

## 글로벌 투자은행의 불법적 투자전략: 골드만삭스의 합성CDO상품 ABACUS 사례를 중심으로\*

엄경식\*\*  
이진호\*\*\*  
최운열\*\*\*\*

본 논문은 골드만삭스의 합성CDO상품인 ABACUS 사례를 통해 그동안 외부에 전혀 노출되지 않았던 글로벌 투자은행의 불법적 투자전략을 분석한다. 2010년 4월 16일 SEC의 제소로 시작된 골드만삭스와 SEC 간 법적 공방은 7월 15일 골드만삭스가 5억5천만달러의 벌금에 합의하면서 일단락되었다. 그 결과, 골드만삭스는 ABACUS 판매 시 미국주택시장의 붕괴와 관련한 중요 사실을 허위 표기(상품의 불법성)하거나 허위 통보 또는 누락(불완전 판매 가능성)으로써 투자자에게 상당한 손실을 끼친 것으로 드러났다.

이번 사건을 계기로 미국의 금융규제는 매우 강화되고 있다. 특히, 2010년 7월 발효된 금융개혁법(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)은 대형 금융회사의 자기자본거래와 [장외]파생상품거래를 규제하기 시작했을 뿐만 아니라, 구체적인 금융소비자 보호방안까지 포괄하고 있다. 또한 금융업계 내에서도 자율적인 규제 강화 움직임을 보이고 있다. 2011년 1월 피소자인 골드만삭스는 기업쇄신안을 발표하면서 실추된 자사 이미지를 제고하고 동시에 금융시장 전체의 신뢰 회복을 위해 노력하고 있다. 미국 정부와 업계의 이같은 노력은 곧바로 세계 주요 금융시장의 새로운 규제 패러다임으로 전개되는 양상을 보이고 있다.

본 사례연구는 국내 정책당국이 금융회사(외국계 포함)의 부도덕한 투자전략으로 인해 발생할 수 있는 투자자 피해를 다각적으로 최소화하고, 금융회사의 도덕성과 사회적 책임을 강조하는 의미 있는 계기를 제공할 수 있다. 또한 세계적으로 새롭게 전개되고 있는 규제 강화 패러다임 하에서 국내 금융회사가 글로벌 금융회사의 비즈니스 형태로 전환하여 자리매김하는 데도 일조할 수 있을 것으로 기대된다.

주제어: 글로벌 금융위기, 골드만삭스, 합성CDO상품 거래, CDS, 숏포지션

### 1. 서론: 골드만삭스 ABACUS 사례의 중요성

본 논문은 글로벌 금융회사들이 고객과의 다양한 거래관계에서 발생하는 정보비대칭을 자신들의 투자전략에 활용함으로써 스스로 심각한 이해상충문

제를 야기할 수 있음을 확인하는 데 그 목적이 있다. 이를 위해, 세계 최대 투자은행 중 하나인 골드만삭스(Goldman Sachs Group, Inc.)의 합성 CDO상품(Synthetic Collateral Debt Obligation) “ABACUS(공식명칭은 ABACUS 2007-AC1, 이하 ABACUS)” 사례를 분석하여 이들의 불법적 투자전략을 구체적으로 살펴보고자 한다.<sup>1)</sup> 2010년

논문접수일: 2011. 03. 21.                      1차 수정본 접수일: 2011. 06. 13.                      게재확정일: 2011. 08. 17.

\* 본 논문은 2010년도 서울시립대학교 교내학술연구비(신진교수연구비)에 의하여 연구되었습니다.

\*\* 서울시립대학교 경영대학 경영학부 교수 (kseom@uos.ac.kr), 교신저자

\*\*\* 예금보험공사 연구위원 (leejinho@kdic.or.kr)

\*\*\*\* 서강대학교 경영학과 교수 (wychoi@sogang.ac.kr)

1) SEC의 구체적 제소대상은 골드만삭스그룹의 주력사인 증권회사 “Goldman, Sachs & Co.”이다. 별도의 설명이 없는 한 이하에서 언급하는 “골드만삭스”는 증권회사인 “Goldman, Sachs & Co.”를 지칭한다.

미국 증권거래위원회(Securities and Exchange Commission, 이하 SEC)와의 법적 공방으로 공개된 골드만삭스의 비정상적 투자전략을 통해 그동안 외부에 전혀 노출되지 않았던 글로벌 투자은행들의 불법적 거래행위의 한 단면을 분석한다는 점에서, 본 논문은 매우 시의적절하고 경제적으로도 중요한 의의를 갖는다고 할 수 있다.

본 사례연구가 지닌 의의와 함께, 골드만삭스의 사례가 국내·외 금융산업과 세계 금융계에 미치는 영향 및 중요성을 보다 구체적으로 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 골드만삭스의 합성CDO상품 사례가 그동안 소문으로만 나돌던 글로벌 금융회사들의 불법적 투자전략의 존재를 입증해주었기 때문에, 이후 관련 금융업계에서는 무엇보다도 투자자들의 추가적 피해를 최소화해야 한다는 공감대가 폭넓게 형성될 것으로 보인다. 특히, 최근처럼 고도로 복잡한 상품이 적절한 검증도 받지 않은 채 일반투자자에게 판매되면, 금융회사와 투자자 간 정보비대칭은 확대되고 금융회사의 도덕적 해이 가능성 또한 높아져 선의의 투자자들이 계속해서 피해를 보는 악순환이 발생하게 된다. 따라서 본 사례연구는 국내 정책당국이 금융회사(외국계 포함)의 부도덕한 투자전략으로 인해 발생할 수 있는 투자자 피해를 최소화하는 데 일조할 수 있다.

둘째, 세계 금융산업에서 골드만삭스는 "Best-of-the-Best"라는 상징성을 지녔었다. 본 사례연구는 이같은 최우량 투자은행이 투자자를 대상으로, 그것도 자사 고객을 대상으로 불법적 거래행위를 벌인 사건을 다루고 있다. SEC가 이번에 이를 증명함으로써 전세계적으로 대형 금융회사가 갖추어야 하는 도덕성과 사회적 책임에 대한 각성이 다시 한 번 강조될 것이다. 본 사례연구는 최근 전세계 금융시장에 팽배한 자본지상주의의 허상을 정확히 제시함으로써 [대형] 금융회사의 도덕성과 사회적 책임을 강조하는 의미 있는 계기를 제공할 수 있다.

셋째, 2008년 글로벌 금융위기 이후 전세계적으로 금융 관련 규제가 강화되고 있다. 이러한 추세와 맞물려 골드만삭스의 이번 사건은 글로벌 금융회사에 대한 기존의 자본건전성, 규모 등 정량적 규제에 도덕성 및 사회적 책임 등 정성적 규제를 추가로 강조하는 방향으로 규제 패러다임이 개편되는 데 큰 영향을 미칠 것으로 예상된다. 따라서 본 사례연구는 국내 정책담당자가 새로운 규제 패러다임을 금융산업에 신속히 적용함으로써 국내 금융회사가 새로운 규제 하에서 글로벌 금융회사의 비즈니스 형태로 전환하여 자리매김하는 데 기여할 수 있을 것이다.

본 논문은 총 4장으로 구성되어 있다. I장 서론에 이어, II장에서는 글로벌 투자은행의 도덕적 해이를 2010년 2월 대두된 그리스 국가 부도위기와 연루설을 통해 파악해본다. III장에서는 본 사례연구의 핵심인 골드만삭스 사건의 전말을 자세히 분석한다. 먼저, 세계 금융산업, 특히 투자은행 분야에서 골드만삭스가 갖는 위상을 살펴보고, 자신의 위상과는 달리 골드만삭스가 어떻게 불법적 투자전략을 구사하게 되었는지, 그 과정에서 사용한 합성CDO상품 ABACUS는 일반적인 합성CDO상품의 거래구조와 어떻게 다른지, ABACUS 거래로 인해 투자자가 입은 피해는 어떠한지, SEC의 고발사건은 어떻게 일단락되었는지 등을 분석한다. IV장 결론에서는 금융회사의 도덕성과 사회적 책임에 대하여 논하고 논문을 마무리한다.

## II. 글로벌 투자은행에 잠재해 있는 도덕적 해이 가능성

2010년 4월 16일 SEC의 제소로 시작된 골드만삭스와 SEC 간 법적 공방은 7월 15일 골드만삭스가 5억5천만달러의 벌금에 합의함으로써 형식상

일단락되었다.<sup>2)</sup> 그러나 벌금형 합의로 인해 골드만삭스는 2007년 미국 서브프라임모기지 사태로부터 시작된 글로벌 금융위기 동안 자신이 저지른 부도덕한 행위를 스스로 인정한 셈이 되었다. 더 나아가, 이 사건을 계기로 골드만삭스를 비롯한 글로벌 투자은행들은 다양하게 전개되는 고객과의 거래에서 스스로 이해상충을 유발했던 자신들의 투자전략에 대한 도덕적 비난을 상당 기간 감수하게 되었다.

이번 SEC와의 소송 이전에도 골드만삭스 등 대형 투자은행들의 부도덕한 거래행위에 대한 의혹은 끊임없이 제기되어 왔다.<sup>3)</sup> 가장 최근의 사례로, 2010년 2월 불거진 그리스 국가 부도위기에 골드만삭스 등 글로벌 투자은행들이 깊숙이 연루되었다는 주장을 들 수 있다. 당시 골드만삭스를 비롯한 글로벌 투자은행들은 대부분의 국가가 국방비, 의료복지 등에 필요한 자금을 조달하는 데 있어 법적 규제장치를 거의 구비하지 않고 있다는 점을 익히 간파하고 있었다. 글로벌 투자은행들은 이를 금융공학에 적절히 활용함으로써 고객 국가가 자신의 상환능력을 초과하는 금액도 합법적으로, 그러나

도덕적으로는 의심스러운 형태로 조달할 수 있게끔 도와주었다.<sup>4)</sup> 실제로 월스트리트에서 “정부대출(Loans to Government)”이라 부르는 국가채무시장(Sovereign Debt Market)은 이 점을 이용하여 이미 엄청난 규모의 시장을 형성하고 있다.<sup>5)</sup>

그러나 이보다 더 큰 문제는 이들 국가의 분식회계를 도왔던 글로벌 투자은행들이 보인 이중적 투자태이다. 그동안 긴밀한 관계를 유지하면서 일국의 재정상태에 대해 많은 [비밀스러운] 정보를 알게 된 글로벌 투자은행들이 이들 국가의 금융위기 시 이에 편승하여 큰 수익을 추구하려 한 것이다. 실제 골드만삭스, J.P. 모건(J.P. Morgan)과 같은 글로벌 투자은행들은 그리스 등 남유럽국가의 부도 가능성에 투자하는 CDS(Credit Default Wwap) Index, iTraxx SovX Western Europe Index 등을 만들어 이들 국가 경제에 대해 숏포지션(Short Position)을 취함으로써 막대한 이익을 달성할 수 있었다.<sup>6)</sup> 한편에서는 서브프라임모기지 사태 때 막대한 수익을 달성한 헤지펀드 거부 존 폴슨(John Paulson)<sup>7),8)</sup>을 모방했다는 주장도 있

- 2) 벌금으로 일단락되었던 본 사건은 2011년 5월 들어 연방정부 차원의 고소가 재개되어 골드만삭스에 보다 위협적인 상황으로 진전될 가능성을 보이고 있다(New York Times, 2011. 5. 23). Henning, P. (2011), "How an Inquiry of Goldman Sachs Might Play Out", New York Times (2011. 5. 23).
- 3) Story, L., Thomas L., Schwartz, N.D. (2010), "Wall St. Helped to Mask Debt Fueling Europe's Crisis", New York Times (2010. 2. 14).
- 4) 그리스의 경우 2002년 골드만삭스와의 통화스왑거래로 장부상의 국가부채를 분식할 수 있었으며, 골드만삭스는 이를 도와 자금을 제공하는 대가로 막대한 이익을 취하였다.
- 5) 거래에 참여한 글로벌 투자은행들은 여러 국가를 대상으로 하여 추후 발생하는 국가 수입(Revenue)을 취하는 대신, 장부상 대출로 잡히지 않도록 자금을 빌려주는 거래를 진행하였다. 그리스의 경우 유로존의 부채제한규정에 부합하면서 이같은 자금을 조달하기 위해, 공항 이용이나 복권 발행 등으로 발생하는 수입을 취할 권리를 골드만삭스에게 팔아넘긴 것으로 알려지고 있다.
- 6) 2007에도 금융시장이 경색되자, 모기지시장의 붕괴에 베팅(Betting)한 월스트리트는 막대한 수익을 달성할 수 있었다. 이러한 투자수법이 2010년 그리스 사태에도 비슷하게 적용된 것이라 할 수 있다.
- 7) 존 폴슨(John Paulson)은 폴슨앤컴퍼니(Paulson & Co. Inc.)의 창업자로 2007년 글로벌 금융위기 시 서브프라임모기지 파산을 예측해 큰 수익을 달성하면서 헤지펀드의 대부로 불린다. 1994년 7월 뉴욕에서 설립된 폴슨사는 투자서비스를 제공하는 것을 비즈니스의 기본으로 하며, 은행 등 금융기관과 연금, 이익공유계획(profit sharing plan), 기타 기업에 대한 계약관리서비스를 고객중심의 포트폴리오로 제공하고 있다. 특히, 전세계 자본시장에 투자하여 인수차익, 롱/숏, 신용파생상품 등의 전략을 구사하고, 사내 리서치 조직에 의한 펀드멘탈분석을 주로 수행하는데, 벤치마크 대상은 S&P500지수이다. 2007년 6월 기관투자자가 예치한 투자금액 125억달러를 투자하여 1년 반(2008년 11월)만에 세 배에 달하는 수익을 달성하였고, 금융위기 동안 합성CDO상품의 숏포지션을 통해 엄청난 이익을 기록하였다. 2008년 주택시장의 하락으로 어려움을 겪고 있던 투자은행과 헤지펀드에게 자금을 빌려줌으로써 월스트리트의 자금난을 활용한 새로운 펀드사업을 시작하였고, 2009년 11월에는 금광주식과 금관련 투자에 집중된 금펀드를 시작하며 사업을 확장하였다.
- 8) 독자의 혼동을 방지하기 위해 이하에서는 존 폴슨이 창업한 폴슨앤컴퍼니를 폴슨사(社)로 기술한다.

지만, 폴슨사는 모기지 부실위험의 확대를 예상하고 관련 CDS매입을 통해 수익을 달성한 반면, 이들 투자은행은 위기를 고의로 부풀렸다는 의혹을 받고 있어 도덕적 비난을 면치 못하고 있다.

### III. 도덕적 해이가 빛은 골드만삭스 사건의 전말

#### 3.1 글로벌 투자은행의 선도기업, 골드만삭스

1869년 뉴욕의 소규모 어음중개회사로 출발한 골드만삭스는 현재 전세계 20여개국에 3만여명의 직원을 거느린 대형 투자은행으로 성장하였다(리사 앤드리치, 2010). 골드만삭스는 투자은행부문, 트레이딩 및 자기투자부문, 자산관리 및 증권서비스 부문 등의 사업부문을 통해 기업뿐만 아니라 국가, 부유한 개인투자자 등 다양한 고객을 상대로 광범위한 금융서비스를 제공하면서 글로벌 투자은행의 선도기업으로 왕성하게 활동하고 있다(찰스 D. 엘리스, 2010).

골드만삭스는 2000년대 들어서면서 금융자문업 무나 증권인수업무 등 전통적인 투자은행업무보다 트레이딩 및 자기투자부문의 역량을 확대하며 변신을 도모하였다. 그러나 2007년 서브프라임모기지 사태로 촉발된 글로벌 금융위기의 여파로 어려움을 겪으며, 2008년 9월 경쟁사인 모건스탠리(Morgan Stanley)와 함께 은행지주회사로 전환, 월스트리트 투자은행시대의 막을 내리게 되었다(골드만삭스의 성장과정 및 조직구조에 대한 자세한

내용은 <부록 I>을 참조).<sup>9)</sup>

2009년 역대 최고인 약 134억달러의 순이익을 기록하는 등 골드만삭스는 탁월한 위기관리능력으로 2008년 글로벌 금융위기를 아주 단기간에 극복한 것처럼 보인다(<표 1> 참조). 하지만 실제 골드만삭스의 가파른 수익성 회복은 기업실체가 은행지주회사로 변경되었던 것과 무관하지 않다. 2008년 9월 파산한 투자은행 리만브라더스와는 달리, 골드만삭스는 “파산시키기에는 덩치가 너무 큰, 이른바 대마불사(Too Big to Fail)”로 선택되어 부도위험이 낮은 은행지주회사로서의 이점을 마음껏 활용하여 투자활동을 할 수 있었기 때문이다. 즉, 골드만삭스는 은행지주회사로 기업실체가 변경되면서 부실위험을 방지하기 위한 정부지원금을 제공받을 수 있었고, 이로써 제고된 자본건전성을 통해 더 큰 레버리지를 활용하면서 전보다 훨씬 적극적으로 투자를 수행할 수 있었던 것이다.

한편, 산업 내에서 골드만삭스가 차지하고 있는 선도적 입지는 여타 투자은행과의 추가비교에서도 확인할 수 있다. <그림 1>에 제시되어 있는 골드만삭스와 주요 투자은행의 최근 추가추이를 살펴보면, 골드만삭스 주가는 주요 투자은행의 평균 주가보다 상당히 높게 형성되어 있음을 알 수 있다. 2007년 첫 거래일(1월 3일)의 종가를 기준으로 환산한 골드만삭스 주가는 2010년말까지 BNP 파리바(BNP Paribas), 도이체뱅크(Deutsche Bank), J.P. 모건, 모건스탠리, UBS 등 5개 주요 경쟁사의 주가 평균보다 높다. 심지어 2010년초 그리스 등 남유럽국가의 채무불이행 가능성과 이에 대한 골드만삭스 등 글로벌 투자은행의 연루설이 대두된(즉, 투자은행에 악영향을 미칠 가능성이 매우 높

9) 글로벌 금융위기를 겪으면서 베어스탠스(Bear Stearns), 리만브라더스(Lehman Brothers), 메릴린치(Merrill Lynch) 등의 파산 또는 합병을 지켜본 많은 관계자들은 투자은행의 시대가 종말을 고했다고 주장하였다. 투자은행 중 유일하게 명맥을 유지했던 골드만삭스와 모건스탠리가 은행지주회사로 전환하면서 전통적인 투자은행은 사라지게 된 것이다. 하지만 이들은 2009년 8월 금융지주회사로 실체를 재차 변경하면서 다소 퇴색된 투자은행으로서의 명성을 계속 유지해나가고 있다.

〈표 1〉 골드만삭스의 수익 추이

(단위: 백만달러)

구분	FY2005	FY2006	FY2007	FY2008	FY2009
총수익	25,238	37,665	45,987	22,222	45,173
투자은행부문	3,671	5,629	7,555	5,185	4,797
금융자문업무	1,905	2,580	4,222	2,656	1,893
증권인수업무	1,766	3,049	3,333	2,529	2,904
트레이딩 및 자기투자부문	16,818	25,562	31,226	9,063	34,373
FICC업무	8,940	14,262	16,165	3,713	23,316
주식업무	5,650	8,483	11,304	9,206	9,886
자기투자업무	2,228	2,817	3,757	-3,856	1,171
자산관리 및 증권서비스부문	4,749	6,474	7,206	7,974	6,003
자산운용업무	2,956	4,294	4,490	4,552	3,970
증권서비스업무	1,793	2,180	2,716	3,422	2,033
순이익	5,626	9,537	11,599	2,322	13,385

자료: 매년 공개되는 Goldman, Sachs & Co. 10-K를 참조. FICC는 Fixed Income, Currency and Commodities를 의미함.



주 1) 골드만삭스 및 주요 투자은행의 평균 주가 추이는 2007년 1월 3일 종가 = 100을 기준으로 함.  
 2) 주요 투자은행은 BNP 파리바, 도이체방크, J.P. 모건, 모건스탠리, UBS 등 5개사임.

〈그림 1〉 골드만삭스의 주가 추이

은 사건이 발생한) 시점에서조차도 주요 투자은행의 평균 주가는 별다른 변동을 보이지 않았다. 물론 골드만삭스는 여타 주요 투자은행에 비해 여전히 높은 주가를 유지하였다. 한 예로, 2010년 2월

14일 뉴욕타임즈 등 언론에 골드만삭스가 그리스 채무불이행 가능성에 깊숙이 개입했을 것이라는 의혹이 불거진 직후에도 골드만삭스 주가는 78.42(2007년 1월 3일 종가 = 100 기준)를 기록, 각종 의혹을 일축하면서 소폭 상승하기까지 하였다. 같은 날 주요 투자은행의 주가 평균은 51.75(2007년 1월 3일 종가 = 100 기준)를 기록, 골드만삭스 주가의 약 2/3 수준을 유지하는 데 그치고 있다.

### 3.2 골드만삭스 ABACUS의 거래구조

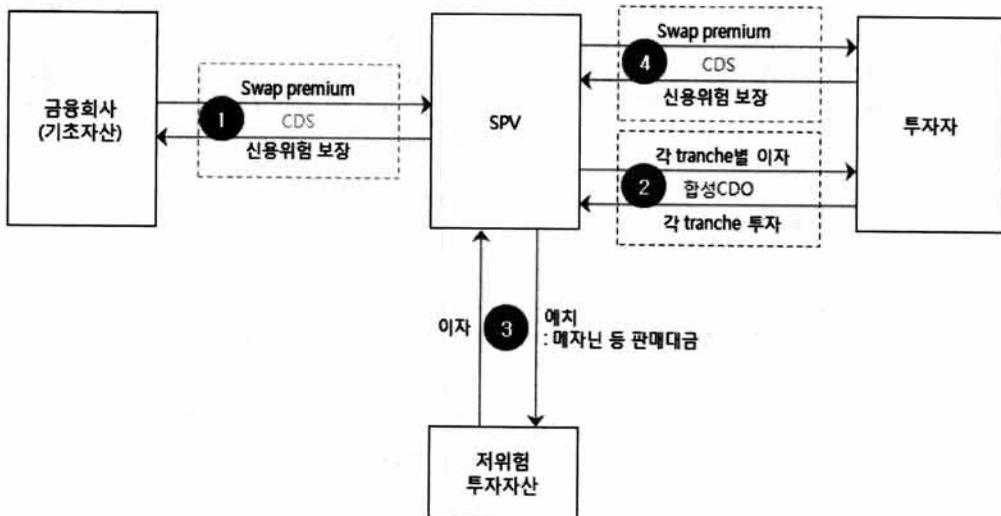
#### 3.2.1 일반적인 합성CDO상품의 거래구조

합성CDO상품이란 금융회사가 자체 보유한 회사채, RMBS(Residential Mortgage-Backed Securities, 주거용부동산저당증권), CMBS(Commercial Mortgage-Backed Securities, 상업용부동산저당증권) 등 다양한 기초자산의 신용위험을 헤지하기 위해 계약한 다수의 CDS를 "한 데 모아(Pooling, 이하 풀링)" 재

차 발행한 증권으로, 2000년대 초중반 대형 투자은행을 중심으로 급성장한 금융상품이다(김경무, 양정용, 정연수, 2007; 김희성, 2010; <부록Ⅲ> 참조).

통상적인 합성CDO상품 거래의 경우, 금융회사는 자신이 보유하고 있는 기초자산의 신용위험을 CDS를 통해 자회사 SPV(Special Purpose Vehicle, 특수목적회사)에 전가하고, SPV는 다시 위험수준에 따라 구분된 증권을 발행하여 신용위험을 투자자에게 전가한다. 합성CDO상품 거래를 통해 금융회사는 기초자산을 보유하면서도 자기자본비율의 부담까지 줄이는 효과를 거둘 수 있고, 투자자는 해당 기초자산의 위험에 비해 높은 수익률을 달성할 수 있다(한국기업평가, 2007; Lucas, Goodman, and Fabozzi, 2007).

합성CDO상품시장의 주요 투자자인 은행, 보험사, 헤지펀드 등은 메자닌(Mezzanine) 또는 시니어 트랜치(Senior Tranche)에 투자한 후 이들 증권을 각각 다시 풀링하여 새로운 증권(CDO-Squared, CDO-Tripled 등)을 발행함으로써 합성CDO상품



자료: 한국기업평가(2007), 산은경제연구소(2008) 참조.

<그림 2> 일반적인 합성CDO상품의 거래구조

시장의 급성장에 기여하였다.<sup>10)</sup> 그러나 소수의 금융회사만이 시장에 참여하면서 발생하게 되는 거래의 구조적 위험이나 불투명성은 시장의 신뢰를 저해하는 요인이 되기도 하였다(Gibson, 2004; Horwitz, 2007). 즉, 기업의 도산과 구조화채권의 부실로 인한 손실이 CDS(합성CDO상품)를 통해 타 금융회사로 이전되는 구조이므로, 총손실규모는 증가하지 않지만 짧은 기간 동안이라도 대형 금융회사들이 신용위험에 처할 경우 해당 손실이 보험회사나 헤지펀드 등 소수의 CDS매도자에게 집중된다. 이러한 구조적 위험은 금융시스템 위기로 전이될 수 있으며, 2차, 3차 풀링 시 상품구성 종목의 불투명성으로 인해 그 원인조차 파악하기 어렵게 된다.<sup>11)</sup>

### 3.2.2 골드만삭스 ABACUS의 거래구조 및 불법성에 대한 SEC의 주장

글로벌 투자은행의 눈부신 성장 이면에는 앞서 기술했듯이 “그리스의 국가 부도위기와 글로벌 투자은행의 연루 가능성”과 같은 합법성이 의심스러운 거래 또한 상당 수 퍼져 있을 것이라는 의혹이 꾸준히 제기되었다(Story et al., 2010). 이러한 주장의 옳고 그름을 명백히 확인한다는 것은 매우 어려운 일이다. 그럼에도 불구하고, SEC는 고소장

에 골드만삭스의 파브리스 투르(Fabrice Tourre)<sup>12)</sup> 부사장과 폴슨사의 존 폴슨 간에 진행된 합성CDO 상품을 활용한 투자전략은 실제 불법이라고 명기하였다. 이하에서는 사건의 객관적 개요, ABACUS의 거래구조, 관련 거래의 불법성에 대한 SEC의 주장을 차례로 기술한다.

#### 3.2.2.1 사건의 객관적 개요

2006년말 폴슨사는 골드만삭스에게 합성CDO상품의 판매를 제안하였다.<sup>13)</sup> 제안을 긍정적으로 검토한 후 골드만삭스는 ACA Management LLC (이하 ACA)에 합성CDO상품의 기초자산인 RMBS 포트폴리오의 선정을 요청하였다.<sup>14)</sup> 이렇게 만들어진 합성CDO상품 ABACUS에 독일계 은행인 IKB 등이 투자하였고, 폴슨사는 골드만삭스와 ABACUS의 기초자산인 RMBS를 대상으로 한 CDS매입 거래를 계약하였다. ABACUS 투자자들은 골드만삭스와 ACA 등의 평판을 신뢰했기 때문에 아무런 의심 없이 투자를 망설이지 않았으며, 물론 ABACUS 구성상품 선정에 깊게 관여했던 폴슨사도 CDS를 적극 매입하였다. 폴슨사의 예상대로 주택경기가 침체되고 이어 RMBS의 가치도 급락하면서 IKB 등 ABACUS 투자자들은 약 10억달러의 손실을 본 반면, CDS를 매입한 폴슨사는 그만큼의 수익을 달성할 수 있었다.

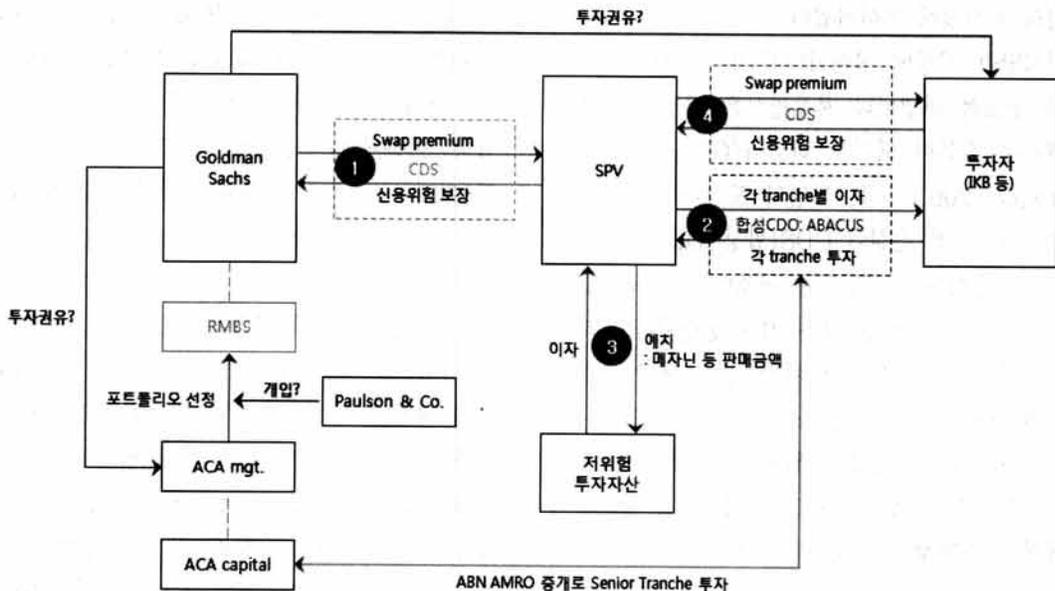
10) 흔히 고정금리자산으로 포트폴리오가 구성되는 CDO상품은 신용등급에 따라 1순위인 시니어 트랜치(보통 AAA등급 이상), 2순위인 메자닌(보통 AA~BB등급), 등급이 부여되지 않는 에퀴티 트랜치로 구분된다. 시니어 트랜치의 경우 위험도가 낮아 수익률도 낮지만, 낮은 트랜치일수록 위험도가 커지면서 그만큼 높은 수익률을 올릴 수 있게 된다(산은경제연구소, 2008).

11) 2008년 글로벌 금융위기는 리만브라더스, 페니메(Fannie Mae), 프레디맥(Freddie Mac) 등 대형 금융회사들의 신용위험이 합성CDO상품의 거래과정에서 CDS매도자인 보험사나 헤지펀드로 전이되면서 전체 금융시스템의 유동성위기를 초래한 것이 주원인이라 할 수 있다. 2008년 당시 신용위험의 전이과정과 관련한 피해사례에 대해서는 Bethel, Ferrell, and Hu(2008)를 참조하기 바란다.

12) ABACUS 사건으로 골드만삭스와 함께 SEC의 제소를 받은 파브리스 투르는 2004년 ABACUS의 개발단계부터 이 사건에 깊숙이 관여했던 것으로 지목되고 있다. 개발 당시에는 프랑스 골드만삭스의 트레이더로 근무하였으나, 이후 부사장까지 오른 입지전적인 인물이다(Morgenson and Story, 2009).

13) 2008년 11월 SEC는 골드만삭스, 모건스탠리 등 대형 금융회사의 주가조작(Price Manipulation) 의혹에 대해 조사한 바 있는데, 바로 이 합성CDO상품의 거래가 주목의 대상이었다.

14) ACA Capital Holdings의 자회사인 ACA Financial Guaranty Corporation은 1997년 설립되었으며, 매릴랜드 주 보험당국의 규제 하에 있는 채권보증보험전문회사이다. ACA Financial Guaranty Corporation은 자회사 ACA Management LLC를 통해 골드만삭스 합성CDO상품의 기초자산 선정에 참여하였다.



주: SEC 보도자료 등을 참고하여 재구성. IKB, ACA, ABN AMRO의 역할에 대해서는 III장 3절을 참조.

〈그림 3〉 골드만삭스 ABACUS의 거래구조

3.2.2.2 ABACUS의 거래구조

골드만삭스가 설계한 합성CDO상품 ABACUS는 표면적으로 여타 합성CDO상품의 거래구조(〈그림 2〉)와 별반 다르지 않다. 〈그림 3〉을 통해 ABACUS의 주요 거래구조 각각의 단계(①~④)를 살펴보면 다음과 같다.

- ① 우선 SPV는 기초자산의 위험을 제거하기 위한 CDS거래의 매도자이며, 기초자산에 대한 신용위험을 보장하는 대가로 CDS프리미엄을 받음
- ② SPV는 CDS프리미엄을 담보로 증권을 발행하는데, 이것이 바로 합성CDO상품임. 합성CDO상품은 위험에 따라 시니어, 메자닌, 에퀴티(Equity) 트랜치로 구분되며, 투자자들

은 서로 다른 이자율로 각 트랜치별 합성CDO상품에 투자함

- ③ 상대적으로 위험이 높은 메자닌과 에퀴티 트랜치 투자자는 투자금액의 액면가만큼을 신탁자산에 예치하고, 예치금은 SPV에 의해 다시 저위험 투자자산에 투자되어 합성CDO상품의 만기 전 기초자산에서 발생한 손실에 우선 적용됨. 만기까지 기초자산이 파산하지 않을 경우 예치금은 투자자에게 되돌려줌. (따라서 합성CDO상품의 투자자는 SPV가 기초자산에 대한 신용위험을 보장해주는 조건으로 수령하는 CDS프리미엄과 저위험 투자자산으로부터 들어오는 이자의 합계에서 트랜치별 지급순위(Waterfall)에 따라 분배된 금액을 수익으로 지급받음)<sup>15)</sup>

15) SPV가 이자를 트랜치별로 분배할 때는 보통 거래관련비용(원천징수세, 거래관리수수료 등)을 먼저 지불하고, 시니어, 메자닌, 에퀴티 순으로 지급한다. 이 순위는 상위 트랜치에 대한 하위 트랜치의 신용보강(Credit Enhancement) 역할을 의미하는 것으로, 풀링한 CDS의 기초자산으로부터 들어온 수입액이 지불해야 할 금액보다 작을 경우 마지막 순위에 있는 에퀴티에 가장 먼저 손실이 발생하는 구조이다(산은경제연구원, 2008).

- ④ 한편, SPV는 다시 시니어 트랜치 투자자와 CDS거래를 통해 신용위험을 전가하고 프리미엄을 지불함

### 3.2.2.3 불법성 또는 불완전 판매 가능성에 대한 SEC의 주장

〈그림 2〉와 〈그림 3〉에서 확인한 바와 같이, 표면상으로 볼 때 골드만삭스 ABACUS의 거래구조(①~④)도 기초자산의 선정에서부터 상품설계 및 판매, 수익배분에 이르기까지 여느 합성CDO상품의 거래구조와 크게 다르지 않다. 그러나 상품설계자인 골드만삭스와 실질적 기초자산 선정기관이었던 폴슨사의 배후 역할에 주목해보았을 때 몇 가지 특이한 점을 발견할 수 있다.

첫째, 골드만삭스는 자신의 고객인 폴슨사를 ABACUS에 대한 실질적 상품설계자로 활용함으로써, 금융회사와 상품설계자 간에 요구되는 상품정보 교류의 차단에 실패하였다. 미국에서는 금융회사의 고객이 해당 금융회사의 상품을 설계하는 것을 불법으로 규정하고 있다. 따라서 ABACUS에 대한 폴슨사의 역할은 골드만삭스의 한 고객이 다른 고객의 투자상품을 설계한 것이므로 상품 자체가 불법성을 지니고 있다.

둘째, 투자자보호보다는 금융회사 자신의 이익을 최우선으로 추구하였다. 골드만삭스는 상품 출시 전 부동산시장의 하락을 예측했음에도 불구하고, RMBS를 기초자산으로 한 합성CDO상품 ABACUS를 설계했을 뿐만 아니라 투자자에게는 ABACUS 투자를 적극 추천하였다. 결국 자신과 상품설계 및 판매를 모으려던 폴슨사는 투자자와 반대 방향으로 투자함으로써 막대한 수익을 달성하였고, 골드만삭스 자신은 폴슨사와의 거래를 통해 적지 않은 수수료를 챙길 수 있었다.

셋째, 기초자산 선정기관에 대한 공시 누락이다. 즉, 상품의 불완전 판매 가능성이 잠재되어 있다. SEC의 조사 결과에 의하면, 형식적 기초자산 선정기관인 ACA조차 몇 차례에 걸쳐 폴슨사의 역할에 대해 의문을 제기하였으나, 골드만삭스는 기초자산(부도위험이 아주 높은)을 실질적으로 선정한 폴슨사의 역할을 끝내 밝히지 않았다. 폴슨사의 개입이 공시되었다면, ACA 뿐만 아니라 과거 금융위기 시 폴슨사의 투자전략을 알고 있던 투자자는 누구라도 ABACUS 투자를 망설였을 것이다.

이상을 종합해보면, 골드만삭스 ABACUS의 거래구조는 일반적인 합성CDO상품의 거래구조와 표면상 동일해보이지만, 거래관계자인 골드만삭스와 폴슨사 등의 역할이 불명확하여 상품 자체가 불법성을 지녔을 뿐만 아니라 불완전판매 가능성 또한 잠재되어 있었다. 더 나아가, 골드만삭스는 이러한 비대칭정보를 자사의 이익을 위해 활용함으로써 다른 고객과의 이해상충을 야기하였다. 특히, 세계 제일의 투자은행인 골드만삭스의 평판을 전적으로 신뢰한 투자자로서는 이들이 판매하는 상품의 투자를 망설일 이유가 없었다. 더구나 골드만삭스가 적극 추천하는 상품이라면 더욱더 그러했을 것이다.

### 3.3 투자자 피해: 눈뜨고 코 베인 금융전문가들

골드만삭스와 폴슨사의 합작품 ABACUS의 주요 투자자는 공교롭게도 금융상품에 대한 이해 수준이 높을 것으로 예상되는 금융회사들이 대부분이다. 이들은 골드만삭스가 불법적 거래행위를 벌일 것이라고는 상상도 하지 못했던 것이다. 대표적 투자자인 독일계 은행 IKB도 마찬가지인데,<sup>16)</sup> 골드만삭

16) 일각에서는 IKB를 골드만삭스 ABACUS 거래의 피해자로 여기지 않는다. 이는 과거 보수적이었던 IKB가 2000년대 서브프라임모기지증권 등 위험자산에 대규모로 투자하다, 2007년 모기지시장의 붕괴 이후 134억달러에 달하는 구제금융을 지원받은 데 따른 반감이 작용했기 때문이다. 그러나 과거 IKB의 투자전략은 차치하더라도, SEC 고소장에서는 골드만삭스가 투자자인 IKB에게 송부한 CDO관련 자료에 폴슨사의 역할 및 투자포지션을 언급하지 않았다는 점에서 IKB의 피해는 충분히 인정된다고 할 수 있다.

스가 IKB에 제시한 합성CDO상품 설명서에는 기초자산 선정과정 시 폴슨사의 역할과 투자포지션에 대한 언급이 전혀 없었다. IKB는 결국 자산가치 급락으로 Class A-1 Note(LIBOR+85bp, 무디스기준 Aaa, S&P기준 AAA 등급), Class A-2 note(LIBOR+110bp, 무디스기준 Aaa, S&P기준 AAA 등급)에 투자한 1억5천만달러 대부분에 대해 손실을 보게 되었다(안남기, 이유선, 2010; 박창현, 2010).

또 다른 주요 피해자는 네덜란드계 은행 ABN AMRO이다. ABN AMRO는 ACA의 모회사인 ACA Capital과 골드만삭스 간의 CDS거래 계약을 증가하면서 ACA Capital의 지급불능에 따른 투자포지션 청산을 위해 8억4천만달러의 손해를 감수해야 했다. 이 과정을 좀 더 상세히 살펴보면, ACA Capital은 ABN AMRO의 중개로 이루어진 ABACUS 거래에서 수퍼시니어(Super Senior) 트랜치에 대한 약 9억달러의 CDS를 매도함으로써 신용리스크에 따른 손실을 부담하는 대신, 연 50bp의 프리미엄을 지급받았다. 이때 ABN AMRO도 ACA Capital이 파산하면 대신 손실을 부담한다는 조건으로 역시 프리미엄을 지급받았다. 이후 ABN AMRO는 영국계 은행 RBS(Royal Bank of Scotland)에 인수되었고, 2007년말 ACA Capital이 지급불능사태에 이르자, RBS는 ABN AMRO가 갖고 있던 CDS 투자포지션을 청산하기 위해 골드만삭스에게 약 8억4천만달러를 지급함으로써 막대한 손실을 부담하게 되었다. 한편, ACA Capital은 최종 파산까지는 이르지 않았으며, 2011년 1월 골드만삭스를 상대로 ABACUS와 관련한 손해배상청구 소송을 시작하였다.

결국 ABACUS에 투자한 IKB나 ACA Capital, ABN AMRO 등은 투자금액을 고스란히 잃었고,

독일과 영국 정부는 막대한 투자손실로 인한 2차 위기 전염을 막기 위해 IKB나 RBS 등에 총 830억달러에 달하는 구제금융을 지원함으로써 위기가 더 이상 확산되지 않도록 전력을 다하였다. 반면, ABACUS 거래에서 숏포지션을 가지고 있던 폴슨사는 약 10억달러의 수익을 달성했으며, 골드만삭스는 2천만달러의 거래수수료를 챙길 수 있었다.

### 3.4 골드만삭스의 기권패: 꼬리가 길면 잡힌다!

2008년 8월부터 SEC는 골드만삭스의 CDO 담당 임직원을 조사한 데 이어, AIG, 리만브라더스, 메릴린치, 모건스탠리 등 대형 금융회사에 대한 주가조작 의혹을 조사하기 시작하였다. 당시 SEC는 골드만삭스로부터 합성CDO상품 ABACUS에 관한 자료로 800만쪽에 달하는 방대한 양의 문서를 제출받았으며, 해당 상품의 구조설계 및 마케팅 책임자였던 파브리시 투르를 포함한 5명의 골드만삭스 임직원들도 조사하였다.

2009년 7월 SEC는 그동안의 조사 결과를 바탕으로 골드만삭스에게 제소에 관한 사전통지서(Wells Notice)를 송부하였다.<sup>17)</sup> 이에 골드만삭스는 소명 자료를 통해 자신과 같은 중개기관은 고객의 거래, 투자포지션 및 전략 등에 대한 정보를 보호해야 할 의무가 있음을 SEC가 간과하고 있다고 지적하면서, 폴슨사의 역할이 중요하다고 여긴 투자자는 아무도 없으며 나아가 자신들은 투자자를 오도하지 않았다고 반박하였다.

그럼에도 불구하고 마침내 2010년 4월 16일 SEC는 자체조사 결과를 바탕으로 골드만삭스를 사기혐의로 제소하였다. 고소장에서 SEC는 골드만삭스가 합성CDO상품 ABACUS 판매 시 미국주 택시장의 붕괴와 관련한 중요 사실을 허위 표기하

17) 사전통지서는 세계 주요 증권시장 감독기구 중 SEC만이 지닌 관행으로, 혐의가 있는 개인이나 기업에 대해 민사상의 조치(Civil Action)를 취하기로 결정했음을 알리고 당사자에게 소명 기회를 주기 위한 것이다.

거나 허위 통보 또는 누락하여 투자자에게 상당한 손실을 끼쳤다고 조목조목 논고하였다.<sup>18)</sup> 골드만삭스에 대한 혐의내용을 구체적으로 살펴보면 다음 두 가지로 정리할 수 있다.

첫째, 골드만삭스와 파브리스 투르 부사장은 ABACUS를 판매하면서 폴슨사가 기초자산의 선정과정에서 수행한 역할을 고의로 누락한 채 이러한 기초자산이 포트폴리오 전문선정기관인 ACA에 의해 이루어졌다고 허위 표기하였다.

골드만삭스로서는 폴슨사와 같이 시장 붕괴에 주로 투자하는 숏투자자가 기초자산의 선정과정에 참여했음을 투자자에게 알리면 ABACUS 판매가 어렵다고 판단하였다. 왜냐하면 IKB가 기초자산 선정기관의 경험과 평판이 ABACUS에 대한 자사의 투자결정에 매우 중요한 변수라는 점을 골드만삭스에 사전 통보했기 때문이다. 골드만삭스는 경험이 풍부한 ACA를 기초자산 선정기관으로 참여시키고, ABACUS의 투자설명서에는 폴슨사의 개입에 대한 언급을 배제한 채 ACA만이 기초자산을 선정했다고 오도하였다.

그러나 SEC가 확보한 파브리스 투르의 이메일에서 ABACUS의 포트폴리오 선정에 폴슨사가 깊숙이 개입한 것이 사실로 드러나 불법적 거래행위의 결정적 증거가 되었다. 2007년 1월 파브리스 투르트는 폴슨사 및 ACA 관계자와 회의를 한 후, 폴슨사가 선정한 123개 RMBS 목록을 첨부하여 ACA에 송부하였다. 이후 ACA는 파브리스 투르와 골드만삭스 관계자에게 (폴슨사가 선정한) 123개 중 55개가 포함된 서브프라임모기지증권 85개를 추천하였다. 2007년 2월 파브리스 투르 등 골드만삭스 직원으로부터 이를 제공받은 폴슨사는 ACA

가 추천한 RMBS 중 8개를 제외한 포트폴리오 목록을 파브리스 투르에게 재송부했으며, 이후 투르는 ACA와 추가 논의를 거쳐 ABACUS에 포함될 90개의 RMBS를 최종 합의하였다. 즉, 폴슨사가 ABACUS의 기초자산 선정과정에 개입했다는 세간의 의혹이 이메일 조사를 통해 사실로 밝혀진 것이다.

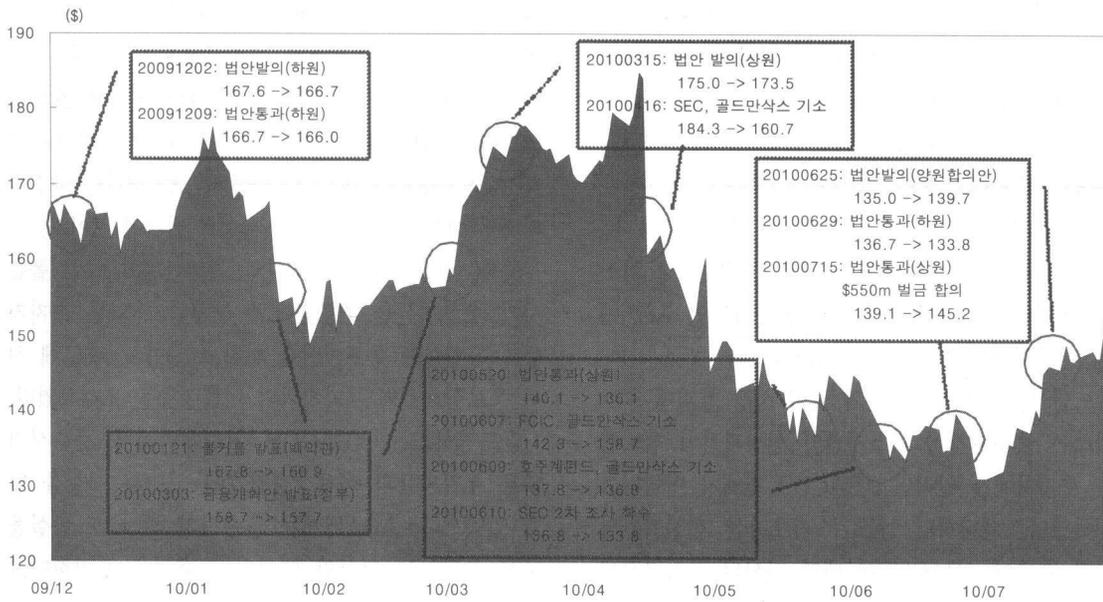
둘째, 골드만삭스는 자신과 거래관계에 있던 폴슨사가 숏포지션을 취했음에도 불구하고 다른 투자자들과 동일하게 롱포지션을 취하고 있다고 ACA에 허위 통보함으로써 투자자와의 이해상충을 초래하였다.

골드만삭스는 ABACUS 거래계약에서 폴슨사가 다른 투자자들과 이해상충관계에 있다는 사실을 알고 있었으나, ACA에게는 폴슨사가 파산 시 손실을 우선 부담하는 자산인 에퀴티 트랜치에 투자한다고 오도하였다. SEC는 ACA가 폴슨사의 투자포지션을 알았다면 자신의 평판에 미칠 위험을 고려하여 기초자산의 선정과정에 참여하지 않았을 것으로 판단하였다. 2007년 1월 골드만삭스, 폴슨사, ACA 간 이루어진 회의 이후 ACA는 골드만삭스에게 폴슨사의 역할에 대한 의문을 제기하기도 하였으나, 파브리스 투르는 이메일 답장을 통해 폴슨사가 이번 합성CDO상품 거래의 스폰서일 뿐이라고만 답하였다. 결국 ACA는 2007년 2월 ABACUS의 기초자산 선정에 참여할 것을 정식 결정하였으며, 골드만삭스는 폴슨사가 실제 판매되지도 않은 합성CDO상품의 에퀴티 트랜치에 투자한다고 입장을 정리하였다.

2010년 7월 15일 7개월여 진행된 금융개혁법안(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)<sup>19)</sup>이 마련됨과 동시에 골드만삭스와 SEC의 소송도 일단락되었다. 이날 벌금형

18) SEC가 골드만삭스의 사기행위를 입증하기 위해 적용한 법은 1933년 증권법 제17조(사기거래행위) (a)항(15USC§77q(a)), 1934년 증권거래법 제10조(시세조정 및 사기적 행위) (b)항(15USC§78j(b)), 증권거래법 규칙 제10b-5조(시세조정 및 사기적 수단의 사용)(17CFR§240.10b-5) 등이다.

19) 2010년 7월 21일 미국 오바마 대통령이 서명함으로써 정식 발효된 금융개혁법의 주요 내용은 감독시스템 개편, 금융회사 규제 개선, 금융시장의 투명성 제고, 금융소비자 보호 등으로 요약할 수 있다. 그러나 일부에서는 금융회사 관련 볼커 룰(Volcker Rule)의 일부와 파생상품 관련 링컨 수정안(Lincoln Amendment)이 다소 완화됨으로써 실패한 개혁이라는 비판이 있기도 하다(미국 금융개혁법의 주요 내용은 <부록 II>를 참조).



자료: Bloomberg, SEC, 백악관 보도자료 등을 참고하여 제작성.

〈그림 4〉 미국 금융개혁법안 통과 과정과 골드만삭스의 주가 추이

합의에도 불구하고 골드만삭스 주가는 오히려 상승하였다(〈그림 4〉 참조). 골드만삭스의 벌금이 투자자 피해를 보상해야 할 수준보다 훨씬 적어 시장에서는 골드만삭스나 글로벌 투자은행에 주는 충격이 적다고 판단한 것이다. 그러나 주요 투자자인 IKB는 손실 전액을 보상받게 된 반면, ABN AMRO(RBS)는 손실 규모보다 훨씬 적은 1억달러를 보상받게 되어 추가 소송을 준비 중인 것으로 전해지고 있다. ACA 또한 2011년 1월 6일 골드만삭스를 상대로 1억2천만달러의 손해배상을 청구하면서 이 사건의 최종 승자가 누가될지 관심이 쏠리고 있다.

#### IV. 결론: 금융회사의 도덕성과 사회적 책임

5억5천만달러에 달하는 벌금형으로 마무리된 골

드만삭스와 SEC의 법적 공방은 최근 견조하게 회복세를 보이던 글로벌 금융회사의 신뢰도를 저하시켰을 뿐만 아니라, 1990년초부터 금융상품의 프론티어로 각광받던 구조화상품(Synthetic Securities)에 대한 불안감을 증폭시켰다. 더욱이 ABACUS가 판매되던 2008년에 동일 유형의 상품 판매가 활발히 진행되었다는 점을 고려할 때, 이번 사건과 유사한 고소·고발 사례가 잇따를 것으로 전망되기도 한다. 손실을 입은 투자자와 불법적 투자전략을 구사한 투자은행 간의 힘겨루기에서 투자은행이 이기기란 쉽지 않아 보인다.

이번 사건을 통해 골드만삭스는 “금융위기 최후의 승자” 혹은 “도덕적 해이의 전형” 등으로 불리며 극과 극의 평가를 받고 있다. 어떻게 불리든 골드만삭스는 이번 사건으로 140여년 역사상 최악의 불명예를 경험했으며 도덕적으로 파산했다는 비난 여론의 집중 포화를 받고 있다.

골드만삭스의 사례에서 알 수 있듯이 금융회사의 도덕성에는 여타 기업보다 높은 기준을 적용할 필요가 있다. 다행스럽게도 SEC와의 법적 공방이 진행 중이던 2010년 5월, 골드만삭스의 CEO인 로이드 블랭크페인(Lloyd Blankfein)은 실추된 기업 이미지를 회복하고 그동안의 영업 관행을 탈피하고자 비즈니스기준위원회(Business Standards Committee)의 구성을 제안하였다. 감독당국의 눈치를 살피며 일회성에 그칠 것만 같던 동위원회는 2011년 1월 11일 그간의 활동 보고서(Report of Business Standards Committee)를 발표하는 등 세간의 불신을 불식하고자 하였다(Goldman Sachs, 2011). 총 39개항의 쉐신안은 종전에 3개였던 사업부문(투자은행, 트레이딩 및 자기투자, 자산관리 및 증권서비스)을 투자은행(Investment Banking), 기관고객서비스(Institutional Client Services), 투자 및 대출(Investing & Lending), 투자관리(Investment Management) 등 4개 부문으로 나누고 각 부분의 수익을 일반에게 공개하는 내용을 담고 있다. 또한 고객에게 투명한 정보를 제공함으로써 이해상충 가능성을 사전에 차단하고 임직원들이 회사 평판을 염두에 두고 업무를 수행할 수 있도록 교육시스템을 강화했으며, 대형은행들의 투기적 자기자본거래를 규제하고 있는 금융개혁법을 적극적으로 이행하기 위한 방안도 포함되어 있다.

골드만삭스의 투자활동이 자신과 고객 중 누구를 위한 것인지 불명확한 상태에서 이번 쉐신안이 얼마나 실효성을 거둘지는 여전히 의문이다. 더욱이 금융산업에 만연한 도덕불감증이나 자본지상주의를 개선하는 데 얼마나 기여할지는 어느 정도 시간이 흐른 후에야 판단할 수 있을 것이다. 하지만 그동안 공개되지 않았던 세부 실적 등 글로벌 금융회사의 재무정보가 공개되어야 한다는 일반 원칙을 공론화했다는 점에서 고무적이며, 글로벌 금융규제의

흐름 속에 업계 최초로 시도되고 있는 정보공개라는 점에서 좋은 선택 여타 경쟁기업도 이와 비슷한 조치를 취할 가능성이 높다는 점 또한 긍정적이다. 이번 사건을 계기로 글로벌 금융규제의 강화 움직임에 힘이 실리고 있는데, 2010년 7월 발효된 미국의 금융개혁법은 대형 금융회사의 자기자본거래와 파생상품거래를 규제할 뿐만 아니라 구체적인 금융소비자 보호방안까지 포함하면서 이를 선도하고 있다.

골드만삭스의 ABACUS 사례를 통해 우리는 글로벌 투자은행이 이익을 달성하기 위해 투자자보호를 얼마나 등한시하는지 확인할 수 있었다. 눈앞의 이익을 위해서라면 투자자보호뿐만 아니라 기업윤리마저 등한시할 수 있다는 이른바 자본지상주의가 팽배한 최근의 금융환경에서, 골드만삭스와 SEC 간 법적 공방은 글로벌 금융회사들의 도덕적 해이가 얼마나 심각한지, 나아가 이들이 추구하는 자본지상주의가 얼마나 왜곡된 지향점을 추구해 왔는지 그 한계를 여실히 보여주는 사례이다. 이윤추구는 기업에게 존재의 당위성을 부여하지만, 금융회사가 일반 기업과 동일한 이윤추구 목적을 가질 수는 없다. 금융회사의 부실이 금융시장, 일반 산업, 나아가 국가 경제에 미치는 파급력이 막대함을 감안할 때, 금융회사의 이윤추구활동은 존재의 당위성 이상으로 막중한 사회적 책임감을 부여받기 때문이다.

금융시스템은 시장참여자 모두가 제 역할을 충실히 해낼 때 안정적이면서 유기적으로 작동할 수 있다. 정부 및 감독당국의 법적 조치나 금융회사의 쉐신안 외에도 투자자 스스로 자신을 보호하기 위한 역량을 제고할 수 있는 노력이 견지되어야 할 것이다. 골드만삭스의 사례에서 살펴봤듯이, 최근의 금융상품은 전문가들도 쉽게 인지하지 못할 만큼 복잡하게 이루어져 있다. 이럴수록 투자자 스스로 투자안 선택 시 상품에 대한 철저한 분석을 수행하기 위해 다각도로 노력해야 한다. 하지만 무엇

보다도 골드만삭스와 같은 선도 투자은행이 투자자 보호를 위한 각종 장치를 솔선해서 수행한다면, 훨씬 효율적으로 투명한 투자문화를 확립하고 금융시장의 건전성을 제고할 수 있을 것이다.

## 참고문헌

- 김경무, 양정용, 정연수(2007), "Synthetic CDO 평가방법론," 한국기업평가, Methodology Report.
- 김영수(2002), "경영사례 작성(writing) 및 교수(teaching)법에 관한 연구," 경영교육연구, 제5권 제2호, pp. 26-46.
- 김인규, 조성민, 최준환(2010), "미국 금융개혁법의 주요 내용," 한국은행 한은조사연구 제2010-7호.
- 김효근, 이현주, 문윤지(2003), "한국 경영현상 분석을 위한 연구방법론의 재고—질적연구방법론을 중심으로," 경영교육연구, 제6권 제2호, pp. 47-66.
- 김희성(2010), "부채담보부채권(CDO)시장을 중심으로 본 전세계 금융위기 파급과정," 한국거래소, KRX Market, 2010년 9월호.
- 리사 앤드리치(2010), 김홍식 역, 골드만삭스 금융제국의 탄생과 몰락, 그리고 부활, 서울, 21세기북스.
- 박창현(2010), "골드만삭스의 사기혐의에 대한 소송 내용과 향후 전망," 한국은행 해외경제정보 제2010-16호.
- 산은경제연구소(2008), 합성(Synthetic) CDO 시장 현황과 위기 가능성.
- 안남기, 이유선(2010), "美 SEC의 골드만삭스 고소에 따른 영향 점검," 국제금융센터 Issue Analysis.
- 찰스 D. 엘리스(2010), 강남규 역, 골드만삭스-글로벌 금융 리더, 서울, 예스위캔.
- 한국기업평가(2007), 신용파생상품의 구조와 리스크 분석, 서울, 새로운 제안.
- Bethel, J.E., Ferrell, A., and Hu, G. (2008), "Legal and Economic Issues in Litigation arising from the 2007-2008 Credit Crisis," Harvard Law School, Discussion Paper.
- Gibson, M.S. (2004), "Understanding the Risk of Synthetic CDOs," Feds Working Paper No. 2004-36. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=596442>.
- Goldman Sachs (2011), "Report of the Business Standards Committee".
- Henning, P. (2011), "How an Inquiry of Goldman Sachs Might Play Out," New York Times (2011. 5. 23).
- Horwitz, M.A. (2007), "Synthetic CDOs: Even Better than the Real Thing?" *Journal of Structured Finance*, Winter 2007, pp. 10-16.
- Lucas, D.J., Goodman, L.S., and Fabozzi, F.J. (2007), "Collateralized Debt Obligations and Credit Risk Transfer," Yale ICF Working Paper No. 07-06. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=997276>.
- Morgenson, G. and Story, L. (2009), "Banks Bundles Was Debt, Bet Against It and Won," New York Times (2009. 12. 24)
- Story, L., Thomas, L., and Schwartz, N.D. (2010), "Wall St. Helped to Mask Debt Fueling Europe's Crisis," New York Times (2010. 2. 14).

## 〈부록 1〉 골드만삭스의 성장과정 및 조직구조

### 1. 골드만삭스의 현황 및 성장과정

2010년 7월 SEC와 합의한 법적 소송 관련 여파에도 불구하고, 골드만삭스는 여전히 글로벌 투자은행 업계의 선두주자로서 각국의 정부, 기업, 금융기관, 부호 등에게 광범위한 금융서비스를 제공하며 왕성한 영업활동을 하고 있다. 미국 뉴욕에 본사를 두고 20여개국 3만여명을 고용하고 있으며, 2009년말 현재 8,489억달러의 순자산과 133억달러의 순이익을 각각 기록하였다.

골드만삭스는 1869년 마커스 골드만(Marcus Goldman)에 의해 어음중개회사로 출발하였다. 1906년 인수업무를 수행하면서 투자은행의 길을 걷게 되고, 발전을 거듭하다 1980년대 들어 절정의 호황을 구가하였다. 특이 사항으로, 1981년 J. 애런(J. Aron & Co.)을 인수하면서 상품현물거래사업에도 그 업무 영역을 확장하였는데, 현 CEO인 로이드 블랭크페인(Lloyd Blankfein)은 바로 J. 애런 출신이다.

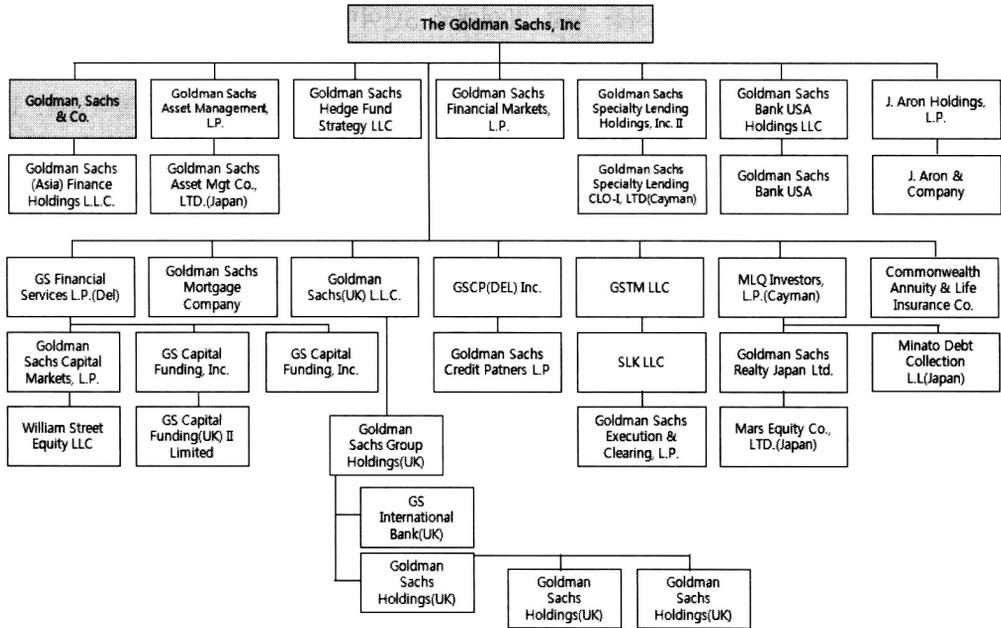
1999년, 설립 이후 130년 동안 유지해온 합명회사(Partnership) 체제를 마감하고 주식회사로 전환함과 동시에 기업을 공개하였다. 이로써 골드만삭스는 사업확장을 위한 자본확충, 파트너들의 무한책임 면제와 같은 이점을 향유하게 되어 합명회사 체제 하에서는 매우 부담스러웠던 자기투자(Principal Investment, PI) 사업에도 전념할 수 있는 기틀을 마련하게 되었다. 2000년 들어 투자은행의 입지를 강화하기 위해 자산운용 및 금융자문부문의 역량을 확대하였으나, 서브프라임모기지증권에 의해 촉발된 글로벌 금융위기를 겪으면서 2008년 9월 은행지주회사로 전환하였다. 이후 2009년 8월 금융지주회사로 실체를 재차 변경하면서 골드만삭스는 다소 퇴색된 투자은행으로서의 명성을 유지해나가고 있다.

### 2. 골드만삭스의 조직 및 사업부문

골드만삭스는 모회사 "The Goldman Sachs Group, Inc." 산하에 주요 자회사(손자회사 포함)만 100여개에 이를 정도로 대규모 계열관계를 가지고 있다. 대부분의 계열사는 금융회사이지만 "GS Power Holdings LLC"와 같은 비금융회사도 존재한다(〈그림 부록-1〉 참조). 이들 계열사는 버뮤다, 케이만군도 등 주로 조세회피지역에 설립되어 있으며, 미국, 영국, 일본, 홍콩, 프랑스 등에도 위치하고 있다.

주요 사업으로는 투자은행부문(Investment Banking), 트레이딩 및 자기투자부문(Trading and Principal Investments), 자산관리 및 증권서비스부문(Asset Management and Securities Services) 등 세 개 부문을 운영하고 있다. 이 중 투자은행부문은 금융자문업무(Financial Advisory)와 증권인수업무(Underwriting)로 구분되어 있다. 금융자문업무는 M&A, 사업부매각, 분사, 기업방어업무, 기업구조조정과 관련된 자문업무를, 증권인수업무는 주식과 채권에 대한 인수업무를 각각 담당한다. 트레이딩 및 자기투자부문은 다시 세 개의 업무로 구분되는데, FICC(Fixed Income, Currency and Commodities, 채권, 외환 및 상품)업무, 주식업무(Equities), 자기투자업무(Principal Investments, PI)가 그것이다. FICC업무는 채권, 외환, 신용 및 파생상품, MBS의 시장조성과 매매, 광범위한 종류의 파생상품거래업무

를 담당하며, 주식업무는 주식 및 주식관련 상품의 시장조성, 주식파생상품거래의 구축 및 실행 업무를 담당한다. 자기투자업무는 상업은행 활동과 연계된 PI로 골드만삭스의 부문 중 가장 높은 수익을 달성하는 업무이다.<sup>20)</sup> 한편, 자산관리 및 증권서비스부문 중 자산관리업무는 기관 및 개인 등 다양한 고객에게 자산관리와 투자자문서비스 및 그와 관련한 상품(MMF, 채권, 외환, 헤지펀드 및 부동산펀드 등)을 제공하고 상업은행 펀드의 관리업무도 함께 수행한다. 증권서비스업무는 프라임중개(Prime Brokerage), 파이낸싱 서비스(Financing Service), 증권대출 업무 등을 수행한다.



자료: The Goldman Sachs Group, 10-K

〈그림 부록-1〉 골드만삭스의 계열관계

20) 2008년 몇몇 대형 투자은행이 과도한 레버리지를 활용하면서 지나치게 위험자산에 투자하여 파산에까지 이르렀던 것은 PI가 비정상적으로 활성화된 데 기인한 바가 크다. 최근 미국을 비롯하여 각국에서는 투자은행의 PI 업무에 대한 규제를 강화하려는 움직임을 보이고 있다.

## 〈부록 II〉 미국 금융개혁법의 주요 내용

2010년 7월 21일 미국 오바마대통령의 서명을 통해 금융개혁법안(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)이 정식 발효되었다. 동 법안은 금융회사, 기존 감독기구들 뿐만 아니라, 하원(2010년 6월 30일, 찬성 237, 반대 192) 및 상원(2010년 7월 15일, 찬성 60, 반대 39)에서도 반대가 심해 법안 통과까지 상당한 진통을 겪기도 하였다. 그러나 민주당을 중심으로 한 의회에서 비교적 신속히 처리될 수 있었던 것은 금융위기로 인한 심각한 경기침체와 막대한 재정손실에 대한 우려가 증폭되었기 때문이었다. 한편, 상하원 법안 중 일부 상충되는 내용은 상원안을, 상징성이 있는 법령과 신설 기구명 등은 하원안을 따르면서 절충안이 모색되기도 하였다. 동 법안은 총 16장 541절, 848쪽의 방대한 규모로 구성되어 있는데, 대부분의 장이 각자 고유한 법령을 가지고 있으며 이 중 9개 법은 신설되었고 기존 50여개의 법은 개정 또는 폐지되었다. 금융개혁법은 금융감독시스템의 개혁, 금융회사에 대한 규제 및 감독제도의 개편, 투자자보호 및 시장규율의 강화 등을 주요 내용으로 하고 있다(〈표 부록-1〉 참조). 미국 금융개혁법 이후 전세계 금융규제는 미국과 비슷한 방향으로 전개되고 있다. 2011년 현재 국내에서도 우리나라 실정에 맞게끔 금융감독시스템의 개선, 주요 금융회사에 대한 규제 및 감독제도의 개편, 금융소비자보호를 강화하기 위한 분리감독시스템의 도입에 대한 논의가 활발히 진행되고 있다.

〈표 부록-1〉 미국 금융개혁법의 주요 내용

장	제목	주요 내용
1	Financial Stability	중요 금융회사에 대한 규제 강화 금융안정감시위원회(FSOC) 신설
2	Orderly Liquidation Authority	중요 금융회사의 정리절차 수립
3	Transfer of Powers to the Comptroller, the FDIC, and FED	저축조합감독청(OTS) 폐지 및 기능 이관
4	Regulation of Advisers to Hedge Funds and Others	펀드투자자문업자에 대한 규제 신설
5	Insurance	보험업 규제체계 개선
6	Improvement to Regulation	은행지주회사 등 금융지주회사에 대한 건전성 감독 강화
7	Wall Street-Transparency and Accountability	스왑거래 관련 규제 신설
8	Payment, Clearing, and Settlement Supervision	지급결제시스템 감독체계 정비
9	Investor Protections and Improvements to the Regulation of Securities	자본시장 투자자보호 강화
10	Bureau of Consumer Financial Protection	통합금융소비자보호기구 신설
11	Federal Reserve System Provisions	연방준비제도의 투명성, 책임성 강화
12	Improving Access to Mainstream Financial Institutions	저소득층의 금융서비스 이용접근성 강화
13	Pay It Back Act	TARP(troubled asset relier program) 지원자금 관리 강화
14	Mortgage Reform and Anti-Predatory Lending Act	모기지상품에 대한 규제 강화
15	Miscellaneous Provisions	기타 법 자구 수정 등
16	Section 1256 Contracts	기타 법 자구 수정 등

자료: Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. 김민규, 조성민, 최준환(2010)에서 재인용

### 〈부록 III〉 합성CDO상품의 개요

합성CDO상품(Synthetic Collateral Debt Obligation)은 자산보유자가 자산을 SPV(Special Purpose Vehicle)에 양도하지 않고, 대신 신용파생상품(예: CDS)을 활용하여 해당 기초자산(underlying asset)의 신용위험만을 분리한 다음, SPV를 통해 이를 투자자에게 이전하는 거래구조를 갖는다. 일반적인 CDO상품은 해당 금융기관이 보유하고 있는 기초자산을 매각하는 방식으로 이루어지기 때문에, 자산매각에 따르는 경비지출 등 유동화 비용이 소요되고 신용등급이 낮아 매각이 어려운 자산의 경우 유동화가 곤란하다는 단점이 있었다. 따라서 이를 보완하기 위해 고안된 합성CDO상품은 자산의 양도절차 없이 투자자의 신용위험을 해당 기초자산의 신용도와 연계시키기 때문에, 자산양도에 따른 법률적 이슈의 회피, 거래비용의 절감, 거래의 기밀성 유지 등 위험회피효과를 갖는다. 예를 들어, 대출채권의 신용위험을 이전하고자 합성구조를 활용할 경우 채무자에 대한 통지(또는 동의) 등 법률적 절차를 생략할 수 있으며, 대출관련 정보의 시장유출도 방지할 수 있다.

합성CDO상품의 기초자산은 주로 MBS(Mortgage-Backed Securities)이다. MBS는 은행 등 금융기관이 주택 등 부동산을 담보로 발행한 대출채권을 유동화한 증권을 의미한다. 즉, 부동산 대출에 대한 원리금을 장기에 걸쳐 받을 권리를 다시 증권화한 것이다. MBS는 유동화한 자산의 종류에 따라 CMBS, RMBS 등으로 구분되는데, CMBS(Commercial MBS)는 업무용 빌딩이나 상가, 호텔 등 상업용 부동산을, RMBS(Residential MBS)는 주거용 부동산을 담보로 이루어진 대출채권을 유동화한 모기지채권을 의미한다. 일반적인 MBS는 대부분 RMBS를 의미한다. CMBS는 일반적인 MBS와 성격은 비슷하지만 담보대상이 상업용 부동산인 만큼 담보가치가 크고 투자위험이 적다는 장점이 있어 합성CDO상품의 기초자산으로 적극 활용되고 있다.

한편, 합성CDO상품의 거래에서 기초자산의 신용위험만을 분리하여 투자자에게 이전할 때 활용되는 신용파생상품의 일종이 신용부도스왑, CDS이다. CDS는 일반적으로 채권발행사가 부도 등으로 어려움을 겪을 경우 손실의 일부 또는 전부를 보전받을 수 있는 보험의 성격을 지닌다. 예를 들어, A은행이 B기업에 돈을 빌려주면서 A은행은 B기업이 부도날 위험에 대비해 C금융기관에 연간 수수료를 지불하고 CDS거래를 체결할 수 있다. 이를 통해 C금융기관은 수수료수입을 얻을 수 있는 반면, B기업의 부도 시 B기업의 대출금을 A은행에 대신 갚아줘야 한다. 여기서 신용위험을 이전한 대가로 지급되는 수수료를 CDS프리미엄이라 한다. CDS프리미엄은 기초자산의 신용위험이 커질수록 상승하므로, 기초자산 발행주체의 신용도를 나타내는 지표로 해석할 수 있다. 국제금융시장에서는 각국 정부가 발행한 외화표시채권에 대한 CDS프리미엄을 해당 국가의 신용등급에 대한 척도로 활용하고 있다.

# An “Ethically Questionable” Investment Strategy of Global Investment Banks: A Case Study of the Goldman Sachs’ Synthetic CDO, ABACUS\*

Kyong Shik Eom\*\* · Jinho Lee\*\*\* · Woon-Youl Choi\*\*\*\*

## Abstract

This study analyzes unlawful investment strategies of global investment banks, focusing on the case of Goldman Sachs’ synthetic CDO product, as known as ABACUS.

The legal battle between Goldman Sachs and the Securities and Exchange Commission (SEC) began when the SEC filed a complaint on April 16, 2010, and ended up with the settlement on July 15 through which both parties agreed upon that Goldman Sachs should pay a fine of \$550 million. During the sales of ABACUS, Goldman Sachs failed to inform its investors of material facts related to the meltdown of the US housing market, and thereby inflicted huge damages on these investors. What Goldman Sachs deliberately omitted from its ABACUS marketing materials was the role that Paulson & Co, one of the parties involved in the product, played in selecting underlying assets that constituted the product, which was expected to affect adversely the investors. Instead, Goldman Sachs included false information that the underlying assets were selected by ACA, a third party with expertise in selecting portfolio assets. Furthermore, although Paulson & Co took short position in the product, Goldman Sachs caused tremendous damages on investors by falsely informing ACA that Paulson & Co took long position just as other investors. As the result of the ruling, one of the main investors of the product, IKB could receive full compensation for their loss, while ABN AMRO, another investor, received only \$100 million, much less than its actual losses. In response to the unreasonable compensation, other investors are expected to file a series of lawsuits. Already, ACA, one of the affected investors, filed a \$120 million lawsuit against Goldman Sachs in January 2011.

---

\* This work was supported by the 2010 Research Fund of the University of Seoul

\*\* Professor, Business School, The University of Seoul

\*\*\* Business School, Korea Deposit Insurance Corporation

\*\*\*\* Professor, Business School, Sogang University

Since the outbreak of this event, the US regulations on global financing have been strengthened. The Wall Street Reform and Consumer Protection Act that came into effect in July 2010 attempts not only to regulate proprietary trading as well as OTC derivatives trading of large financial institutions, but also to include detailed measures to protect financial customers. More importantly, the actions taken by the US will spread to other nations and become a new paradigm in the world's major financial markets. In addition, financial industries act quickly to self-regulate themselves. In January 2011, the Business Standards Committee established within Goldman Sachs last year released a report including how to revamp itself, in its attempt to reestablish its corporate brand as well as the confidence of the whole financial markets. Apart from how effective the attempts would be, this will definitely affect other financial institutions.

This case study will help the Korean policy makers minimize the damages that any immoral investment strategies adopted by both Korean and global financial firms may inflict on Korean investors, and emphasize the morality and social responsibility of financial firms. Also, this may help Korean financial firms advance into a global player under the new global paradigm of toughened regulations.

Key Words: CDS, Financial Crisis, Goldman Sachs, Short Position, Synthetic CDO  
ABACUS

〈Teaching Note〉<sup>21)</sup>

**글로벌 투자은행의 불법적 투자전략:  
골드만삭스의 합성CDO상품 ABACUS 사례를 중심으로**

**Synopsis**

2010년 4월 16일 SEC의 제소로 시작된 골드만삭스와 SEC 간 법적 공방은 7월 15일 골드만삭스가 5억5천만달러에 달하는 벌금형에 합의함으로써 일단락되었다.

골드만삭스는 합성CDO상품인 ABACUS 판매 시 미국주택시장의 붕괴에 따른 중요 사실을 잘못 알리거나 누락함으로써 투자자에게 상당한 손실을 끼쳤다. 좀더 구체적으로 살펴보면, 골드만삭스는 합성CDO상품을 판매하면서 자신과 거래관계에 있는 폴슨사가 기초자산 선정과정에서 수행한 매우 부정적인 역할을 고의로 누락한 채, 기초자산이 포트폴리오 전문선정기관인 ACA에 의해 이루어졌다고 허위 표기하였다. 또한 폴슨사가 스폰지션을 취했음에도 불구하고 ACA에게는 다른 투자자들과 동일하게 롱포지션을 취하고 있다고 허위 통보함으로써, 결과적으로 투자자의 막대한 손실을 야기하였다.

골드만삭스의 벌금으로 주요 투자자인 IKB는 손실 전액을 보상받게 된 반면, ABN AMRO는 손실규모보다 훨씬 적은 1억달러를 보상받게 되었다. 이처럼 불합리한 보상에 대한 투자자들의 추가 소

송이 잇따를 것으로 예상되는 가운데, ACA는 2011년 1월 골드만삭스를 상대로 1억2천만달러의 손해배상소송을 청구하였다.

**Teaching point**

1. ABACUS 거래 관계자의 실질적 역할 조명

골드만삭스의 ABACUS는 설계에서 판매까지 전 과정이 다음과 같은 일반적인 합성CDO상품의 거래와 표면상으로 동일하다. 우선 폴슨사는 2006년 말 골드만삭스에게 합성CDO상품 판매를 제안하였다. 이에 골드만삭스는 폴슨사를 거래 스폰서라 하면서 ACA에게 합성CDO상품의 기초자산인 RMBS 포트폴리오 선정을 요청하였고, 이를 토대로 합성CDO상품 ABACUS를 상품화하였다. 결국 공식적으로 ABACUS는 세계 최고의 투자은행인 골드만삭스가 설계를 담당하고 공신력 있는 ACA가 기초자산 선정을 맡은 것으로 되면서, 투자자인 금융회사들로부터 크게 각광을 받아 독일계 은행 IKB, ACA Capital 등이 막대한 금액을 투자하였다. 그러나 이후 주택경기의 침체로 RMBS의 가치가 급

21 경영 또는 경영교육을 위한 사례 작성 및 교수법에 대한 기본적인 설명은 김영수(2002), 김효근, 이현주, 문운지(2003) 등을 참고하기 바란다.

락하면서 이들 투자자들은 약 10억달러의 손실을 보게 되었다.

앞서 설명한 내용을 살펴보면 이해당사자들 간에 몇 가지 미심쩍은 부분이 눈에 띈다. 우선 폴슨사의 실제 역할이다. 폴슨사는 단순히 상품 제안에 그친 것이 아니라, 상품의 기초자산 선정에 깊숙이 관여하였다. 즉, 자신이 선정한 부실자산을 포트폴리오에 포함시킨 후, 정작 자신은 투자자와 반대 포지션을 취함으로써 막대한 수익을 달성하였다. 둘째, 골드만삭스의 미온적 태도이다. 골드만삭스는 ACA에게 폴슨사의 역할을 제대로 알려주지 않았을 뿐만 아니라, 이미 부동산시장의 침체를 예상했음에도 불구하고 투자자에게는 RMBS로 구성된 ABACUS 투자를 적극 추천하기까지 하였다.

결국 표면적으로는 그럴 듯해 보임으로써 투자자를 현혹시켰던 금융상품의 거래가 실제로는 시장의 신임을 얻고 있는 몇몇 금융기관의 불법적 행위에 의해 왜곡됨으로써 금융시장 전반의 혼란으로 이어지게 된 것이다.

## 2. 글로벌 투자은행의 도덕적 해이와 자본지상주의의 한계

골드만삭스의 ABACUS 사례를 통해 글로벌 투자은행이 자신의 이익을 위해 투자자보호를 얼마나 등한시하는지 확인할 수 있었다. 눈앞의 이익을 위해서라면 투자자보호뿐만 아니라 기업윤리마저 저버릴 수 있다는 이른바 자본지상주의가 팽배한 최근의 금융환경에서, 골드만삭스와 SEC 간 법적 공방은 글로벌 금융회사의 도덕적 해이가 얼마나 심각한지, 나아가 이들이 추구하는 자본지상주의가 얼마나 왜곡된 지향점을 갖고 있었는지 그 한계를 여실히 보여주는 사례이다.

이윤추구는 사적 기업에게 존재의 당위성을 부여하지만, 이에 대해 금융회사는 다소 제약을 받고

있고 또 그래야 할 충분한 이유가 있다. 왜냐하면 금융회사의 부실은 금융시장, 일반 산업, 나아가 국가 경제까지 연쇄적으로 영향을 미치므로 금융회사의 이윤추구활동은 존재의 당위성 이상의 막중한 책임을 부여받기 때문이다.

## Assignment question

다음과 같은 질문을 통해 정보비대칭을 활용하여 투자자를 오도하고 수익만을 추구해왔던 골드만삭스 등 글로벌 투자은행의 자본지상주의에 대해 반성하고, 나아가 투자자보호를 위한 시장참여자의 올바른 역할을 재정립할 수 있을 것이다.

1. 골드만삭스의 합성CDO상품인 ABACUS는 일반적인 합성CDO상품과 어떻게 다른가?
2. 골드만삭스의 불법적 투자전략은 구체적으로 무엇인가?
3. 투자자보호를 위한 시장참여자의 역할은 무엇인가?

## Analysis

1. 골드만삭스의 합성CDO상품인 ABACUS는 일반적인 합성CDO상품과 어떻게 다른가?

골드만삭스의 합성CDO상품 ABACUS는 일반적인 합성CDO상품과 구조적으로 별반 다르지 않지만, 상품설계자인 골드만삭스와 실질적 기초자산 선정기관인 폴슨사의 배후 역할에 주목해봤을 때

몇 가지 특이한 점을 발견할 수 있다.

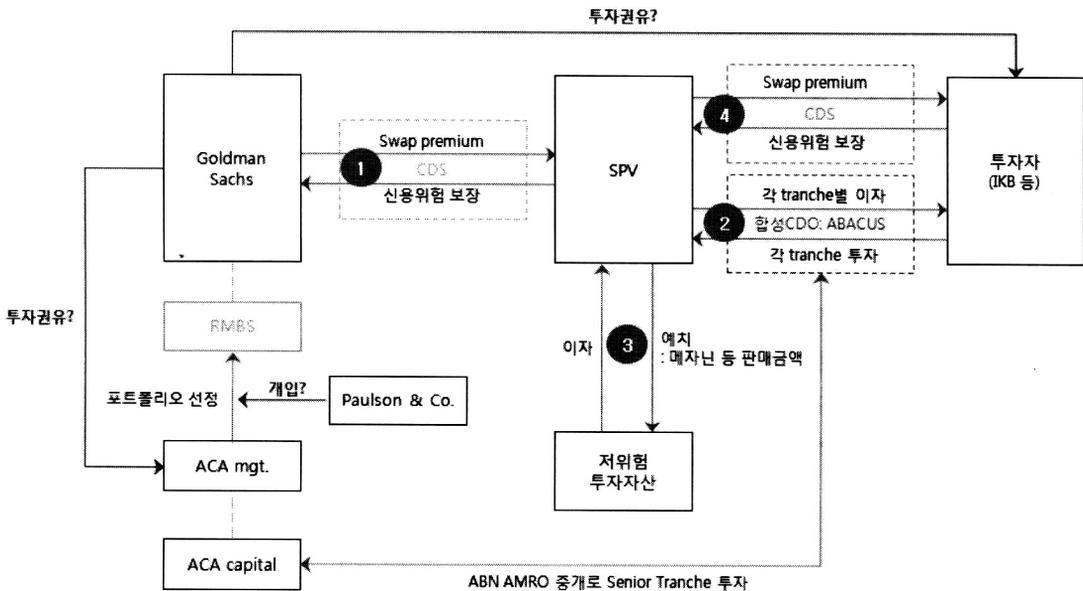
첫째, 금융회사의 도덕적 해이로 인해 정보차단이 이루어지지 않았다. 특히 세계 최고의 투자은행인 골드만삭스의 평판을 감안할 때, 이를 전적으로 신뢰한 투자자로서는 골드만삭스가 판매하는 상품 투자를 망설일 이유가 없었다. 더구나 골드만삭스가 적극적으로 추천하는 상품이라면 더욱더 그러했을 것으로 판단된다.

둘째, 투자자보호보다는 금융회사 자신의 이익을 최우선으로 추구하였다. 골드만삭스는 상품 출시 전 부동산시장의 하락을 예측했음에도 불구하고, RMBS를 기초자산으로 한 합성CDO상품 ABACUS를 설계했을 뿐만 아니라, 투자를 적극적으로 추천하였다. 결국 자신과 상품설계 및 판매를 모의했던 폴슨사는 투자자와 반대 방향으로 투자함으로써 막대한 수익을 달성하였고, 골드만삭스 자신은 폴슨사의 거래를 통해 상당액의 수수료를 챙길 수 있었다.

셋째, 마지막으로 간과할 수 없는 것이 기초자산 선정기관의 공시 누락이다. SEC의 조사 결과에서 드러났듯이, 형식적 기초자산 선정기관인 ACA는 몇 차례에 걸쳐 폴슨사의 실질적 역할에 의문을 제기했으나, 골드만삭스는 부도위험을 크게 높이면서 실질적으로 기초자산을 선정한 폴슨사의 역할을 끝내 밝히지 않았다. 폴슨사의 개입이 공시되었다면, ACA 뿐만 아니라 과거 금융위기 시 폴슨사의 투자전략을<sup>22)</sup> 익히 알고 있던 투자자는 누구라도 ABACUS에 대한 투자를 망설였을 것이다.

## 2. 골드만삭스의 불법적 투자전략은 구체적으로 무엇인가?

SEC에 따르면, 골드만삭스는 1933년 증권법 제 17조(사기거래행위) (a)항(15USC§77q(a)), 1934년 증권거래법 제10조(시세조정 및 사기적 행위)



〈그림〉 골드만삭스 합성CDO상품의 거래구조

22) 자산가격의 하락에 베팅하여 상품투자자들과는 반대포지션을 취하는 전략으로, 업계에서는 이미 정평이 나있었다.

(b)항(15USC§78j(b)), 증권거래법 규칙 제10b-5조(시세조정 및 사기적 수단의 사용)(17CFR §240.10b-5) 등을 위반하였다.

골드만삭스의 사기혐의를 구체적으로 살펴보면, 첫째, 골드만삭스와 파브리스 투르 부사장은 합성 CDO상품을 판매하면서 폴슨사가 기초자산 선정과정에서 수행한 역할을 고의로 누락한 채, 이러한 기초자산이 포트폴리오 전문선정기관인 ACA에 의해 이루어졌다고 허위 표기하였다. 둘째, 골드만삭스는 자신과 거래관계에 있던 폴슨사가 숏포지션을 취했음에도 불구하고 다른 투자자들과 동일하게 롱포지션을 취하고 있다고 ACA에 허위 통보함으로써, 결과적으로 투자자들의 손실을 야기하였다.

### 3. 투자자보호를 위한 시장참여자의 역할은 무엇인가?

금융시스템은 시장참여자 모두가 각자의 역할을 충실히 수행해낼 때 안정적이면서도 유기적으로 작동할 수 있다. 정부 및 감독당국의 법적 조치나 금융회사의 채신안 외에도 투자자는 스스로를 보호할 수 있는 역량을 제고해야 할 것이다. 골드만삭스의 ABACUS 사례에서 살펴봤듯이, 최근의 금융상품은 전문가들도 쉽게 인지하지 못할 만큼 고도화되어 있다. 이럴수록 투자자는 투자안 선택 시 상품에 대한 분석을 철저히 수행해야 한다. 하지만 무엇보다도 골드만삭스와 같은 선도 투자은행이 투자자보호를 위한 각종 장치를 자체적으로 숙련하여 수행한다면, 훨씬 효율적으로 투명한 투자문화를 확립하고 금융시장의 건전성을 제고할 수 있을 것이다.