

금융상품의 불완전판매와 입증책임의 역할*

The Role of Burden of Proof in the Incomplete Sale of Financial Investment Products

이 윤 호**

Yunho Lee

이 연구에서는 금융상품거래에서 설명의무와 입증책임의 정도나 배분의 방법, 적합성의 원칙 등이 금융소비자의 행위와 금융회사의 판매행동에 어떤 영향을 미치는지를 게임이론을 통하여 분석하였다. 주요한 결과는 다음과 같다.

첫째, 두 종류의 균형이 존재하는데, 하나는 판매자가 허위설명하고 이에 대하여 소비자는 금융상품의 타입에 관계없이 항상 구매를 결정하는 것이고, 다른 하나는 판매자와 소비자가 확률적인 선택을 하는 균형이다. 둘째, 입증비용을 명시적으로 고려하지 않고 법적책임 그 자체만을 고려한 모델에서 판매자의 설명의무 이행확률은 소비자에게 입증책임이 있는 경우가 가장 높았고, 적합성의 원칙이 적용되는 경우와 판매자에게 입증책임이 있는 경우가 그 뒤를 이었다. 셋째, 설명의무 위반의 개연성 입증만으로 사실로 판단되는 경우, 소비자에게 입증책임이 부과되더라도 판매자에게 입증책임을 부과하는 것과 동일한 균형을 달성할 수 있다. 넷째, 설명의무이행에 대한 입증비용의 판매자 부담비율이 증가할수록 소비자의 상품구매확률과 판매자의 설명의무 이행확률이 감소한다. 이러한 결과들은 소비자 보호를 명분으로 입증책임을 판매자에게 전환해야 한다는 주장과 배치된다.

국문 색인어 : 게임이론, 설명의무, 입증책임, 적합성의 원칙

한국연구재단 분류 연구분야 코드 : B030901

* 이 논문은 2009학년도 대구대학교 학술연구비에 의해 지원되었습니다.

** 대구대학교 금융보험학과 교수(inslab@daegu.ac.kr)

논문 투고일: 2010. 07. 14, 논문 최종 수정일: 2010. 10. 19, 논문 게재 확정일: 2010. 11. 24

I. 서론

2009년 2월 자본시장통합법(이하 자통법) 시행을 앞두고 대부분의 언론들은 소위, ‘묻지마 판매’와 ‘묻지마 투자’의 관행에 일정한 제동이 걸릴 것으로 보도하였다. 이 법이 투자권유 규제 중 적합성의 원칙, 금융투자업자의 설명의무, 부당한 권유행위의 제한, 투자광고규제, 공시규제의 확대 등, 현행 증권거래법 등 자본시장 관련법보다 선진화된 소비자보호 제도를 두고 있었기 때문이었다.

그러나 글로벌 위기 이후 세계 각국에서 금융소비자 보호 움직임과 KIKO와 파워인컴펀드 사태 등을 계기로 금융소비자 보호에 대한 관심이 증가하면서 자통법으로는 금융소비자를 충분히 보호하기 어렵다는 주장이 제기되었다. 즉, 금융상품의 불완전 판매관련 최근 소송¹⁾에서 보는 바처럼, 일반소비자가 금융회사의 위법사항을 이유로 손해배상청구소송을 제기하는 경우 소비자가 승소할 가능성이 높지 않다는 것이 법률관계자의 대체적인 견해이다.²⁾

가령, 금융소비자가 금융회사를 상대로 법 제47조의 설명의무 위반으로 인한 배상책임을 추궁하는 소송을 제기할 경우, 청구권자인 소비자는 금융회사의 설명의무의 내용인 금융상품의 내용, 위험, 수익구조 및 성격, 소비자가 부담하는 수수료 등과 같은 비용에 관한 사항, 조기상환조건이 있는 경우 그에 관한 사항, 계약의 해제 해지에 관한 사항 등에 관한 설명이 없었거나 설명이 있었다더라도 소비자의 합리적인 판단 또는 해당 금융투자 상품의 가치에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항을 거짓으로 설명하였거나 중요사항을 누락하였다는 사실을 주장하고 증명할 책임이 있다. 그러나 금융회사가 법에 규정된 ‘설명한 내용을 이해하였다’는 취지의 소비자

1) 2008년 하반기 발생한 금융위기로 개인투자자들의 투자수익률이 폭락하면서 금융상품의 불완전판매와 관련된 민원과 분쟁이 대폭 증가하였는데, 금융감독원의 자료에 의하면 2008년 10월 이와 관련된 분쟁조정 신청건수는 655건으로 2007년 대비 510% 증가하였으며, ‘우리파워인컴펀드’ 관련 분쟁에서 대행 판매사인 우리은행의 책임을 인정하여 투자손실 50% 배상결정(2008년 11월 11일)을 내린 이후 분쟁조정 신청건수가 하루 평균 90여건이 달하였다.

2) 전옥, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률상의 금융투자자보호제도에 관한 고찰, 저스티스, 제107호, pp.193-223.

서명이 있는 확인서나 녹취서 등을 증거로 제출할 경우 현실적으로 금융회사의 설명의무 위반을 증명하기가 매우 어려울 것으로 예상된다. 또한 금융회사는 소비자에 대한 보호규정이 강화된 만큼 소송에 대비해 설명할 내용을 상세하게 요식화하여 고객에게 확인받는 절차를 거치게 할 것이므로, 소비자에 대한 보호 규정이 강화되었다 하더라도 전통적으로 서류작성과 법률, 소송에 강한 금융회사를 상대로 소비자가 요건사실을 증명하여 승소하기란 현실적으로 매우 어려울 것이다.

이러한 문제를 때문에 금융소비자 보호법 제정의 필요성이 제기되어 왔는데, 최근에는 금융위원회의 용역을 받은 연구기관이 그 안을 발표³⁾함으로써 법제정이 가시화되고 있다. 주요 내용으로는 불완전판매에 대한 입증책임을 금융소비자에게서 금융회사로 전환하는 내용을 필두로 낮은 비용으로 신속하게 권리구제를 받을 수 있는 재판 외의 분쟁조정 절차에 관한 규정을 담고 있는데, 각 금융회사의 입장이 저마다 다르고 이해관계가 얽혀 있어 어떤 형태로 결론지어질지 알 수 없는 상황이다. 그 내용이 어떻게 결정되는 그 법은 금융소비자의 보호수준을 규정함과 동시에 금융소비자와 금융회사의 행위에 많은 영향을 미칠 것으로 보이며, 리스크의 효율적인 배분이라는 측면에서도 법 제정 이전과는 많은 차이가 있을 것으로 생각된다.

이러한 관점에서 본 연구에서는 금융소비자보호법의 중요한 현안 가운데 하나인 설명의무와 입증책임의 정도나 배분의 방법, 적합성의 원칙 등이 금융소비자의 행위와 금융회사의 판매행동에 어떠한 영향을 미치는지를 게임이론을 통하여 고찰한다. 다음 장에서 이 연구와 관련된 선행연구를 리뷰하고, 이어지는 장에서 금융소비자(이하 소비자)와 금융상품을 판매하는 금융상품판매업자(이하 판매자)로 구성되는 신호게임모델(signal game model)⁴⁾을 제시하고, 소비자 보호에 관련된 개별적인 법적규제 조항을 신호게임의 룰로 정의하고 이러한 룰의 변경이 게임의 결과(균형)를 어떻게 변화시키는지 고찰함으로써 소비자보호 법제의 효과를 검토한다.

3) 한국개발연구원, 자본시장연구원, 서울대학교 금융법센터가 참여하여, 2010년 6월 29일 “금융소비자 보호법 제정 기본방향”을 주제로 공청회를 개최하였다.

4) 국내의 게임이론을 이용한 경제분석을 위한 기본서에는 왕규호·조인구(2005)가 있음.

Ⅱ. 선행연구

금융상품은 매우 복잡하고 고도의 금융공학 기술로 구성되어 있어 상품의 내용을 일반의 소비자가 잘 이해하고 구매를 결정한다는 것은 거의 불가능하다. 그리하여 대부분의 소비자는 금융회사의 권유와 설명에 의존하여 의사결정을 한다. 이처럼 상품의 내용에 관한 정보가 비대칭하는 상황에서 금융회사는 기회주의적인 행동을 보일 수 있는데⁵⁾, 가령 더 많은 이익을 얻기 위하여 보험회사가 소비자에게 필요 이상의 보장을 제안한다든지, 증권회사가 자신이 판매하고 있는 상품의 타입을 정확하게 설명하지 않을 수 있다. 이러한 금융시장의 특성이 최근의 상품 고도화와 맞물리면서 글로벌 금융위기를 초래하였다는 것이 대체적인 견해이다. 이에 우리나라에서도 금융회사의 기회주의적인 행동으로부터 소비자를 보호하기 위한 논의가 다양하게 전개되어 왔다. 금융시장에서 불완전 판매로 인한 민원의 대다수를 차지하는 보험시장에 관하여 김선정(2002), 맹수석(2003)은 특히 변액보험분야에서 설명의 무와 적합성의 원칙을 강화해야 한다고 주장하였으며, 증권이나 선물 등 보험외의 금융상품분야에서 이경민(2002), 강재영(2007), 전욱(2008), 감대섭(2010), 김병연(2010), 주진열(2010) 등은 금융상품의 판매에 있어서 적합성 원칙의 법적 성격과 현행 금융관련법의 소비자 보호기능이 미흡하다는 사실을 지적하였다. 이들 연구들은 주로 법적정의와 공평성 관점에서의 책임에 관한 것으로 경제학적 관점에서의 소비자 보호법제에 관한 논의는 발견되지 않는다.

이런 관점에서 Emons(1997)와 Hay and Spier(1997)는 이 연구에 중요한 직관을 제공하였다. 먼저 Emons는 법률이나 의료서비스와 같은 신뢰재(credence goods)시장에서 전문가의 사기적 행위를 분석하였는데, 금융거래에서 금융회사가 상품의 내용에 관하여 소비자보다 정보우위에 있고, 금융회사는 이를 이용하여 자신의 이익을 확대하고자 하는 동기가 존재한다는 점에서 본 연구가 취급하는 문제

5) 이와 관련하여 Andersson(2001), Villeneuve(2000, 2005)은 보험상품의 내용에 관하여 보험회사가 정보우위에 있는 상황을 분석하였는데, 소비자가 필요 이상의 보험상품을 구입하는 균형의 존재를 입증하였다.

의 구조는 매우 유사하다. 그러나 Emons가 신뢰재시장에서 정보의 비대칭문제를 완화할 수 있는 계약설계에 관심을 가지고 있는데 비하여 본 연구는 법률의 역할에 초점을 두고 있다는 점에서 차이가 있다. 다음으로 Hay and Spier는 입증책임에 관한 경제학적 전망을 제공하였다는 점에서 본 연구에 중요한 아이디어를 제공하였다. 그러나 Hay and Spier의 연구가 계약체결 과정으로 묘사되는 것이 아니라는 점에서 본 연구와 차이가 있다.

계약경제학 분야 중에서 불완비계약(incomplete contract)에 관한 이론은 금융거래에 있어서 법적문제를 고찰함에 있어서 중요한 단서를 제공한다. 불완비계약이론은 Coase(1937)에 제시되어 Williamson(1989)에 확립되었는데, 다양한 분야에서 직관적으로 설명되던 거래비용의 경제현상을 정식화하는데 기여하였다. 이 이론에서는 경제참가자들의 기회주의적인 행동을 경제적인 행동으로 해석하고 그들의 합리성에는 한계가 있으므로 계약은 불완비할 수밖에 없다는 인식에서 출발하고 있다. 가령 금융시장에서 발생하는 분쟁은 모호한 계약조항이나 합리성에 한계가 있는 개인이 독자적으로 해석할 수 없을 정도로 난해한 계약내용, 때로는 판매자의 행위자체가 계약내용이 되는 경우 그 입증이 어려운 상황에서 발생하는 문제이다.⁶⁾ 금융거래에서 발생하는 제반문제가 단순히 시장기능상의 문제가 아니라 불완비계약의 특징에 기인한다는 점을 고려하면 금융거래에서 법률의 역할은 매우 중요한 이슈임에 틀림없다. 이와 관련하여 Aghion and Bolton(1997)와 Pitchford(1995)는 이 연구의 방법론적 시사점을 제공하였다. 이들 연구는 투자자와 기업이 투자계약을 체결한 후 기업이 임의의 프로젝트에 투자를 실행하고 그 결과 발생한 이익의 입증가능성이나 이익을 배분하는 결정권을 누가 가지고 있느냐에 따라 기업의 노력 수준이 달라진다는 사실을 확인하였다.

그러나 이들 연구가 주로 자금조달과 기업의 소유나 의사결정구조와 계약체결 후의 사후적인 투자에 초점을 두고 있다는 점에서 본 연구와 다르다. 본 연구에서는 금융회사가 설명의무이행이라는 사전적인 투자를 실시하고 자연이 선택한 결과에 대하여 법원이 결정권을 가지는 상황에서 달성되는 균형이 소비자 보호법제에 대하

6) 보험계약의 불완비성에 관해서는 이윤호·이천성(2008)이 있음.

여 어떻게 반응하는지를 고찰하였기 때문이다.

Ⅲ. 금융상품거래의 모델

금융상품 판매자와 금융소비자로 구성되는 금융시장에는 투자리스크의 정도에 따라 수익률이 다른 i 타입의 상품이 있다. 단, $i \in \{G, B\}$ 로 G타입과 B타입이라는 두 종류의 상품(risky asset)이 있는 것으로 가정한다. 정보의 비대칭으로 인하여 판매자는 이들 두 종류의 금융상품을 식별할 수 있지만 소비자는 식별할 수 없다. 소비자는 단지 G타입과 B타입이 각각 π 와 $1-\pi$ 의 비율로 분포하고 있다는 사실을 알고 있을 뿐이다. 따라서 소비자는 상품구입을 결정하는 시점에서 상품의 타입에 관하여 설명을 받을 기회가 있는 것으로 가정한다(설명 의무). 이러한 상황에서 두 당사자는 다음과 같은 4단계 게임을 진행한다.

첫 번째 단계에서 판매자는 소비자에게 자신이 판매하고 있는 상품의 타입을 설명하고 구입을 권유한다. 소비자가 두 타입을 식별할 수 없기 때문에 판매자는 상품의 타입이 G(B)임에도 불구하고 B(G)이라고 허위설명을 할 수 있다. 이 때 판매 노력 비용을 $e_i \in \{e_G, e_B\}$ 라고 하고, $0 < e_G < e_B < \infty$ 로 가정한다. 이는 G타입보다 B타입의 상품을 판매하기가 더 어렵다는 것을 의미한다.

두 번째 단계에서 소비자는 상품을 구매할 지 여부를 결정한다. 만약에 소비자가 구매를 선택하면 판매자는 상품대금을 받아 투자하고 게임은 다음 단계로 진행된다. 만약에 소비자가 구매를 선택하지 않으면 이 단계에서 게임이 종료된다. 소비자와 판매자는 이 단계에서 각각 $M > 0$, $-e_i$ 의 이익을 얻는다. 이는 소비자가 금융상품의 구입대금을 정기예금과 같은 무위험자산(이하 대체상품이라고 함)에 투자하여 M 을 얻고, 판매자는 소득 없이 판매비용만 지출하고 게임이 종료된다는 것을 의미한다.

세 번째 단계에서 자연은 투자의 결과를 결정한다. i 타입 상품의 성공확률을 q_i 라고 할 때, $1 > q_G > q_B > 0$ 의 관계가 성립한다고 가정한다. 이는 G타입이 투자에 성공할 확률이 B타입보다 높다는 것을 의미한다. 투자가 성공하였을 경우 게임은 이

단계에서 종료되지만, 실패하였을 경우 다음 단계로 진행된다.

네 번째 단계에서 소비자는 투자 실패에 대한 책임을 묻기 위하여 여러 가지 행동에 나설 수 있다. 비교적 법적 비용이 많이 소요되는 소송을 제기할 수도 있고, 낮은 비용으로 권리구제를 받을 수 있는 분쟁조정절차를 밟을 수도 있다. 그것이 어떠한 방법이든, 소비자의 손해배상청구가 타당한 것으로 인정되면 판매회사는 소정의 손해배상금 D 를 지급해야 한다.

판매자가 i 타입의 상품을 판매한 후 판매자와 소비자의 이득을 각각 X_{ij}^k 와 Y_{ij}^k 로 정의하자. 단, 여기서 $j \in \{T, F\}$ 이고 $k \in \{S, F\}$ 로, $j=T$ 는 진실설명, $j=F$ 는 허위설명, $k=S$ 는 투자에 성공한 경우, $k=F$ 는 실패하였을 경우를 각각 나타낸다. 그리고 게임의 순서는 <그림1>에 보는 바와 같으며, N, I, C_i 는 각각 i 타입의 상품이 판매되었을 경우 자연, 보험회사, 소비자의 의사결정 마디를 나타낸다. μ 는 판매자가 G타입이라고 설명하였을 때 그 설명이 진실일 것이라는 소비자의 주관적인 믿음을 나타낸다.

X_{ij} 와 Y_{ij} 를 각각 다음과 같이 정의하면,

$$X_{ij} = q_i X_{ij}^S + (1 - q_i) X_{ij}^F \quad (1)$$

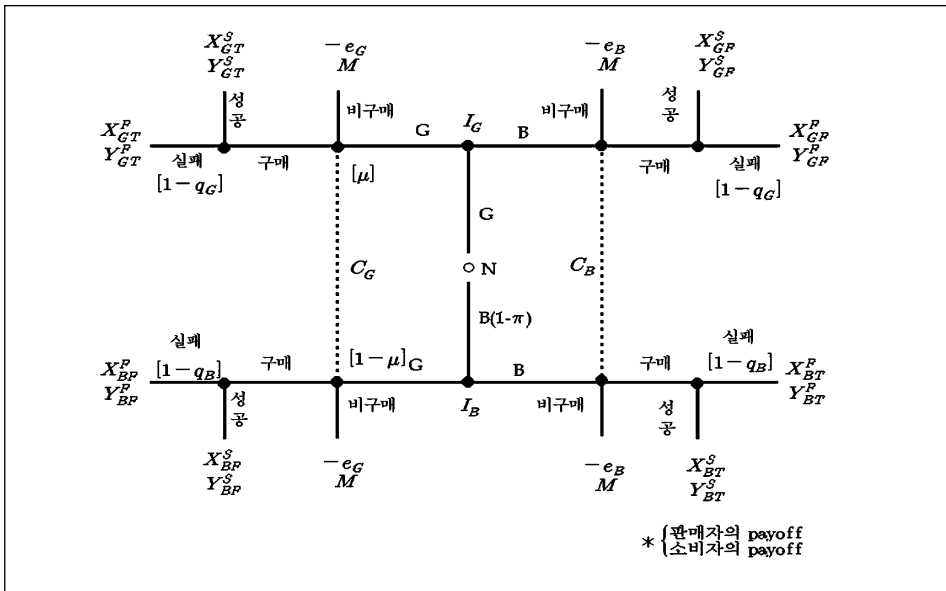
$$Y_{ij} = q_i Y_{ij}^S + (1 - q_i) Y_{ij}^F \quad (2)$$

X_{ij} 는 i 타입의 금융상품이 거래된 후 판매자의, Y_{ij} 는 소비자의 기대이득을 나타내는데, 특별한 언급이 없는 한, $X_{GT} > X_{GF}$, $Y_{IT} > M > Y_{IF}$, $X_{BF} > X_{BT}$ 를 가정한다. $X_{GT} > X_{GF}$ 의 가정은 G타입의 상품에 대하여 판매자는 허위설명보다 신의성실의 의무를 이행할 때 더 많은 기대이익을 실현할 수 있다는 것을 의미하고, $Y_{IT} > M > Y_{IF}$ 는 소비자의 입장에서는 상품의 타입에 관계없이 판매자가 그 의무를 성실하게 이행하여 주는 것을 선호하지만, 허위설명의 경우 대체상품보다 불리하다는 것을 의미한다. 마지막으로 $X_{BF} > X_{BT}$ 는 B타입의 상품을 가지고 있는 판매자의 허위설명의 경제적 인센티브를 규정하는 가정이다.

Ⅳ. 균형과 입증책임의 배분

자본시장 통합법에서는 금융회사의 신의성실의 원칙에 입각한 설명의무 이행 여부를 입증하는 책임을 소비자에게 부과하고 있지만,⁷⁾ 가칭 금융소비자보호법에서는

〈그림 1〉 Game Tree



판매자에게로 전환될 것으로 예상되고 있다. 이의 효과를 검토하기 위하여 설명의무 위반에 대한 입증책임이 소비자와 판매자에게 있는 경우로 나누어 검토하고, 나아가 판매자에게 설명의무 위반의 개연성이 있다는 사실을 입증하는 것으로 설명의무 위반이 입증되는 것으로 법원이 판단하는 경우, 소비자와 판매자의 행동이 어떻게 달라지는지를 완전 베이지안 균형개념(PBE: perfect Bayesian equilibrium)을

7) 하지만 설명이 없었다는 사실과 손실과의 인과관계에 관하여 입증해야 하는 종래의 민법상의 입증책임에 비하여 경감되었다는 점을 고려하면 어느 정도 판매업자에게 입증책임이 배분된 것으로 간주할 수 있다.

통하여 분석한다.

1. 균형의 도출

역진귀납(backward induction)의 방법으로 PBE를 도출한다. 우선, $e_G < e_B$, $X_{GT} > X_{GF}$ 이므로 G타입의 상품을 판매하는 판매자는 항상 의무이행을 선택한다.

다음으로, 판매자가 자신이 판매하는 상품이 G타입이라고 설명하는 경우를 보자. 그 설명이 허위일수도 있고 진실일수도 있다. 판매자의 이러한 설명에 대하여 소비자가 금융상품을 구매할 확률을 r 로 정의하면, 상품을 구매하였을 경우 소비자의 기대이익은 $\mu Y_{GT} + (1-\mu)Y_{BF}$ 이고, 구매하지 않았을 경우 기대이익은 M 이다. 따라서 다음이 성립한다.

$$r \begin{cases} 1 & \text{if } \mu \geq \rho \\ 0 & \text{if } \mu \leq \rho \\ [0, 1] & \text{if } \mu = \rho \end{cases} \quad (3)$$

단, $\rho = \frac{M - Y_{BF}}{Y_{GT} - Y_{BF}}$. 이 식에서 $Y_{GT} - Y_{BF}$ 를 $\rho:1-\rho$ 의 비율로 내분하는 점이 M 이므로, $\rho = 1$ 이면, $Y_{GT} = M$, $\rho = 0$ 이면 $Y_{BF} = M$ 이 됨을 알 수 있다. 즉 ρ 가 높을수록 M 에 대한 선호도는 증가할 것이다. 이러한 관점에서 이하 ρ 를 M 에 대한 '상대적 선호도'라고 부르기로 한다.

case1) $\mu \geq \rho$

이 경우 판매자의 G타입에 대한 설명에 대하여 소비자는 항상 상품을 구매한다. 소비자의 이러한 반응전략에 대하여 B타입을 가지고 있는 판매자의 전략을 고려하기 위하여, B타입을 가지고 있는 판매자가 정직하게 상품의 타입을 설명할 확률을 s 라고 하자. $e_G < e_B$ 에 의해 $X_{BF} \geq X_{BT}$ 이므로 판매자는 허위설명을 선택한다. 즉 $s=0$. 이러한 판매자의 전략으로부터 소비자는 상품의 타입에 관한 사전정보를 개선할 수

없으므로 $\mu = \pi$. 이리하여 $\pi \geq \rho$ 에 대하여 $\{r=1, s=0\}$ 의 PBE가 성립한다.

case2) $\mu \leq \rho$

이 경우 소비자는 판매자의 G라는 설명에 대하여 금융상품을 구매하지 않는다. 이러한 소비자의 반응전략을 예상하는 판매자는 굳이 허위설명을 할 이유가 없으므로 $s=1$. 이러한 사실로부터 소비자는 만약에 G타입으로 설명되는 상품은 실제로 그것이 G타입일 것이라고 추측한다. 즉 신념정합성의 원칙에 입각하여 $\mu=1$. 그러나 $1 \leq \rho$ 는 모순되므로 이 경우 PBE는 성립하지 않는다.

case3) $\mu = \rho$

판매자의 G타입이라는 설명에 대하여 대체상품과 금융상품이 무차별한 케이스이다. 이에 대한 판매자의 전략을 살펴보기 위하여, 판매자의 B타입이라는 설명에 대한 소비자의 상품구매확률을 r_B 라 정의한다. 그러면 B타입을 가지고 있는 판매자가 B타입으로 설명하였을 경우 판매자의 기대이익은 $r_B X_{BT} - e_B$. 따라서 소비자의 전략에 대한 판매자의 반응함수는 다음과 같다.

$$s \begin{cases} 1 & \text{if } r \leq \sigma \\ 0 & \text{if } r \geq \sigma \\ [0, 1] & \text{if } r = \sigma \end{cases} \quad (4)$$

단, $\sigma = \frac{r_B X_{BT} - (e_B - e_G)}{X_{BT}}$. 이 식의 분모는 B타입을 보유하는 판매자의 허위설명에 대한 기대이익을 나타내고 분자는 진실설명에 대한 기대순이익을 나타냄으로써, 전체적으로는 진실보고의 상대적 이익을 나타내고 있다. 상대적 이익은 r_B 에도 의존하는데, 가령 $r_B=0$ 에서는 $r \leq \sigma$ 가 되고 이는 가정에 모순되므로 판매자는 절대로 진실을 보고하지 않을 것이다. 이하에서는 $r_B \neq 0$ 로 가정하고 균형을 도출한다.

(case3-1) $r \leq \sigma$

이 경우, 판매자는 항상 진실을 선택한다. 신념정합성을 충족하기 위해서는 $\mu = 1$. 그러나 $\rho = 1$ 는 모순되므로 이 경우 PBE는 존재하지 않는다.

(case3-2) $r \geq \sigma$

이 경우, 판매자는 항상 허위설명을 선택한다. 신념정합성 조건에 따라 $\mu = \pi$, 따라서 $\pi = \rho$ 에 대하여 $\{\forall r, s=0\}$ 의 PBE가 성립한다. 이는 $\pi = \rho$ 에 한해서 성립하는 균형이므로 $\pi \geq \rho$ 의 범위에서 성립하는 case1)의 특수한 케이스라고 할 수 있다.

(case3-3) $r = \sigma$

PBE 존재를 확인하기 위하여 신념정합성의 조건을 검토한다. Bayes rule에 따라 소비자의 확률신념은 다음과 같이 표기할 수 있다.

$$\mu = \frac{\pi}{\pi + (1-\pi)(1-s)} = \rho \quad (5)$$

이를 s 에 대하여 정리하면,

$$s = \frac{\rho - \pi}{\rho(1-\pi)} \quad (6)$$

여기서 $s \geq 0$ 이므로, $\pi \leq \rho$. 따라서 $\pi \leq \rho$ 에 대하여 $\left\{ r = \sigma, s = \frac{\rho - \pi}{\rho(1-\pi)} \right\}$ 의 PBE가 존재한다.

이상을 정리하면 이 게임에서는 이질적인 상품의 분포에 따라 다음과 같은 세 가지 형태의 균형이 존재한다.

정리1. 각각의 조건에 대하여 다음과 같은 세 가지 PBE가 존재한다.

$\pi \geq \rho$ 에 대하여 PBE₁ $\{r=1, s=0\}$

$$\begin{aligned} &\pi = \rho \text{에 대하여 } PBE_2 \{ \forall r, s=0 \} \\ &\pi \leq \rho \text{에 대하여 } PBE_3 \left\{ r = \sigma, s = \frac{\rho - \pi}{\rho(1 - \pi)} \right\} \end{aligned}$$

G타입이 시장에서 차지하는 비율 π 의 관점에서 PBE_1 는 π 가 상대적으로 높은 상태에서 실현되는 균형이다. 이 균형에서는 B타입을 보유하고 있는 판매자는 결코 설명의무를 이행하지 않고(허위설명), 판매자는 단지 G타입의 상품을 판매할 때만 그 의무를 이행한다. 이에 대하여 소비자는 금융상품의 타입에 관계없이 항상 구매를 결정하는데, 이른바 ‘묻지마 가입’이 소비자의 균형전략이 된다. 이는 위험자산의 기대 수익률이 높아 무위험자산에 대한 상대적인 선호도 ρ 가 낮고 G타입의 상품이 상대적으로 많은 경우 달성되는 균형으로, 실제로 불완전판매가가 상승일변도의 자산시장에서 주로 발생하는 문제임을 감안하면 단순한 모델이지만 설득력 있는 결론이라 할 수 있겠다.

PBE_2 는 PBE_1 의 특별한 케이스이며, PBE_3 는 π 가 상대적으로 낮은 경우 실현되는 균형으로, G타입을 판매하는 업자는 항상 진실을 보고하지만 B타입을 판매하는 판매자와 소비자의 선택은 확률적으로(혼합전략) 결정된다. 게임 참가자의 의사결정 측면에서 이 균형을 보면, 우선 소비자가 상품타입에 관한 설명을 들은 후 확률적인 선택을 하고, 판매자 역시 신의성실의 원칙에 입각한 상품설명 가능성이 존재한다는 의미에서 PBE_1 에 비하여 사회적으로 바람직한 균형이라 할 수 있을 것이다.

이러한 맥락으로부터 이하에서는 판매업자의 설명의무 이행에 관련된 금융소비자보호 법제를 게임의 룰로 적용하는 경우 이들 균형이 어떻게 변화하는지를 고찰함으로써 이들 법규정의 효과를 비교정확적인 관점에서 검토한다.

2. 입증책임의 배분

이미 서두에서 언급한 바처럼 소비자든 금융기관이든 설명의무 위반여부의 입증 책임을 지는 당사자가 그 사실을 제 3자에게 100% 완벽하게 입증하는 것은 현실

적으로 불가능하다. 이런 상황에서 소비자가 입증책임을 지는 경우는 판매자가 허위설명을 하고 그 결과 고객에게 손해가 발생하여도 법원이 판매자에게 손해배상을 명령하는 것이 쉽지 않을 것이다. 반대로 판매자가 입증책임을 지는 경우도 판매자가 설명의무 위반하지 않았다는 사실을 100% 입증하는 것은 쉽지 않으므로 판매자는 신의성실의무를 이행하였다 하더라도 투자에 실패하였다면 소비자에게 손해배상금을 지급해야 할 지 모른다. 즉 금융상품의 복잡성과 고도성, 그리고 제3자의 설명의무이행여부의 관찰 불가능성으로 인하여 입증책임 당사자가 투자실패에 대한 책임을 부담해야 한다는 것인데, 이는 입증책임에 따라 이익구조가 바뀐다는 것을 의미한다. 이와 관련하여 다음의 정리가 성립한다.

정리2. 판매자의 설명의무 위반에 대하여 입증책임이 있는 당사자가 법원에 대하여 완벽한 입증이 불가능하고 동시에 법원은 완벽한 입증이 없는 한, 원고패소를 판결하는 경우를 상정한다. 이 때 판매자와 소비자에게 각각 100% 입증책임이 있는 경우의 상대적 선호도를 각각 ρ_0, ρ_1 라고 할 때, $\rho_1 > \rho_0$ 의 관계가 성립한다.

증명 : 소비자에게 입증책임이 있는 경우를 X_{ij}, Y_{ij} 라고 하고, 판매자에게 입증책임이 있는 경우의 기대이익을 각각 \hat{X}_{ij} 와 \hat{Y}_{ij} 로 표현하면 그 관계는 각각 $\hat{X}_{ij} = q_i X_{ij} + (1-q_i)(X_{ij}^F - D)$, $\hat{Y}_{ij} = q_i Y_{ij} + (1-q_i)(Y_{ij}^F + D)$ 가 된다. (3)식의 방법에 따라 다음을 도출할 수 있다.

$$\rho_1 = \frac{M - Y_{BF}}{Y_{GT} - Y_{BF}} \quad (7)$$

$$\rho_0 = \frac{M - Y_{BF} - (1 - q_B)D}{Y_{GT} - Y_{BF} - (q_G - q_B)D} \quad (8)$$

(7)식과 (8)식의 대소관계 확인을 위하여 $A \equiv Y_{GT} - Y_{BF}$, $B \equiv M - Y_{BF}$, $b \equiv (q_G - q_B)D$, $a \equiv (1 - q_B)D$ 를 각각 정의하면, 가정에 의해 $A > B$ 이고, $a - b = (1 - q_B)D > 0$ 로부터 $a > b$. $\rho_1 - \rho_0 = \frac{B(A-b) - A(B-a)}{A(A-b)} = \frac{Aa - Bb}{A(A-b)}$ 이므로 $\rho_1 > \rho_0$ 가 성립함을 알 수 있다.

정리2는 입증책임이 소비자에게 있는 경우가 판매자에게 있는 경우보다 PBE₃의 달성 가능성이 더 높다는 것을 의미한다. 이는 다음과 같이 설명될 수 있다. 즉, 판매자에게 입증책임이 있는 경우, 소비자는 설령 투자에 실패하더라도 언제든지 손실이 보상되므로 판매자 설명의 진위여부에 상관하지 않고 금융상품 구매를 결정할 것이고, B타입의 판매자 역시 설명의 진위여부에 관계없이 투자실패에 대한 손해배상을 하여야 하므로 영업비용이 많이 소요되는 진실설명을 하려고 하지 않을 것이기 때문이다. 이는 소비자 보호명분으로 입증책임을 판매자에게로 전환하더라도 소위 ‘묻지마 투자와 판매’로 대변되는 불완전판매가 개선되지 않을 것이라는 점을 보여주는 것이라 하겠다.

이 정리를 다른 관점에서 보면, 소비자에게 입증책임이 있는 케이스는 판매자가 어떤 행위를 하더라도 소비자에 대하여 손해배상을 하지 않는 이익구조를 가지고 있다는 점에서 판매자가 손해배상 능력이 없는 경우와 이익구조가 일치한다. 이는 판매자에게 입증책임이 부과되더라도 판매자의 손해배상능력에 한계가 있는 경우, 단순히 입증책임의 전환만으로 불완전판매를 개선할 수 없다는 것을 의미한다.

3. 적합성 원칙

지금까지 설명의무 위반의 실체를 입증 불가능한 것으로 간주하여 소비자와 판매자와의 입증책임의 배분과 균형을 검토하였다. 그러나 입증 불가능성은 정도의 차이가 있을 수 있다. 가령 설명의무의 이행이나 위반은 소비자와 판매자만이 관찰하는 정보로 제3자가 확인하거나 당사자가 입증하기는 곤란하지만, 사후적인 확인은 상대적으로 용이한 경우도 있을 수 있기 때문이다. 이처럼 설명의무 이행여부를 사후적으로 입증이 가능하다면 관찰된 내용을 기준으로 입증책임을 배분하는 방법을 생각할 수 있다. 가령, 투자가 실패한 후, 판매자가 B타입으로 설명한 것이 사후적으로 확인되면 판매자로 하여금 자신이 B타입으로 설명하였다는 사실을 입증하도록 하고, 판매자가 G타입으로 설명한 것이 사후적으로 확인되면 소비자로 하여금 G타입으로 설명하지 않았다는 사실을 입증하도록 하는 경우를 고려할 수 있다.

이처럼 실제 상품의 타입에 따라서 입증책임을 배분하는 것은 ‘적합성의 원칙’을 부분적으로 실현한 것으로 해석할 수 있을 것이다. 원래 적합성의 원칙이란, 고객의 지식이나 경험, 자산상황에 부합하는 상품의 권유를 의무화 한 것으로, 금융소비자에게 부적합한 금융상품을 판매업자가 판매하거나 권유해서는 아니 된다는 것을 사실을 명기한 것이다. 본 연구에서는 소비자에게 적합한 금융상품이란 G타입을 의미하고, 적합성의 원칙이란 판매자가 B타입의 상품을 소비자에게 판매하여 손실이 발생한 경우 배상책임을 부과하는 원칙이라고 정식화할 수 있다.⁸⁾

정리3. 사후정보에 입각하여 입증책임을 부과하는 경우의 상대적 선호도를 ρ^* 로 정의하는 경우, $\rho_0 \leq \rho^* \leq \rho_1$ 의 관계가 성립한다.

증명 : 명제1의 정의를 그대로 사용하고, 사후에 관찰된 정보에 입각하여 입증책임을 부과되는 경우(적합성의 원칙)의 소비자의 기대이익을 Y_{ij}^* 로 표현하면 그 관계는 다음과 같다.

$$Y_{Gj}^* = q_G Y_{Gj}^S + (1 - q_G) Y_{Gj}^F \quad (9)$$

$$Y_{Bj}^* = q_B Y_{Bj}^S + (1 - q_B) (Y_{Bj}^F + D) \quad (10)$$

(9)식은 G타입을 가지고 G타입으로 설명한 것으로 관찰되었을 경우 소비자에게 입증책임을 부과한 경우이고, (10)식은 B타입을 보유하고 G타입으로 설명한 것이 관찰되었을 경우 판매자에게 입증책임을 부과한 경우 소비자의 기대이익을 나타낸다.

$$\rho^* = \frac{M - Y_{BF} - (1 - q_B)D}{Y_{GT} - Y_{BF} - (1 - q_B)D} \quad (11)$$

정리2의 증명에서 사용한 기호를 사용하면, $\rho^* - \rho_0 = \frac{(a-b)(B-a)}{(A-a)(A-b)} > 0$ 이므로

8) 물론 이 연구에서는 투자자의 지식이나 경험, 자산상황에 관하여 복수의 타입을 고려하지 않고 있으며, 투자자의 타입에 부합하는 금융상품을 판매해야 한다는 적합성의 원칙 본래의 의미와는 다르다.

$\rho^* > \rho_0$ 이 성립하고, $\rho_1 - \rho^* = \frac{a(A-B)}{A(A-a)} > 0$ 에서 $\rho_1 > \rho^*$ 이 성립함을 알 수 있다.

이상의 결과들은 법정비용이 전혀 고려되어 있지 않고, 사법부의 판단이 지나치게 극단화 되어 있는 모형에서 도출된 것이어서 해석상의 한계를 지닐 수밖에 없지만, 소비자보호법제가 금융시장 참가자들의 행위에 분명하게 영향을 미치고 있음을 보였다는데 의의가 있다고 할 수 있다. 가령, 설명의무이행확률이 높을수록 효율적인 시장이라고 가정한다면, 예상과 달리 소비자에게 입증책임이 있는 경우가 가장 효율적이고 적합성의 원칙에 따라 입증책임이 배분되는 시장은 그 중간이라고 할 수 있다. 그러나 시장의 효율성을 단지 설명의무이행의 정도만 가지고 해석하는 것은 너무 위험하므로 주의를 요한다. 특히 소비자에게 입증책임이 있는 경우, 소비자의 금융상품 구매에 대한 비용을 증가시키고 소비자의 금융상품구매 가능성을 축소시킨다는 사실을 간과해서는 안 될 것이다.

V. 불완전한 입증과 입증비용

1. 불완전한 입증

소비자가 판매자의 설명의무 위반을 100% 입증하는 것은 불가능하다고 하더라도 100% 확정적인 증거로 입증하지 않으면 피고(입증책임을 지는 자)가 유리하다고 하는 가정은 너무 극단적이다. 실제 100% 확증이 아니더라도 재판관이 '입증되었다'고 판단한 경우에는 판매자에게 손해배상을 명령하는 경우도 있을 수 있기 때문이다.⁹⁾ 이처럼 소비자가 판매자의 설명의무위반의 개연성을 입증하는 경우에는

9) 환해지용 파생금융상품인 '키코'의 효력 정지를 요구하는 세 건의 가처분 신청에 대하여 법원은 각기 다른 판결을 내렸는데, 진양해운이 키코의 효력을 정지해 달라며 신한은행을 상대로 낸 가처분 신청과 KE가 신한은행을 상대로 낸 가처분 신청을 기각했고, 모나미와 디에스엘시디의 가처분 신청에 대해선 효력정지를 인정하였다. 우선 모나미와 디에스엘시

입증이 이루어진 것으로 보고 법원이 판매자의 설명의무위반의 개연성이 있는 것으로 인정하여 판매자에게 손해배상을 명령하는 경우 균형의 변화를 살펴보기 위해서는 ‘판매자의 설명의무위반(동기)의 개연성이 있는 상황’을 어떻게 정의하느냐가 관건이 된다.

이러한 관점에서 「소비자와 판매자와의 가상게임에서 ‘판매자가 확실히 설명의무를 위반하고 동시에 소비자가 금융상품을 구입하는 전략’이 균형전략으로 존재한다는 사실이 입증된 상황’을 판매자의 설명의무 위반의 개연성이 있는 상황으로 정의하면 균형에 어떤 변화가 일어나는지를 검토해 보자는 것이다. 즉 판매자의 설명의무위반의 동기를 가상게임을 통하여 입증할 수 있으면 법원은 현실 세계에서 설명의무 위반의 개연성이 있는 것으로 간주하는 것이다.

이러한 상황에서 소비자는 비교적 쉽게 그 사실을 입증할 수 있다. 즉 case1)의 균형이 존재한다는 사실을 입증하면 되는 것인데, 이는 G타입의 비중이 일정수준 이상($\pi \geq \rho$)이 되거나, ρ 가 충분히 크다는 사실을 입증함으로써 증명될 수 있기 때문이다. 이러한 사실의 입증은 매우 용이하기 때문에 법원은 판매자에 대하여 항상 손해배상을 명령하므로 이는 판매자에게 입증책임이 있는 게임과 동일한 균형을 달성할 수 있다는 것을 의미한다. 이상의 내용은 다음과 같이 정리된다.

정리4. 설명의무위반의 개연성 입증만으로 입증책임이 사실로 판단되는 경우, 소비자에게 입증책임이 부과되더라도 판매자에게 입증책임을 부과하는 것과 동일한 균형을 달성할 수 있다.

디의 가치분 신청에 대해 “금융회사는 파생상품을 거래할 때 상대방에게 적합한 상품을 권유해야 하고, 거래에 따르는 위험과 잠재적 손실 등을 충분히 알릴 의무가 있으며, 이런 의무를 제대로 이행하지 않았을 경우 계약을 해지할 수 있다”고 밝혔다. 다음으로 진양해운의 가치분 신청 결정문에서도 위의 내용의 취지를 바탕으로 재판부는 “진양해운의 계약 해지도 적법하다”고 밝혔지만, 재판부는 “진양해운의 만기가 곧 도래하고, 손실 부담 능력이 있으며, 본안 소송에서 손실을 변제받을 수 있다는 이유로 가치분 신청을 기각했다. 마지막으로 금형제품 수출기업 KE가 신한은행을 상대로 낸 가치분 신청에 대하여 KE는 은행의 강요에 못 이겨 키코 계약을 체결했다고 주장했지만 증거가 불충분하다고 재판부가 판단하여 기각하였다.

2. 입증비용의 배분

Hay & Spier(1997)에 의하면 입증책임의 룰(the burden of proof rules)은 법원에 증거를 제출하는 당사자를 구체화하는 방법을 의미하는 것으로, 법적 다툼이 있는 사안에 대하여 증거를 수집하고 제시해야 하는 당사자뿐만 아니라 입증비용의 부담방식을 결정하는 것도 내포하고 있다.

이러한 상황은 이 연구의 게임모델에서 네 번째 단계에서 발생하는 문제이다. 분석의 편의를 위하여 입증비용은 게임의 이전단계의 의사결정과 상관없이 결정되고, $\theta \in [0, 1]$ 는 입증비용 가운데 판매자의 부담비율을 의미한다고 가정한다. 가령 100% 판매자가 입증책임을 지는 경우 $\theta = 1$ 이고, 반면에 소비자가 100% 입증책임을 지는 경우 $\theta = 0$ 가 된다.

θ 가 ρ , r 그리고 $s \equiv \frac{\rho - \pi}{\rho(1 - \pi)}$ 에 미치는 영향을 분석하기 위해서는, 이들 변수를 포함하고 있는 X_{BF} , X_{BT} , Y_{BF} , Y_{BT} 가 θ 의 변화에 대하여 어떻게 변화하는지를 검토해야 한다. 이 때 입증비용은 투자에 실패한 경우에만 발생하므로 X_{ij}^F 와 Y_{ij}^F 의 함수가 된다. 따라서 이를 고려하여 각각의 변수에 대하여 θ 로 편미분하면 다음과 같다.

$$X'_{ij} \equiv \frac{\partial X_{ij}}{\partial \theta} = (1 - q_i) \frac{\partial X_{ij}^F}{\partial \theta} \quad (12)$$

$$Y'_{ij} \equiv \frac{\partial Y_{ij}}{\partial \theta} = (1 - q_i) \frac{\partial Y_{ij}^F}{\partial \theta} \quad (13)$$

여기서 $\frac{\partial X_{ij}^F}{\partial \theta} < 0$ 그리고 $\frac{\partial Y_{ij}^F}{\partial \theta} > 0$ 이므로 $X'_{ij} < 0$ 와 $Y'_{ij} > 0$ 가 성립한다. 입증비용은 이전단계의 의사결정에 관계없이 결정되므로 $X_{BF}' = X_{BT}'$, $Y_{BF}' = Y_{BT}'$. $q_G > q_B$ 이므로 $Y_{Bj}' = Y_{Gj}'$ 이 성립한다. 이를 바탕으로 각각의 변수에 대하여 θ 로 편미분하면 아래의 결과를 얻을 수 있다.

우선 ρ 에 대해서는 다음과 같은 결과를 얻을 수 있다.

$$\frac{\partial \rho}{\partial \theta} = -\frac{Y_{GT}'(M-Y_{BF}) + Y_{BF}'(Y_{GT}-M)}{(Y_{GT}-Y_{BF})^2} < 0 \quad (14)$$

이러한 결과는 θ 가 상승함에 따라 $(r=1, s=0)$ 의 가능성은 낮아지는 것을 보여준다. 다음으로 r 에 대해서는

$$\frac{\partial r}{\partial \theta} = \frac{X_{BT}'[r_B(X_{BF}-X_{BT}) + (e_B-e_G)]}{(X_{BF})^2} < 0 \quad (15)$$

의 관계가 성립하므로 $\pi \leq \rho$ 의 케이스에서 판매자의 G타입 설명에 대하여 θ 가 증가할수록 소비자가 금융상품을 구매할 확률은 감소한다.

세 번째 s^* 를 θ 에 대하여 미분하면 다음의 결과를 얻을 수 있다.

$$\frac{\partial s}{\partial \theta} = -\frac{\pi(1-\pi)\{Y_{GT}'(M-Y_{BF}) + Y_{BF}'(Y_{GT}-M)\}}{\{(1-\pi)(M-Y_{BF})\}^2} < 0 \quad (16)$$

이리하여 G타입의 상품이 일정비용 미만의 금융시장에서는 θ 가 상승함에 따라 판매자가 B타입 상품의 판매자가 진실을 설명할 확률이 감소한다.

정리5. 설명의무이행에 대한 입증비용의 판매자 부담비율이 증가할수록 소비자의 상품구매확률과 판매자의 설명의무 이행확률이 감소한다.

이러한 결과는 다음과 같이 설명될 수 있다. 우선 θ 가 상승하면 X_{BT} 와 X_{BF} 가 동시에 감소하겠지만 판매자의 행동에 따라 θ 에 대한 실제 효과는 다르게 나타난다. B타입을 판매하는 판매자가 진실을 선택하면 소비자는 항상 금융상품을 구매하므로 변화에 대한 실질적인 효과는 X_{BT}' 이다. 이에 대하여 판매자가 허위설명을 선택하면 소비자가 상품을 구매할 확률은 $r \in (0,1)^{10}$ 이므로 θ 의 변화에 대한 실질적인 효과는 $rX_{BF}' < X_{BT}'^{11}$ 이다. 이는 θ 가 상승할수록 진실보고의 효과가 감소하는 것을

10) 앞의 식에서 θ 가 상승하면 $r=1$ 이 될 가능성은 감소.

11) 왜냐하면 입증비용은 이전의 의사결정과 상관없이 결정되므로 $X_{BF}' = X_{BT}'$ 이다.

의미한다. 즉 $\pi \leq \rho$ 의 상황에서, 판매자의 낮은 진실보고 확률에 대응하여 소비자는 상품을 구매할 확률을 낮추게 됨으로써 그만큼 진실보고에 대한 효과가 감소하게 된다.

이상의 결과로부터 θ 의 효과는 다음 2가지로 요약할 수 있다. 첫 번째 효과는 $\frac{\partial \rho}{\partial \theta} < 0$ 이다. 이는 θ 가 증가할수록 $\{r=1, s=0\}$ 의 균형이 실현될 가능성이 증가하고 균형 $\left\{r=\sigma, s=\frac{\rho-\pi}{\rho(1-\pi)}\right\}$ 가 실현될 가능성이 그만큼 감소한다는 것을 의미한다. 이는 B타입을 보유하고 있는 판매자가 진실을 선택할 확률을 감소시키는 효과가 있다. 두 번째 효과는 $\frac{\partial r}{\partial \theta} < 0$ 와 $\frac{\partial s}{\partial \theta} < 0$ 이다. 이들은 θ 가 상승함에 따라 B타입으로 설명되는 상품을 소비자가 구매할 확률과 B타입을 보유하고 있는 판매자가 진실을 선택할 확률이 감소한다는 것을 의미한다. 이로부터 다음과 같은 결론을 내릴 수 있다. 즉 입증비용의 배분 관점에서 입증책임을 판매자에게 더 많이 배분할수록 판매자의 진실선택확률은 감소한다는 점에서 사회적으로 바람직하지 않다는 것이다. 이는 소비자를 보호하기 위하여 금융회사에게로 입증책임을 전환해야 한다는 일반의 주장들과 상반되는 것이다.

VI. 결론

이 연구에서는 금융소비자보호법의 중요한 현안 가운데 하나인 설명의무와 입증책임의 정도나 배분의 방법, 적합성의 원칙 등이 금융소비자의 행위와 금융회사의 판매행동에 어떠한 영향을 미치는지를 게임이론을 통하여 고찰하였는데, 주요한 결과는 다음과 같다.

첫째, 판매자의 설명의무가 부여되는 금융상품거래게임에서 두 종류의 균형이 존재하는 것을 입증하였다. 하나는 투자성공확률이 높은 상품의 비중이 상대적으로 높은 시장에서 실현되는 균형이다. 이 균형이 B타입을 보유하는 판매자가 100% 허위설명하고 이에 대하여 소비자는 금융상품의 타입에 관계없이 항상 구매를 결정

한다는 점에서 비효율적인 균형이라 할 수 있다. 다른 하나는 판매자와 소비자가 확실적인 선택을 하는 균형이다. 후자의 균형에서 소비자가 상품타입에 관한 판매자의 설명을 듣고 이에 대하여 확실적인 선택을 하고, 판매자 역시 신의성실의 원칙에 입각한 상품설명 가능성이 존재한다는 의미에서 전자의 균형보다 사회적으로 바람직한 균형이라 할 수 있을 것이다.

둘째, 설명의무 위반의 개연성 입증만으로 입증책임이 사실로 판단되는 경우, 소비자에게 입증책임이 부과되더라도 판매자에게 입증책임을 부과하는 것과 동일한 균형을 달성할 수 있다.

셋째, 이렇게 도출된 균형이 설명의무의 입증책임의 룰이나 적합성의 원칙 등을 적용하였을 경우 어떤 변화가 있는지를 고찰하였는데, 제한된 상황¹²⁾에서 판매자의 설명의무 이행가능성이 가장 높은 것은 소비자에게 100%입증책임이 있는 경우이고 그 다음은 적합성의 원칙이 적용되는 경우이며, 판매자에게 입증책임이 있는 경우에 그 가능성이 가장 낮았다. 이는 입증책임이 있는 자에게 특별한 비용을 부담시킨다는 의미에서 입증비용부담주체가 누구냐에 따라서 균형이 달라진다는 것을 의미한다.

넷째, 설명의무이행에 대한 입증비용의 판매자 부담비율이 증가할수록 소비자의 상품구매확률과 판매자의 설명의무 이행확률이 감소한다.

이상의 결과에서 보는 바처럼, 그 조건에 따라 각기 다른 균형이 실현되는 것은, 금융상품의 거래를 규정하는 법을 규정할 때 획일적으로 규정하기 보다는 금융상품의 특징에 따라 입증책임을 달리 할 필요가 있음을 시사한다. 가령, 본문의 (7) 식과 (8)식에서 보여주는 바처럼, G타입의 성공확률이 충분히 높은 상품이라면 B타입 상품의 성공확률에 관계없이 입증책임이 누구에게 있는가는 균형에 영향을 미치지 않는다. 그리고 마지막 두 가지의 결론은 최근 소비자를 보호하기 위하여 금융회사에게로 입증책임을 전환해야 한다는 일반의 주장들과 상반되는 것이어서 논란의 여지가 있다. 즉 본 연구의 결과는 입증책임의 전환이 의도와 달리 불완전판매를 조장할 가능성이 있다는 것이다. 그러나 이러한 결론은 매우 단순하고 제한적인 모

12) 즉 입증불가능의 가정

형에서 도출된 결과이기 때문에 현실적인 의미를 부여하기에는 한계가 있으므로, 추가적인 연구가 불가피하다.

본 연구가 최근 현안이 되고 있는 금융상품의 불완전판매와 금융소비자 법제에 대하여 게임이론적 접근을 시도하였지만, 지나치게 간결한 모델을 추구하다 보니 제도를 묘사하는 변수들을 충분히 고려하지 않아 풍부한 함의를 도출하지는 못하였다. 가령, 불완전판매가 상품별 혹은 판매채널별로 다른 현실을 전혀 반영하지 못하였으며, 금융회사의 배상책임범위에 대한 좀 더 상세한 정의나 벌칙, 배상책임능력에 한계가 있는 전문 판매회사 문제 및 금융소비자 민원처리기관 등 제도적인 변수들을 도입하였더라면 보다 설득력 있는 결과를 얻었을 것이다. 그리고 소비자를 리스크 중립형으로 가정함으로써 리스크에 대한 소비자들의 다양한 태도를 연구모형에 포함시키지 못하여 스스로 한계를 노출시킨 점은 앞으로 개선해야 할 부분이다. 이러한 한계는 다음 과제로 남겨 놓고자 한다.

참고 문헌

- 강대섭, 「금융투자상품 개념의 포괄주의와 기능별 영업행위 규제의 검토」, 『법학연구』, vol. 51(1), 2010, pp.585~619.
- 강재영, 「선물거래에서의 적합성원칙」, 『법학연구』, vol. 15(2), 경상대학교 법학연구소, 2007, pp.215~246.
- 김병연, 「금융포커스 금융상품 판매시 적합성 원칙 준수를 위한 가이드라인 개선방안」, 『주간금융브리프』, vol.19(18), 2010, pp.8~9.
- 김선정, 「변액보험계약 체결시 부당설명한 보험자의 법적 책임」, 『보험개발연구』, vol.13(1), 2002, pp.21~71.
- 맹수석, 「변액보험제도의 법적 문제에 관한 연구」, 『보험개발연구』, vol.14(2), 2003, pp.3~45.
- 이경민, 「자본시장 통합법(안)상의 투자자 보호」, 『기업법연구』, vol.(2), 2002, pp.9~38.
- 이윤호 · 이천성, 「보험분쟁의 경제분석 : 불완비보험계약과 보험금 산정」, 『손해사정연구』, vol.1(1), 2008, pp.5~29
- 왕규호 · 조인구, 『게임이론』, 박영사, 2005.
- 전 욱, 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률상의 금융투자자 보호제도에 관한 고찰」, 『저스티스』, vol.107, 2008, pp.193~222.
- 주진열, 「장외파생금융상품 거래에 있어서 적합성 문제에 대한 비교법경제학적 고찰」, 『저스티스』, vol.115, 2010, pp.203~236.
- Aghion, P. and P. Bolton, “The Incomplete Contract Approach to Financial Contracting”, *Review of Economic Studies*, vol.59, 1992, pp.473~493.
- Andersson, F., “Adverse Selection and Bilateral Asymmetric Information”, *Journal of Economics*, vol. 74, 2001, pp.173~195.
- Coase, R. “The nature of the firm”, *Economica*, vol.4, 1937, pp.386~405.
- Emons, W., “Credence goods and Fraudulent Experts”, *RAND Jopurnal of Ecomomics*, vol. 28. 1997, pp.107~119.
- Hay, B.L. and Spier, K.E., “Burdens of Proof in Civil Litigation : An Economic Perspective”, *The Journal of Legal Studies*, vol.26(2), 1997, pp.413~431.

- Keith N. H., "An Asymmetric Information Model of Litigation", *International Review of Law and Economics*, vol.22, 2002, pp.153~175.
- Sanchirico, C. W., "The burden of Proof in Civil Litigatin : A Simple Model of Mechanism Design", *International Review of Law and Economics*, vol. 17, 1997, pp.431~447.
- Shavell, S., "The optimal Level of Corporate liability Given the Limited Ability of Corporations to Penalize their Employees", *International Review of Law and Economics*, vol.17, 1997, pp.203~213.
- Villeneuve, B., "The Consequences for a Monopolistic Insurer of Evaluating Risk Better than Customers : Th Adverse Selection Hypothesis Reversed", *Geneva papers on Risk Insurance Theory*, vol. 25, 2000, pp.65~79.
- _____, "Competition between Insurers with Superior Information" *European Economic Review* ,vol. 49, 2005, pp.321~340.
- Pitchford, R. "The Case of Judgement-Proof Firms and Environment Risk : How Liable should a Lender Be?", *American Economic Review*, vol. 85, 1995, pp.1171~1186.
- Williamson, O., "Transaction Cost Economics", *Handbook of Industrial Organization*, vol.1, Amsterdam, 1989.

Abstract

The purpose of this study is to consider how the allocation of burden of proof and the accountability impact on the financial firm and consumers behavior through the game theoretic approach. Main results are as follows.

First, there are two types of equilibrium in the model. The first type of the equilibrium realizes when the ratio of the good-type financial products is relatively high. In this equilibrium, the firm never chooses truth telling when it sells bad-type product but the consumer always purchases the product regardless of the firm's announcement. The second type of the equilibrium realizes when the ratio of good-type product is relatively low. In this equilibrium, the firm randomly chooses truth telling when it sells bad-type product and the consumer also randomly chooses whether she purchases the product. Second, in case a burden of proof is on the consumer, the probability of the firm's truth telling is the highest. It was followed by the case where the burden of proof is allocated by the principle of suitability. Third, regardless of the allocation of the burden of proof, the same equilibrium realizes when the consumer has only to prove the probability of firm's false telling. Fourth, it is not desirable for the firm to bear a greater burden of proof because it lowers the probability of truth telling. This is not consistent with the general opinion that the financial firms should bear a greater burden of proof to protect the consumers.

※ Key words : accountability, burden of proof, game theory, principle of suitability