을 장악했다. 2001년 12월, 기업이 상장되고

204) LOI는 인수의향서. 주로 MOU의 전단계로 활용된다.

올림푸스 캐피탈의 지분은 37.7%(1,567만 주)가 되었다.

2003년 3월의 제1차 신용카드 사태의 종합대책에 따라 대주주 증자의 몫으로 외환은행은 700억원 증자, 올림푸스 캐피탈은 500억원 증자를 5월에 결의했다. 당시 올림푸스 캐피탈은 750만 주를 증자시 인수하기로 했다고 발표했다. 그러나 실제로는 400만 주만 인수하고 나머지 350만 주는 다른 투자자에게 되파는 방식으로 넘겨 지분율이 29.4%로 낮아지게 되었다. 그리고 바로 그해 9월에는 295만 2,760주(4.63%)를 장내처분 방식으로 매도하여 지분율을 24.82%로 낮추면서 유상증자시 참여한 금액의 상당 부분을 회수하였다.

한편 외환은행을 인수한 론스타 펀드는 외환카드(주)가 영국 런던에서 발행하기로 한 2,000억원 규모의 BW(新株引受權附 社債)²⁰⁵⁾의 발행을 방해하였다. 그리고 외환카드에 대해 추가증자나 기타 어떠한 지원도 어렵다는 것을 공공연히 이야기했다. 그리고 외환카드의 2대주주인 올림푸스 캐피탈이 증자에 참여할 경우에만 추가적인 증자를 해볼 수 있다는 입장을 피력하였다. 자금을 무기로 외환은행카드와 올림푸스 캐피탈 양자를 압박하고 나선 것이다. 이 과정에서 제1차 현금서비스 중단 사태가 발행했다. 투기자본 론스타와 올림푸스 캐피탈의 머니게임²⁰⁶⁾은 한국의 금융이용자나 금융당국자는 안중에도 없었다. 이에 금감원과 금융감독위원회는 긴급히 양측을 불러 11월 19일부터 밤샘교섭을 주선하였다. 우선 론스타 펀드에게는 외환카드 합병을 하지 않고 부도를 낸다면, 외환은행에 신용카드 라이선스를 다시 부여하지 않겠다고 통보했다. 올림푸스 캐피탈에게는 카드사가 부도나면 전부 손해볼 수 있다며 적절한 타협을 중용하였다.

마침내 투기자본 상호간의 타협이 이루어졌다. 론스타 펀드는 외환카드를 외환은행에 합병하고, 올림푸스 캐피탈은 주식을 매각하기로 타협이 이루어졌다. 드디어 론스타 펀드는 외환카드 2대주주인 올림푸스 캐피탈로부터 경영권 프리미엄을 포함하여 주당 5,030원에 외환카드 지분 24.7%를 789억원에 인수하기로 합의하였다. 반

205) 신주인수권부 사채(Bond with Warrant)는 사채권자에게 사채 발행 이후에 기채회사가 신주를 발행하는 경우 미리 약정된 가격에 따라 일정한 수의 신주 인수를 청구할 수 있는 권리가 부여된 사채이다. 한국증권업협회, *supra* 주) 171, pp. 119~120 참조.

206) 2003년 11월 18일 론스타는 올림푸스 캐피탈에게 외환카드 증자에 참여하거나 외환카드를 외환은행에 합병시키고 주식을 포기하거나 둘 중의 하나를 선택하라고 요구하였다. 올림푸스 캐피탈이 론스타를 미국법정에 제소하겠다고 협박하면서 반격하자 론스타는 올림푸스 캐피탈을 압박하기 위해 제1차 현금서비스 중단사태를 발생시키는 등 우리나라에 극심한 피해를 끼쳤다. 이러한 행위는 한국의 정부당국을 무시하고 국민을 안중에 두지 않는 헤지펀드들의 횡포가 아닐 수 없다. 진승철외, *supra* 주) 3, pp. 25~26 참조.

면 론스타 펀드는 소액주주에 대해서는 20 : 1의 감자설을 흘리다가 주식매수 청구 가격을 4,004원에 결정하였다.

이처럼 외환카드 주식 인수를 둘러싸고 벌인 머니게임은 많은 시사점을 던져주고 있다. 론스타 펀드는 68.7%의 지분을 획득함으로써 상법상 감자나 합병과 관한 특별결의에 필요한 절대지분(전체의 2/3 이상)을 확보하여 합병과정에서의 비용과 노력을 엄청나게 줄일 수 있게 되었다. 결국 올림푸스 캐피탈은 자신들의 지분을 5,030원에 인도함으로써 큰 손실 없이 자본을 철수했다. 그리고 대주주로서 증자책임은 고사하고 오히려 소액주주보다 더 높은 가격에 주식을 인도하였다. 이 과정에서 론스타 펀드는 20 : 1의 감자설을 흘리면서 당시 6,700원이던 주가를 2,420원으로 급락시켜 합병가격 결정에서 엄청난 이득을 획득하였다. 결국 투기자본은 상호간의 이익은 철저히 챙기면서 근로자와 국민경제는 파탄으로 내몰았다. 2004년 6월 현재, 론스타 펀드는 외환은행 인수와 외환카드 합병으로 주가차익에서만 1조원 이상의 평가이익을 내고 있다.

최근 국내 금융시장에 새로 나타나는 현상은 국내 금융지주회사들이 자회사를 상대로 고율배당을 실시한 뒤, 이를 통해 자본을 축적하고 문어발식 확장을 통한 몸집불리기에 나서고 있다. 현재 금융지주회사이거나 금융지주회사를 지향하는 금융그룹들은 국제 투기자본이 이용하는 기법을 그대로 모방하여 국내 평균의 배당성향보다 30~40배 높은 고율배당을 하면서 자회사의 이익과 내부유보를 고스란히 가져가는 행태를 보이고 있다. 금융지주회사 계열 및 외국자본 계열의 증권회사에 일어나고 있는 배당성향은 전 세계적으로도 고율배당을 행하고 있는 미국, 일본과 비교해도 훨씬 높고, 일부 증권사의 경우에는 최소 10배 이상의 높은 배당성향을 보이고 있다.

이는 정부가 국제 투기자본의 횡포를 방관적 자세로 허용함으로써 국내 금융자본들도 단기적 이익 극대화를 위해 투기자본의 행태를 따라하면서 국내 금융시장이 완전히 투기화되고 있는 징조이다. 일각에서는 외국 투기자본의 고액배당과는 달리 자본이 해외로 유출되는 것은 아니라는 점에서 문제가 그다지 심각하지 않다고 말하기도 한다. 그러나 이 같은 고액배당은 국제 투기자본의 고액배당을 정당화시켜 주고 있으며, 나아가 회사의 가치가 모두 주주에게만 귀속되는 폐해는 국제 투기자본의 문제와 다를 바 없는 것이다. 이처럼 단기투기자본들이 短期時勢差益을 얻기 위해 보여준 행태는 국민경제에 전혀 도움이 되지 않는다. 오로지 단기시세차익을

획득하는 것만이 先進金融技法이 아님은 분명하다.

5. 敵對的 引受合併(M&A)의 유형

1) 國內事例

국내기업에 대한 적대적 인수합병의 사례는 다음의 세 가지 유형, (1) 칼 아이칸의 KT&G 매입 사건, (2) 삼성물산에 대한 헤르메스 단기매매 사건, (3) SK(주)에 대한 소버린의 경영권 위협 등을 그 예로 들 수 있다.

(1) 칼 아이칸의 KT&G 매입 사건

칼 아이칸은 처음에 정크본드(junk bond, 투기등급채권)²⁰⁷⁾ 투자로 억만장자가 된 이후 ‘기업사냥꾼(corporate raider)’으로 월가에서 악명을 높였다. 아이칸의 기업 인수합병 전력을 보면, 1985년 트랜스월드 항공(TWA)을 시작으로 석유회사 텍사코, 철강회사 USX, 식품·담배회사 RJR 나비스코 등을 매입했다. 2000년에는 제너럴 모터스(GM)를 위협했고, 2005년 3월에는 미국석유회사인 커르맥기와 ‘위임장대결’²⁰⁸⁾을 벌여 화학·석유영업 부문 매각, 자사주 매입 등을 이끌어냈다. 아이칸은 또 2005년 5월에는 비디오 대여업체인 블럭버스터를 공략해 이사자리 3석을 확보했고, 9월에는 타임위너 공략을 시도했으며, 12월에는 캐나다 호텔체인 페이몬트 인수

207) 정크본드란 신용등급이 낮은 기업이 발행하는 고위험·고수익 채권을 말한다. 원래 정크(junk)란 ‘쓰레기’를 뜻하는 말로 직역하면 ‘쓰레기 같은 채권’이다. 일반적으로 기업의 신용등급이 아주 낮아 회사채 발행이 불가능한 기업이 발행하는 회사채로 ‘고수익채권’ 또는 ‘열등채’라고도 부른다. 신용도가 낮은 회사가 발행한 채권으로 원리금 상환에 대한 불이행 위험이 큰 만큼 이자가 높기 때문에 중요한 투자 대상이 된다. 한국증권거래소, 『美國의 Junk Bond 市場』, 1997, pp. 4~5.

208) ‘위임장 대결’이란 주총에서 기존 경영자와 매수자 간의 표대결에서 벌어지는 사건을 말한다. 매수자가 공격할 때는 지분의 50%이상을 장악하는 것은 사실상 어렵기 때문에 실제로 양측은 소수주주의 의결권을 위임받아 경영권을 주장하게 된다. 평소 투자자 관리에 철저했던 기업은 우호적 소수주주들을 확보, 매수자보다 적은 지분으로도 경영권을 보장받을 수 있다. 하지만 평소 이를 소홀히 한 기업은 소액주주들이 외면하게 된다. 인수합병업계에선 ‘악덕기업은 무조건 공격하라’는 금언이 있는 것도 이같은 이유라고 볼 수 있다. 중앙일보시사미디어, 『이코노미스트』, 2006. 3. 14, p. 28.

를 시도한 자였다. 그러한 그가 드디어 2006년 2월 KT&G에 대한 공격을 시작하였는데 이것은 일본을 제외한 아시아에서 첫 번째 시도였다는 점에서 주목할 만하다.

아이칸은 새로운 금융기법을 본격적으로 활용했다는 점에서 전 세대와 달랐다. 미국 정크 본드 시장의 대부로 불리는 마이클 밀큰(Michael Milken)이 그랬던 것처럼 아이칸도 고위험 회사채를 헐값에 사 모은 뒤 되팔아 큰 돈을 벌었다. 실제로 그는 기업의 인수 자금을 마련하기 위해 마이클 밀큰과 협력하기도 했다. 1999년에는 당시 인터넷주가 날개 돋친 듯 오를 때 거품붕괴를 예상하고 ‘空賣渡 戰略’²⁰⁹⁾을 구사하는 수완도 보였다. 그의 이런 투자방식은 2000년 이후 미국의 기업사냥터를 휩쓸고 있는 윌버 로스(Wilbur L. Ross)와 커크 커코리언(Kirk Kerkorian)으로 이어지고 있다.

아이칸의 투자방식은 먼저 지분을 가진 회사에 대해 회사분할, 자산처분, 기업공개(IPO)²¹⁰⁾, 타회사 인수 등을 강력 요구한다. 이를 통해 주가를 끌어올린 뒤 적절한 시점에서 지분을 처분해 거액의 이익을 챙기는 방식을 선호해왔다. 아이칸은 KT&G를 공략할 때도 같은 방법을 쓰고 있다. 2005년말 5% 미만의 KT&G지분을 매집한 아이칸은 이 회사의 유희부동산(6000억~7000억원 추정)의 매각, 자회사인 한국인삼공사(1조2000억원 추정) 상장 등을 통한 주가 부양을 요구했다. KT&G가 이를 거절하자 아이칸은 곧바로 지분을 6.59%로 늘렸고, 경영권 참가의사를 밝혔다.

주식공개매수(Take Over Bid, 이하 TOB)²¹¹⁾란 미국 등에서 흔하게 사용돼 온

209) 말그대로 없는 걸 판다'란 뜻으로 주식이나 채권을 가지고 있지 않은 상태에서 매도 주문을 내는 것을 말한다. *Ibid.*, p. 29 참조.

210) 일정 규모의 기업이 상장절차 등을 밟기 위해 행하는 외부 투자자들에 대한 첫 주식공매를 말한다. 즉 「증권거래법」과 기타 법규에 의거하여 주식회사가 발행한 주식을 일반투자자에게 균일한 조건으로 공모하거나, 이미 발행되어 대주주가 소유하고 있는 주식의 일부를 매출하여 주식을 분산시키고 재무내용을 공시함으로써 주식회사의 체제를 갖추는 것을 말한다.

211) 공개매수(公開買受)는 경영권 지배를 목적으로 특정기업의 주식을 주식시장 외에서 공개적으로 매수하는 적대적 M&A 방식이다. 즉 특정기업의 경영권 획득을 목적으로 주식 매입기간·가격·수량 등을 미리 광고 등을 통해 제시하고 증권시장 밖에서 불특정다수인을 상대로 매수하는 것으로 다른 기업을 매수하는 경우 효과적인 방법으로 이용된다. 일반적으로 'TOB'라고 하는데 이는 영국에서 사용하는 'take over bid'의 약칭이며, 미국에서는 'tender offer'라고 한다. 우리나라 「증권거래법」에서는 '불특정다수인을 상대로 상장법인이나 유가증권등록법인이 발행한 주권·신주인수권을 표시하는 증서 및 전환사채권 등의 유가증권을 현금의 지급 또는 유가증권의 교환에 의하여 유가증권시장 외에서 매수의 청약을 하거나 매도의 청약권을 권유하여 유가증권을 매수하는 것'이라고 정의하고 있다. (「증권거래법」 제4장 유가증권의 공개매수 제21조~제27조의2 참조) 중앙일보시사미디어, *supra* 주) 208, p. 30 참조.

적대적 M&A 수법 중 하나다. 특히 아이칸이 TOB 전략으로 사용하고 있는 이른바 ‘곰의 포옹(bear’s hug)’²¹²⁾은 유명하다. 또한 아이칸은 M&A 대상 기업의 주식을 매입하기 전에 파생상품 거래를 통해 실패할 경우에 대비한 안전장치를 마련해 두기도 한다. 이른바 ‘페리 기법’으로 이 투자방식을 아시아에서 써먹겠다고 그가 공언한 바 있다.

아이칸의 KT&G 공략도 자신의 트레이드 마크인 ‘R&B(Raid and Break-up · 공격 후 분할매각)’ 기법을 충실히 따르고 있는 것으로 보인다. 명분보다 실리를 앞세우는 그의 전략이 공격대상 기업들을 잇따라 굴복시킬 수 있었던 비결이다. SK(주)를 공격한 소버린은 기업지배구조 개선이라는 명분에 매달려 우호세력 결집에 실패했지만 아이칸은 이런 점에서 다르다고 할 수 있다. 즉 그는 기업가치 제고라는 실리를 내세우고 있으며, 그만큼 약 60%에 달하는 KT&G의 외국인 지분결집이 쉽다는 점이 중요한 차이점이다.

외국계 펀드가 2년 만에 걸쳐 경영권 분쟁을 일으켰던 SK(주) 사태가 KT&G에서 재현될 것인가에 대한 관심이 대두된 것은 2006년 2월 3일이었다. 처음 2005년 6월 스틸 파트너스(Steel Partners)가 KT&G 주식매집을 개시하였고 칼 아이칸도 9월부터 주식매집을 시작하였다. 그 후에 아이칸 연합은 KT&G 지분 6.6%를 보유했다는 공시를 한 뒤, KT&G에 3인의 사외이사를 추천하며 사실상의 선전포고에 나섰다. 아이칸 연합은 KT&G측에 내세울 요구사항으로 자회사인 인삼공사 기업공개와 보유부동산 매각 등을 주장하였는데, 이를 관철시키기 위해 사외이사 후보 3인을 추천하였던 것이다. 또한 사외이사 선임 투표방식을 분리투표에서 일괄투표방식²¹³⁾으로 변경할 것을 요구하며 법원의 판단을 구하는 조치를 취하였다. 더욱 공세

212) 사전경고 없이 인수 목표 기업의 경영진에게 매수 제의서를 보내 신속한 의사결정을 요구하는 전략이다. 곰의 껴안은 상태와 같은 공포 분위기를 조성하면서 매수가격과 조건을 제시하기 때문에 경영진은 반대하기 힘들다. *Ibid.*, p. 30 참조.

213) 일괄투표제는 集中投票制라고도 하는데 우리나라에서는 일반주주들이 자신들의 의사를 대표할 수 있는 이사를 용이하게 선임할 수 있도록 함으로써 주주의 간접적인 경영참여를 지원하기 위하여 1998년 「상법」 개정으로 도입되었다. 한편 「증권거래법」은 집중투표의 실시를 청구할 수 있는 주주요건, 집중투표제를 도입 또는 배제하는 정관변경시의 의결권제한 등 특례를 두고 있다. 즉 주주총회에서의 일반적인 이사선임 결의는 개별 이사후보자 각각에 대하여 찬반 의사결정이 이루어지나 집중투표제는 동일한 주주총회에서 2인 이상의 이사를 선임하고자 할 경우, 각 주주는 선임할 이사의 수(후보자의 수가 아님)와 동일한 수의 의결권을 가지고, 그 의결권을 이사후보자 1인 또는 소수에게 집중하여 투표하여 최다수 득표자부터 순차적으로 이사로 선임하는 방식이다. 이는 소수주주들이 지지하는 후보 1인에게 집중투표할 경우 그 후보를 이사로 선임할 수 있도록 하는 것이다. 이러한 집중투표제의 실시를 위한 요건은 정관에 집중투표를 배제하는 규정이 없어

를 강화하여 2월 24일, 아이칸측은 주당 6만원에 KT&G 주식인수 제안을 하였고, 2월 28일에는 공개매수 가능성을 밝히면서 회계장부 제공을 요구하였다. 그러나 공개매수제안은 실제 M&A를 성사시키기 위한 수단이기보다는 경영진 협박용의 용도로 볼 수 있다. 이러한 공개매수 제안은 곰이 앞다리를 들어 위협하는 모습에서 딴 ‘Bear’s Hug’라는 전략으로 아이칸이 즐겨쓰는 M&A 기법이다.

실제 아이칸은 KT&G에 보낸 제안서에서 “공개매수 성사를 위하여 2조원을 투입할 준비가 돼 있다.” “귀사가 우리와 우호적으로 거래를 성사시키는데 합의하면 이 사후보 추천을 철회할 수 있다.”며 은근히 압박하였다. 하지만 구체적으로 어떻게 매수할 지에 대해선 철저히 함구한 것을 보면 다른 의도도 숨어있지 않나 분석되고 있다. 이러한 아이칸측의 공격에 KT&G 경영진은 인삼공사 기업공개, 유희부동산 매각 등의 요구사항을 거부하였다. 이는 그동안 경영진과 끈끈한 정을 과시했던 KT&G 최대주주 프랭클린 뮤추얼펀드(Franklin Mutual Fund) 등 외국계 펀드들의 지지를 기대했었기 때문이다.

그러나 프랭클린 펀드가 주총에서 아이칸측 사외이사 후보를 지지한다고 발표하면서 아이칸측의 손을 들어주고 지분도 1% 추가 매입하면서 아이칸측에 힘을 실어 주었다. 또한 세계적인 주총 자문기관인 ISS(Institutional Shareholder Services)도 아이칸측 사외이사 후보 2명의 선임을 지지하여 외국계 자본이 서로 단결하는 모습을 보였다. 이것은 KT&G에 커다란 위협이 되었을 뿐 아니라 외국계 자본이 연합된 형태를 취하여 국내자본을 공격할 수도 있다는 결과로 비춰지면서 앞으로 외국계 자본의 대단결이라는 행태가 국내기업에 커다란 위기를 가져다 줄 수도 있다는 시사점을 주는 사건이었다. 다시말해 작은 지분을 가진 외국인이 뜻만 통하면 의결권을 공동으로 행사할 수 있다는 의미를 갖는 것이다.

앞서 아이칸측이 제기한 사외이사 선임방식 변경을 위한 주총결의금지 가처분 소송은 법원의 판단으로 기각되었으나²¹⁴⁾ KT&G 경영진측은 아이칸측 요구에 굴복하

야 한다.

214) 대전지법 제10민사부는 “일반 사외이사(2명)와 감사위원(4명)을 분리해 뽑기로 한 KT&G 이사회 결정을 무효로 하라.”는 아이칸 측의 가처분신청을 기각했다. 재판부는 “「상법」과 「증권거래법」에 따르면 사외이사는 분리 선출과 일괄 선출 모두 가능하다.”며 “다만 어떤 방식을 취할지는 별도의 주주 제안이 없는 한 이사회가 결정할 수 있다.”고 판시했다. 이에 따라 KT&G 주주들은 이사회 결정대로 사외이사를 뽑을 수 있게 됨으로써 가처분 신청을 통해 일괄 투표를 관철시켜 자기네 사람을 많이 앉히려던 아이칸 측의 전략이 수포로 돌아갔다. [대전지방법원, 2006. 3. 14, 자2006카합242]

여 사외이사 1명을 사실상 수용하고 3월 17일 정기주주총회에서 칼 아이칸과 스틸 파트너스 연합이 추천한 리히텐슈타인(Warren G. Lichtenstein) 스틸 파트너스 대표이사를 사외이사에 선임하였다. 아이칸측의 사외이사 진출은 KT&G의 경영에 영향력을 행사할 수 있게 되었다는 점을 시사하는 것이고, 앞으로 공식적으로 경영내부의 중요한 정보를 취득하는 등 또 다시 M&A나 경영권 분쟁의 불씨를 남기에 되었다는 점에서 중대한 의미를 가지게 되는 것이다.

칼 아이칸의 공개매수 제의 및 소송제기 등으로부터 얻을 수 있는 실익은 경영권 분쟁에 따른 KT&G의 주가상승으로 시세차익을 얻을 수 있다는 것이다. 아이칸은 KT&G 주식을 2005년 9월 주당 44,000원에서 46,000원 대까지 집중 매수한 것으로 알려져 있으며 2006년 3월 기준시점에서도 20~30%의 평가차익을 누리고 있다. 또한 지분 매입에 실패하더라도 영향력 있는 주요주주의 위치를 점할 수 있어 언제든지 경영간섭을 할 수 있다.

결국 아이칸의 향후 가능한 행보를 정리해보면 첫째, 당초대로 주식 공개 매수를 통해 지분율을 27% 정도로 끌어올려 경영권을 확보하는 것이다. 여기에는 시장에서 일반주주를 상대로 공개 매수하는 방법과 외국인과 국내기관을 상대로 장외거래를 통해 지분을 한꺼번에 인수하는 방법이 있을 수 있다. 둘째, 사외이사 선임에서 볼 수 있듯이 분쟁을 장기전으로 끌고 가면서 지속적인 경영간섭을 통해 자신의 요구 사항(자산매각, 자회사 상장 등)을 관철시키는 것이다. 세 번째는 경영권을 위협한 뒤 이미 확보한 6.59%의 지분을 KT&G측에 비싼값에 되사 달라고 하는 이른 바 그린메일(Green Mail)²¹⁵⁾을 요구하는 것이다. 네 번째는 다양한 공격수단을 동원해 주가를 띄워 차익을 극대화한 후 지분을 처분하여 이익을 실현하는 것이다. 이러한 여러 가지 방법은 분리된 각각의 방법으로도 사용할 수 있으나 언제나 병행 가능한 방법으로서 아이칸의 공격은 더욱 구체적이고 심화될 것으로 보여진다.

(2) 헤르메스의 삼성물산 단기매매 사건

영국계 헤르메스자산운용²¹⁶⁾은 2004년 12월 8일 금융감독원 공시를 통해 삼성물

215) 그린메일은 경영권을 담보로 보유주식을 시가보다 비싸게 되파는 행위를 말한다. 주로 상장기업의 주식을 대량매입한 뒤 경영진을 위협하여 적대적인 인수, 합병을 포기하는 대가로 자신들이 확보한 주식을 시가보다 높은 값에 되사도록 강요한다.

216) 영국계 단기투기자본. 앞의 '헤지펀드의 부정적 행태'에서 '헤르메스' 설명 참조. 헤르메스자산운

산 보유 주식 7백77만2천주(지분율 5%)전량을 매각했다고 밝혔다. 헤르메스는 ‘투자이익 실현’을 그 이유로 내세웠다. 매각 평균단가는 14,600원으로 2004년 3월 초 매입단가가 12,100원인 점을 감안하면 9개월여 만에 194억원의 차익을 내었다. 삼성물산은 삼성전자·삼성카드 등 계열사 지분을 대량 보유한 삼성그룹의 사실상 支柱會社로, 2004년 들어 외국인 지분율이 40%선을 넘나들자 M&A 가능성이 끊임없이 제기돼 왔다. 이를 방어하여야 하는 삼성물산의 최대주주 및 특수관계인 지분은 모두 합쳐 16.11%에 불과한 반면 외국인투자자들의 지분은 2003년 초 21.88%에서 2004년 12월 현재 39.82%로 급증했다. 한편, 헤르메스는 2003년 SK(주) 경영권 분쟁에서도 최태원 회장 등을 대상으로 법원에 ‘의결권 행사금지 가처분 신청’을 냈으며 주총에서 소버린 자산운용을 지원하기도 했다. 이에 대응하는 조치로 경영권 방어를 위해 자사주 4백만주를 매입키로 하였지만 삼성물산에도 적지 않은 부담이 아닐 수 없다. 또한 헤르메스가 현대산업개발, 한솔제지 등 지배구조가 취약한 다른 기업에 대해서도 5% 이상의 지분을 갖고 있어 유사한 일이 벌어질 개연성이 높다.

국내에서는 헤르메스가 삼성물산에 ‘支配構造 改善’을 줄곧 요구해 온 펀드였다는 점에서 이번 차익실현을 심각하게 보고 있다. 겉으론 ‘기업가치 개선’을 내세웠지만 경영권 위협을 무기로 주가를 띄운 뒤 차익을 노리는 투기펀드의 전형적 수법이란 것이다. 특히 매각 직전 국내 한 언론사와의 인터뷰를 통해 경영권 위협 가능성을 거론한 뒤 주식을 팔아치운 것은 명백한 위법이라는 것이다.²¹⁷⁾ 증권거래소에는 헤르메스가 2004년 3월 6일 삼성물산 취득지분이 5%에 도달하자 관련규정에 따라 신고를 했으며 지분취득 이유는 ‘단순투자 목적’이라고 밝혔다. 그럼에도 헤르메스 펀드가 지배구조 개선을 꾸준히 요구하면서 삼성전자 주식매각, 삼성물산 우선주 매입소각 등을 요구해 온 점은 모순이 아닐 수 없다.

자세한 내용을 보면, 헤르메스는 2004년 11월 말 言論과의 인터뷰에서 ‘支配構造

용은 총 90조원(470억 파운드)의 자산을 운용하고 있으며, 한국 주식시장에는 6억1900만 달러(약 6800억원)를 투자하고 있다.

217) 서울중앙지법 형사합의22부(부장판사 장성원)는 14일 삼성물산 주가조작 혐의로 벌금 73억원에 약식 기소됐다가 정식 재판에 회부된 영국계 헤르메스 투자관리회사의 증권거래법 위반 사건 첫 공판을 열었다. 이번 공판은 외국자본인 론스타의 비리 의혹 수사가 진행 중인 상황에서 그동안 형사사법권의 무풍지대로 여겨졌던 외국계 펀드에 대한 첫 재판이라는 점에서 관심을 끌었다. 검찰은 ‘신문과의 인터뷰에서 인수합병 가능성에 대해 얘기해 주가를 띄운 뒤 전량 처분한 것은 증권거래법 위반’이라며 기소 요지를 밝혔다. 즉 인터뷰를 할 때부터 M&A에 대한 기대감을 자극해 거래량을 늘리고 주가를 띄워 매각 차익을 남기기 위한 의도가 있었음이 명확하다고 주장했다. 『國民日報』, 2006. 4. 14, 12면 참조.

改善을 위해 M&A를 시도하는 펀드를 적극 지원할 것'이라고 밝혀 經營權紛爭 可能性을 시사해 삼성물산 주가를 급등시켰다. 그러나 정작 주가가 급등한 사이 보유 지분을 한꺼번에 처분했으며 이 과정에서 주가가 급락해 추격매수에 나선 국내 투자자들만 큰 손해를 보게 됐다. 모 일간지와와의 인터뷰에서 언급한 내용은 주가를 끌어올리지는 못했으나 시장에는 적지 않은 충격을 줬다. 시장에 대한 영향 정도는 불공정행위 여부를 판단하는 주요한 잣대중 하나라고 볼 수 있다. 헤르메스가 불공정거래 혐의를 받고 있는 결정적인 이유는 모 일간지와와의 인터뷰에서 M&A에 대해 높은 관심을 표명했다가 불과 이틀후에 보유주식 전량을 매각했기 때문이다. 국내 법에 따르면 '不當한 利得을 얻기 위해 故意로 虛偽의 시세 또는 虛偽의 事實, 기타 風說을 流布하거나 僞計를 쓰는 행위'를 시세조종 관련 불공정행위로 명시하고 있다.²¹⁸⁾ 헤르메스의 인터뷰 내용이 주가를 끌어올리지는 못했지만 적어도 주가가 크게 떨어지는 것을 막는 역할을 했다고 볼 수 있는 만큼 '損失回避'에 따른 不當利得을 얻었다는 해석이 가능하다.

이와 유사한 사건으로 미국계 펀드인 워버그 핀커스(Warburg pincus)가 2003년 신용카드사태 직전 LG카드 주식을 대거 처분하면서 '未公開 內部情報'를 이용한 혐의²¹⁹⁾로 금융감독원의 조사를 받았다. LG카드의 2대 주주이던 워버그 핀커스가

218) 「증권거래법」 제188조 4(시세조종등 등 불공정거래의 금지) ④ 누구든지 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 다음 각 호의 1에 해당하는 행위를 하지 못한다.

1. 부당한 이득을 얻기 위하여 고의로 허위의 시세 또는 허위의 사실 기타 풍설을 유포하거나 위계를 쓰는 행위
2. 중요한 사항에 관하여 허위의 표시를 하거나 필요한 사실의 표시가 누락된 문서를 이용하여 타인에게 오해를 유발하게 함으로써 금전 기타 재산상의 이익을 얻고자 하는 행위

219) 「증권거래법」 제188조의2(미공개정보 이용행위의 금지)

① 다음 각호의 1에 해당하는 자(제1호 내지 제5호의 1에 해당하지 아니하게 된 날부터 1년이 경과되지 아니한 자를 포함한다)로서 상장법인 또는 코스닥 상장법인(6월내에 상장하는 법인을 포함한다)의 업무등과 관련하여 일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보를 직무와 관련하여 알게 된 자와 이들로부터 당해 정보를 받은 자는 당해 법인이 발행한 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 그 정보를 이용하거나 다른 사람으로 하여금 이를 이용하게 하지 못한다. [개정 1997. 1. 13., 1998. 2. 24, 1999. 2. 1, 2004. 1. 29.]

1. 당해 법인 및 그의 임원·직원·대리인
2. 당해 법인의 주요주주
3. 당해 법인에 대하여 법령에 의한 허가·인가·지도·감독 기타의 권한을 가지는 자
4. 당해 법인과 계약을 체결하고 있는 자
5. 제2호 내지 제4호의 1에 해당하는 자의 대리인·사용인 기타 종업원(제2호 내지 제4호의 1에 해당하는 자가 법인인 경우에는 그 임원·직원 및 대리인)

② 제1항에서 "일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보"라 함은 제186조제1항 각호의 1에 해당하는 사실등에 관한 정보 중 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 것으로서 당해 법인

2003년 10월 당시 LG카드의 流動性 危機가 심각하다는 내부 정보를 미리 알고 주식을 대규모로 매도하였는데, 2000년 12월 LG투자증권과 컨소시엄 형태로 LG카드의 지분 20%를 2500억원에 인수해 LG그룹에 이어 2대 주주가 됐으며 2003년 10월 손실을 보고 주식 전망을 처분했다. 이 과정에서 워버그 핀커스측이 손실을 봤다 해도 내부정보를 이용하지 않았다면 손실 규모가 더 커질 수 있기 때문에 ‘未公開 內部情報 利用(損失回避)행위’에 해당한다는 것이다. 이는 워버그 핀커스의 한국 대표인 황성진씨가 당시 LG카드의 사외이사였기 때문에 사내정보를 쉽게 접할 수 있었을 것으로 의심받고 있었다는 점에서 내부정보이용의 불공정거래 혐의가 헤르메스 펀드의 경우처럼 적용될 수도 있는 것으로 보여진다.²²⁰⁾

이에 따라 증권선물위원회가 영국계 투자자본인 헤르메스 자산운용을 주식불공정거래 혐의로 검찰에 고발하기에 이르렀다.²²¹⁾ 금융당국이 외국계 펀드회사를 검찰에 고발한 것은 이번이 처음이며 헤르메스 펀드가 언론을 이용해 ‘적대적 인수합병설’을 퍼뜨리고 보유주식을 매각하여 292억원의 차익을 얻고 그 중에 직접적인 부당이득으로 80억원을 얻은 혐의가 보도되었다. 이번 사건의 결말이 어떻게 끝나건 불문하고 外國資本에 대한 國內資本市場의 構造的 問題가 그대로 드러났다는 점에서 시사하는 바가 크다. 투기성 외국자본이 합법과 불법의 경계를 넘나드는 의심스러운 거래로 인하여 막대한 이득을 취하였고 그러함에도 외국자본의 불법행위에 대한 감시·감독체계가 제대로 이루어지지 않아 시장규율이 훼손되었다는 점이다. 외국자본 역시 국내자본과 동일한 시장규제의 틀속에서 운용되어야 한다는 원칙을 분명히 하고 외국자본에 대한 차별도 안되지만 외국자본이라고 해서 治外法權的 權利를 누리도록 해서도 안된다는 원칙이 확립되어야 함을 절실히 깨닫게 되는 것이다.

이 재정경제부령이 정하는 바에 따라 다수인으로 하여금 알 수 있도록 공개하기 전의 것을 말한다. [개정 1997. 1. 13, 1998. 5. 25.]

③ 제1항 및 제2항의 규정은 제21조의 규정에 의한 공개매수를 하는 경우에 이를 준용한다. 이 경우 제1항 본문중 “당해 법인”은 “공개매수대상 유가증권의 발행인”으로, “중요한 정보”는 “공개매수의 실시 또는 중지에 관한 정보”로 보며, 제1항 각호중 “당해 법인”은 각각 “공개매수인”으로 본다. [개정 1997. 1. 13.] [본조신설 1991. 12. 31.]

제188조의3(미공개정보 이용행위의 배상책임)

- ① 제188조의2의 규정에 위반한 자는 당해 유가증권의 매매 기타 거래를 한 자가 그 매매 기타 거래와 관련하여 입은 손해를 배상할 책임을 진다.
- ② 제1항의 규정에 의한 손해배상청구권은 청구권자가 제188조의2의 규정에 위반된 행위가 있었던 사실을 안 날부터 1년 또는 그 행위가 있었던 날부터 3년간 이를 행사하지 아니한 경우에는 시효로 인하여 소멸한다. [개정 1999. 2. 1.] [본조신설 1991. 12. 31.]

220) 『朝鮮日報』, 2005. 1. 15, A1면 참조.

221) 위의 신문, 2005. 7. 25, A31면 참조.

(3) 소버린의 SK(주) 경영권 위협

외국투자자본이 한국에 들어오면서 그 부작용과 심각성에 대해 처음 사회적으로 인식된 것은 한국의 주요 대기업 중 하나인 SK(주)에 대한 외국계펀드 소버린의 주식 매집이 알려진 2003년 4월부터라고 할 수 있다. 소버린이 한국 주식시장에 모습을 나타낸 것은 2003년 3월인데, SK글로벌(SK Global, 현 SK네트웍스) 분식회계 사건과 최태원회장의 구속 수감²²²⁾ 여파로 SK그룹 측이 흥역을 앓던 와중에 소버린은 소리 소문 없이 SK그룹의 지주 회사격인 SK(주) 주식을 대량으로 사들여 단숨에 2대 주주로 올라섰다. 소버린이 당시 보름 남짓한 짧은 기간에 집중 매집한 SK(주) 주식 물량은 약 1,900만주로 평균 매입 단가는 9,300원 정도였고 이를 통해 확보한 지분율은 14.99%였다.

소버린은 SK(주)와의 경영권 분쟁을 통해 엄청난 시세차익을 거둬들였다. 실제로 2004년 10월 25일 최태원회장의 이사회 배제를 직접 겨냥한 정관 개정안을 내놓으면서 임시 주총 소집을 요구한 직후 SK(주) 주가는 12월 1일 69,300원에 도달하였다. 투자차익은 무려 1조원이 넘는 금액이었다. 매입당시부터 SK(주)사태의 전개과정을 <표>로 살펴보면 다음과 같다.

<표 9> SK(주)사태의 展開過程(단위:원)

2003년 3월 4일	6,065원(당시 주가)
2003년 4월 3일	소버린, 첫 SK(주) 지분 매입 공시
2003년 4월 16일	소버린, SK(주) 지분 14.99% 매입 공시
2003년 11월 19일	검찰, 소버린 10%를 위반 기소유예
2004년 3월 13일	SK(주), 정기주총서 경영권 방어
2004년 10월 25일	최태원 회장 관련 소버린 임시주총요구
2004년 12월 1일	69,300원

자료 : 『韓國經濟新聞』, A5면, 2004. 12. 14, 그래프 참조.

222) 서울지법 형사합의22부(재판장 김상균 부장판사)는 2003년 6월 13일 계열사간의 비정상적인 주식 맞교환으로 회사에 막대한 손해를 끼치고 (업무상 배임) 1조 5천억원대의 분식회계를 주도한 혐의로 구속기소된 최태원 회장에게 징역 3년의 실형을 선고했다. 『東亞日報』, 2003. 6. 13. 기사 참조.

국제적인 투기자본인 소버린펀드의 적대적 M&A 시도로 세간의 관심을 불러일으키고 있는 SK(주)사태의 발단은 1996년 JP모건과의 派生商品 거래에서 시작되었다. JP모건은 2002년 말에 확실히 모든 것을 정리했지만 SK(주)는 그 후유증이 심각하였다. 즉 JP모건과의 토털리턴 스왑(TRS : Total Return Swap)²²³⁾ 거래를 뒷처리하는 과정에서 계열사간 보증이 발생하고, 이로 인해 총수가 구속되면서 주가는 6000원대까지 하락했다. 결국 이 사건을 계기로 SK(주)에 대한 공격을 오랫동안 준비해온 소버린 펀드는 SK(주) 주식을 매집하기 시작했다. SK(주) 주식을 평균 9000원 정도의 아주 싼 가격에 14.99%씩이나 매집한 소버린 펀드는 2004년 말 기준으로 주식 평가차익으로만 1조원가량을 벌어들인 셈이 되었고, 이사회에 이사들을 자사가 임명한 인물로 교체하려는 시도를 통해 SK(주)의 경영권을 장악하려고 하였다.

사건의 전말은 다음과 같다. 우리나라의 유명 대기업이 이처럼 어려운 지경에까지 이른 데는 JP모건과의 토털리턴스왑 거래가 큰 역할을 했다. SK(주)는 국제금융자본인 JP모건과의 거래에서 1차로 손해를 보고, 이로 인한 후유증을 극복하지 못한 채 소버린 펀드로부터 2차로 공격을 당하였던 것이다.

수많은 홍보와 기대감에서 출발한 토털리턴 스왑은 곧이어 터진 태국의 바트화 추락과 한국의 외환위기로 최악의 상태로 치닫게 되었다. 특히 SK증권은 외국환투자 계약이 종료된 1998년 2월, 총 손실액수가 3억5000만 달러에 이를 정도로 엄청난 타격을 입었다. 물론 이는 인도네시아 루피아 연동채권과 바트 선물환에서 입은 손실이었다. 이를 갚지 못한 SK증권은 일단 JP모건을 사기혐의로 서울민사지방법원에 제소했고, 이에 맞선 JP모건도 SK증권을 뉴욕법원에 제소했다. 동일한 사안에 대해 두 도시에서 동시에 원고와 피고가 바뀐 소송이 진행된 것이다.

그러나 일단 소송이 제기된 이후 물밑 접촉이 꾸준히 이루어지면서 양자간에 계속 대화가 오갔다. 결국 SK(주)는 소송이 아닌 화해를 통해 문제를 해결하기로 하고 1999년 11월경 이면계약을 통해 소송을 중도에서 포기했다. 이때 토털리턴 스왑의 손실액수 전체를 갚기로 하는데 전액을 즉시 현금으로 갚지 못하고 유예시켰

223) 토털리턴스왑(TRS : Total Return Swap) ; 스왑의 일종으로 이 상품 안에는 마이너스 이자(-3%)로 돈을 빌리는 마이너스 펀딩구조, 바트화 선도거래, 엔 풋옵션 매수, 그리고 인도네시아 루피아 연동채권(금리 20.15%) 매수가 총망라돼 있었다. JP모건은 과도한 포지션을 유지하였던 자신의 위험을 헤지하기 위해 이 상품을 팔았다. JP모건은 당시 상당한 양의 태국 국채를 들고 있었다. 따라서 바트화가 폭락하면 우리 금융회사들은 손실액을 JP모건에 지급하고 모건은 이를 자신의 태국국채가치 손실보전에 사용하는 것이었다. 위의 신문, 2004. 11. 11, A6면 보도 기사 참조.

다. 그 과정에서 JP모건은 다시 복잡한 장외파생상품 계약을 요구하게 되었고, 이 계약에 대한 보증으로 다른 계열사들이 동원되었다. 결국 한 계열사의 부실을 다른 계열사가 책임지게 되면서 이번계약에 대한 배임문제가 제기되었고, 더욱 복잡한 문제가 야기되었다.

이 사건의 파장은 매우 큰 혼란을 불러일으켰다. 한 대기업이 국제 금융자본에 의해 커다란 손실을 본 뒤 이를 수습하는 과정에서 국제 금융자본의 요구대로 계열사 보증을 하게 되었고, 결국 이 의무를 이행하는 과정에서 언론의 보도와 국내 시민단체의 고발, 대기업 총수 구속이 이어지고 이에 따라 주가가 폭락하면서 일찍부터 적대적 M&A를 준비하던 또 다른 투기자본이 공격을 개시하는 빌미를 제공한 것이다. 한편 소버린이 5% 공시의무를 위반했다고 검찰에 고발하였는데도 검찰은 무혐의 처리를 하였다. 검찰, 시민단체, 그리고 출자총액제한제도같이 진정한 국가의 이익을 위해 존재해야 할 기관과 제도가 정유산업에서 마지막으로 남은 국내기업을 외국인의 손에 내줄지도 모르는 위기를 초래하는 데 본의 아니게 기여한 것이다.

현행 '5%룰'²²⁴⁾은 여러 가지 문제점을 도정하고 있는데, 소버린의 경우 SK(주)의결권 주식의 14.99%를 보유하고 있음에도 불구하고 자금 출처, 인수 의도, 인수가 성사될 경우 해당기업에 대한 운영계획 등에 대해서 공개하지 않고 있다. 이는 원칙적으로 '5%룰'의 정신을 위배한 것이며, 이것이 실정법을 위반한 것이 아니라면 한국 규제제도의 허점을 드러내는 좋은 예라고 할 것이다.

소버린은 SK(주)의 의결권 지분 14.99%를 보유한 단일 최대주주이고, 2004년 정기주주총회에서 신임이사 후보를 추천함으로써 명백하게 경영권에 도전했다. 이에 더하여 최태원 SK(주) 회장 겸 SK(주)이사의 사임을 요구하며 임시주총을 소집하라고 요구하기까지 했다. 하지만 이토록 기업의 경영권에 심각한 변동을 줄 수 있는 주식의 실제 인수자가 누구인지, 자금의 출처는 무엇이고, 인수할 경우 어떻게 기업을 운영할 것인지, 소버린이 기존에 투자하고 있는 기업과 SK(주) 간에는 어떠한 상관관계가 존재하는지를 밝히지 않고 있다. 소버린이 이처럼 투자자의 투자의사결정에 결정적으로 영향을 미칠 수 있는 정보를 공개하지 않고 있다는 점은 현행 한국의 5%룰의 취약함을 그대로 드러내는 사례라 할 것이다.

224) '5%룰'이란 상장·등록기업의 주식을 5% 이상 취득한 투자자가 5일 이내 거래내역과 주식취득 목적 등을 신고해야 하는 제도이다.

또한 소버린은 2003년 12월 29일 자신의 지주회사 크레스트 씨큐리티스(Crest Securities Limited)가 보유하고 있던 14.99%의 주식 중 12.03%를 페이퍼컴퍼니 5개에 분산 매각했다. 만약 소버린이 주식을 분산해서 매각하지 않았다면 소버린은 감사위원인 사외이사 선임에서 3%의 의결권만을 행사할 수 밖에 없었다.²²⁵⁾ 소버린이 같은 주식의 분산에 대해 그 이유를 ‘리스크 매니지먼트’라고 공시했다. 반면 SK 그룹 측 주주인 SK C&C등은 3%를 초과하는 지분의 의결권을 제한당했다. 내국인은 「金融實名制法」을 준수해야 하고 해외에서 페이퍼컴퍼니의 설립을 통해 국내주식을 매입할 수 없기 때문에 결국 현행법은 국내기업과 투자자들에게 해외투자자에 비해 ‘逆差別’을 가하고 있는 것이다.

이외에도 「公正去來法」상 企業結合審査를 받도록 되어 있는 현행법도 위반하고 있다. 소버린은 이미 잘 알려진 것처럼 러시아의 에너지업체인 가즈프롬(Gazprom, 러시아 국영 가스회사)의 지분을 갖고 있다. 따라서 소버린의 SK(주) 지분의 보유가 소버린의 가즈프롬 지분 소유와 어떠한 관련이 있는지 공정거래위가 심사하는 것은 당연한 의무였던 것으로 볼 수 있다.

한편, SK(주)의 지분을 대량소유하게 된 소버린은 ‘支配構造 改善’을 빌미로 SK 그룹을 압박했다. 하지만 최태원 회장의 배제를 겨냥한 定款改正案은 기업지배구조 개선과는 크게 상관이 없다는 것이 대부분 전문가들의 의견이다. 이에 대해 명지대 조동근 교수는 “지배구조 개선은 오너에 대한 견제, 少數 株主權의 신장을 의미하지 오너 퇴진이 지배구조 개선일 수는 없다.”며 소버린의 지배구조 개선 요구를 상투적인 허울에 지나지 않는다고 일축하고 있다.²²⁶⁾ 결국 소버린이 걸으려는 기업지배구조의 개선을 명분으로 내걸고 있지만, 궁극적인 목표는 투자수익을 높이는데 있다는 것이다.

SK(주)와 소버린의 경영권 분쟁 2라운드가 시작되면서 소버린의 실체에 대해 궁금해 하는 이들이 늘었지만 아직까지 국내에 소버린의 정확한 실체에 대해 아는 사람은 거의 없다고 해도 과언이 아니다. 이에 대해 소버린의 법률자문을 맡고 있는 법무법인 명인의 김석연 변호사는 ‘소버린은 투자자들이 자금을 모아 운용하는 글로벌 펀드와 달리 個人會社 성격을 띠고 있기 때문에 자산운용원칙이나 목적이 알

225) 좋은기업지배구조연구소, “議決權制限 規程 回避를 위해 株式 分散保有”, 『이슈리포트 소버린』, 2004. 4. 9.

226) 『이코노믹리뷰』, “[Cover Story] 또 SK 경영권 흔들기 소버린, 무엇을 노리나”, 2004. 11. 11, pp. 14~20.

려지지 않은 곳'이라고 밝히고 있다. 2003년 4월 租稅避難處인 모나코에 근거를 둔 사모펀드 소버린은 자신의 100% 자회사이자 영국령 버진아일랜드 조세피난처에 등록을 한 페이퍼컴퍼니라고 할 수 있는 크레스트 씨큐리티스(Crest Securities)를 통해 SK(주) 주식 14.99%를 매입했다. 소버린이 '자산운용'이라는 용어를 사용했기 때문에 마치 특정한 금융기관처럼 느낄 수도 있지만, 소버린은 뉴질랜드 출신 리처드 찬들러(Richard Chandler)와 크리스토퍼 찬들러(Christopher Chandler)형제의 개인 자금을 운용하는 투자회사이며, 크레스트 씨큐리티스 또한 증권회사가 아닌 페이퍼컴퍼니로 알려져 있다. 이 회사는 실체가 없는 페이퍼 컴퍼니로서 총 자산의 90%가 차입금이며 이 점에서 전형적인 헤지펀드의 성격을 갖고 있다. 그리고 소버린이 SK(주) 주식을 15% 이상 보유하려 하지 않는 것은 「公正去來法」상 企業結合 審査를 통해 자신의 실체를 드러내야 하기 때문이다. 또 숙명여대 국제관계대학원 최동주 교수는 “소위 ‘지배구조 침투형 국제 투기펀드’의 행태를 눈여겨볼 필요가 있으며, 이들은 전통적으로 러시아나 동유럽 등 체제 전환형 시장의 중추 기간사업을 겨냥, 기업가치의 본질적인 제고를 위해 노력하기보다는 경영진을 교체하고 자산을 강제매각하는 방법을 통해 투자수익을 챙겨 왔다.”고 지적한다.

결국 2005년 7월 소버린 자산운용은 자신이 보유한 SK(주) 지분(14.82%)을 전량 영국과 홍콩계 투자기관에 매각하였다. 이것은 처음 자신들의 주장하였던 바와는 달리 단기투자수익을 얻고 매각한 ‘投機的 行步’로 결말지워진 것이다. 1,768억원을 투자하여 2년 3개월 새 투자원금의 4배가 넘는 8,000억원의 수익을 거두어 전형적인 투기자본이라는 점이 확인되었다. 이들이 지분을 팔기로 한 가장 큰 이유는 투자수익을 더 이상 극대화하기 어렵다고 판단했기 때문으로 분석하고 있다. 경영투명성과 지배구조개선이라는 명분이 처음부터 포장용에 지나지 않았다고도 볼 수 있다. 이것은 일각에서 투명경영확립과 지배구조개선의 첨병으로서 외국자본을 긍정하였던 시각에 찬물을 끼얹었고 소액주주의 이익을 대변할 수 있다는 기대도 실제 10%이상의 지분을 취득하고도 공시지연을 통해 3,340만주의 주식을 내다 판 소액주주들에게 수조원의 손실을 안겨다 준 점을 보면 실망으로 화답하였던 것이다.

그러나 문제는 이러한 결과가 우리의 ‘制度的 缺陷’에서 비롯되었다는 데 있는 것이다. 외국자본에 대해서는 관대하면서 국내기업에게는 出資總額制限制度, 産業資本의 銀行柱式所有制限, 金融系列社議決權制限 등 差別的인 制度를 영위한 점이 외국자본의 단기투자를 성공하도록 만들었다는 비판도 있는 것이다. 결국 이와 같은 차

별적 제도의 개선과 더불어 투기성외국자본에 대한 일상적인 감시시스템과 적절한 규제틀을 마련하는 것이 우리의 과제인 것이다.

2) 國外事例

외국의 자국기업에 대한 적대적 인수합병 사례로는, (1) 맥도널 더글러스社 事件, (2) 모어스페셜티틀社 事件, (3) 퍼킨-엘머 事件을 들 수 있다.

(1) 맥도널 더글러스社 事件²²⁷⁾

미국 국내기업에 대한 적대적 인수합병과 관련하여 세간의 이목을 집중시켰던 사례로는 미국의 대표적 항공기 제조업체인 맥도널 더글러스(McDonnell Douglas)사에 대한 타이완 에어로 스페이스(Aerospace)사의 투자계획이었다. 맥도널 더글러스사의 민항기 제작부문 주식의 40%를 매수하려던 타이완 에어로 스페이스사의 노력은 결국 「엑슨-플로리오(exon-florio)법」의 영향으로 그 뜻을 이루지 못했다.

1991년 당시 맥도널 더글러스사를 비롯한 미국 항공기 제조업체들은 실로 심각한 경영난을 겪고 있었기 때문에 이들 업체들에게는 어떤 형태로든 외부로부터의 자본 유입이 절실한 실정이었다. 이러한 배경 하에서 추진된 계획이 맥도널 더글러스측의 자사주식 매각이었으며 여기에 관심을 표명한 것이 타이완 에어로 스페이스사였다. 20억 달러 상당의 주식을 매각하면 맥도널 더글러스측은 그 돈으로 유럽의 에어버스사 제품에 필적할 신형 MD-12 점보 제트기를 생산할 계획을 세우고 있었다. 타이완 에어로 스페이스사측으로서는 무엇보다 미국내 시장확대를 위한 진출 발판이 필요했고 또 맥도널 더글러스사가 갖고 있는 첨단 기술 및 항공산업 전반에 대한 경영 노하우에 관심이 컸다.

따라서 의욕에 찬 판매자(맥도널 더글러스)와 거래를 간절히 원하는 구매자(타이완 에어로 스페이스), 새로운 시장에의 접근성, 그리고 고용의 안정 등 맥도널 더글러스사에 대한 타이완 에어로 스페이스사의 지분 인수계획은 직접투자를 성사시키기 위한 그 모든 요건을 충족시키고 있어 긍정적인 평가를 받기에 충분했다. 그러

227) 왕상한, “美國의 엑슨-플로리오法과 國家安保”, 국회 ‘외국자본규제’ 토론회, 2006. 4. 11, pp. 6~7.

나 문제는 구매자의 ‘國籍’이었다. 즉, 미국 기업의 지분을 인수하려는 외국기업의 국적이 ‘타이완’이라는 것이 거래를 성사시키는 데 있어서 심각한 장애물로 등장한 것이다.

당시 미국은 정부와 의회가 일치하여 타이완의 정치 및 인권 상황을 문제삼음과 동시에 중국과의 관계증진을 외교정책의 최우선 과제로 생각하고 있었다. 이러한 분위기가 반영되어 제프 빙거맨 상원의원은 정부에 대해 맥도널 더글러스사의 이러한 움직임을 ‘國家安保’ 차원에서 규제할 것을 요구하고 나섰고, 이 거래를 중단시킬 것을 요구하기 위해 대통령에게 보내는 서한에 30여명의 민주당 소속 상원의원들이 서명하는 사태로까지 발전했다. 이처럼 정치적 압력이 가해지자 맥도널 더글러스사에 대한 타이완 에어로 스페이스사의 투자계획은 결국 자진철회되고 말았던 것이다.

(2) 모어스페셜티툴社 事件²²⁸⁾

시기적으로 볼 때 앞서 살펴본 맥도널 더글러스사 사례보다 앞선 사건이라 할 수 있다. 1991년 2월 일본의 기계공구 및 산업용 로봇 생산업체인 파눅(Fujitsu Automated Numerical Controls : FANUC)사가 미국 코네티컷 주 브리지포트시에 위치한 모어스페셜티툴사의 지분 40%를 1천만 달러에 매수하려 하였다. 모어스페셜티툴사는 미국 에너지부에 대한 핵무기 납품 하청업체였으므로 ‘外國人投資委員會 (Committee on Foreign Investments in the U.S : 이하 “CFIUS”)’가 이 업체에 대한 일본인들의 투자 움직임에 개입한 것은 어쩌면 당연한 일이었다고 할 수 있었다.

결국 파눅사의 지분매수 계획은 CFIUS의 조사개시 결정이 나기 전에 역시 자진 철회되었다. 하지만 이 경우에도 CFIUS가 개입한 것이 모어스페셜티툴사의 지분을 매수하려는 사람들의 국적이 일본이었다는 점과 무관하지 않았다.

(3) 퍼킨-엘머 事件²²⁹⁾

228) *Ibid.*, p. 7 참조.

229) *Ibid.*, p. 8 참조.

위의 모어스페셜티툴사 사건과 비슷한 경우로 일본의 미국기업 인수가 결과적으로 실패한 사건이다. 퍼킨-엘머(Perkin-Elmer)사는 반도체칩 위의 회선을 분명하게 하는 장비제조업체로 미국에 몇 개 남아 있지 않은 관련업체 가운데 하나였다. 일본의 니콘(Nikon)사의 매입 움직임은 역시 초기 단계에서 취소되었는데 그 이유는 미국내의 심각한 정치적 반대에 직면함으로써 「엑슨-플로리오법」이 발동될 가능성이 높았기 때문이었다. 즉, 미국인들은 일본인들의 경제력 앞에 무력하게 팔려간 무수한 미국 기업들을 바라보며 제2차 세계대전의 승자에서 일본인들의 피고용인으로 전락한 스스로의 비참한 모습에 자존심이 손상된 상태였고, 이에 퍼킨-엘머사에 대한 일본 기업의 매수 움직임이 미국내 여론의 이목을 집중시킴에 따라 이 업체를 외국자본, 특히 일본의 자본으로부터 지켜냄으로써 그들의 자존심을 회복하고 싶었던 것이다.

그리고 이러한 배경을 적나라하게 확인할 수 있는 것은 니콘측의 사업안이 철회된 이후 미국 의회가 보여준 모습에서 엿다. 니콘사가 그들의 매수계획을 자진철회했음에도 불구하고 상원의원 엑슨과 하원의원 플로리오는 문제 기업의 해외매각을 원천적으로 봉쇄하려고 시도했다. 그 결과 이들 의원들은 대통령에 대해 니콘사의 투자계획이 비록 철회되었다고 하지만 이와는 상관없이 퍼킨-엘머사의 반도체 장비를 ‘國家安保’ 차원에서 관리하여 어떤 외국 기업에게도 그 유출이나 판매가 불가능하도록 조치를 취하려고 요구한 것이다.

6. 기타 유형

시민단체인 투기자본 감시센터는 미국 론스타 펀드와 론스타가 대주주로 있는 외환은행을 동아건설 채권입찰과 관련, 2004년 12월 공정거래위원회에 고발하고 2005년 1월 11일에는 외환은행과 론스타 펀드 관계자를 검찰에도 고발했다. 투기자본 감시센터는 2005년 1월 13일 열린 외환은행 등이 보유한 동아건설의 파산채권(1조 2000억원어치) 공개경쟁 입찰에 론스타가 참여하는 것은 ‘去來上 地位 濫用’과 ‘競爭 事業者 排除行爲’라는 불공정 거래행위²³⁰⁾라고 주장했다. 즉, 외환은행은 동아건설의

230) 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」 제23조(불공정거래행위의 금지)

① 사업자는 다음 각호의 1에 해당하는 행위로서 공정한 거래를 저해할 우려가 있는 행위(이하 “불공정거래행위”라 한다)를 하거나, 계열회사 또는 다른 사업자로 하여금 이를 행하도록 하여

주채권은행을 맡고 있기 때문에 외환은행의 최대주주인 론스타는 다른 경쟁기업에 비해 기업내부정보에 접근하기가 쉽다는 점 때문에 내부거래가 가능하다는 것이다.²³¹⁾

투기자본 감시센터는 외환은행 경영진과 론스타 펀드가 외환은행이 직무상 취득한 업무상 비밀을 이용해 동아건설 파산채권 매입을 통해 시세차익을 취득하려고 불법행위를 저지르고 내부자정보를 이용해 대주주인 론스타 펀드에 막대한 자본이득을 가져다 주는 결과를 초래할 것이라고 주장했다. 또 2004년 12월 27일 해소된 리비아 공사와 관련한 우발채무 사항을 주채권은행인 외환은행이 사전에 진행 과정을 몰랐을 리 없으며, 리비아 리스크 해소가 발표되기 전인 2004년 12월 9일 채권 입찰을 성사시켜 론스타 펀드가 경쟁사업자를 배제하고 정보 우위를 바탕으로 할값에 동아건설 채권을 매입하려 한 것에 대해 론스타 펀드와 외환은행의 대표이사 이사 등 13명을 「特定經濟加重處罰法」 위반(業務上 背任)²³²⁾ 혐의로 검찰에 고발했

서는 아니된다.

1. 부당하게 거래를 거절하거나 거래의 상대방을 차별하여 취급하는 행위
 2. 부당하게 경쟁자를 배제하는 행위
 3. 부당하게 경쟁자의 고객을 자기와 거래하도록 유인하거나 강제하는 행위
 4. 자기의 거래상의 지위를 부당하게 이용하여 상대방과 거래하는 행위
 5. 거래의 상대방의 사업활동을 부당하게 구속하는 조건으로 거래하거나 다른 사업자의 사업활동을 방해하는 행위
 6. 삭제 [1999. 2. 5. 법5814]
 7. 부당하게 특수관계인 또는 다른 회사에 대하여 가지급금·대여금·인력·부동산·유가증권·무체재산권등을 제공하거나 현저히 유리한 조건으로 거래하여 특수관계인 또는 다른 회사를 지원하는 행위
 8. 제1호 내지 제7호 이외의 행위로서 공정한 거래를 저해할 우려가 있는 행위
- 제3조의2(시장지배적지위의 남용금지)
- ① 시장지배적사업자는 다음 각호의 1에 해당하는 행위(이하 “남용행위”라 한다)를 하여서는 아니 된다.
1. 상품의 가격이나 용역의 대가(이하 “가격”이라 한다)를 부당하게 결정·유지 또는 변경하는 행위
 2. 상품의 판매 또는 용역의 제공을 부당하게 조절하는 행위
 3. 다른 사업자의 사업활동을 부당하게 방해하는 행위
 4. 새로운 경쟁사업자의 참가를 부당하게 방해하는 행위
 5. 부당하게 경쟁사업자를 배제하기 위하여 거래하거나 소비자의 이익을 현저히 저해할 우려가 있는 행위

231) 『每日經濟新聞』, 2005. 1. 12, A15면 참조.

232) 「특정경제범죄가중처벌등에 관한 법률」 제3조(특정재산범죄의 가중처벌)

- ① 형법 제347조(사기)·제350조(공갈)·제351조(제347조 및 제350조의 상습범에 한한다)·제355조(횡령, 배임) 또는 제356조(업무상의 횡령과 배임)의 죄를 범한 자는 그 범죄행위로 인하여 취득하거나 제3자로 하여금 취득하게 한 재물 또는 재산상 이익의 가액(이하 이 조에서 “이득액”이라

다.

입찰의 공정성을 해치는 론스타의 행위는 외환은행이 갖고 있는 동아건설 기업정보를 활용할 수 있으므로 利害相衝의 문제가 있는 것이다. 법무법인 정민의 이대순 변호사는 “과산채권 입찰에서는 정보를 많이 갖고 있어야 정확한 평가가 가능하기 때문에 내부 정보를 이용한다면 높은 입찰가격을 쓰더라도 다른 입찰자보다 위험이 적다.”고 주장했다.²³³⁾ 그러나 적어도 법규상으로는 론스타가 동아건설 입찰에 참여하는 데 문제가 전혀 없었다. 왜냐하면 채권단은 과산채권을 매각할지 여부만 결정할 뿐 입찰은 삼일회계법인이 전담하기 때문에 법규상 문제는 없다는 것이다. 이처럼 외국계 펀드의 불법행위는 법적 하자가 없는 것으로, 법제도가 미비한 국내 시장에서 마음대로 행동할 수 있는 자유를 보장받고 있다.

결국 이러한 여론의 움직임으로 2005년 1월 14일 실시된 동아건설의 과산채권 매각입찰에서 론스타는 배제되었고 유럽자금인 월드스타 컨소시엄이 優先協商 對象者로 선정되고 골드만 삭스가 예비협상자로 선정되었다.

이러한 논란은 골드만 삭스가 진로의 무담보채권을 사들인 사례에서도 나타나는데 기업컨설팅 과정에서 알게 된 회사의 핵심정보를 투자결정에 활용했다는 의혹이 제기된 바 있다. 2001년 말부터 2003년 6월말까지 진로의 법률대리인으로 일했던 고형식 변호사는 투기자본 감시센터가 주최한 세미나에서 ‘진로와 골드만 삭스’라는 제목의 보고서를 통해서, 두 회사가 체결한 비밀유지협약에 따르면 사전 서면동의 없이 골드만 삭스가 진로의 秘密情報를 사용할 수 없으나 진로는 골드만 삭스의 부실채권부서가 진로 채권을 매입하는 데 비밀정보를 사용했으며, 골드만 삭스는 진로에 아무런 사전 통보 없이 페이퍼컴퍼니를 통하는 등 다양한 경로로 진로 채권을 매입하고 2000~2001년에는 진로를 상대로 법적 조치를 취해 구조조정 노력에 찬물을 끼얹고 2003년 3월엔 法定管理를 신청하기도 했다고 주장한다. 여기에서 利害相衝 論難 때문에 ‘차이니스 월’(Chinese Wall)²³⁴⁾ 규정을 강화할 필요성이 제기되고

한다)이 5억원이상인 때에는 다음의 구분에 따라 가중처벌한다.

1. 이득액이 50억원이상인 때에는 무기 또는 5년이상의 징역에 처한다.
2. 이득액이 5억원이상 50억원미만인 때에는 3년이상의 유기징역에 처한다.
3. 삭제 [1990. 12. 31.]

② 제1항의 경우 이득액이하에 상당하는 벌금을 병과할 수 있다.

233) 『韓國經濟新聞』, 2004. 11. 30, A3면 참조.

234) 1992년 COSO(Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission)의 종합보고서 및 연방양형지침서(Sentencing Guideline)의 미국연방법원 증권관련법 위반행위에 대한 양형기준 참조 ; 차이니스 월(Chinese Wall)은 ‘내부거래의 만리장성’이라고도 하는데, 돈 줄을 쥔 투

있는 점은 시사하는 바가 크다.

진로의 破産申請은 미국의 대표적인 투자은행인 골드만 삭스에 의해 2003년 3월에 이루어졌다. 골드만 삭스는 처음에 진로의 경영상태를 정상화시키는데 있어서 진로의 경영자문사나 매각 주간사가 되기 위해 진로에 개입하기 시작했다. 그 과정에서 진로와 골드만 삭스의 술한 법정공방이 이어졌으며, 결국 최대채권자 중 가장 위협적이고 敵對的인 債權者로 변신한 골드만 삭스에 의해 진로는 파산과 매각, 그리고 경영진이 형사고발을 당하기에 이르렀다. 골드만 삭스가 진로에게 관심을 갖게 된 이유는 크게 다섯 가지로 꼽을 수 있다.

첫째, 진로는 강력한 브랜드파워와 주요 해외시장에서 상당한 市場占有率을 가진 선도적 다국적기업으로서 成長潛在力이 매우 큰 기업이었다. 특히 진로소주는 1990년도 중반부터 日本에서 인기를 끌기 시작했으며, 미국 및 중국을 포함한 해외시장에서도 성공을 거둘 만큼 강한 잠재력을 인정받고 있었다.

둘째, 支配的 市場占有率로 인한 安定的 現金흐름이 있었다. 진로소주는 한국 내에서 55%이상, 서울 및 경기도에서 90% 이상의 시장점유율을 확보하고 있었다. 이를 바탕으로 한 강력하고 안정적인 현금흐름은 기업가의 입장에서는 큰 매력이 아닐 수 없다.

셋째, 진로는 한국 소주사업, 일본 소주사업, 그리고 생수사업을 보유하고 있었는데, 이는 진로의 경영권을 확보하는 제3자가 채무변제를 위해 分離賣却하기에 적합했다.

넷째, 최대주주가 형사기소에 처해 있는 상황이라 경영권 방어를 할 여력이 없었다. 진로의 최대주주인 진로의 회장은 1990년도 중반 이후부터 형사사건과 관련해 조사를 받고 있었으며, 재판 결과에 따라 경영권이 박탈될 가능성이 매우 높았다.

다섯째, 당시 진로는 과도한 채무가 있었다. 1990년 초반을 시점으로, 진로는 소주 및 주류사업에서 사업다각화를 위한 공격적 시도로 수많은 인수 및 투자가 이루어졌는데, 이 자금의 대부분은 대출로 조달되었다. 과거 모든 재벌기업의 성장모형처럼 진로의 새로운 자회사는 신규사업 운영을 위해 설립되었고, 모회사인 진로는 은행대출에 보증을 서서 자회사를 재정으로 지원하게 된다. 그런데 이런 방식으로

자은행과 주식거래를 맡은 증권사가 부당이득을 취하지 못하도록 내부정보를 주고받는 것을 금지한 것이다. 이 때문에 회사내 부서조차 내부정보 유통의혹이 있으면 같은 층을 사용하지 못한다. 차이니즈 월은 로펌·컨설팅사 뿐 아니라 언론계의 편집·광고유착에까지 규제의 울타리를 넓히는 추세이다.

인수 및 투자가 이루어진 지 몇 년 지나지 않아 외환위기가 터졌고, 진로로서는 그 투자를 제대로 운영할 기회도 없이 채무상환을 요구받았다. 이것이 바로 진로 몰락의 주요한 원인이 되었다.²³⁵⁾

한보, 삼미그룹의 파산에 잇따른 1997년 하반기 외환위기로, 진로의 채권자들은 진로에 대한 대출을 중단했고 진로는 갑작스런 短期流動性 危機에 직면하게 된다. 결국 1997년 9월 진로는 和議²³⁶⁾를 신청하고 1998년 3월 和議承認을 받게 된다. 골드만 삭스는 1997년 11월의 진로의 채무구조개선 및 화의상태를 벗어나기 위해 재정적 자문을 해주었고, 더불어 진로의 특정자산을 매입할 용의가 있다며 진로 경영진에게 접근했다. 골드만 삭스가 세계적인 투자금융회사인데다, ‘秘密維持協約’을 체결했기 때문에 진로는 골드만 삭스를 신뢰했다. 또한 당시 외국자본 유치는 절대적인 기회였기 때문에 진로로서는 골드만 삭스의 제안을 거절할 이유가 없었다.

1997년 11월 골드만 삭스와 진로는 비밀유지협약을 체결했다. 비밀유지협약에 따르면, 골드만 삭스는 진로의 동의 없이 진로가 제공한 비밀정보를 어떠한 목적을 위해서라도 공개하거나 사용할 권리가 없었다. 아울러 비밀유지협약은 골드만 삭스의 임직원들에게 비밀유지 의무를 통지하고, 골드만 삭스의 임직원의 비밀유지 의무 위반에 대해서 모든 책임을 지도록 규정했다.

진로는 비밀유지협약에 따라 1997년과 1998년에 골드만 삭스에 제공된 비밀정보가 진로채권 매입과 관련해서 사용되었다고 믿고 있다. 당시 골드만 삭스가 홍콩에 아시아의 부실채권 매입을 전문으로 하는 사무소를 가지고 있었으며, 이 회사가 진로의 채무평가에 실제로 개입하고 있다는 것을 전혀 알아채지 못했던 것이다. 이에 대해 골드만 삭스는 홍콩 사무소가 비밀정보를 받았지만, 그 정보는 철저하게 M&A 자문을 담당하는 투자금융부서 내에서만 통용되었고 아시아 회사의 부실채권 매각/매입을 전문으로 하는 부실채권부서에는 알려지지 않았다고 주장한다. 그러나 투자금융부서와 채권부서 간에 소위 ‘정보차단벽’(Chinese Wall)이 엄격하게 준수되

235) 고흥식, “진로와 골드만 삭스”, 이찬근외 지음, 『한국경제가 사라진다』, 21세기북스, 2004, pp. 266~284.

236) 「화의법」 제1조에 의하면 화의는 파산을 예방하기 위하여 하는 조치를 말한다. 채무자에게 파산이 선고되면 채무자로서는 좀처럼 경제적으로 재기하기가 어려울 뿐 아니라, 채권자를 위하여서도 그 파산관재인이 환가가 반드시 유리하지는 못할 것이므로 그 배당도 기대할 것이 못 된다. 따라서 채권자의 이익을 현저하게 해치지 않는 범위에서 파산을 예방할 수 있다면, 채무자는 물론 채권자에게도 유리하다. 파산이 개시되기 전에 파산절차 밖에서 파산을 예방하는 방법으로서 이용하려는 것이 화의이다.

는 미국에서도 정보차단벽은 종종 허물어진다. 실제로 미국 증권감독위원회는 최근에 앞에서 언급한 두 부서가 고객의 비밀정보를 공유했다는 것을 이유로 골드만 삭스와 다른 투자은행을 징계한 바 있다. 모든 투자은행이 정보차단벽을 유지한다고 주장하더라도, 이처럼 운영 규모가 작은 아시아 사무소와 같은 경우에는 정보차단벽 자체가 존재하지 않았을 가능성이 매우 크다고 볼 수 있다. 이 모든 정보는 진로가 최소한 5년간은 화의계획 아래 채무에 대한 이자(년 이율 8~11%) 지급의무를 이행할 수 있으며, 진로의 자산이 실질적으로 모든 부채를 변제하기 충분하다는 사실을 확신시키는 것들이었다.

비밀유지협약을 체결한 이후, 골드만 삭스는 아무런 사전 통보도 없이 아일랜드에 설립된 페이퍼컴퍼니 등 다양한 경로를 통해 진로채권을 매입했고, 한편으로는 2000년 및 2001년 진로를 상대로 법적 조치를 취했다. 골드만 삭스의 이런 태도는 진로의 구조조정 노력이 한창 진행 중이던 중요한 시기 동안 이루어져 다른 투자자의 투자욕을 상실시켰다. 결국 진로는 2003년 3월 파산을 맞이하게 된다.

진로 측은 골드만 삭스가 KAMCO(Korea Asset Management Corporation, 한국자산관리공사)의 채권공매절차에서 액면가의 15~20%에 진로채권을 매입했다고 주장하고 있다. 1998년 9월에 진행된 KAMCO의 1차 채권공매절차에서 나온 매각 채권의 대부분은 진로가 발행했거나 보증을 선 것들이었다. 이상한 것은 이 공매에서 투자자들을 위한 어떠한 데이터룸(Dataroom) 및 공식적 사업소개서조차 제공되지 않았다는 점이다. 투자자로서는 이처럼 투명성이 결여된 입찰에 참가할 이유가 없다. KAMCO에 따르면, 골드만 삭스는 1차 공매에서 액면가 5%에 낙찰을 받았으나 후에는 10%로 제안했다고 한다. 나중에 알려진 사실에 의하면, 입찰가격을 상회하여 골드만 삭스가 벌어들인 소득의 50~60%를 KAMCO가 청구할 수 있는 이익분배계약을 KAMCO와 골드만 삭스가 체결했다고 한다.

진로 측은 이처럼 파격적인 가격으로 낙찰받을 수 있었던 이유는 다른 투자자들에게 알려지지 않은 진로의 재정정보를 골드만 삭스가 자세히 알고 있었기 때문이라고 판단하고 있다. 이후 진로는 2000년 1월부터 2003년 2월까지 3년간 화의계획에 따라 연 8~11%의 이자를 지급했고, 골드만 삭스는 이미 자신의 투자액을 회수한 상황이었음을 추산할 수 있다.

이와 별도로 골드만 삭스는 진로홍콩이 발행하고 진로가 보증한 금리연동부채권(Floating Rate Note, 이하 FRN)²³⁷⁾ 총 2800만 달러를 1998년 10월부터 2000년 11

월까지 3년에 걸쳐 매입했다. 골드만 삭스는 2000년 6월 FRN의 액면가 100%를 변제하라고 요구할 때까지 채권매입사실을 진로에게 전혀 공개하지 않았다. 고수익의 진로홍콩은 일본 소주사업을 운영하는 진로재팬의 모회사로, 진로홍콩의 채권으로 진로의 일본 소주사업을 간접적으로 통제할 수 있기 때문에 이러한 채권매입은 진로그룹의 경영에 매우 중요한 영향을 주는 행위였다.

이어 2001년 12월, 골드만 삭스는 진로홍콩에 청산의 소를 제기하였다. 청산이 되면 일본 소주사업의 소유권은 골드만 삭스 또는 공동투자자에게 넘어간다. 그리고 2002년 5월, 골드만 삭스는 日本 내의 진로 商標所有權을 차지하기 위해 법적절차를 개시함으로써 일본 소주사업의 제3자 매각을 차단했다. 투자자에게 상표권을 명확하게 이전하지 않는 한, 매각은 성사될 수 없기 때문이다.

2003년 4월, 골드만 삭스는 법원에 진로에 대한 파산을 신청하였다. 진로 미변제 채권의 50% 이상을 보유한 채권자(모든 국내채권자 포함)들이 파산신청을 반대했고, 이들은 진로 경영진에게 채무구조개선을 위해 6~9개월의 유예기간을 주려고 했지만 법원은 골드만 삭스의 편을 들어 진로에 파산을 선고하였다.

또한 골드만 삭스는 2003년에도 교보생명 주식 인수를 추진하면서 같은 문제를 야기했다. 당시 대우인터내셔널은 보유하고 있던 교보생명 지분을 매각하기 위해 골드만 삭스에 실사를 의뢰했는데 실사가 진행되는 와중에 골드만 삭스 본사에서 교보생명 지분을 매입하겠다는 의사를 밝힌 것이다. 이 거래는 결국 무산되고 말았지만 역시 이해상충 시비를 낳았다. 이것은 국내에서 ‘차이니스 월’ 개념과 규율이 정립되어 있지 않고 있기 때문이며, 반면에 외국에서는 각 부문간의 내부정보 이용을 차단하는 차이니스 월 개념이 명확하게 정립되어 있는 점은 우리나라의 법제화에 있어 시사하는 바가 있다고 하겠다.

이상에서 진로와 골드만 삭스의 법적공방 중 법적 쟁점에 관하여 몇 가지 결론 내릴 수 있다.²³⁷⁾ 우선, ‘人的管轄’에 관한 부분이다. 한국 법률은 “분쟁 중에 있는 외국인 피고가 한국 내에 사무소 및 직원이 있어야 한다.”는 요건²³⁹⁾을 보다 廣範圍

237) 변동금리부 채권(FRN)은 지급이자율이 시중의 실세금리에 따라 변하는 채권을 말한다. 즉 채권 발행시 이자율을 결정하는 조건에 따라 고정금리부와 변동금리부 등으로 구분된다. 변동금리부 채권은 주요한 기준금리가 변동함에 따라 지급이자율이 변동하는 것으로 금리변동에 따른 위험을 채권보유자가 부담하는 것이 아니라 발행자가 직접 부담하는 것이다. 한국증권업협회, *supra* 주) 4, p. 126.

238) 고희식, *supra* 주) 235, pp. 278~280 참조.

239) 인적관할권에 대하여 「민사소송법」의 규정을 보면,

한 人的管轄로 바꿀 필요가 있다. 골드만 삭스의 적대적 의도가 명백해졌을 때, 진로는 2002년 3월 비밀유지협약을 위반하여 진로 채권을 매입한 골드만 삭스 및 홍콩 사무소를 상대로 소를 제기했다. 하지만 “한국 법원은 한국 내에 현존하지 않는 피고에 대하여 인적관할권을 행사할 수 없다.”는 법원의 결정에 따라 소를 취하할 수밖에 없었다. 골드만 삭스 관련 모든 회사들은 해외에 있었고 한국 내에서는 사무소 및 직원이 없었기 때문이었다. 한국 내에 사무소 또는 직원을 두지 않았다고 하더라도 첫째, 외국계 회사가 한국 내에서 사업을 수행하며 둘째, 한국민에게 직접적 영향을 주는 행위를 하며, 그리고 채권자 혹은 기타 지위로서 한국 법률체계의 수혜를 받는다면 한국 법원은 그 외국법인에 대한 인적관할권을 가져야 할 것이다.

둘째, ‘強制 證據公開’에 관한 부분이다. 현재 한국 법원의 증거공개제도는 현대화될 필요가 있다. 관련서류나 증거를 한쪽만이 보유하고 있을 때, 서류나 證據立證責任을 다른 한쪽에게만 부담시키는 것은 비합리적이다. 각 당사자 모두 상대방이 보유하고 있는 서류나 증거 제출을 강제할 수 있는 권리가 있어야 한다. 진로사건의 경우, 골드만 삭스의 투자금융부서와 부실채권부서 간에 진로의 비밀정보를 공유한 사실을 나타낼 수 있는 내부메모, 답장, 내무문서 등을 강제로라도 제출하도록 해야겠다. 그러나 현행규정은 실질적으로 이러한 제출을 강제할 수 없게 되어 있다. 추가로 개인 프라이버시, 영업비밀, 국가안보의 필요 등 제한적인 경우를 제외하고는 재판절차에서 증거로 제출된 모든 서증은 일반에 공개되어야 한다. 이런 제도를 통해 일반대중이 공공복리가 위협받는 사안에 대해 밀도 있게 조사 연구할 수 있도록 해주어야 한다.²⁴⁰⁾

셋째, ‘破産 管轄’에 관한 것이다. 「破産法」은 한국에서 지속적인 개혁이 이루어지고 있는 분야다. 최근 경영진에 의한 사기 및 기타 범죄행위가 있는 경우를 제외하고, 파산회사의 경영진을 존치하는 방향으로 「統合倒産法」이 개정되었다.²⁴¹⁾ 하

제2조(보통재판적) 소(소)는 피고의 보통재판적(보통재판적)이 있는 곳의 법원이 관할한다.

제3조(사람의 보통재판적) 사람의 보통재판적은 그의 주소에 따라 정한다. 다만, 대한민국에 주소가 없거나 주소를 알 수 없는 경우에는 거소에 따라 정하고, 거소가 일정하지 아니하거나 거소도 알 수 없으며 마지막 주소에 따라 정한다.

제5조(법인 등의 보통재판적)

① 법인, 그 밖의 사단 또는 재단의 보통재판적은 이들의 주된 사무소 또는 영업소가 있는 곳에 따라 정하고, 사무소와 영업소가 없는 경우에는 주된 업무담당자의 주소에 따라 정한다.

② 제1항의 규정을 외국법인, 그 밖의 사단 또는 재단에 적용하는 경우 보통재판적은 대한민국에 있는 이들의 사무소·영업소 또는 업무담당자의 주소에 따라 정한다.

240) 고희식, *supra* 주) 235, p. 279 참조.

241) 「파산법」은 1962년 1월에 제정되어 4차례 개정을 거친 후, 2005년 3월 31일 폐지되었다. 이를

지만 이 법령은 한국내에서 파산을 개시할 때, 해외채권의 역외 적용에서는 여전히 취약점을 가지고 있다. 진로는 1998년 3월부터 한국 내에서 和議狀態였기 때문에, 국내채권자들은 진로를 상대로 개별적인 법적조치를 취할 수 없었다. 하지만 골드만 삭스와 같은 외국채권자들은 그들이 보유하고 있는 진로채권이 화의계획하에 한국파산법원의 감독을 받고 있었음에도 불구하고, 홍콩과 일본에서 법적조치를 취할 수 있었다. 따라서 우선 채권이 한국 파산절차의 규제를 받고 있다면, 국내외를 불문하고 한국파산법원의 보호하에 있는 파산회사에 대한 법적조치를 취할 수 없도록 하는 방향으로 관련 법률을 개정해야 한다.²⁴²⁾

넷째, 한국은 ‘懲罰的 賠償制度’를 채택해야 하고, 이를 통해 불법적 행위를 한 자에게 청구인의 실제 피해 이상의 징벌적 배상을 강제할 수 있도록 해야 한다. 이 제도로 시장지배력을 가진 자가 사회적 약자에게 가하는 권리 남용을 방지할 수 있다. 진로사건의 경우, 진로가 골드만 삭스의 비밀유지협약 위반을 입증했다라도 진로가 그 계약 위반으로 직접적으로 야기된 손해를 입증하기란 어려웠을 것이다. 이에 손해입증 여부와 상관없이 징벌적 성격의 배상 명령을 내림으로써 강자의 횡포를 규제해야 한다.²⁴³⁾

다섯째, ‘認可 要件’에 관한 것이다. 한국 내에서 부실채권을 취급하는 모든 투기펀드는 금융감독위원회에 등록, 인가를 받아 규제·감독을 받으며, 보고를 하도록 요건화해야 한다. 진로사건의 경우, 골드만 삭스는 한국내에서 인가를 받지 않고, 해외에서 진로채권을 매입했으며, 그에 따라 한국 법원의 관할을 피할 수 있었다. 한국은 어떻게 투기펀드가 운영되는지 보다 정확히 파악하고 이러한 펀드들의 행위를 감독할 수 있는 적절한 제도를 만들 필요가 있다. 외국계 투기펀드에 적용되는 규제제도는 한국 내에서 고용을 창출하고, 투자를 촉진하는 외국 제조업이나 서비스업에서 적용되는 것과는 구분되어야 할 것이다.²⁴⁴⁾

대체하여 「통합도산법」이 2006년 4월에 시행되었다. 정식 명칭은 「채무자 회생 및 파산에 관한 법률」이다. 기존의 「파산법」, 「화의법」, 「회사정리법」 등 도산3법을 한데 묶어 법원의 인가를 받아 기업이나 개인 등 모든 경제 주체들이 회생절차를 밟을 수 있도록 한 법률이다.

242) 고희식, *supra* 주) 235, pp. 279~280 참조.

243) *Ibid.*, p. 280 참조.

244) *Ibid.*, p. 280 참조.

제3절 敵對的 引受合併의 문제점

1. 敵對的 引受合併의 법적 시사점

외환위기 이후, 외국계자본은 한국 주식시장에서 비중이 점차 커지고 상장기업의 주주로서 영향력도 그만큼 커지고 있다. 외국인주주의 지분율이 증가하는 현상만을 두고 비판적으로 볼 필요는 없지만 단기투기자본의 국내기업 인수를 통한 단기시세 차익 시도는 우려하지 않을 수 없다. 즉 투자자본이 아닌 투기성 자본의 국내기업 공격은 어떠한 형태의 순기능도 가질 수 없는 것이다.

외국인 주주들이 분산되어 있다고 적대적 M&A가 없을 것이라는 생각은 국제 금융시장의 냉혹한 현실을 모르는 짧은 생각이다. 최근 국제 금융시장에서는 과거와 같이 주식시장에서 주식을 사 모으는 ‘持分買集(open market purchase)’²⁴⁵⁾ 형태와 장외시장에서 ‘公開買收(street sweep)’를 통해 자신의 지분을 확보하는 방식으로 적대적 M&A가 일어나지 않는다. 주식시장 매집이나 공개매수 방식은 정부규제가 높은데다 인수비용도 만만치 않기 때문이다. 최근 국제 금융시장의 적대적 M&A는 흔히 ‘委任狀 대결’²⁴⁶⁾의 형태로 나타난다. 지분을 일정부분 확보한 외부주주가 경영진 교체를 주장하고 단기차익이 목적인 투기자본이라고 할 수 있는 헤지펀드들이 가세하여 주가상승을 통한 차익 실현을 노린다. 적대적 M&A의 가능성으로 주가가 상승하는 상황에서 이들 외국투자펀드를 규합하는 것은 쉬운 일이다. 이들은 모두 差益實現과 株價上昇, 配當擴大 등의 목적에서 이해관계가 일치한다. 따라서 그들 중 누군가가 경영진과 대립할 것을 결심하면서 서로 연합하게 되는 것은 당연하다고 볼 수 있다. 우리나라는 세계에서 네 번째로 外國人 持分率이 높은 국가이다. 舊 공산권이었다가 1990년대 들어 자본주의 체제로 전환하면서 외국인 투자자금을 끌어들이기 위해 주식시장을 개방한 헝가리나 외국인 지분이 높은 노키아(Nokia)의 시가총액이 압도적인 핀란드를 제외하면 우리나라는 멕시코와 거의 나란히 세계에

245) 주식매집(stock accumulation)전략은 시장을 통해 은밀히 주식을 매집하여 결국에 가서는 경영권을 장악하는 방법이다. 이를 위해서 사용되는 세부전략은 주식시장내에서의 매집(open market purchase)과 장외시장에서의 매집(street sweep)으로 구분된다. 특히 장외시장에서의 매집은 차익거래(arbitrage)를 하고자 하는 투자자로부터 웃돈을 주고 사는 방법을 의미하는데, 여기에는 법적 제약이 따를 수 있다.

246) 앞의 ‘KT&G 매입사건’에서의 위임장 대결 참조.

서 가장 외국인 지분율이 높은 국가로 꼽힌다. OECD 주요국들은 대체로 외국인 비중이 20~30% 정도이고, 日本은 20% 미만이며, 자본시장이 가장 개방적인 미국도 10% 정도에 불과하다. 외환위기 이후 국내자본이 주로 은행권으로 몰리고 주식시장을 외면하면서 국내투자자들은 주식시장을 빠져나가고, 대신 외국인 투자자들이 그 자리를 차지하고 있다.

적대적 M&A와 금융투기자본에 의한 피해를 많이 겪었던 미국의 사례는 우리나라에서 향후 어떤 일이 벌어질지에 대해 많은 것을 시사해 준다. 미국은 1980년대 금융투기자본과 적대적 M&A의 열풍을 경험했다. 특히 기업사냥꾼이라고 불리는 금융투기자본이 미국의 유수한 대기업들을 위협하면서 많은 사회적 논란을 불러일으켰다. 미국에서 나타난 적대적 M&A의 폐해에 대한 주장은 다섯 가지로 나뉘어 있는데, i) M&A는 미국기업들의 과도한 부채를 초래하여 企業倒産 등으로 이어지는 부정적 폐해를 가져오며, ii) 기업도시를 이루고 있는 미국의 地域共同體에 부정적인 파급효과를 초래하며, iii) 기업인수 과정에서 대상기업 주주들에게 지불되는 막대한 프리미엄으로 不均衡한 富의 再分配가 이루어지며, iv) 經營進의 利己主義的 行態가 대부분의 기업인수 과정을 지배하게 되고, v) 전반적으로 기업가치를 창조하기보다 파괴해 심각한 社會的 費用을 초래한다는 것이다.

미국의 SEC 전 의장이었던 존 쉐드(John Shad)는 1984년 한 연설에서 “오늘날 성행하고 있는 부채방식의 기업인수와 매수는 향후 막대한 기업도산으로 이어지게 될 것이다.(The more leveraged takeovers and buyouts today, the more bankruptcies tomorrow)”라고 비판했다. 이러한 비판은 1990년대 초반 현실로 나타났다. M&A 과정에서 과도한 부채를 지게 된 페더레이트(Federated), 메이시즈(Macy's), 레브코(Revco), TWA 등 대기업들이 부채를 이기지 못해 결국 부도사태에 이르게 되었다. 1984년부터 1985년 사이, 기업사냥꾼에 의해 적대적 M&A가 시행된 오클라호마의 시티즈 서비스(Cities Service)는 M&A 후 2만2500명의 근로자가 4000명으로 감소했다. 이러한 과정에서 금융투기자본은 막대한 자본이익을 얻었지만 기업과 근로자, 지역사회는 황폐화되어 갔다.

금융투기자본은 이 과정에서 자신들은 비효율적인 경영진을 교체하고 효율적인 경영으로 ‘株主價値’를 개선한다며 스스로를 정당화하려고 했다. 그러나 이들이 적대적 M&A를 시도하다가 그린메일(greenmail)을 통해 막대한 자본차익을 챙기는 것을 보면, 이들이 주장하는 ‘주주가치의 제고’라는 명분이 그다지 설득력을 갖지

못하다고 할 수 있다.²⁴⁷⁾ 그린메일은 자신의 지분을 기존 경영진에게 프리미엄을 받고 넘기는 행위로, 공격자는 막대한 차익을 남기지만 기존의 주주들은 그만큼 회사의 부가 정당한 이유없이 줄어들게 되므로 큰 손해를 입게 된다. 이 과정에서도 과도한 부채를 진 기업은 구조조정과 공장폐쇄를 겪게 되고 결국에는 파산하기에 이른다.

1980년대 전반에 걸쳐 적대적 M&A의 폐해가 사회적 관심사로 부상하면서 미국 여론은 적대적 M&A를 규제해야 한다는 입장으로 선회하게 된다. 즉 미국의 州정부들은 적대적 M&A를 제한하는 법안들을 내놓았으며, 기업들도 경영권 방어수단들을 적극적으로 개발하고 미국기업들의 90%가 이를 채택하게 되었다. 결국 1990년대 들어와서는 미국에서 적대적 M&A가 거의 사라지게 된다. 이러한 미국의 적대적 M&A 폐해 사례는 주로 미국내 투기자본에 의해 비롯된 것이었다. 그러나 현재 우리나라에서 벌어지고 있는 투기자본의 폐해는 주로 외국자본에 의해 자행되고 있다는 데서 차이점을 발견할 수 있다.

외국 금융자본이 우리나라 기업에 대해 적대적 M&A를 시도한다면, 이는 정상적인 기업경영을 위한 것이 아니라 ‘資本利得 獲得’이 목적으로 인수과정에서 기업의 가치를 훼손시킬 수 있다. 그럴 경우 인수 대상기업의 종업원들은 구조조정으로 실업위험에 노출되는 한편, 기업의 長期成長을 저해하게 되어 국민 경제적 차원에서 바람직하지 못한 결과가 초래될 수 있다. 기업이 이익을 달성해 주주에게 배당금을 지급하는 것은 당연하다. 하지만 주주들의 과도한 압력에 의해 미래성장을 위한 투자자본이 적정수준 이상의 배당금으로 지급되는 것은 기업의 財務健全성을 악화시키고 장기성장을 저해한다. 더욱이 자본금을 빼가는 有償減資는 기업의 존립을 위태롭게 함으로써 기업이나 일반투자자들에게 큰 피해를 입힌다고 할 수 있다.²⁴⁸⁾

247) 국내상장기업에 대한 적대적 인수합병을 효과적으로 방어하기 위해 황금주(golden shares)를 도입해야 한다는 주장이 제기되고 있다. ‘황금주’란 특정기업의 주식을 단 한 주만 가지고 있어도 그 기업의 중요한 의사결정을 좌우할 수 있는 주식을 말한다. 따라서 황금주를 보유하고 있으면 외국 투기자본이나 새 경영진에 의한 경영독주와 이에 따른 피해를 견제할 수 있는 장치로 활용될 수 있다고 주장한다. 최준선, 김순석, “회사법 개정방향에 관한 연구”, 한국상장회사협의회, 2005. 1. 20.

248) 왕윤종, 이우성, “적대적 M&A의 위협과 대책”, 이찬근외 지음, 『한국경제가 사라진다』, 21세기 북스, 2004, pp. 180~198.

<표 10> 美國의 敵對的 引受合併 規制 및 防禦裝置

방어장치	의미	국내 상황
엑슨-플로리오 법 (Exon-Florio Act)	<ul style="list-style-type: none"> • 1998년 미국 종합무역법 내 엑슨-플로리오 법(Exon-Florio Amendment to the Defense Product Act)을 신설. • 외국인에 의한 자국기업의 M&A를 외국인 투자심의위원회(CFIUS)가 조사하여 그 결과 ‘國家安保’를 손상시킬 수 있다고 판단될 경우에 事後的으로 대통령이 당해 인수를 중단 금지시킬 수 있도록 한 제도적 방어장치임. 	없음
증권거래소법 (Securities Exchange Act)	<ul style="list-style-type: none"> • 1934년 제정된 이래 공개매수에 따른 사회적 문제가 야기되면서 1968년 公開買收法(Tender Offer Act)이라는 수정법안이 통과됨. • 5% 이상 주식매수 공개의무(1934 Act Section 13(d), Williams Act) • 공개매수신고, 등록의무(1934 Act Section 14, Williams Act) • 투자자들의 부당한 피해를 예방하기 위해 인수시도자에 대한 구체적인 정보를 공개하는 법안으로, SEC와 인수기업에 인수합병의 조건, 자금원천, 인수합병 후의 계획 등을 포함한 공개 매입 서류를 제시해야 함. 	미약
증권법 (Securities Act)	<ul style="list-style-type: none"> • 1933년 제정되어 모든 증권거래를 규제함. • 적정한 정보를 제공받을 경우 투자자가 이익을 보호받을 수 있도록 매매증권과 발행인에 대한 모든 정보의 完全公示를 의무화하며, 규제자는 불공정하다고 생각한다고 생각되는 증권의 매출을 금지할 권한을 보유함. 	미약
기업인수 규제법 (Antitakeover Statute)	<ul style="list-style-type: none"> • 인디애나 주에서는 기존 미국인 주주의 과반수 동의가 없는 외국인 기업인수를 금지. • 미연방최고법원으로부터 적법성을 인정받은 후 델라웨어, 위스컨신, 펜실베니아, 메사추세츠 등에서도 입법 조치 마련. 	없음

방어장치	의미	국내 상황
지배권인수 규제법 (Control Share Acquisition Laws)	<ul style="list-style-type: none"> • 일정 수준 이상의 지분을 취득한 인수시도자는 나머지 주주 대부분으로부터 취득주식에 대한 의결권을 인정 받아야 행사가능. 	없음
자산동결법 (Freeze-out Laws)	<ul style="list-style-type: none"> • 대상기업의 經營權 또는 主要 資産 등에 대한 영향력을 일정 기간 배제하여 인수시도를 저해함. • 특히 인수 후 대상기업의 주요자산을 매각할 수 없도록 함. 	없음
의사의무 규정 (Director's Duties Laws)	<ul style="list-style-type: none"> • 경영권 인수 시도에서 경영권 인수 대상기업의 이사회는 non-financial factor들을 반드시 고려해 의사결정을 해야 함. • 기업의 장단기적 이익, 주주 등 이해관계자들의 이해, 국가경제, 인수시도자의 정채 및 의도 등을 종합적으로 고려하여 판단하도록 의무화함. • 이사회가 'No'라고 할 수 있는 권리를 부여하는 의미임. 	없음
의결권 제한법 (Voting Cap Laws)	<ul style="list-style-type: none"> • 인수시도자의 의결권은 일정 수준으로 제한함. • 인수시도자가 정채, 자금원천, 경영계획 등을 구체적으로 공시하고 나머지 주주들의 승인이 있을 경우에 한해 의결권 제한을 해지함. 	없음

자료 : 왕윤중, 이우성, 앞의 논문, pp. 187~188, <표>를 참조하여 재구성 한 것임.

<표 11> 유럽의 敵對的 引受合併 規制 및 防禦裝置

방어장치	의미	국내 상황
이사진의 國籍制限	<ul style="list-style-type: none"> · 스웨덴, 스위스 : 이사진의 국적제한 조치로 외국인에 의한 기업인수를 제한하고 있다. · 주식회사를 비롯한 유한책임회사 이사회에 과반수 및 대표이사가 반드시 자국에 거주하고 있는 자국민이어야 한다. 	없음
지분소유협정	<ul style="list-style-type: none"> · 덴마크 : 자국에 설립된 기업들은 자유로운 지분소유협정을 통해 외국인 투자자들의 參與排除가 가능하다. · 이와 같은 지분소유협정은 유럽 전역에서 활용하고 있다. 	미약
기업인수/허가/신고/심의회	<ul style="list-style-type: none"> · 프랑스 : 역외국 투자자에 의한 5억 프랑 이상인 프랑스기업 인수에 대해 사전 신고의무를 부여. · 이태리 : 역외국 투자자에 의한 자국은행 지분취득 제한. · 독일, 네덜란드 : 정부기관인 독점국이나 재무장관이 해외기업에 의한 M&A를 엄격하게 심사. · 벨기에 : 역외국 투자자에 의한 공개매수를 허가제, 특별출원, 통보 등으로 제한. 	미약
감독법 (Monitoring Act)	<ul style="list-style-type: none"> · 핀란드 : 매출액 또는 자산규모가 10억 마르카 (Markkaa, US\$ 2억이상) 이상인 핀란드 대기업에 대한 외국인 기업인수 규제, · 단일 외국인 투자가 지분의 1/3 이상을 취득하거나 직접적으로 경영권 통제가 가능한 경우, 혹은 핀란드 국익을 저해하는 경우는 사전신고 및 무역산업부의 인가를 받아야 함. 	없음
複數理事會 구성	<ul style="list-style-type: none"> · 複數이사회(two-tier board, Management board & Supervisory board) 구성. · 독일 : 감독위원회의 절반은 해임 불가능한 노조 대표, 나머지는 해임시 75% 이상의 찬성이 필요하기 때문에 운영위원회를 교체하는 데 많은 시간과 노력이 필요하다. · 네덜란드 : 두 이사회 모두 중도해임 불가. 	없음

방어장치	의미	국내 상황
의결권 상한 (voting caps)	<ul style="list-style-type: none"> 독일 : 일부 기업의 경우 일반주주들의 의결권을 제한(보유지분 규모에 관계없이 1인주주의 의결권을 5%로 제한하거나 상장을 위해서 의결권이 없는 주식을 발행). 프랑스, 이태리, 오스트리아, 네덜란드, 스페인 등에서도 활용. 	미약
창업자/가족/국적 은행이 지분보유	<ul style="list-style-type: none"> 독일 : 대기업의 경우 1/3 정도를 국적 은행들이 보유하고 있어 비독일계의 M&A 시도로부터 경영권 방어 가능. 독일 등 유럽 국가에서는 창업자 가족 위주로 소유 구조가 집중되어 있어 M&A를 위해서는 대주주와 직접 협상 필요. 	없음
자유로운 증권발행	<ul style="list-style-type: none"> 네덜란드 : 적대적 M&A 기간 중에도 사전주, 우선주, 주식배당, 배당지급증서 등 지분구조에 영향을 줄 수 있는 증권들을 주총의 동의 없이 발행 가능하므로 적대적 M&A 예방. 	없음
유명무실한 M&A 지침운영	<ul style="list-style-type: none"> 독일 : EU 기준과 유사하게 자발적인 인수합병 지침(voluntary takeover code)이 있으나 법적 정당성도 없고 업계에서 지켜지는 관행도 없음. 	미약
황금주 (Golden Share)	<ul style="list-style-type: none"> 경영권 변동 등 중요한 의사결정 시 '1주 多票權'을 통해 거부권을 행사할 수 있는 특별주. 국가 전략산업의 민영화 이후에도 정부가 영향력을 행사할 수 있는 수단. 영국 : 1980년대 공기업 민영화 과정에서 황금주를 광범위하게 활용했으며, 스페인, 포르투갈, 프랑스, 이태리 등에서도 보편화. 	없음
差等議決주식제도 (Dual Class Share)	<ul style="list-style-type: none"> 경영권 안정을 위해 의결권에 차별을 두는 두 종류 이상의 보통주를 발행하는 제도. 스웨덴 : 상장기업의 55%가 차등의결권 주식제도를 채택(핀란드 : 36%, 덴마크 : 33%). 	없음
特權株(Preference Shares)	<ul style="list-style-type: none"> 네덜란드 : 특혜적인 의결권에 부여된 주식으로 경영진 선임 등 주요 의사결정에 참여할 수 있는 권리를 특권 주주에게만 부여. 	없음

자료 : 왕윤중, 이우성, 앞의 논문, pp. 190~191, <표> 참조.

2. 敵對的 引受合併에 대한 제도적 보완

국내 대기업이 외국자본의 공격에 노출될 수밖에 없게 된 것은 IMF 체제하에서 자본시장을 급격하게 개방한 데서 기인한 것이다. OECD 가입 당시만 해도 자본시장개방에 대하여 여러 가지 제한을 두고 있었고, 특히 외국인에 의한 적대적 M&A에 대해서는 원천적으로 불가능하도록 금지시켰다. 즉, OECD 회원국 대부분이 외국계 자본의 자국기업에 대한 적대적 M&A에 대해서 業種別·進入類型別로 다양한 제한조치를 유지하는 것과 마찬가지로 충분한 보호장치를 두고 자본시장을 개방했다.

그러나 외환위기가 발발하자 사정은 완전히 달라졌다. IMF 등으로부터 긴급자금을 융자받는 대신에 그 반대급부로 전례없이 빠른 자본자유화가 추진된 것이다. 그로 인해 외국자본의 국내시장 진입은 모든 것을 가능하게 만들었고, 사실상 국내기업의 경영권을 방어할 수 있는 장치가 완전히 해체되는 결과를 초래했다. 외환위기를 극복하기 위한 방편으로 외국인 투자자본의 유치에 따른 순기능만 강조될 뿐, 투기적 성향이 강한 금융자본의 유입이 가져올 ‘否定的 弊害’를 등한시한 것이다. 국내증시에서 외국 투기자본이 국내기업을 사냥감으로 노리고 있음에도 불구하고, 이를 마치 ‘企業支配構造 改善’이라는 선의 추구로 미화되는 안타까운 현상이 현실로 나타나기에 이르렀다.

외국 투기자본이 경영권을 탈취했을 경우 기업지배구조가 개선되기는커녕 건전한 기업이 공중분해되는 한국경제의 피폐화만 초래될 뿐이다. 대부분의 OECD 선진국들이 아직도 외국인에 의한 적대적 M&A에 대해 규제조치를 유지하고 있다는 점을 다시 한번 상기해 국내기업이 외국 투기자본의 공격에 적절히 방어할 수 있는 시장친화적 제도가 보장되어야 할 것이다. 우리나라의 법제하에서는 외국인에 의한 경영권 위협 등 적대적 M&A로부터 중대한 국가적 이익을 보호하기 어려운 현실이다. 국가안보와 관련된 기간산업 보호를 위한 법개정이 무엇보다 필요하며 이에 관한 자세한 입법적 문제는 후술하는 ‘법적규제’에 관한 장에서 설명하겠다.

덧붙여 미국을 비롯한 일본, 프랑스의 방식을 벤치마킹해 주요 기간산업과 전략산업에서 국적기업의 경영권 보호를 위한 입법적 지원이 필요하다. 국가안보, 경제적 안보와 관련된 주요 기간산업과 첨단산업을 영위하는 회사의 경영권에 영향력을 행사하는 지배주주가 되려는 외국인에 대해서 사전승인을 위한 절차 마련이 필요하다.

다. 이러한 제도개선은 국가안보와 공공질서 유지 등 주요한 사항에 대해 외국인의 투자를 제한하고 있는 「OECD 자본이동자유화규약」에 비취볼 때 협약을 위반하는 것으로 볼 수 없을 것이다. 이에 대한 제도적 절차로서 「엑슨-플로리오법」의 국내적 도입 문제가 거론되고 있는데 자세한 내용은 후술하는 장에서 설명하겠다.

보다 자세한 적대적 M&A에 대한 국가기간산업 보호의 실례를 들면, 다국적기업인 셸(Shell)이 오스트레일리아의 국적기업인 우드사이드사(Woodside)를 적대적 M&A하고자 한 것에 대해 오스트레일리아 정부가 ‘國家利益 保護’를 위해 불허한 사례를 들 수 있다. 셸은 우드사이드의 지분 중 1/3을 소유하고 있었는데, 56%로 지분확대를 통해 적대적으로 우드사이드의 지배권을 취득하려고 했다. 우드사이드는 HP빌리톤사(Billiton Ltd), 리오틴토사(Rio, Tinto Ltd)에 이어 오스트레일리아에서 세 번째 규모의 천연자원 회사인데, 오스트레일리아 북서 대륙붕과 근해석유, 천연가스에 지분을 가지고 있었다. 이에 대해 오스트레일리아의 재무장관인 피터 고스텔로(Peter Costello)는 외국계 자본들의 반대 여론에도 불구하고, 셸의 우드사이드사 인수 시도에 대해 ‘국가적 이익’에 반한다는 이유를 들어 2001년 4월 23일 허가를 거절했다. 여기에는 셸이 자사의 글로벌 전략의 일부분으로서 우드사이드사를 운영할 것이며, 오스트레일리아 천연자원의 개발은 오스트레일리아 전체의 국익차원에서 경영되지 않을 것이라는 우려가 작용했다고 볼 수 있다.

국내기업과는 달리 외국자본에 대해서는 소유 지배구조, 재무구조, 자금동원력, 과거의 성과, 대주주의 실체과약 등의 정보를 알 수 없어 법 적용이 쉽지 않다. 따라서 무엇보다 투자자로 하여금 회사의 제반정보를 투명하게 파악할 수 있게 하고, 투자자 자신의 책임하에 주식의 매매행위 등을 결정하게 하는 것이 중요하다. 이때 情報의 眞實性과 情報公開의 對稱性이 매우 중요하다. 특히 적대적 M&A가 예상되는 경우에는 통상적으로 주가가 크게 변동하기 때문에 투자자 보호 차원에서 투명하고 대칭적인 정보 제공이 필수불가결하다.

제5장 短期投機資本 規制에 관한 國際的 論議와 主要國家의 規制 現況

1990년대 ‘워싱턴 컨센서스’²⁴⁹⁾가 동아시아로까지 보급되면서 대부분의 신흥시장 국가들이 단기자본이동에 대한 규제를 해체하기 시작하였다. ‘워싱턴 컨센서스’는 단기자본이동규제의 철폐는 세계적 수준에서 저축-투자배분의 효율성을 제고하여 해당국가의 경제발전을 촉진하고 특히 자본비용을 절감하는데 크게 기여할 것이라고 주장하였다. 그러나 1990년대 멕시코, 브라질, 아르헨티나, 한국, 태국, 인도네시아 등 단기자본이동에 대한 규제를 대거 철폐했던 대부분의 나라들이 外換金融危機를 겪었던데 비해 단기자본이동에 일정한 규제를 가했던 중국이나 칠레, 인도 등은 위기를 모면할 수 있었을 뿐만 아니라 상대적으로 높은 고성장을 구가할 수 있었던 것은 어떤 의미일까? 또한 말레이시아도 1997년 위기 이후 IMF 구조 조정 프로그램을 거부하고 대신 ‘資本流出 統制’를 가하는 등 이단적으로 대응하였지만 신자유주의자들이 우려했던 경제적 과국현상은 일어나지 않았다. 더욱이 말레이시아는 자본유출통제 이후 한국 못지 않게 위기이후 빠른 경제회복을 보여주었다. 이것은 외국자본이 장기적 투자가 아닌 단기투기자본인 경우 이를 통제하는 정책은 오히려 국가경제에 도움이 된다는 것을 시사해 주고 있다.

249) 신자유주의의 기본 처방을 일컫는 ‘워싱턴 컨센서스’라는 말을 만들어낸 미국 국제경제연구소의 존 윌리엄슨은 1989년 남미 국가들에 대한 처방으로 △재정 건전성 △누진세율 완화 등 조세 개혁 △공기업 민영화 △규제 완화 △무역자유화 등 10가지를 제시하고, 워싱턴 컨센서스라고 이름 붙였다. 즉 간단히 말하면 공공분야를 축소하고 경쟁에 모든 것을 맡기자는 것이다. 최근에는 이에 대한 비판으로 공기업 민영화를 완화하는 대신 사법제도 정비, 지적재산권 강화와 같은 제도 개혁을 강화하자는 ‘신 워싱턴 컨센서스’가 주장되고 있다. 정의길, “[유레카] 신 워싱턴 컨센서스”, 『한겨레 21』, 2006. 4. 16. ; 안현효, “발전경제학의 전망 - 두 개의 방법론적 이슈 -”, 『사회경제평론』 제21호, 2003. 10, pp. 53~82.

제1절 短期投機資本 規制에 관한 國際的 論議

1. 國際的 規制의 필요성

국제단기자본의 투기화 현상이 금융세계화와 함께 갈수록 심각해지는데 비해 이를 제재할 만한 법적 수단이 거의 없다는 점이 문제이다. 앞에서 보았듯이 금융세계화는 세계 자본주의의 건전하고 바람직한 성공을 위한 좋은 예를 제공하는 반면에 통제를 일탈한 국제금융체제는 증진된 규제의 필요속에 놓이게 되었다고 할 수 있다.²⁵⁰⁾ 이에 따라 전세계적 규모의 법적구속력을 가진 통일적인 법제확립을 위한 노력이 OECD 다자간투자협정(MAI)을 통해서 이루고자 하였으나 각국의 경제적·정치적 현실을 반영하지 못하고 너무 이상적인 출발을 시도하였기 때문에 ‘國際投資規範’으로서의 법제확립에 실패하였다. 또한 ‘WTO 투자관련규범’²⁵¹⁾도 그 제도의 출발이 국제투자의 자유화 방향을 직접적으로 규율하기 위해 채택된 것이 아니라 처음부터 투자규범으로서의 한계가 내재하고 있었고, 더욱이 투자문제를 직접적으로 규율하기 위해 다년간의 논란 끝에 채택된 「무역관련투자조치협정」도 한계를 나타내고 있었다.

몇몇의 경제학자들이 규제되지 않은 국제투기자본이 세계경제를 심각하게 위협했다는 주장에도 불구하고 자유시장에 대한 믿음을 갖고 있는 대부분의 경제학자들은 세계화가 부와 국제협력이 증진된 세계를 약속하고 있다고 믿고 있다. 앨런 그리스펀 연방준비제도이사회(FRB) 의장 등 금융권 일각에서는 “규제로부터 자유로운 펀드라는 고유의 특성이 무너질 수 있다.”는 점을 들어 규제강화에 반대하기도 한다.

물론 투기성 외국자본이 부정적인 영향만을 주는 것으로 평가할 수 없는 부분도 있다. 외국자본의 경영감시로 기업경영의 透明性 제고 등 전반적 기업감시기능이 높아지고 株主利益 重視의 경영풍토를 확산시켜 준다는 점, 그에 따라 기업 및 금융의 構造調整을 촉진시킨다는 점 등은 긍정적인 효과를 가져다 준 것으로 평가된다.

250) Robert Gilpin, *The Challenge of Global Capitalism*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey, 2000, p. 22.

251) ‘WTO의 투자관련규칙’에 대하여는 앞의 ‘국제투자규범으로서의 국제투자협정’ 참조. 김인숙, *supra* 주) 49, pp. 2~6.

그러나 동아시아의 경험에서 보듯이 금융세계화가 ‘현저하게 증가된 國際經濟 不安定の 世界化’를 가져온다는 비판을 면할 수 없다. 국제단기자본들이 국제금융시장과 세계경제에서 차지하는 비중이 갈수록 높아짐에 따라 주가, 환율, 채권값과 같은 가격변수가 더 이상 실물경제를 반영하지 못하고 각종 가격변수의 거품현상이 심화되어 세계경기가 불안해지면서 이에 대항하기 위해 세계각국들이 추진하고 있는 경제정책이 무력화되고 있다. 또한 투기성 외국자본은 투자자금의 조기회수를 위하여 무리한 감원, 核心資産 매각, 高額配當 및 有償減資 등을 실행하여 기업의 성장성을 저해하고, 경영간섭 및 적대적 M&A를 함으로써 기업들이 경영의 내실화 보다는 經營權 防禦에 치중함으로써 기업의 에너지와 가치를 소모시키는 부작용도 간과할 수 없다.

따라서 세계경기가 안정되기 위해서는 갈수록 불안요인이 될 이러한 국제단기자본의 활동을 어떻게 효율적으로 규제하느냐가 최대현안으로 부각되어 질 것이다. 미국도 국제단기자본에 대한 규제의 필요성을 인정하고 증권거래위원회(SEC)를 통하여 2004년 여름부터 헤지펀드 매니저 등록제를 추진하는 등 헤지펀드에 대한 規制 強化方案을 마련하고 있다.²⁵²⁾ 미국과 같은 투자자유화의 최대 수혜국도 단기자본이 안고 있는 고위험성으로 인하여 규제의 필요성을 조금씩 절감하고 있는 것으로 볼 수 있다.

국제자본이동에 대한 통제방식은 크게 나누어 資本流入(capital inflows)에 대한 통제와 資本流出(capital outflows)에 대한 통제로 구분된다. 자본유입에 대한 통제는, 1990년대 들어 일부 신흥시장국가들이 자본자유화를 추진하는 과정에서 발생한 급격한 자본유입으로 국내금융시장의 변동성이 증가하고 자국통화의 과도한 평가절상으로 경상수지가 악화되는 문제점을 해결하기 위해 도입되었다. 자본유출에 대한 통제는 1997년 아시아 금융위기 이후 일부 신흥시장국가들이 자본의 급격한 이탈로 인해 자국의 경제기반이 붕괴되는 것을 방지하기 위해 도입되었다.

그러나 자본통제의 도입은 대외신인도의 하락을 초래하여 향후 거시경제정책수행에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 또한 자본이동에 대한 규제가 잘못된 안전장치로 받아들여져서 신흥시장의 취약한 금융시스템을 개선하는 작업을 지연시킬 경우 체계적 위험을 고착화하는 부작용이 발생하게 된다. 일례로 1997년 중반 태국에서

252) SEC는 「증권시장 개선법」에 ‘투자회사의 정의’에 관한 새로운 예외규정을 도입함으로써 헤지펀드의 규제강화를 도모하고 있다. Sunil Sharma, *supra* note 132, p. 64의 설명 참조.

금융위기가 발생하였을 때 한국정부나 시장참여자들은 한국의 자본이동에 대한 규제장치들이 금융위기의 전과를 막아주는 역할을 할 것이라고 예상하여 적극적인 위기에방대책을 강구하지 않음으로써 더 큰 위기상황을 맞게 된 사실을 들 수 있다. 1998년 브라질의 금융위기에 있어서도 이와 유사한 상황이 발생하였는데, 당시 단기자본유입을 제한하고 있던 브라질은 멕시코와 같은 평가절하 위기가 발생하지 않을 것이라는 예상을 뒤엎고 레알화가 폭락하면서 대규모 자본유출이 발생하였다. 이러한 사례들은 자본이동에 대한 규제장치만으로는 취약한 금융시스템에서 비롯되는 자본이탈을 막을 수 없음을 보여준다.

결국 자본의 자유로운 이동은 본질적으로 환율의 안정, 거시 경제정책의 자율성과 동시에 양립할 수 없다. 국가들은 기본적으로 경제의 불안정성을 감소시키기 위해 안정된 환율을 원함과 아울러 불황과 인플레이션 사이에서 경제를 조율하고 경제성장을 증진시키기 위한 차별적인 통화정책을 원한다. 그러나 국가들은 무역과 해외투자, 국제경제활동을 촉진하기위해 자본이동의 자유를 원하지만 이것은 자국의 거시경제정책 자율성과는 양립할 수 없다는 문제점을 안고 있다.

2. 國際規制基準

오늘날 킹스턴체제(Kingston System)²⁵³⁾ 이후 고정환율제가 사실상 붕괴되고 국제금융시장의 급속한 통합으로 국가간에 자본이동의 장벽이 거의 사라져가고 있는 상황에서 국제적 헤지펀드들의 공격적 투기행위는 국제통화질서에 극도의 불안요인으로 작용하고 있다. 최근에는 정보통신의 발달과 더불어 각종 첨단 금융공학(financial engineering)에 바탕은 둔 파생금융상품들이 속속 개발됨에 따라 이들의 자금 동원력은 가공할만한 수준에 이르고 있으며, 특히 1990년대 들어와 이들의 투기행위는 특정국의 중앙은행을 상대로 머니게임(money game)을 벌일 정도로 대담해지고 있다.

더구나 이들과의 싸움에서 패한 나라는 국민경제가 파탄에 이르게 됨으로써 세계 경제에도 심각한 악영향을 미치곤 한다. 이미 조지 소로스과 같은 국제적 환투기자

253) 1976년 1월 자메이카의 수도 킹스턴에서 개최되어 IMF 잠정위원회에서 합의된 새로운 국제통화면에서의 협력체제.

들은 1992년에 영국 파운드화를 상대로 대대적인 시장공략을 벌여 급기야는 영국의 중앙은행을 무너뜨리고 영국으로 하여금 유럽통화제도의 환율조정장치(Exchange Rate Mechanism, ERM)를 이탈하게 한 전력을 갖고 있다. 이 당시 영국중앙은행은 3개월만에 투기세력이 위력앞에 무릎을 꿇고 말았다. 그 이후에도 환투기자들의 교란행위는 계속되어 1994년 멕시코에서는 고금리를 노리고 들어왔던 투기자본들이 일시에 빠져나감으로써 멕시코 페소화의 가치를 하루 아침에 폭락시키고 멕시코 경제를 파탄으로 몰아넣었다. 그리고 1997년에는 아시아 지역으로 눈길을 돌려 태국 바트화를 필두로 인도네시아, 말레이시아, 필리핀 등에서 환투기를 본격적으로 자행함으로써 이 지역 전체의 경제를 일순간에 흔들여 놓았다. 특히 그 해 10월말에는 홍콩 통화당국이 환투기자들의 집중적인 시장 공략으로부터 홍콩달러의 가치를 방어하기 위하여 금리를 대폭 올리는 바람에 한국 등 아시아 국가들은 주가폭락이라는 뒷서리를 맞은 바 있고, 1998년 8월에도 홍콩경제의 침체로 인하여 홍콩의 통화당국이 고정환율제 대신 변동환율제를 채택하여 경기를 부양할 가능성이 크다는 것을 눈치채고 대대적인 홍콩 시장공략에 나섬으로써 홍콩의 통화체제를 위협하였다.²⁵⁴⁾

이처럼 오늘날 국제적 환투기자들은 특정지역 국가들의 경제를 근본에서부터 뒤 흔들 정도의 막강한 영향력을 키워가고 있다. 이러한 현상은 결국 화폐경제에서의 시장경제원리가 실물경제에서의 시장경제원리를 위축시키는 바람직하지 못한 결과를 초래하고 있으며 이로 인해 선진국의 금융자본이 개발도상국의 산업자본을 무너뜨리는 결과를 가져와 국제적 자원배분에도 악영향을 끼치고 있다.

킹스턴체제하에서 IMF는 국제통화제도의 건전한 운영을 위하여 매년 회원국과의 정례협의를 통해 해당국의 재정정책과 통화정책에 대한 정책적 권고를 행함으로써 회원국들의 환율제도 운용에 사실상의 간여를 하여 왔다. 그리고 신용공여를 통해 회원국을 지원할 경우에는 일정한 ‘政策遵守事項(performance criteria)’²⁵⁵⁾을 信用引出條件(conditionality)으로 부과하였고 이를 준수하지 못하였을 경우에는 잔여 특정액의 인출을 불허하는 등 제재를 가할 수도 있었다.

한편, 세계적인 외환위기사태를 통하여 헤지펀드와 같은 투기자본은 그 속성상

254) Barry Eichengreen and Donald Mathieson, *supra* note 94, pp. 15~17 참조.

255) 이러한 정책준수사항에는 중앙은행의 대정부 여신한도, 금융기관의 국내여신한도, 통화증가율, 금융정책방향, 순해외자산, 대외차입한도, 국제수지 및 외환관리 목표, 외환자유화조치등이 있으며 경제 전반에 걸쳐 기간별로 구체적인 운영계획이 수립된다.

극히 단기적인 것이고, 장기적 비전이란 있을 수 없음이 명확해졌다. 이처럼 단기적인 탐욕(greed)과 군집(herd)적인 생리에 따라 움직이는 자본에게, 신자유주의적 금융세계화의 논리속에서 개도국에 대한 규범적 보호장치마저 해체된 채 개도국의 운명과 민생의 안정을 내맡기는 것은 극히 위험한 것임이 분명해진 것이다. 따라서 세계화를 통해 경쟁력의 제고라는 측면에서는 이를 수용해야 하지만, 초국적 단기투기자본의 이익을 극대화하기 위한 목적으로 세계화를 강요한다면 이를 비판적으로 극복해야 하는 이유가 바로 여기에 있는 것이다.

아시아의 외환위기가 러시아와 중남미로 확산을 거듭하면서 투기자본을 규제해야 한다는 국제적 여론이 형성되고 있다. 미국내 양심적 학자, 유럽의 신세대 정치인, 심지어 국제투기자인 조지 소로스조차 자본자유화의 첨병인 IMF를 비판하고 나섰다. 홍콩은 금융자유도시라는 이미지를 손상하면서까지 외환규제를 실시했고, 말레이시아와 러시아는 고정환율제로 복귀했다. 중국과 인도는 자본자유화 일정을 전면 수정할 것을 검토하고 있다.

그러나 과연 국제금융체제를 획기적으로 개편할 수 있을 것인지 반문하지 않을 수 없다. 그것은 전후 국제통화질서를 관장하는 기구로서 출범했음에도 불구하고 오늘날 IMF가 미국의 '霸權主義'적 자본세계화 체제에 제3세계와 중진국을 종속시키는 첨병 역할을 수행하고 있다는 비판에 직면해 있기 때문이다. 따라서 자본의 이동을 통한 이윤의 극대화라는 경제학적인 효율의 개념이 國際經濟法상의 '衡平'의 개념과의 조화를 통하여 국제사회의 복지증진에 기여할 수 있도록 국제금융체제의 개편에 대한 모색이 필요한 것이다.²⁵⁶⁾

왜냐하면 이러한 국제경제법상의 형평원칙의 구체화를 실현하기 위해서는 개도국의 이해를 명백히 대변해 줄 수 있는 제도적 장치가 필요함에도 불구하고 IMF의 정책결정에서는 개도국이 소외되고 있기 때문이다. 따라서 국제금융체제의 개편은 IMF의 민주적 개혁에서 출발하여야 한다. 지금까지 IMF는 미국에 의해서 주도되었다. IMF 출자금의 비중에 따라 비례적으로 주어지는 '投票權의 配分'²⁵⁷⁾에 따라 미

256) Allan S Nam, "The Asian Financial Crisis : Causes and Remedies", 『법학연구』 제14권 제4호, 연세대학교 법학연구소, 2004. 12, pp. 144~146, Chapter IV 'IMF Remedies' 참조.

257) IMF의 투표권에 관하여는 IMF규정 참조 ;

Article XII Section 5 (Voting)

(a) Each member shall have two hundred fifty votes plus one additional vote for *each part of its quota* equivalent to one hundred thousand special drawing rights.

Article III Section 2 (Adjustment of quotas)

국은 18% 이상의 투표권을 소유하고 있다. 그런데 IMF의 주요결정은 총 투표권의 85% 이상의 지지를 필요로 하기 때문에 미국 단독으로도 어떤 결정을 거부할 수 있는 위치에 있다.

예컨대 특정 국가에 대한 IMF의 구제금융에 대한 제공여부의 결정에 있어 미국의 동의가 없으면 지원이 불가능한 것이다. 이러한 IMF를 강력하면서도 더욱 정당성 있는 국제기구로 만들기 위해서는 우선 투표권을 좀더 평등하게 배분하고 의사결정 요건을 WTO와 같은 합의제 형식으로 바꿀 필요가 있다. 또한 IMF의 활동을 보다 더 공개적으로 만들고, 이사회의 구성도 회원국들의 구성을 더욱 잘 대변하는 방법으로 이루어져야 할 것이다. 따라서 IMF의 개혁의 출발은 효율을 전제로 한 加重投票權制度의 개선을 통해 의사결정과정에서 소외된 개도국의 형평에 입각한 참여의 보장과 제도화라는 국제사회의 민주주의의 강화에서 비롯되어야 할 것이다.²⁵⁸⁾

또한 국제법상 ‘連帶性’(solidarity)²⁵⁹⁾이란 국가들의 이해관계 공동체로서 정의내려지며, 연대성은 신국제경제질서(New International Economic Order : 이하 “NIEO”)²⁶⁰⁾에 관한 UN결의와 밀접한 관련을 맺고 있다. 즉 전통적인 의미의 연대

(a) The Board of Governors shall at intervals of not more than five years Conduct a general review, and if it deems it appropriate propose an adjustment, of the quotas of the members. It may also, if it thinks fit, consider at any other time the adjustment of any particular quota at the request of the member concerned.

(b) 생략

(c) An eighty-five percent majority of the total voting power shall be required for any change in quotas.

258) 「UN해양법조약」 제161조 제1항 (d)호의 규정에 의하면, 深海底 機構理事會의 경우 개발도상국인 당사국 중에서 特別利益을 대표하는 6개국으로 人口多數國, 內陸間이나 지리적 不利國, 深海底로부터 채취되는 종류의 광물의 주요수입국, 이러한 광물의 잠재적 생산국 및 최저개발국을 포함하여 이사국의 지위를 부여하고 있다.

259) 連帶性의 법적 근거로는 「경제적 권리의무헌장」(1974.12)제6조 제2항, 제7조, 제25조와 「UN憲章」 제55조, 제56조, 경제·사회·문화적 권리에 관한 「國際人權規約」 제2조 제1항에 기초하고 있다.

260) 신국제경제질서(NIEO)는 1970년대 초 국제경제질서의 근본적인 개혁을 위해 개발도상국들에 의해 시작된 운동을 말한다. 1974년 세계 자원문제를 토의한 제6회 유엔특별총회에서 77그룹으로 불리는 아시아·아프리카의 제3세계권 국가들에 의해 기존의 선진국 주도의 국제경제질서를 폐지하고 자원주권의 확립을 골자로 하는 「신국제경제질서 수립에 관한 선언」이 채택되었다. 77그룹은 지금까지 세계 경제구조가 선진공업국의 이익을 가져올 뿐 개발도상국의 이익은 있을 수 없으므로 근본적으로 개편되어야 한다고 주장하면서 천연자원에 대한 항구적 주권 행사, 생산자 카르텔 성립, 다국적기업의 규제, 개발도상국에 불리한 교역조건 개선과 국제통화제도의 개혁, 개발도상국에 대한 원조 증대 등을 강력히 요구하였다.

성은 전체로서 국제공동체가 그들의 구성원의 복지에 대한 의무를 지는 개념이었으나, 이제는 「NIEO에 관한 선언」을 통해 선진국의 貧國에 대한 責任으로 축소·이해되고 있다. 이와같이 ‘開發에 대한 權利’(the right of development)²⁶¹⁾의 국가간 차원의 문제도 연대성의 원칙내에서 인식되어지고 있다.²⁶²⁾

이와 같이 ‘개발에 대한 권리’, 혹은 ‘발전의 권리’는 國際法상 ‘開發權’이라는 개념으로 존재하는데 이 개발권을 集團的 權利로 규정할 때 개발권의 주체는 개도국을 비롯한 모든 국가들이 포함되며, 또한 자결권을 함유하고 있는 소수 민족 등의 ‘少數者’도 이에 해당된다.²⁶³⁾ 국제법상 연대성 원칙에 대한 논점은 개도국이 선진국에 대해 개발원조를 요구할 법적 권리를 가지고 있느냐 또는 선진국이 주권원칙을 내세워 거절할 수 있느냐로 집약된다. 전통 국제법은 연대성 원칙의 존재의 인정에 대해서는 이론이 없다. 그러나 조약상의 특별규정이 없으면, 개도국의 개발원조의 원칙이란 ‘法原則’이라기보다는 과거식민지주의에 대한 ‘도덕적 의무’, 혹은 단순한 ‘정치적 원칙’에 불과하다고 주장한다. 그들은 연대성 원칙에서 특히 상호주의를 강조한다.

그러나 그러한 서구 국제법학자들에 의해 선진국의 주권원칙과 상호주의에 입각하여 형해화된 연대성 원칙이 그 이념적 토대의 형성에 하나의 원인이 되어 등장한 신자유주의적 금융세계화에 의해 초래된 세계적인 외환위기사태 속에서는 개발원조는 차치하고라도 그들이 주장하는 과거 식민지주의에서 연유하는 최소한의 도덕적

261) 양건, 김재원 譯, 『국제인권법 개론』, 교육과학사, 1992, p. 147. ; 박찬운, 『국제인권법』, 1999, pp. 291~303. ; 김대순, 『국제법론』 제8판, 삼영사, 2003, p. 518. 시민적·정치적 권리들은 ‘第1세대(first generation) 권리’들로 성격지워지고 경제적·사회적·문화적 권리들은 ‘第2세대(second generation) 권리’들로 성격지워지는데 대해, 發展에의 權利는 ‘第3세대(third generation) 권리’라고 불리우는데 이러한 발전의 권리(발전권)는 1986년 UN의 「Declaration on the Right to Development」에서 규정지워졌다고 보고 있다.

262) 이와 관련하여 「世界人權宣言」 제28조에는 “모든 사람들은 이 宣言에 제시된 권리와 자유가 완전히 실현될 수 있는 사회적, 국제적질서에 대한 권리를 갖는다.”고 명시함으로써 개별 주권국가의 한계를 넘어선 集團的 連帶權을 제시하고 있다. 이것은 경제적 빈곤과 국제정치경제체제의 구조적 문제에 대처하는 後發 産業國家들의 집단적 요구를 수용할 수 있는 새로운 人權의 개념으로 이해할 수 있다. ‘連帶權(solidarity right)’은 서구의 自然法的인 인권이론이 전제하고 있는 개인 차원의 인권이 아니라 국제적불평등 문제를 시정하고자 하는 ‘集團的 人權(collective right)’의 개념으로 볼 수 있다. 이에 대한 자세한 내용은 이장희, “第3세대 人權의 概念”, 『碩岩 배재식 박사 회갑 기념논문집: 인권과 국제법』, 박영사, 1989, pp. 207~223. ; 이원웅, “세계인권선언의 현시대적 의미”, <http://www.humanrights.or.kr/HRLibrary/HRLibrary1-owlee1.htm> 참조. (방문일자 : 2006. 8. 22.)

263) 김부찬, “국제법상 少數者의 權利”, 『동아시아연구논총』 8집, 제주대학교 평화연구소, 1998. ; 이장희, “人權으로서의 開發에 대한 權利”, 『국제법학회논총』 제33권 제1호, 1988, p. 64.

의무, 혹은 단순한 정치윤리적 원칙조차도 발견할 수 없다는 데에 문제의 심각성이 존재하고 있는 것이다. 따라서 현재의 국제경제적 위기는 종래의 자유주의나 형식적 평등에만 의존하여서는 아니되며, ‘實質的 平等’과 ‘連帶性 원칙’에 입각하여야만이 극복될 수 있는 것이다.

이러한 법적 연대성의 강화는 현행 국제법 공동체가 지향해야할 하나의 방향이며, 또한 국제법도 미래에는 공동사회적 법질서로 해석되어야 한다는 것을 의미한다. 따라서 국제개발법의 法的 기준으로서 연대성의 원칙은 그 법적 근거를 현행 실체법상의 ‘協力義務’와 ‘善隣友好의 一般原則’에서 그 기초를 명백히 찾을 수 있으며, 점차 개발원조에 대한 법적 의무로 단계적으로 발전되어야 할 것이다. 아울러 국제사회에서 이와같은 복지국가의 이념을 실현시키기 위한 연대성 원칙의 관철은 최상의 권위를 가진 국제사회의 중앙집권성이 전제되어야 하는 바, 이는 미래의 국제사회가 초국가적 조직공동체로 발전되어야함을 암시하고 있다.²⁶⁴⁾

일반적으로 자본의 자유로운 이동을 보장하기 위한 國際投資協定상의 일반적 대우에 해당하는 최혜국대우원칙 및 공정·공평 대우의 원칙 등은 고전 국제경제법상의 ‘형식적 평등’에 근거하고 있다. 이와 같은 고전 국제경제법의 목표가 자유주의적 법치국가의 실현이었다면, 국제사회의 약자인 개도국을 보호하기 위한 국제개발법은 사회주의적 복지국가를 실현하는데 그 목표를 두고 있다. 그러므로 고전국제경제법이 국가간 형식적 평등을 강조했다면, 국제사회의 복지법으로서의 국제개발법은 국가간 ‘평등의 구체적 실현’에 그 주안점을 두고 있다. 평등원칙의 구체화란 국제개발전략의 일환으로 포괄적 개발촉진계획을 통해 경제발전의 과정과 다른 국가들을 형식적으로 동등대우함으로써 비롯되는 차별의 제거를 의미한다.

선·후진국간의 구체적 평등을 실현하기 위해서는 일시적인 선진국의 특혜에만 의존하는 것은 장기적인 해결책이 될 수 없다고 본다. 따라서 개도국은 신국제경제질서를 위한 국가의 「경제적권리의무현장」을 통한 제도적 개혁을 시도하고 있다, 전통 국제경제법상 형식적 평등원칙은 ‘補償的’ 불평등을 기본원리로 한 국제개발법의 새로운 기준으로 보완되어야 한다. 이는 고전국제경제법의 기본 철학인 국가의 절대적 주권에 기초한 자유의 원칙은 실질적 평등과 연대성의 원칙에 의해 상호보완될 필요성을 말해주는 것이다. 그를 통하여 선·후진국간의 경제적 격차는 감소될 수 있으며 개도국은 실질적인 동반자의 지위에서 국제공동체의 발전에 적극

264) 이장희, *supra* 주) 262, pp. 69~73 참조.

적으로 참여할 수 있게 될 것이다. 따라서 국제공동체의 전체 회원국의 사회·경제적 복지에 대하여 ‘국제공동체의 집단적 책임’에 기초한 국제복지법의 이념이 국제법과 국제경제질서의 한 영역이 되고 있으며 국제사회에서 약자인 개도국을 보호함으로써 ‘적극적 평화(positive peace)’를 실현하고자 하는 국제복지법의 이념이 강조되고 있다.²⁶⁵⁾

3. Asia 外換危機와 LTCM사건 이후의 資本規制 論議

1) Asia 外換危機의 原因分析과 資本規制

금융자유화와 금융개방 이후 개도국을 강타한 수많은 금융위기의 역사는 앞서 자세히 설명한 바 있다. 80년대 초 남미부터 90년대 초의 스카디나비아 국가들과 90년대 후반의 동아시아에서 열병처럼 금융위기를 겪은 바 있다. 금융위기는 적절한 규제없이 대내적 금융자유화와 대외적 금융개방이 함께 진전되면서 금융부문의 취약성이 심화되어 은행위기가 나타나고, 때로는 개방 이후 유입된 외국자본의 유출로 인해 환율폭락 등 외환위기의 형태로 나타났다. 그래서 金融危機와 外換危機가 흔히 동시에 나타나서 ‘쌍둥이 위기(twin crisis)’ 라는 이름으로 불리기도 한다.²⁶⁶⁾

한국을 포함한 동아시아 국가들은 1997년 심각한 금융위기로 인해 깊은 상처를 입고 침몰하고 말았는데 이는 대공황이후 자본주의 경제사에서 가장 큰 사건으로 기록되고 있다. 수십년 동안 기적적인 경제성장을 이룩하여 ‘동아시아의 기적’이라 불리던 이들 국가의 금융위기는 아무도 예상치 못한 것이었고 따라서 현재까지도 치열하게 진행되고 있는 논쟁을 불러일으켰다.²⁶⁷⁾ 동아시아 금융위기는 90년대 초 각국에서 성급하게 진행된 금융자유화나 개방과 밀접한 관련이 있었다. 이들 국가는 자본흐름에 대한 조심스런 규제 속에서 국내 투자를 촉진하며 급속한 성장을 이

265) 이재봉의 역, 『平和的 手段에 의한 平和(Peace by Peaceful Means)』, Johan Galtung著, 들녘, 2000, pp. 4~11.

266) Jung Mo Kang, “Korean Economic Crisis : Causes, Prescriptions and Reforms” , Seoul, 2001, p. 178.

267) Robert Wade, “From Miracle to Cronyism : Explaining the Great Asian Slump” , in *Financial Liberalization and the Asian Crisis*, Ha-Joon Chang at al., Cambridge Political Economy Society, Palgrave Publishers Ltd, 2001, pp. 63~79.

록했지만, 정치경제 그리고 이데올로기의 변화 속에서 개방에 대한 대내외적 압력이 강화되었고 결국 단기자본을 포함한 외국자본에 국내 금융시장이 너무 쉽게 빗장을 열어버렸던 것이다.²⁶⁸⁾

아시아 금융위기는 지난 1982년의 중남미 채무위기나 1995년의 멕시코위기 등 과거의 금융위기와 근본적인 차이점은 없으며, 단지 너무 급작스럽게 다가왔다는 점이 다르다고 할 수 있다. 그 위기의 원인으로서는 금리안정, 정치적 안정성, 평가절하 회박성, 부동산 가격 상승, 지속적 성장 가능성 등 너무 낙관적인 경제전망에 근거한 과도한 외화차입이 주범이라고 분석되고 있다. 이러한 낙관적인 가정들이 빗나감에 따라 외화차입은 경제를 위협하는 요인이 되었으며, 중앙은행의 외환보유고로 뒷받침되지 않는 단기성 달러화 표시 차입이었기 때문에 통화위기가 불가피한 것이었다. 더욱이 정부의 경제전반에 대한 신뢰도 구축이 결여되었을 뿐만 아니라 채무 불이행을 지원하기 위한 정부역할도 제대로 파악되지 않아 위기를 더욱 심화시켰다고 분석되고 있다.

아시아 국가들의 과다한 투자로 인한 수익성 악화나 수출시장의 쇼크 등 경제의 구조적인 문제점도 중요한 요인이었지만, 적절한 規制와 監督없이 도입된 금융자유화와 개방으로 인해 단기외채가 급증하고 금융부문의 취약성이 심화되었던 것이 일차적인 요인이었다. 위기 이전에는 개방과 밝은 성장전망을 배경으로 이 지역에 대한 자본유입이 급증하였지만, 일단 위기가 촉발되자 패닉에 휩싸인 국제금융시장의 무리짓기 행위가 태국에서 시작된 위기를 멀리 한국에까지 전염시켰다. 결국 국제자본은 단기대출에 대한 ‘롤오버(rollover)’²⁶⁹⁾거부라는 형태로 이 지역으로부터 급속히 빠져나갔으며 아시아의 경제 기적을 파산으로 몰고 갔던 것이다.²⁷⁰⁾

지난 1982년 미국이 겪은 중남미 채무위기, 1995년 말의 멕시코 위기, 1997년 아시아 금융위기 등에서 얻을 수 있는 교훈은 위기를 초래할 수 있는 거품현상을 사전에 제한하고 예방할 수 있는 정책이 요구된다는 것이다. 즉 해당국가가 IMF지원

268) Jung Mo Kang, *supra* note 266, pp. 167~168 참조.

269) 롤오버는 금융기관이 상황 만기에 다다른 채무의 상환을 연장하여 주는 조치를 말한다. 1997년 말, 외환보유고가 고갈상태에 빠짐으로써 외환위기에 봉착한 우리나라는 IMF 구제금융의 지원에 힘입어 환란의 위기를 어렵게 넘겼지만, 1998년 초 외환 사정이 다시 악화되면서 미국을 비롯한 선진국 은행들로부터 부채상환에 대한 롤오버 비율의 상향조정을 받은적이 있다. *Ibid.*, p. 178 참조.

270) 『The Economist』, “Keeping the hot money out.”, Vol. 346 Issue 8052, 1998. 1. 24, pp. 69~70.

을 받으려면 자국은행들이 적절한 자기자본비율을 보유하도록 유도하기 위해 독립적인 會計監査制度를 확보해야 한다. 외채의 만기와 표시통화가 잠재적 교란요인과 반응하여 어떤 위험이 초래되는가를 파악할 수 있는 국가적 차원의 'Value-at-Risk 技法'²⁷¹⁾이 도입되어야 한다. 뿐만 아니라 이러한 정보들에 대한 정기적인 공시를 통해 대출자나 투자자들이 자금공급에 신중을 기하도록 유도해야 할 것이다.

資本自由化를 옹호하는 학자들 중에서는 금융자유화가 경제에 도움이 될 수 있으며 자본자유화도 적절한 순서에 맞춰서 차근차근 진행되어야 한다고 주장한다. 현재 IMF 등 국제기구와 주류경제학자들은 질서있고 순차적인 자본자유화 정책이 개발도상국의 발전에 유익함을 권고하고 있다.²⁷²⁾ 즉 자본자유화를 통한 金融發展과 經濟成長간에 중대한 관련성이 있으며 금융자유화가 금융시장에서의 유동성 문제를 완화하고 역선택과 도덕적 해이를 감소시킴으로써 투명성과 책임성을 향상시킨다고 믿고 있다.

그러나 이와같은 믿음은 최근에 와서 많은 비판이 가해지고 있다. 그러한 믿음의 붕괴에는 아시아 외환위기가 자리하고 있다. 1990년대의 아시아 금융위기로 많은 국가들의 은행시스템이 붕괴되었으며, 급성장하던 국가들이 경기침체에 빠지고, 국제자본흐름도 감소하였던 것이다. 따라서 금융위기의 여파는 金融自由化와 景氣循環의 關係에 대한 논쟁을 가열시켰다.²⁷³⁾ 스티글리츠(Stiglitz)는 개발도상국들이 금융시장의 과도한 호황-불황 패턴을 변화시키기 위해 자본유입에 규제를 가해야 한다고 주장하였고, 크루그만(P. Krugman)은 자본통제가 일시적으로 투자자들의 무질서한 투자철회를 규제할 수 있다고 주장하였다.²⁷⁴⁾

그럼에도 불구하고 빈발하게 발생하는 금융외환위기는 그 원인이 명쾌하게 설명되지 않고 있다. 사실 동아시아에서 국제자본이 황급히 빠져나갔던 것은, 실제로는 문제없는 은행도 사람들이 망할 것이라 걱정하게 되면 모든 사람이 그 은행의 창구

271) Value-at-Risk(VaR) 분석기법이란 위험기준 가치평가방법을 말하는데, 금리, 주가, 환율 등 시장 가격에 대한 미래 분포를 가정 또는 예측하여, 향후 불리한 시장가격변동이 특정신뢰구간내에서 발생하는 경우 금융기관이 입을 수 있는 손실의 최대가능금액을 산출하는 기법이다. 미국 대형 금융기관들은 채권 및 파생금융상품의 단기거래에 수반되는 위험을 효율적으로 관리하기 위하여 이 기법을 사용하고 있다.

272) 『The Economist』, *supra* note 270, pp. 69~70 참조.

273) 韓國金融研究院, 『週間國際金融動向』 12권 17호, 2003. 4. 25.~5. 8, pp. 10~15.

274) Paul Krugman, "Saving Asia : It's time to get radical", 『Fortune』, Sep 7, 1998, p. 74.

Krugman 교수는 IMF의 처방이 아시아의 경제위기를 더욱 어렵게 만들었다고 주장하며 규제론을 제기하였다.

에 돈을 찾으러 달려가 결국 은행이 망해 버리는 현상과 상당히 유사한 점이 있었다. 결국 아시아 각국에 혼란이 발생한 요인은 정치적 불안정성, 문제해결을 위한 근본대책이 아닌 상황을 회피하기 위한 미봉책, 경제시스템의 불투명성에 기인한 각국 실태과약의 곤란 등 각국의 정부, 금융기관, 기업들에 있다. 따라서 문제해결을 위해서는 각국의 성실한 자구노력이 가장 선행되어야 한다는 점을 상기할 필요가 있다.²⁷⁵⁾

동아시아 위기 이후 경제학자들은 巨視的인 문제점을 넘어서, 기업, 금융 부문 등의 微視的인 펀더멘탈까지도 금융위기 모델을 만드는 데 고려하고자 한다. 또한 최근의 이론들은 한 나라의 외환위기가 별로 문제가 심각하게 보이지 않는 주변의 나라에도 국제금융시장을 통해 쉽사리 확산되는 ‘傳染的(contagious)’ 성격을 지니고 있음을 강조한다.²⁷⁶⁾

또 한편으로 아시아의 위기와 헤지펀드가 상관성이 낮다는 연구들도 살펴볼 필요가 있다. Eichengreen 등의 연구에 의하면 헤지펀드가 위기 몇개월 전 대규모의 ‘carry trade’²⁷⁷⁾증가에 참여했지만 헤지펀드가 주요세력이 아님을 지적하였다. 투자자들이 태국의 기초경제여건에 대해 걱정하고 바트화에 대해 선매도(selling forward)하기 시작하자, 헤지펀드 또한 참여했고 투자자들의 선두에서보다 오히려 투자자들 무리(herd of investors)의 후진에 있었음을 이용가능한 자료로 제시하였다.²⁷⁸⁾

275) 韓國金融研究院, 『國際金融動向과 構造變化』, 1998. 12, pp. 245~248.

276) Andrew Rose and Charles Wyplosz, “Contagious Currency Crises”, *Capital Flows and Crises*, Barry Eichengreen ed., MIT Press, Cambridge, Mass., 2003, pp. 155~157. 이 논문에서는 傳染的 성격을 지닌 금융위기의 특성을 면밀히 분석하고 있다.

277) ‘carry trade’는 증권브로커가 차입한 자금으로 주식과 같은 유가증권의 투자를 늘리는 행위를 말한다. 이때 투자한 유가증권의 수익률이 차입금리보다 높을 경우 포지티브 캐리(positive carry)라 하고 그 반대의 경우를 네거티브 캐리(negative carry)라고 한다. 캐리 트레이드의 이론적 근거는 환율을 감안한 국제간 ‘자금이동설’이다. 이 이론에 따르면 투자대상국 수익률이 환율을 감안한 차입국 금리보다 높을 경우 차입국 통화로 표시된 자금을 차입해 투자대상국의 유가증권에 투자하게 된다. 투자대상국과 자금차입국간의 금리차익과 환차익을 동시에 얻을 수 있기 때문이다. 캐리 트레이드는 반드시 레버리지(증거금 대비 총투자 가능금액 비율)투자과 결부된다는 점이다. 최근 들어 국제간 자금흐름에서 캐리 트레이드의 비중이 높아지고 있는 것은 헤지펀드들의 활동이 활발해지고 있는 것과 연관이 있다. 헤지펀드수는 1만여개에 달하고 규모도 1조 1,000억 달러가 넘을 것으로 추정된다. 헤지펀드의 투기성 정도를 나타내는 레버리지도 10배에 달하고 있다. 우리나라는 1998년 이후부터 엔-캐리 트레이드 자금이 많이 유입됐다. ‘제로’수준에 가까운 일본 금리와 엔화 약세를 배경으로 국내기업들이 엔화 자금을 많이 활용했다. 한국증권업협회, *supra* 주) 123, p. 255 참조.

278) Eichengreen and Mathieson, *supra* note 94, 1998, pp. 17~20 참조.

그러나 이러한 실증분석이 한계를 가지는 것은 먼저, 資本統制가 위기상황에서 도입되었다는 점을 고려할 때 자본통제에 의한 효과와 金融危機로 인한 결과를 구분하기 어렵고, 일례로 1998년의 러시아 금융위기로 인한 LTCM社의 파산위기 이후 나타난 국제금융시장의 전반적인 위험인수기피 현상은 자본통제의 도입과 유사한 시사점과 결과를 가져올 수 있다는 것이다. 즉, 국제금융시장에 유동성이 고갈되면 스프레드가 확대되고 금융자산의 변동성은 증가하게 된다. 실제로 이들의 실증분석방법이 정형적인 관계를 가정하고 있어 複數均衡 危機理論(multiple-equilibria crisis model)에서 지적되듯이 극도로 불안한 시장상황에서는 성립하지 않을 수 있다.²⁷⁹⁾

1990년대의 유입자본의 구성을 보면 공적자본의 비중이 급격히 축소되고 민간자본의 비중이 확대되었고 민간자본유입의 구성도 현격한 변화를 보여 외국인직접투자와 포트폴리오투자의 비중이 급속히 증대하였다. OECD 사무총장 도널드 존스톤은 위기의 가장 중요한 요인은 자금의 ‘미스매치(Mismatch)현상’²⁸⁰⁾이며 금융기관들이 해외금융기관에서 주로 1년마다 단기자금을 빌려와 기업에 1년 이상, 심지어 10년 이상의 장기대출을 해주다 외환위기가 터지자 流動性 危機가 터진 것이라고 주장한다. 따라서 당시의 경험으로 인해 이제 아시아 각국은 또다시 위기에 빠지지 않을 것이며 외환위기의 학습효과로 미스매치를 스스로 없애왔기 때문에 지금 당장 헤지펀드가 대규모 자금을 유출입시키더라도 문제가 되지 않을 것이라고 한다. 오히려 문제가 되는 것은 헤지펀드의 투명하지 못한 운영에 있다고 주장한다.²⁸¹⁾

아시아 외환위기 이후 은행감독측면에서의 은행간 대출, 차입(차입의 경우 높은 지준비율 부과)규제와 더불어 기업의 短期外貨負債에 대한 관리의 필요성도 주장하며 단기자본 유출입통제 논의가 활발해졌다. 80년대 남미 외환위기 이후 자본유출 규제에 관한 논의가 계속되어 온 가운데, 최근 아시아 외환위기 이후 MIT대학의

279) 장원창, “資本統制가 金融變數에 미치는 影響 : 태국·말레이시아 事例研究”, 韓國金融研究院, 2000. 12, pp. 23~24.

280) 1997년 한국이 외환위기를 맞아 국제통화기금(IMF) 체제하에서 놓이게 된 주요 원인 가운데 하나이다. 은행권에서는 자금을 단기로 빌려 장기로 운용하는 경우가 많은데, 이렇듯 운용하는 자금의 기간이 서로 일치하지 않는 것을 미스매치라고 한다. 한국의 경우, 과거 종합금융회사들을 중심으로 한 금융기관들이 해외 금융기관에서 1년 미만 또는 1~3개월의 단기자금을 빌려온 뒤, 기업들에 이 자금을 1년 이상, 길게는 10년까지 장기 대출을 해주다가 외환위기가 발생하자 이 미스매치로 인해 심각한 유동성 위기에 빠진 적이 있다. 이처럼 외환자산과 부채가 규모나 만기면에서 균형을 이루지 못하는 상태를 일컫는다. 한국증권업협회, *supra* 주) 123, pp. 219~220 참조.

281) 『每日經濟新聞』, ‘도널드 존스톤과의 대담’, 2005. 1. 5. 일자 A7면 참조.

크루그만 교수 등이 자본유출규제의 필요성을 다시 제기하며 규제론자의 주장이 힘을 얻기도 하였다.²⁸²⁾

위기발생시 자본통제는 시간을 연장할 수 있는 수단이 될 수 있으나, 자본통제에 대한 예상으로 오히려 부정적인 결과를 초래할 수도 있음을 간과해서는 안된다. 자본유출규제에 대한 예측은 자본유출을 가속화시키고 타국에까지 傳染效果를 과급시킬 우려가 있기 때문이다. 말레이시아, 러시아의 자본통제가 중남미와 신흥금융시장에 전염효과를 야기한 바 있다.²⁸³⁾ 또한 아시아 위기에도 불구하고 아시아의 자본자유화는 지속적으로 이루어져야 하나, 이의 추진에 있어서는 신중을 기할 필요성이 있음을 일깨워 주었다. 금융시스템이 불안한 가운데 자본자유화를 확대 추진할 경우 경제에 악영향을 미치므로 이를 신중히 추진하되, 금융안정기에 외채누증, 과도차입, 자본조달 운용의 미스매치 등이 발생하지 않도록 미리 유의해야 한다.

아시아 외환위기 이후 특히 독자적인 자본유출 통제를 정책화하였던 대표적인 국가로 말레이시아를 들 수 있다. 말레이시아는 자본통제 정책으로 외환위기를 성공적으로 극복하였다고 평가받기도 한다. 1998년 9월 자본규제조치를 도입한 이후 환율안정 등의 성과를 거둔 말레이시아의 자본거래 제한조치 내용(98. 9. 1)은 두가지로 볼 수 있는데, 첫째는 말레이시아 증권매입 외국인의 매도 제한(1년), 둘째는 기타 자본거래 제한조치는 대외계정간의 자금이체 제한(중앙은행 승인 필요), 대외계정에서 거주자계정으로의 자금이체 제한(중앙은행 승인 필요), 10,000불 이상의 거주자 외화유출 제한(중앙은행 승인 필요), 외국은행의 말레이시아 거주자에 대한 대출 및 말레이시아 은행의 비거주자에 대한 대출금지 등이었다.

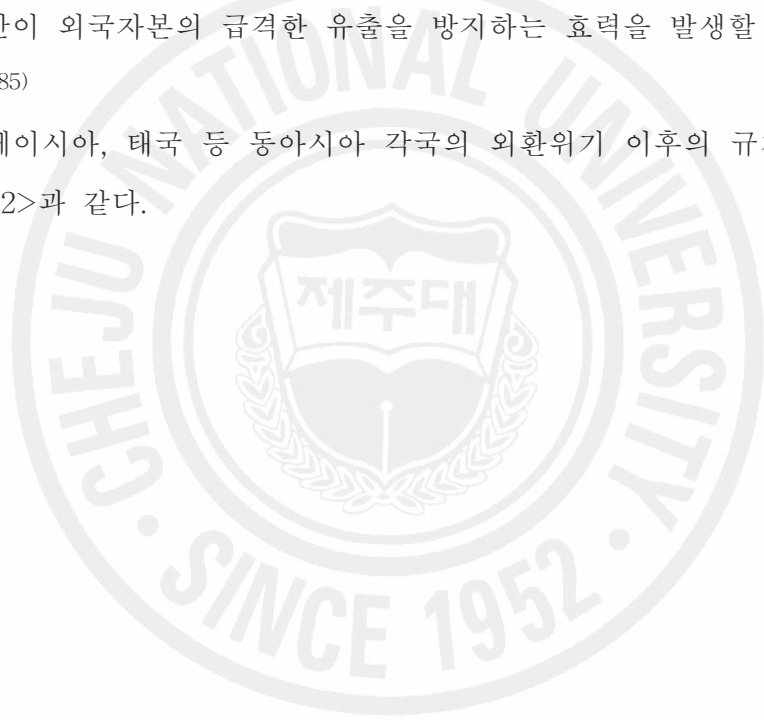
하지만 1999년 2월 자본유입 촉진을 위해 장기 외국투자자들의 차익송금 등 일부 규제를 완화하였고 그런 가운데에도 단기거래규제는 여전히 존속되었다. 그러한 단기거래규제의 내용은 i) 2월 15일 이전에 투자된 1년 미만 외국자본에 대해 투자기간에 따른 國外流出稅(exit tax)를 부과하였는데, 투자기간이 7개월 미만인 경우는 원금의 30%, 투자기간이 7개월~9개월인 경우는 원금의 20%, 투자기간이 9개월~1년 미만인 경우 원금의 10%를 부과하고, ii) 資本利得稅 신설로 99년 2월 15일 이후 투자되는 외국자본에 자본이득세를 부과하였다. 이 자본이득세는 1년 이내 유출시 30%, 1년 초과인 경우 10%이다.

282) Paul Krugman, *supra* note 274, p. 74 참조.

283) Andrew K. Rose and Charles Wyplosz, *supra* note 276, pp. 156~157 참조.

한편 태국 정부는 1997년 5월부터 국내금융시장의 불안정성이 증대되어 외국자본의 유출이 증가하자 국내금융기관의 외국인에 대한 바트화 대출금지, 외국인과의 선물환거래금지 등의 외환통제를 실시하였다. 또한 1998년 8월 29일 태국중앙은행은 중국 위안貨 切下를 대비하기 위해 현재 5,000바트로 제한되어 있는 비거주자의 해외자금유출 한도를 인하하는 한편 위안화 평가절하시 외환시장개입을 통해 바트화의 급락을 방지하기로 하는 通貨流出規制를 강화하였다. 그러나 이러한 태국정부의 자본규제대책은 말레이시아와는 달리 큰 효과를 거두지 못하였다. 그것은 태국과 같이 외국자본의 유출입이 비교적 자유로운 국가에서는 외환위기시 강도가 낮은 외환통제는 효과가 없으며 ‘토빈세(Tobin’s tax)’²⁸⁴⁾, 외국인과의 증권거래 금지 등 강력한 조치만이 외국자본의 급격한 유출을 방지하는 효력을 발생할 수 있다고 진단되고 있다.²⁸⁵⁾

이상의 말레이시아, 태국 등 동아시아 각국의 외환위기 이후의 규제를 정리하면 다음의 <표 12>과 같다.



284) 토빈세는 1972년 미국 예일대의 제임스 토빈교수가 국제투기자본의 급격한 유출입으로 인해 각국 통화가 급등락, 통화위기가 발생하는 것을 막기 위해 제안한 것으로서 단기성 외환거래에 부과하는 세금이다. 이에 더하여 김영철(경제학과) 계명대교수는 국제투기자본 등 단기자금이 국경을 넘을 때 매기는 토빈세의 도입을 제의하며 “일상적인 외환거래에 대해서는 0.005% 정도의 낮은 세율을 부과하되 투기자본의 급격한 이동에는 50%이상의 세금을 부과하면 된다.”고 이중외환거래 제도를 제안하기도 하였다. 후술하는 ‘토빈세 도입검토’ 참조 『聯合뉴스』, 2006. 4. 14. 보도 기사참조.

285) Allan S Nam, *supra* note 256, pp. 133~134 참조.

<표 12> 外換危機 이후의 아시아 各國의 資本規制

국 가	시 기	내 용
말레이시아	1998.9.	<ul style="list-style-type: none"> - 링기트화 1달러당 3.8 링기트로 고정환율제 도입 - 모든 수출입 거래는 외화로만 결제 - 대외거래계정을 통한 자금이체는 보고사항에서 인가사항으로 전환 - 1998년 9월 30일까지 대외거래의 일종인 거주자계정과외 자금이체를 허용하고 그 이후부터 인가없이 불허 - 해외여행 1천 링기트로 제한 - 1만 링기트 이상 해외송금시 중앙은행의 허가 - 수출입결제가 달러인 경우 중앙은행에 예치 - 비거주자가 링기트화로 표시된 증권을 투자하는 경우 1년내에 매각 불가 - FDI는 자유로이 유입 허용
대만	1998. 5. 1998. 9.	<ul style="list-style-type: none"> - 자국인의 역외선물환 거래를 전면 금지 - 헤지펀드 매매 전면 금지
중국	1998. 9.	<ul style="list-style-type: none"> - 만기전 외채상환을 위한 기업의 위안화 차입금지 및 선물거래 제한 - 광둥성 5개 은행 외환규제 완화를 다시 통제
홍콩	1998. 9.	<ul style="list-style-type: none"> - 1만건 계약 이상의 선거래에 대한 증거금 150%인상 - 거래보고 의무 계약건수를 최저 500건에서 250건으로 하향 조정 - 선물계약 보유자의 명단 거래내역 제출 - 공매에 따른 주식인도 기간을 최고 2일로 제한 - 증권 공매 투자자 명단공개하여 공매를 위한 주식 차입을 제한 - 주식과 선물시장의 감독기능 강화 - 금융당국간 상호 감독위원회 설립 - 브로커 선물시장의 오픈 포지션 제한
태국	1999. 8. 20	<ul style="list-style-type: none"> - 비거주자의 해외자금 유출 한도제한 등 통화유출 규제강화

자료 : 이영우, 『헤지펀드 운용실태와 국별 환투기 사례분석』, 대외경제정책연구

원, 1998, pp. 24의 <표> 참조.

2) LTCM사건 이후의 短期資本 規制論議

LTCM사태 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 규제를 받지 않았던 기관에 대한 감시가 필요함을 제시했다. 의회는 Presidents Working Group에 의해 제시된 금융계약 상계제도(financial contract netting)²⁸⁶안건을 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(SIA : Securities Industry Association)는 2002년 4월 24일부터 「USA Patriot Act of 2001」²⁸⁷에서 규정하고 있는 資金洗濯防止 프로그램을 채택하면서 증권회사들을 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 시스템을 구축하여야 하며 또한 비정상적인 거래 혹은 혐의가 짙은 계좌에 대한 감시를 강화해야 하고 자금세탁방

286) 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.

287) 「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·刑事上の 처벌 관련 法律과의 협력도 규정하고 있다. Stuart A. McCrary, *supra* note 5, p. 132 참조.

지 절차에 대한 정기적인 검토 및 평가를 한 뒤 필요에 따라 보완시켜야 하는 것을 내용으로 한다. 외국계 회사의 경우 물리적 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의 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. 헤지펀드 관련 투자의 경우 이들이 재무적 측면에서 고도의 지식을 갖추고 대규모 거래를 하는 측면을 고려할 때 일반고객들과는 다르다는 것을 인지해야 한다.²⁸⁸⁾

한편 자금세탁 혐의거래에 대한 보고는 「Patriot Act」 제356조에 따라 자금세탁의 가능성이 존재하는 거래에 대하여 혐의거래보고서(Suspicious Activity Report)를 작성하여 정리하도록 되어있다.²⁸⁹⁾ 혐의거래는 첫째, 계좌개설 당시 혐의거래가 발생할 가능성이 있는 경우로서, i) 고객이 자신의 신원, 사업성격, 자산에 대한 정보가 노출되는 것을 비정상적으로 우려하여 이러한 정보를 꺼려하거나 거절하는 경우, ii) 사업의 성격과 맞지 않고 명백한 투자전략이 부족한 거래를 하려고 하는 경우, iii) 고객에게 의심스러운 전력이 있거나 범죄나 법률위반을 저지를 가능성이 있는 경우, iv) 고객이 다른 사업체의 代理人으로 활동하고 있지만 이에 대한 情報提供을 합법적인 이유 없이 거부할 경우, v) 고객이 사업의 성격을 설명하는 데 어려움을 느끼는 경우 등에서 혐의거래 발생가능성으로 보고서 작성 의무가 생긴다.

둘째, 계좌개설 후 거래행위와 관련하여 혐의거래가 발생할 가능성이 있는 경우로서, i) 고객이 종종 現金이나 現金等價物을 통해서만 대규모 거래를 하려고 하거나 이와 관련하여 증권회사 규정의 예외를 요청할 경우, ii) 10,000달러를 초과하는 현금이나 현금등가물의 거래에서 정부에 대한 보고를 피하려는 의도가 보일 경우, iii) 명백한 목적 없이 조세피난처로 여겨지는 곳, 비협력국가로 낙인찍힌 국가 등의 계좌나 은행비밀계좌를 통해 다양한 자금이체를 행하는 경우, iv) 설명하기 힘든 대규모 자금이체가 갑작스럽게 사업목적과 관계없이 발생하는 경우, v) 事業目的과

288) *Ibid.*, p. 131~132 참조.

289) *Ibid.*, p. 132 참조.

명백한 관계없이 제3자나 다른 회사에 자금을 이체시키기 위해 예금하는 경우, vi) 장기투자목적으로 예금을 한 직후에 포지션을 정리하거나 다른 계좌로 이체하는 경우 등을 들고 있다.

LTCM사태 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.²⁹⁰⁾ 또한 과다차입기관과 거래하는 기관의 資本適正性, 대출관행을 위험에 더욱 민감하게 만드는 방안으로써, 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 대출 조건을 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 투명성제고와 잠재적 손실에 대한 사전평가를 강화시키는 방향으로 제안하였던 것이다. 결국 LTCM 위기는 은행으로 하여금 헤지펀드와 거래하는 것과 관련된 특별위험을 더 인식하도록 하였다. 헤지펀드의 잠재적인 포지션규모를 제한함으로써 은행과 증권회사의 신용위험을 방지할 것을 강조하고 있다.

한편 미국 연방준비제도이사회(FRB)는 대형은행들이 금융시스템 전체에 가하는 위협에 대응하기 위해 경영정보에 대한 온라인 접근권을 포함, 지속적인 감독과 은행의 신용리스크 관리를 강화할 것을 촉구하였다.²⁹¹⁾ 미국 증권거래위원회(SEC)는 최근 헤지펀드들의 경영실적을 인터넷을 통해 실시간 공개토록 해 투명성을 강화시켰다. 과거에는 분기별로 발표하였던 것 대신 공시요건 제한선을 주주 5백명으로 늘려주었다.²⁹²⁾ 특히, 1999년 4월 미국의 ‘금융시장에 대한 대통령보고서’에서는 헤지펀드 규제에 대한 조치들을 권고하고 개선방안을 제시하였다. 이 보고서에 의하면, 헤지펀드에 대한 정보를 더 자주 공시할 것과 과다차입기관에 대한 중요한 金

290) R T L Moonen, “The LTCM crisis and its Consequences for banks and banking supervision”, 『Financial Market Trends』, Paris, Jun 1999, pp. 97~108.

291) *Ibid.*, p. 97 참조.

292) Stuart A. McCrary, *supra* note 5, pp. 127~129. 이에 대한 자세한 내용은 Chapter 8, Hedge Fund Legislation and Regulation 부분 참조.

融危險에 관한 부가적인 정보를 공시하고, 금융기관의 입장에서 거래상대방 危險管理基準을 제고하며, 규제자들은 규제받지않은 증권회사나 선물회사에 대한 위험평가 기준을 강화할 것을 포함하고 있다. LTCM 사태 이후 ‘과다차입기관’(Highly Leveraged Institutions : HLIs)²⁹³⁾에 대한 규제강화의 필요성을 인식하고 있으나 직접적 규제에는 반대하고 있어 HLIs와 거래하는 금융기관에 대한 건전성 규제를 강화하는 간접적 규제가 추진될 전망이다.²⁹⁴⁾

영국의 경우, 1999년 6월 19일 영국중앙은행은 LTCM의 파산위기에서 완전히 벗어나면서 개시증거금조차 일부 면제하는 등 은행의 헤지펀드에 대한 여신기준이 완화하는 경향이 있음을 경고하였다. 동여신은 주로 담보부대출이나 담보계약이 대체로 헤지펀드에 유리하게 되어 있어 영국중앙은행은 은행감독당국에 對헤지펀드 여신집행과정 및 사후 관리에 대한 검사를 강화하도록 촉구하였다.²⁹⁵⁾

일본의 경우, 집권자민당의 금융문제 조사위원회는 헤지펀드에 대한 경영정보를 공개하도록 의무화하고, 헤지펀드에 용자해 주는 금융기관에 대한 감독을 강화하는 방안 등을 검토해 나갈 계획이라고 밝혔다(1998. 10. 19). 일본 정부연구팀은 헤지펀드 규제방안 보고서를 발표(1999. 7. 13)하였는데, 내용은 다음과 같다. 헤지펀드의 규제는 금융시장안정, 시장질서유지, 투자자보호가 주목적이고, 헤지펀드 규제문제는 선진국의 공통된 관심사이며 규제가 성공적으로 이루어지면 신흥시장의 위험도 대폭 감소될 것이고, 헤지펀드의 규제로 국제금융시스템 안정에 큰 도움이 될 것이며 이의 실행에는 국제적인 협조가 필요하다는 것이다.²⁹⁶⁾

4. 글로벌 金融秩序의 Governance 構造와 새로운 規制 秩序

한국정부는 전지구적 금융세계화에 대한 문제를 국내적 차원에서 해결하려고 한다. 이것은 한계가 있기 마련이고 그러한 정부의 조치에 대해서는 경제 민족주의와

293) ‘HLIs’는 헤지펀드 등 부채비율이 과도한 금융기관을 말한다.

294) Stuart A. McCrary, *supra* note 5, pp. 127~129 참조.

295) 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.

296) 韓國金融監督院, 『國際金融情報』, 1999. 7. 13, pp. 16~24.

보호주의 정책으로 비난받게 된다. 현재 국경을 넘어 전지구적으로 진행되고 있는 多元主義, 즉 국가뿐만 아니라 政府間機構 (Inter-Governmental Organizations : 이하 “IGOs”), 非政府機構(Non-Governmental Organizations : 이하 “NGOs”)에 이르기까지 국제적 단계에서 그 영향력이 점진적으로 커져가고 있는²⁹⁷⁾ 현재의 ‘全地球的 金融世界化’는 단순한 대내적 개혁만으로는 불가능하고 새로운 글로벌 금융질서의 구축이 필연적으로 동반되어야 한다.

‘Global governance’란 기존의 國家中心的 국제관계에 대신하는 새로운 국제질서의 개념으로서, 세계적 규모의 문제들, 예를들면 빈곤이나 환경문제, 인권침해, 난민 문제, 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 중재적 노력을 다하여야 한다는 과제를 수행한다.²⁹⁸⁾ UN의 ‘The Commission on Global Governance’가 지적하였듯이 Governance의 역할은 비정부기구 뿐만 아니라 시민운동, 다국적기업, 나아가서는 국제자본시장에 이르기까지 광범위하게 논의되어야 할 과제가 된 것이다.²⁹⁹⁾ 따라서 인류적 비참한 상황을 해결하는 데 있어서 국가가 충분히 대응하지 않거나 그 해결책이 미흡하고 한계를 드러낼 수 있음을 예상해 볼 때 國際社會가 그것을 방치하지 않고 正義를 실현할 수 있다는 인식을 바탕으로 하여 세계적 규모에서 ‘Global governance’의 필요성을 요구하고 있다고 할 수 있다. 이의 해결에는 국가에만 의존하는 것이 아니라 개인과 國際機構, 난민조직 등도 나서야 한다는 것이며 그 방법은 이해조정적이고 또한 협력적이라고 할 수 있다.³⁰⁰⁾

또 한편으로 국제자본에 있어서 ‘Governance 이론’은 국가중심주의에 대한 비판적 대안을 제시하며 ‘市場中心主義의’ 사고에 대한 대안을 제시하고 있다. 1980년대

297) 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 재인용.

298) The Commission on Global Governance, *Our Global Neighborhood*, Oxford University Press, Oxford, 1995, p. 5. ; 김부찬, *supra* 주) 297, p. 3 재인용. ; 유재천역, 『세계는 하나, 우리의 이웃』, 조선일보사, 1995, pp. 35~40, ‘세계체제관리의 개념’ 참조.

299) The Commission on Global Governance, *supra* note 298, pp. 2~3. ; 김부찬, *supra* 주) 297, p. 4 재인용.

300) 김부찬, *supra* 주) 297, pp. 5~10 참조.

에 시작된 소위 신자유주의적 개혁으로 인하여 서구의 복지국가가 붕괴되기 시작하였고 이어 1990년대에 세계화현상이 본격화되면서 동아시아의 발전을 이끌어낸 발전국가가 쇠퇴하기에 이르렀다. 그 결과 국가의 시장과 사회에 대한 역할은 축소되고 하이예크(Hayek) 등의 자유주의 사상가들이 주장했던 대로 자율적이고 독립적인 시장의 등장이 본격화 되었다. 이러한 시장중심주의에 대응하여 Governance 이론은 시장의 역할을 중시하되 시장의 안정을 도모하는 주체로서의 국가의 역할을 강조하는 시각을 제시하고 있다. Governance 이론에서 시장중심주의에 대한 대안으로 제시되고 있는 것은 ‘사회조합주의’ 또는 ‘協議的 자본주의’이다. 위에서 말한 규제국가가 보다 신 자유주의적인 요소를 흡수한 것인 반면 규제국가를 수립하되 조합주의적 국가-사회관계를 유지하고자하는 시도가 신조합주의와 협의적 경제이다. 이 관점에서 국가의 역할은 지도(guidance)이다.³⁰¹⁾

이것은 북구국가를 중심으로 조합주의를 소위 ‘協議的 經濟(negotiated economy)’와 결합시키려는 노력이 시도되었고 그 결과 新組合主義가 탄생하기에 이르렀다. 스펀터적 워크페어(work-fare state)의 변형이라 할 수 있는 신조합주의는 기술혁신, 시장경쟁, 시장유연성의 요구에 대한 복지의 증속 그리고 국제경쟁력 강화를 강조하는 모습으로 나타났다.³⁰²⁾ 협의적 경제란 자발적이고 기능적인 세력의 행위를 조화시킴으로써 시장교환과 다원주의적 민주주의를 보완하는 것으로 의미한다. 제도화된 협의기구를 통해 상호이해와 협의를 도출한다. 協商(negotiation)은 모든 경제 및 정치세력을 연속적이고 집단적인 대화와 학습과정으로 몰아넣음으로써 조화를 달성한다. 그러나 양자는 협의적 결정과정을 통해 상호 조정된다. 그럼에도 불구하고 시장경쟁은 협력에 의해 완충되고 보이지 않는 손으로 여겨지는 시장 메커니즘은 가시적 타협에 의해 보완된다. 국가는 이러한 구도에 대한 전적인 권위를 누리는 존재가 아니라 협의적 과정에 참가하는 다수의 참여자 중의 하나일 뿐이다.³⁰³⁾

투기자본에 대한 대응은 글로벌 금융질서의 Governance 구조와 직결된 것으로서 대내적 접근방식으로는 해결할 수 없는 것이다. 결국 투기자본의 문제는 금융세계

301) B. Jessop, “The Governance of Complexity and the Complexity of Governance : Preliminary Remarks on Some Problems and Limits of Economic Guidance”, Ash Amin and Jerzy Hausner eds., *Beyond Market and Hierarchy*, Edward Elgar, Cheltenham, 1997, pp. 110~111. ; 서창록외, “거버넌스의 개념 : 거버넌스의 개념과 쟁점에 관한 소고” ; 김석준외, 『거버넌스의 정치학』, 법문사, 2002. 11, p. 43 재인용.

302) B. Jessop, *supra* note 301, p. 116. 서창록외, *supra* 주) 301, p. 20 재인용.

303) B. Jessop, *supra* note 301, p. 117. 서창록외, *supra* 주) 301, p. 20 재인용.

화에 비롯되는 것이라는 인식의 확장이 요구된다. 최근 동아시아 외환위기 이후 글로벌 금융질서의 Governance 구조와 관련하여 채무국의 실질적인 참여를 전제로 하는 유연한 질서의 모색이 필요하다는 지적이 제기되고 있다. 투기자본의 행태라고 하는 것은 외국자본이 전지구적 머니 게임의 한 부분으로 한국적 구현형태로 나타난 것이라는 데 인식을 같이하고, 대내적으로 투기성 외국자본의 방만한 경영행태를 감시하고 통제하는 것은 필요하며 그에 더하여 그것만으로는 불충분하며 투기성 외국자본의 문제는 세계적인 차원의 문제라는 점에서 보다 확장된 시각이 필요한 시점이다. 그런데 정부가 외국투기자본에 대해 “규제를 추가로 강화하는 것은 국제적 흐름에 벗어나는 것일 뿐만 아니라 외국인 투자를 유치하는데 방해가 되고 대외신인도 훼손으로 이어질 우려가 있다.”고 하여 명백한 입장을 유보하는 것은 근시안적인 대처라 아니할 수 없다.³⁰⁴⁾

동아시아 외환위기는 새로운 세계금융질서의 모색의 필요성이라는 전세계적 과제를 던져준 것이라고 할 수 있는 것이다. 우리나라도 외환위기를 경험한 당사자이기도 하고 또한 외국자본의 지배력 강화에 의해 새로운 유동성위기 위험에 노출된 현실점에서, 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. 예를 들어 국제적 토빈세 논의에 적극 개입하여야 하며 새로운 租稅條約에도 적극 참여하는 자세가 필요하다.

제2절 短期投機資本에 대한 主要國家의 규제 현황

1. 主要 先進國의 短期資本 규제 현황

1) 短期投機資本에 대한 규제

우선 선진 주요국의 외국자본정책을 보면, 현재 우리나라와 같이 자본시장을 개

304) “기획/투기자본 전쟁 - 토빈세도입으로 투기자본공격 막을 수 있다.”, 月刊『말』 228호, 2005, pp. 47~52.

방한 선진국들의 경우 해외 단기자금의 유출입에 대한 규제는 없다. 그 동안 1970년대 이후 전세계에서 발생한 외환위기의 큰 원인 중 하나가 단기투자자금의 급격한 유출입이었다는 점에서 이를 규제해야 한다는 주장이 전세계적으로 제기되어 왔고 특히 1998년 미국의 LTCM 위기 이후 그러한 논의가 본격화되었으나, 자금유출입에 대한 직접규제는 오히려 더 큰 경제적 비효율을 초래하므로 그 대신 거래금융기관의 리스크管理 강화, 公示 및 透明性 제고, 市場規律 확립 등을 중심으로 대처해 나가는 추세이다. 즉 최근 선진국들은 국내투자자를 보호할 목적으로 국내조성펀드의 투명성을 높이기 위한 규제는 강화하는 추세라고 볼 수 있다.³⁰⁵⁾

선진 주요국의 경우 외국인직접투자 유치 및 M&A시장 활성화를 위해 외국자본에 의한 자국기업 인수를 국내자본과 구별하여 차별적으로 규제하지는 않지만 자국기업이 국가기간산업일 경우 필요시 國家安保나 公共秩序維持 등을 이유로 외국인 투자를 제한할 수 있도록 규정하고 있다. 다만 미국을 제외하고는 「OECD 자본이동 자유화규약」 상의 국가안보 및 공공질서에 대한 해석이나 외국인투자에 미치는 영향 등을 고려하여 매우 제한적으로 운영하고 있다.

미국은 「증권법」 규정인 'Regulation D'의 'Rule 506'에 따라 사모방식으로 모집된 적격 투자자(최소 500만 달러의 증권투자자산을 보유한 개인과 최소 2,500만 달러의 증권투자자산을 보유한 기관)와 35인 이하의 일반투자자로 구성된 펀드는 유가증권에 관한 자료를 제공하지 않아도 되었으나, 2003년 美증권거래위원회(SEC)가 투자자 보호를 위해 자산운용규모가 2,500만 달러 이상이거나 미국 투자자를 15명 이상 유치한 헤지펀드의 경우 SEC 등록을 의무화하는 새로운 규제안을 도입하였다. 동 조치에 따라 헤지펀드는 2004년부터 결산내역, 회계장부 등 주요서류를 구비하여 의무적으로 SEC에 등록해야 한다. 또한 SEC는 등록대상 헤지펀드에 대해 필요서류를 제출하도록 요구할 수 있으며, 헤지펀드 운용사들과 관련된 주요내용을 공시하도록 지시하거나 직접 공개할 수 있게 되었다. 그리고 등록대상 헤지펀드 운용사들은 SEC의 정기적인 검사 및 회계감사에 응해야 한다.³⁰⁶⁾

유럽에서는 그 동안 헤지펀드에 대한 특별한 규제가 없었으나 최근 유럽의회는

305) 美國은 2004년부터 일정규모 이상의 헤지펀드에 대한 證券去來委員會(SEC)에의 登錄을 義務化하도록 하였고 EU는 헤지펀드를 규제할 監督機關을 설립할 예정이다. 반면 사모주식펀드의 경우 헤지펀드에 비해 규제논의가 약하고 안정적인 수익률을 원하는 기관투자자들로부터 資產運營의 透明性 改善이 요구되고 있는 정도이다.

306) 전승철외, *supra* 주) 3, p. 32 참조.

헤지펀드뿐만 아니라 실물자산, 환율 등에 투자하는 펀드를 규제할 감독기관을 설립할 예정이다. 영국의 경우 금융감독원(Financial Services Authority, 이하 FSA)이 2002년 8월 'Hedge Funds and the FSA'라는 보고서를 발표하고 2002년 11월까지 법률개정의 필요성, 규제수준 등에 대해 업계의 의견을 구하였다. 스위스는 1994년 스위스투자신탁법(Swiss Investment Funds Act)을 개정하면서 '독특한 위험성을 지닌 펀드' 개념을 도입하고 헤지펀드도 연방은행위원회(Federal Banking Commission, FBC)에 등록하게 하였다.³⁰⁷⁾

또한 싱가포르 통화당국(Monetary Authority of Singapore, MAS)은 2001년 6월 헤지펀드를 일반 투자자에게 판매할 수 있도록 지침을 마련하였는데, 헤지펀드 설립 운용은 위험성에 관련된 적절하고 신속한 공시와 이러한 펀드에 적합한 운용능력이 수반되는 펀드로 제한하고 있다. 홍콩도 2002년 5월 17일부터 운용자산 규모가 미화 1억 달러 이상이고 5년 이상 헤지펀드 운용경험이 있는 운용사는 홍콩증권선물위원회(HKSFC)에 헤지펀드를 등록하고 판매할 수 있도록 허용하였다. 그러나 이 경우 투자신탁설명서 표지에 투자위험에 대한 경고 문구를 반드시 삽입토록 의무화하였다.³⁰⁸⁾

한편 사모주식펀드의 경우 기관투자자들에게 새로운 투자대상으로 부각되고 기관화됨에 따라 규제의 필요성이 제기되고는 있으나 헤지펀드의 경우와는 달리 구체적인 규제 강화 움직임은 아직까지 나타나지 않고 있다. 안정적인 수익률을 원하는 연기금, 대학기금 등 기관투자자가 PEF에 대한 투자를 확대하고 있고 이들이 PEF의 투명성을 요구하고 있는 정도이다. 이는 연기금 등이 투자자들에게 자산내역을 공개해야 할 의무가 있어 이들이 투자하는 PEF의 자산에 대해서도 정보가 필요하기 때문이다.³⁰⁹⁾

2) 外國資本의 敵對的 引受合併에 대한 防禦政策

미국은 외국자본에 의해 '國家安保가 深刻하게 損傷될 憂慮가 있는 경우' 「엑스-플로리오 법」(1988년 제정)에 근거하여 외국자본에 의한 자국기업 인수를 규제하고 있다. 그러나 이러한 법규정은 표면적으로 '國家安保'에 중대한 영향을 미치는

307) *Ibid.*, p. 32 참조.

308) *Ibid.*, pp. 32~33 참조.

309) *Ibid.*, p. 33 참조.

외국자본에 대한 규제를 표방하고 있지만 그 개념이 매우 모호하여 거의 모든 산업에 적용될 수 있다. 실제로 동 법안의 국가안보의 개념에 ‘經濟的 安保’까지 포함하여 첨단기술산업에 대한 외국자본 진입규제수단으로 활용하고 있다. 이에 대해 자유화에 역행하는 ‘保護主義’ 정책이라고 EU 등 외국에서 뿐만 아니라 미국내에서도 비판받고 있는 상황이다.³¹⁰⁾

「엑슨-플로리오 법」이 제정된 것은 1980년대 들어 일본기업의 미국기업 인수 가속이 증가하자 미국에서 ‘경제안보’에 대한 우려가 확산된 것이 계기가 되었다. 미국은 1986년 일본 Fujitsu사에 의한 미국 Fairchild 반도체 회사 인수 사건³¹¹⁾을 계기로 ‘경제안보’에 대한 대중적 여론이 급속도로 확산되자 미 의회는 “미국기업을 인수하거나 경영권을 취득하려는 외국인의 시도가 국가안보에 영향을 미친다고 판결될 경우, 대통령이 인수를 금지할 수 있다.”는 내용의 법안, 즉 「綜合貿易 및 競爭法」(Omnibus Trade and Competitiveness Act)에 「엑슨-플로리오 법 규정」으로 알려진 ‘제5021조’를 1988년 도입하였다.³¹²⁾ 「중합무역 및 경쟁법」상 「엑슨-플로리오 법」은 외국인 투자에 대한 조사권한 부여, 시행절차 및 기간, 공보공개 금지, 대통령의 권한 및 조치 등 중요한 사항만 간략하게 명시하고 있으며 구체적인 실행 규정은 CFIUS에 전권을 위임하였다. CFIUS는 1988~2001년 기간 중 1,387건의 외국인에 의한 기업인수 타당성(1차 심사)을 심사하였으며, 이중 19건은 2차 심사과정을 거쳐 대통령에게 보고서 및 권고서가 제출되었는데 이 가운데 8건에 대해서는 외국인 투자가 철회되고 2건은 투자가 저지되었다. CFIUS는 특히 하이테크 산업에 대한 외국인 투자를 집중적으로 심사하고 있다.³¹³⁾ 자세한 내용은 후술하는 한국판 「엑슨-플로리오 법」 도입방안에서 설명하겠다.

그 외에 주요국의 방어정책을 살펴보면, 먼저 일본은 「外換과 貿易法」에서 ‘國家安保를 해치거나 公共秩序 維持에 反하거나 公共安全 保護에 支障을 초래하는 경우’ 뿐만 아니라 ‘국민경제의 원활한 운영에 顯著한 惡影響을 미친다고 판단하는 경우’ 사전심사를 받도록 하고 있다. 재무부 및 관련산업장관은 심사후 필요시 해당

310) *Ibid.*, pp. 33~34 참조.

311) Fairchild사는 미국 국방성과 정보국에 전자관련 군수물자를 납품하는 자회사를 소유한 당시 첨단산업 분야의 선두주자였는데, 매각 소식이 발표되면서 일본기업이 정보와 감시분야의 핵심기술을 가지고 있는 미국기업을 인수한다는 사실에 여론과 정계는 큰 충격을 받았고 이러한 반대 여론과 정부, 의회의 반대로 Fujitsu사는 인수의사를 철회하였다.

312) 여혁중, “한국판 Exon-Florio법의 도입 문제”, 『정보통신정책』, 2006. 8, pp. 48~51.

313) 전승철외, *supra* 주) 3, p. 34 참조.

투자의 변경 또는 중지를 권고할 수 있다. 영국은 「公定貿易法」에 의거하여 정부가 公共利益에 反하는 투자를 금지하거나 투자철회를 지시할 수 있도록 되어 있다. 여기에서 공공이익에 반하는지 여부는 국내경쟁관계, 소비자이익, 산업과 고용의 균형적 분배 등을 고려하여 조사하도록 명시함으로써 기준을 포괄적으로 정의하고 있다. 또한 프랑스는 「貨幣財政法」에 의거 國家安保, 公共秩序 등에 영향을 미치는 외국인 투자에 대해서는 사전승인을 받도록 되어 있다. 정식승인을 취득하지 않고 행해진 투자를 제한할 수 있으며 실제로 공공질서 목적으로 1992년부터 1994년 중 9번의 외국인투자를 제한한 적이 있으나 이후 규제사례는 확인되지 않고 있다.³¹⁴⁾

한편 선진국들은 대부분 투기성 자본에 대해 국적에 관계없이 투자자를 보호하고 투기성 자본에 의한 적대적 M&A의 피해를 예방한다는 차원에서 다양한 經營權 防禦制度를 인정하고 있다.

소유와 경영이 분리되어 있는 미국에서는 1980년대 들어 기업사냥꾼(corporate raider)에 의한 적대적 M&A의 피해가 심각해지자 이를 규제하기 위해 차등의결권, 황금낙하산 및 초다수의결제 등 경영권 방어장치가 허용·확산되었다. 州정부들은 자기 주에서의 기업설립을 유도하기 위해 州法에 이사회권한 강화, 독약조항 사용 등 「反企業買受條項」을 적극 포함시키는 한편 기업들도 자체적으로 定款變更을 통해 경영권 방어장치를 도입하였다.

유럽의 경우 국가별로 다소 차이가 있으나 기본적으로 소유와 경영이 結合된 기업지배구조를 가지고 있어 적대적 M&A가 어려운 데다 독약조항 등 다양한 방어장치의 사용도 허용하고 있다. 1999년 5월 OECD에서 소유와 경영분리를 위해 영미식 기업지배구조 채택을 권고하고 EU에서도 회원국간 공정한 게임룰을 보장하기 위해 경영권방어장치 철폐를 위한 규정 제정을 추진하였으나 독일 등 일부 회원국들의 반대로 무산되고 相互主義³¹⁵⁾를 인정한 개정안이 채택되어 2005년부터 시행되었다. 日本은 企業間 相互出資와 金融機關의 安定柱式 保有 등을 통해 적대적 M&A 가능성이 매우 제한되어 있다. 그러나 장기불황의 영향으로 상호출자가 줄어들면서 적대적 M&A 가능성이 높아지자 2002년 4월 商法改正과 規制緩和를 통해 미국식 독약조항과 같은 경영권 방어장치를 도입했다.³¹⁶⁾

314) *Ibid.*, pp. 34~36 참조.

315) 美國조차 州別로 여러 가지 방어장치를 허용하는 상황에서 EU만 경영권 방어방치를 대부분 철폐하고 국가별로 통일시키는 것은 국제 M&A 시장에서 유럽기업들의 입지 약화로 이어지기 때문에 EU도 國家別로 多様な 經營權 防禦장치를 인정해야 한다는 것이다.

이처럼 주요국들은 다양한 경영권보호제도를 운용하고 있지만 전반적인 국제적인 추세는 이를 축소하는 방향으로 가고 있다. 다음에서는 주요국에서 채택하고 있는 경영권 방어장치를 <표>로 정리해 보았다.



316) 진승철외, *supra* 주) 3, pp. 39~41 참조.

<표 13> 主要國의 經營權 防禦裝置

제 도	주 요 내 용
<p><차등의결권> 일부 보통주에 대하여 특별히 많은 수의 의결권을 부여하는 제도</p>	<ul style="list-style-type: none"> · 유럽 주요국의 20%, 캐나다 22%, 미국 10% 등이 도입 · 최근 차등의결권 도입 비중이 소폭 감소 · EU는 동 제도의 제한을 추진했으나 독일 등의 반대로 유지 · ‘1주 1의결권’ 원칙에 의거 동 제도의 철폐 및 완화 요구 확대 추세
<p><황금낙하산> 임원이 합병 등으로 중도퇴직시 과도한 퇴직금을 지급하는 제도</p>	<ul style="list-style-type: none"> · 미국, 영국 등 유럽 주요국에서 도입 · 최근 황금낙하산 도입 비중이 증가 · 동 제도 폐지 논란은 적으나 임원보수의 투명성, 주주 통제 기능을 강화한다는 차원에서 논의는 활발함
<p><독약조항> M&A 시도시 기존주주에게 주식을 저가에 부여하는 제도</p>	<ul style="list-style-type: none"> · 미국, 독일, 네덜란드 등 유럽 주요국에서 도입 · 유럽의 경우 주주의결 의무화 방안이 시도되었으나 선택사항으로 완화 · 최근 독소조항을 폐지하거나 주주의결을 의무화하는 요구가 확대
<p><초다수의결제> 인수합병 등 주요사안에 대하여 주총의결요건을 강화하는 제도</p>	<ul style="list-style-type: none"> · 미국 기업의 15%가 도입. 일부 유럽국가 도입 · 초다수의결제를 폐지하자는 주주제안 및 이에 대한 찬성률 증가 · 과반수의결로 충분하며 초다수의결제에 대한 부정적 시각이 우세
<p><이사시차임기> 매년 전체 이사중 일부만을 선임하게 하는 제도</p>	<ul style="list-style-type: none"> · 미국 기업의 60%가 도입. 프랑스 등 일부 유럽국가 도입 · 동 제도의 비중은 감소하는 추세 · 이사시차임기제도에 대해 부정적 시각 확산
<p><황금주> 정부등이 M&A 거부권을 행사할 수 있는 특별주식을 보유하는 제도</p>	<ul style="list-style-type: none"> · 영국 등 유럽 주요국 도입 · 유럽의 경우 전면적인 폐지보다는 극히 제한적인 수준에서 허용하고 있으나 유럽연합재판소의 압력으로 회사별로 황금주를 포기하거나 관련법을 수정중에 있음. 그러나 독일과 포르투갈이 이에 반발하고 있는 상황임.

자료 : 이승철, “공공적 법인 보호와 공정한 경영권 경쟁환경 조성”, 국회 ‘외국자본 규제’ 토론회, 2006. 4. 11, 보도자료를 재구성한 것임.

2. 칠레의 短期資本 規制制度

1) 내용

과거 90년대 금융위기를 경험한 칠레, 브라질, 말레이시아, 태국, 러시아 등의 국가에서 단기외국자본의 유출입을 직접 제한하는 제도를 도입한 적이 있으나 지금은 대부분 폐지하고 있다.³¹⁷⁾ 예를 들면 말레이시아는 1998년 10월 외국인보유자금의 본국송금을 12개월간 정지하고 링깃貨의 대외거래를 금지하였고, 태국은 1997년부터 1998년중 바트화자산 매각대금의 外國送金 禁止 등을 실시하였다.

이와 같은 주요국의 短期資本規制는 크게 두 가지로 나누어 볼 수 있는데, 資本流入에 대한 규제가 첫 번째이고, 資本流出에 대한 규제가 그 다른 한 면이다. 자본유입에 대한 규제를 살펴보면, 일반적으로 자본이 부족한 신흥시장에 있어 적절한 자본유입은 투자와 소비를 촉진시켜 경제성장을 이끄는 원동력으로 작용하지만, 자본유입이 과도할 경우에는 경기과열을 유발하여 인플레이션을 가중시키고 환율의 평가절상을 통해 경상수지를 악화시키는 문제점이 발생한다. 이러한 현상은 1990년대 이후 자본자유화를 추진해 온 신흥시장국가들에서 찾아볼 수 있는데, 과도하게 유입된 자본은 국내외 금융시장이 불안해질 경우 일거에 빠져나가면서 환율과 금리의 폭등을 초래하고 결국 국내경제기반을 붕괴시키는 역할을 한 것으로 나타났다.

1997년 우리나라의 외환위기가 입증하듯이 금융부문에 대한 감독·규제체계 및 민간금융기관의 위험관리체제가 취약하고 기업의 소유지배구조가 낙후되어 있는 경우 해외에서 차입한 자본이 수익성없는 부문에 과잉·중복 투자될 가능성이 높으며 만약 국제금융환경의 변화로 상환요구가 발생할 경우 국가전체의 外貨 流動性危機로 발전할 위험이 있다.

과도한 자본유입은 정부와 민간부문의 재무건전성에 상당한 부작용을 미칠 수 있는데, 정부가 자본유입에 따른 환율절상 압력을 무리한 국채발행을 통해 흡수할 경우 재정건전성을 악화시킬 뿐만 아니라 경직적인 환율운용으로 투기성 자본의

317) 다만 예외적으로 中國의 경우에는 현재도 外國人 機關投資家 適格審査制度(QFII, Qualified Foreign Institutional Investor)를 통하여 短期投機資金 流入을 事前統制하고 있다. 정철아, “중국 QFII 제도의 개선 및 영향”, 『하나경제리포트』 제169호, 하나경제연구소, 2004. 9, pp. 23~27.

공격을 유발할 위험이 있다. 한편 민간금융기관들에 대한 외환부문 건전성 규제 자체대로 이루어지지 않는 상태에서 금융기관들이 금리가 낮은 단기 차입자금을 위험도가 높은 장기대출자금으로 이용할 경우 資産·負債 사이의 滿期不一致(maturity mismatch)로 인해 외화유동성에 문제가 발생하게 된다.³¹⁸⁾ 특히 자본유입이 국내자산가격의 버블을 유발하는 상황에서 금융기관이 적절한 위험관리 없이 방만하게 담보대출을 운용할 경우 버블붕괴시 금융기관의 부실채권이 양산되면서 경제전반이 위기에 빠질 가능성이 높다.

한편 자본유입이 통화부문에 미치는 영향은 換率制度에 따라 달라지는데, 變動換率制의 경우 자본유입이 통화량에 영향을 미치지 않는 반면 固定換率制에서는 통화량을 증가시키게 된다. 변동환율제를 채택하는 경우에도 자본유입으로 자국통화가치가 과도하게 절상되면 정부는 교역조건 악화 등을 우려하여 시장개입에 나섬으로써 통화량에 영향을 미칠 수 있게 된다. 중간형태인 管理變動換率制 하에서는 정부의 환율정책 운용방향과 시장개입형태에 따라 통화량에 미치는 영향력이 결정된다.

Eichengreen을 비롯한 다수의 연구에서 효과적인 金融危機 豫防手段으로 제시되고 있는 資本流入 統制方案은 브라질, 칠레, 말레이시아 등 일부 신흥시장국가에서 실시되었거나 또는 현재 실시되고 있다. 칠레의 경우 유입자본의 일정부분을 중앙은행에 무이자로 일정기간동안 예치할 것을 의무화함으로써 단기자본의 유입을 억제하고 장기자본을 유인하여 안정적인 경제성장을 유도한 성공적인 사례로 평가받고 있다.

칠레의 자본유입통제는 크게 2기로 구분할 수 있는데, 제1기 통제는 대규모 자금유입으로 실질환율이 큰 폭으로 절상되고 중앙은행이 통화량조절에 어려움을 겪은 1978년에 도입되었다가 외채위기로 남미국가들에서 자본이 이탈하기 시작한 1982년에 폐지되었다. 통제내용을 살펴보면 만기 2년 이하의 자본유입을 금지하고 만기 2~5.5년의 자본유입에 대해서는 10~25%의 預置義務를 부과하였다. 1980년대 초 채무위기를 계기로 자본유입에 대한 통제를 폐지하는 대신 구조개혁을 통해 물가안정, 재정건전화, 경상수지 개선 등을 추진함으로써 1984~1988년 기간동안 평균 5.7%의 경제성장을 기록하였고 경상수지 적자를 GDP의 11%에서 1% 수준으로 줄이는 성과를 거두었다. 1989년 들어 국제금리가 하락세를 보이는 가운데 칠레의 금융긴축정책으로 대내외 금리차가 확대되면서 자본유입이 다시 급증함에 따라 재정긴

318) 장원창, *supra* 주) 279, pp. 7~10 참조.

축 및 불태화개입(sterilized intervention)을 실시하였으나, 시장개입비용³¹⁹⁾에 대한 재정부담과 단기외채의 급증으로 인해 결국 1991년 6월 자본유입에 대한 選別的인統制를 다시 실시하게 되었다.

제2기 자본유입 통제조치의 주요 내용은 해외차입의 20%를 無利子로 預置³²⁰⁾하는 것을 의무화하고, 모든 해외차입에 대해 연 1.2%의 印紙稅(stamp tax)를 부과하였다. 또한 국내기업의 해외차입에 대한 규제와 은행의 자본거래 보고의무를 강화함과 동시에 자본유출의 자유화를 추진하였으며 환율변동폭의 확대와 함께 재정의 건전성을 제고하는 노력을 병행하였다. 이후 1992년 5월에는 예치비율을 30%로 인상하고 예치기간도 만기에 상관없이 1년으로 확대하였다. 이러한 無利子基準預置制(unremunerated reserve requirement)는 장기투자를 위한 자본유입을 저해하지 않으면서 단기적인 포트폴리오투자를 억제하는 데 주목적이 있었다. 그러나 점차 민간부분이 자본유입 통제조치를 회피하기 위해 무역신용, 외국인직접투자관련 대출형태로 우회하여 자본을 유입함에 따라 1995년 9월에는 외화증권을 예치대상에 추가함으로써 상업은행에 대한 외화예금, 예금증서, 투기성이 있는 외국인직접투자 등과 같은 비채무성 자본유입을 규제하였다. 적용범위 또한 뉴욕증권거래소에서 상장된 칠레기업의 주식과 국제채권발행에 대한 투자로 확대되었다. 그러나 1998년 6월 아시아금융위기의 여파로 자본유입이 감소함에 따라 예치비율을 10%로 인하한 뒤 9월 다시 0%로 하향 조정하면서 실질적으로 자본유입 통제조치를 폐지하였다.

두번째 자본이동 규제방식인 資本流出에 대한 규제에는 자본의 급격한 이탈로 인해 금융시장이 마비되면서 경제기반이 붕괴되는 것을 방지하기 위해 실시되는 자본유출 통제조치로서 導入時點에 따라 ‘豫防的 統制(preventive controls)’와 ‘治療的 統制(curative controls)’로 나누고 있다. 예방적 통제방식은 국제수지가 심각한 수준으로 악화되고 있으나 아직 평가절하위기에는 이르지 않는 경우에 실시되며 해외송금에 대한 세금부과, 자본거래에 대해 상대적으로 큰 폭의 평가절하를 적용하는 이중환율제, 자금이체의 금지, 국경간 자본이동의 전면금지 등을 통해 자본거래를 규제함으로써 정부로 하여금 정책적 대응방안을 마련하고 투기적 공격을 방어할 수 있는 시간적 여유를 갖게 하는 데 목적이 있다.

반면 치료적 통제조치는 금융위기 발생 이후 자본의 급격한 유출로 국내경제기반

319) 市場介入費用 = 시장개입에 따른 이자비용 — 외화표시자산 수익률

320) 滿期 90일미만은 90일, 90일이상~1년은 차입기간 만큼, 1년 이상에 대해서는 1년간 예치한다.

이 붕괴되는 것을 방지하기 위해 실시되는 것으로서 1998년 말레이시아가 취한 자본통제조치가 대표적인 사례이다. 당시 말레이시아정부는 資本流出統制를 통해 傳染效果에 따른 자본이탈을 차단한 가운데 금융부문을 중심으로 구조조정을 실시하고 국내금리의 인하를 통해 성장을 촉진함으로써 위기를 극복하는 정책을 실시하여 국제금융시장의 주목을 받게 되었다.³²¹⁾

1991년부터 1998년 8월까지 시행되었던 칠레의 자본유입 통제정책은 여러 가지 측면에서 시사하는 바가 많다. 라틴아메리카 대부분의 국가들이 1990년대에 심각한 금융위기에 봉착하였지만 자본유입을 통제했던 칠레만은 위기를 겪지 않았고 라틴아메리카 신흥시장에서 발생했던 금융위기가 自國으로 전파되는 것을 차단할 수 있었다. 나아가 지난 10여년간 칠레는 펀드멘털의 개선뿐만 아니라 산업구조 및 수출구조의 고도화와 캐치업(catch-up)기반의 공고화에도 큰 진전을 보여 황금기를 구가하고 있다. 이제 칠레는 라틴아메리카에서의 동아시아 신흥개도국(NICs)으로 까지 불릴 정도가 되었다. 최근에는 자본유입에 대한 통제가 완전히 철폐되었지만 1991~1998년 동안 칠레의 자본통제모델은 21세기 신흥시장의 대안적 모델로까지 부상하고 있다.

자본규제의 성공적인 사례로 평가받고 있는 칠레의 자본규제 정책은 短期資本의 流入을 억제하기 위해 1991년 6월부터 海外借入額의 一定比率을 일정기간동안 無利子로 중앙은행에 예치토록 하는 URR(Unremunerated Reserve Requirement : 無利子支給準備預置)제도였다.³²²⁾ 1998년에 철폐된 이 규제정책은 자본유입에서 단기자본의 비중을 줄이고 장기적인 투자를 늘리는 효과를 낳았다고 보고되고 있다. 즉 차입기간에 관계없이 예치비율과 예치기간을 일정하게 하고 차입기간이 짧아질수록 외자도입에 따르는 추가적인 비용부담이 늘어나도록 함으로써 투기적 단기자본의 유입을 억제하는 것이었다. 이 제도는 단기자본 규제에 효과를 거둔 것으로 평가되나(직접투자 및 장기자본유입으로 총유입규모는 유지), 시간이 경과하면서 무역신용 등을 통한 자본유출이 발생하였다.

321) Krugman은 短期的인 資本流出 統制措置가 위기국으로 하여금 國內金利引下를 통해 성장촉진정책을 실시할 수 있는 여건을 조성한다는 점을 들어 肯定的인 평가를 내리고 있는 반면 일부에서는 1999년 1월 평가절하위기를 맞은 브라질의 사례를 들어 자본유출통제조치를 취하지 않는 것이 오히려 경기회복에 도움이 된다고 주장하고 있다. Krugman의 주장내용은 Paul Krugman, *supra* note 274 참조.

322) 韓國銀行, 『투기적 단기자본이동 규제방안과 금융시스템 강화필요성』, 1998, pp. 6~18.

<표 14> URR制度下에서의 外資導入의 追加費用負擔(연, %)

차입기간 (개월)	URR 30%시		URR 20%시	
	차입금리		차입금리	
	5%	7.5%	5%	7.5%
1	28.8	45.6	16.0	24.8
2	13.5	20.8	7.7	11.8
3	8.8	13.4	5.1	7.7
6	4.3	6.5	2.5	3.8
12	2.1	3.2	1.2	1.9
24	1.1	1.6	0.6	0.9
36	0.7	1.1	0.4	0.6
60	0.4	0.6	0.2	0.4

자료 : 한국은행, 『해외경제정보』, 1998, p. 4, <표> 참조.

위의 <표 14>에서 보듯이 URR제도는 자본유입의 비용을 증가시킴으로써 자본유입 규제효과를 거두었다. 이처럼 칠레의 자본이동규제는 단기간이기는 하지만 전체 자본유입규모를 축소하고 단기투자보다는 장기투자확대에 기여한 것이다.

2) 효과

칠레의 자본유입 규제의 정치경제적 효과에 대해서는 크게 두 가지 측면에서 접근할 수 있다. 첫째, 1990년대 칠레의 자본유입 규제가 칠레페소의 실질 절상압력의 완화라는 기본 목적에 비추어본다면 그다지 큰 성공을 거두었다고 보기는 어렵다. 왜냐하면 자본유입 규제에도 불구하고 자본유입이 꾸준히 증가해 실질 절상압력이 계속 증대하였으며 그 결과 크롤링 밴드(crawling band)制³²³⁾의 변동폭이 지속적으로 확대되는 압력을 받았기 때문이다. 둘째로, 자본유입 규제가 자본유입에 미친 실질적 효과에 대해서는 자본유입의 절대적 규모를 줄이기보다는 단기자본 대신 직접 투자와 장기자본의 유입비중을 높이는 방향으로 유입된 자본의 滿期別 構成을 변화시킨 것이 큰 효과였다고 평가된다.

323) 크롤링 페그제도는 자국통화를 외국의 단일통화 또는 복수통화바스켓에 連動(peg)시켜 단기적으로 고정된 환율(中心換率)을 조기적으로 微調整(crawl)하는 제도이다. 또한 크롤링 밴드제도는 자국 통화환율이 단기적으로는 중심환율로부터 일정한 변동범위(band)내에서 움직이도록 허용되 주기적으로 중심환율을 미리 공표된 수준으로 미조정함으로써 장기적으로는 보다 伸縮的인 환율變動을 허용하는 제도라고 할 수 있다. 이강남, *supra* 주) 159, p. 764.

1994년 멕시코의 폐소위기, 1997년 아시아위기, 1998년 러시아위기의 파급효과가 칠레에서는 상대적으로 미약할 수 있었던 것은 자본유입 통제의 덕택이지만 인접국가에서 발생한 금융위기가 자국내로 파급되는 것을 차단하는 것이 자본유입 통제의 일반적 목적은 아니었던 것으로 보인다. 또 그것이 금융의 대내외적 통제에 두어졌던 것이 아니었음도 분명하다.

그렇다면 1990년대 말 위기를 겪은 나라의 진보세력들이 이구동성으로 자본통제를 외치는 시점에서 칠레는 왜 자본유입 통제를 철폐하게 되었는가? 또한 왜 칠레는 최근 신흥시장의 대안적 환율체제모델로 주목받고 있는 크롤링 밴드제를 포기하고 극단적 환율체제의 하나인 自由變動換率制를 채택하였는가? 서로 밀접히 관련되어 있는 두 가지 문제는 자본통제의 효과나 대안적 환율체제의 모색과 관련하여 많은 시사점을 줄 것으로 생각된다. 더 흥미로운 것은 이 두 문제가 新自由主義的 연금제도개혁의 결정판이라고 해도 과언이 아닌 칠레의 연금제도개혁의 효과와 관련되어 있다는 점이다. 1990년대 들어와서는 자본유입에 대한 규제등 대외적 금융규제가 가해졌지만 1981년 칠레 年金制改革의 결과 연기금을 중심으로 기관투자가의 역할과 지위가 크게 강화되고 이들이 포트폴리오투자의 자유화를 강력하게 요구하자 대외적 금융규제를 계속 유지하기 어려워졌다. 여기서 주목해야 할 것은 1981년 연금제도 개혁이후 자본시장의 기반이 꾸준히 강화되고 국내 기관투자를 위시한 금융세력들의 영향력이 크게 강화되었다는 점이다. 그 결과 칠레는 다른 나라들과 달리 외환금융위기를 겪지 않으면서도 내적 요구에 의해 대외적 금융자유화를 달성할 수 있었다. 요컨대 연금제개혁안의 결과 크게 강화된 금융세력들이 대외적 금융통제에 대해 강력하게 저항하자 자본유입의 통제도 더 이상 명분을 갖기 어렵게 되었던 것이다. 물론 자본유입통제에도 불구하고 꾸준히 증가한 해외자본유입도 자본유입통제를 무력화시킨 요인이었다고 할 수 있다.

3. 말레이시아의 短期資本 規制制度

1) 내용

자체적인 金融改革을 통해 말레이시아는 1997년 금융위기 이전까지만 해도 IMF

총재 깡드쉬로부터 “고성장이 수반하는 폐해를 조정하면서 건전한 금융 시스템을 유지하고 있다.”는 찬사를 들을 정도로 건전한 기초경제를 확보하고 있었다. 물론 GDP 대비 經常收支 赤字의 경우 1995년에 10%까지 이르렀으나 1996년에는 4.9%로 개선되었다. 같은기간 적자폭이 7.9%선에서 개선되지 못하였던 태국의 예와 대조적이었다. 企業負債 比率도 1991년에 110%에서 1996년에 200%로 증가하였으나 태국의 340%, 인도네시아의 200%, 필리핀의 180%, 한국의 620%에 비해 양호하였다.³²⁴⁾

이전에도 말레이시아는 자본통제를 실시하였는데 1993년 단기자본이 강하게 유입되자 당국은 투기적인 성격으로 간주하고, 이러한 단기유입을 제한하는 조치³²⁵⁾를 1994년 1월 시행하였다. 이러한 조치는 1993년에 비해 1994년에 자본유입이 감소하고 자본유입 구성 중 단기자본유입도 하락했음을 보여주었다. 1994년 중 취한 강력한 단기대책은 링깃화에 대한 투기적인 압력을 해소하는데 기여한 것으로 평가된다.

1997년 4월 1일 중앙은행은 앞으로 닥칠지 모르는 금융위기에 대비하여 주식거래와 사치품 구입을 위한 대출을 제한한다고 발표하였다. 부동산부문에 대한 총 대출을 20%로 제한하였으며 주식 매입을 위한 상업은행의 최고 대출 한도를 15%로 유지하기로 하였다. 또한 말레이시아 證券管理委員會는 외국인기업이 말레이시아 증권거래소에 상장하려면 납입자본금의 50% 이상을 국내 거주 말레이시아인이 소유하고 있거나 기업의 최대 주주가 말레이시아인으로서는 지분의 33% 이상을 보유하고 있어야한다는 것을 명문화하였다.³²⁶⁾ 이는 외국인기업에 의한 무분별한 투자와 자금유출을 위한 방비책으로 풀이된다.

그러나 이러한 위기회피 노력에도 불구하고 1997년 7월 2일 태국 바트화 폭락의 여파로 통화가치가 하락하기 시작하였다. 1997년 7월에 달러당 2.47링깃까지 오르던 말레이시아 통화가치가 1997년 9월에는 달러당 3.13링깃까지 폭락하였다. 주식시장도 심각한 타격을 받았다. 1997년 1/4분기만 해도 1300이상 오르던 종합주가지수가 9월에는 760 이하로 떨어졌다. 마하티르 수상은 조지 소로스를 통화 투기꾼으로 지

324) Ethan Kaplan and Dani Rodrik., “Did Malaysian Capital Controls Work?” , NBER Working Paper No. 8142, Cambridge, 2001, pp. 8.

325) 예를 들면 외국인에 대한 단기금융상품 판매금지, 은행의 대외채무한도 설정, 외국기관의 링깃화 저축을 무이자계정으로 제한하는 조치 등을 들 수 있다.

326) Ethan Kaplan and Dani Rodrik., *supra* note 324, pp. 8~13.

적하면서 동남아시아 각국의 통화 폭락사태가 조지 소로스 탓이라고 공개적으로 비난하고 나섰다. 이에 대해 소로스는 자신이 관리하는 펀드는 최근 2개월 동안 1천만 달러 상당의 바트화만을 거래했을 뿐이라며 개입 사실을 극구 부인하였다. 이렇듯 마하티르 수상이 외국인 투자자들을 환투기꾼이라고 몰아부치며 ‘전쟁’을 하는 동안 링깃화의 통화가치와 주식은 계속적으로 하락하였다.

마하티르는 “소로스를 비롯한 投機 資本家들이 통화가치 하락을 조장하면서 우리에게 실력 행사를 하고 있다.”고 비난하였다. 반면 통화 위기가 심화되면서 동남아 외환 시장에서는 마하티르 사임설이 나돌고, 서방 언론들은 마하티르에 대한 비판의 목소리를 높였다. 그러나 말레이시아 국민들은 反美 民族主義와 마하티르에 대한 지지로 대응하였다. 그리고 1998년 9월 1일 자본통제 및 1달러 = 3.8링깃으로 고정환율제로의 복귀를 선언하였다. 이윽고 서방의 조롱과 비난에도 불구하고 말레이시아 경제는 1999년 이후로 회복단계에 들어서기 시작하면서 마하티르가 1년간 실시하였던 資本 및 外換統制 政策이 어느 정도 성공하였음을 보여주었다.³²⁷⁾

사실 1980년대 중반 이후 말레이시아의 지속적인 고도성장은 외국자본의 유입과 외부지향적인 輸出擴大政策에 의해 가능하였다는 점을 간과해서는 안된다. 인구 2,200만에 불과한 말레이시아의 협소한 내수시장으로는 지속적인 경제성장이 불가능하고 따라서 해외시장의 확대여부에 따라 성장의 결과가 다르게 나타나게 마련이다. 이러한 대외의존도가 심화되어 있는 말레이시아 경제에 있어서 아시아 경제위기시 마하티르 수상이 선택한 자본통제에 대한 정책을 평가할 경우에는 무엇보다도 말레이시아 주변국들과 최대 수출대상국가인 미국과 일본의 경기흐름을 고려할 필요가 있다. 이는 앞서 언급한 바와 같이 말레이시아가 전형적인 수출의존형 경제이기 때문에 정책시행의 효과와는 무관하게 수출대상국가들의 경제호·불황에 따라 말레이시아의 경제적 성공여부가 결정된다. 말레이시아는 외환위기에 처하자 1998년 외국인의 국내 증권 매각자금을 1년 동안 갖고 나가지 못하게 하는 ‘直接的인 資本統制’를 실시했다. 당시 이 정책은 국제통화기금(IMF)으로부터 비난을 받았으나, 나중에 IMF도 그 정책이 생각보다 긍정적인 구실을 했다고 인정했다. 당시 서방 국가로부터 지지를 받고 있던 개혁 성향의 안와르 부총리 겸 재무장관은 태국에서 외환 위기가 발생한 이후 IMF의 자금 지원을 받지 않으면서도 사실상 IMF의 긴축 정책을 수용했다. 그는 경상수지 적자를 해결하는 것이 외환 위기 해결에서

327) *Ibid.*, pp. 8~9 참조.

급선무라고 보고, 긴축 예산을 편성했고 금융부문의 대출도 억제했다. 그러나 말레이시아 역시 다른 외환위기 국가와 마찬가지로 급격한 환율 상승과 주가 폭락이라는 금융 불안으로부터 자유로울 수 없었다.

1998년 1분기 경제성장률이 마이너스를 기록하자 마하티르 수상은 안와르가 주도하는 긴축정책에 불만을 표시했다. 또 IMF식 경제처방을 받아들이는 것을 經濟的主權喪失로 인식한 마하티르는 더 이상 고금리 정책과 긴축 예산을 수용하지 않기로 하였다. 적극적인 경기 부양을 위해 재정 확대와 저금리 정책을 채택하기로 한 그는 資本統制 政策을 실시하지 않고서는 소기의 성과를 거둘 수 없다고 판단하기에 이른다. 즉, 말레이시아 통화인 링깃화에 대한 투기적 거래를 차단하고 단기 자본의 흐름을 제한하는 정책을 시도하고자 하였다.³²⁸⁾

1998년 9월 1일 말레이시아 정부는 1973년부터 유지해왔던 변동환율제와 결별하고 固定換率制度和 資本統制 政策을 전격적으로 실시했다. 긴축정책의 결과 투자와 소비가 위축되면서 1998년 1/4분기 경제성장률이 마이너스를 기록하자, 말레이시아 정부는 1998년 6월 들어 경제정책 기조를 기존의 긴축에서 경기부양 쪽으로 전환하기 시작했다. 우선 1998년 6월말에 1998년도의 財政支出額을 당초 계획보다 19% (120억 링깃)나 확대하기로 결정하였으며, 7월에는 그 동안 연기해왔던 인프라 개발 등의 국책 프로젝트를 다시 추진하기로 하고 인프라 개발을 위해 50억 링깃 이상의 기금을 설립하기로 하였다.

한편 高利率政策에 따른 기업 도산을 막기 위해 시중은행 금리 인하를 추진하였는데, 말레이시아 중앙은행은 1998년 7월 들어 은행의 法定支拂準備率과 은행간 금리에 영향을 주는 중앙은행의 민간은행에 대한 3개월 만기 대출 금리를 두 차례에 걸쳐 인하했다.

말레이시아는 이러한 景氣浮揚策을 통해 위축된 국내수요를 진작하고 기업활동을 활성화하여 경기침체에 따른 금융기관의 부실채권 문제도 어느 정도 완화시키고자 했다. 그러나 變動換率制下에서의 경기부양책은 물가상승, 환율불안, 그리고 외채상환부담 가중 등과 같은 부작용을 야기할 수밖에 없는 상황이었으므로 경기부양책 추진과 함께 이러한 부작용을 방지할 대책이 필요했다. 경기부양으로 경제정책 기조를 바꾸기로 결정한 말레이시아 정부는 경기부양을 위한 사전조치로서 1998년 9월 2일 환율정책을 변동환율제에서 固定換率制로 바꾸고 링깃화의 달러貨 환전과

328) *Ibid.*, pp. 8~9 참조.

링깃화의 대외거래를 제한하는 강력한 外換規制 및 資本統制 조치를 발표했다. 특히 말레이시아는 이러한 조치를 통해 핫머니 등 해외자금 유출입에 따른 국제금융 시장으로부터의 부정적인 파급효과를 차단하여 자국의 통화정책의 독립성을 확보하고 이를 바탕으로 경기부양책을 위한 통화량 확대 및 금리인하 조치를 취하고자 했다.³²⁹⁾ 그리고 환율과 국내물가를 인정시킴으로써 국내투자여건을 개선하고, 소비자들의 경제에 대한 신뢰도를 높여 위축되고 있는 소비를 진작시키는 효과를 기대하였다. 특히 역외 링깃화 예금을 국내예금으로 전환하도록 하고 링깃화의 해외유출을 제한한 것은 역외 링깃자금을 유입시켜 신용경색을 완화시킴으로써 확대 금융정책의 실효성을 제고하기 위해 필요한 조치였다.

2) 효과

말레이시아의 경우 위기에 감염된 다른 동남아시아국들보다 가용 외환보유고가 양호한 상태에 있었음에도 불구하고 1998년초에 통화 위기에 감염되었다. 마하티르는 이 위기를 投機資本의 횡포에서 비롯되었다고 주장하고 나섰다. 그리고 IMF를 이들 투기자본의 대리기구로 상징하고 이들의 개입을 거부하였다. 그러나 말레이시아정부는 결국 IMF의 개입없이 유동성 확보와 환율 안정을 위한 IMF형 긴축정책을 실행하였다. 이러한 긴축 프로그램의 성과가 가시화되기 보다는 오히려 실물경제 위기를 심화시키자 마하티르 정권은 資本統制와 固定換率制의 채택을 선언하였다. 말레이시아는 자본을 주인(master)이 아닌 종(servant)의 지위에 묶어두어야 한다는 브레튼우즈 독트린(Bretton Woods Doctrine)³³⁰⁾에 비교적 충실하였다. 바로

329) 김완중, “말레이시아의 자본통제정책평가와 최근경제정책변화”, 『세계경제』 4월호, 1999, pp. 2~3.

330) IMF를 중심으로 한 2차대전후의 국제통화체제를 IMF 체제라고 일컫는데 1944년 IMF 설립 및 그 활동개시 이후 1971년 8월 소위 「닉슨쇼크」까지의 약 4반세기동안 세계경제를 지탱해 온 국제통화체제를 브레튼우즈 체제라고 한다. 브레튼우즈 체제의 중심은 제2차세계대전전 각국의 평가절하경쟁으로부터 국제경제, 통화제도가 파탄되었던 사실의 반성으로 IMF를 통해 가맹국의 외환시세환율을 안정시키는 일이었다. 이를 위해 순금 1온스 = 35달러라는 금의 공정가격에 의해 금 또는 달러에 대한 각국의 IMF 평가를 설정, 이 평가는 기초적 불균형을 시정할 경우에만 변경할 수 있게 규정되었다. 즉 브레튼우즈 체제에서는 각국은 금·달러평가를 기준으로 하여 외환시세를 유지하고 그 시세가 위협할 때에는 개입할 의무를 지게 되었다. 또 미국은 달러를 금과 공정가격으로 자유로이 교환해준다고 보증했기 때문에 각국은 모두 안심하고 달러를 개입통화로 사용, 외환시세 안정에 노력했다. 그러나 1971년 8월 15일 미국이 금과 달러와의 교환을 정지함으로써 브레튼우즈 체제의 주축은 무너지고 마침내 붕괴되었다. Sebastian Edwards and Julio A.

이점에서 말레이시아 사례는 ‘制限的 自由主義’의 한 측면을 보여주고 있다. 이러한 말레이시아의 산업화 경로는 글로벌 자본주의하에서의 발전주의의 실현 가능성과 그 한계를 보여주고 있다. 무엇보다도 말레이시아가 ‘큰 국가=강한 국가’라는 기존 발전국가 패러다임에서 벗어나 ‘작고 강한 국가’를 통해 금융자본에 대한 산업자본의 우위를 유지하는데 나름대로 성공하였다고 볼 수 있다.

1997년 통화위기를 계기로 워싱턴 컨센서스(Washington Consensus)의 ‘동아시아 모델’에 대한 비판의 목소리가 높아졌다. 동아시아 경제는 크로니 資本主義(crony capitalism)³³¹로 간주되고 英美 資本主義(Anglo-American capitalism)와 新古典派의 시장지배모델(market supremacy model)은 ‘世界 標準’(global standard)이었다. 그리고 워싱턴 컨센서스가 제시한 ‘세계 표준’을 비교적 충실하게 모방하기 시작한 통화위기의 진앙지 태국과 그 위기에 전염된 한국은 워싱턴 컨센서스의 ‘성공 사례’이자 다른 개도국의 ‘모범 사례’로 보였지만 결국 금융위기의 격랑에 휘말리고 말았다. 하지만 이들과 마찬가지로 통화위기에 전염되어 국민경제가 파국 양상을 보이게 된 말레이시아는 워싱턴 컨센서스의 요구를 무시하고 독자적인 해법을 찾아 나섰다.

실제로 미국과 경제학자들의 엄청난 반대 속에서 말레이시아의 마하티르는 위기 이후 1998년 9월 전격적으로 고정환율제를 실시하고 1년 이하의 증권시장 유입자금의 자본유출을 강력히 통제하며 국내금융기관의 대외계정간 자금이동과 역외의 링킷화의 국내이전을 규제하는 등의 정책을 시행하였다. 그는 이러한 통제에 기초해서 IMF의 구조조정에 의지한 한국이나 태국과는 전혀 반대의 방식으로 국내적으로 확장적 거시정책을 추진하며 위기에 대응하고자 했던 것이다.³³²

말레이시아의 이러한 대응방식은 한국, 태국의 위기 해결방식을 두고서 워싱턴 컨센서스에 지나치게 순종적이었다고 비판한 시각에서 보자면 매력적일 수 밖에 없다. 특히 세계경제와의 일정한 간극(cleavage) 유지를 경이적 성장의 비결로 간주해 온 발전국가론자들에게 ‘말레이시아 모델’은 흥미로운 관심사에 해당한다. 나아가

Santaella, *supra* note 1, pp. 405~460 참조.

331) 1997년 경제위기와 함께 우리사회에 새로 도입된 용어들이 많다. 그 중 대표적인 것이 ‘크로니 자본주의’이다. 우리말로 번역하면 정경유착과 같은 정실에 의한 ‘정실자본주의’라고 할 수 있는데 월스트리트와 미국 재무성, 그리고 국제통화기금(IMF)이 위기의 원인으로 진단한 한국경제의 병명이다. 장덕준, “1990년대 러시아 사유화의 전개 : 개혁의 성과 또는 ‘크로니 자본주의’의 원천”, 한양대학교 아태지역연구센터, 2004, p. 28 참조.

332) Ethan Kaplan and Dani Rodrik., *supra* note 324, pp. 9~13 참조.

말레이시아 모델은 地球化(globalization)라는 새로운 국제정치경제 환경하에서 ‘국제금융이라는 성전으로부터 고리대금융자들을 몰아내는 것’을 목표로 했던 브레튼 우즈 합의를 환기시킨 예이기도 하다.

4. 우리나라에 주는 시사점

최근의 短期投機資本에 대한 規制論議는 아시아, 러시아, 중남미 등이 경제·금융 위기에 직면하게 된 것이 해당국의 經濟 및 금융시스템상의 취약성에도 원인이 있으나 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.³³³⁾

미의회 일부에서는 대형 헤지펀드인 LTCM사의 경영위기를 계기로 금융기관의 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 ‘간접적 규제’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.³³⁴⁾

선진 주요국의 간접적 규제방식 대응방안에 비해 직접 피해당사자라고 할 수 있는 아시아 각국은 헤지펀드 규제에 대해 보다 적극적인 자세를 보여주었다. 즉 아시아태평양 경제협력회의(아세안)에서는 정상선언을 통해 한층 구체적인 대응방안이 제시되었다.³³⁵⁾ 우선 투자은행 및 헤지펀드 등 국제적인 자금흐름과 관련된 민간금융기관들에 대한 정보공시기준을 검토하기 위해 국제금융시스템상 중요한 회원국 등을 포함하는 관리기구를 설립하기로 하였다. 한편 國際決濟銀行(BIS) 총재는 일본에서 가진 기자회견에서 선진 7개국과 함께 검토하고 있는 단기자본이동의 투명성 확보

333) 韓國金融研究院, 『國際金融動向과 構造變化』, 1998. 12, pp. 349~354.

334) R T L Moonen, *supra* note 290, p. 76, ‘Crisis management’ 부분 참조.

335) 『한국일보』, “[APEC정상회의] 뉴라운드·헤지펀드 놓고 격론예상”, 2000. 11. 14, A5면.

를 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.³³⁶⁾

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 의견차이 뿐만 아니라 아시아 내부안에서도 다소 의견차를 보였다.³³⁷⁾ 아시아 국가 중 말레이시아는 단기자본에 대한 가장 강력한 규제를 주장하였다. 앞서 살펴본 대로 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.³³⁸⁾ 또한 일본은 규제를 요구하는 아시아의 입장을 이해함을 표명하고 구체적인 검토항목으로서 헤지펀드에 대한 감독체제, 단기자본거래에 대한 통계정비, 은행의 헤지펀드에 대한 용자규제, 일정조건을 설정한 헤지펀드의 모집행위 규제 등을 제시하였다.

미국 역시 자본에 대한 규제를 강화하는 것은 직접투자마저 위축되는 등 아시아에 대한 자금유입이 급감할 우려가 있기 때문에 정보공시 이상의 규제도입에 대해서는 반대하는 입장을 견지하였다. 캐나다와 호주도 미국의 입장에 동조하였으며, 최근 말레이시아의 規制措置로 인해 타격을 입은 금융센터인 싱가포르도 규제대상

336) 『韓國經濟新聞』, “[APEC 서울포럼] ‘헤지펀드 강력규제’ 의미”, 2000. 4. 1, A7면.

337) Eirmalasare Bani, “Apec can play role in ending crisis : Croation minister”, 『Business Times』, Kuala Lumpur, Nov 25, 1999, pp. 3~7.

338) 『聯合뉴스』, “태국총리, 바트화 하락 시장 불개입 시사”, 2000. 9. 21. 기사 참조.

이 헤지펀드 이외로 확산되는 것에 대한 우려를 표시하였다.³³⁹⁾

결국, 단기투기자본이동 규제론의 논리적 근거는 투기성 단기자본은 자본도입국에 기술이전 및 신규사업 등의 경제활동을 유발하는 자본이 아닐뿐 아니라 급속한 자본의 유출입이 실물경제에 악영향을 미친다는 주장이다. 반면 反規制論의 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. 다음의 <표>에서는 규제론자와 반규제론자의 주장 및 내용을 정리해 보았다.

<표 15> 規制論者의 주장 및 내용

이 름	방 법
James Tobin(노벨경제학상 수상자)	외환거래세(토빈세) 부과
Paul Krugman(MIT대학 교수)	한 국가의 경제여건이 한계상황인 경우 한시적으로 외환통제(exchange control) 실시
Rudi Dornbusch(MTI대학 교수)	국가간 모든 거래에 대한 세금 부과
Fred Bergsten(IIIE 소장)	경제상황에 따라 적절한 외환규제
Jeffrey Sachs(하버드대학 교수)	개별국가의 특수성을 고려해 자본이동 규제
Stiglitz(세계은행 총재)	칠레와 같은 단기자본 통제가 필요

<표 16> 反規制論者의 주장 및 내용

이 름	방 법
Milton Friedman(스탠포드대학 교수)	시장참여자들의 투기적 행위가 왜곡된 시장가격을 바로 잡음.
IMF	한 국가의 자본통제가 금융위기 해결을 위한 최선의 방식이 아님. 외환위기의 원인은 자본이동으로부터 초래된 것이 아니며 부적절한 자본통제가 원인임.

단기투기자본에 대한 규제가 본격적으로 논의되기에 앞서 그 동안 아시아 신흥개도국들은 통화위기로 초래된 금융·경제시스템의 불안정성을 완화·해소하기 위해

339) 『한국일보』, 앞의 기사, A5면 참조.

외환 및 증권시장 등 금융시장에 대한 국가별 규제를 잇따라 강화해 왔었다. 특히 말레이시아는 주식 등에 대한 투기거래를 억제하고 換率安定 및 景氣回復을 도모하기 위해 링깃화의 유출입 제한, 固定換率時勢制度의 도입, 주식 취득후 1년내 매각 금지 등과 같은 규제책을 발표하였고 싱가포르 점두시장(OTC, Over-The-Counter Market)에서 말레이시아 기업의 주식거래 금지, 통화거래규제 등 일련의 규제책을 발표하였다. 또한 중국은 개인과 기업의 불법적인 외화의 보유 및 취득을 방지하기 위해 불법외환거래에 대한 처벌규정을 강화하였다. 금융기관들이 일정금액 이상의 변칙적인 외환거래를 할 경우 해당금융기관에 대해 외환결제업무를 정지하도록 하였다. 또한 외환규제당국의 규정을 위반하여 고객에 대해 관련서류의 확인없이 한 해동안 1억달러 이상의 불법거래를 한 경우에도 해당금융의 외환결제업무를 정지하도록 하였다.

1997년 이후 아시아금융위기의 경험은 여타 아시아국가들에도 規制裝置確立에 힘쓰게 하였는데 홍콩은 優良株 등을 대상으로 주식을 차입해 매각하는 방식으로 시세차익을 노리는 공매행위를 금지하는 한편 헤지펀드 등에 의한 투기거래를 차단하기 위해 通貨委員會制度(currency board system)의 강화방안을 발표하였다. 동 제도의 골자는 미달러화에 대한 페그제를 한층 확고히 하기 위해 홍콩금융당국에 결제자금을 예치한 홍콩달러화에 대해서도 1미달러당 7.72홍콩달러의 비율로 미달러화를 무제한으로 교환해주도록 하는 것이다. 대만 역시 투자자문회사 등에 대해 美 쿼텀펀드의 대만내 판매를 금지하고 이를 위반할 경우 강력한 제재를 가하는 등의 규제조치를 발표하였다. 또한 대만중앙은행은 대만달러화의 역외선물환(NDF, Non-Deliverable Forward)³⁴⁰⁾ 거래를 엄격히 제한하고, 금융시장에서 투기조짐이

340) 주로 홍콩·싱가포르 등에 형성된 시장으로, 자국의 규제를 피해 조세·행정·금융 등에서 특혜를 누릴 수 있도록 타국에 형성된 선물환시장이다. 본국에서 거래할 경우 생길 수 있는 각종 세제나 운용상의 제반 규제를 피해 조세·금융·행정 등에서 특혜를 누릴 수 있도록 타국에 형성된 선물환시장을 말한다. 보통 역외선물환·차액결제선물환시장으로 부르며, 영문 머리글자를 따서 엔디에프(NDF)라고도 한다. 이 역외선물환시장에서는 만기에 계약 원금을 상호교환하지 않고, 계약한 선물환율과 지정환율 사이의 차이만을 지정통화로 정산한다. 싱가포르·홍콩·뉴욕 등의 역외시장에서 거래가 활발하지만, 한국에서 말하는 역외선물환시장은 통상 싱가포르와 홍콩에 형성된 시장을 뜻한다. 최소 500만 달러를 단위로 거래되며, 1개월물에서 5년물까지 10개의 상품을 대상으로 한다. 거래방식은 미국계 은행과 투자회사들이 참여하는 직거래와 여러 개의 브로커 회사들이 헤지펀드 등 일반 고객을 상대로 중개하는 중개거래 두 가지가 있다. 싱가포르와 홍콩 시장에서는 원화·대만달러·위안화·페소·루피 등 여러 통화가 거래되지만, 이 가운데 원화 거래가 가장 활발하다. 특히 2000년 이후 원·달러 환율의 변동폭이 커지면서 역외선물환 거래가 원·달러 환율을 결정하는 주요 변수로 급부상해 그해 9월에는 하루에만 5억 달러 정도가 거래되었다.

발생할 경우 단기자금의 유출입을 통제하기로 하였다. 아래의 <표>는 주요국가의 자본거래규제 및 외환관리 도입 사례를 정리한 것이다.

<표 17>아시아 主要國의 資本去來規制 및 外換管理 도입 사례

말레이시아	株式賣却利益의 국외송금을 1년간 정지. 링깃화의 美달러貨에 대한 換率時勢(1\$=3.8링깃)를 고정하고 유출입을 엄격히 제한
중 국	人民元의 암거래 적발 및 위법송금거래의 차단을 강화
홍 콩	고정환율제도를 강화. 증권시장의 공매를 금지
대 만	금융기관의 감독강화를 통한 자금유출입의 감시강화. 일부 헤지 펀드의 판매금지
태 국	외환거래에서 實需要原則을 도입하고 위반금융기관에 대해서 면허취소를 내리는 등 외환관리를 점차 강화하고 주가의 인위적인 시세등락을 막기위해 공매에 대한 규제강화
한 국	금융기관에 대해 자금이동의 보고를 엄격히 요구하는 등 해외와의 자금유출입의 감시를 강화하는 한편 외국인에 의한 주식·채권에 대한 투자는 자유화
인도네시아	美달러연동제의 도입은 단념했지만, 정부내에는 바스켓제의 도입 등 외환관리를 강화하려는 案이 존재

이상에서 시사하는 바는 최근 국제단기투기자본의 급속한 유출입으로 인해 국제 금융시장의 혼란이 가중되고 있으며, 단기자본의 투기적 공격은 금융시장뿐만 아니라 실물경제에도 악영향을 미치고 있다는 것이다. 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 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 범위내에서 투기적인 단기자금의 금융시장 왜곡현상을 최대한 방지할 수 있는 방향으로 대책을 강구하는 것이 바람직한 것이다.

최근들어 외국자본의 投資利益 極大化 수법이 갈수록 ‘危險水位’로 치닫고 있다. 2004년 12월 삼성물산의 M&A 가능성을 부각시킨 뒤 주식을 처분한 헤르메스의 사

장우혁, “원-달러 NDF환율과 국내 외환시장간의 연관성 분석”, 중앙대 대학원 석사학위 논문, 2002. 2, pp. 5~12.

례를 보더라도 경영권을 위협하며 우선주 소각 등 자신들의 요구를 관철하는가하면 내부정보를 이용, ‘모럴해저드’(道德的解弛) 논란을 일으키고 있다. 하지만 이같은 외국자본의 ‘投機的 行態’는 지금까지 제대로된 처벌 사례조차 없을 정도로 사실상 감독 사각지대에 놓여 있다. 정작 국내기업의 경영권 방어에는 엄격한 잣대를 적용하면서 외국자본의 경영간섭이나 주가 올리는 봐주는 것 아니냐는 비판이 나오는 것도 이 때문이다.

실제 외국자본의 ‘이익 챙기기’는 갈수록 지능화되고 있다. 헤르메스의 경우 삼성 물산에 대해 “경영진이 주주가치 극대화를 외면한다면 M&A를 시도하는 펀드를 지원하겠다.”고 다소 우회적인 방식으로 M&A 문제를 거론, 공시위반 논란을 비껴가기 위한 ‘노림수’가 아니냐는 지적에 대해 금융당국은 조사에 들어가기도 했다. 영국계 TCI펀드(The Children’s Investment Master Fund)도 KT&G에 대해 “자사주 전량 소각 요구가 받아들여지지 않을 경우 경영진 교체를 추진하겠다.”는 뜻을 회사측에 전달한 것으로 밝혀졌는데 이것 역시 지능적 주가부양 수법이 아닐 수 없다. 즉 TCI펀드의 KT&G 지분이 4%에 대에 불과한데다 KT&G의 지배구조나 경영성적에 비춰볼 때 실제 M&A 가능성이 낮다는 점에서 주가부양을 위한 행동이란 지적이 적지 않다.

물론 직접적으로 경영간섭에 나서는 사례도 있다. 세계적 투자기관인 캐피털그룹은 삼성전자에 대해 “미국으로 본사를 이전해야 한다.”고 요구, 회사측을 당혹스럽게 했다. 또 헤르메스자산운용은 과거 한솔제지에 대해 우선주 유상소각을 요구, 이를 관철시킨 바 있다.

이와 같이 외국인들이 걸으려는 經營 透明性이나 株主價値 極大化를 내세우지만 뒤로는 經營干涉을 무기로 株價를 끌어올려 시세차익을 극대화하는 경우도 적지 않으며 이런 외국자본의 투기적 행태에 대해 감독당국이 보다 철저히 대응해야 할 필요성이 대두된다.

<표 18>外國係 機關의 經營干涉 및 모럴해저드

	대상회사	내용
헤르메스 자산운용	삼성물산	-M&A부각후 지분매각 -삼성전자 지분 매각 및 우선주 소각요구
"	한솔제지	우선주 유상감자 요구
TCI펀드 소버린	KT&G	자사주 전량 소각 거부시 경영진교체 위협
자산운용	SK(주)	-주총 표대결 등 통한 경영진 교체 추진 -우선주 소각 요구
캐피탈그룹	삼성전자	미국으로 본사 이전 요구

자료 : 『韓國經濟新聞』, 2004. 12. 17.일자 A5면의 <표>를 인용한 것임.

<표 19>外國資本의 弊害 및 牽制機能 미비 사례

구분	대주주	내용
한미은행	JP모건&칼라일컨소기업	-정부는 은행경영 경험이 있는 JP모건이 대주주가 되는 조건으로 컨소시엄 적격성 승인 -그러나 실질적으로 칼라일이 대주주 역할 담당
제일은행	KFB뉴브릿지&케이만 홀딩스(페이퍼컴퍼니)	-페이퍼컴퍼니 지배하는 사실상의 대주주에 대한 감독 미비 -제일은행의 실질적인 소유자였던 소프트뱅크가 지분을 판 사실이 일본언론을 통해 뒤늦게 국내에 알려짐
브릿지증권	BIH(브릿지 인베스트먼트 홀딩스)	-3차례 걸친 유상감자를 통해 1천3백50억원회수 -여의도사옥과 을지로사옥도 함께 매각
OB백주	인터브루 아시아 홀딩 컴퍼니	-자본금의 60% 유상감자, 1천6백억원 회수
만도기계	JP모건	-자본금의 33.5% 유상감자, 5백77억원 회수
메리츠증권	PNM (미국 프루덴셜의 아시아 투자회사)	-순이익은 3억원에 불과했지만 배당은 15배인 50억원 지급

자료 : 위의 신문, A5면 <표>를 인용한 것임.

세계최대 자산운용사인 피델리티(Fidelity)가 2004년 12월 금융감독원으로부터 자산운용업 본인가를 받고 한국에서 본격 영업을 시작하였다. 피델리티는 1조 1872억 달러(약 1246조 5600억원)³⁴¹⁾의 자산을 운용하는 회사로 피터 린치라는 전설적인 펀드매니저가 운용했던 마젤란펀드로 잘 알려진 뮤추얼펀드 부문 외에도 기업연금 및 각종 기금 등 자산운용업의 모든 부문에서 경쟁력을 갖춘 세계최대의 자본투자 회사이다. 이러한 외국투자자본의 유입이 IMF 이후 가장 정점에 이르렀다. 이러한 점은 외국자본이동과 외환거래에 탄력적인 통제에 대한 경각심을 불러일으키기에 충분하다. 그동안 한국은 開途國중에서 자본거래와 외환거래에 대한 통제가 매우 엄격했었다. 그러나 1980년대 중 후반 미국등 선진국들의 자본시장개방과 외환자유화를 집요하게 요구함과 동시에 국내 재벌도 해외로부터 低利資金調達을 노리고 자본자유화와 외환자유화를 요구해 왔다. 특히 1990년대 중반 OECD 가입을 계기로 자본이동과 외환거래에 대한 통제가 대폭 완화되었으며 IMF 위기 직후 잔존 규제들이 OECD 가입시 정해 놓았던 일정보다 훨씬 앞당겨 철폐되었다. 자본자유화, 외환자유화로 미국의 자본시장과의 동조성이 크게 강화되어 대외적인 환란요인이 발생하면서 국내금융시장도 큰 타격을 받았다. 그러나 정부는 외환거래자유화와 자본거래자유화에 따른 피해를 방지할 수 있는 조치에 대해서는 별 관심을 기울이지 않았다. 그 결과 국내경제는 단기자본의 급격한 이동에 매우 취약한 경제체질을 갖게 되었다. 이 때문에 다시금 우리나라는 단기투기자본에 취약성을 갖게 되었고 투기자본에 대해 경각심을 갖지 않을 수 없게 되었다.

따라서 한국이 안정적인 성장기반을 새롭게 창출하려면 자본이동과 외환거래에 대한 선별적인 통제력을 확보해야 할 것이다. 이런 점에서 정부의 역할이 중요하며 미국의 반대 등으로 독자적 통제력이 불가능할 경우에 대한 대책이 시급하다고 하겠다.³⁴²⁾

341) 2004년 우리나라 예산이 117조인데 비해 10배가 넘는 규모임. 韓國銀行, 『국민계정』, 2003. 11. 21, ‘2004년 예산 발표’ 참조.

342) 전창환, “토빈세 도입의 효과와 의의”, 대안연대 발표논문, 2002. 7. 8, p. 6.

제3절 우리나라의 規制制度 현황

1. 外國人投資關聯法上の 規制

우리나라는 외환위기를 겪으면서 자본시장을 급격하게 개방하였고 외국인에 대한 투자규제도 대폭 축소하였다. 다만 OECD 자본자유화 유보항목인 방송, 해운, 항공 등 일부 산업과 전력, 통신 등 기간산업을 제외하고는 외국인투자를 전면적으로 자유화하였다. 우리나라의 외국자본에 대한 규제는 기본적으로 1998년 9월에 제정된 「外國人投資促進法」과 각 정부부처 소관의 법규정, 즉 동법 제4조제4항, 동법 시행령 제5조제1항 및 제5항의 규정에 의한 외국인투자 통합공고를 산업자원부장관이 실시함으로써 실질적 규제가 이루어지고 있다.³⁴³⁾

「외국인투자촉진법」에 의하면 외국인투자의 경우 사전에 산업자원부장관에게 신고하도록 되어 있고 자본거래의 경우에도 사전에 재정경제부 장관에게 신고 또는 허가를 받아야 한다. 그리고 동법 제4조에 따라 ‘국가의 안전과 공공질서의 유지에 지장을 초래하는 경우’, ‘국민의 보건위생 또는 환경보전에 해를 끼치거나 미풍양속에 현저히 반하는 경우’, ‘대한민국의 법령에 위반되는 경우’를 제외하고는 외국인투자가 자유로우며, 외국인투자가 제한되는 업종과 제한의 내용은 대통령령으로 정하도록 되어 있다.

그러나 투자제한 업종을 구체적으로 열거하는 ‘열거주의’를 채택하여 보호대상 업

343) 「외국인투자촉진법」 제4조(외국인투자의 자유화 등)

- ① 외국인은 법률에 특별한 규정이 있는 경우를 제외하고는 제한을 받지 아니하고 국내에서 외국인투자업무를 수행할 수 있다.
- ② 외국인은 다음 각호의 1에 해당하는 경우를 제외하고는 이 법에 의한 외국인투자를 제한받지 아니한다.
 1. 국가의 안전과 공공질서의 유지에 지장을 초래하는 경우
 2. 국민의 보건위생 또는 환경보전에 해를 끼치거나 미풍양속에 현저히 반하는 경우
 3. 대한민국의 법령에 위반되는 경우
- ③ 제2항 각호의 1에 해당하여 외국인투자가 제한되는 업종과 제한의 내용은 대통령령으로 정한다.
- ④ 산업자원부장관은 이 법 외의 다른 법령이나 고시 등에서 관계행정기관의 장이 외국인 또는 외국인투자기업에 대한민국민 또는 대한민국법인에 비하여 불리하게 대우하거나 외국인 또는 외국인투자기업에게 추가적인 의무를 부담하게 하는 등 외국인투자를 제한하고 있는 경우에는 그 내용을 대통령령이 정하는 바에 따라 매년 이를 통합하여 공고하여야 한다. 관계행정기관의 장이 개정하거나 추가하고자 하는 경우에는 산업자원부장관과 협의하여야 한다.

종이 상대적으로 협소하고 반도체, 생명공학 등 핵심산업에 대한 정부의 보호근거가 미비한 실정이다. 따라서 열거주의 방식으로는 외국인의 경영권 위협이나 적대적 M&A로부터 국가의 이익에 중대한 위협이 초래되더라도 대통령령이 미리 그 제한 내용을 정하지 않는 이상 규제할 방법이 없다는 주장은 설득력이 있다. 따라서 미국을 비롯한 일본, 프랑스의 방식을 벤치마킹하여 주요기간산업과 전략산업에서 국내기업의 경영권 보호를 위한 입법적 지원이 필요하다.³⁴⁴⁾

또한 우리나라 정부는 특정 분야별로 개별법에 의해 외국인투자를 제한하고 있다. 예를 들어 은행지분 10% 이상을 소유하고자 할 경우에는 단계별로 금감위의 승인이 필요하다는 규정³⁴⁵⁾ 등이다. OECD 자본자유화 유보 항목인 항공, 통신, 해운, 정기간행물 등에 대해서도 개별법으로 외국인 투자를 제한하고 있는데, 예를 들면 「定期刊行物の登録 등에 관한 法律」에 따르면 외국인은 일간신문의 경우 지분의 30%까지 소유 가능하다.³⁴⁶⁾

344) 왕윤종·이우성, *supra* 주) 248, pp. 186~198 참조.

345) 「銀行法」 제15조(동일인의 주식보유한도 등)

- ① 동일인은 금융기관의 의결권있는 발행주식총수의 100분의 10을 초과하여 금융기관의 주식을 보유할 수 없다. 다만 다음 각호의 1에 해당하는 경우와 제3항 및 제16조의2제3항의 경우에는 그러하지 아니하다.
- ③ 제1항 각호외의 부분 본문의 규정에 불구하고 동일인은 다음 각호의 구분에 의한 한도를 각각 초과할 때마다 금융감독위원회의 승인을 얻어 금융기관의 주식을 보유할 수 있다. 다만, 금융감독위원회는 은행업의 효율성과 건전성에의 기여 가능성, 당해 금융기관 주주의 보유지분분포 등을 감안하여 필요하다고 인정되는 때에 한하여 각호에서 정한 한도외에 별도의 구체적인 보유한도를 정하여 승인할 수 있으며, 동일인이 그 승인받은 한도를 초과하여 주식을 보유하고자 하는 경우에는 다시 금융감독위원회의 승인을 얻어야 한다.

제16조의2(비금융주력자의 주식보유제한 등)는 각주 193 참조.

346) 「定期刊行物の登録 등에 관한 法律」 제9조(결격사유 등)

- ④ 다음 각호의 1에 해당하는 자는 정기간행물을 알 수 없다. 다만, 그 소속원에게만 보급할 목적으로 발행하는 경우에는 그러하지 아니하다. <개정 1998. 12. 31.>
 1. 외국정부 또는 외국의 법인이나 단체
 2. 제1항제1호 또는 제2호에 해당하는 자가 그 대표자로 되어 있는 법인 또는 단체
 3. 외국인 또는 외국의 법인이나 단체가 다음 각호의 1에 해당하는 비율이상의 주식 또는 지분을 소유하고 있는 자
 - 가. 일간신문의 경우에는 100분의 30
 - 나. 통신의 경우에는 100분의 25
 - 다. 일간신문 및 통신을 제외한 정기간행물의 경우에는 100분의 50

2. 敵對的 引受合併 規制 관련 법규

우리나라에 투자한 외국자본의 규모는 점차 커지고 그 투자성향도 점차 공격성이 높아지는 추세이다.³⁴⁷⁾ 구체적으로 보면 국내 대표기업을 향한 외국자본의 적대적 M&A 시도는 과거 타이거 펀드와 소버린이 SK 텔레콤과 SK(주)의 경영권 획득을 노린 이후 칼 아이칸의 KT&G 매입 시도까지 모두 세 번째이다. 더욱이 KT&G에 이어 포스코와 KT 등 민영화된 공기업들이 외국자본의 먹잇감이 될 수 있다는 우려도 커지고 있다.

국내기업들이 투기자본의 공격대상이 되는 이유는 우리나라의 기업의 지배구조가 느슨한데다 경영권 방어제도마저 취약하기 때문이다. 특히 외환위기 이후 자본시장을 개방하는 과정에서 부실기업의 구조조정을 촉진하고 IMF의 적대적 M&A 허용 요구에 부응하기 위하여 대부분의 경영권 방어 장치가 폐기 처분된 것이 중요한 이유라고 할 수 있다. 유럽의 경우 1999년 5월에 만들어진 OECD의 기업지배구조 가이드라인이 차등의결권 및 황금주 등 유럽 각국의 현행 경영권 방어제도와 충돌됨에 따라 이를 제외한 사항(회계의 투명성, 사외이사의 독립, 소액주주 권한의 강화, 공시제도의 개선)만을 받아들이고 있다. 이러한 점은 우리나라의 경우와 큰 차이점이다.³⁴⁸⁾

우리나라의 M&A 보호장치를 보면, 종래의 상장기업의 경영권을 보호하는 정책에서 벗어나 1997년부터 적대적 M&A가 가능하도록 제도를 정비하기 시작하였다. 1994년 1월에 개정되기 이전의 「證券去來法」에 따르면 외국인의 경우 상장주식의 10% 이상 취득이 제한되어 있어 외국자본으로부터 상장기업의 경영권이 크게 보호되었으나 1997년 4월 동 규정이 폐지되었다. 1997년 1월에는 25% 이상 주식을 매

347) 금융감독원이 발표한 ‘2005년도 5% 보고 등이 경영권 관련 공시 현황’을 보면 실체에 접근할 수 있다. 현재 국내 코스닥 포함 상장기업에 주식 5% 이상 투자한 외국인은 27개국 267명에 달한다. 이 중 법인이 253개, 개인은 14명이다. 이들이 투자한 상장법인 숫자는 모두 450개이며 특히 단순투자가 아닌 ‘경영권’이 목적인 회사가 109사에 달한다. 단순화하면 4~5개 회사 중 1개꼴로 M&A가 목적이라고 볼 수 있다. 또한 이들 외국인들의 국내 증시 장악력은 갈수록 높아지는 추세다. 2002년 외국인의 5% 신고건수는 810건에 불과했다. 비율로 따지면 12.8% 수준이었지만 2005년 들어 외국인 5% 취득 건수는 2513건으로 총 24.6%로 늘어났다. 3년 새 건수 기준 3배, 비중 기준 2배가 늘어난 것이다. 또한 2005년 외국인 10명 중 3명이 ‘경영권’을 목적으로 하고 있다고 신고하였다. 금감원에 신고한 5% 취득 사유로 ‘경영권에 영향을 주기 위한 목적’이라고 밝힌 외국인은 82명이었으며 외국인 전체 267명 중 30.7%가 경영권 간섭을 목적으로 하고 있음을 볼 수 있다.

348) 전승철외, *supra* 주) 3, p. 40 참조.

수하고자 하는 자는 의무적으로 50%+1주까지 공개매수의 방법을 통해서만 주식을 매수하도록 하는 ‘義務公開買受制度’를 도입하였다. 그러나 동 제도가 부실기업의 구조조정에 걸림돌이 된다는 지적이 있었고 IMF가 적대적 M&A의 허용을 요구함에 따라 1998년 2월 동 제도를 폐지하였다.³⁴⁹⁾ 외국인의 국내주식취득에 대해 해당 회사 이사회의 동의를 거치도록 한 제도도 1998년 9월 완전 폐지되었다. 그리고 2조원 이상의 기업에 대한 외국인 인수를 재경부장관이 허가하도록 한 규정도 폐지되었다. 한편, 대한상공회의소는 ‘出資總額限度制度’³⁵⁰⁾가 적대적 M&A 촉진과는 직접적인 관련이 없으나 대상기업들의 출자를 규제하기 때문에 경영권을 방어할 수 있는 여지를 줄이는 역할을 하여 사실상 적대적 M&A의 활성화에 기여하고 있다고 주장하고 있다.³⁵¹⁾

우리나라에서 현행법상 가능한 적대적 M&A 방어를 위한 법적 보호장치는 다음과 같다.³⁵²⁾ i) 「증권거래법」상 가능한 자사주를 매입하여 주가를 상승시킴으로써 인수비용을 높이고 매수가능한 주식수를 축소시킨다. ii) 우리 사주조합을 결성하거나 여타 주요 주주와 우호적인 의결권 행사 계약을 체결하거나 기관투자자, 채권은행, 거래기업 등 잠재적인 우호세력을 확보한다. iii) 이사해임 등 경영권 변동과 직결되는 사항에 대해 법에서 정하는 요건보다 훨씬 강화된 의결요건을 정하는 초다수의결제나 황금낙하산, 시차임기제, 이사의 자격제한, 이사의 해임 제한 등 적대적 M&A 방어수단을 미리 정관에 규정한다. iv) 「公正去來法」상 출자총액한도 제한 및 직접적 상호출자금지 등을 위반하지 않는 범위내에서 계열사에 대한 지분 취득을 통해서 방어할 수 있다. 그러나 이러한 방어장치는 차등의결권, 독소조항, 황금주 등을 통해 경영권을 보호하는 유럽과 미국 등에 비해서 미흡한 수준이 아닐 수

349) 최근 보완 발표된 제도로는, 종래 공개매수기간 중 신주발행을 금지함으로써 적대적 M&A에 대한 방어가 어려웠는데, 동 제도는 2004년 12월 31일 증권거래법이 개정됨에 따라 시행령 개정 등을 거쳐 2005년 3월 중순부터 공개매수기간 중 신주발행이 허용되었다. 또한 5% rule로 보유주식 수의 변동 보고만을 의무화하고 보유목적 변동은 의무화하지 않음에 따라 공시제도가 약용될 소지가 있었는데, 2005년 3월부터 보유목적 변동보고도 의무화되었다.

350) 「獨占規制 및 公正去來에 관한 法律」 제10조(출자총액의 제한)

① 자산총액·재무구조·계열회사의 수 및 소유지배구조 등이 대통령령이 정하는 기준에 해당되어 제14조(상호출자제한기업집단등의 지정)제1항의 규정에 따라 지정된 기업집단(이하 “출자총액제한 기업집단”이라 한다)에 속하는 회사는 당해 회사의 순자산액에 100분의 25를 곱한 금액(이하 “출자총액한도액”이라 한다)을 초과하여 다른 국내회사의 주식을 취득 또는 소유하여서는 아니된다.

351) 대한상공회의소, 『경영권 방어제도의 역할별 현황과 정책시사점』, 2003. 10. 27.

352) 공정거래위원회, “외국인의 국내 주식투자 증가에 따른 적대적 M&A 가능성 및 평가”, 정례브리핑 자료, 2004.

없다. 이에 따라 기업들은 적대적 M&A와 관련하여 국내 기업이 역차별을 받고 있다고 주장하며 이의 보완을 요구하고 있는 것이다.



제6장 短期投機資本에 대한 法的 規制方案 및 政策的 提言

외국자본에 대한 우리나라의 규제는 OECD 가입과 외환위기를 계기로 자본시장을 전면 개방하여 유럽은 물론 영·미 국가들보다도 완화되어 있다. 이처럼 완화되어 있는 외국자본 규제제도를 강화할 때에는 외국자본의 ‘順機能’과 ‘逆機能’을 함께 살펴보고, 시장에 유동성을 제공해 주고 자산가격의 이상 변동을 신속히 조정함으로써 금융 효율성을 증대시키는 ‘순기능’도 있는 것이므로, 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.

따라서 이때의 규제는 단기자본이 안고 있는 高危險性和 펀드投資의 대중화양상을 감안할 때 제한적인 규제가 되어야 하며 금융시장의 效率性和 流動性 확보면에서 중요한 역할을 하는 단기자본의 순기능을 살리는 방향으로 제어장치를 마련할 필요성이 제기된다. 역기능에 대한 단기투기자본의 규제방향에 대해서는 여러 의견들이 많이 거론되고 있지만 국제사회의 방향이 직접적인 통제보다는 간접적으로 규제해야 한다는 것으로 흐르고 있다. 즉 단기투기자본의 규제는 초단기 투기자본만을 규제하겠다는 것과 운용실태의 투명한 공개로 시장충격을 예방한다는 등 간접적인 규제방식이 선호되고 있다.

제1절 國內法的 規制方案

1. 韓國版 엑슨-플로리오(Exon-Florio)法 도입

1) 내용

앞서 살펴본 바와 같이 미국을 비롯한 일본, 프랑스 등 주요국가들도 기간산업과 전략산업에서 국적기업의 경영권 보호를 위한 입법적 조치를 취하고 있다. 우리

나라 역시 이를 벤치마킹하여 제도적 절차를 마련하는 것이 필요하다. 이러한 제도 개선은 國家安保와 公共秩序 維持 등 주요한 사항에 대해 외국인의 투자를 제한하고 있는 「OECD 資本移動自由化規約」에 비취볼 때 국제규범을 위반하는 것으로 볼 수는 없을 것이다. 바로 이러한 제도적 절차로서 한국판 「엑슨-플로리오법」의 도입문제가 제기되고 있다.

「엑슨-플로리오법」은 미국과 일본 사이의 통상마찰이 극에 달하였던 1980년대에 만들어졌다. 1988년 미국 의회는 몇몇 주요 산업들에 대한 외국인들의 투자가 미국의 국가안보에 부정적인 영향을 미칠 수 있다는 이유로 「防産物 生産에 관한 法」(Defense Production Act)의 개정판인 「엑슨-플로리오법」을 통과시켰다.

이 법은 대통령에게 외국인들에 의한 미국내 기업의 인수합병 등 투자행위가 만약 미국의 국가안보에 危害를 가할 수 있다고 판단되면 이를 저지할 수 있는 권한을 부여하고 있다는 점을 가장 큰 특징으로 들 수 있다.³⁵³⁾ 그리고 대통령의 이러한 결정에 대해서는 司法審査마저 면제하고 있어 인수합병을 시도하던 외국인이 대통령의 결정에 대해 사법적 구제를 받을 수 있는 길마저 원천적으로 봉쇄하고 있다. 「엑슨-플로리오법」의 집행은 CFIUS의 소관 업무인 바, 이 위원회는 상무부와 국무부, 국방부 장관, 그리고 검찰총장, 미무역대표부 대표, 예산심의국 국장, 경제정책위원회 의장 등으로 구성되며 의장은 재무부 장관이 맡고 있다.

이 법에 따라 미국 기업을 인수합병하려는 외국 투자자들은 그 내용을 CFIUS에 서면으로 자진신고해야 한다. CFIUS에서의 전체 심의기간은 90일이다. CFIUS는 먼저 서면신고를 접수한 날로부터 30일 이내에 거래 내역을 조사할 것인지 여부를 결정해서 당사자에게 통보해 주어야 한다. 거래내용에 대한 조사를 개시하기로 결정할 경우 그로부터 45일 이내에 전체 조사를 종결해야 한다. 그러나 대통령은 당해 기업에 대한 인수합병을 허가하지 않을 것인지를 충분히 심사하기 위해 추가로 15일 동안 심사기간을 연장할 수 있다.

이러한 「엑슨-플로리오법」이 발효됨에 따라 CFIUS에 자진신고된 외국인들이 미국내 기업 인수합병 중 CFIUS에 의해 전면조사가 이루어진 것은 10%가 채 되지 않는다. 그러나 이 수치는 외국인들에 의한 미국내 기업 인수합병이 여론 등의 화살을 받아 문제가 된 경우 그 대부분이 CFIUS가 전면조사 개시 결정을 내리기 전에 자진철회했음을 고려해 보면 결코 작은 수치가 아님을 알 수 있다.³⁵⁴⁾

353) 왕상환, *supra* 주) 227, pp. 5~23 참조.

「엑슨-플로리오법」이 발동되어 CFIUS에 의한 전면조사가 이루어지고 그 절차가 끝까지 진행되어 대통령에 의해 관련 기업의 인수 작업에 제동이 걸렸던 경우는 그렇게 많지 않다. 1990년 중국 항공산업부 수출입병과가 미국내 민항기 금속부품 제작 전문업체인 맘코(MAMCO)라는 회사를 매입하려 한 경우를 그 예로 들 수 있다. 당시 부시 대통령은 중국측이 이미 돈까지 모두 지불하여 구입 절차를 완전히 끝낸 이 업체의 지분에 대한 ‘박탈 명령’을 내린 바 있다. 이러한 CFIUS의 외형적인 ‘실적’에 대해 오히려 미국의회는 불만을 표시하고 있다. 외국투자자들의 미국내 투자를 미국의 국익에 더욱 얹어매기 위해 「엑슨-플로리오법」을 수정하기 위한 움직임을 적극화하기 시작했다.

그 대표적인 것이 1991년 하원의원 카디스 콜린스와 리처드 게파트 등에 의해 입안된 이른바 「技術保全法」(Technology Preservation Act of 1994)이었다. 이 법은 ‘重要한 技術’을 갖고 있는 미국기업을 외국인이 인수합병하고자 할 때에는 CFIUS가 ‘반드시’ 그 내용을 사전에 조사할 것을 요구하고 있다. 이 법은 또 CFIUS의 의장을 재무부 장관에서 상무부 장관으로 바꾸고 경제정책위원회 의장, 예산심의국 국장 등을 각각 에너지부 장관, 국가안보 고문, 대통령 과학기술 담당고문으로 교체하여 그 위상을 더욱 높일 것을 제안하고 있다. 이 법에서 또 하나 주목할 것은 설혹 CFIUS에 의한 외국기업의 미국내 투자내용에 대한 조사가 이루어지기 전이라도 대통령은 그것이 미국의 국가안보에 위해가 된다고 판단되면 당해 거래를 원인 무효로 선언할 수 있도록 권한을 부여하고 있다는 것이다.³⁵⁵⁾

한편 이 법은 1991년 10월 23일 하원에서 다소 내용이 수정되었다. 바뀐 법안의 주요 내용은 대통령이 외국 투자자들로부터 국가안보를 보장하기 위해 필요한 모든 보장을 얻어낼 수 있도록 총체적 재량권을 부여하고 있다는 점이다. 외국 기업들이 그 보장 내용을 준수하고 있는지를 매년 심사하도록 한 ‘CFIUS’의 권한을 삭제하는 대신 새 법안은 「원자력법」(Atomic Energy Act of 1954)에 의한 규제대상 사업에 참여하는 기업들을 CFIUS가 고시하도록 하는 권한을 추가하고 있다.³⁵⁶⁾

새 법안은 또 대통령 과학담당 고문에게 외국기업들의 미국내 투자 거래내용을 심사할 권한과 인수합병 대상이 된 미국 기업의 사업내용에 ‘重要한 技術’이 포함되어 있는지 여부를 판단하도록 권한을 부여하고 있다.

354) *Ibid.*, p. 8 참조.

355) *Ibid.*, p. 9 참조.

356) *Ibid.*, pp. 9~10 참조.

이 밖에도 외국투자가 미국의 국익에 합치되는지 여부를 심사하여 이를 규제 또는 금지할 수 있도록 하기 위한 법안들이 의회에서 계속 논의되어 왔다. 예컨대 「The Foreign Investment and Economic Security Act of 1991」은 국가안보 및 경제안보에 위협이 된다면 미국 대통령이 직접 나서서 해당 기업의 인수합병을 원천 봉쇄하도록 요구하고 있으며 「The Critical Technologies Act of 1991」은 방위 물자에 필수적 부품을 생산하는 업체에 대해서는 외국기업들의 인수합병을 무조건 금지하는가 하면 가칭 ‘主要技術委員會(Critical Technologies Commission)’를 설치하여 외국 기업들의 미국내 투자로 인하여 미국의 주요 기술이 해외로 유출되는지 여부를 전담하여 심사할 것을 요구하고 있다.

2) 평가

「엑스-플로리오법」에서 가장 문제로 제기되고 있는 것은 그 심사기준인 ‘國家安保’라는 개념이 너무나 모호하다는 것이다. 실제 ‘국가안보’가 무엇을 의미하는지에 대해서는 그 어디에서도 이를 명확하게 규정하고 있지 않다. 비단 「엑스-플로리오법」뿐만 아니라 미국법 그 어디에서도 ‘국가안보’를 분명하게 정의하고 있는 규정은 없다. 이러한 ‘立法的 不備’을 단지 의회의 ‘실수’로 돌릴 일은 아니다. 미국 의회 스스로가 국가안보에 대한 정의를 분명하게 하지 않고 있는 이유를 ‘CFIUS로 하여금 더욱 많은 융통성을 발휘할 수 있도록 하기 위해서’라고 스스로 인정하고 있기 때문이다.³⁵⁷⁾

또한 「엑스-플로리오법」으로 인해 수많은 국제투자협정의 존재의의가 훼손되고 있음도 지적되지 않을 수 없다. 투자협정의 한 예로 NAFTA를 들어보면, 그 주요 내용은 결국 국가간 투자장애 요소를 철폐하고 이를 자유화하자는데 있다. 캐나다는 이미 외교적 경로를 통해 「엑스-플로리오법」을 NAFTA 정신을 훼손시키는 ‘독약’이라고 규정하고 미국 정부에 대해 그 폐지를 강력히 요구한 바 있는데 캐나다의 통상 당국자들은 이 법이 규정하고 있는 ‘국가안보’ 개념의 모호함을 지적하면서 법을 폐지하지 않으려면 대신 ‘국가안보’가 무엇을 의미하는지 법률로 그 내용을 명확하고 객관적으로 규정할 것을 요구하기도 했다. 물론 미국은 이러한 요구를 오늘날까지 무시하고 있다.³⁵⁸⁾

357) *Ibid.*, pp. 10~12 참조.

이상에서 살펴본 「엑스-플로리오법」에 대해 우리나라에서도 도입을 주장하는 학자들이 나오고 있다. 한국판 「엑스-플로리오법」의 제정을 주장하는 학자들의 논거는 다음과 같이 요약할 수 있다. 첫째, 기업이 외국펀드에 의해 인수합병의 대상으로 떠올랐을 때 경영진이 우선 일을 제대로 할 수 없기 때문이다. 해당 기업 경영진은 경영권을 지키기 위해 그 모든 정력을 이에 쏟아 부어야 한다. 본업에 충실하지 못하는 댓가가 너무나 크다. 둘째, 현행법에 의해 보호받는 산업이 극히 부분적이다. 에너지, 철강, IT 분야 등 국가적으로 중요한 산업인 이들 분야에 대한 보호장치가 필요하다. 셋째, 미국이나 일본 EU 국가들에 있는 제도를 우리가 만든다 해도 국제적으로 눈치를 볼 필요가 없다는 점이다. 미국은 석유회사 유노켈을 중국이 인수하려는 것을 막았고, 두바이 포트월드가 뉴욕 항만시설을 사들이지 못하도록 제동을 건 바 있다. 넷째, 헤지펀드가 시장을 교란한 후 차익을 챙기고 떠나면 국부 유출은 말할 것도 없고 국내 투자자들이 나중에 크게 당하게 되는데 이 역시 소홀히 할 수 없는 부분이다.³⁵⁹⁾ 이처럼 ‘국가안보’의 중요성이 남다르지 않는 우리나라도 이러한 「엑스-플로리오법」을 도입코자 하는 의의가 적지 않을 것이다.

2006년 3월에 국회에서 「증권거래법」 일부개정 법률안을 제출하였는데 이 법률안의 핵심은 개정안 제203조의2에 따른 ‘有價證券審議委員會’의 설립과 운영이다. 바로 이 심의회의 모델이 되는 것이 미국 「엑스-플로리오법」상의 CFIUS이며 한국판 「엑스-플로리오법」 도입에 시금석이 되는 것이다.

2. 토빈稅와 二重外換去來稅 도입

1) 내용

지난 2004년 강철규 공정거래위원장이 해외 투기자본에 대한 규제방안으로서 토빈稅를 소개하면서 “토빈세는 외국자본이 드나들 때 1%의 세금을 거두자는 것으로 외국자본의 성격을 파악할 수 있고 투기성 자본이 함부로 드나드는 것을 막을 수 있다.”고 말해 새로운 대안으로 부상하였다.³⁶⁰⁾

358) *Ibid.*, p. 11 참조.

359) *Ibid.*, pp. 12~13 참조.

360) 『聯合뉴스』, 2004. 12. 22. 일자 기사 참조.

토빈세의 연혁을 살펴보면 1970년대 經營者, 金利生活者, 金融資産保有者들의 이해를 집중적으로 대변하는 금융자본들이 주축이 되어 대외적인 금융규제 철폐에 적극적인 태도를 보였다. 특히 브레튼우즈體制 붕괴이후 미국이 선구적으로 단기자본이동에 대한 통제를 철폐함으로써 短期資本移動이 급격히 증가하였다. 그러나 단기자본이동이 해당국가의 성장이나 고용에 긍정적인 효과를 미치기보다는 금융위기와 투기, 거시경제적 불안정성과 취약성을 증폭시키는 커다란 부작용을 야기하였다. 이에 당시 대부분 신자유주의 세력들이 단기자본이동규제를 철폐할 것을 주장했던데 비해 토빈은 이례적으로 단기자본이동 통제를 제안하였으나, 1970년대 당시만 하더라도 단기자본이동에 거래세를 부과할 것을 제안했던 토빈의 구상이 큰 호응을 얻지 못하고 냉담한 반응에 묻혀 큰 주목을 끌지 못했다.³⁶¹⁾

드디어 1980년대 신자유주의적 금융화를 중심으로 한 구조조정이 어느 정도 마무리되자, 미국을 위시한 선진국들은 개도국에 대해 단기자본이동에 대한 규제를 철폐해 줄 것을 강력하게 요구하였다. 특히 워싱턴 컨센서스로 표현되는 개도국 구조조정 프로그램내에 단기자본이동에 대한 규제철폐가 핵심적 사안으로 등장하였다. 이러한 구조조정 요구에 대부분 개도국들이 능동적으로 대응하지 못한 채 속수무책으로 자본이동에 대한 규제를 완화하기 시작하였다. 그러나 그것은 매우 참담한 결과를 초래하였는데, 대부분의 신흥국가들이 격심한 외환금융위기에 봉착하였다. 단기자본이동에 대한 규제철폐에 따른 피해는 비단 개도국에만 한정된 문제가 아니라, 국제금융질서 전체가 격심한 불안정성과 취약성에 노출되었다. 생산에 대한 지속적 투자가 이루어지지 못하고 금융부문에서의 포트폴리오투자나 金融投機가 성행하였으며, 고용사정도 별로 개선되지 못하였다.

토빈은 국제통화제도의 기본적인 문제점이 ‘金融資産과 通貨간의 빠른 去來速度’ 때문이라고 지적하고 金融市場開放, 換率安定, 獨立的인 通貨政策이라는 세가지 목표를 동시에 달성할 방법으로 外換去來에 稅金을 부과함으로써 국제금융의 수레바퀴에 ‘모래를 뿌려’ 그 거래속도를 낮추는 것을 제안하였다.³⁶²⁾ 1997년 동아시아 외환위기를 계기로 토빈세는 새로운 Global 금융질서 모색에 있어 유용한 대안으로 논의되기 시작하였다. 토빈세에 따라 모든 외환거래에 세금을 부과하게 되면 장기

361) 진창환, *supra* 주) 342, pp. 2~3 참조.

362) 김영철, “투기자본과 토빈세 도입 논의”, 토론회 ‘투기자본 과세 어떻게 할 것인가?’, 투기자본감시센터, 2005. 6. 22, p. 13.

적 직접투자는 억제하지 않는 대신 단기투기거래를 막을 수 있을 것으로 기대된다.

예컨대 국내 투자수익률 10%, 토빈세가 1%, 투자기간이 1년이라고 한다면 해외 투자 수익률은 최소한 연율 11%가 되어야 한다. 그러나 투자기간이 1개월이면 해외 투자 수익률은 연율 22%가 되어야 하고, 투자기간이 1주일이면 해외투자수익률은 무려 62%가 되어야 한다.³⁶³⁾

토빈세는 모든 외환거래에 外換去來稅를 부과하는 것이다. 즉 자본유입 뿐만 아니라 자본유출에 대해서도 토빈세를 부과한다. 따라서 외환거래에 대하여 소정의 單一稅率로 거래세를 부과함으로써 매입-매도를 반복하는 단기투기거래의 거래비용을 높여 투기적 외환거래를 줄이고 환율의 급등락을 막는 것이 목적이다. 토빈이 1974년 처음으로 토빈세를 제안했을 때에는 1%의 일률적인 세금을 부과할 것을 제안하였다. 즉 투자가가 어떤 한 통화에서 다른 통화로 전환할 때마다 모든 국가들이 1%의 세금을 일률적으로 부과해야 하는 것이었다. 그러나 20년이 지난 1994년에는 0.25%에서 1%사이에서 세율을 정할 것을 수정 제안하였는데, 대체로 세율은 매우 낮은 수준이다.

예를 들어 토빈세가 0.1%라고 하고 국내금융자산의 年수익률이 5%라고 한다면 外貨表示金融資産의 보유기간이 1년일때 적어도 외화표시금융자산의 年수익률이 5.2%이상이 되어야 투자할 誘因이 생긴다. 만약 외화표시금융자산의 보유기간이 1개월이라고 가정한다면 외화표시금융자산의 수익률이 적어도 7.4%이상이 되어야만 투자가치가 생기는 것이다. 따라서 0.1%의 경미한 토빈세를 부과하더라도 외화표시자산의 투자를 줄이는 데 큰 효과를 거둘 수 있다. 그러나 토빈세를 만능처방책으로 생각해서는 충분한 대책이 될 수 없다. 보완책으로 토빈세와 함께 증권의 단기매매를 억제하고 장기보유를 촉진하도록 ‘證券去來稅(Securities Transactions Excise Tax : STET)’를 함께 도입하여 보다 큰 효과를 거둘 수 있도록 정책을 수립하는 것을 진지하게 검토할 필요가 있다.

이처럼 국제투기자본의 위험성을 제거하기 위하여 외환거래시 토빈세의 도입 필요성을 주장한 연구들은 이론모형분석을 통해 외환시장의 불안정성을 감소시키고, 경제전반의 안정성을 회복하는 방안의 하나로서 토빈세가 기여할 수 있는 이론적 근거를 밝혔다.³⁶⁴⁾ 소폭의 國際投機去來의 去來額에 부과되는 토빈稅制가 장기적인

363) 전창환, *supra* 주) 342, p. 4 참조.

364) 三星經濟研究所, 『멕시코金融危機의 再照鑑』, 1998, pp. 201~207.

자본유입에는 큰 영향을 미치지 않고 短期投機去來를 抑制하는 효과를 확인하였다. 그리고 환율이 국제투자자본의 공격에 매우 민감히 움직일 때는 소폭의 토빈세는 통화안정효과가 작으며, 추가적인 투기거래 억제정책이 필요함을 보여주었다. 더불어, 이러한 토빈세제가 실질적인 효과를 나타내기 위해서는 주요 거래당사국간에 동일한 토빈세율이 적용되는 등 國際的인 政策協助가 필요함을 역설했다.³⁶⁵⁾

2) 평가

토빈세 도입은 이제 다음과 같은 문제점을 노정한다.³⁶⁶⁾ 첫째, 모든 국가가 토빈세를 부과하지 않으면 케이먼 아일랜드 등 租稅避難處로 자본이 이동한다. 즉 토빈세가 제대로 시행되려면 전세계국가들의 협조가 필요하다. 이에 대해 케넨 등 몇몇 학자들은 미국, 영국, EU, 일본, 싱가포르, 홍콩, 스위스, 호주등의 주요 금융센터에서 토빈세를 부과하는 것으로 충분하다고 주장한다. 왜냐하면 주요 8개국간의 외환거래가 전체 외환거래의 80%를 차지하고 있으며 특히 주요 4개국의 외환거래는 전체 외환 거래의 65%에 달하고 있기 때문이다.

둘째, 세원을 어떻게 정의할 것인가라는 어려운 문제에 봉착한다. 이는 외환거래를 어떻게 측정할 것인가? 현대금융공학의 발전으로 여러 금융자산의 합성으로 새로운 자산을 구성하고 있다. 여기서 세금은 현물환거래(spot transaction) 이외에 선물(future), 선도(forward), 스왑(swap)에도 적용되어야 한다. 왜냐하면 현물환거래가 선물, 선도 및 스왑의 결합을 통해 쉽게 확대될 수가 있기 때문이다. 더 결정적인 것은 유동성이 높은 외화표시 국채의 교환을 통해 현물환거래에 더 가까이 접근할 수 있게 된다는 점이다. 따라서 토빈세 부과대상이 더 분산되어 중국에 가서는 국내 자본시장의 대부분으로까지 확대되면 토빈세의 근거가 더 이상 유지되기 어려울 것이다.³⁶⁷⁾

그럼에도 불구하고 토빈세 도입이 실현화되지 못하는 것은 “稅金은 시장기능을 왜곡시키기 때문에 가능하면 도입하지 않는 것이 좋다.”는 新自由主義的 論理가 여전히 지배 담론을 구성하고 있기 때문이다. 그러나 외환거래에만 세금 부과를 반대하는 것은 논리적 일관성이 없어 보인다. 이에 따라 최근 토빈세 도입에 관한 논란

365) 진창환, *supra* 주) 342, pp. 2~4 참조.

366) *Ibid.*, p. 5 참조.

367) *Ibid.*, pp. 3~5 참조.

은 실현가능성에 맞추어져 있다. 실현가능성은 크게 기술적 또는 경제적 실현가능성과 정치적 실현가능성으로 크게 나뉜다.³⁶⁸⁾

기술적 또는 경제적 실현가능성은 세금회피 문제를 극복할 수 있는 방식이 있는가하는 데 있다. 기술적 실현가능성은 域外金融市場과 租稅避難處가 존재하는 가운데 토빈세를 부과하는 경우 과연 실효성을 가질 수 있는가라는 의문과 연결되어 있다. 그러나 토빈세의 技術的 실현가능성에 대해서는 현재 전세계 외환거래가 CLS은행(Continuous Linked Settlement Bank International)³⁶⁹⁾ 등 세계적 전산망에 의해 연결되어 있기 때문에 이를 활용하면 조세회피의 가능성을 최소화한 채 토빈세를 부과하는 것이 가능하다는 것이 인정되고 있다. 또한 기술적 또는 경제적 측면에서 제기되는 대표적인 논점은 모든 국가가 토빈세를 동시에 도입하지 않는다면, 버진 아일랜드나 케이맨 군도와 같은 조세피난처로 자금이 몰릴 것이라는 우려가 그것이다. 그러나 토빈세는 단일세로서 과세체계가 대단히 단순하기 때문에 과세가 용이하며, 조세피난처로 자금이 도피하더라도 뉴욕·런던·동경 등 국제금융시장과의 연계 없이 장기간 그곳에만 머무를 수 없으므로 조세의 그물망을 끝까지 피할 수는 없다. 또한 조세피난처와의 거래에 대해서는 고율의 중과세를 함으로써 조세회피의 유인을 크게 줄일 수 있다. 한편 현물외환이 아닌 다른 종류의 자산으로 옮겨가는 또 다른 조세회피도 있을 수 있는데, 이 문제 역시 선물·스왑·옵션 등 모든 종류의 외환거래로 과세대상을 확대함으로써 해결이 가능하다.³⁷⁰⁾

政治的 실현가능성은 외환거래에 세금을 매기는 것은 國際協約이 필요한데 이를 주도할 만한 정치적 리더십을 확보할 수 있는가의 문제로 집약된다. 따라서 토빈세가 직면하고 있는 진정한 난점은, 경제가 아닌, 정치적 측면에 있다고 보아야 한다. 토빈세를 실천함으로써 일정한 국가 또는 기업들에 해를 가하는 것을 두려워하는 정부가 너무 많기 때문이다.³⁷¹⁾ 정치적 실현가능성은 현재 미국과 IMF가 호응하지

368) 김영철, *supra* 주) 362, pp. 13~14 참조.

369) CLS은행(Continuous Linked Settlement Bank International)은 국제결제은행(BIS)의 권고(1996년)에 따라 외환결제리스크(일명 Herstatt risk) 감축을 목적으로 1999년 주요 국제상업은행들이 미국 뉴욕시에 설립한 외환결제전문은행이며, CLS은행의 외환동시결제시스템은 각 결제회원은행과 지정 결제통화국가(2004년말 현재 15개국 통화) 중앙은행 및 CLS은행의 결제시스템을 SWIFT 망으로 연결하고 각 결제회원은행의 지급통화와 수취통화를 지속적으로 연계하여 결제하는 시스템이다. 韓國銀行, 『금융안정보고서』, 제5호, 2005. 4, p. 71.

370) 전창환, “글로벌 금융의 통제 : 토빈세를 중심으로”, 대안연대회의 하계 워크샵, 2002. 8. 30, pp. 2~3.

371) 정성배, “[논단] 세계 차원의 시민운동”, 『한겨레 21』, 1999. 7. 20.

않고 있는 현실에서 토빈세 도입에 관한 국제적 합의를 끌어낼 수 있을까라는 회의론에 입각해 왔다. 이러한 상황에서 세계금융화의 파괴적 효과를 사전에 방지할 목적으로 단기자본이동에 대한 규제의 필요성을 강조하는 논의가 市民運動, 勞動運動, 地域運動등에서 활발하게 제기되었다. 특히 프랑스 사회당의 조스팽 수상과 독일 시민당의 슈뢰더 등의 유럽 중도좌파정권이 토빈세 실시를 다시 제안하기에 이르렀다. 이들은 토빈세를 글로벌 차원의 의제로 상정하고 전세계적 캠페인을 꾸준히 진행함으로써 토빈세의 정치적 지형자체가 변화할 수 있다고 주장하고 있다.³⁷²⁾

몇몇 학자들에 의해 토빈세를 극복하는 다양한 제안이 이루어지고 있는데 토빈세와 비슷한 것으로 스판(Spahn)의 二重外換去來稅(two-tier currency transaction tax, CTT)가 그 중의 하나이다.³⁷³⁾ 이중외환거래세는 일상적인 외환거래에 대해서는 낮은 세율³⁷⁴⁾을 부과되 환율이 투기자본의 공격에 의해 일정한 변동폭을 초과해 변동할 때에는 안전차단장치가 작동되도록 하여 50% 또는 그 이상의 높은 세금을 부과하는 제도를 말한다. 또 한편 토빈세 도입을 EU 도입과 연동시켜 법제화시킨 캐나다, 프랑스, 벨기에처럼 우리나라도 동아시아(ASEAN+3)국가의 도입과 연동해 토빈세 법제화를 검토하는 것도 하나의 방안으로 검토할 수 있다. 결론적으로 외국자본의 문제를 대내적 관점에서뿐만 아니라 ‘글로벌 금융 거버넌스 구축’이라는 확장된 인식에서 접근할 필요가 있으며 그러한 점에서 토빈세 논의는 의미가 있다고 하겠다.

그런데 최근의 토빈세 논의는 빠르게 진화하는 양상을 보이고 있다. 이는 토빈세가 도입될 경우 확보될 수 있는 막대한 재원에 대한 잠재적 수요가 토빈세 논의의 구조를 바꾸고 있다. 토빈세는 國際的 次元의 經濟正義를 실현하는 데 필요한 재원을 확보할 수 있다는 사실이 최근 토빈세 도입논의를 보다 현실화시키고 있다. 토빈세와 관련한 이러한 논의는 그 자체만으로 세계 자본주의의 운영방식에 대한 중대한 제한을 의미한다. 이런 점에서 토빈세 논의 과정에서 제기되거나 반박되는 주장들의 내용은 그 성격상 향후 자본주의 발전방향을 전망하는 중요한 잣대로 평가되어질 수 있다.

372) 진창환, *supra* 주) 370, pp. 2~3 참조.

373) 김영철, *supra* 주) 362, pp. 14~17, ‘이중외환거래세와 실현가능성 문제의 극복’ 부분 참조.

374) CTT는 일상적인 외환거래에 대해서는 0.005~0.01% 정도의 낮은 세율을 부과할 것을 제안한다.

이는 세금수입을 목적으로 하는 것이다. *Ibid.*, p. 14 참조.

3. 無利子支給準備預置(URR)制度 도입

그동안 몇몇 국가들이 단기투기자본 ‘流入抑制’방안으로 채택하였던 주요한 제도로는 1970년대 호주의 가변예치의무(variable deposit requirement : VDR)제도와 1991년 이후 칠레가 채택하였던 URR제도를 들 수 있다.³⁷⁵⁾ 이 제도는 만기에 관계 없이 일정한 비율의 저준 준비금을 1년동안 예치케 함으로써 단기자본 유입일수록 고율의 비용이 부담되는 효과가 있다.

자본거래를 허가하거나 또는 외환거래를 집중 관리하는 것은 위기가 발생하였을 때 급격한 외환유출을 막자는 안전장치인 반면 URR은 지나친 내외금리격차가 있을 때 해외로부터 단기투기성 자금이 급격하게 유입되어 환율에 절상압력을 주거나 국내물가에 악영향을 미치는 것을 사전에 막기 위한 조치이다. URR은 유입된 자본의 일정부분을 이자를 지급하기 않는 예금에 일정기간 강제적으로 예치시킴으로써 실제적인 내외금리차를 줄여 단기자본유입을 줄임과 동시에 일정기간 대외송금도 금지하여 단기자본의 유출을 줄이는 제도이다.³⁷⁶⁾

토빈세를 대신하여 다수의 경제학자들은 지난 1991년 칠레가 채택하여 성공하였던 핫머니 규제정책인 URR을 지지하고 있다. 스탠리 피셔(Stanley Fisher) IMF부총재와 세계은행 부총재인 스티글리츠(Stiglitz)도 단기 외환거래나 단기은행대출과 같은 단기투자에 대한 규제가 필요하다고 주장하면서 그 예로 1991년 칠레를 들고 있다. 칠레는 이러한 규제책으로 투기성 단기자본의 유입을 억제하였고 그 반대로 장기성 차관 도입을 권장함으로써 장기성 자본유입이 증가하였다. 장기투자인 외국인직접투자가 증대하여 1994년 멕시코 경제위기에도 다른 남미국가들과는 달리 별다른 영향을 받지 않고 1995년에는 국제적인 신용평가사 S&P로부터 남미국가지역에서는 처음으로 A-등급을 받기도 하였다. 오히려 칠레의 경험은 자본규제가 자본유입을 위축시킨다는 주장에 대한 하나의 반증이 될 수 있다. 그에 따라 현재 홍콩, 말레이시아를 비롯한 주요국들의 헤지펀드의 환투기에 대한 규제는 칠레식 외환규제와 비슷한 제도를 도입하고 있는 것을 볼 수 있다.³⁷⁷⁾

375) 韓國銀行, 『최근 제기되고 있는 短期資本規制 方案』, 1998, pp. 11~22.

376) 민상기, *supra* 주) 166, p. 12 참조.

377) 이영우, *supra* 주) 98, p. 189 참조.

그러나 현재 거론되는 URR은 급격한 유출입을 억제함으로써 금융시장의 불안정성을 일시적으로나마 해소하는 완충작용을 할 수 있으나 주변국가에서 동시에 실시하지 않는 한 다른 국가로 자본이 이동할 것이므로 그 효과를 기대하기 어려운 문제점이 있다. 앞의 기존연구에서 본 것처럼 칠레에서는 1991년부터 해외자금유입에 대한 中央銀行 預置稅를 실시하여 어느 정도 헤지펀드를 통제하는 성과³⁷⁸⁾를 올린 것으로 평가받고 있었으나 최근 아시아 외환위기가 러시아 금융불안을 계기로 중남미 지역으로 확산되었을 때 短期資本流入 規制措置를 도입한 정책이 그다지 유효하지 않았음을 검증한 연구³⁷⁹⁾도 있으며, 國際金融研究所(IIF)의 보고서는 경제가 호황을 보일 경우에만 단기자본유입 규제조치가 어느 정도 효과를 가져올 수 있다고 보고하고 있다.

결국 외환규제는 다음과 같은 경우에 필요한 조치라고 할 수 있다. 중앙은행이 확대통화정책을 실시하고 정부가 재정지출을 확대함에 따라 인플레이션이 발생한다. 이에 따라 이들 국가의 통화는 국내 인플레이션 발생에 따라 평가절하되어야 한다. 결국 인플레이션 증가는 저축 및 투자의 유인을 없애고 자본은 해외로 빠져나가려고 할 것이다. 경제주체들은 통화당국이 통화안정에 대한 관심과 의지가 없다고 기대를 가지면 자본 유출은 더욱 심해질 것이다. 이러한 경우에 외환통제가 필요할 것이다.

국제경제연구소(IIIE)소장인 버그스텐은 핫머니 규제문제를 범세계적인 테두리에서 다루기는 어렵지만 국가 단위에서는 심각히 고려해 볼만한 일이라고 언급하고 있다.³⁸⁰⁾ 그는 특히 우리나라의 경우 단기자금은 마음대로 들어 올 수 있게 해놓았던 반면 장기자금 특히 직접투자자금 유입을 어렵게 만들어 놓아 단기자금 비중이 너무 커졌기 때문에 외환위기를 맞이하게 된 것으로 분석하면서 상황에 따라 적절한 외환규제가 필요하다고 주장하고 있다.³⁸¹⁾

국제적 단기투기자본가 조지 소로스도 월스트리트 저널 기고문에서 국제금융위기를 극복하기 위해서 국제자본의 움직임을 감독하고 여신의 할당을 규제할 국제기구가 필요하다고 제안하였다.³⁸²⁾ 헤지펀드들은 현재의 IMF체제로서는 자신들의 투기

378) 칠레는 가변예치무제도 실행결과로 98년 6월에는 약 290억 600만불의 총 외채중 단기외채 비중은 2.9%에 지나지 않는 8억 4100만불에 불과하였다.

379) IMF, 『國際資本市場 報告書』, 1998. 9, pp. 14~20.

380) 『中央日報』, “브루킹스 연구소 세미나 발표문”, 1998. 9. 8, A5면 기사 참조.

381) 『中央日報』, “21세기 한국의 座標 對談”, 1998. 7. 17, A4면 기사 참조.

적 행위를 완전히 보장해 주지 못한다고 판단하였던 것이다.

자본규제는 인도의 경우처럼 장기적인 관점에서 볼 때, 세계경제와의 단절을 야기하고 국내투자를 위한 외국인 투자를 막아 결과적으로는 부정적 영향을 미치지 만, 외환위기를 겪고 있는 현재의 신흥시장의 경우 일시적인 자본규제는 필수 불가결한 조치라고 할 수 있다. 브라질의 경우처럼 국제투자 유인이 없어지는 경우에는 급격한 자본유출이 발생할 것이고 일단 유출된 자본이 다시 국내로 유입되기는 매우 어려운 상황이 되기 때문이다.

자본규제 옹호론자들은 아시아 각국이 경기부양을 위해서는 이자율을 하락시켜야 하는데 이는 결국 자본유출을 야기시킬 것이다. 따라서 이에 대한 적절한 대응책이 마련되어야 한다고 주장한다. 실제로 중국은 음성적 자본유출을 막기위하여 자유로운 외환거래를 제한하고 있고 홍콩의 ABN-Amro의 K.Galbraith는 홍콩경제가 자본통제 자체를 선호하지는 않지만 때때로 특수한 상황에서는 유효하다고 언급하였다. 말레이시아의 Sovereign research for Salomon Smith Barney 소장인 M. Taran은 금융개혁을 하기 위한 여지를 위해서는 자본규제가 필요하다고 하면서 외환거래의 규제를 옹호하였다. 그리고 이러한 자본통제가 개혁조치를 빠르고 효과적으로 완수하게 할 것이며 장기적인 성장을 위해서는 외국 자본에 다시 문을 열 것을 언급하였다. 자본이동에 대한 규제를 주장하는 전문가들도 금융감독의 소홀로 인한 금융위험이 증가하는 점에 대해서는 인정하지만 결국 금융시스템의 붕괴위험을 감소시키기 위해서는 자본이동 자체를 규제하는 것이 효과적인 수단인 점을 강조하고 있다.³⁸³⁾

382) 소로스는 1998년 9월 15일 미 下院 金融委員會에서 이같이 證言하고 비슷한 내용을 WSJ(9/15)에 기고하였다. 의회증언 내용을 요약하면 다음과 같다. “현재 세계 경제성장에 크게 기여해온 國際資本主義 시스템이 붕괴위험에 처해 있다. 아시아, 남미, 러시아를 비롯한 신흥시장과 일본등의 선진국까지 금융위기 상황이다. 자본주의 붕괴체제 징후는 세가지인데 첫째는 국제금융시스템이 치명적인 缺點을 가지고 있고, 둘째는 資本市場規制를 強化하고 있고 마지막으로 國際金融機構의 無能이다. 따라서 국제금융위기에 효과적으로 대응하기 위해서는 각국의 금융감독기관을 감독할 國際金融監督機構를 창설해야한다. IMF는 특정국가에 구제금융을 제공할 때 채무국뿐만 아니라 이 국가에 투자한 채권국에 대해서도 벌칙을 부과해야 한다고 생각한다.” 이영우, *supra* 주) 98, p. 192 참조.

383) *Ibid.*, pp. 192~193 참조.

4. 租稅法的 규제

1) 實質課稅原則과 固定事業場理論

국제단기투기자본에 대한 실질적인 규제방안으로서 논의되어야 할 것은 조세정책과 관련한 단기자본 유입규제정책이다. 실제 가장 실효성이 높은 단기투기자본 규제대책은 현실적으로 과세와 관련된 정책이라고 할 수 있다. 또한 조세정책상 ‘實質課稅原則’의 확립은 무엇보다 중요하다. 소득이 발생한 국가에서 탈세하는 이른바 租稅條約濫用(Treaty Shopping)을 막기 위해서는 실효성있는 실질과세가 필요하다. 외국자본의 투자소득에 대해 명목회사가 아닌 ‘實質投資家’를 기준으로 과세 여부를 결정하는 방향으로 국내 「稅法」이나 租稅條約 개정을 추진하는 것은 조세의 투명성을 높인다는 점에서 매우 유용한 방안이 될 것이다.³⁸⁴⁾

그러기 위해서는 우선 투기펀드에 대한 적절한 감독 및 평등한 세금부과가 필요하다. 투기펀드들은 표적을 결정하고 지목해 인수한 뒤, 이익을 나누어 먹는 공동의 목적을 공유한다. 따라서 한국기업과 비밀유지협약을 체결했다 하더라도 자신들끼리 서로 정보를 공유하고 끊임없이 상의한다. 투기펀드들은 집단적으로 움직이고, 전략적으로 적절한 시기에 하나의 투기펀드를 따라서 다른 펀드들이 행동하기 때문에 정보 공유는 필수적이다. 좀더 공약을 쉽게 하기 위해 희생물의 상태에 대해 4, 5년 정도 정보를 공유해야 한다면, 그 정도는 기다릴 수 있는 능력도 자체적으로 갖추고 있다. 이 같은 투기펀드의 집단적 행동과 사고방식은 조만간 경제적, 정치적 측면에서 보다 강력화된 힘과 영향력으로 드러날 것이다. 즉 한국내에서 자신의 영향력이 증대됨에 따라 투기펀드들의 행동에 대한 감독당국의 대응방식은 물론 투자, 고용, 자본시장 등 경제분야 전반에 대한 정부정책에도 영향력을 미치게 될 것이다. 그러나 사실 이러한 영향력이 항상 부정적으로만 작용하는 것은 아니다. 예컨대 그들이 기업지배구조 및 한국재벌기업의 透明性을 제고할 수 있으며, 그 위협으로 인해 국가경제를 위해 활동하는 사회 각 분야의 건전한 발전을 자극할 수도 있다. 다만, 시기와 정책적 의지 및 경험과 지식을 통해 이 펀드들을 어떻게 감독, 규제할 것인가가 관건이다. 특히 租稅避難處에 설립된 투기펀드들의 특권을 반드시 없애야 하고, 투기펀드들이 한국지사를 설립해 한국기업과 동등한 조건 및 규제를

384) 이기욱, “실질과세원칙에 관한 연구”, 건국대 행정대학원 석사학위논문, 2001. 2, pp. 4~16.

받으며 영업하도록 점진적으로 유도해 나가야 할 것이다. 더불어 이같은 정책을 시행했을 때 예상되는 투기펀드들의 반발로 인한 분쟁에 대해서도 철저한 준비를 해야 할 것이다.

2005년 들어 뒤늦게나마 국세청에서 칼라일과 론스타 등 투기자본에 대해 세무조사에 나섰는데, 이 세무조사를 시작하면서 국세청은 ‘固定事業場理論’³⁸⁵⁾을 근거로 들었다. 고정사업장이란 개념은 처음부터 논란의 여지가 많은 개념으로서 연락사무소라는 개념과 배치되는 것이다. 실지로 한 국가에 수백명이 직원이 근무하면서 돈을 벌고 있다면 그것은 고정사업장으로 보고 과세하여야 한다는 논리이다. 일본의 경우 2003년 론스타 그룹이 일본 내 부실자산투자와 관련하여 140억엔의 세금을 납부하지 않은 것으로 밝혀지자 고정사업장이론을 도입한 경험이 있다. 론스타 그룹은 일본지사를 두고 있었지만, 지사는 일본 내의 부실자산 영업과는 아무런 관련이 없다고 주장했다. 하지만 일본 조세당국은 론스타 재판이 론스타 그룹의 계열회사를 통하여 자산가치평가 수행 등의 부실자산 투자업무를 실제로 운영하는데 참여하였다고 판단했다. 이런 것에 근거하여 론스타와 그 계열회사는 론스타 그룹의 고정사업장이라는 것과 위 그룹의 일본 부실자산투자로 얻은 소득은 일본 내에서 과세할 수 있었다. 일본 내에서 세금을 납부하지 않은 다른 외국투자자도 일본 내 고정사업장을 가지고 있는 것이 밝혀지면서 일본정부는 성공적으로 세금을 징수하였다.³⁸⁶⁾

이러한 고정사업장이론을 우리나라도 적용하는 것은 어떨지 고려해 볼 필요가 있다. 외환은행 불법매각 사건과 관련하여 론스타에 대한 과세문제에 이 이론을 활용할 수도 있을 것이다. 그러나 이 이론은 실제 적용에 있어 논란이 많으며 차라리 논란이 많은 고정사업장이론보다는 ‘收益的所有者理論’³⁸⁷⁾을 강조해야 한다는 주장

385) 固定事業場理論은 단순한 시장조사와 자산구입 등 補助的 活動을 하는데 그치지 않고 販賣나 部品供給, 顧客管理 등을 한다면 固定事業場으로 보아야 한다는 논리이다. 이를테면 뉴브릿지 커피탈의 경우 회사가 말레이시아의 라부안에 있다고 하지만 그것이 페이퍼 컴퍼니일뿐 實際 事業을 우리나라에서 하고 있다면 우리나라에서 세금을 부과하여야 한다는 積極的인 입장이다. 문제는 제조업체가 아니라 金融資本의 경우 연락사무소인가 고정사업장인가 놓고 논쟁이 본격화 될 수도 있다. 이종열, “중속대리인 과세제도의 폐지와 이전가격세제도의 대체 가능성에 관한 연구 : OECD 모델 조세조약을 중심으로”, 경희대 회계학 박사학위논문, 2000. 8, pp. 5~17.

386) 고흥식, “비거주자 법인에 대한 과세”, 토론회 ‘투기자본과세 어떻게 할 것인가?’, 투기자본감시센터, 2005. 6. 22, p. 38.

387) 收益이 發生한 國家에서 租稅避難處를 통해 들어온 外國資本에 대하여 세금을 부과할 수 있다는 이론. 이재경, “Limitation on treaty benefits”, 서울대 법학과 석사학위논문, 1999. 2, pp. 20~22.

도 있다. 이미 일본의 경우 租稅協約 改正을 통해 공적자금이 투입된 은행을 외국 자본이 인수할 경우 세금을 부과할 수 있도록 하고 있다.³⁸⁸⁾ 결국 조세협약 개정의 문제가 남는데 이것은 당사국과의 협약에 관한 문제이므로 당사국이 조약에 응해줄지 고려해야하는 등 쉽게 접근할 수 있는 것은 아니라는데 한계가 있다고 할 수 있다.

2) 미국의 Subpart F 規程

과세당국은 납세자들이 조세피난처를 이용함으로써 상당한 조세회피의 이득을 얻고 있다고 보고 있다. 이에 따라 과세당국은 납세자들의 조세피난처를 이용한 조세부담 회피행위를 견제하기 위하여 내국세법상 필요한 입법조치를 취하고 있다. 하지만 당해 국가만의 법적·행정적 조치로 대처할 수 있는 국내 조세회피 문제와는 달리 다국적기업의 조세회피는 타국가와 밀접한 관련성을 가지고 있기 때문에 특정 국가만의 노력으로 이를 방지하는 데에는 한계가 있으며, 반드시 국제적인 협력을 필요로 하고 있다는 점이 조세피난처 세제대책의 특징이다. 예로서 미국과 일본의 조세부담 회피행위에 대한 대응조치를 들 수 있다.³⁸⁹⁾

우선 미국은 특수한 경우를 제외하고는 외국법인의 국외원천소득에 대하여 과세하지 않음을 원칙으로 하고 있다. 따라서 미국의 납세자가 조세피난처에 자회사를 설립하고 사업을 함으로써 발생한 소득을 주주인 모회사에 배당하지 않는 경우에는 실질적인 과세이연 효과가 있게 된다. 당초 과세를 이연하는 목적은 해외에 나가 있는 자회사가 벌어들이는 국외원천 소득을 모회사에 배당을 할 때까지 미국과세를 이연함으로써 국외원천소득과 동일한 소득을 얻는 외국기업이 부담하는 조세부담과 차이가 나지 않도록 하는 데 있다. 이를 자본수출의 중립성(capital export neutrality)이라고 하는데, 이러한 조세의 중립성만을 고집할 경우에는 납세자가 이를 악용하여 조세부담 회피목적으로 조세피난처를 이용하는 것을 막지 못하게 된다. 따라서 특정유형의 소득에 대해서는 미배당소득이라 하더라도, 중립성을 해치지 않는 한, 주주인 모회사의 소득에 합산하는 것이 필요하게 되었으며, 이에 따라 미국 내국세법에서 「Subpart F」 규정을 두었는데 그 배경은 해외로 진출한 미국기업들이

388) 이는 「신세기 조항」을 말하는데 후술하는 ‘국제법적 규제방안’에서 자세히 설명하겠다.

389) 강경숙, *supra* 주) 103, pp. 10~15 참조.

높은 국내 세율을 회피하기 위하여 조세피난처 등을 이용한 과세이연이 급증하였기 때문이다. 이에 1962년 이 법이 도입되게 된 것이다.³⁹⁰⁾

미국사업체는 이전부터 조세피난처의 외국자회사를 이용하여 과세이연을 해왔는데, 세계대전 이전부터 상승한 국내세율은 그 후에도 내려가지 않고 비슷한 수준에 머물러 있음에 따라 고세율국에서 가득되었을 소득에 관하여 조세혜택을 얻기 위하여 조세피난처의 외국회사를 이용하는 방법이 증가하고 있었다. 이에 당시 케네디(Kennedy) 행정부는 조세피난처 소재 외국인회사에 이익을 이전시키는 수많은 서류상의 거래를 확인하고 조세피난처의 외국자회사를 이용한 과세이연의 혜택을 완전히 제거할 것을 제안하였다.

그 주요 내용은, 외국회사의 미국주주는 외국회사의 모든 소득에 대한 비례적 몫을 자신에게 귀속시켜 간주배당소득으로서 자신의 소득에 포함시켜야 하며 조세피난처 활동을 주 대상으로 하는 일정한 유형의 소득에 대하여 과세이연을 종식시키는 것이었다. 이때 조세피난처의 회사는 그가 설립된 지역 이외에서 20%를 초과하는 소득을 얻는 회사를 말하였다.³⁹¹⁾

이러한 「Subpart F」 규정은 피지배외국법인(controlled foreign corporation : 이하 “CFC”)³⁹²⁾의 의결권 있는 주식의 10% 이상을 소유하고 있는 미국주주(미국의 시민이나 거주자, 미국의 partnership, 법인, trusts 및 estates)에게 해당 CFC의 Subpart F 소득 가운데 그 주주의 지분에 상당하는 액을 과세소득에 포함시키도록 한 것이다. 미국의 경우 CFC의 소득에 대하여 외국의 법인세가 부과되는 경우에는 그 CFC의 유보소득에 대하여 미국주주에게 과세함으로써 이중과세의 문제가 발생한다. 이러한 이중과세를 배제하기 위하여 미국은 주주인 내국법인과 법인으로서 과세부담을 선택한 개인주주에게 ‘간접외국세액공제’를 허용하였다.

이상의 미국 「Subpart F」는 묵시적으로 다른 국가의 제도와 구분되는 특유한 政策目標가 있었는데 조세부담의 경감을 위하여 기업집단의 어느 구성원으로부터 다른 구성원으로 일정한 형태의 ‘所得移轉’을 금지한다는 것이었다. 또한 기업집단의 소득이전은 전체적인 미국의 조세부담과 외국인 조세부담을 감소시키기 위한 것

390) 백제흠, “피지배외국법인의 유보소득 과세제도에 관한 연구”, 서울대학교 법학과 대학원 박사학위 논문, 2005. 2, pp. 69~71.

391) *Ibid.*, pp. 70~71 참조.

392) 이 경우 CFC란 의결권 있는 주식 또는 발행주식가액의 50% 이상을 미국주주가 직·간접적으로 소유하고 있는 외국법인을 말한다. 강경숙, *supra* 주) 103, p. 11 참조.

인데 주목되는 것은 「Subpart F」가 미국회사로부터 외국회사로의 소득이 이전뿐만 아니라 외국에 있는 CFC로부터 다른 외국에 있는 CFC로 소득이 이전되는 경우에도 적용된다는 것이었다. 이처럼 미국의 「Subpart F」는 조세부담을 줄이기 위한 관계기업 집단 내부에서의 所得移轉은 어느 곳에서라도 금지된다는 미국의 全世界的 租稅政策을 그대로 반영하고 있는 것이었다.³⁹³⁾

3) 기타 主要國家의 租稅法的 규제

일본의 경우 1978년에 국제적 조세회피행위에 의한 조세부담의 부당한 경감을 방지하기 위하여 「조세특별조치법」에 「내국법인의 특정외국자회사 등의 소득에 대한 과세특례」 조항을 신설함으로써 조세피난처 세제대책을 도입하였다. 조세피난처에 본점 또는 주사무소를 두고 있는 외국관계회사³⁹⁴⁾의 미처분소득금액 중 과세대상 유보금액을 그 특정외국자회사의 발행주식의 총수 또는 출자금액의 5% 이상을 직접 또는 간접으로 보유하는 내국법인(동족주주 그룹에 속하는 내국법인을 포함한다)의 수익금액으로 간주하여 과세하도록 규정하고 있다.

2002년 들어 일본은 국제거래에서의 조세회피를 잡기위해 특별팀을 구성하여 외국계 금융기관 모건 스탠리와 골드만 삭스에 대하여 각각 180억엔과 50억엔의 추정금을 부과했다. 이는 조세피난처를 활용한 명목회사(페이퍼 컴퍼니)문제에 대해 규제조치를 단행한 예로 볼 수 있다. 2003년에는 외국계 私募펀드 론스타에 대하여 140억엔의 세금탈루 사실을 밝혀내고 규제를 행사하였다.

또한 영국도 공익사업체를 인수한 뒤 처분해 얻은 자본이득이 클 경우 ‘橫財稅’, 또는 ‘超過利得稅’³⁹⁵⁾를 부과하고 있는데 우리나라도 국내 세법에 이러한 규정을 삽입하는 것을 고려해야 할 것이다. 영국의 「超過利得稅法」은 노동당 집권 후 1997년 7월 2일자로 시행되었는데 영국노동당은 대처행정부 하에서 정부기업들이 민영화될 당시의 가격이 불공정하게 낮았다고 생각하였다. 이 법은 1980년대 민영화되었던 특정 정부보유기업의 초과이득에 대하여 1회성 세금을 부과하였다. 수도, 전

393) 백제흠, *supra* 주) 390, p. 74 참조.

394) 조세피난처에 대하여는 앞의 ‘조세피난처 설명’ 참조(각주 101) ; 또한 외국관계회사라 함은 발행주식 또는 의결권 있는 발행주식의 50%를 초과하는 주식수를 거주자 및 내국법인이 직접 또는 간접으로 보유하고 있는 외국법인을 말한다. 강경숙, *supra* 주) 103, p. 15 참조.

395) 橫財稅(Windfall tax)란 公企業의 私有化 과정에서 발생하는 시세차익에 대하여 稅金을 賦課하는 것을 말한다. 『租稅日報』, 2005. 6. 22, 10면 기사 참조.

기, 공항, 가스, 전화 등을 포함한 30개 민영화 기업이 이 세월에 해당되었다. 이런 기업들의 대부분은 미국회사에 의하여 인수된 것들이었다.

「초과 이득세법」 하에서 23%세금은, i) 민영화 이후 4년간 연간 평균 순수익의 9 배와, ii) 민영화 당시 증권매각 가격 사이에서 차등을 두어 부과되었다. 회사들은 횡재세 즉 초과이득세를 납부하여야 했고 정부는 52억 파운드(미화로 95억 달러)를 징수하였으며, 단 주주에 대한 세금은 없었다. 2004년에도 기록적인 수익을 기록한 외국계 정유회사 및 은행에 대해 횡재세를 부과할 것을 검토하고 있다.

이처럼 미국, 일본, 영국 등 주요국가는 稅制對策을 통하여 투기자본 규제정책을 수행하고 있다고 볼 수 있다. 이러한 주요국가의 ‘稅法的’ 政策은 우리나라에도 도입할 필요가 있으며 외국계 투기자본에 과세할 경우 이들이 풍부한 국제 인력자원을 동원해 법적으로 대응할 가능성이 높으므로 여러 법제도를 엄밀하게 따져 체계적인 과세를 진행시켜야 하는 것이 필요하다.

5. 證券法的 規制

1) 證券去來法上 5%룰과 公示義務

「證券去來法」 상 ‘5%룰’과 ‘公示義務’는 외국자본에 대한 경영권 방어 측면에서 증권법적 규제의 가장 중요한 법제라고 할 수 있다. 본래 ‘5%룰’의 기원은 미국에서 부터 시작되었다. 미국은 1968년에 「證券去來法」(The Securities Exchange Act of 1934)을 수정하고 「引受 및 公開買收에 관한 公示規程」(takeover and tender offer disclosure provisions)을 삽입했다. 이 규정은 다른 기업의 지분 5% 이상을 매입한 모든 법인(개인 포함)이 지분을 매입하는 데 소요된 자금의 출처, 인수할 의도가 있는지의 여부, 만약 인수가 성사될 경우 해당 기업에 대한 운용계획을 반드시 공개 하도록 의무화하고 있다.

우리나라의 「證券去來法」은 제200조의 2(주식의 대량보유 등의 보고)에 의해 ‘주 권상장 법인 또는 코스닥 상장법인의 주식 등을 대량보유(본인과 특별 관계자가 보유하게 되는 주식 등의 합계가 당해 주식 등의 총수의 100분의 5 이상인 경우)하게 된 때와 保有比率이 당해 법인 등의 주식 등의 총수의 100분의 1 비율 이상 변동된

경우' '5일 이내 금융감독위와 (증권)거래소에 보고'토록 규정하고 있다.³⁹⁶⁾

하지만 한국 「증권거래법」은 미국 「증권거래법」에 비해 허점이 많다. 우선 한국의 5%룰의 경우 미국과 달리 자금의 출처 및 기업의 M&A 의도의 여부에 대해 아무것도 밝히지 않는 것이 가능했다. 2004년 10월 6일 금융감독위는 '保有目的 기재방식이 이원화' 등 5% 공시개선을 통해 만약 주식을 인수하려고 하는 기업에 대해 M&A의도가 있다면 이를 밝히도록 공시제도를 바꿨지만 여전히 자금의 출처에 대하여는 그 의무를 부과하지 않고 있다.³⁹⁷⁾

금융감독원은 개인이나 법인이 5% 이상의 주식을 보유했을 때 '支配權 取得 影響力 行使'의 목적이 있는지의 여부를 밝히고, 그러한 목적이 있는 경우에는 경영권 변경, 추가매매 등에 대한 세부계획 등을 선택 서술하도록 보고서의 서식을 개정하였다.³⁹⁸⁾ 하지만 기존의 5% 이상 보유자의 경우 이러한 공시규정을 적용하지 않고 있으며, 또 초기에는 '단순투자' 목적이라고 밝혔다가 추후에 바꿀 경우 어떻게 할 것인지에 대한 처벌방안이 분명치 않다. 다시 말해 여전히 논란의 소지가 있고 이에 따라 법 규정을 빠져나갈 구멍이 그대로 남아 있다고 할 수 있다. 특히 미국의 5% 룰과 달리 왜 자금의 출처를 밝히지 않는데도 허용하는지 그 이유가 분명치 않다. 이러한 점에 대해 금융감독당국은 분명한 說明責任(Accountability)을 다하지 않고 있다. 현행 「商法」 제409조³⁹⁹⁾는 3% 이상 주주는 감사위원인 사외이사를 선임할

396) 「證券去來法」 제200조의 2(주식의 대량보유등의 보고)

- ① 주권상장법인 또는 코스닥상장법인의 주식등을 대량보유(본인과 그 특별관계자가 보유하게 되는 주식등의 수의 합계가 당해 주식등의 총수의 100분의 5이상인 경우를 말한다)하게 된자(대통령령이 정하는 자를 제외한다)는 그날부터 5일(대통령령이 정하는 날은 산입하지 아니한다. 이하 이항, 제4항 및 제200조의3 제2항에서 같다)이내에 그 보유상황과 보유목적(발행인의 경영권에 영향을 주기 위한 목적 여부를 말한다)을 대통령령이 정하는 바에 따라 금융감독위원회와 거래소에 보고하여야 하며, 그 보유주식비율이 당해 법인의 주식등의 총수의 100분의 1의 비율이상 변동된 경우(대통령령이 정하는 경우를 제외한다)에는 그 변동이 있는 날부터 5일 이내에 그 변동내용을 대통령령이 정하는 바에 따라 금융감독위원회와 증권거래소에 보고하여야 한다. 이 경우 그 보유목적(발행인의 경영권에 영향을 주기 위한 것(임원의 선임·해임 또는 직무의 정지, 이사회 등 회사의 기관과 관련된 정관의 변경 등 대통령령이 정하는 것을 말한다)이 아닌 경우와 대통령령이 정하는 기관투자자 등의 경우에는 대통령령이 정하는 바에 따라 그 보고 내용 및 보고시기 등을 달리 정할 수 있다.

397) 김용기, “소버린의 SK(주) 경영권 위협”, 이찬근외 지음, 『한국경제가 사라진다』, 21세기북스, 2004, pp. 303~312.

398) 金融監督院, 『보유목적 기재방식 이원화 등 5% 公示 改善』, 정례 브리핑 자료, 2004. 10. 5.

399) 「상법」 제409조(선임)

- ① 감사는 주주총회에서 선임한다.
- ② 의결권없는 주식을 제외한 발행주식의 총수의 100분의 3을 초과하는 수의 주식을 가진 주주는 그 초과하는 주식에 관하여 제1항의 감사의 선임에 있어서는 의결권을 행사하지 못한다.

때 초과지분에 대해 의결권을 행사하지 못하도록 규정하고 있다. 다시 말해 3% 이하 주주의 의결권을 충분히 인정하는 반면, 대주주의 지분 의결권은 제한하는 게 이 법의 취지이다. 결국 앞에서 살펴보았듯이 SK사태에서 소버린의 의결권이 제한되지 않은 것은 내국인은 「金融實名制法」에 따라 해외에서 페이퍼컴퍼니를 통한 국내주식매입이 불가능하므로 「상법」 제409조는 국내기업과 투자자들을 외국기업과 외국투자자에 비해 逆差別을 하고 있는 것이다.

또한, 「獨占規制 및 公正去來에 관한 法律」(이하 “公正去來法”)에 따르면 개인이나 법인이 15% 이상의 지분을 보유하게 될 경우 企業結合審査를 받도록 되어 있다. 기업결합심사를 받을 경우 개인이나 법인은 지분 보유를 위해 동원한 자금의 출처를 밝혀야 할 뿐 아니라 자신의 기존 투자내용을 보고해야 한다. 지분의 보유가 동종업계에서 독점의 강화로 나타나는지를 판단하기 위해서이다. 이러한 기업결합신고를 하기 위해서는 투자한 회사의 주주현황과 그 회사의 계열회사 등을 밝히도록 규정하고 있다. 이는 「獨占規制 및 公正去來에 관한 法律」 제12조(기업결합의 신고) 및 동법 시행령 제18조(기업결합의 신고 등)에 명시되어 있다.⁴⁰⁰⁾

「公正去來法」은 설사 15% 이상의 지분을 보유하지 않더라도 공정거래위원회가 기업결합심사를 할 필요가 있다고 판단하면 結合審査를 할 수 있도록 규정하고 있다. 실제 공정거래위는 200년 KT(한국통신)의 민영화 당시 SK텔레콤이 KT 지분의 11.34%를 보유했을 때 결합심사를 검토한 적이 있다.

③ 회사는 정관으로 제2항의 비율보다 낮은 비율을 정할 수 있다.

400) 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」 제12조(기업결합의 신고)

① 자산총액 또는 매출액의 규모가 대통령령이 정하는 기준에 해당하는 회사(제3호에 해당하는 기업결합을 하는 경우에는 대규모회사에 한하며, 이하 이 조에서 “기업결합신고대상회사”라 한다) 또는 기업결합신고 대상회사의 특수관계인이 자산총액 또는 매출액의 규모가 대통령령이 정하는 기준에 해당하는 다른 회사(이하 이 조에서 “상대회사”라 한다)에 대하여 각 호의 1에 해당하는 기업결합을 하는 경우에는 대통령령이 정하는 바에 따라 공정거래위원회에 신고하여야 한다. 기업결합신고대상회사 외의 회사로서 상대회사의 규모에 해당하는 회사가 기업결합신고 대상회사에 대하여 각호의 1에 해당하는 기업결합을 하는 경우에도 또한 같다.

1. 다른 회사의 발행주식총수 [상법 제370조(의결권 없는 주식)의 규정에 의한 의결권없는 주식을 제외한다. 이하 같다]의 100분의 20(증권거래법의 규정에 의한 주권상장법인 또는 협회등록법인의 경우에는 100분의 15) 이상을 소유하게 되는 경우
2. 제1호의 규정에 대하여 기업결합의 신고를 한 후에 당해 회사의 주식을 추가로 취득하여 최대 출자자가 되는 경우
3. 임원겸임의 경우(계열회사의 임원을 겸임하는 경우를 제외한다)
4. 제7조(기업결합의 제한) 제1항 제3호 또는 제4호에 해당하는 행위를 하는 경우
5. 새로 설립되는 회사 주식의 100분의 20 이상을 인수하는 경우

미국의 경우, 5% 보고시 상세한 투자목적에 따라 공시의무를 부과하고, ‘最終實質所有者(ultimate beneficial owner)’에 대한 공시를 의무화하고 있다. 이러한 5% 보고시 엄격한 공시의무를 부가하는 미국과는 달리 우리나라는 그 규제정도가 느슨하다. 최근 2005년 2월 14일 證券先物去來所 자료에 의하면 외국인이 5%이상의 지분을 보유 중이라고 신고한 건수는 11일 현재 2백23건으로 36% 급증한 것으로 나타났다. 이들의 보유주식평가금액은 이 기간 중 9조 1,600억원에서 21조 5,600억으로 1백35% 급증했다. 해당종목수는 1백51개로 20%, 주식수는 8억 5,000만주로 51% 각각 늘었다.⁴⁰¹⁾ 이처럼 자본유입에 따라 외국자본의 5%를 공시의무가 더욱 엄격하게 요구되고 있지만 실정은 그렇지 못하다. 금융감독원의 규정이 개정되기는 하였지만 그보다 근본적인 대책으로 법률개정이 이루어져야 효과적인 감독이 가능할 것이다.

경영권 시장의 비대칭적 우대를 해결하기 위해서는 5% 공시제도의 강화를 비롯해, ‘冷却期間制(Cooling-Off Period)’⁴⁰²⁾의 강화, 처벌규정 강화, 손해배상소송에 대한 근거 마련, 감독기관의 調査權 강화 등을 통해 공시제도의 악용이나 불법적 탈법적 행위를 근절해야 한다. 구체적인 법개정 필요사항에 대해 살펴보면, 우선 지분이 10% 이상일 경우 주식발행 회사가 지분취득자에 대해 조사를 요청할 수 있는 ‘調査要請權’을 부여하도록 하는 방안이 필요하다. ‘議決權 代理’ 행사시에 권유자의 권유목적, 사업계획 등에 대한 공시를 강화하고, 5% 보고제도도 강화해야 한다.

보유목적 변경에 대한 변경보고 의무를 강화하기 위해, 보유목적은 단순투자 목적에서 경영권을 변경하는 경우에는 보유목적에 관한 충실한 公示유도가 필요하다. 이와 더불어 보유목적 변경에 따른 공시의무 위반의 경우에 의결권제한이나 처분명령 등의 「증권거래법」상의 처벌조항⁴⁰³⁾을 적극적으로 적용할 필요가 있다. 이러한

401) 證券先物去來所 資料, 2005. 2. 11일 現在.

402) 적대적 M&A에 대하여 냉각기간제(Cooling Off Period)로 방어할 수 있도록 법제화하고 있다. 미국은 경영참가 목적으로 5%이상 주식 등을 취득하는 경우 그 보고일로부터 10일간 추가적인 취득을 금지하고 있다. 우리나라도 최근 인수합병을 목적으로 특정기업의 주식을 5% 이상 취득하는 경우에는 5일간 주식을 추가로 취득할 수 없도록 하는 냉각기간제를 도입하였다. (「증권거래법」 제200조의3 제2항, 2005. 1. 17. 신설)

403) 「증권거래법」 제200조의3 (위반주식등의 의결권행사 제한 등)

① 제200조의2 제1항 및 제3항의 규정에 위반하여 주식 등의 보유상황과 보유목적 및 그 변동내용을 보고(그 정정보고를 포함한다)하지 아니한 자 또는 중요한 사항을 허위로 보고하거나 기재를 누락한 자는 대통령령이 정하는 기간동안 의결권있는 발행주식총수의 100분의 5를 초과하는 부분중 위반분에 대하여 그 의결권을 행사할 수 없으며, 금융감독위원회는 당해 위반분의 처분을 명할 수 있다. [개정 1998. 1. 8, 2005. 1. 17.] [시행일 2005. 1. 17.]

② 제200조의2 제1항·제3항 및 제4항의 규정에 따라 주식등의 보유목적을 발행인의 경영권에 영

경영권 시장에서의 公示制度 강화를 통해 i) 경영권 방어와 관련한 내외국인 간 투명한 공시의무를 부과할 수 있으며, ii) 정보공개와 투명성 제고를 통해 소액주주 이익 보호 등 시장규율의 정립으로 지배구조의 개선을 기대할 수 있다.

앞서 살펴본 바와같이 조세피난처에 존재하는 페이퍼컴퍼니와 같은 경우 우리나라의 「銀行法」은 그 실질적 대주주를 감독하지 못하는 약점이 있는 반면,⁴⁰⁴⁾ 독일 「은행법」은 제1조에서 “직·간접적으로 당해 기업의 자본금 또는 의결권 10/100 이상을 보유하거나, 경영에 결정적인 영향력을 행사할 수 있는 경우에는 대주주로 본다.”고 규정함으로써 實質的인 대주주를 감독할 수 있도록 하고 있다.

미국의 경우도 「銀行支柱會社法」(Bank Holding Company Act)에서 대주주는 기본적으로 ‘支配力(Control)’을 기준으로 규제한다고 규정함으로써 지분의 25% 이상을 직·간접적으로 보유하는 자를 감독하도록 명문화하고 있다.⁴⁰⁵⁾ 게다가 과반수 이상 이사의 선임에 영향력을 행사하거나 FRB가 은행이사회의 의사결정에 직·간접적으로 영향을 미친다고 결정한 경우에는 그 자를 대주주로 본다고 규정함으로써

항을 주기 위한 것으로 보고하는 자는 그 보고일로부터 5일동안 당해 발행인의 주식등을 추가로 취득하거나 보유주식 등에 대한 의결권을 행사할 수 없다. [신설 2005. 1. 17.] [시행일 2005. 3. 29.]

404) 「은행법」 제16조의2(비금융주력자의 주식보유제한 등) ① 비금융주력자(독점규제및공정거래에 관한 법률 제14조의2의 규정에 의하여 상호출자제한기업집단 등에서 제외되어 비금융주력자에 해당하지 아니하게 된 자로서 그 제외된 날부터 대통령령이 정하는 기간이 경과하지 아니한 자를 포함한다. 이하 제2항에서 같다)는 제15조제1항의 규정에 불구하고 금융기관의 의결권있는 발행주식총수의 100분의 4(지방금융기관의 경우에는 100분의 15)를 초과하여 금융기관의 주식을 보유할 수 없다.

제16조의3(전환계획에 대한 평가 및 점검 등) ① 제16조의2 제3항제1호의 규정에 의한 승인을 신청하고자 하는 비금융주력자는 전환계획을 금융감독위원회에 제출하여야 하며, 금융감독위원회는 전환계획에 대한 전문기관의 평가가 필요하다고 인정하는 때에는 금융감독위원회가 정하는 바에 따라 그 평가를 실시할 수 있다.

② 금융감독위원회는 제16조의2 제3항제1호의 규정에 의하여 전환계획에 대한 승인을 얻어 동조제1항에서 정한 한도를 초과하여 금융기관의 주식을 보유하는 비금융주력자(이하 “전환대상자”라 한다)의 전환계획 이행상황을 대통령령이 정하는 바에 따라 정기적으로 점검하고 그 결과를 컴퓨터통신 등을 이용하여 공시하여야 한다.

405) 미국의 경우, 「Bank Holding Company Act」을 통해 은행에 대한 지배를 규제하고 있는데, 이 법에서는 은행지주회사를 ‘은행을 지배하고 있거나 또는 이 법에 의한 은행지주회사를 지배하거나 지배하게 된 모든 회사’로 정의하고, 여기에 해당하는 경우 엄격한 금융감독 감독권 아래에서 활동하도록 하고 있다. 또한 은행지배 여부를 판단함에 있어 은행주식 보유비율이 유일한 결정적 기준이 결코 아니다. 특정회사가 은행의 의결권있는 주식을 25%이상 소유하면 원칙적으로 지배로 간주되고, 5%미만의 경우는 감독당국이 특별히 입증하지 않는 한 비지배로 간주하며, 5~25% 경우는 감독당국의 재량범위내에서 지배여부를 판단하도록 하고 있다. 권오승, “금융지주회사에 관한 법적연구”, 숭실대학교 대학원 학위논문, 2002. 6, pp. 27~29.

‘實質的인 大株主’에 대한 감독의지를 분명히 하고 있다. 이러한 미국의 입법방식이 시사하는 것은 규제와 감독의 실효성을 확보하기 위해서는 특정한 규제대상행위를 선형적으로 나열하는 방식이 아니라 그러한 ‘행위의 결과’를 포괄적으로 규율하여 실질적인 대주주를 감독하는 방식이 보다 효율적이라는 것이다.

2) 證券去來法の 域外適用 등 기타 證券法的 規制

「證券去來法」의 ‘域外適用’도 하나의 검토 방안이 될 수 있다. 외국인이 국내에서 불공정거래를 일삼은 후 출국하는 경우 해당국가 감독기구와의 공조체제를 통한 조사가 필요하다. 지금까지 감독당국은 일부 외국펀드들이 국내증권시장에 들어와 불공정거래를 통해 부당이득을 취해도 이를 처벌할 근거가 없어 사실상 두손을 놓고 있었다. 외국계 펀드의 공시위반 또는 시세조종 등의 불공정거래 혐의를 적발하더라도 이들이 출국해버리면 공간적 제약으로 사실상 조사를 중단할 수 밖에 없었다. 이들에게 관련 자료제출이나 출석을 요구하더라도 이를 거부하면 이를 처벌할 수 있는 근거가 없어 어찌할 도리가 없었기 때문이다.

감독의 사각지대인 외국인의 불공정행위를 막기 위해서라도 증권거래법의 역외적용은 필수적이다.⁴⁰⁶⁾ 이것은 국제증권감독자기구(International Organization of Securities Commissions : 이하 “IOSCO”)가 추진중인 다자간 양해각서(MOU)가 체결되면 실현가능하게 될 것이다. 예컨대 헤르메스의 삼성물산 시세조종의 경우, 만일 헤르메스의 혐의가 입증되면 금감원은 영국 감독기구를 통해 헤르메스에 자료제출과 관련자 증언을 확보할 수 있게 된다. 해당 국가 감독기구가 허용하면 현지에서 직접 조사를 진행할 수도 있게 된다.

「금융실명거래 및 비밀보장에 관한 법률」이 2006년 3월 개정되면서 IOSCO에 가입할 여건이 조성되었다. 이에 따라 금융감독위원회는 2006년 6월부터 외국 금융감독기관과 금융거래 정보교환이 가능해짐에 따라 불공정거래 혐의가 있는 해외펀드, 역외펀드에 대한 조사를 강화하고 금융기관의 감독·검사 및 증권·선물시장의 불공정거래 조사 등을 위해 필요한 경우 외국 금융감독기관과 관련 金融去來情報를 교환할 수 있게 되었다. 지금까지는 외국 감독기관과 일반적인 금융제도, 시장정보

406) 龍田節, “證券去來法の域外適用”, 『국제거래법연구』 제3집, 국제거래법학회, 1994. 1, pp. 335 ~337.

내지 통계정보만을 교환할 수 있었다. 증권매매의 주문자 실체, 주문장소, 매매경위, 계산주체 등을 파악할 수 없어 외국인의 불공정거래에 대한 조사에 어려움이 있었다. 하지만 이들에 대한 실질적인 금융거래 정보교환이 가능해짐에 따라 해외펀드·역외펀드 등의 조세피난처를 이용한 불공정거래 적발이 가능해졌다고 할 수 있다. 국내주식의 미공개 정보를 보유한 자가 역외펀드를 이용해 매매하는 경우도 운영자의 실체파악을 통해 추적이 가능해지며, 심리과정에서 외국인의 시장개입 여부에 대한 혐의 입증에 어려움을 겪었던 증권선물거래소도 해외거래소로부터 관련자의 인적사항, 내부자 데이터베이스(DB) 등을 제공받아 혐의를 구체적으로 입증할 수 있게 된 것이다.⁴⁰⁷⁾ 그러나 「증권거래법」과 「선물거래법」상의 ‘交換된 情報의 秘密維持’ 등에 관한 법적 근거를 마련해야 IOSCO 가입요건이 완전히 충족되는 상황이다. 따라서 현재로서는 IOSCO 미가입 상태이며 조속한 법적 조치가 따라야 할 것이다.

또 입법적으로 「금융실명법」의 완화와 더불어 「資金洗濯防止法」에는 이미 例外條項을 두고 있으므로 「金融監督機構設置法」에 외국 감독당국에 금융거래 정보를 제공할 수 있도록 예외조항을 신설하는 방안을 검토해야 한다.

2006년 3월 국회에서 제한된 증권거래법 일부개정 법률안을 보면, 현행 증권거래법 제199조 제2항⁴⁰⁸⁾의 ‘公共的 法人’을 자세히 규정하고⁴⁰⁹⁾ 외국인 또는 외국법인 등이 공공적 법인의 의결권이 있는 주식을 대통령령이 정하는 규모 이상 취득하는 경우 미국의 CFIUS를 모델링한 ‘有價證券取得審議會’를 신설하여 사전심의를 받도록 하였다. 이러한 개정안은 공공적 법인의 내용을 보다 구체적으로 규정하여 적용대상을 넓히고 투기적 외국자본을 시의적절하게 규제할 수 있도록 하기 위한 것으

407) 외국펀드들이 국내에 들어와 불공정거래를 통해 부당이득을 취해도 이들이 출국해 버리면 공간적 제약으로 사실상 조사를 중단할 수 밖에 없었다. 이들에게 관련 자료제출이나 출석을 요구하더라도 이를 거부하면 처벌할 수 있는 근거가 없었다. 그러나 IOSCO가 추진중인 다자간 양해각서(MOU)가 체결되면 해당국가 감독기구와의 공조체제를 통해 조사가 가능해진다. 『파이낸셜뉴스』, 2006. 4. 4. 기사참조.

408) 제199조(의결권대리행사의 권유의 제한)

① 생략

② 국가기간산업등 국민경제상 중요한 산업을 영위하는 법인으로서 대통령령이 정하는 상장법인, 코스닥상장법인 또는 등록법인(이하 “공공적 법인”이라 한다)의 경우에는 당해 공공적 법인만이 대통령령이 정하는 바에 따라 그 주식의 의결권의 대리행사를 권유할 수 있다.

409) 개정안에서는 에너지 산업, 운수산업 및 통신산업 등 국민경제상 중요한 국가기간산업을 영위하는 공기업 및 기간통신사업자 등을 공공적 법인으로 규정하고 있다. 국회, 『국회공정회자료』, 2006.

로 보인다. 개정안이 현행법에 규정된 공공적 법인의 내용을 구체화한 것은 그 모호성을 제거하였다는 점에서 높이 평가될 수 있지만 공공적 법인의 내용을 대통령령으로 융통성있게 정할 수 있도록 한 것은 문제가 있을 수 있다. 국수주의 논쟁을 피하기 위해서라도 그 대상범위를 법률로 국한시킴으로써 그러한 시비의 소지를 사전에 차단하는 것이 타당할 것이다.⁴¹⁰⁾

1990년대 중반부터 IOSCO가 투자펀드 특히 증권투자펀드산업에 대하여 모범기준을 제시하거나 특정규제에 대한 보고서 발간 등을 통해 투자펀드에 관한 각국의 규제기준의 통일에 노력하고 있는 점은 주목할 만하다.⁴¹¹⁾ 한국도 미국과 영국 등이 이미 자국 증권규제 관련 법률을 ‘域外適用’하는 등 외국인에 대한 감독을 강화하는데 맞추어 「證券去來法」의 역외적용을 추진하는 움직임을 보이고 있다. 외환위기를 겪는 과정에서 외국자본이 글로벌 스탠더드에 눈뜨게 한 공로를 인정하지만 더 이상 한국 금융시장을 앞잡아 보고 不公正行爲를 일삼는 것을 좌시하지 않아야 한다. 금융시장에서 공정한 거래질서를 어지럽히는 일부 외국인 투자자에 대한 감독을 더욱 강화하고 글로벌 스탠더드에 부합하는 규제장치를 마련해 ‘法과 原則’에 따라 감독하여야 한다.

이것은 내국인과 외국인에 대해 차별없이 법과 원칙의 잣대를 들이대겠다는 것이지 일부 외국언론에서 주장하듯 외국 기업인들의 국내시장 진입을 제한하는 소위 ‘國粹主義’를 강조하는 것은 아닌 것이다. 국내기업의 경영권을 지나치게 보호하는 조치는 국내에 들어와 있는 수많은 외국인 투자자로 하여금 한국의 정책방향에 실망을 느끼고 한국을 빠져 나가게 할 수도 있다. 외국 자본의 국내시장 참여에 대한 규제는 투명하고 합리적이어야 하며 글로벌 스탠더드에 부합하는 친 시장적 입법이어야 한다. 외국 언론보도처럼 ‘한국이 지나치게 자국기업을 보호하고 있다’는 시각이 생겨난다면 그야말로 우려할 만한 일이 아닐 수 없다.

마지막으로 검토하여야 할 것은 첫째, 한도초과 보유주주에 대한 ‘事後 適格性審査’를 엄격히 해야 할 것이다. 현재 「銀行法」 제16조2는 대주주에 대해 6개월에 한 번씩 적격성 심사를 되풀이하도록 규정하고 있지만, 적격성 심사의 기준은 극히 형식적인 것에 불과하다. 따라서 적격성 심사의 조건을 자본이나 자산의 건전성 이외에도 은행업의 건전한 발전과 금융시장의 안정을 위한 노력, 경영진의 공익성 등의

410) 왕상한, “外國人 投資規制를 위한 개정법률안에 관한 소고”, 『商事法研究』 제25권 제2호, 2006, pp. 12~15.

411) 박삼철, *supra* 주) 9, pp. 35~36 참조.

조건을 부과하는 방향으로 개정되어야 할 것이다. 이를 통해 사후에라도 외국계 자본이 사적이익을 추구하는 과정에서 야기될 수 있는 금융시장 안정 저해 가능성을 차단할 수 있을 것이다.

6. 기타 國內法規에 의한 규제

「특정금융거래정보의 보고 및 이용 등에 관한 법률」 제2조(정의) 3에서 ‘불법재산’을 「범죄수익은닉의 규제 및 처벌 등에 관한 법률」과 「마약류 불법거래 방지에 관한 특별법」에 따라 규정하고 있고, ‘자금세탁행위’ 또한 상기 법률 외에 “대통령령이 정하는 외국환거래 그밖의 대외거래를 이용하여 「조세범처벌법」, 「관세법」 또는 「특정범죄가중처벌법」⁴¹²⁾에 따라 죄를 범할 목적으로 재산의 취득·처분 또는 발생원인에 관한 사실을 가장하거나 그 재산을 은닉하는 행위”라고 규정하고 있다.

한편 동법 제4조(금융기관 등의 혐의거래보고 등)와 제6조(외국환거래자료 등의 통보), 제7조(수사기관 등에 대한 정보제공), 제8조(외국금융정보분석기구와의 정보교환 등)에 의해 불법자금 및 투기자본의 불법행위를 규제할 근거를 마련하고 있다.

또한 현행 「外國人投資促進法」 체계하에서는 외국인에 의한 경영권 위협 등 적대적 M&A로부터 중대한 국가적 이익을 보호하기 어려워 국가안보와 관련된 기간산업 보호를 위한 법개정이 필요하다. 한국은 「外國人投資促進法」 제4조⁴¹³⁾에서 외국인 투자 규제에 대해 i) 國家安全, 公共질서유지 ii) 국민보건위생, 환경보전, 미풍양속 부합 iii) 대한민국 법령준수라는 ‘包括的 保護根據’를 두고 있으나, 실제 적용은 외국인 투자가 제한되는 업종과 제한내용을 열거하는 업종 ‘列舉主義’ 방식을 취하고 있다.

하지만 이러한 열거주의라는 네거티브(Negative) 규제방식으로는 외국인의 경영권 위협이나 적대적 M&A로 국가의 이익에 중대한 위협이 초래되더라도 대통령령이 미리 그 제한 내용을 정하지 않는 이상 규제할 방법이 없다. 우리나라의 경우 「외국인투자촉진법」상 예외적인 사유는 그 업종과 제한 내용을 大統領令으로 미리 정하고 있는 경우에만 적용할 수 있다. 따라서 ‘국가안보’와 관련하여 「엑스-플

412) 「조세범처벌법」 제9조와 「관세법」 제269조, 제270조, 「특정범죄가중처벌법」 제6조, 제8조를 말함.

413) 「외국인투자촉진법」 제4조(외국인투자의 자유화 등)는 각주 343 참조.

로리오법」에서 보았듯이 ‘기타 국가안보’라는 개념으로 확대하여 “... 등을 위해 필요하다고 인정하는 경우” 규제가 가능하도록 할 수 있는 것인지에 관하여는 현행 법규상 명문규정이 없으므로 입법적으로 해결해야 할 것이다. 즉 적용기준이 마련되어 있지 않은 적대적 M&A에 대해서는 包括的인 견지에서 이를 규제할 立法的 補完이 필요하다.⁴¹⁴⁾

‘기타 國家安保’라는 개념을 ‘국제수지, 국제금융상 심각한 어려움을 초래하는 경우 또는 통화정책, 환율정책 등의 거시정책을 수행하는데 심각한 어려움을 초래하는 경우’라고 확대하는 것은 어떤지 고려해 볼 수 있다. 그러나 이러한 이유만으로 외국인 투자자 또는 외국인 투자기업에 대해 규제를 할 수 있는지는 깊이 생각해 보아야 할 것이다. 단순한 우려가 있다는 이유만으로 그 인과관계에 대한 객관적이고도 분명한 입증 과정 없이 정부의 조치를 명할 수 있을지 의문이고, 오히려 그러한 조치가 인위적인 정책개입으로 인한 시장기능의 왜곡 때문에 국제수지 및 국제금융상 더 큰 타격을 입힐 수도 있다.⁴¹⁵⁾

이에 더하여 기업관련 「刑事法」改正 역시 필요하다. 투기펀드들은 기업의 장기 성장 가능성 또는 고용안정을 염두에 두지 않는다. 그들은 한국 기업이 세계적인 다국적기업으로 발전하는 것도 바라지 않는다. 오히려 각 산업 분야에서 세계적인 선도기업이 될 수 있는 기업을 표적으로 삼는다. 강력한 브랜드 파워, 건전한 현금 흐름, 매각할 수 있는 매력적 고정자산 등의 특징을 충족하고 있기 때문이다. 투기펀드는 이러한 회사의 경영권을 탈취할 가능성 및 투자자본 회수 극대화를 위한 분리 매각에 관심이 많다. 앞에서 살펴본 SK(주)사태의 경우처럼, 대상회사의 최고경영진이 형사처벌 등의 위협에 처해 있으면 인수는 보다 손쉽게 이루어질 수 있다. 최고경영진이 궁극적으로 무죄로 밝혀지더라도, 투기펀드는 투자액을 회수하기 위해 프리미엄을 받고 주식을 되파는, 소위 그린메일(greenmail)을 협의할 여지가 있다. 형사사건으로 조사를 받게 되느냐 하는 것은 최고경영진 입장에서 매우 중요하므로, 어떤 종류의 행위가 기업경영자의 범죄행위가 되는지 법에 명확하게 규정하는 것도 필수적이다. 한국의 사법체계는 刑事責任과 民事責任의 경계가 불명확하므로 그 경계를 명확히 하려는 법 개정이 뒷받침되어야 한다.

414) 송중준, “국가기간산업 보호를 위한 제도적 장치”, 『나라경제』, 한국개발연구원(KDI), 2003. 6, p. 68.

415) 왕상환, *supra* 주) 410, pp. 21~23 참조.

제2절 國際法的 規制方案

1. 兩者間條約을 통한 규제

1) 일본의 사례 및 내용

양자간조약을 통한 규제에 있어서 가장 중요한 것은 資本利得에 대한 課稅에 관한 것이다. 외국인 투자자의 양도소득관련 세금은 국가간 「二重課稅防止協定」에 따라 외국자본의 居住地, 즉 本社 所在地國에만 내도록 되어 있는데 이러한 자본이득에 대한 과세문제는 당사국간의 조약에 의해 해결의 실마리를 찾아야 한다고 본다.

이와 관련하여 일본이 최근 ‘公的資金’이 들어간 기업이나 공기업에 투자에 수익을 얻는 외국계 펀드에 대하여 세금을 부과할 수 있도록 미국과 조세조약을 개정한 2004년 「신세이조항」은 주목할 만하다. 「신세이조항」은 외국계 펀드가 공적자금이 들어간 기업이나 공기업에 투자해 수익을 얻을 경우에는 세금을 부과할 수 있도록 미국과 조세조약을 개정한 것이다.⁴¹⁶⁾ 이는 그해 2월 미국계 펀드 리플우드(Ripplewood Holdings)⁴¹⁷⁾가 1,210억 엔으로 투자해 확보한 일본 신세이 은행⁴¹⁸⁾ 주식 35%를 팔아 두 배가 넘는 2,500억 엔을 벌어들였으나 세금을 한푼도 내지 않는데 따른 결과였다. 신세이 은행에는 공적자금 370억 달러가 투입되었었다.

리플우드의 비과세 증권매매에 대응하여, 일본정부는 투자조합에 대한 과세를 내용으로 하는 법의 허점을 축소하기 위하여 「신세이 조항」을 입법한 것이다. 「신세이 조항」은 2005년 4월 1일부터 발효되었다. 실제로 이 조항은 버진아일랜드, 케이먼군도 등의 모든 조세피난처를 포함하여 일본과 조세조약을 체결하지 않은 국가

416) 고행식, *supra* 주) 386, pp. 38~40 참조.

417) 리플우드는 네덜란드에 각 투자자별로 분리된 별도의 투자기구를 설립하였다. 일본 내에서의 투자기구는 위 네덜란드 법인들의 파트너인 투자조합이었다. 투자조합은 세금을 내지 않는 재정적으로 투명한 법적지위를 가지고 있었다. 일본과 네덜란드로 인한 조세조약은 다른 대부분의 나라와의 조약과 마찬가지로, 일본회사의 주식매매로 인한 자본이득에 대하여 면세를 해 주었던 것이다.

Ibid., p. 38 참조.

418) 신세이 은행의 전신은 1998년 도산한 일본장기신용은행이었다.

에 설립된 회사들을 제외한 외국투자자들에게 중대한 조세부담을 야기하게 되었다.

일본법하에서 자본이득은, i) 매도인 보유 증권의 총량이 지난 3년간 일정 시점에 회사 총발행주식의 최소한 25% 이상이거나, ii) 일정연도에 매각된 주식 총수가 최소한 그 회사의 총 자본의 5% 이상인 경우에만 일본 내에서 과세할 수 있다. 특별관계자는 25/5%룰에 의거한 산정시 포함되었지만 투자조합은 계산단위로서 취급되지 않았다. 따라서 각각의 파트너가 보유한 주식은 별개로 25/5%룰을 계산하였다. 신법은 투자조합을 25/5%룰을 산정하는데 있어 적용가능한 단위로 취급함으로써 파트너들 모두가 보유한 증권을 통합한 것이었다.⁴¹⁹⁾

외국투자자들이 일본과 조세조약을 체결한 국가에 거주하는 외국법인이고, 모든 조세조약이 증권매매로 인한 자본이득에 대한 과세를 면제하고 있어 일본 내에서 세금을 납부하지 않기 때문에 실제로는 큰 의미는 없다. 하지만, 파트너가 조세피난처 관할 내 또는 일본과 조세조약을 체결하지 않은 국가에 거주한다면 파트너 보유분을 통합하여 25% 이상 및 특정연도에 5% 이상의 주식을 매각하면 일본 내에서 과세가 가능하다. 따라서 리플우드 사안에서 파트너 중 어느 하나가 조세피난처 또는 조세조약이 없는 국가에 근거를 두고 있다면, 이런 파트너는 20%의 원천징수세금을 납부하여야 한다는 것이다.⁴²⁰⁾

「신세이 조항」과 관련하여 새로운 요건은 일본내의 투자조합 활동을 통하여 벌어들인 비거주 파트너의 배당소득에 20%의 원천징수를 부과하는 것이다. 하지만, 20% 조세가 새로운 조세는 아니다. 이전처럼 소득 배당 후 20%의 조세를 납부하는 것에 의존하기 보다는 신법은 간명하게 투자조합에 의한 20% 조세의 원천징수를 요구하는 것이다. 이러한 「신세이 조항」은 대부분의 투자자가 조세피난처에 근거를 두어 조세조약의 혜택을 받을 수 없는 해외 사모펀드의 강력한 반대를 받고 있다.⁴²¹⁾

「미-일 조세조약」은 리플우드 투자와 관련하여 많은 주목을 받았으나 직접적 영향을 주는 租稅免除에 관한 신 조세조약 자체가 발효된 것은 아니었다. 「신 조세조약」은 2년간의 협의 후에 2004년 일자로 효력이 발생되었다. 이 조약은 납세자의 세금에 의하여 실질적 재정지원을 받은 금융기관에 대한 투자에 있어 유사한 조세 면제를 다소나마 예방하였다. 이 조약은 공적자금을 받은 모든 부실회사를 대상으

419) 고희식, *supra* 주) 386, p. 39 참조.

420) *Ibid.*, p. 39 참조.

421) *Ibid.*, pp. 39~40 참조.

로 한 것은 아니었다. 이 조약의 특징은, i) 정부가 자국의 도산, 파산 금융기관에 실질적 재정적 지원을 제공하는 경우 그 정부는 금융기관의 주식매매로 비거주투자자들이 취득한 이익에 대하여 과세할 수 있고, ii) 로열티, 이익배당, 금융기관이 수령하는 이자지급 등에 대한 과세는 삭제되며, iii) 부적격 개인 또는 기업의 조세조약의 혜택을 이용하려는 ‘조세조약 쇼핑(Treaty Shopping)’⁴²²⁾을 방지하기 위한 양국의 노력을 표현하였다는 점, iv) 결과적으로 양국 조세당국의 협력을 강화하였다는 점 등을 들 수 있다.⁴²³⁾

2) 효과 및 도입방안

「미-일 조세조약」은 일본정부의 몇 가지 노력, 즉 신세이 은행의 리플우드 투자와 같은 사태의 재발방지, 조세절감으로 양국간의 투자흐름 지원, 조세조약의 혜택을 진정한 거주자에게로 제한하여 조세조약 쇼핑 방지, 조세당국의 투명성 및 정보교환의 효율성 제고 등을 반영한 결과였다.⁴²⁴⁾ 이처럼 「신세이 조항」과 미-일간 개정된 조세조약 등을 우리나라도 벤치마킹하여 조세조약 개정에 활용하는 방안을 강구할 필요가 있다.

또한 「租稅條約 濫用防止 規程」의 내용을 양자간조약에 포함시키거나 조세조약을 체결 또는 개정할 때 「租稅回避防止 規程」의 내용을 포함하는 등 양자간 조약을 통한 단기투자자본 규제를 적극적으로 검토해야 할 것이다.

2. 國際機構 및 國際協議體를 통한 규제

1) 동아시아 金融協議體制의 사례 및 내용

422) 조약의 혜택을 받을 수 없는 제3국의 거주자가 전세계에 체결되어 있는 수 많은 조약 가운데서 자기에 유리한 조약을 물색하여 조약상의 혜택을 부당히 취하는 것을 가리켜 쇼핑(shopping)에 비유하여 Treaty Shopping이라고 한다. 즉 다국적 기업 등이 특정국가에 진출할 때, 당해 국가가 체결하고 있는 조세조약의 체결국 중에서 자기의 조세부담을 가장 가볍게 할 수 있는 국가(제3국)를 선택하여, 그곳에 페이퍼 컴퍼니를 설립하거나 그곳에서 계약상의 거래가 있었던 것처럼 가장함으로써, 조약의 혜택을 부당히 취하는 현상을 총칭하여 Treaty Shopping이라 한다. 이태로, “Treaty Shopping”, 『조세법연구 I』, 세경사, 1995, p. 5.

423) 고희식, *supra* 주) 386, pp. 40~41 참조.

424) *Ibid.*, p. 42 참조.

「OECD 자본이동자유화규약」 Part I Article 3(3)에 의하면 어떤 회원국이 ‘核心的인 安保上の 利益’을 위해 필요하다고 판단되는 조치를 취하는 것을 허용하고 있다. 또 GATT가 비록 투자가 아닌 商品交易에 관한 것을 그 대상으로 하고 있긴 하나 제21조 ‘安全保障을 위한 例外’ 조항을 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 실사 그러한 내용을 담은 명문의 국제협정상의 근거가 없다 하더라도 국제관습법상 주권국가의 고유한 권리라는 점은 충분히 인정될 수 있으므로 설득력이 있는 것이라 하지 않을 수 없다.⁴²⁵⁾

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 체계화할 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 빌려쓰자는 구상이다. 그러나 일본이 제안한 이 AMF구상은 미국과 IMF측이 아시아 역내에서의 독자적인 펀드 설립이 IMF를 중심으로 한 기존 국제금융체제를 약화시킬 수 있다는 점에서 반대하였고 결국 좌절되고 말았다.⁴²⁶⁾

비록 AMF가 좌절되기는 하였으나 지역통화기금으로서 위기재발 방지체제를 구축하기 위한 방안으로 계속 논의할 필요가 있다. 이 AMF는 역내 단일통화를 창출하고 역내 안정적인 통화공급 및 최종대부자(lender of last resort) 역할을 담당하는 중앙은행과는 성격을 달리하지만, 기존의 IMF가 보유한 유동성 공급창구로서의 기능과 가맹국의 거시 경제여건 및 금융체제의 안정성에 대한 감독기능을 보완하는 수준에서는 충분히 검토할 필요가 있는 것이다. 즉 위기관리자(crisis manager)로서의 역할이 AMF 구상으로 나타날 수 있을 것이다.⁴²⁷⁾

그 후 2000년 5월 태국의 치앙마이에서 열린 아시아개발은행(Asian Development

425) 왕상환, *supra* 주) 410, p. 10 참조.

426) 왕윤종의, 『동북아 경제협력 ; 금융협력』, 대외경제정책연구원, 2005. 5. 31, pp. 77~79.

427) *Ibid.*, p. 83 참조.

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 환율 하락을 막아보자는 것이지만 이것도 IMF의 반대에 부딪혀 당초 계획했던 규모의 10분의 1로 줄어들었다. 하지만 역내금융협조의 방안을 구체적으로 마련할 수 있었다는 점에서 성과라고 할 수 있겠다.

또한 2001년 5월 ASEAN+3 재무장관회담에서는 총 70억 달러의 스왑협정을 체결하였는데, 이는 ASEAN 역내간 10억 달러, 일본과 태국간 30억 달러, 일본과 한국간 20억 달러, 일본과 말레이시아간 20억 달러의 역내중앙은행간 스왑협정을 통하여 위기관리용 외환유동성을 확보하는 방안이었다. 이외에도 2002년 5월부터 정부는 외국인 증권투자자금 등 단기성 외화 자금에 대한 자료를 필리핀과 매월 교환하기로 합의하였다. 동 자료 교환을 통해, 역내 국가의 단기성 외화자금 흐름에 대한 정보수집 및 체계적인 분석을 통해 위기징후의 사전과약이 용이해 졌을 뿐만 아니라, 유사시 상대국가와의 긴밀한 업무협조를 통해 적절히 공동 대응해 나가는 것이 가능해졌다. 이러한 것은 동아시아 외환위기가 동아시아의 경제적 정체성을 확인시켜 준 데 힘입은 바 크며 Global Governance적 시각에서 접근할 수 있는 계기를 제공하였다고 볼 수 있다.

단기투기자본의 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 투자 주체 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 것이 무엇보다도 중요하다. 또한 이러한 특이 사항이 역내 다른 국가들에서도 발견되는지 여부를 상호간에 정보 교환할 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 구축

하고, 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. 이외에도 동아시아 경제협의체(East Asia Economic Caucus : EAEC), 아시아 연구기금(Asia Research Fund : ARF), 및 동북아시아 다자간 안보대화(North-East Asia Security Dialogue : NEASED) 등이 실제 논의되고 있는 국제협약체라고 할 수 있다.

2) 효과 및 國際機構的 解決方案

최근 국제단기투자자본의 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 단기투자자본을 관리하기란 용이하지 않기 때문에 國際的인 共助體制가 불가피한 상황이다.

그러나 그동안 단기투자자본에 대한 국제법적 공조는 불가능한 것처럼 보였다. 그 이유는 미국 등 선진국과 단기투자자본의 직접 피해자라고 할 수 있는 개도국 사이의 이해관계가 너무나 상반되고 헤지펀드 등 국제투자자본의 ‘자본자유화’가 국제경제질서의 지배담론으로서 침해할 수 없는 영역으로 자리하고 있었기 때문이다. 하지만 최근의 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 1990년대 중반부터 IOSCO가 투자펀드 특히 증권투자펀드산업에 대하여 모범기준을 제시하거나 특정규제에 대한 보고서 발간 등을 통해 투자펀드에 관한 각국의 규제기준의 통일에 노력하게 되었다.

더욱이 국제단기자본의 실제참여자인 조지 소로스마저도 월스트리트 저널 기고문에서 국제금융위기를 극복하기 위해서 국제자본의 움직임을 감독하고 여신의 할당을 통제할 국제기구가 필요하다고 제안하였다. 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 여신 잔액뿐만 아니라 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 해줄 국제기구가 필요한 이유 때문이지만 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 토빈세 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 자원의 效率的 配分이라는 市場原理主義를 손상할 우려가 있다. 따라서 이러한 국제기구적 해결방안은 시장원리주의를 원칙적으로 손상시키지 않는 범위내에서 투기적인 단기자금의 금융시장 왜곡현상을 최대한 방지할 수 있는 방향으로 대책을 강구하는 것이 바람직할 것이다.

3. 國際行爲準則을 통한 규제

1) 의의 및 한계

자본수입국 또는 투자유치국은 국내경제에 미치는 다국간기업의 부정적 영향을 제거하거나 최소화하는 데 주된 관심을 갖는 반면, 자본수출국은 해외 자국기업의 권익보호에 보다 많은 관심을 갖고 있다. 자본수출국과 자본수입국의 상반된 이해대립 때문에 UN, UNCTAD, UNCITRAL, ILO, OECD, IBRD, ICC 등과 같은 국제기구들은 指針(Guidelines) 또는 行爲準則(Code of Conduct)이라는 형식으로 다국간기업의 투자 및 영업활동에 대한 규제와 대우에 관한 기준과 원칙을 제시한 바 있다.⁴²⁸⁾ 이른바 國際行爲準則은 자발적인 협조체제에 입각한 軟性法, 즉 ‘법적으로 직

428) 본문 p. 13 ‘國際投資規範의 現況’의 내용 참조.

접 구속되지는 않으나 정당하게 위반될 수 없는, 정치적으로 합의된 행동지침'으로서 법적 구속력이 있는 국제기준에 대한 합의가 어려운 분야에서 효과적인 행위규범으로 기능할 수 있다.⁴²⁹⁾

다국간기업이나 해외투자에 관련된 국제행위준칙에는 2000년 6월 27일 경제협력 개발기구(OECD) 각료회의에서 채택된 「다국간기업에 대한 OECD 지침」(OECD Guidelines for Multinational Enterprises), 유엔경제사회이사회(ECOSOC)의 부속기관인 UNCTC를 중심으로 심의중에 있는 「UNCTC 行爲準則」, UNCTAD 회원국 대표들에 의하여 심의중인 「UNCTAD 行爲準則」, IBRD에서 채택한 「世界銀行 指針」 등이 있다.⁴³⁰⁾

이와 같은 行爲準則은 다국간기업이 투자유치국내에서 기업활동을 할 경우 준수해야 할 勸告的인 성격을 갖는 '자발적 지침'(voluntary guidelines)으로서 채택된 것이며 법적 구속력을 갖는 조약의 형식으로 채택된 것이 아니다. 특히 「OECD 지침」을 보면 제1부(개념 및 원칙)에서 '자발적이며 법적 구속력이 없는'(voluntary not legally enforceable) 권고적인 행위규범임을 명시적으로 선언하고 있다.⁴³¹⁾

그러나 國際行爲準則은 그 법적 구속력의 결여로 그 궁극적인 이행이 회원국들의 자발적인 준수에 달려 있지만, 다국간기업의 경제활동에 관하여 국제사회가 채택한 공적인 정책을 반영하고 있으므로 분쟁 해결시 권위있는 국제기준으로 적용될 수 있으며 관련 국가들의 법규제정과 개정을 유도함으로써, 상이한 국내법체계에 의한 管轄權紛爭을 방지하고 해결할 수 있다는데 그 존재의의가 있다고 하겠다.⁴³²⁾

이와같은 국제행위준칙은 특히 단기투기자본에 관하여는 선진국과 개도국간의 첨예한 의견대립으로 인하여 가까운 시일내에는 행위규준의 확립을 통한 해결이 불가능하게 되었다. 따라서 기존의 국제행위준칙은 단기투기자본의 규제를 위한 행위규준이 아니므로 단기자본을 규율하는 행위준칙은 사실상 없다고 할 수 있다. 시급한 것이 국제자본시장의 안정을 도모하는 것이라면 조속한 시일내에 이러한 사태의 주범인 단기투기자본을 규율하기 위한 행위준칙을 마련하는 것이 필요하지 않을 수

429) 최승환, *supra* 주) 10, p. 822 참조.

430) 본문 p. 13 '國際投資規範의 現況'의 내용 참조.

431) 이에 대해 「UNCTC 행위준칙」과 「UNCTAD 행위준칙」의 법적 성격에 대해서는 법적 구속력을 부여하여야 한다는 선진 자본주의국가(Group B)와 법적 구속력이 없는 권고적 행위 규범이어야 한다는 개발도상국가(Group 77)간에 견해가 대립되고 있다. C.D. Wallace, "International Codes and Guidelines for Multinational Enterprises : Updated and Selected Issues", *17 International Lawyer* 435, 1983. ; 최승환, *supra* 주) 10, p. 823 재인용.

432) *Ibid.*, p. 823 참조.

없다.

2) 短期投機資本에 관한 國際行爲準則

단기투자자본에 관한 국제행위준칙은 아직까지 마련되어 있지 않으나 다국간기업 또는 해외투자에 관련된 국제행위준칙들을 참고하여 정립할 수 있다. 이들이 다국간기업의 경제활동에 관한 국제사회의 합의를 반영한 것이므로 비록 자발적 준수를 기초로 한 것이기는 하나 단기투자자본의 부정적 행태 및 문제점과 관련하여 국제투자질서의 원활한 유지를 촉진시키고 국내자본에 대한 부정적 영향을 감소시키는 방향으로 단기투자자본 행위준칙을 확립해 나가는데 기여할 수 있다고 본다. 그러한 단기투자자본 규율을 위한 국제행위준칙의 내용으로 다음과 같은 것들이 포함될 수 있을 것이다.⁴³³⁾

i) 거래의 투명성과 자본이동의 예측가능성 제고를 위한 노력 ; 단기투자자본은 그 특성상 사모성, 우회성을 갖고 있으므로 이를 방지하는 국제적 규준마련을 위한 노력이 포함될 수 있을 것이다. 사적으로 자금을 모아서 우회적인 유입방식을 선택하는 단기투자자본을 규제하기 위하여는 거래의 투명성과 자본이동의 예측가능성을 높이는 국제적 공감대와 행위규준을 마련해 나가야 한다.

ii) 국가 정책과의 충돌 최소화 ; 국제체제를 넘어선 단기투자자본은 경제력 집중의 남용으로 국가정책목표와 충돌할 수 있기 때문에 그 투자활동에서 야기되는 문제를 최소화 할 것을 요구한다.

iii) 현지국 국내법규 준수와 국가주권의 존중 ; 현지국은 외국자본이 자국관할권 내에서 활동하는 조건을 규정할 권리를 가지며, 외국투자자본은 현지국의 국내법규를 준수하고 주권을 존중하여야 한다. 다만 현지국이 외국투자자본의 활동을 규율하는데 있어 완전한 영구주권(full permanent sovereignty)을 행사할 것인지에 대하여 개도국들이 행위준칙과 관련된 모든 문제에 있어 국제법 적용을 반대하고 있는 것은 개선해 나가야 한다.

iv) 국제법에 따른 동등대우 및 보상기준에 따른 보상 원칙 ; 현지국은 외국투자자본에 대하여 국제법에 따라 동등하게 대우하여야 하며 선진국의 ‘신속하고 충분

433) 앞서 설명한 단기투자자본의 특성과 관련하여 단기투자자본을 규율하기 위한 행위준칙을 새롭게 정립하고 참고문헌의 다국간기업 국제행위준칙 내용을 재구성한 것임. *Ibid.*, pp. 821~837 참조.

하고 효과적인' 보상과 개도국의 '적절한' 보상이 대립되고 있지만 직접투자와 마찬가지로 보상기준에 의한 보상원칙을 세워 나가야 한다.

v) 국가발전에 기여하고 현지국의 인권 존중 및 정치 간여 금지 ; 외국투자자본은 현지국의 국가발전에 기여하고 현지국 국내 인권을 존중하며 국내 정치활동에 대한 부적절한 간여를 삼가해야 한다.

vi) 경제 및 사회관련 현지국에 피해 주는 행위 금지 의무 ; 외국투자자본은 현지국의 국제수지와 금융, 기술이전, 정보공개, 노동관계, 소비자보호, 환경보호 등에 관하여 경제 피해를 주는 행위나 활동을 삼가해야 한다.

제3절 韓美FTA 세이프가드 및 投資 條項의 과제

1. 韓美FTA 세이프가드 條項의 과제

세이프가드와 韓美FTA의 문제를 위해서는 먼저 미국의 BIT 모델에서 어떻게 규정하고 있는지 살펴볼 필요가 있다. 미국의 BIT 모델 제5조는 투자와 관련한 자유로운 송금을 규정하고 있다. 그 대상이 되는 것으로, “ i) 투자자본, ii) 이윤, 배당금, 자본이득, 투자의 전부 혹은 일부의 매각 또는 투자의 전부 혹은 일부의 청산으로부터 얻어진 수익금, iii) 이자, 로얄티, 경영 수수료, 기술적 지원금 및 기타 수수료, iv) 대역계약을 포함한 계약상의 지급금, v) 제3조 및 제4조에 의한 보상금 및 투자분쟁으로 인한 지급금”을 규정하고 있는데 문제가 되는 것은 제14조⁴³⁴⁾에서 국가안보를 이유로 제한을 허용하고 있다는 점이다.

이처럼 미국의 BIT 모델은 국제평화, 국가안보 즉 군사적 측면에 대한 예외를 제외하고, 예컨대 IMF 등 첨예한 外換危機나 經濟危機 상황에서 국가의 一時的 外換去來 制限措置를 전혀 인정하고 있지 않다. 그렇지만 미국이 주도하였던 MAI의 경우는 이와는 달리 심각한 지불불능상황이나, 또는 “예외적 상황에서 자본 흐름이 거시경제적 조정이나 특히 통화 및 환율정책상에 심각한 어려움을 초래하거나 또

434) 제14조 1. 이 조약은 체결국이 國際平和 및 安全의 維持, 回復, 自國의 必須的 安全의 保護에 관하여 그 의무를 수행하기 위한 필요한 조치를 취하는 것을 방해하지 않는다.

초래할 수 있을 때”에 한해, 그리고 IMF의 허락과 체약국들의 동의, 6개월 간격의 심사를 조건으로 한시적으로 자본거래 제한이 인정된다.⁴³⁵⁾ 물론 MAI의 경우에도 그 자체로 볼 때 지극히 불충분한 예외의 인정이라고 할 수 있다. 그러나 그나마 이러한 미미한 예외마저 한미FTA에서는 인정되지 않는다는 것이 문제이다.

그렇지만 이 세이프가드라는 것도 현재와 같은 온라인을 통해 전세계 주식시장이 리얼타임으로 연결되어 있는 현실에서, 환투기에 대응하기 위한 해당 국가의 유일한 정책수단인 세이프가드조차 투기성 단기자본의 반응속도를 따라 잡기에는 뒤처지는 것이 아닐 수 없다. 이미 자본유출이 종결된 뒤 발동된 세이프가드라면 사실상 아무런 실효를 거두기가 어렵기 때문이다. 그러므로 문제의 핵심은 이러한 위기 상황뿐만 아니라, 평상시에 투기자본의 진출입을 통제할 수 있는 환안전망을 구축하는 데에 있다.⁴³⁶⁾

한미FTA협상에서 대표적인 쟁점이슈가 되었던 사항이 세이프가드 규정의 존치 문제와 스크린쿼터 문제였다. 투자협정에서 세이프가드 규정은 심각한 국제수지 위기 상황에서 자유송금의 의무에 대한 예외를 한시적으로 인정하는 ‘一時的 適用免除’ 규정을 의미한다. 미국의 BIT 모델에서 自由送金 규정은 투자와 관련된 송금 - 투자자본, 이윤, 배당금, 자본수익, 투자 청산대금, 이자, 로열티, 기타 수수료, 각종 계약에 따른 지급금, 보상금, 분쟁에 따른 지급금 등 - 이 투자유치국의 내외로 자유롭게 이루어져야 함을 규정하고 있다. 송금은 지체없이, 자유 사용통화로, 그리고 송금일의 시장 환율에 따라 이루어져야 한다. 이러한 자유송금에 대한 제한은 합법적 목적의 충족을 위한 경우에 한정하고 있다. 즉 파산, 지급불능 또는 채권자의 권리 보호, 증권거래, 범죄, 사법적 판결에 따른 절차 등에 관한 국내 법률의 적용을 위한 경우에 한해 자유송금 원칙에 대한 예외를 인정하고 있다.⁴³⁷⁾

미국의 BIT는 앞서도 언급한 바와 같이 그 적용대상에 단기자본의 이동까지 포함시키고 있다. 단기자본의 이동이 자유화의 대상이 되는 국제규범에서는 심각한 국제수지의 위기에 따른 자유송금의 예외를 인정하는 별도의 세이프가드 규정을 두는 것이 일반적이다. 그러나 미국의 BIT는 이러한 세이프가드 규정의 존치를 부정하고 있는 것이다. 미국의 BIT 모델에 따르면 외환위기사 말레이시아가 발동했던

435) 이해영, “한미투자협정 비판 - 미국의 <1994년 표준안>을 중심으로”, 이찬근외, 『한국경제가 사라진다』, 2004, pp. 256~257.

436) *Ibid.*, p. 257 참조.

437) 김관호, *supra* 주) 72, pp. 25~27 참조.

자본통제와 같은 조치는 허용되지 않는다. 이는 자본통제를 기본적으로 반시장적인 해결방법으로 인식하는 미국의 입장을 반영하고 있는 것이다.

협상과정에서 세이프가드 규정의 존치 필요성을 주장하는 우리측의 입장과 이를 부정하는 미국측의 입장이 대립하였고 다소 어중간한 선에서 타협이 이루어진 바 있다. 즉 우리나라의 「外國人投資促進法」상 외국인직접투자와 관련된 송금의 경우는 세이프가드 규정의 적용대상에서 배제하며, 여타 성격의 송금은 세이프가드 조치의 대상으로 인정하는 것이었다. 이에 따라 우리나라는 「외국환거래법」의 관련 규정을 개정한 바 있다.⁴³⁸⁾ 이러한 협상결과는 외환위기와 같은 자본유출의 상황에서 문제시될 가능성이 큰 금융적 성격의 단기자본 이동에 대한 통제권을 일단 유지했다는 점에서 평가될 수 있을 것이다.⁴³⁹⁾

미국의 개정된 BIT 모델에서도 자유송금 규정은 내용상 변화된 부분이 없다. 합법적 목적이 충족을 위한 자유송금 제한 사유로서 ‘送金の 金融當局에의 報告’(reporting)라는 요소를 추가하고 있지만, 이는 1994년 BIT 모델에서 ‘特別型式’(special formalities) 규정에서 언급하던 내용을 자유송금 규정에 포함시킨 것에 불과하다. 즉 세이프가드 규정의 존치를 부정하는 미국의 입장은 변화가 없다는 것이다. 개정된 BIT 모델의 경우 금융 서비스와 관련된 별도의 조항을 두고, 협정의 여타 규정에도 불구하고 금융기관의 안전 및 건전성 유지를 위한 조치를 취할 수 있음을 규정하고 있다.⁴⁴⁰⁾ 그러나 이러한 규정이 세이프가드 규정의 부재를 부분적으로 보완할 수는 있겠지만 완전히 대체할 수 있는 성격의 규정은 아니다.

세이프가드 규정과 관련하여 한미FTA 협상시 양국간에 타협된 안이 자유무역협정 투자부문 협상에서도 그대로 인정될 것으로 낙관하기가 어렵다. BIT가 비교적 외교적 성격이 강한 유연한 규범인데 반해 FTA는 법적 구속력이 강한 규범이라 할 수 있다. 이러한 측면에서 미국은 과거에 타협된 안은 BIT 차원에서 논의된 결과로 돌리고 FTA 차원에서 보다 강력한 입장을 내세울 가능성이 있다. 이 경우 세이프가드 규정의 존치 문제는 또다시 협상의 주요한 쟁점이슈로 부각될 것으로 예상된다.⁴⁴¹⁾ 최후수단으로서 세이프가드를 유지하려는 우리의 입장이 반영될 수 있도록 FTA협상을 이끌어나가는 것이 과제가 될 것이다.

438) 외국환거래법 제6조(외국환거래의 정지 등) 제4항 : 제1항 내지 제3항의 규정에 의한 조치는 외국인투자촉진법 제2조 제4호에서 정하는 외국인투자에 대하여 이를 적용하지 아니한다.

439) 김관호, *supra* 주) 72, p. 26 참조.

440) 미국의 2004 BIT 모델 제20조 제1항.

441) 김관호, *supra* 주) 72, pp. 26~27 참조.

2. 韓美FTA 投資 條項의 과제

한미FTA에서는 규모가 훨씬 큰 證券市場에 대한 미국의 투자를 논외로 하고 있다.⁴⁴²⁾ 그런데 2003년 잔액기준 미국의 대한 직접투자총액이 133억 달러인데 반해, 포트폴리오 투자총액은 534억 달러(IMF 추정치)에 달하고 있다. 공장설립과 M&A를 합친 FDI보다, 주식과 채권에 대한 투자 즉 포트폴리오투자가 4배에 달한다.

한미 통상구조가 제조업에서 투자와 서비스쪽으로 중심이동을 하고 있다고 할 때, 향후 투자부문의 중요성은 더욱 커질 전망이다. 예컨대 2005년 외국인자본이 한국증권시장에서 포트폴리오투자를 통해 거둬들인 평가차익이 82조(약820억 달러)에 달하고, 그 중 미국계 자본이 대략 1/3을 차지한다고 보면 그 중요성은 더해진다.⁴⁴³⁾ 이런 이유에서 한미FTA의 투자조항은 매우 중요하다.

외환위기 이후 한미FTA 협상과 미국의 최근 FTA 투자조항을 비교해 볼 때 향후 한미FTA 투자조항의 내용은 거의 추정이 가능하다. 그리고 여기에는 다수의 독소조항이 있다. i) 投機와 投資가 구분되지 않을 정도로 廣範圍한 投資概念, 심지어 지적재산권도 여기서는 투자로 간주된다는 점, ii) 유럽형 FTA와는 달리 미국형 FTA에서는 포트폴리오 역시 內國民待遇의 대상이 된다는 점, iii) 국가에 의한 直接收用뿐만 아니라, 심지어 국가의 규제정책까지도 間接收用으로 파악된다는 점, iv) 스크린쿼터를 통해 잘 알려진 ‘履行義務 賦課禁止’를 통해 정부의 건전성 규제마저도 제약된다는 점, v) 투자분쟁해결절차와 관련 투자자에게 對政府 提訴權을 부여한다는 점, vi) 특히 v)와 관련 한국법원이 아니라 세계은행산하 ICSID에 仲裁裁判을 제기할 길을 열어놓음으로써 裁判管轄權을 배제하고 있다는 점 등으로 정리할 수 있다.⁴⁴⁴⁾ 이와 같은 점을 향후 FTA 협상에서 어떻게 개선시켜 나가느냐 하는 것이 과제가 될 것이다.

442) 이해영, *supra* 주) 71, pp. 21~22.

443) *Ibid.*, p. 21 참조.

444) *Ibid.*, pp. 21~22 참조.

제4절 國際短期投機資本 規制法規의 運用에 관한 政策的 提言

단기투기자본에 대한 규제장치를 도입할 때 유의해야 할 것은 영·미 및 유럽 등 주요 선진국의 현행제도와 OECD 및 WTO 등에 의한 국제적인 자본거래 기준에서 크게 벗어나지 않도록 하여야 한다는 것이다. 예를 들어 「OECD 자본이동자유화규약」에서는 자유화한 후에 재유보가 불가능한 항목을 ‘리스트 A’로, 그리고 자유화한 후에도 경제사정에 따라 재유보 또는 규제조치가 가능한 항목을 ‘리스트 B’로 각각 구분하고 있다. 리스트 A에 속하는 분야는 직접투자, 직접투자의 청산, 부동산의 매각, 주식 또는 채권의 거래, 생명보험, 자본자산의 실물이동 등이 포함되어 있다. 리스트 B에 속하는 분야는 금융시장에서의 거래, 양도성 증서와 금융선물, 옵션, 스왑 등 소위 파생금융상품과 같은 비증권권리의 거래, 금융상의 신용 및 대출, 외국환거래 등이 있다. 따라서 직접투자와 주식투자와 관련하여 외국자본의 유입 자체를 규제하기는 현실적으로 어려울 것이다. 그렇지만 국내로 유입된 외국자본이 자산운용 과정에서 부정적인 행태를 보이지 않도록 제도를 정비하는 것은 가능할 것이다.⁴⁴⁵⁾

보다 발전적인 정책적 제언을 위해서는 단기투기자본에 대한 규제법규를 운용함에 있어 실제 정책운용자들의 운용방침이나 고민, 동북아 금융허브 정책에 미치는 영향 등을 좀더 깊이 살펴보아야겠지만 이는 추후 연구과제로 남겨두고자 한다.

1. 透明性 提高를 위한 公示制度 개선

증권법적 규제방안에서 가장 핵심은 5%룰과 관련한 公示制度의 개선 및 강화라고 할 수 있다. 우리나라 「증권거래법」 제200조의2는 적대적 인수합병 시도시 그 의도의 여부를 밝히도록 개정된 바 있다. 2004년 12월 31일 국회에서 통과된 「증권거래법」은 5%룰을 강화하여 한 기업의 지분을 5% 이상 보유하고자 할 경우 투자 목적에 따라 상세한 공시의무를 부과하도록 하고 있다. 이는 미국의 경우를 상당히 원용한 것인데, 미국에서는 경영권 취득을 목적으로 할 경우 모든 이해관계자들의

445) 전승철외, *supra* 주) 3, p. 42 참조.

인적사항은 물론이고 계약관계, 심지어는 인수시도 자본을 궁극적으로 통제하는 자가 누구인지까지도 감독당국에 보고하도록 규정하고 있다.⁴⁴⁶⁾ 아쉬운 점은 공시제도를 강화하기 위한 입법이었다면 미국처럼 보다 엄격한 요건을 도입할 필요가 있지 않았나 하는 것이다. 5% 공시개선을 통해 주식을 인수하려고 하는 기업에 대해 M&A 의도를 밝히도록 공시제도를 바꾸었지만 아직도 ‘資金의 出處’에 대해서는 의무를 부과하지 않고 있다는 점이 문제가 된다. 즉 개정 5%룰로서는 당초 제도도입 목적인 펀드의 실체와 자금출처는 밝히지 못하고 있다는 것이다. 다만 자금의 출처를 명확히 밝히는 문제는 긍정적인 면과 부정적인 면을 함께 가지고 있다는 점을 유의할 필요가 있다. 긍정적인 면으로서 단기투기자본의 특성이라고 할 수 있는 匿名性, 즉 은밀한 자금으로 무책임한 수익극대화를 추구하고 감독 사각지대에 있게 된다는 특성을 개선할 수 있다는 점이다. 이는 글로벌화에 부합되도록 透明性을 높인다는 점에서 중요성을 띤다. 반면 지나치게 자금출처를 강조하다보면 외국투자자로서는 자유로운 투자활동을 꺼리게 되고 자금의 유출입 절차가 복잡해짐에 따라 또 하나의 금융규제로 비치게 되어 건전한 외국자본의 유출입도 억제하게 되는 부정적 효과가 발생할 수 있다는 점도 유의해야 한다.

또 한가지 중요한 입법적 불비는 처음에 단순투자 목적으로 주식을 매입하였다가 추후에 바꾸는 경우, 즉 ‘保有目的 變更’의 경우 어떻게 할 것인가에 대한 규제가 분명치 않다는 점이다. 개정 5%룰에는 투자자가 5% 이상 특정 회사 주식을 취득한 경우 보유목적 신고 내용을 ‘경영참여’나 ‘단순투자’ 중 선택하도록 되어 있으며 지분 취득 때만 빼면 매각 등에 제한이 없다. 따라서 현행 5%룰로는 경영권 방어 및 투자자보호는 힘들며 사전 경보의 의미에 불과한 것이다. 또한 보유목적을 ‘단순투자’에서 ‘경영참여’로 신고하여 M&A 시도라는 인식을 증권시장에 강하게 풍김으로써 불공정 행위에 악용할 가능성도 배제할 수 없다.

따라서 ‘보유목적 변경’도 엄격한 공시의무를 부과하도록 「증권거래법」을 강화할 필요가 있다. 「증권거래법」상 지분취득 목적을 ‘경영참여’나 ‘단순투자’ 중에서 선택하던 것을 이를 구체화하는 것도 방법 가운데 하나가 될 것이다. 앞서 살펴본 것처럼 미국의 경우, 매수 목적에 경영권(지배권) 취득 여부, 회사 청산 및 재산 매각, 다른 회사와의 합병 여부, 사업내용 및 조직변경 등을 구체적으로 서술하도록 되어 있으며 이러한 의무보고 항목을 충실하게 기술하지 않으면 공시의무 위반으로 소송

446) *Ibid.*, p. 44 참조.

을 당하는 것이 일반적이다. 그러므로 ‘보유목적 변경’의 경우 「증권거래법」 제200조의3에 따라 의결권 행사 금지 및 위반분의 처분명령을 행사할 수 있도록 개정되어야 하며 나아가서는 주식 보유목적을 변경할 경우 일정기간 매도를 제한하는 것도 검토해 볼 만하다.

2. 國內 投資資本 育成을 위한 제도개선 및 입법

미국은 1980년대 말 적대적 M&A의 폐해가 나타나자 이에 대한 대안으로 機關投資者의 관계투자(relationship investment)⁴⁴⁷⁾를 활성화하였다. 유럽과 일본은 은행이 이러한 역할을 수행하고 있다. 기관투자자에는 연기금도 중요한 비중을 차지하는데 연기금이 국내 주식시장에서 차지하는 비중을 보면 미국의 경우 34.5%, 영국은 28.3%, 일본도 8.7%에 달하는 반면 우리나라는 2.6%에 불과하여 장기투자자로서 외국자본에 대항할 만한 안전판 역할을 전혀 하지 못하고 있다.⁴⁴⁸⁾ 이러한 토양에서 단기투기자본이 시장을 좌지우지 할 수 있는 것은 손쉬운 일이다.

기관투자자 외에도 私募펀드와 같은 토종 투자자본을 육성하는 것이 필요하다. 우리나라에서 사모펀드가 제대로 성장하지 못한 데에는 제도적 미비도 한몫하고 있다. 「간접투자자산운용업법」 개정 등으로 관련제도가 일부 개선되기는 했지만 投資對象 制限, 身上情報 및 出資內譯 公開 등 여전히 여러곳에 규제가 산재해 있다. 이에 따라 자금을 모집하는 것에서부터 운용에 이르기까지 곳곳에 규제의 간섭이 자리잡고 있고 기관투자자들은 리스크를 떠안으려 하지 않는 보수적 투자에 빠져 있어 제대로된 토종펀드가 성장할 수가 없는 것이다. 이제 국제 금융경쟁력을 키우기 위해서라도 외국자본과 대등한 국내 투자자본을 육성해야 한다. 그러기 위해서는 규제를 완화해야 할 것은 하고 토종 자본을 키워나갈 수 있는 새로운 제도는 입법적으로 마련하여야 할 것이다.

447) 관계투자란 일정수준의 지분을 갖고 있는 기관투자자가 투자기업의 경영진과 밀접한 관계를 유지하면서 기업경영에 직·간접적으로 영향력을 행사하는 행태를 의미한다. 고동수, “바람직한 미래지향적 기업지배구조”, 『KIET 산업경제』, 산업연구원, 2005. 8, p. 8.

448) 진승철외, *supra* 주) 3, p. 46 참조.

제7장 結 論

프리드만(Milton Friedman)교수와 같은 반규제론자들⁴⁴⁹⁾은 국제자본에 대한 규제 정책이 얻을 수 있는 이득보다 부작용으로 인한 손실규모가 커서 부담비용이 상대적으로 더욱 높으며 일시적으로 위기극복과 경제관리에 효과적이라 할지라도 장기적인 경제성장에는 악영향을 미칠 수 있다고 주장한다. 이러한 주장은 정확하게 자본자유화가 거시적인 그리고 특히 미시적인 效率性을 증대시켜 경제성장을 촉진할 것이라는 新自由主義的인 믿음에 기초하고 있다. 실제로 최근에는 자본자유화의 성장효과에 관한 많은 실증연구들이 제시되어 왔다. 투자를 촉진하는 해외자본의 역할이나 경쟁 촉진을 통한 효율성 향상은 여전히 무시할 수 없는 世界化의 결실일 것이다. 또한 말레이시아나 칠레 등에서 행해진 국제자본 규제정책도 그 국가의 특수한 상황과 맥락에 기초하여 이해되어야 하며 다른 국가들에 일반적으로 적용되기는 쉽지 않을 것이다. 특히 IMF 보고서에도 헤지펀드를 규제하는 것보다는 헤지펀드에게 공격을 받지 않도록 건전한 경제체제를 갖추는 것이 보다 현실적인 대안이라고 원칙적인 결론을 내어놓고 있다.

이러한 新自由主義란 개별 국민경제 주체들의 시장을 활짝 열어놓은 다음 이 시장을 통해 이익을 취하면서 대신에 손실은 개별국가나 그 국가의 국민들에게 떠넘기려는 거대기업 및 금융산업의 이익을 위한 이데올로기라고 할 수 있다. 이런 행동은 전 세계를 경제적으로 양극화시킬 뿐 아니라 거대자본도 역시 위협해질 수도 있으며, 결국에는 세계경제를 총체적인 위기로 몰고 갈 위험을 내포하고 있다. 어떻게 보면 신자유주의 질서는 세계경제가 번영하는 길이 될 수도 있지만 경우에 따라서는 세계적 규모의 모럴해저드(moral hazard)를 조장하는 체제가 될 가능성도 배제할 수 없으며, 國際的 投機資本의 世界化를 부추키는 이데올로기로 자리매김할 수도 있는 것이다.

1990년대의 경험에서 보듯이 短期投機資本의 폐해는 지대한 것이기 때문에 이에

449) 스탠포드대학의 Milton Friedman 교수는 시장참여자들의 투기적 행위가 왜곡된 시장가격을 바로 잡는다고 주장하였고, IMF는 한 국가의 자본통제가 금융위기 해결을 위한 최선의 방식이 아니며 외환위기의 원인은 자본이동으로부터 초래된 것이 아니라 부적절한 자본통제가 원인이라고 보고 있다. 조용득외, 『최신현대경제학』, 형설출판사, 2006. 8. 25, p. 446.

대한 방안으로 자본규제나 여러 가지 규제의 法制化를 통하여 해결하려는 움직임이 멈추지 않고 있다. 국제경제연구소의 버그스텐도 각국에 따라 단기적 자본에 대하여 일정한 규제를 실시하는 것이 도움이 될 수 있다고 지적했고 최근에는 IMF의 연구조차도 몇몇 특별한 경우 단기자본에 대한 통제가 경제를 안정시킬 수도 있다고 보고한 바 있다. 우리나라도 역시 이러한 단기투기자본에 대한 법제화가 필요하다. 과거 성급한 금융개방으로 위기를 맞았고, 그 위기 이후에도 여전히 금융시장을 개방하고 있는 한국의 현실에서는 더욱 더 그러하다.

지금까지의 세계경제질서가 강대국들의 패권주의에 의해 형성되고 유지되는 질서였다면 이제 새롭게 수립되는 질서는 전 인류의 복지와 번영에 기여하여야 한다. 바로 그러한 전제아래 자본의 자유로운 이동은 초국적 투기자본의 이윤극대화를 위한 것이 아니라 連帶性에 입각한 衡平과 效率性의 조화를 도모하고 모색하는 과정이어야 하는 것이다. 따라서 금융의 세계화와 관련하여 경제공동체 전체의 복지와 번영을 위한 자본이동의 자유화는 장려하고 권장되어야 하나, 헤지펀드와 같은 단기투기자본의 고수익 창출만을 위한 高危險의 資本移動의 自由化는 規制할 필요가 있는 것이다.

그러나 중요한 것은 자유로운 자본이동이라는 국제투자자본의 기본원칙을 훼손하는 논의가 자본규제논의에 중점이 되어서는 안된다는 것이며, ‘반 외자정서’로 비춰지는 자본규제에 선불리 집중하는 것은 얻는 것보다 잃는 것이 훨씬 크다는 점이다. 우리나라는 칠레나 말레이시아의 경우와는 크게 다르다. 이들 국가는 자원부국이며 국제투자자본을 규제하는 정책을 쓴다하더라도 충분히 자족할 능력이 있는 국가들이다. 우리나라와 같이 자본의존도가 큰 나라인 경우에 자본규제논의는 보다 신중할 필요가 있는 것이다. 더군다나 중국과 같은 기본체제가 다르고 경제대국으로 자리하고 있는 국가의 ‘자본통제’를 원용한다든지 하는 것은 위험천만한 일이다.

과거의 불행한 경험을 보상코자 국수주의적인 발상에 빠지는 것은 안될 것이다. 법제완비나 법적검토를 하는 이유는 과거를 바로잡자는 것이 아니라 다시금 외환위기와 같은 일을 방지하고자 하는 것이다. 헤지펀드와 같은 국제투기자본이 우리나라를 다시 위기로 몰고가지 않도록 방지하고자 함이고, 나아가서는 우리의 과거 경험을 살려 완전한 법제를 보유함으로써 국제투자법제가 미비한 개도국에 국제투자를 함에 있어서 보다 나은 투자지침을 제시하여 국가이익에 보탬이 되는 방향으로 응용하고자 하는 것이 보다 대승적 의미가 있는 것이다. 마치 군사적으로 핵을 보

유하는 것이 그 핵을 사용하여 전쟁수행능력을 높이자는데 목적이 있는 것이 아니라 핵을 보유함으로써 전쟁억지력을 가진다는데 의미가 더 큰 것과 같다. 따라서 법제완비와 법적검토를 충분히 하는 것은 필요하지만 그보다 더 중요한 것은 규제 그 자체에 의미가 있는 것이 아니라 앞으로 있을 단기투자자본의 준동을 미연에 방지하고자 하는 데 있으며, 단기투자자본에 위법행위가 있을 시 그 법적용도 최소한, 그리고 자본자유화 흐름을 최대한 유지하는 하는 한도내에서 적용하는 것이 무엇보다 중요하다. 즉 충분한 법적검토와 법적규제논의는 필요한 것이지만 그렇다고 하여 규제만을 위한 논의로 흘러가 버리는 것은 잘못이다.

근래에 들어 국제단기투자펀드의 영향력은 더욱 강력해지고 그 수에 있어서 증가하고 있다. 이로 인해 몇가지 문제점들을 고려하지 않을 수 없다. 기업지배구조와 주주행동주의란 무엇인가? 그렇다면 과연 영미식 기업지배구조가 진정한 글로벌스탠더드인가? 이러한 문제점들이 한국에서 보다 더 심각하게 논의되는 이유는 과연 한국의 법과 제도가 한국국민들과 기업의 이익을 충분히 보존할 수 있도록 기능하고 있는지, 외국자본에게는 특별한 활동의 자유를 보장하면서 국내자본의 활동은 억압하는 소위 ‘逆差別’은 없었는지에 대한 논의가 부족했기 때문이다. 즉 한국은 단기투자펀드가 별다른 위험부담 없이 공격할 수 있는 대상인 데 반해 이에 대한 대처능력은 미흡하다는 것이다. 이에 덧붙여 단기투자자본이 금융의 공공성을 무시하는 행위도 한국의 법과 제도가 미비한 점이 원인이라고 할 수 있다.

이제 실질적인 국제단기투자자본에 대한 규제방안으로서 고려할 수 있는 것은 ‘租稅政策’과 관련한 단기자본 유입규제책이다. 실지로 가장 실효성이 높은 단기투자자본 규제대책은 課稅와 관련된 정책이라고 할 수 있다. 그러한 과세와 관련된 정책을 위해서는 전제조건으로 통계 인프라를 구축해야 하는 것이 무엇보다 중요하다. 주식양도차익 금액과 면제세금규모, 조세피난처를 이용한 투자금액 및 비과세금액 규모 등 외국자본의 조세감면 규모에 관한 통계를 제대로 마련하는 것이 우선되어야 한다.

나아가서 租稅政策上 ‘實質課稅原則’을 확립하는 것이 중요하다. 소득이 발생한 국가에서 탈세하는 이른바 조세조약 쇼핑과 같은 租稅條約 濫用行爲를 막기 위해서는 실효성있는 실질과세가 필요하다. 외국자본의 투자소득에 대해 명목회사가 아닌 ‘實質投資家’를 기준으로 과세 여부를 결정하는 방향으로 국내 「稅法」이나 租稅條約 改正을 추진하는 것은 조세의 투명성을 높인다는 점에서도 매우 유용한 방안이

될 것이다. 그러나 여기서 간과해서는 안될 것은 투기자본 여부에 관한 판단은 사후적 판단인 반면에 조세는 사전적 조치이므로 과세의 도입에 있어서는 보다 신중한 접근이 필요하다는 것이다. 강경규제를 주장하는 측은 세법개정을 고려하고 있는 듯 하다. 이를테면 우리나라 조세법상 개인의 「소득세법」이나 법인에 대한 「법인세법」에 원천징수 규정이 있으므로 외국자본에 대한 과세가 가능함에도 「국세조세조정에 관한 법률」에서 “비거주자와 외국법인에 대해 조세조약이 우선한다.”고 규정함에 따라 실제 과세가 힘들음을 들어 「국세조세조정에 관한 법률」의 근거규정을 개정하려 한다면 이는 조세조약 위에 서는 법률을 허용하는 셈이 되며 국제투자의 정당한 룰에 어긋나는 것이 될 것이다. 이렇게 되면 이러한 행위는 국제자본에게 중대한 위협으로 보일 수 있으며 한국은 ‘위험한 국가’로 낙인찍히게 될 것이다. 물론 충분한 법적검토와 규제논의 그 자체는 미래를 위해서도 바람직한 일일 것이다.

또 하나의 효과적인 규제방안으로서 「증권거래법」상 5%룰과 관련한 公示義務를 강화하는 것은 외국자본에 대한 경영권 방어측면에서 중요한 법제라고 할 수 있다. 공시위반 행위에 대해서 5% 이상 지분에 대한 의결권 제한이나 처분명령 등을 통해 현행법상 처벌조항을 활용해야 한다. 현행법은 주식을 인수하려고 하는 기업에 대해 M&A 의도가 있다면 이를 밝히도록 공시제도를 바꾸었지만 여전히 資金의 出處에 대해 밝힐 여부를 부과하지 않고 있다. 미국처럼 5%룰 보고시 상세한 투자목적에 따라 공시의무를 부과하고 최종실질보유자에 대한 공시를 의무화해야 한다. 그리하여 자금출처에 대한 명확한 소명을 의무화해야 한다. 더욱이 5%룰을 악용하는 투자자를 막기 위해 保有目的 變更時에도 공시의무를 부여하고 이를 어기는 경우에는 「증권거래법」의 처벌조항을 적용할 필요가 있다. 이외에도 증권거래법의 域外適用도 검토하여야 할 사항이다. 그동안 감독의 사각지대였던 외국인의 불공정 행위를 막기 위하여는 해당국가 감독기구와의 공조체제를 통한 조사가 필수적이다.

이처럼 외자의 강경규제가 아닌 범위내에서 단기투기자본을 효율적으로 관리하기 위한 노력은 게을리 하지말아야 하며, 국가 및 지역별로 채택하고 있는 규제만으로는 국경을 급격하게 넘나드는 막대한 단기투기자본을 관리하기란 용이하지 않기 때문에 국제적인 공조체계도 고려해 보아야 한다. 따라서 國際法規 및 國際機構를 통한 ‘國際共同體的 解決方案’으로 투자펀드에 관한 國際規制基準을 마련하고, 비록 IMF 등에서 반대하고 있지만 국제적 금융위기를 상호 감시하고 지원할 수 있는 협

력체계를 구축하기 위하여, 더 나아가 아시아 역내 경제통합을 위한 발판을 마련한다는 의미에서, 유동성 공급창구로서 또한 가맹국의 거시경제여건 및 금융체제의 안정성에 대한 감독기능을 수행하기 위한 AMF 창설 논의를 재개할 필요가 있을 것이다. 이외에도 AFI나 AFEC 金融機構를 창설한다거나 기존의 ADB의 기능을 확충하여 그 역할을 담당하게 하는 등의 국제적 대응노력이 필요한 것이다.

외국투기자본에 대한 국내 투자자본을 육성하기 위한 제도적 개선과 입법을 서둘러야 한다. 이러한 역할을 담당할 토종세력으로 기관투자자 외에도 私募펀드를 양성화하여야 한다. 아직도 현행법은 펀드 육성보다는 규제에 치우친 감이 없지 않다. 사모펀드의 폐해를 너무 의식한 나머지 건전한 자본의 육성에는 소홀히 하고 있는데 지나치게 정의로운 것도 문제이다. 우리나라에서 사모펀드가 제대로 태동하지 못하는 저변에는 바로 이런 부정적 인식과 선입견이 자리잡고 있는 것이다. 자금의 모집부터 운용까지 온갖 규제로 묶여있고 기관투자자들은 리스크를 떠안으려 하지 않는 보수적 투자에만 빠져 있어 제대로된 토종자본이 육성되지 못한 것이다. 따라서 규제를 완화해야 할 것은 하고 토종자본을 육성하기 위한 새로운 입법에도 관심을 기울여야 할 것이다.

덧붙여 국제단기투기자본의 악영향을 차단하기 위해 규제를 강화할 경우 ‘資源의 效率的 配分’이라는 市場原理主義를 손상할 우려가 있다는 점을 잊지 말아야 한다. 이 시장원리주의를 원칙적으로 손상시키지 않는 범위내에서 국내적·지역적·국제적 해결방안을 마련하는 것이 과제일 것이다. 만약 최근처럼 한국에서 일어나고 있는 외국자본에 대한 비판적 정서가 심화된다면 투자의 안정성이 위협받고 외국자본은 썰물처럼 빠져나갈 수도 있는 것이다. 2006년들어 세계 모든 국가가 외국자본유입을 만끽하고 있을 때 유독 한국만이 자본유출과 자본시장 침체를 겪고 있는 것은 이러한 분위기와 무관하지 않다. 정부가 여론에 편승하여 시민단체들의 주장대로 ‘반 외자정서’를 정책으로 실행해 간다면 그것은 오판이 아닐 수 없다. 지금과 같이 외자에 대한 규제논리가 주류를 이루고 수많은 연구와 논문이 쏟아져 나오고 있는 상황에서 균형적 자세를 유지하는 것은 절실히 보인다. 이러한 점에서 이 논문은 자본자유화 틀을 깨지않고 단기투기자본의 규제에 대한 논의를 전개하고자 하였다. 이에 따라 글로벌 스탠더드에 맞게 차근차근 범제화하는 작업을 제한하고자 한다. 국제적 규제가 대세라 할지라도 한국이 앞서 나갈 필요는 없을 것이다. 오히려 우리 입장에서는 신중하게 규제화 작업을 진행하는 것이 국익에 도움이 될지도 모른

다. 한국이 국제투자자본들에게 있어서 ‘위험한 국가’가 되어 피해를 입는다면 그 손실은 온전히 국민에게 돌아가기 때문이다.



<참고문헌>

I. 國內文獻

1. 單行本

- 강남규 역, 『金融投機의 歷史-투립投機에서 인터넷 버블까지(Devil Take Hindmost)』, Edward Chancellor저, 국일증권경제연구소, 2001.
- 강성구, 『신자유주의의 역사와 진실』, 한울, 2000.
- 국제결제은행(BIS), 『1997년 각국 은행의 외채규모』, 1998. 2.
- 국제금융센터, 『글로벌 헤지펀드 보고서』, 2002.
- 국찬표, 『헤지펀드의 투자전략과 규제 감독』, 서강경영논총, 1998.
- 금융감독원, 『보유목적 기재방식 이원화 등 5% 공시 개선』, 정례 브리핑 자료, 2004
- 김건식, 송옥렬 공저, 『미국의 증권규제』, 홍문사, 2001.
- 김관호, 『美國의 兩者間 投資協定-韓·美投資協定の 意義 및 展望』, 대외경제정책연구원, 1998. 3.
- 김관호, 『投資保護에 관한 國際規範-兩者間 投資協定 MAI의 比較-』, 대외경제정책연구원, 1996. 12.
- 김관호, 『MAI의 意義와 韓國經濟에의 示唆點』, 대외경제정책연구원, 1997.
- 김관호·김준동, 『多者間 投資協定の 協商의 展望과 對應課題』, 대외경제정책연구원, 1997.
- 김대순, 『국제법론』 제8판, 삼영사, 2003.
- 김대순·김민서, 『국제경제조약집』, 삼영사, 2006. 1.
- 김동환, 김종천, 김안생 공저, 『21C 최신 M&A : 이론과 실제 및 전략』, 무역경영사, 2000.
- 김석진, 박민수, 『세계화와 新自由主義 批判을 위하여』, 共感, 1998.
- 김성준, 『WTO법의 형성과 전망(5. New Round)』, 삼성출판사, 1997. 7. 1.
- 김성환, 『정크 본드에서 헤지 펀드까지』, 자음과모음, 1999.
- 김세직, 양두용, 왕윤종, 황상인 공저, 『국제금융체제 개편의 주요쟁점연구』, 대외경제정책연구원, 2000.
- 김승식, 『한국증시에 한국인은 없다』, 시공사, 2004.
- 김연한, 차백인, 『국경간(cross-border)금융서비스 거래 확대에 따른 규제 재정비 방안』,

- 한국금융연구원, 2000.12.
- 대한무역투자진흥공사 편저, 『제9라운드 물결-WTO시대의 새로운 국제통상이슈-』, 比峰出版社, 1996.
- 대한상공회의소, 『경영권 방어제도의 역차별 현황과 정책시사점』, 2003. 10. 27.
- 민상기, 『헤지펀드란 무엇인가-그 실체와 대응』, 대한상공회의소 한국경제연구센터, 1999.
- 박찬운, 『국제인권법』, 1999.
- 법무부, 『UR협정의 법적고찰』, 上, 창신사, 1994.
- 삼성경제연구소, 『멕시코金融危機의 再照鑑』, 1998.
- 서익진 역, 『금융의 세계화(La mondialisation financière)』, Francois Chesnais저, 한울, 2002.
- 성용모, 『글로벌 경영시대의 국제금융시장』, 지영사, 1999.
- 신장섭, 장하준, 장진호 역, 『주식회사 한국의 구조조정, 무엇이 문제인가』, 창비, 2003.
- 양건, 김재원 역, 『국제인권법 개론』, 교육과학사, 1992.
- 왕상한 역, 『미국통상법과 대외정책분석-韓·美 통상 현안과 海法』, Michael K. Young 저, 법문사, 1997.
- 왕윤종의, 『동북아 경제협력 ; 금융협력』, 대외경제정책연구원, 2005. 5. 31.
- 외무부 대외경제국 외국인투자과, 『OECD 국제투자규범(MAI)제정 논의동향 및 대응방안』, 1995.
- 유재천역, 『세계는 하나, 우리의 이웃』, 조선일보사, 1995.
- 윤소영, 『신자유주의적 금융세계화와 워싱턴 콘센서스』, 공감, 1999.
- 이강남, 『유럽의 通貨統合 - EU와 단일통화의 창출』, 법문사, 1995.
- 이상규, 이종규, 『금융그룹화가 금융산업구조에 미치는 영향』, 2003 한국금융학 · 한국은행 공동주최 세미나 『금융그룹화의 영향과 정책과제』, 2003.
- 이승욱 역, 『천재들의 실패(When Genius Failed)』, Roger Lowenstein 저, 동방미디어, 2001.
- 이영우, 『헤지펀드 운용실태와 國別 환투기 사례분석』, 대외경제정책연구원, 1998.
- 이재봉외 역, 『平和的 手段에 의한 平和(Peace by peaceful means)』, Johan Galtung저, 들녘, 2000.
- 이찬근, 『세계금융체제개편논쟁 뉴금융라운드』, 모색, 1999.
- 이찬근, 『창틀에 갇힌 작은 籠』, 물푸레, 2002.
- 이찬근, 『투기자본과 미국의 패권』, 연구사, 1998.
- 이해영, 『낮선 식민지, 한미FTA』, 메이데이, 2006. 6.
- 장세진, 『외환위기와 한국 기업집단의 변화 : 재벌의 흥망』, 박영사, 2003.

- 장승화, 『兩者間 투자협정』, 법무부, 2001, 12.
- 재정경제부, 금융감독위원회, 『공적자금백서』, 2000.
- 조용득외, 『최신현대경제학』, 형설출판사, 2006. 8. 25.
- 증권거래소, 『미국의 Junk Bond 시장』, 1997.
- 최승환, 『국제경제법』 제3판, 법영사, 2006.
- 한국금융감독원, 『國際金融情報』, 1999. 7.
- 한국금융연구원, 『國際金融動向과 構造變化』, 1998. 12.
- 한국금융연구원, 『週間國際金融動向』, 12권 17호, 2003.
- 한국사회경제학회, 『격동의 자본주의-경제체제의 해체와 재편-』, 사회경제평론 제15호, 풀빛, 2000.
- 한국사회경제학회, 『세계화의 도전과 대안적 자본주의 모색』, 사회경제평론 제16호, 풀빛, 2001.
- 한국은행, 『국민계정』, 2003. 11.
- 한국은행, 『금융안정보고서』, 제5호, 2005. 4.
- 한국은행, 『최근의 설비투자 동향과 특징』, 2004.
- 한국은행, 『최근 제기되고 있는 短期資本規制 方案』, 1998.
- 한국은행, 『투기적 단기자본이동 규제방안과 금융시스템 강화필요성』, 1998.
- 한국은행, 『해외경제정보』, 1998.
- 한국증권거래소, 『美國의 Junk Bond 市場』, 1997.
- 한국증권업협회, 『금융자산관리사 II』, 2004.
- 한국증권업협회, 『금융자산관리사 IV』, 2004.
- 한국증권업협회, 『금융자산관리사 V』, 2004.
- 한국증권연구원, 『헤지펀드의 特性和 規制』, 1998.
- 한상복, 『한국의 부자들』, 위즈덤하우스, 2003.
- 현대경제연구소, 『글로벌헤지펀드의 最近 推移 및 國內投資展望』, 1998.

2. 論文

- 강경숙, “조세피난처 진출법인에 대한 과세정책”, 『조세연구』 제2권, 2002.
- 강명세, “국제통화체제의 정치”, 『국가전략』, 세종연구소, 2000년 제6권 1호.
- 강철규, “경쟁력과 기업지배구조 : 국제비교와 평가”, 한국학술진흥재단, 1997.
- 고동수, “바람직한 미래지향적 기업지배구조”, 『KIET 산업경제』, 산업연구원, 2005. 8.
- 고준성, “다자간투자협정(MAI)안의 분쟁해결제도에 관한 연구”, 『통상법률』, 법무부,

1997. 10.

- 고형식, “진로와 골드만삭스”, 이찬근외 지음, 『한국경제가 사라진다』, 21세기북스, 2004.
- 고형식, “비거주자 법인에 대한 과세”, 토론회 ‘투기자본과세 어떻게 할 것인가?’, 투기자본감시 센터, 2005. 6.
- 공정거래위원회, “외국인의 국내 주식투자 증가에 따른 적대적 M&A 가능성 및 평가”, 정례브리핑 자료, 2004.
- 국찬표, “헤지펀드의 투자전략과 규제감독”, 서강경영논총, 1998.
- 권오승, “금융지주회사에 관한 법적연구”, 숭실대학교 대학원 학위논문, 2002. 6.
- 김관호, “다자간투자규범의 논의현황 및 전망”, 『WTO체제의 정착과 신통상의제』, 대외경제연구원, 1996. 10.
- 김관호, “美國의 投資協定 모델 改正과 示唆點”, 『통상법률』 제68호, 법무부, 2006. 4.
- 김득갑, “다자간 투자협정의 난제”, 『국제통상연구』, 한국국제통상학회, 2000.
- 김득갑, “유럽 기업지배구조의 현황과 전망”, 삼성경제연구소 Issue Paper, 2003. 12. 30.
- 김민서, “多國籍 企業의 國籍과 管轄權에 대한 國際法的 研究”, 법학박사학위논문, 연세대학교 대학원, 2000. 2.
- 김부찬, “국제기업의 국제법주체성과 외교적 보호제도”, 『국제법학회논총』 제44권 제2호, 1999.
- 김부찬, “국제법상 少數者의 權利”, 『동아시아연구논총』 8집, 제주대학교 평화연구소, 1998.
- 김부찬, “Global Governance and the International Rule of Law”, 『국제법학회논총』, 대한국제법학회, 제45권 2호, 2000. 12.
- 김성철, “국가주권과 세계화”, 『국가전략』, 세종연구소, 2000년 겨울호.
- 김성환, “정크 본드에서 헤지 펀드까지”, 자음과 모음, 1999.
- 김성희, “왜곡된 제도화와 진전된 유연화 : 김대중 정부의 노동정책 평가”, 전창환, 김진방 외, 『위기 이후 한국자본주의』, 풀빛, 2004.
- 김영철, “투기자본과 토빈세 도입 논의”, 토론회 ‘투기자본 과세, 어떻게 할 것인가?’, 투기자본감시센터, 2005. 6. 22
- 김완중, “말레이시아의 자본통제정책평가와 최근경제정책변화”, 『세계경제』, 1999. 4.
- 김용기, “금융의 공공성과 금융규제”, 이찬근외 지음, 『한국경제가 사라진다』, 21세기북스, 2004.
- 김용기, “소버린의 SK(주) 경영권 위협”, 이찬근외 지음, 『한국경제가 사라진다』, 21세기북스, 2004.
- 김유선, “비정규직 증가 원인”, 『사회경제평론』 21 : 2003.
- 김유선, “소버린의 SK(주) 경영권 위협”, 이찬근외 지음, 『한국경제가 사라진다』, 21세기북스, 2004.

- 기북스, 2004.
- 김인숙, “WTO체제하에서의 외국인직접투자(FDI)보호에 관한 연구”, 서울대학교 법학과 박사학위논문, 2003. 8.
- 김정환, “중국의 金融市場과 주요 이슈, 『국제금융 : 동향과 구조변화』, 한국금융 연구원, 2002. 3.
- 김준동, “외국인직접투자의 장애요인과 촉진방안”, 대외경제정책연구원, 1997.
- 김준동, “헤지펀드의 레버리지에 관한 분석”, 서울사회경제연구소 월례토론회발표논문, 2001. 5. 12.
- 김진일, “국제금융의 불안정성과 새로운 공공재 개념의 모색”, 한국사회경제학회 2004 여론학술대회 발표 논문, 2004.
- 김진일, “환율상승에 따른 경제긴축 가능성에 대한 연구”, 『경제발전연구』, 한국경제발전학회, 2004.
- 김채형, “양자간 투자협정에 대한 미국의 정책”, 『국제·지역연구』 제6권 제2호, 2002. 12.
- 김태준, “주식시장을 통한 자본이동하에서 거시경제정책의 운용”, 경제학연구, 2001.
- 김태준, “OECD 經常貿易外去來 및 資本移動 自由化規約과 韓國의 自由化 現況”, 대외경제정책연구원, 1992.
- 김형태, “Private Equity Fund의 활성화-기업인수사모펀드(Buyout Fund)를 중심으로-”, 2004년 한국금융학회·예금보험공사 주최 동계금융심포지엄 발표자료, 2004.
- 노대명, “한국의 빈곤실태, 그 현황과 쟁점”, 『기억과 전망』, 5(겨울) : 2003.
- 대한상공회의소, “해외투기자본 유입의 영향과 대응과제”, 2005.
- 도시환, “國際經濟法上 자본이동자유화의 법제에 관한 연구”, 법학박사학위논문, 한국의국어대학 대학원, 2003. 2.
- 도시환, “국제자본이동의 법적 문제점과 규제방안”, 『국제법학회논총』 제48권 제1호, 2003.
- 박복영, “헤지펀드의 레버리지에 관한 분석”, 서울사회경제연구소 월례토론회 발표논문, 2001.
- 박삼철, “투자펀드의 법적구조와 환매규제에 관한 연구”, 고려대학교 대학원 법학과 박사학위 논문, 2003. 12.
- 박완근, “헤지펀드의 實態와 LTCM 危機의 교훈”, 한국은행 조사국, 1999.
- 박용현, “세이프가드 제도에 관한 연구”, 『국제법학회논총』 제79권, 1996. 6.
- 박원암, “Was Korea's Financial Crisis Self-Fulfilling”, 『국제금융 : 동향과 구조변화』, 2000.4.

- 박철영, “국제자본이동이론에 관한 일 고찰 : 국제자본 유량에 대한 포르트폴리오 접근”, 한국외국어대학교 대학원 경영학과, 1982.
- 박철환, “국제자본이동에 관한 일 연구”, 성균관대학교 대학원, 1979.
- 백용기, “거시경제와 금융안정”, 금융안정 세미나 발표 논문, 2002년 11월 19일 한국은행, 2002.
- 백제흠, “피지배외국법인의 유보소득 과세제도에 관한 연구”, 서울대학교 법학과 대학원 박사학위 논문, 2005. 2.
- 산업자원부 수출과, “WTO 事務局이 10. 10 발표한 2001년 世界貿易統計 정리자료”, 산업자원부, 2002.
- 서창록외, “거버넌스의 개념 : 거버넌스의 개념과 쟁점에 관한 소고”, 김석준외 『거버넌스의 정치학』, 법문사, 2002. 11,
- 서헌제, “OECD의 다자간투자협정(MAI)”, 『상사법연구』 제16호 제2권, 한국상사법학회, 1997.
- 성낙선, “외환, 금융위기 이후 사회복지제도의 변화와 빈곤문제”, 진창환, 김진방 외, 『위기 이후 한국자본주의』, 풀빛, 2004.
- 송원근, “외환위기를 전후한 재벌 사업구조의 변화”, 『한국의 재벌 - 기초자료 수집, 분석 및 평가(한국학술진흥재단 기초학문 육성사업 지원연구) 제2차 연구성과발표자료집』, 2004.
- 송종준, “국가기간산업 보호를 위한 제도적 장치”, 『나라경제』, 한국개발연구원(KDI), 2003.
- 신광영, “한국의 사회계급과 불평등 실태”, 『경제와 사회』 59(가을) : 2003.
- 신상기, “동아시아 금융, 외환위기의 원인과 방향과제”, 서울사회경제연구소 Working per Series 127, 2001. 3.
- 신창훈, “국제법상 개인의 법적 지위”, 국제법평론회 2006년학도 학술대회 발제문, 2006.
- 안성봉, “資本移動性 增大와 金融不安定 : 韓國의 經驗”, 韓國銀行 特別研究室, 2000.
- 안현효, “발전경제학의 전망” - 두 개의 방법론적 이슈 -, 『사회경제평론』 제21호, 2003. 10.
- 왕상한, “美國의 엑스-플로리오法과 國家安保”, 국회 ‘외국자본규제’ 토론회, 2006. 4. 11.
- 왕상한, “外國人 投資規制를 위한 개정법률안에 관한 소고”, 『상사법연구』 제25권 제2호, 2006,
- 왕윤종, “OECD투자규범에 관한 一考察”, 『통상법률』, 1995.
- 왕윤종, 이우성, “적대적 M&A의 위협과 대책”, 이찬근외 지음, 『한국경제가 사라진다』, 21세기북스, 2004.
- 여혁중, “한국판 Exon-Florio법의 도입 문제”, 『정보통신정책』, 2006. 8.

- 윤상우, “동아시아 발전국가의 위기와 재편 : 한국과 대만 비교연구”, 고려대학교 사회학과 박사 학위논문, 2002.
- 이공순, “투기자본의 사회적 기초”, 금융경제연구소 간담회 발제문, 2004, 9.
- 이기욱, “실질과세원칙에 관한 연구”, 건국대 행정대학원 석사학위논문, 2001. 2.
- 이대순, “외환은행 매각의 법률상 문제”, 금융경제연구소 주최 투기자본 국민대토론회 발표자료, 2004.
- 이동기, “강한 기업의 지식경영과 지배구조”, 한국경제연구센터, 2000.
- 이병천, “급진적 자유화와 혁신경제 이행의 함정 : 양극화와 탈민족화의 위험”, 금융경제연구소 간담회 발제문, 2004, 10.
- 이병천, “세계자본주의 覇權모델로서의 미국경제”, 『격동의 자본주의-경제체제의 체제와 개편』 사회경제평론 제15호 한국사회경제학회, 풀빛, 2000. 10.
- 이승철, “공공적 법인 보호와 공정한 경영권 경쟁환경 조성”, 국회 ‘외국자본규제’ 토론회, 2006. 4. 11. <홈페이지 www.minsim.or.kr>
- 이영우, “外換危機 이후 資本統制政策에 대한 재평가 와 시사점”, 대외경제정책연구원, 월간 KIEP世界經濟, 1999. 11.
- 이영주의, “펀드자본주의의 명과 암”, 『CEO Information』 제571호, 삼성경제연구소, 2006. 9. 20.
- 이영환, “한국사회의 빈곤과 사회정책”, 『기억과 전망』 5(겨울), 2003.
- 이우식, “사모펀드 현황과 시사점”, 『CEO Focus』 제145권, 2004.
- 이장영, “Monetary and Financial Policies in Korea after the Crisis”, 『국제금융 : 동향과 구조변화』, 한국금융연구원, 2000.2.
- 이장희, “국제개발법의 개념과 법적 기준”, 『대한국제법학회논총』, 제30권 제2호, 1985. 12.
- 이장희, “人權으로서의 開發에 대한 權利”, 『국제법학회논총』, 제33권 제1호, 1988.
- 이장희, “第3世代 人權의 概念”, 『碩岩 배재식 박사 회갑기념 논문집: 인권과 국제법』, 박영사, 1989.
- 이재경, “Limitation on treaty benefits”, 서울대 법학과 석사학위논문, 1999. 2.
- 이종열, “중속대리인 과세제도의 폐지와 이전가격세제로의 대체 가능성에 관한 연구 : OECD 모델 조세조약을 중심으로”, 경희대 회계학 박사학위논문, 2000. 8.
- 이찬근, “세계금융체제 改編論爭의 구조와 한계: 아시아적 解法의 構想”, 『무역학회지』 제25권3호, 한국무역학회, 2000.9.
- 이찬근, “유럽 소국의 기업지배권 방어기제”, 『사회경제평론』, 제21호, 2003. 10.
- 이천표, “국제자본이동, 자본이동의 통제 및 자본자유화”, 경제논집, 제29권 제3호, 1990.
- 이천표, “國際 핫머니의 유출입과 대응방안”, 대한상공회의소 한국경제연구센터, 1995.12.

- 이충렬, “한국 통화위기의 성격과 발생 원인에 대한 연구”, 『국제금융 : 동향과 구조변화』, 2003. 10.
- 이태로, “Treaty Shopping”, 『조세법연구 I』, 세경사, 1995.
- 이한상, “한국의 자본이동의 통화론적인 실증분석 연구”, 한국외국어대학교 대학원, 1985.
- 이해영, “新自由主義的 世界化와 韓美投資協定”, 『투자협정/자유무역협정과 한국경제에 관한 국회토론회 자료집』, 21세기 국가경영연구회, 2001. 4. 17.
- 이해영, “2006년 무역장벽보고서와 한미FTA”, 국회 ‘외국자본규제’ 토론회, 2006. 4. 11.
- 임운택, “포스트포드주의로의 변형과 유연한 자본주의 - 세계화, 주주 자본주의, 아메리카 니즘”, 『한국사회학』 제37집 6호, 2003.
- 임현진, 정일준, “한국 민주주의의 현주소 : 세계화 정책과 신자유주의적 구조조정”, 강정구 외, 『한국사회발전연구』, 나남, 2003.
- 임호열, 박진호, “헤지펀드의 최근 동향과 주요국의 정책대응”, 한국은행 조사국, 2006. 6.
- 장덕준, “1990년대 러시아 사유화의 전개 : 개혁의 성과 또는 ‘크로니 자본주의’의 원천”, 한양대학교 아태지역연구센터, 2004.
- 장우혁, “원-달러 NDF 환율과 국내 외환시장간의 연관성 분석”, 중앙대 대학원, 2002. 2.
- 장원창, “資本統制가 금융변수에 미치는 영향 : 태국·말레이시아 사례 연구”, 『국제금융 : 동향과 구조변화』, 한국금융연구원, 2000. 12.
- 장화식, “투기자본의 제2금융권 지배와 그 폐해”, 이찬근외 지음, 『한국경제가 사라진다』, 21세기북스, 2004.
- 전경일, “國際開發法制的 考察”, 『법학논총』, 단국대학교 부설 법학연구소, 2005. 2.
- 전승철외, “투기성 외국자본의 문제점과 정책 과제”, 『금융경제연구』 제213호, 한국은행 금융경제연구원, 2005.
- 전주성, “國際資本移動이 國內資本形成 및 經常收支에 미치는 效果”, 대외경제정책연구원, 1996.
- 전창환, “國際通貨體制的 變形과 通貨의 國際化”, 『한신논문집』, 제16집제2권, 한신대학교, 1999.
- 전창환, “글로벌 금융의 통제 : 토빈세를 중심으로”, 대안연대회의 하계 워크샵, 2002. 8. 30.
- 전창환, “금융세계화와 외환금융위기”, 『위기 그리고 대전환』, 당대, 1998.
- 전창환, “신자유주의적 금융화와 미국자본주의의 구조변화”, 『미국자본주의 해부』, 풀빛, 2001.
- 전창환, “토빈세 도입의 효과와 의의”, 대안연대 발표논문, 2002. 7. 8.
- 정설아, “중국 QFII 제도의 개선 및 영향”, 『하나경제리포트』 제169호, 하나경제연구소, 2004. 9.

- 정성배, “[논단] 세계 차원의 시민운동”, 『한겨레 21』, 1999. 7. 20.
- 정익준, 차진섭, “금융안정에 대한 연구”, 『금융경제총서』, 2001. 3. 제5호, 한국은행 특별연구실, 2001.
- 정진영, “금융세계화, 국가, 민주주의”, 『국제·지역연구』 제8권 제1호, 1999년 봄호.
- 정진영, “세계화와 신자유주의 : 超國的 지배이데올로기인가, 국가-시장관계의 재조정인가?”, 『사회과학연구』 제6호, 동국대학교 사회과학원, 1998.5.
- 조복현, “금융자유화와 금융위기”, 『사회경제평론』 제21호, 2003.
- 조복현, “銀行經營의 形態變化와 經濟的 效果”, 이찬근외 지음, 『한국경제가 사라진다』, 21세기북스, 2004.
- 조원희, “신자유주의 세계화의 배경과 역사적 의미”, 『실천문학』 (겨울호), 2001.
- 조원희 & 김영용, “사유재산, 시장제도와 외부화 - 시장근본주의 비판을 위한 일반이론”, 『한국사회경제학회 2003년 봄학술대회 자료집』, 2003.
- 좋은기업지배구조연구소, “議決權制限 規程 回避를 위해 株式 分散保有”, 『이슈리포트 소버린』, 2004.
- 진시원, “한국 외국인 투자구조의 문제점과 개선책”, 고려대학교 평화연구소, 『평화연구』 제12권 1호, 2003/2004년 겨울.
- 최공필, “Comparison of Monetary Policy Rules for a Financially Vulnerable Economy : The Case of Korea”, 『국제금융 : 동향과 구조변화』, 한국금융연구원, 2001. 12.
- 최공필, “The Early Warning System for Currency Curses in Korea”, 『국제금융 : 동향과 구조변화』, 한국금융연구원, 2001. 12.
- 최공필, “Was Korea's Financial Crisis Self-Fulfilling”, 『국제금융 : 동향과 구조변화』, 한국금융연구원, 2000. 4.
- 최준선, 김순석, “회사법 개정방향에 관한 연구”, 한국상장회사협의회, 2005. 1. 20.
- 최현만, “산업 내에서의 PEF의 역할”, 미래에셋증권(주), 2004.
- 하나경제연구소, “외국자본의 오피스빌딩 투자”, 2004.
- 한국금융연구원(KIF) 조찬회, “경제여건의 변화와 우리 금융산업의 미래,” 『국제금융 : 동향과 구조변화』, 한국금융연구원, 2003. 12.
- 홍덕률, “1987년 이후의 정부와 재벌관계의 변화”, 『경제와 사회』 30(여름), 1996.
- 홍영기, “위기 이후 금융시스템 전환의 성격과 한계”, 전창환, 김진방 외, 『위기 이후 한국자본주의』, 풀빛, 2004.

II. 外國文獻

1. 單行本

- Aglietta, M., *Ein neues Akkumulationsregime, Die Regulationstheorie auf dem prfstand*, Hamburg : VSA, 2000.
- Alexander M. Ineichen, *Absolute returns : the risk and opportunities of hedge fund investing*, J. Wiley, 2003.
- Amsden, Alice, *Asia's Next Giant : South Korea and Late Industrialization* , London : Oxford University Press, 1989.
- APEC, *APEC Brochure 2001*, APEC, Singapore, 2001a.
<http://www.apecsec.org.sg/apec_organization/brochure2001.html>
- APEC, *Investment 2001 Collective Action Plan (CAP)*, APEC, Singapore, 2001b.
<<http://www.apecsec.org.sg/cti/cti99/rpt2mins99a4.html>>
- APEC, *Options for Investment Liberalization and Business Facilitation to Strengthen the APEC Economies-For Voluntary Inclusion in Individual Action Plans (Menu of Options)*, APEC, Singapore, 2002.
<http://www.apecsec.org.sg/committee/menu_investment.html>
- Babb, Sarah, *Managing Mexico : Economists from Nationalism to Neoliberalism*, Princeton : Princeton University Press, 2001.
- Bank Negara Malaysia (BNM), *The Central Bank and the Financial System in Malaysia*, Kuala Lumpur, 1999.
- Barry Eichengreen, *Globalizing Capital : A History of the International Monetary System*, Princeton university Press, 1998.
- Barry Eichengreen, Prerequisites for International Monery Stability, *Bretton Woods : Looking to the Future(Bretton Woods Commission)*, c-41.1994.
- Barry Eichengreen, *Toward a new international financial architecture a practical post-asia agenda*, institute for international economics, washington, DC, 1999.
- 2.
- Barry Eichengreen & Donald Mathieson, *Hedge Funds : What do we really know?*, Economic Issue No. 19, IMF, 1999.
- Beverly Chandler, *Investing with the hedge fund giants : profit whether markets rise or fall*, Financial Times Pitman, 1998.

- Bishop, Bernie., *Liberalizing Foreign Direct Investment Policies in the APEC Region*, Ashgate Publishing Limited, Aldershot, 2001.
- Callum Henderson, *Asia falling : making sense of the Asian crisis and its aftermath*, McGraw-Hill, 1998.
- Chae-Shick Chung, Se-Jik Kim, *New evidence on high interest rate policy during the Korean crisis*, Korea Institute for International Economic Policy, 2002.
- Chang, Ha-Joon, *The Political Economy of Industrial Policy*, New York : St. Martin's Press, 1994.
- Copeland, T., T. Koller and J. Murrin, *Unternehmenswet, Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung*, Frankfurt am Main/New York : Campus Verlag, 1993.
- Coruch, C. and W. Streeck. eds., *Political Economy of Modern Capitalism*, London : Sage Pubification, 2002.
- Cox, R., *Production, power, and World Order : Social Forces in the Making of History*, New York: Columbia University Press, 1987.
- Crotty, J. and Epstein G, *In Defense of Capital Control*, Socialist Register, 1996.
- Cullen, Iain, and Parry, Helen, *Hedge Fund :Law and Regulation*, Sweet and Maxwell, 2001.
- Daniel A. Strachman, *Getting started in hedge funds*, Wiley, 2000.
- Dezalay, Yves & Bryant G. Garth, *The Internationalization of Palace Wars : Lawyers, Economists, and the Contest to Transform Latin American States*, Chicago : University of Chicago Press, 2002.
- Dornbusch, Rudiger and Sebastian Edwards, *The Macroeconomics of Populism in Latin America*, University of Chicago Press, 1991.
- E. Granam and P. Krugman, *Foreign Direct Investment in the United States*, Institute for International Economics, 1991.
- Ellwood, Wayne, *The No-Nonsense Guide to Globalization*, London : Verso, 2001.
- Evans, Pater, *Embedded Autonomy : States and Industrial Transformation*, Princeton : Princeton University Press, 1995.
- Finger, J. M. and A. Olechowski , *The Uruguay Round : A Handbook*, World Bank, 1987.
- Forbes, Kristine J., *Capital Controls : Mud in the Wheels of the Market Discipline*. NBER Working Paper No. 10284, 2004.

- G. Duménil & D. Lévy , *Capital Resurgent* , Harvard University Press , 2004.
- Gallego, Francisco, *Leonardo Hernandez and Klaus Schmitt-Hebbel, Capital Controls in Chile : Effective? Efficient?* Central Bank of Chile Working Paper No. 59, 1999.
- Gordon de Brouwer, *Hedge funds in emerging markets*, Cambridge University Press, 2001.
- Graham, Edward M., *Global Corporations and National Governments*, Institute for International Economics, Washington D. C, 1996.
- Hoekman, Bernard and Michael Kotestecki, *The Political Economy of the World Trading System : From GATT to WTO*, Oxford : Oxford University Press, 1996.
- Hoogvelt, Ankie, *Globalization and the Postcolonial World : The New Political Economy of Development* , London : Macmillan, 1997.
- IMF, *Capital Controls : Country Experiences with Their Use and Liberalization*, 2000.
Institute of International Finance (IIF), *Comparative Statistics for Emerging Market Economies*, December 1998.
- J. Gray, *False Dawn – The Delusion of Global Capitalism*, Granta Publications, 1998.
- Jackson, John H, *Restructuring the GATT System*, New York and London : Council on Foreign Relations Press and The Royal Institute for International Affairs/Printer Publisher, 1990.
- James P. Owen, *The prudent investor's guide to hedge funds : profiting from uncertainty and volatility*, John Wiley & Sons, 2000.
- Jess Lederman and Robert A. Klein, *Hedge funds : investment and portfolio strategies for the institutional investor*, Irwin Professional Publishing, 1995.
- Johnson, Chalmers, *MITI and the Japanese Miracle* , Stanford, CA : Stanford University Press, 1982.
- Joseph G. Nicholas, *Market-neutral investing : long/short hedge fund strategies*, Bloomberg Press, 2000.
- Kim, Eun Mee, *Big Business, Strong State : Collusion and Conflict in South Korean Development, 1960~1990* , Albany, NY : State University of New York Press, 1997.
- Laurence A. Connor, *Investment secrets of a hedge fund manager : exploiting the herd mentality of the financial markets*, Probus Pub, 1995.
- Lee, Kang-Kook, *The Political Economy of Capital Controls, Liberalization and the*

- Crisis in Korea. mimeo*, 2004.
- Lowenstein, Roger, *When Genius Failed*, Melanie Jackson Agency, 2000.
- Marcus Fleming, "Domestic Financial Policies under Fixes Floating Exchange Rates", *IMF Staff Paper*, n.9(November 1962); Robert Mundell, "Capital Mobility and Stabilization Policy under Fix and Flexible Rates", *Canadian Journal of Economics and Political Science*, 29(November 1963).
- Mark Boucher, *The hedge fund edge : maximum profit/minimum risk global trend trading strategies*, Wiley, 1999.
- Max Corden, *The Asian crisis : is there a way out?*, Institute of Southeast Asian Studies, 1999.
- McKinnon, R. I., *The Order of Economic Liberalization*. Johns Hopkins University Press, 1991.
- Mihaly Simai, *The Future of Global Governance*, Washington D. C : United States Institute of Peace Press, 1994.
- Morris Goldstein, *The Asian financial crisis : causes, cures, and systemic implications*, Institute for International Economics, 1998.
- Muchlinski, P., *Multilateral Enterprises and the Law*, Blackwell, 1995.
- Organization for Economic Cooperation and Development (OECD), *Code of Liberalization of Capital Movements-text*, Paris : OECD, 1995.
<<http://www.oecd.org/daf/cm/codes/clcmart.html>>
- Organization for Economic Cooperation and Development (OECD), *The MAI Negotiating Text* (as of 24 April 1998), Paris : OECD, 1998a.
<<http://www.oecd.org/daf/cm/mai/maitem.pdf>>
- Organization for Economic Cooperation and Development (OECD), *The OECD Code of Liberalization of Current Invisible Operations-text*. Paris : OECD, 1991.
<<http://www.oecd.org/dar/cm/codes/clioart.htm>>
- Park, Sung-hoon., *Issues of the WTO New Round and APEC's Role*, Korea Institute for International Economic Policy, Seoul, 2000.
- Peter Temple, *Hedge funds : courtesans of capitalism*, John Wiley & Sons, 2001.
- R. Cox , *Production, power, and World order : Social Forces in the Making of History*, New York : Columbia University Press, 1987.
- Randall, Vicky, and Robin Theobald, *Political Change and Underdevelopment : A Critical Introduction to Third World Politics*, London : Macmillan, 1998.

- Richard Agenor, *The Asian financial crisis : causes, contagion and consequences*, Cambridge University Press, 1999.
- Richard Hills, *Hedge funds : an introduction to skill based investment strategies*, Rushmere Wynne, 1996.
- Robert A. Jaeger, *All About Hedge Funds ; Legal and Regulatory Issues*, Chapter 12, The McGraw-Hill Companies, 2003.
- Robert Gilpin, *The Challenge of Global Capitalism*, Princeton : Princeton University Press, 2000.
- Robert Wade, *Governing the Market : Economic Theory and Role of Government in East Asian Industrialization*, Princeton : Princeton University Press, 1990.
- Robin, S. and Hufbauer, G. eds., *Emerging Standards of International Trade and Investment*, Rowman & Allanheld, 1983.
- Ronald A. Lake, *Evaluating and implementing hedge fund strategies : the experience of managers and investors*, Euromoney, 1999.
- Schott, Jeffrey J, *The Uruguay Round : An Assessment*, Washington, D. C. : Institute for International Economics, 1994.
- Simon Gleeson, *Financial Services Regulation : The New Regime*, Sweet & Maxwell, 1999.
- Sornarajah, M., *The International Law on Foreign Investment*, Cambridge University Press, 1994.
- Stanley Fischer, *IMF essays from a time of crisis : the international financial system, stabilization, and development*, MIT Press. 2004.
- Stefano Lavinio, *The hedge fund handbook : a definitive guide for analyzing and evaluating alternative investments*, McGraw-Hill, 2000.
- Stephen Woolcock, *Investment in the WTO, in The World Trade Organization millennium round : freer trade in the twenty-first century*, Klaus Gunter Deutsch and Bernhard Speyer eds., London, New York : Routledge, 2001.
- Stuart A. McCrary, *Hedge Fund Course*, John Wiley&Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2005.
- The Commission on Global Governance, *Our Global Neighborhood*, Oxford : Oxford University Press, 1995.
- Thomas Buergenthal, *International Human Rights in a Nutshell* , West Publishing Company's Nutshell Series, 1995.

- UNCTAD, *Bilateral Investment Treaties in the Mid-1990s*, Scope and Definition, UN, 1998.
- UNCTAD, *Key Issues in the Emerging International Framework of FDI*, UNCTAD Note to Correspondents, UNCTAD, Geneva, 2000b.
<<http://www.unctad.org/iia/Press/nc0007.html>>
- UNCTAD, *Trade and Development Report, 2000*, New York and Geneva, 2000.
- Von Philipp Cottier, *Hedge funds and managed futures : performance, risks, strategies, and use in investment portfolios*, P. Haupt, 1997.
- W. Gleider, *One World, Ready or Not*, Simon & Schuster, 1997.
- Weiss, Linda, *The Myth of the Powerless State*, Ithaca, Cornell University Press, 1998.
- Willem, *Financial markets and European monetary cooperation : the lessons of the 1992-93 exchange rate mechanism crisis*, Cambridge University Press, 1998.
- William J. Cerdnd, *Fundamentals of hedge fund investing : a professional investor's guide*, McGraw-Hill, 1998.
- Woo-Cumings, Meredith (ed.) *The Developmental State*, Ithaca, NT : Cornell University Press, 1999.
- Woo, Jung-en [Meredith Woo-Cumings], *Race to the Swift : State and Finance in Korean Industrialization*, New York : Columbia University Press, 1991.
- Woo, Wing Thye, Sachs, Jeffrey D., and Schwab, Klaus, *The Asian financial crisis : lessons for a resilient Asia*, Cambridge, Mass : London : MIT Press, 2000.
- World Bank, *Global Economic Prospects 2003: Investing to Unlock Global Opportunities*,
<<http://publications.worldbank.org/catalog/conyent-download?revision-id=2637151>>
- World Trade Organization (WTO), *Trade and Foreign Direct Investment*, Geneva : WTO, October, 1996a.
- WTO, *Doha WTO, Ministerial 2001 : Ministerial Declaration*, WTO, Geneva. 2001.
<http://www.wto.org/english/thewto_e/minist_e/min01_e/mindecl_e.html>
- 浜田和幸, 「ヘッジファンド : 世紀末の妖怪」, 文藝春秋, 1999.

2. 論文

- A. Shleifer & R. W. Vishney, “The Limits of Arbitrage”, *The Journal of Finance*, LII(1), 1997.

- Allan S Nam, “The Asian Financial Crisis : Causes and Remedies” , 『법학연구』 제14권 4호, 2004. 12.
- Allen, F. and D. Gale, “Comparing Financial Systems : A Survey” , University of Pennsylvania, Warton School, Financial Institution Center Working Paper 01-15, 2001.
- Amsden Alice, “The Spector of Anglo-Saxonization Is Haunting South Korea” , in Lee-Jay Cho & Yoon-Hyung Kim eds., *Korea’s Political Econmoy : An Institutional Perspective* Boulder : Westview, 1994.
- Andrew Crockett, “International Monetary Reform, Coordination on Indicator” , Omar F. Hamoua et al., *The Future of The International Monetary System : Change, Coordination or Instability?*, Aldershot: Edge Elgar Publishing Ltd., 1989.
- Andrew Rose and Charles Wyplosz, “Contagious Currency Crises” , in *Capital Flows and Crises*, Barry Eichengreen ed., MIT Press, Cambridge, Mass., 2003.
- Aoi, Chiyuki, “Conditions for change in the norms governing humanitarian intervention : National interest, human rights, and justifiability of intervention” , Columbia University, 2002.
- Ariyoshi, Akira, et al., “Country Experiences with the Use and Liberalization of Capital Controls” , International Monetary Fund, Washington, DC, Advance Copy, 1999.
- Arne B. Petersen, “Measuring Liquidity in Financial Markets” , *IMF Working Paper*, 2002. 12.
- Athukorala, Prema-chandra, “Malaysia” , Ross H. Mcleod and Ross Garnaut, eds., *East Asia in Crisis : from being a miracle to needing one?*, Routledge, London, 1998.
- B. Jessop, “The Governance of Complexity and the Complexity of Governance : Preliminary Remarks on Some Problems and Limits of Economic Guidance,” Ash Amin and Jerzy Hausner eds., *Beyond Market and Hierarchy* , Cheltenham : Edward Elgar, 1997.
- Baker, Regina M, “Market realism : Political development, currency risk, and the gains from trade under the liberal international economic order” , The University of Michigan, 2002.
- Bankim Chadha and Anne Jansen, “The Hedge Fund Industry: Structure, Size, and

- Performance” , *Hedge Fund and Fincial Market Dynamic*, IMF, Washington DC, May 1998.
- Banks, J., Blundell, R., and Dilnot, A., “Tax-based Savings Incentive in the U.K.” , Presented Paper at the Conference *International Comparisons of Household Savings*, OECD, 1994.
- Barca, Fabrizio and Marco Becht, “The Control of Corporate Europe” , Oxford University Press, Oxford, 2001.
- Barry Eichengreen, “Hanging Together? On Monetary and Financial Cooperation in Asia” , Prepared for the World Bank project on “Rethinking the Asian Miracle” , October 2001.
- Barry Eichengreen and Donald Mathieson, “Hedge Funds and Financial Market : Implications for Policy” , *Hedge Funds and Financial Market Dynamics*, International Monetary Fund, Washington DC, May, 1998.
- Barry Eichengreen and Mussa, M, “Capital Account Liberalization and the IMF” , *Finance and Development*, IMF and World Bank, 1998.
- Barry Eichengreen, Andrew K. Rose, and Charles Wyplosz, “Exchange Market Mayhem : The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks” , *Economic Policy* 21, October 1995, 251-312.
- Barry Eichengreen, Michael Mussa, Givoanni Dell'Araccia, Enrica Detragiache, Gian Maria Milesi-Ferretti, and Andrew Tweedie, “Capital Account Liberalization : Theoretical and Practical Aspects” , *IMF Occasional Paper* No. 172, 1998.
- Becht, Marco, “Corporate Takeover Defences in Europe” , Presentation at the ECGI Session of the Federation of European Securities Exchanges’ 6th European Financial Markets Convention, Brussels, 31 May, 2002.
- Becht, Marco and Patrick Bolton, “Corporate Governance and Control” , October, *ECGI-Finance Working Paper N*, 02/2002. 2002.
- Beltz, Cynthia, “Open up Global Investment” , *Upside*, U. S. Foster City, 7(7), July, 1995.
- Bergsten C. Fred, “Fifty Years of the GATT/WTO : Lessons from the Past for Strategies for the Future” , Working Paper 98-3. Washington, D. C. : Institute for International Economics, 1998.
- Bergsten C. Fred, “Why APEC Needs Revitalizing” , Asia Inc. November 2000.
- Best Jacqueline M, “Economies of uncertainty : The politics of ambiguity in

- international financial governance” , The Johns Hopkins University, 2002.
- Bethel, J., Liebeskind, J. and Opler, T, “Block Share Purchases and Corporate Performance” , *Journal of Finance*, Vol. 53, 1998.
- Bhide, A., “Efficiency Markets, Deficient Governance : U.S. Securities Regulation Protect Investors and Enhance Market Liquidity, But Do They Alienate Managers and Shareholders?” *Harvard Business Review*, No. 72, 1994.
- Boot, A. , “Relationship Banking : What Do We Know?” , *Journal of Financial Intermediation* 9, 2000.
- Boot, A. and Thakor, A. V., “Can Relationship Banking Survive Competition?” , *Journal of Finance*, Vol. 55, no. 2, 2000.
- Boyer, R., “Is a Finance-led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism? A Preliminary Analysis” , *Economy and Society*, Vol. 29, No. 1, 2000.
- Brewer, T. L., and Young, S., “The Multilateral Agenda for Foreign Direct Investment” , *World Competition* 18, No.4, 1995.
- Brigo D., “The New Generation of Interest-rate Derivatives Models : The Libor and Swap Market Models” , Banca IMI, 2001.
- Bushee, B., “The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior” , *The Accounting Review*, Vol. 73, 1998.
- C. Baumgartner, “The Demise of the Multilateral Agreement on Investment, *Colorado Journal of International Environmental Law and Policy* 40, 1998.
- Carmen M. Reinhart and R. Todd Smith , “Temporary Capital controls” , 1997.
- Cavallero, Eric, “Sovereignty and global justice” , Yale University, 2002.
- C.D. Wallace, “International Codes and Guidelines for Multinational Enterprises : Updated and Selected Issues” , *17 International Lawyer* 435, 1983.
- Cesar Calderon, Norman Loayza, Luis Servén, “Greenfield Foreign Direct Investment and Mergers and Acquisitions : Feedback and Macroeconomic Effects” , *World Bank Policy Research Working paper* 3192, January 2004.
- Chang, H., H. Park, and C. Yoo, “Interpreting the Korean Crisis : financial liberalization, industrial policy and corporate governance” , *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 22, No. 6, 1998.
- Chidambaram, N. and John, K., “Relationship Investing and Corporate Governance” , *Tulane University and NYU Working Paper*, 1997.
- Choi, Gongpil, and Chi-Young Song, “Cross-Border Capital Flows and Asset Price

- Volatility : The Case of Korea” , *KIF Working Paper*, Financial Economic Series NO. 98~3, Korea Institute of Finance, Dec. 1998.
- Choudry, Azia, “Sleeping Beauty and Prince Charming : Bilateral Deals are no Fairy-tale” , *Znet*, June 13. 2003.
- Coates, John C., “Ownership, Takeovers and EU Law : How Contestable Shoul EU Corporations Be?” , July 9. *ECGI -Law Working Paper* No. 11/2003, 2003.
- Corsetti, G., P. pesenti, and N. Roubini, “What caused the Asian currency and financial crisis?” , *NBER Working Paper*, 1998.
- Crockett, Andrew, “The Theory and Practice of Financial Stability” , *Essays in International Finance*, No. 203, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, Princeton, New Jersey, 1997a.
- Crockett, Andrew, “Why Is Financial Stability a Goal of Public Policy?” , Paper presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City's 1997 symposium on Maintaining Financial Stability in a Global Economy, August 28~30, 1997b.
- Cypher, J.M., “The Slow Death of the Washing Consensus” , *Latin American Perspective*, Vol.25, No.6, Nov. 1998.
- D. MacKenzie, “Long-term Capital Management and the Sociology of Arbitrage” , *Economy and Society* 32(3), 2003.
- D. Rodrik, “Has Globalisation Gone Too Far?” , IIE, 1997.
- David Roche, “The view from the ivory tower” , *Forbes Global*, 10.05.98
<<http://www.fores.com/global/1998/1005/0113046a.html>>
- Davis, E. P., “Institutional Investors, Financial Market Efficiency, and Financial Stability” , Presented Paper at the European Investment Bank Conference *Europe's Changing Financial Landscape*, European Investment Bank, 2003.
- De Jong, Abe, Rez Kabir, Terre Marra and Ailsa Roëll, “Ownership and Control in the Netherlands” , Barca and Becht eds., *The Control of Corporate Europe*, Oxford University Press, Oxford, 2002.
- Demirag, I., “Boards of Directors' Short-Term Perceptions and Evidence of Managerial Short-Termism in the UK” , *The European Journal of Finance* Vol. 4, 1998.
- Demirag, I., “Short- Term Performance Pressures : Is There a Consensus View?” *The European Journal of Finance* Vol. 1, 1995.
- Demirgüç-Kunt, Asli, and Enrica Detragiache, “Financial Liberalization and Financial

- Fragility,” *IMF Working Paper* WP/98/83, 1998a.
- Diaz-Alejandro, Carlos, “Goodbye Financial Repression, Hello Financial Crash” , *Journal of Development Economics*, 19(1), 1989.
- Diebold, William, Jr, “From the ITO to the GATT-and Back?” , Krishna, O Eds., *The Bretton Woods-GATT System*, M. E. Sharp, New York, 1996.
- Donald Johnston, “Securing the Benefits of Trade and Investment” , OECD, *The OECD Observer*, Paris, (April/May), 1998.
- Donald Johnston, “The Case for MAI” , 『*Financial Times*』 , London and New York, 24 Feb, 1998.
- Dornbusch, Rudi, “Malaysia : Was It Different?” , unpublished paper, MIT, January 2000.
- Dornbusch, Rudi, Stanley Fischer, and Richard Startz, “Macroeconomics,” 7th ed., Irwin/McGraw-Hill, Boston, 1998.
- Edison, Hali, and Reinhart, Carmen M., “Stopping Hot Money,” working paper, University of Maryland, November 29, 1999.
- Ehrgardt, George Christofer, “Engagement and alliances in northeast Asia : The role of security consultation (Japan, Korea)” , Indiana University, 2002.
- Enriquez, Raymundo E., “The Contribution of Uniform International Investment Rules to a Predictable Investment Environment” , presented at the APEC Workshop on Regional and Bilateral Investment Rules and Agreements, APEC, Merida, 2002.
- Ethan Kaplan and Dani Rodrik., “Did Malaysian Capital Controls Work?” , NBER Working Paper No. 8142, Cambridge, 2001.
- Fagen, William Michael, “Hegemony, symphony, or technology? Explaining regime change in international telecommunications” , The George Washington University, 2002.
- Feldstein, Martin, “Refocusing the IMF” , *Foreign Affairs*, March/April 1998.
- Fischer, Stanley, “Reforming the International Monetary System” , Paper(preliminary) presented as the David Finch Lecture in Melbourne, November 9. 1998.
- Fratsher, M., “On Selecting and Analysing Financial Stability Indicators” , Presentation at the ADB RETA Workshop, ADB, 2001.
- Furman, Jason, and Joseph Stiglitz, “Economic Crises : Evidence and Insights from East Asia ” , *Brookings Papers on Economic Activity*, 2 : 1998.

- Gabriele Galati, "Settlement risk in foreign exchange markets and CLS Bank", *BIS Quarterly Review*, 2002. 12
- Garber, Peter M., "Derivatives in International Capital Flow", NBER Working Paper 6623. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass., 1998.
- Garnaut, Ross, "APEC, the WTO and Asia-Pacific Leadership for Global Trade And Investment Liberalization", paper presented at the 10 Anniversary of Columbia Business School's Center on Japanese Economy and Business, 1996.
<<http://columbia.edu/cu/business/apec/publications/garnaut.pdf>>
- Gill, S., "Neo-Liberalism and the Shift toward a US-Centered Transnational Hegemony" in *H. Overbeek ed., Restructuring Hegemony in the Global Political Economy: The Rise of Transnational Neo-Liberalism in the 1980s*, London : Routledge, 1993.
- Gillan, S. and Starks, L. T., "Institutional Investors, Corporate Ownership, and Corporate Governance : Global Perspectives", *TIAA-CREF Working Paper Series 5-110101*, New York, 2002.
- Goldfajn, Ilian and Rodrigo O. Valdés, "Capital Flows and the Twin Crisis : The Role of Liquidity", *IMF Working Paper, WP/97/98*, 1997.
- Graham, Edward M, "Direct Investment and the Future Agenda of the World Trade Organization", Conference Draft, Washington, D. C. : Institute for International Economic, 24 June, 1996b.
- Guzman, Andrew T., "Explaining the Popularity of Bilateral Investment Treaties : Why SDCs Sign Treaties That Hurt Them",
<<http://www.law.harvard.edu/Programs/JeanMonnet/papers/97/97-12.htm>>
- Hacker Cordon, Casiano Abelardo Wenceslao, "Global injustice and human malfare", Yale University, 2002.
- Haggard, Stephan, and Linda Low, "The Political Economy of Malaysian Capital Controls", University of California, San Diego, 2000,
<<http://www-irp.ucsd.edu/faculty/shaggard/Malaysia.13a.doc.html>>
- Hahn, Joon-Ho, and Frederic S. Mishkin, "Causes of the Korean Financial Crisis : Lessons for Policy," *NBER Working Paper* No. 7483, NBER, Cambridge, Massachusetts, January 2000.
- Hale, D., "Economic Consequence of the American Mutual Fund Boom", *Challenge*, May ~ June, 1994.

- Hallward-Driemeier, M., “Bilateral Investment Treaties : Do They Increase FDI Flows?” , *Background Paper for Global Economic Prospects* , Washington D.C. : World Bank , 2003
- Harmes, A., “Hedge Funds As A Weapon of State? : Financial and Monetary Power in an Era of Liberalized Finance” , *YCISS occasional paper* No. 57, 1999.
- Harmes, A., “Institutional Investors and the Reproduction of Neoliberalism” , *Review of International Political Economy* Vol. 5, No. 1, 1998.
- Hillgenberg, Hartmut., “A Fresh Look at Soft Law” , *European Journal of International Law*, 1999. <<http://www.ejil.org/journal/voll0/no3/art/html>>
- IMF, “Toward a Framework for Financial Stability,” *World Economic and Financial Surveys*, 1998.
- IMF working Paper, “An Empirical Reassessment of the Relationship between Finance and Growth” , June. 2003.
- Jensen, Nathan Michael, “The political economy of foreign direct investment : Government policies, political institutions and foreign direct investment flows” , Yale University, 2002.
- John H. Kareken, “Securities and Exchange Commission : securities fraud and insider trading” , in *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, The Macmillan Press, Limited, 1992.
- Johnson, Simon, and Todd Mitton, “Who Gains from Capital Controls? Evidence from Malaysia” , unpublished paper, Sloan School of Management, MIT, February 2001.
- John Williamson, “What Washington Means by Policy Reform” , *Latin American Adjustment : How Much Has Happened?*, Washington, D.C. : Institution for International Economics, 1990.
- Jomo, K. S., “Capital Controls,” in Jomo, ed., *Malaysian Eclipse : Economic Crisis and Recovery*, Zed Books, London and New York, 2001.
- Julio Faundez, “Beyond Bilateral Investment Treaties” , presented at the APEC Workshop on Regional and Bilateral Investment Rules and Agreements, APEC, Merida. 2002.
- Jung Mo Kang, “Korean Economic Crisis : Causes, Prescriptions and Reforms” , Seoul, 2001.
- Kaminsky, G., Lyons, R. and Schmukler, S., “Mutual Fund Investment in Emerging

- Markets : An Overview” , *World Bank Working Paper* No. 2529, 2001.
- Kaminsky, Graciela, and Sergio Schmukler, “Short-Lived or Long-Lasting? A New Look at the Effects of Capital Controls” , S. Collins and D. Rodrik eds., *Brookings Trade Forum 2000*, The Brookings Institution, Washington DC, 2000.
- Kaminsky, Graciela, L. and Carmen M. Reinhart, “The Twin Crises : The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems” , 『*American Economic Review*』 , 89(3), 1999.
- Kaminsky, Graciela, Saul Lizondo and Carmen M. Reinhart, “Leading Indicators of Currency Crisis,” *IMF Working Paper* WP/97/79, 1997.
- Kehl, Jenny Rebecca, “The politics of profit : A comparative political economy analysis of foreign investment, government capacity, and development spending (Kenya, Nigeria, Malaysia, Chile)” , University of Colorado at Boulder, 2003.
- Kiguel, M. and L. Leiderman, “On the Consequences of Sterilized Intervention in Latin America : The Cases of Colombia and Chile” , mimeo, 1993.
- Kim, Ginil, “Essays on the Korean crisis” , New School for Social Research Ph. D. Dissertation, 2002.
- Kobrin, Stephen J, “The MAI and the Clash of Globalization” , *Foreign Policy*. (Fall), 1998. <<http://www.foreignpolicy.com>>
- Kochhar, Kalpana, Barry Johnston, Michael Moore, Inci Otker-Rober, Scott Roger, and Dmitri Tzannins, “Malaysia : Selected Issues” , *International Monetary Fund Staff Country Report* 99/86.
- Kodama, Yoshi, “The Multilateral Agreement on Investment and its Legal Implications for Newly Industrializing Economies” , *Journal of World Trade*, Great Britain : Kluwer Law International. 32(4), 1998.
- Kono, Daniel Yuichi, “When do trade blocs block trade? Free trade agreements and the world trading system” , The University of North Carolina at Chapel Hill, 2002.
- Kose, M. Ayhan, Eswar, S. Prasad, and Marco, E. Terrones, “How Do Trade and Financial Integration Affect the Relationship between Growth and Volatility?” , presented at the IMF conference, 2004.
- Laura Kodres, “Effects of Hedge Fund’s Strategies on Price Dynamics” , Hedge Funds and Financial Market Dynamics, IMF, Washington DC, May 1998.

- Lazonick, W. and O' Sullivan, M., "Maximizing Shareholder Value : A New Ideology for Corporate Governance" , *Economy and Society* Vol. 29, No. 1, 2000.
- Lee, C. H., Keun Lee, and Kangkoo Lee, "Chaebol, Financial Liberalization, and Economic Crisis : Transformation of Quasi-Internal Organization" , *Seoul National University Economics Department Discussion Paper*, 2002.
- Lee, Jang-Yung, "Korean Currency Crisis : The Financial Sector-Fragility," *Seoul Journal of Economics* 11(4) : 483~504, 1998.
- Lim, Linda, "Malaysia's Response to the Asian Financial Crisis" , Statement before the Subcommittee on Asia and the Pacific Committee on International Relations U.S. House of Representatives June 16, 1999
- Liu, Olin, "Malaysia Fashions Own Path to Recovery, Looks to Strengthen Growth" , *IMF Survey*, August 28, 2000, 282-284.
- Lopez-Mejia, Alejandro, "Large Capital Flows : A Survey of the Causes, Consequences, and Policy Responses" , *IMF Working Paper*, WP/99/17, 1999.
- Low, Patrick, and Arvind Subramanian, "Beyond TRIMs : A Case for Multilateral Action on Investment Rules and Competition Policy?" Martin, W. and A. Winters Eds., *The Uruguay Round and the Developing Countries*, Cambridge University Press, 1996.
- Lugard, Maurits, "Toward an Effective International Investment Regime" , Proceedings of the Annual Meeting, Washington : American Society of International Law, 1997.
- Marcus Fleming, "Domestic Financial Policies under Fixes Floating Exchange Rates" , *IMF Staff Paper*, November 1962.
- McKinnon R. I., "Euroland and East Aisa in a Dollar-Based International Monetary System: Mundell Revisited", *Working Paper*, Stanford University, August 9, 1999.
- McNichol, Jason Hall, "Contesting governance in the global marketplace : A sociological assessment of business-NGO partnerships to build markets for certified wood" , UNIVERSITY OF CALIFORNIA, BERKELEY, 2002.
- Messing, Joel W, "Towards a Multilateral Agreement on Investment" , *Transnational Corporations*, Geneva : UNCTAD, Division on Investment, Technology and Enterprise Development. 6(1) (April), 1997.
- Meyer, Bruce D., "Natural and Quasi-Experiments in Economics" , NBER Technical

Working Paper Series No. 170, December 1994.

Michael Daly, "Investment Incentives and the Multilateral Agreement on Investment" ,
Journal of World Trade, Great Britain : Kluwer Law International, 32(2), 1998.

Michael Mussa, "Factors Driving Global Economic Integration" , paper to be presented
in Jackson Hole, Wyoming at a symposium sponsored by the Federal Reserve
Bank of Kansas City on "Global Opportunities and Challenges" , August 25,
2000.

Myers, Charles T, "From public sector management to governance : Changing ideas
about economic development, the state, and the World Bank" , The
University of Michigan, 2002.

O'Barr, W. and Conley, J., "Managing Relationships : The Culture of Institutional
Investing" , *Financial Analysts Journal* Sep- Oct., 1992.

Obstfeld, Maurice, "Models of Currency crisis with self-fulfilling features" , *European
Economic Review*, 40, 1996.

OECD, "Indirect Expropriation and the Right to Regulate in International Investment
Law" , OECD Working Papers on International Investment, 2004.

O'Reilly, Robert Francis, "Domestic institutions and international trade policy" , Emory
University, 2003.

Park, Yung Chul, and Chi-Young Song, "Managing Foreign Capital Flows : The
Experience of Korea, Thailand, Malaysia, and Indonesia," in Helleiner,
G.,ed, *Capital Account Regime and the Deveoping Countries*, Macmillan
Press, 1998.

Paul Krugman, "Capital Control Freaks-How Malaysia got away with economic
heresy" , Slate, posted Spet. 27, 1999. (1996b)

<<http://slate.man.com/Dismal/99-27/Dismal/asp>>

Paul Krugman, "Currency Crises" , mimeo, [Online] October 1997.

<<http://web.mit.edu/krugman/www/crises.htm>>

Paul Krugman, "Saving Asia : It's Time to get Radical" , *Fortune* 138, 1998.

Paul Krugman, "The Eternal Triangle : Explaining International Financial Perplexity" ,
mimeo, [Online] 13, October 1998.

<<http://web.mit.edu/krugman/www/triangle.htm>>

Perkins, Dwight, and Wing T. Woo, "Malaysia : Adjusting to Deep Integration" , in
W.T. Woo, J.D.Sachs, and K. Schwab, eds., *The Asian Financial Crisis :*

- Lessons for a Resilient Asia*, The MIT Press, Cambridge, MA, 2000.
- Pesando, J. E., “The Economic Effects of Private Pensions” , in *Private Pensions and Public Policy* No.9, OECD, 1992.
- Prasad, Eswar S., Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei, and M. Ayan Kose, “Effects of Financial Globalization on Developing Countries : Some Empirical Evidence” .
<<http://www.imf.org/external/pubs/nft/op/220/index.htm>>
- R. Ericson & A. Doyle, “The Moral Hazards of Neoliberalism : Lessons from the Private Insurance Industry” , *Economy and Society* 29(4), 2000.
- Radelet, Steve, and Jeffrey Sachs, “The Onset of the East Asian Financial Crisis” , in P. Krugman, ed., *Currency Crises*, The University of Chicago Press for the NBER, 2000.
- Ramey, G. and Ramey, V. A, “Cross-Country Evidence on the Link Between Volatility and Growth” , 『*American Economic Review*』 , 85(5), 1995.
- Ramkishan S. Rajan, “Restrains on Capital flows : What are they?” , 1998.
- Reisman, Simon, “The Birth of a World Trading System : ITO and GATT” , *The Bretton Woods-GATT System*. Kirshner, O eds., M. E. Sharp, New York, 1996.
- Rhodes, Sybil Delaine, “Crossed wires? The privatization of public utilities and the rise of consumer movements in Latin America, 1985-2000 : A case study of telecommunications (Chile, Argentina, Brazil)” , Stanford University, 2002.
- Rhode, Williams, “Biting the Bullet” , *Asia Risk* , December 1997.
- Robert Mundell, “Capital Mobility and Stabilization Policy under Fix and Flexible Rates” , *Canadian Journal of Economics and Political Science*, November 1963.
- Robert Wade, “From Miracle to Cronyism : Explaining the Great Asian Slump” , in *Financial Liberalization and the Asian Crisis*, edited by Ha-Joon Chang, Gabriel Palma and D. Hugh Whittaker, Cambridge Political Economy Society, Palgrave Publishers Ltd, 2001.
- Rodrik, Dani, and Andres Velasco, “Short-Term Capital Flows” , in *Proceedings of the Annual World Bank Conference on Development Economics 1999*, World Bank, Washington, D.C, forthcoming.
- Rodrik, Dani, “Governing the Global Economy : Does One Architectural Style Fit All ?” , Mimeo, Harvard University, 1999.
- Rugman, A and M Gestrin, “The NAFTA investment provisions as a model for A

- multilateral investment agreement” , in OECD Market Access Issues after Uruguay Round, OECD, Geneva, 1995.
- S. A. Riesenfeld, “Foreign Investment” , R. Bernhardt ed., *Encyclopedia of Public International Law*, Elsevier Science Publishers, 1985.
- Sadiq, Kamal, “Redefining citizenship : Illegal immigrants as voters in India and Malaysia” , The University of Chicago, 2003.
- Sebastian Edwards and Julio A. Santaella, “Devaluation Controversies in the Developing Countries : Lessons from the Bretton Woods Era” , in *A Retrospective on the Bretton Woods System*, edited by Michael D. Bordo and Barry Eichengreen, The University of Chicago Press, 1993.
- Securities Industry Association, “Preliminary Guidance For Deterring Money Laundering Activity” , February 12, 2002.
- Shevel, Oxana Serhiyivna, “National identity and international institutions : Refugee policies in post-Communist Europe : A comparative study of the Russian Federation, Ukraine, the Czech Republic, Poland, 1990-2001” , HARVARD UNIVERSITY, 2003.
- Siegmund, John. E, “Services in the WTO : Recent Developments and Overview” , *Business America*. Washington, 119(4) (April), 1998.
- Stockhammer, E., “The Macroeconomics of Shareholder Value Orientation” , *Sabaci University Discussion Paper Series in Economics*, 2004.
- Sunil Sharma, “Regulation of Hedge Funds” , *Hedge Funds Financial Market Dynamics*, International Monetary Fund, Washington DC, May 1998.
- Thompson, Peter Galbraith, “Foreign direct investment and war : Economic deterrence to armed conflict” , University of California, Los Angeles, 2003.
- Tiberghien, Yves Emmanuel, “Political mediation of global economic forces : The politics of corporate restructuring in Japan, France, and South Korea” , Stanford University, 2002.
- UNCTAD, “International Financial Instability and the East Asian Crisis,” in *Trade and Development Report*, 1998.
- UNCTAD, *Trade and Development Report, 2000*, New York and Geneva, 2000.
- United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), “Examination and Review of Existing Regional and Multilateral Investment Agreements and their Development Dimensions in Pursuance of the Mandate of Paragraph 89

- (b) of “A Partnership for Growth and Development” , (TD/B/COM.2/EM.3/2.)
21 January, 1998b,
- Vicuna, Ricardo, “Three essays on Chilean trade policy” , University of California, Los Angeles, 2002.
- Vittas, D., “Institutional Investors and Securities Markets : Which Comes First?” , 1998.
- Waelde, Thomas, “The Effectiveness of International Law Disciplines, Rules And Treaties Reducing the Political and Regulatory Risk for Private Infrastructure Investment in Developing Countries” , A Conceptual Study In Preparation for the World Bank Conference on Political and Regulatory Risks in Private Infrastructure Investment. 1999.
<<http://www.dundee.ac.uk/cepmlp/journal/html/article5-5.html>>
- Weaver, Catherine Elizabeth, “The hypocrisy of international organizations : The rhetoric, reality, and reform of the World Bank” , The University of Wisconsin - Madison, 2003.
- Witherell, William H, “An Agreement on Investment” , *The OECD Observer*, No. 2002, October–November , 1996.
- Witherell, William H, “Developing International Rules for Foreign Investment : OECD's Multilateral Agreement on Investment” , *Business Economics*, Washington. 32(1) (January), 1997.
- 龍田節 “證券去來法の域外適用” , 「국제거래법연구」 제3집, 국제거래법학회, 1994. 1.

Abstract

A Study on Legal Regulation of International Short-Term Speculative Fund

Ha Ryong Kim
Major in International Law,
Department of Law
Graduate School
Cheju National University

If neo-liberalism in favor of free movement of capital proceeds to extremes, it will be subordinate to speculation. On such days, various funds like hedge funds and private equity funds are likely to be major means of investment. These funds have the attributes that avoid dangers and maximize returns. But there were cases that such funds threw an international capital market into confusion. Asian financial crisis and LTCM case were parts of such instances, which were due to a dilemma of risk management system. These experiences aroused international societies to have discussion on the establishment of a new international finance system, and to contemplate the necessity of regulation on speculative capital like hedge funds, in spite of meeting with opposition by multinational investment capital of which the U.S. has taken the initiative.

However, our country, after the financial crisis, has been placed in a delicate position to aggressively accept foreign capital, thereby, having had little critical mind on short-term speculative capital. There have been a lot of discussions merely on reorganization of an international finances system, but no fundamental regulatory awareness in our country. The Korean government also has not taken active regulations on harmful effects of short-term speculative capital and barely taken out a scheme for nourishment of native private equity funds as a countermeasure of hostile M&A. Thereby, the awareness that systematic legal regulations on speculative foreign capital are needed, started to gather strength.

This paper emphasizes that international investment, in broad sense, is to focus on the protection of investment and is to mean expansive notions including all kinds of assets, and points out that the international investment norms so far have functioned as devices which guarantees free movement of short-term speculative capital. Such an existing international investment norms exposed the limitation – they are not appropriate for regulations on currently urgent short-term speculative capital. The short-term speculative capital that is down for discussion at this time has characteristics referred to as the nature of private equity, intention of short-term earnings and detour. This paper pays attention to hedge funds and private equity fund among short-term speculative capital, finds out present situations and controversial points, especially considers behaviors of speculative foreign capital in our country in all aspects and derives a necessity that short-term speculative capital should be regulated.

As a process for a specific countermeasure, this paper examines international norms regarding regulations on short-term speculative capital, and puts international movement into shape that started to be discussed after Asian financial crisis and LTCM case. In addition, it examines regulatory measures of each country including not only major developed countries but also Chile, Malaysia, arranges recent regulatory systems of our country and then, for efficient management of short-term speculative capital, suggests several plans, such as an introduction of Korean version of Exon-Florio law and regulations through tax law and securities act. Especially, as a regulations by international law, it suggests regulations by bilateral treaty and international organizations, and it also proposes a scheme to establish international code of conduct to action in order to regulate short-term speculative capital. Moreover, as a political proposal to regulate short-term speculative capital, this paper suggests the reformation of public announcement of information to enhance transparency and predictability, and proposes to nourish domestic investment capital.

In conclusion, because regulations which are on short-term speculative capital are not enough to control immense capital freely crossing borders, this paper emphasizes that mutual assistance system and establishment of global regulations should be necessary. To do so, this paper stresses that establishing the standard of international regulations needs to be preceded and that a countermeasure of global community, like foundation of international financial organizations as a cooperation system able to mutually monitor and support international financial crisis, is in urgent need of.

However, it should be remembered that all these efforts should be made without damaging market principles.



APPENDIX I

<미국 BIT 모델>

TREATY BETWEEN THE GOVERNMENT OF THE UNITED STATES OF AMERICA AND THE GOVERNMENT OF THE REPUBLIC OF [COUNTRY] CONCERNING THE ENCOURAGEMENT AND RECIPROCAL PROTECTION OF INVESTMENT

The Government of the United States of America and the Government of the Republic of [country] (hereinafter the “Parties”) ; Desiring to Promote greater economic cooperation between them, with respect to investment by nationals and companies of one Party in the territory of the other Party ; Recognizing that agreement upon the treatment to be accorded such investment will stimulate the flow of private capital and the economic development of the Parties ; Agreeing that a stable framework for investment will maximize effective utilization of economic resources and improve living standards ; Recognizing that the development of economic and business ties can promote respect for internationally recognized worker rights ; Agreeing that these objectives can be achieved without relaxing health, safety and environmental measures of general application ; and Having resolved to conclude a Treaty concerning the encouragement and reciprocal protection of investment ; Have agreed as follows ;

ARTICLE 1

For the purposes of this Treaty,

- (a) “company” means any entity constituted or organized under applicable law, whether or not for profit, and whether privately or governmentally owned or controlled, and includes a corporation, trust, partnership, sole proprietorship, branch, joint venture, association, or other organization ;
- (b) “company of a Party” means a company constituted or organized under the laws of that Party ;
- (c) “national” of a Party means a natural person who is a national of that Party

under its applicable law ;

- (d) “investment” of a national or company means every kind of investment owned or controlled directly or indirectly by that national or company, and includes investment consisting or taking the form of :
- (i) a company ;
 - (ii) shares, stock, and other forms of equity participation, and bonds, debentures, and other forms of debt interests, in a company ;
 - (iii) contractual rights, such as under turnkey, construction or management contracts, production or revenue-sharing contracts, concessions, or other similar contracts ;
 - (iv) tangible property, including real property ; and intangible property, including rights, such as leases, mortgages, liens and pledges ;
 - (v) intellectual property, including : copyrights and related rights, patents, rights in plant varieties, industrial designs, rights in semiconductor layout designs, trade secrets, including know-how and confidential business information, trade and service marks, and trade names ; and
 - (vi) rights conferred pursuant to law, such as licenses and permits ;
- (e) “covered investment” means an investment of a national of a national or company of a Party in the territory of the other Party ;
- (f) “state enterprise” means a company owned, or controlled through ownership interests, by a Party ;
- (g) “investment authorization” means an authorization granted by the foreign investment authority of a Party to a covered investment or a national or company of the other Party ;
- (h) “investment agreement” means a written agreement between the national authorities of a Party and a covered investment or a national or company of the other Party that (i) grants rights with respect to natural resources or other assets controlled by the national authorities and (ii) the investment, national or company relies upon in establishing or acquiring a covered investment ;
- (i) “ICSID Convention” means the Convention on the Settlement of Investment Disputes between States and Nationals of Other States, done at Washington, March 18, 1965 ;
- (j) “Centre” means the International Centre for Settlement of Investment Disputes Established by the ICSID Convention ; and

(k) “UNCITRAL Arbitration Rules” means the arbitration rules of the United Nations Commission on International Trade Law.

ARTICLE 2

1. With respect to the establishment, acquisition, expansion, management, conduct, operation and sale or other disposition of covered investment, each Party shall accord treatment no less favorable than that it accords, in like situations, to investments in its territory of its own nationals or companies (hereinafter “national treatment”) or to investments in its territory of nationals or companies of a third country (hereinafter “most favored nation treatment”), whichever is most favorable (hereinafter “national and most favored nation treatment”). Each Party shall ensure that its state enterprises, in the provision of their goods or services, accord national and most favored nation treatment to covered investments.
2. (a) A Party may adopt or maintain exceptions to the obligation of paragraph 1 in the sectors or with respect to the matters specified in the Annex to this Treaty. In adopting such an exception, a Party may not require the divestment, in whole or in part, of covered investments existing at the time the exception becomes effective.
(b) The obligations of paragraph 1 do not apply to procedures provided in multilateral agreements concluded under the auspices of the World Intellectual Property Organization relating to the acquisition or maintenance of intellectual property rights.
3. (a) Each Party shall at all times accord to covered investments fair and equitable treatment and full protection and security, and shall in no case accord treatment less favorable than that required by international law.
(b) Neither Party shall in any way impair by unreasonable and discriminatory measures the management, conduct, operation and sale or other disposition of covered investments.
4. Each Party shall provide effective means of asserting claims and enforcing rights

with respect to covered investments.

5. Each Party shall ensure that its laws, regulations, administrative practices and procedures of general application, and adjudicatory decisions, that pertain to or affect covered investments are promptly published or otherwise made publicly available.

ARTICLE 3

1. Neither Party shall expropriate or nationalize a covered investment either directly or indirectly through measures tantamount to expropriation or nationalization (“expropriation”) except for a public purpose ; in a non-discriminatory manner ; upon payment of prompt, adequate and effective compensation ; and in accordance with due process of law and the general principles of treatment provided for in Article 2, paragraph 3.
2. Compensation shall be paid without delay ; be equivalent to the fair market value of the expropriated investment immediately before the expropriatory action was taken (“the date of expropriation”) ; and be fully realizable and freely transferable. The fair market value shall not reflect any change in value occurring because the expropriatory action had become known before the date of expropriation.
3. If the fair market value is denominated in a freely usable currency, the compensation paid shall be no less than the fair market value on the date of expropriation, plus interest at a commercially reasonable rate for that currency, accrued from the date of expropriation until the date of payment.
4. If the fair market value is denominated in a currency that is not freely usable, the compensation paid – converted into the currency of payment at the market rate of exchange prevailing on the date of payment – shall be no less than :
 - (a) the fair market value on the date of expropriation, converted into a freely usable currency at the market rate of exchange prevailing on that date, plus
 - (b) interest, at a commercially reasonable rate for that freely usable currency, accrued

from the date of expropriation until the date of payment.

ARTICLE 4

1. Each Party shall accord national and most favored nation treatment to covered investments as regards any measure relating to losses that investments suffer in its territory owing to war or other armed conflict, revolution, state of national emergency, insurrection, civil disturbance, or similar events.
2. Each Party shall accord restitution, or pay compensation in accordance with paragraphs 2 through 4 of Article 3, in the event that covered investments suffer losses in its territory, owing to war or other armed conflict, revolution, state of national emergency, insurrection, civil disturbance, or similar events, that result from :
 - (a) requisitioning of all or part of such investments by the Party's forces or authorities, or
 - (b) destruction of all or part of such investments by the Party's forces or authorities that was not required by the necessity of the situation.

ARTICLE 5

1. Each Party shall permit all transfers relating to a covered investment to be made freely and without delay into and out of its territory. Such transfers include :
 - (a) contribution to capital ;
 - (b) profits, dividends, capital gains, and proceeds from the sale of all or any part of the investment or from the partial or complete liquidation of the investment ;
 - (c) interest, royalty payments, management fees, and technical assistance and other fees ;
 - (d) payments made under a contract, including a loan agreement ; and
 - (e) compensation pursuant to Article 3 and 4, and payments arising out of an investment dispute.

2. Each Party shall permit transfers to be made in a freely usable currency at the market rate of exchange prevailing on the date of transfer.
3. Each Party shall permit returns in kind to be made as authorized or specified in an investment authorization, investment agreement, or other written agreement between the Party and a covered investment or a national or company of the other Party.
4. Notwithstanding paragraphs 1 through 3, a Party may prevent a transfer through the equitable, non-discriminatory and good faith application of its laws relating to ;
 - (a) bankruptcy, insolvency or the protection of the rights of creditors ;
 - (b) issuing trading or dealing in securities ;
 - (c) criminal or penal offenses ; or
 - (d) ensuring compliance with orders or judgments in adjudicatory proceedings.

ARTICLE 6

Neither Party shall mandate or enforce, as a condition for the establishment, acquisition, expansion, management, conduct or operation of a covered investment, any requirement (including any commitment or undertaking in connection with the receipt of a governmental permission or authorization) :

- (a) to achieve a particular level or percentage of local content, or to purchase, use or otherwise give a preference to products or services of domestic origin or from any domestic source ;
- (b) to limit imports by the investment of products or services in relation to a particular volume or value of production, exports or foreign exchange earnings ;
- (c) to export a particular type, level or percentage of products or services, either generally or to a specific market region ;
- (d) to limit sales by the investment of products or services in the Party's territory in relation to a particular volume or value of production, exports or foreign exchange earnings ;
- (e) to transfer technology, a production process or other proprietary knowledge to a national or company in the Party's territory, except pursuant to an order,

commitment or undertaking that is enforced by a court, administrative tribunal or competition authority to remedy an alleged or adjudicated violation of competition laws; or

(f) to carry out a particular type, level or percentage of research and development in the Party's territory.

Such requirements do not include conditions for the receipt or continued receipt of an advantage.

ARTICLE 7

1.(a) Subject to its laws relating to the entry and sojourn of aliens, each Party shall permit to enter and to remain in its territory nationals of the other Party for the purpose of establishing, developing, administering or advising on the operation of an investment of which they, or a company of the other Party the employs them, have committed or are in the process of committing a substantial amount of capital or other resources.

(b) Neither Party shall, in granting entry under paragraph 1 (a), require a labor certification test or other procedures of similar effect, or apply any numerical restriction.

2. Each Party shall permit covered investments to engage top managerial personnel of their choice, regardless of nationality.

ARTICLE 8

The Parties agree to consult promptly, on the request of either, to resolve any disputes in connection with the Treaty, or to discuss any matter relating to the interpretation or application of the Treaty or to the realization of the objectives of the Treaty.

ARTICLE 9

1. For purposes of this Treaty, an investment dispute is a dispute between a Party and a national or company of the other Party arising out of or relating to an investment authorization, an investment agreement or an alleged breach of any right conferred, created or recognized by this Treaty with respect to a covered investment.
2. A national or company that is a party to an investment dispute may submit the dispute for resolution under one of the following alternatives ;
 - (a) to the courts or administrative tribunals of the Party that is a party to the dispute ; or
 - (b) in accordance with any applicable, previously agreed dispute-settlement procedures ; or
 - (c) in accordance with the terms of paragraph 3.
3. (a) Provided that the national or company concerned has not submitted the dispute for resolution under paragraph 2 (a) or (b), and that three months have elapsed from the date on which the dispute arose, the national or company concerned may submit the dispute for settlement by binding arbitration :
 - (i) to the Centre, if the Centre is available ; or
 - (ii) to the Additional Facility of the Centre, if the Centre is not available ; or
 - (iii) in accordance with the UNCITRAL Arbitration Rules ; or
 - (iv) if agreed by both parties to the dispute, to any other arbitration institution or in accordance with any other arbitration rules.

A national or company, notwithstanding that it may have submitted a dispute to binding arbitration under paragraph 3(a), may seek interim injunctive relief, not involving the payment of damages, before the judicial or administrative tribunals of the Party that is a party to the dispute, prior to the institution of the arbitral proceeding or during the proceeding, for the preservation of its rights and interests.
4. Each Party hereby consents to the submission of any investment dispute for settlement by binding arbitration in accordance with the choice of the national or company under paragraph 3(a) (i), (ii) and (iii) or the mutual agreement of both

parties to the dispute under paragraph 3(a) (iv). This consent and the submission of the dispute by a national or company under paragraph 3(a) shall satisfy the requirement of :

(a) Chapter II of the ICSID Convention (Jurisdiction of the Centre) and the Additional Facility Rules for written consent of the parties to the dispute ; and

(b) Article 2 of the United Nations Convention on the Recognition and Enforcement of Foreign Arbitral Awards, done at New York, June 10, 1958, for an “agreement in writing”

5. Any arbitration under paragraph 3(a) (ii), (iii) or (iv) shall be held in a state that is a party to the United Nations Convention on the Recognition and Enforcement of Foreign Arbitral Awards, done at New York, June 10, 1958.

6. Any arbitral award rendered pursuant to this Article shall be final and binding on the parties to the dispute. Each Party shall carry out without delay the provisions of any such award and provide in its territory for the enforcement of such award.

7. In any proceeding involving an investment dispute, a Party shall not assert, as a defense, counterclaim, right of set-off or for any other reason, that indemnification or other compensation for all or part of the alleged damages has been received or will be received pursuant to an insurance or guarantee contract.

8. For purposes of Article 25 (2) (b) of the ICSID Convention and this Article, a company of a Party that, immediately before the occurrence of the event or events giving rise to an investment dispute, was a covered investment, shall be treated as a company of the other Party.

ARTICLE 10

1. Any dispute between the Parties concerning the interpretation or application of the Treaty, that is not resolved through consultations or other diplomatic channels, shall be submitted upon the request of either Party to an arbitral tribunal for binding

decision in accordance with the applicable rules of international law. In the absence of an agreement by the Parties to the contrary, the UNCITRAL Arbitration Rules shall govern, except to the extent these rules are (a) modified by the Parties or (b) modified by the arbitrators unless either Party objects to the proposed modification.

2. Within two months of receipt of a request, each Party shall appoint an arbitrator. The two arbitrators shall select a third arbitrator as chairman, who shall be national of a third state. The UNCITRAL Arbitration Rules applicable to appointing members of three-member panels shall apply mutatis mutandis to the appointment of the arbitral panel except that the appointing authority referenced in those rules shall be the Secretary General of the Centre.
3. Unless otherwise agreed, all submissions shall be made and all hearings shall be completed within six months of the date of selection of the third arbitrator, and the arbitral panel shall render its decisions within two months of the date of the final submissions or the date of the closing of the hearings, whichever is later.
4. Expenses incurred by the Chairman and other arbitrators, and other costs of the proceedings, shall be paid for equally by the Parties. However, the arbitral panel may, at its discretion, direct that a higher proportion of the costs be paid by one of the Parties.

ARTICLE 11

This Treaty shall not derogate from any of the following that entitle covered investments to treatment more favorable than that accorded by this Treaty :

- (a) laws and regulations, administrative practices or procedures, or administrative or adjudicatory decisions of a Party ;
- (b) international legal obligations; or
- (c) obligations assumed by a Party, including those contained in an investment authorization or an investment agreement.

ARTICLE 12

Each Party reserves the right to deny to a company of the other Party the benefits of this Treaty if nationals of a third country own or control the company and

- (a) the denying Party does not maintain normal economic relations with the third country ; or
- (b) the company has no substantial business activities in the territory of the Party under whose laws it is constituted or organized.

ARTICLE 13

1. No provision of this Treaty shall impose obligations with respect to tax matters, except that :
 - (a) Article 3, 9 and 20 will apply with respect to expropriation ; and
 - (b) Article 9 will apply with respect to an investment agreement or an investment authorization.
2. With respect to the application of Article 3, and investor that asserts that a tax measure involves an expropriation may submit that dispute to arbitration pursuant to Article 9, paragraph 3, provided that the investor concerned has first referred to the competent tax authorities of both Parties the issue of whether that tax measure involves an expropriation.
3. However, the investor cannot submit the dispute to arbitration if, within nine months after the date of referral, the competent tax authorities of both Parties determine that the tax measure does not involve an expropriation.

ARTICLE 14

1. This Treaty shall not preclude a Party from applying measures necessary for the fulfillment of its obligations with respect to the maintenance or restoration of

international peace or security, or protection of its own essential security interests.

2. This Treaty shall not preclude a Party from prescribing special formalities in connection with covered investment, such as a requirement that such investments be legally constituted under the laws and regulations of that Party, or a requirement that transfers of currency or other monetary instruments be reported, provided that such formalities shall not impair the substance of any of the rights set forth in this Treaty.

ARTICLE 15

1. (a) The obligations of this Treaty shall apply to the political subdivisions of the Parties.
(b) With respect to the treatment accorded by a State, Territory or possession of the United States of America, national treatment means treatment no less favorable than the treatment accorded thereby, in like situations, to investment of nationals of the United States of America resident in, and companies legally constituted under the laws and regulations of, other States, Territories or possessions of the United States of America
2. A Party's obligations under this Treaty shall apply to a state enterprise in the exercise of any regulatory, administrative or other governmental authority delegated to it by that Party.

ARTICLE 16

1. This Treaty shall enter into force thirty days after the date of exchange of instruments of ratification. It shall remain in force for a period of ten years and shall continue in force unless terminated in accordance with paragraph 2. It shall apply to covered investments existing at the time of entry into force as well as to those established or acquired thereafter.

2. A Party may terminate this Treaty at the end of the initial ten year period or at any time thereafter by giving one year's written notice to the other Party.

3. For ten years from the date of termination, all other Articles shall continue to apply to covered investments established or acquired prior to the date of termination, except in so far as those Articles extend to the establishment or acquisition of covered investments.

4. The Annex shall form an integral part of the Treaty.

IN WITNESS WHEREOF, the respective plenipotentiaries have signed this Treaty.

DONE in duplicate at [city] this [number] day of [month, year], in the English and [foreign] languages, each text being equally authentic

FOR THE GOVERNMENT OF
THE UNITED STATES
OF AMERICA :

FOR THE GOVERNMENT OF
[County] :

ANNEX

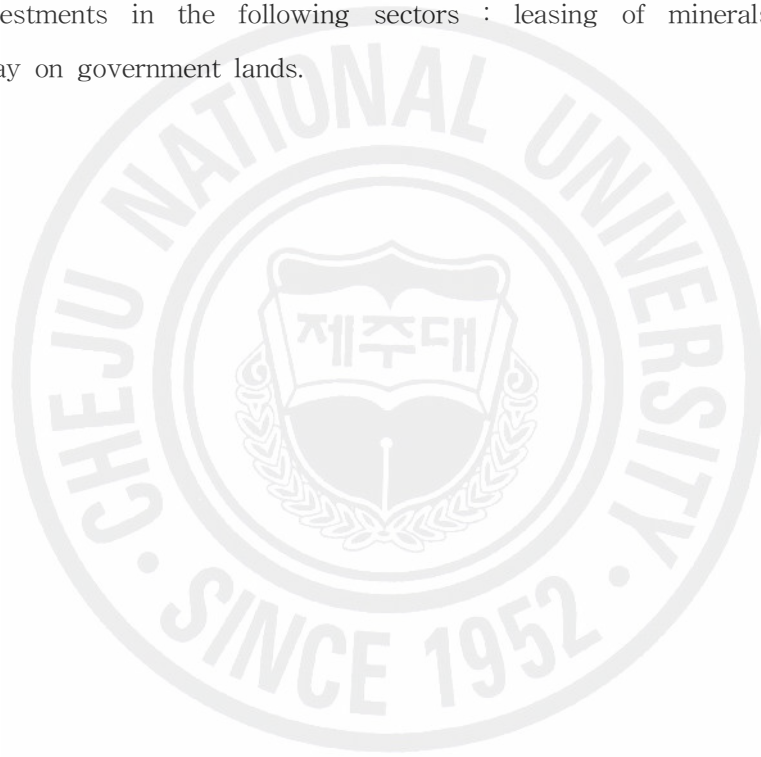
1. The Government of the United States of America may adopt or maintain exceptions to the obligation to accord national treatment to covered investments in the sectors or with respect to the matters specified below : atomic energy ; customhouse brokers ; licenses for broadcast, common carrier, or aeronautical radio stations ; COMSAT ; subsidies or grants, including government-supported loans, guarantees and insurance ; state and local measures exempt from Article 1102 of the North American Free Trade Agreement pursuant to Article 1108 thereof ; and landing of submarine cables. Most favored nation treatment shall be accorded in the sectors and matters indicated above.

2. The Government of the United States of America may adopt or maintain exceptions to the obligation to accord national and most favored nation treatment to covered investments in the sectors or with respect to the matters specified below : fisheries ; air and maritime transport, and related activities ; banking, insurance, securities, and

other financial services : and one-way satellite transmissions of direct-to-home(DTH) and direct broadcast satellite(DBS) television services and of digital audio services.

3. The Government of the Republic of [country] may adapt or maintain exceptions to the obligation to accord national treatment to covered investments in the sectors or with respect to the matters specified below ; Most favored nation treatment shall be accorded in the sectors and matters indicated above.

4. Notwithstanding paragraph 3, each Party agrees to accord national treatment to covered investments in the following sectors : leasing of minerals and pipeline rights-of-way on government lands.



APPENDIX II

ANDEAN DECISION No. 24

ANDEAN COMMISSION : CODIFIED TEXT OF
THE ANDEAN FOREIGN INVESTMENT CODE
[As of November 30, 1976]

COMMON REGIME OF TREATMENT OF FOREIGN CAPITAL AND OF
TRADEMARKS, PATENTS, LICENSES, AND ROYALTIES

[Codified text of Decision No. 24, adopted December 31, 1970 by the Commission of the Cartagena Agreement, as amended by Decision No. 37 dated June 24, 1971, Decision No. 37-A dated July 17, 1971, Decision No. 70 dated February 13, 1973, Decision No. 103 dated October 30, 1976, and Decision No. 109 dated November 30, 1976.]

THE COMMISSION OF THE CARTAGENA AGREEMENT

IN VIEW OF Articles 25 and 27 of the Cartagena Agreement and Proposal No. 4 of the Board ;

WHEREAS In the Declaration of Bogota it was recognized that foreign capital “can make a considerable contribution to the economic development of Latin America, provided it stimulates capital formation in the country where it is established, facilitates extensive participation of national capital in that process, and does not create obstacles to regional integration”

In the same document the governments proposed the adoption of “standards that will facilitate the use of modern technology, without Limiting the market for products manufactured with foreign technical assistance and the coordination of foreign Investments with general development plans.”

In the Declaration of Punta del Este the Presidents of America stated : “Integration

must be fully at the service of Latin America This requires the strengthening of Latin American enterprise through vigorous financial and technical support that will permit it to develop and supply the regional market efficiently.” And they recognized that “Foreign private enterprise will be able to fill an important function in assuring achievement of the objectives of integration within the pertinent policies of each of the countries of latin America” ;

The Ministers of Foreign Affairs of the Member Countries of the Cartagena Agreement, at their first meeting in lima, confirmed the conviction expressed in the Consensus of Viha del Mar that “economic growth and social progress are the responsibilities of their peoples and that attainment of national and regional objectives depend fundamentally on the effort of each country” : reaffirmed their determined support of “the sovereign right of every country to dispose freely of its national resources” ; adopted as a common policy “to give preference in the economic development of the subregion to authentically national capital and enterprises of the Member Countries” and recognized that the investment of foreign capital and the transfer of foreign technology constitute a necessary contribution to the development of Member Countries and that they “must receive guaranties of stability in the measure in which they really constitute a positive contribution.”

DECLARES :

1. The programming of subregional development and the expansion of the market will generate new investment requirements in the various sectors of production. Consequently, it is necessary to establish common rules for foreign investment which will be consistent with the new conditions created by the Cartagena Agreement, in order that the advantages deriving from it may benefit national or mixed enterprises as defined herein.

2. The contribution of foreign capital and technology can play an important part in subregional development and help with the national effort to the extent that it constitutes an effective contribution toward attaining the objectives of integration and reaching the goals indicated in national development plans.

3. The standards of the common regime must clearly set forth the rights and obligations of foreign investors and the guaranties that will protect foreign investments in the subregion. In addition, they must be stable enough to work for the mutual benefit of the investors and the Member Countries.

4. The treatment given to foreign capital may not discriminate against national investors.

5. One of the fundamental objectives of the common regime must be the strengthening of national enterprises, in order to enable them to participate actively in the subregional market.

6. In Line with this order of ideas, national enterprises must have the best possible access to the modern technology and new administrative practices of the contemporary world. At the same time, it is necessary to establish efficient mechanisms and procedures for the production and protection of technology in the territory of the subregion and to improve the terms under which foreign technology is acquired.

7. With the purpose of attaining the objectives set forth herein, common standards must contemplate mechanisms and procedures which are sufficiently efficient to make possible a growing participation of national capital in existing or future foreign enterprises in Member Countries, in such a way as to lead to the organization of mixed enterprises in which national capital has the majority interest and in which national interests will have the capacity to participate in determining fashion in the basic decisions of such companies. When the participation of national capital is represented by contributions of the State or of State enterprises, it may be less than the majority interest, provided its determining capacity in decision-making is guaranteed.

8. In compliance with the general spirit of the Cartagena Agreement and with the provisions of Article 92 thereof, the common regime must set standards "that will compensate for the structural deficiencies of Bolivia and Ecuador and ensure the mobilization and assignment of the resources needed for fulfillment of the objectives

contemplated in the Agreement in their favor.”

9. The common regime should also tend to strengthen the negotiating capacity of the Member Countries vis-à-vis other countries, enterprises which supply capital and technology, and international organizations which are concerned with these matters.

DECIDES

To approve the following :

COMMON REGIME OF TREATMENT OF FOREIGN CAPITAL AND OF TRADEMARKS, PATENTS, LICENSES AND ROYALTIES

CHAPTER I

Article 1. For the purposes of this regime, the following definitions are understood :

Direct Foreign Investment : Contributions, coming from abroad and belonging to foreign natural or juridical persons, made to the capital of an enterprise, in freely convertible currency, or the physical or tangible goods indicated in II(b) of Annex No. 1, and having the right to repatriation of their value and the transfer of profits abroad.

Likewise, investments in national currency from funds which are entitled to be transferred abroad and the reinvestments which are made in accordance with this regime shall be considered to be foreign investments.

National Investor : The State, national individuals, national nonprofit entities, and the national enterprises defined in this Article.

Foreign nationals with consecutive residence in the recipient country of no less than one year, who renounce before the competent national authority the right to repatriate the capital and to transfer profits abroad, shall also be considered to be national investors. In cases when it may be justified, the national competent entity of the host country may exempt said persons from the requirement of uninterrupted residency for not less than one year.

Each Member Country may exempt foreign natural persons whose investments have been generated internally from the obligation to renounce established in the preceding paragraph.

Likewise, the investments of property of subregional investors shall be considered [equivalent to the investment of] national investors under the following conditions.

a) The investment must be previously authorized by the country of origin of the investor, when the corresponding national legislation so provides;

b) The investment must be submitted for the prior approval of the host country and be registered by the national competent entity which shall request certification from the national competent entity of the country of origin notifying it of the investment made ;

c) The repatriation of capital and the transfer of earnings shall be subject to the provisions of this Decision and the national competent entities shall not authorize such remissions except to the territory of the Member Country of origin of the capital ;

d) The national competent entities shall not authorize subregional investments in enterprises which produce or exploit products assigned in an Industrial Sectoral Development Program to a Member Country different from the host country, except in cases of programs co-production or complementation previously agreed upon.

Subregional Investor : The national investor of any Member Country different from the host country.

Foreign Investor : The owner of a direct foreign investment.

National Enterprise : An enterprise organized in the recipient country, more than 80% of whose capital belongs to national investors, provided that in the opinion of the competent national authority, that proportion is reflected in the technical, financial, administrative, and commercial management of the enterprise.

Mixed Enterprise : An enterprise organized in the recipient country and whose capital belongs to national investors in a proportion which may fluctuate between 51% and 80%, provided that in the opinion of the appropriate national authority, that proportion is reflected in the technical, financial, administrative, and commercial management of the enterprise.

Foreign Enterprise : An enterprise organized or established in the recipient country whose capital in the hands of national investors amounts to less than 51% or, if that percentage is higher, it is not reflected in the opinion of the proper national authority, in the technical, financial, administrative, and commercial management of the enterprise.

New Investment : Investment made after July 1, 1971, in either existing or new enterprises.

Reinvestment : Investment of all or part of undistributed profits resulting from a direct foreign Investment, in the same enterprise which produced them.

Portfolio Development Bonds : These are titles or obligations issued for development purposes and publicly offered by the State, State entities, quasi-State entities, national and mixed enterprises or by the Andean Development Corporation, the acquisition of which does not confer, in any case, the right to participate in the technical, financial, administrative or commercial direction of the issuing entity and which must always be qualified, for this purpose, by the competent national authority.

Recipient Country : The country in which the direct foreign investment is made.

Commission : The Commission of the Cartagena Agreement.

Board : The Board of the Cartagena Agreement.

Member Country : One of the Member Countries of the Cartagena Agreement.

Article 2. All foreign investors who wish to invest in one of the Member Countries must submit an application to the competent national authority, which after evaluating it, will authorize the investment when it corresponds to the development priorities of the recipient country. The application must follow the model indicated in Annex No. 1 of the regime.

Upon the proposal of the Board, the Commission may approve common criteria for the evaluation of direct foreign investments in the Member Countries.

Article 3. Member Countries shall not authorize any direct foreign investment in activities which they consider are adequately covered by existing enterprises.

Likewise, they shall not authorize any direct foreign investment of which the purpose is to acquire shares, participations, or rights owned by national or subregional investors.

Direct foreign investments made in a national enterprise to prevent its imminent bankruptcy are excepted from the provisions of the preceding paragraph, provided the following conditions are met :

(a) That the agency in charge of supervising corporations in the respective country, or its equivalent, verifies that bankruptcy is imminent ;

(b) That the enterprise proves that it has granted an option to purchase preferably to national or subregional investors ; and

(c) That the foreign investor agrees to place on sale the shares, participations, or rights that he may acquire in the enterprise for purchase by national investors, in a percentage necessary to constitute a national enterprise, within a period not exceeding 15 years, which period will be established in each case according to the characteristics of the business sector. The authorization issued by the competent national authority shall specify the period of time and the conditions under which that obligation will be met, the way in which the value of the shares, participations, or rights will be determined at the time they are sold, and, if pertinent, the systems by which the transfer of the latter

to national investors will be ensured.

Article 4. Authorization for foreign investors to participate in national or mixed enterprises may be given, provided that it signifies increasing the capital of the respective enterprise and that the enterprise at least maintains its mixed classification.

Article 5. All direct foreign investments shall be registered with the competent national authority, together with the agreement specifying the terms of the authorization. The amount of the investment shall be registered in freely convertible currency.

Article 6. The authority which registers the investment, in coordination with the competent state divisions or bureaus in each case, shall be responsible for supervising the fulfillment of the obligations contracted by foreign investors.

In addition to the functions indicated in other provisions of this regime and those established in the regulations, the competent national authority shall :

(a) Supervise fulfillment of the commitments for national participation in the enterprise's technical, administrative, financial, and commercial management, and in its capital ;

(b) Authorize in exceptional cases the purchase of shares, participations, or rights of national or mixed enterprises by foreign investors, in accordance with the provisions of Articles 3 and 4 of the present regime ;

(c) Establish an information and price control system of the intermediate products that may be furnished by suppliers of foreign technology or capital ;

(d) Authorize the transfer abroad, in freely convertible currency, of all amounts which enterprises or investors are entitled to transfer in accordance with this regime and with the national laws of the country concerned ;

(e) Centralize the statistical, accounting information, and supervisory records connected

with direct foreign investments ; and

(f) Authorize licensing contracts for the use of imported technology, trademarks, and patents.

Article 7. Foreign investors shall be entitled to re-export the invested capital when they sell their shares, participations, or rights to national investors or when Liquidation of the enterprise occurs.

The sale of shares, participations, or rights, of a foreign investor to another foreign investor must be previously authorized by the competent national authority and will not be considered as re-exportation of capital.

The subregional investor shall have the right to repatriate the capital invested when the shares, participations or other rights are sold to national or subregional investors, or when the enterprise is liquidated.

Article 8. Re-exportable capital is understood to be the capital formed by the total of the original direct foreign investment which is registered and actually made, plus the reinvestments made in the same enterprise in accordance with the provisions of this regime and minus the net losses, if any.

In cases of participation of national investors, the foreign provisions shall be understood to be limited to the percentage of direct foreign investment in connection with the reinvestments made and with the net losses

Article 9. In the case of liquidation of the enterprise, the difference between the real value of the net assets and the re-exportable capital as defined in the previous article shall be considered as capital gain and may be transferred abroad after payment of the pertinent taxes.

Article 10. Foreign investors shall have the right to transfer abroad the amounts obtained from the sale of their shares, participations, or rights after payment of the

pertinent taxes.

Article 11. Conversion of the amounts that a foreign investor may have the right to transfer abroad shall be made at the rate of exchange prevailing at the time of drawing the draft.

Article 12. Reinvestment of profits earned by foreign enterprises shall be considered to be new investments and may not be made without previous authorization and registration.

Article 13. Governments of the Member Countries may permit reinvestment of the profits received by a foreign enterprise without any special authorization, up to an amount not exceeding 7% per year of the company's capital. In these cases, the obligation to register is still in force.

The governments of the Member Countries may allow foreign enterprises, without the necessity of special authorization, to apply their undistributed earnings to the acquisition of Portfolio Development Bonds when the total of these purchases plus reinvested earnings, in conformity with the preceding paragraph, does not exceed, when considered together, 7% of the capital of the particular enterprise. In these cases, the purchase of such bonds shall be considered to be a reinvestment and the obligation to register them shall continue to prevail.

The foreign enterprise may apply its other undistributed earnings to the acquisition of Portfolio Development Bonds, but in such cases they will not benefit from the treatment referred to in the preceding paragraph.

Article 14. Foreign credits contracted by an enterprise require previous authorization by, and must be registered with, the appropriate agency.

Global limits on foreign indebtedness may be authorized for specified periods. Credit contracts concluded within the authorized global limits must be registered with the appropriate authority.

Article 15. Governments of the Member Countries shall refrain from endorsing or guaranteeing in any form, either directly or through official or semi-official institutions, external credit transactions carried out by foreign enterprises in which the State does not participate.

Article 16. Transfers abroad made by enterprises covering amortization or interest because of the use of foreign credits shall be authorized in accordance with terms of the registered contract.

For foreign credit contracts concluded between the parent company and its affiliates or between affiliates of the same foreign enterprise, the real rate of annual interest may not exceed by more than three points the rate of interest of first-class securities prevailing in the financial market of the country of origin of the currency in which the transaction is registered.

For external credit contracts other than those indicated above, the real rate of annual interest to be paid by the enterprises will be determined by the competent national authority and it must be closely related to the prevailing conditions of the financial market of the country in which the transaction has been registered.

For the purposes of this article, real interest is understood to be the total cost that must be paid by the debtor for the use of the credit, including commissions and expenses of all kinds.

Article 17. In regard to domestic credit, foreign enterprises shall not have access to long-term credit. The terms and conditions of access to short- and medium-term credit shall be those established in the respective national legislation covering this matter, with medium-term credit considered as that which does not exceed three years.

Article 18. All contracts on the importation of technology and on patents and trademarks must be examined and submitted for the approval of the competent authority of the Member Country, which must appraise the effective contribution of the goods

incorporating the technology, or other specific forms of measuring the effects of the imported technology.

Article 19. Contracts on importation of technology must contain, at least, clauses on the following subjects ;

(a) Identification of the terms of the transfer of technology ;

(b) Contractual value of each of the elements concerned in the transfer of technology, expressed in a form similar to that followed in the registration of direct foreign investments ; and

(c) Determination of the time period involved.

Article 20. Member Countries shall not authorize the conclusion of contracts for the transfer of foreign technology or patents which contain ;

(a) Clauses by virtue of which the furnishing of technology imposes the obligation for the recipient country or enterprise to acquire from a specific source capital goods, intermediate products, raw materials, and other technologies or of permanently employing personnel indicated by the enterprise which supplies the technology. In exceptional cases, the recipient country may accept clauses of this nature for the acquisition of capital goods, intermediate products or raw materials, provided that their price corresponds to current levels in the international market ;

(b) Clauses pursuant to which the enterprise selling the technology reserves the right to fix the sale or resale prices of the products manufactured on the basis of the technology ;

(c) Clauses that contain restrictions regarding the volume and structure of production;

(d) Clauses that prohibit the use of competitive technologies ;

(e) Clauses that establish a full or partial purchase option in favor of the supplier of the technology ;

(f) Clauses that obligate the purchaser of technology to transfer to the supplier the inventions or improvements that may be obtained through the use of the technology ;

(g) Clauses that require payment of royalties to the owners of patents for patents which are not used ; and

(h) Other clauses with equivalent effects.

Save in exceptional cases, duly appraised by the competent authority of the recipient country, no clauses shall be accepted in which exportation of the products manufactured on the basis of the technology is prohibited or limited in any way.

In no case shall clauses of this nature be accepted in connection with subregional trade or the exportation of similar products to third countries.

Article 21. Intangible technological contributions shall grant the right to payment of royalties, upon authorization by the competent national authority, but they may not be computed as capital contributions.

When these contributions are furnished to a foreign enterprise by its parent company or by another affiliate thereof, no payment of royalties shall be authorized and no deductions will be allowed in this connection for tax purposes.

Article 22. National authorities will undertake a continuous and systematic task of identification of available technologies on the world market for the various industrial fields, in order to have available the most favorable and advisable alternative solutions for the economic conditions of the subregion, and will forward the results of their work to the Board. This action will be carried on in coordination with the action adopted under Chapter V of this regime in connection with the production of national or subregional technology.

Article 23. Before November 30, 1972, the Commission, upon the recommendation of the Board, will approve a program directed toward promoting and protecting the production of subregional technology, as well as the adaptation and assimilation of existing technologies.

This program shall contain, among other elements :

(a) Special tax or other benefits to encourage the production of technology and especially that connected with the intensive use of input items of subregional origin or those designed to make efficient use of subregional productive factors ;

(b) Development of exports to third countries of products manufactured on the basis of subregional technology ; and

(c) Channeling of domestic savings toward the establishment of subregional or national research and development centers.

Article 24. The governments of the Member Countries shall give preference in their purchases to products that include technology of subregional origin in such form as the Commission may consider advisable. On the recommendation of the Board, the Commission may propose to the Member Countries the establishment of charges on products which use trademarks of foreign origin for which royalties have to be paid, when generally known or easily accessible technology is used in their production.

Article 25. Licensing contracts for the utilization of trademarks of foreign origin in the territory of the Member Countries may not contain certain restrictive clauses such as :

(a) Prohibition or limitation on the exportation or sale in certain countries of the products manufactured under the trademark concerned, or similar products ;

(b) Obligation to use raw materials, intermediate goods, and equipment supplied by the owner of the trademark or his affiliates. In exceptional cases, the recipient country

may accept clauses of this nature provided the prices correspond to current levels on the international market ;

(c) Fixing of sale or resale prices of the products manufactured under the trademark ;

(d) Obligation to pay royalties to the owner of the trademark for unused trademarks ;

(e) Obligation permanently to employ personnel supplied or indicated by the owner of the trademark ; and

(f) Other obligations of equivalent effect.

Article 26. At the proposal of the Board, the Commission may indicate production processes, products, or group of products, with respect to which no patent privileges may be granted in any of the Member Countries. Likewise, it may decide on the treatment of privileges already granted.

CHAPTER II

Article 27. The advantages deriving from the duty-free program of the Cartagena Agreement shall be enjoyed only by products produced by national or mixed enterprises of the Member Countries, as well as by foreign enterprises which are in the process of being transformed into national or mixed enterprises, pursuant to the terms of this Chapter.

Article 28. Foreign enterprises that currently exist in the territory of any Member Country and that wish to enjoy the advantages deriving from the duty-free program of the Cartagena Agreement for their products must agree with the competent authority of the recipient country, within three years following the date the present regime enters into force to their gradual and progressive transformation into national or mixed enterprises, in accordance with the provisions of Article 31.

At the end of the aforesaid three-year period, there must be in all cases a

participation of national investors in the capital of the enterprises of no less than 15%.

The time period in which this transformation must be carried out may not exceed 15 years in Colombia, Peru, and Venezuela, nor 20 years in Bolivia and Ecuador, starting from January 1, 1974.

Upon completion of two-thirds of the time period agreed for the transformation, there must be a participation of national investors in the capital of the said enterprises of no less than 45%.

Foreign enterprises that currently exist will be understood to be those that are legally organized or established in the territory of the respective country on January 1, 1974.

Article 29. The national authorities responsible for issuing certificates of origin of merchandise shall grant such certificates to products produced by currently existing foreign enterprises which, within the period of three years referred to in the first paragraph of Article 28, formally express to the government of the recipient country their intention to transform into national or mixed enterprises.

The products of currently existing foreign enterprises which do not enter into the agreement to transform themselves into national or mixed enterprises within the aforesaid three-year period may not enjoy the advantages deriving from the duty-free program of the Agreement, and consequently they shall not be issued a certificate of origin by the competent authority.

Article 30. Foreign enterprises that may be established in the territory of any Member Country after July 1, 1971, shall agree, in representation of their shareholders, to place on sale for purchase by national investors, gradually and progressively, in accordance with the provisions of Article 31,

the percentage of their shares, participations or rights necessary for the transformation of such enterprises into mixed enterprises, within a period which may not exceed 15 years in Colombia, Chile, and Peru, and 20 years in Bolivia and Ecuador.

In the case of Colombia, Chile, and Peru, the agreement must stipulate a participation of national investors in the capital of the enterprise of no less than 15% at the time production begins, no less than 30% upon completion of one-third of the agreed period, and no less than 45% upon completion of two-thirds of that period.

In the case of Bolivia and Ecuador, the progressive participation of national investors in the capital of the enterprise must be no less than 5% three years after production begins, no less than 10% upon completion of one-third and no less than 35% upon completion of two-thirds of the agreed period.

[In figuring the percentages referred to in this Article, any participation of subregional investors or of the Andean Development Corporation shall be counted as national investors.]

In all cases the period of 20 years with respect to Bolivia and Ecuador shall start to be counted two years after production begins.

Article 31. Agreements on the transformation of foreign enterprises into mixed enterprises must stipulate the following items, among others ;

(a) The period of time for compliance with the obligation to transform the foreign enterprise into a mixed enterprise ;

(b) The gradual scale for the transfer of shares, participations, or rights to national investors, including in that gradual scale, at least, the rules on minimum percentages referred to in Articles 25 and 30 ;

(c) Regulations that will ensure the progressive participation of national investors or their representatives in the technical, financial, commercial, and administrative management of the enterprise, at least as of the date on which the enterprise begins production ;

(d) The method of determining the value of the shares, participations, or right at the time of their sale ; and

(e) The systems that will ensure the transfer of shares, participations, or rights to national investors.

The transformation of a foreign enterprise to national or mixed, in the terms of this Decision, may also occur as a result of an increase of capital.

Article 32. The products of foreign enterprises shall enjoy the advantages deriving from the duty-free program of the Cartagena Agreement during the period of time agreed for their transformation into mixed enterprises under the conditions agreed to in the pertinent agreement. If the enterprise should fail to fulfill the obligations of the agreement or if at the end of the agreed period the transformation of the foreign enterprise into a mixed enterprise has not been carried out, its products will cease to enjoy the advantages of the duty-free program, and consequently they will not be covered by certificates of origin.

Article 33. With respect to the matters covered by this regime, the rights established herein for foreign and mixed enterprises are the maximum which may be granted to them by the Member Countries.

Article 34. Foreign enterprises of whose production 80% or more goes into exports to the markets of third countries shall not be obligated to abide by the provisions of this Chapter. In that case, the products of such enterprises may not enjoy in any way the advantages deriving from the duty-free program of the Cartagena Agreement.

In the same manner as foreign enterprises of whose production 80% or more is for exportation to third country markets, foreign or mixed enterprises in the tourism sector shall not be subject to the norms of Chapter II of Decision 24.

Article 35. The obligation upon foreign enterprises to place on sale certain percentages of the shares, participations, or rights of foreign enterprises in favor of national investors referred to in Article 3, 28, and 30 shall be controlled by the competent national authority concerned. This obligation shall be fulfilled by sale to private

individuals, to the State, or to State enterprises of the recipient country.

Article 36. Mixed enterprises shall be considered to be those in which the State or state enterprises participate, even if the participation is less than 51% of the capital, provided that the State representation has a determining capacity in the decisions of the enterprise. It shall be the duty of the Commission, on recommendation of the Board, to establish the minimum percentage of participation of the State or of the State enterprises referred to in this article, within three months following the date on which the present regime enters into force.

Article 37. Upon authorization by the competent national authority, the owners of a direct foreign investment shall have the right to transfer abroad, in freely convertible currency, the verified net profits resulting from the direct foreign investment, but not in excess of 20% of that investment annually.

However, each Member Country may authorize greater percentages and shall communicate to the Commission the provisions or decisions taken in this respect.

The national competent entity may also authorize the investment of excess distributed earnings, in which case [such investments] shall be considered [to be] direct foreign investment.

CHAPTER III

SPECIAL REGULATIONS BY SECTORS

Article 38. Each Member Country may reserve sectors of economic activity for national, public, or private enterprises and determine whether the participation of mixed enterprises in those sectors shall be admitted.

Without prejudice to the provisions of other articles of this Chapter, the Commission, on the recommendation of the Board, may determine the sectors which all the Member Countries shall reserve for national, public, or private enterprises, and determine whether

participation of mixed enterprises shall be admitted in them.

Article 39. Foreign enterprises in the sectors referred to in this Chapter shall not be obligated to abide by the provisions of the previous Chapter regarding the transformation of foreign enterprises into national or mixed enterprises. However, they shall be subject to the other provisions of the common regime and to special provisions specified in Articles 40 to 43, inclusive.

Article 40. During the first ten years of the life of this regime, the activities of foreign enterprises in the sector of basic products under the concession system may be authorized, provided the duration of the contract does not exceed 20 years.

For purposes of this regime, the basic-products sector is understood to mean the one comprising the primary activities of exploration and exploitation of minerals of any kind, including liquid and gaseous hydrocarbons, gas pipelines, oil pipelines, and exploitation of forests. For Bolivia and Ecuador, this sector also includes primary agricultural and livestock activities.

Member Countries shall not authorize deductions on account of depletion to be made for tax purposes by enterprises investing in this sector.

The participation of foreign enterprises in the exploration and exploitation of liquid and gaseous hydrocarbons shall be authorized preferably in the form of contracts of association with State enterprises of the recipient country.

Member Countries may grant foreign enterprises established in this sector treatment different from that provided in Article 37.

Article 41. The establishment of foreign enterprises or new direct foreign investment shall not be permitted in the sector of public services. Investments which had to be made by currently existing foreign enterprises in order to operate under technically and economically efficient conditions are excepted from this rule.

For these purposes, public services are considered to be those that provide drinking

water, sewers, electric power and lighting, cleaning and sanitary, telephone, postal and telecommunications services.

Article 42. New direct foreign investment shall not be permitted in the sector of insurance, commercial banking, and other financing institutions.

Foreign banks which currently exist in the territory of the Member Countries shall cease receiving. Local deposits in current accounts, savings accounts, or time deposits within a period of three years from the date on which this regime enters into force.

Currently existing foreign banks which desire to continue accepting local deposits of any kind must convert into national enterprises, for which purpose they must place on sale shares representing at least 80% of their capital to be purchased by national investors within the period of time indicated in the previous paragraph.

Article 43. New direct foreign investment shall not be permitted in domestic transportation enterprises, advertising enterprises, commercial radio stations, television stations, newspapers, magazines, or enterprises engaged in domestic marketing enterprises of products of any kind.

Foreign enterprises which currently operate in these sectors must convert into national enterprises, for which purpose they must place on sale at least 80% of their shares for purchase by national investors within a period not exceeding three years from the date on which this regime enters into force.

Article 44. When, in the opinion of the recipient country, special circumstances exist, that country may apply other regulations than those provided in Articles 40 to 43, inclusive.

The products of foreign enterprises included in the sectors of this Chapter which do not agree to convert into national or mixed enterprises, or with respect to which the Member Countries apply different regulations than those referred to in the previous paragraph, shall not enjoy the advantages of the duty-free program of the Cartagena

Agreement.

CHAPTER IV

Article 45. The Capital of stock companies must be represented in registered shares.

Bearer shares that currently exist must be converted into registered shares within a period of one year from the date on which this regime enters into force.

Article 46. When projects are concerned that pertain to products reserved for Bolivia or Ecuador by application of Article 50 of the Cartagena Agreement, the four remaining countries agree not to authorize direct foreign investment in their territories, except as stipulated in contracts signed before December 31, 1970.

Article 47. Upon the proposal of the Board, the Commission shall approve, no later than November 30, 1971, an agreement to avoid double taxation among the Member Countries.

Within the same period of time, the Commission, acting on the recommendation of the Board, shall approve a model agreement for the conclusion of arrangements on double taxation between the Member Countries and other states outside the subregion. In the meantime, the Member Countries shall refrain from concluding agreements of this nature with any country outside the subregion.

Article 48. The Member Countries agree to keep each other informed and to inform the Board regarding the implementation of this regime in their territories, particularly regarding the rules of Chapter II. Likewise, they agree to establish a continuing system for the exchange of information regarding authorizations for foreign investment or the importation of technology that they may grant in their territories, in order to facilitate a growing harmonization of their policies and to improve their negotiating capacity in order to obtain conditions no less favorable for the recipient country than those that have been negotiated in similar cases with any other Member Country.

Likewise, they agree closely to coordinate their action in the international organizations and forums which consider subjects relating to foreign investments or the transfer of technology.

Article 49. Without prejudice to the provisions of Articles 79, 81, and 99 of the Cartagena Agreement, any Member Country which considers that it is being harmed by imports of products from foreign enterprises made under the duty-free program of the Agreement, may apply to the Board for authorizations to adopt the necessary corrective measures to prevent the damage.

Article 50. Member Countries shall not grant to foreign investors any treatment more favorable than that granted to national investors.

Article 51. In no instrument relating to investments or the transfer of technology shall there be clauses that remove possible conflicts or controversies from the national jurisdiction and competence of the recipient country or allow the subrogation by States to the rights and actions of their national investors.

Differences between Member Countries of this regime in regard to its interpretation or implementation shall be resolved by following the procedure indicated in Chapter II, Section D, "on the settlement of controversies," of the Cartagena Agreement.

CHAPTER V

Article 52. In accordance with the provisions of this regime and of Chapter II of the Cartagena Agreement, the Committee and the Board shall have the following powers and duties :

The Commission

(a) Decides on recommendations submitted by the Board for its consideration with respect to the treatment of foreign capital, industrial property, and the system of the production and marketing of technology, in compliance with this regime ;

(b) Approves, on the recommendation of the Board, the regulations necessary for effective implementation of the common regime ; and

(c) Adopts other measures which tend to facilitate the attainment of its objectives.

The Board

(a) Supervises the implementation and fulfillment of the regime and of the regulations approved by the Commission on this subject;

(b) Centralizes statistical, accounting, and other types of information relating to foreign investments or the transfer of technology, coming from Member Countries ;

(c) Compiles economic and legal information regarding foreign investments and transfers of technology and furnishes it to Member Countries ; and

(d) Recommends to the Commission necessary measures and regulations for the effective implementation of this regime.

Article 53. In adopting decisions on the matters covered by this regime, the Commission shall follow the procedures established in Article 11(a) of the Cartagena Agreement.

Article 54. Member Countries shall establish a Subregional Industrial Property Office, which shall have the following functions ;

(a) To serve as liaison between the national industrial property offices ;

(b) To compile information on industrial property and distribute it to the national offices ;

(c) To prepare model Licensing contracts for the use of trademarks and patents in the Subregion ;

(d) To advise national offices on all matters connected with the implementation of common regulations on industrial property adopted in the regulations referred to in

Provisional Article G;

(e) To carry out studies and to submit recommendations to the Member Countries on invention patents.

Article 55. Upon the recommendation of the Board, the Commission shall establish a subregional system for the development, promotion, production, and adaptation of technology, which shall also have the duty of centralizing the information referred to in Article 22 of this regime and distributing it among the Member Countries, together with the information it obtains directly on the same subjects and on the conditions for the marketing of technology.

TEMPORARY PROVISIONS

Article A. This regime shall enter into force when all the Member Countries have deposited in the Office of the Secretary of the Board the instruments by which they put it into practice in their respective territories, in accordance with the provisions of the second paragraph of Article 27 of the Cartagena Agreement.

Article B. Foreign investments existing in the territory of the Member Countries on the date this regime enters into force must be registered with the competent national authority within the following six months.

These investments shall continue to enjoy the benefits granted by the provisions currently in force in every respect that is not contrary to this regime.

Article C. Until the regulations called for in Temporary Article G hereof enter into force, the Member Countries shall refrain from signing unilateral agreements on industrial property with third countries.

Article D. Within the three months following the date on which this regime enters into force, each Member Country shall designate the authority or authorities that are competent to authorize, register, and supervise foreign investments and the transfer of technology, and shall inform the other Member Countries and the Board of such

designation.

Article E. All contracts on the importation of technology and Licenses for the use of trademarks and patents of foreign origin signed prior to the date on which this regime enters into force must be registered with the competent national authority within six months following that date.

Article F. Within six months following the date on which this regime enters into force, the Commission, at the recommendation of the Board, shall approve the regulations of the Subregional Industrial Property Office.

Article G. Within six months following the date on which this regime enters into force, the Commission, at the recommendation of the Board, shall adopt regulations for implementing the rules on industrial property, which shall cover, among others, the subjects listed in Annex No. 2

Article H. The Member Countries agree not to establish incentives for foreign investment other than that contemplated in their industrial development legislation at the time this regime enters into force, as long as the obligation referred to in Article 28, second paragraph, of the Cartagena Agreement, on the harmonization of industrial development legislation, has not been fulfilled.

Likewise, before November 30, 1972, the Commission, on the recommendation of the Board, shall adopt the necessary measures to harmonize the system of incentives applicable to the other sectors.

Article I. Within three months following the date on which this regime enters into force, the Commission, on the recommendation of the Board, shall determine the treatment applicable to capital belonging to national investors of any Member Country other than the recipient country.

Within the same period of time, the Commission, on the recommendation of the Board, shall determine the rules to be applied to investments made by the Andean Development

Corporation in any of the Member Countries.

Article. The investment of public international financial entities or of foreign governmental entities of economic cooperation, whatever may be their juridical nature, shall be considered to be neutral capital and, consequently, they shall not be computed as either national or foreign in the enterprise in which they participate.

To determine the status of the enterprise as national, mixed or foreign in which these investments participate, the neutral capital shall be excluded from the calculation base and only the percentages of participation of the national and foreign investors in the remainder of the capital shall be taken into account.

Article. The Commission, upon the proposal of the Junta, shall determine the necessary conditions and requirements to consider as neutral capital the investments referred to in the preceding Article and shall approve a list of the entities which may receive this treatment.

The entities referred to in the preceding paragraph shall be exempt from the obligation to sell their shares, participations or rights. but if they so decide, they may sell their shares, participations or rights to national or subregional investors, or, upon the prior authorization of the national competent entity, to foreign investors, provided that the recipient enterprise maintains at least the same proportion of national capital.

In all other respects, the investments of these entities shall be subject to the general regime established by this Decision.

Article. The Commission, upon the proposal of the Junta, may accord, with other countries of Latin America which are not members of the Cartagena Agreement, a special treatment for the capital of their nationals.

TRANSITORY PROVISIONS

Article A. The existing [foreign] enterprises which have entered into transformation agreements prior to the entry into effect of this Decision may accord with the national competent entity that the term established for transformation begin as of January 1, 1974.

Article B. The Commission, once the Junta so proposes, shall proceed to codify Decision 24, taking into account Decision 102.

ANNEX No. 1

GUIDELINES FOR THE AUTHORIZATION, REGISTRATION, AND SUPERVISION OF FOREIGN INVESTMENTS

Every application for foreign investment must contain :

I. Identification of the investor.

- (a) Name or firm name ;
- (b) Nationality ;
- (c) Membership of Board of Directors ;
- (d) Composition of personnel and management ;
- (e) Economic activity ;
- (f) Copy of articles of incorporation.

II. Details of the investment

- (a) Financial resources in foreign exchange or credit ;
 - Currency in which the investment is made
 - Capital Of national origin ;
 - Capital of foreign origin ;
 - Credit from parent company ;
 - Credit form other sources ;
 - Actual interest to be paid on credits.

(b) Physical or tangible resources, such as:

- Industrial plants ;
- New and reconditioned machinery ;
- New and reconditioned equipment ;
- Spare parts ;
- Loose parts and pieces ;
- Raw materials;
- Intermediate products.

(c) Resources derived from technology or intangibles, such as

- Trademarks ;
- Industrial designs ;
- Management capacity ;
- Technical know-how, patented or not patented ;
- Possible alternative know-how.

Technical know-how may be presented in the following forms ;

i. Objects ;

- Samples ;
- Nonregistered models ;
- Machinery, apparatus, pieces, tools ;
- Working devices.

ii. Technical documents ;

- Formulas, estimates ;
- Plans, drawings ;
- Unpatented inventions

iii. Instructions;

- Notes on preparation, manufacture, and functioning
of the product or the process :

Explanations or practical advice for use ;
Technical booklets ;
Supplementary explanations of patents ;
Manufacturing diagrams ;
Supervisory methods ;
Amounts to be paid for royalties.
Identification of the recipient of royalties

III. Requirements which are satisfied ;

- (a) Shortage of domestic savings ;
- (b) Shortage of foreign exchange ;
- (c) Lack of directive or administrative capacity ;
- (d) Need of access to scarce technological knowledge ;
- (e) Lack of capacity or of commercial contacts for the sale of merchandise in international markets ;
- (f) Lack of local entrepreneurial spirit.

IV. Plan for progressive national participation ;

- (a) Percentage of shares to be placed in the hands of national investors;
- (b) Operating capacity ;
- (c) Exportable production ;
- (d) Additional employment generated ;
- (e) Importation of raw materials or intermediate products in annual protection ;
- (f) Use of national input items.

ANNEX No. 2

PROVISIONS OF THE REGULATION FOR THE APPLICATION OF STANDARDS
ON INDUSTRIAL PROPERTY

- (a) Determination of the signs, words, symbols, or names that may be registered as trademarks ;

- (b) Provisions on ownership of the trademark, procedures for acquiring it, persons holding the right, etc. ;
- (c) Standard classification of products for trademark purposes ;
- (d) Publication and terms of opposition to the registration ;
- (e) Priority or right to opposition ;
- (f) Use of the privilege ;
- (g) Lapse for failure to use ;
- (h) Term of the privilege ;
- (i) Negotiation of the trademark ;
- (j) Standard causes on nullity, failure to renew, cancellation by previous registrations, etc. ;
- (k) Classification of patents ;
- (l) Determination of the industrial products and processes that may be patented according to the objectives of the global strategy for development of the subregion ;
- (m) Conditions of patentability and, particularly, standard criteria to establish the innovation and the industrial application of the patent ;
- (n) Owners of the patent ;
- (o) Procedure for registration, opposition, method of putting the invention into practice, etc.;
- (p) Term of the privilege ; and
- (q) Standards on industrial models and designs.