

OPINION

연구위원
강소현

국내 상장기업 자기주식 공시 체계와 개선 과제*

국내 주식시장에서 주주환원을 위한 자기주식 활용의 중요도가 높아지고 있다. 자기주식 취득 및 소각에 참여하는 기업 수가 지속적으로 증가하고 있으며, 고령화 추세에 따라 안정적 수익을 추구하는 투자자의 관심도 높아지고 있다. 또한 기업 밸류업 프로그램과 같은 정부의 정책적 지원 하에 기업이 자사의 가치 증진 및 주주환원 계획을 수립하고 이를 자발적으로 시장에 공개하도록 유도하고 있다.

공시는 기업과 투자자 간 정보 비대칭을 줄이고, 기업의 주요 정책과 계획을 투명하게 전달하는 중요한 수단이다. 그런데 현재의 자기주식 관련 공시는 자기주식 관련 정책과 현황을 정확히 전달하는 데 한계가 있어 개선이 필요하다. 첫째, 신탁계약은 연장을 통해 장기간 지속될 수 있으므로, 해지 전까지 자기주식 변동 상황을 정기적으로 공시하고, 연장 사유와 취득률을 구체적으로 공개할 필요가 있다. 둘째, 투자자가 자기주식 취득이나 소각뿐만 아니라 처분 및 순취득 현황을 파악할 수 있도록 종합적인 정보를 제공해야 한다. 셋째, 기업의 자발적 공시에 대한 요구와 중요도가 높아짐에 따라, 기업은 자기주식의 적정 규모와 판단 근거, 직접취득과 간접취득 간의 선택 이유, 소각 계획과 기대효과 등을 상세히 설명하는 것이 바람직하다. 이와 같은 공시제도의 개선은 단순한 공시 의무 이행을 넘어, 기업가치를 투자자에게 효과적으로 전달하고 주주와의 관계를 강화하는 중요한 수단이 될 것이다.

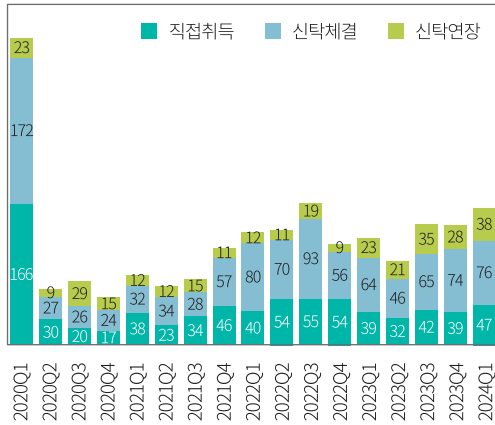
자기주식 동향 및 공시 중요성

최근 국내 주식시장에서 주주환원을 위한 자기주식 활용의 중요도가 높아지고 있다. 특히, 2020년 코로나19 발발 이후 이러한 경향이 두드러지게 나타나고 있다. 자기주식 취득하는 기업의 수가 점차 증가하여, 2024년 1분기에는 자기주식을 직간접적으로 취득한 기업이 161개사에 달했다. 더욱이, 같은 기간 동안 자기주식 소각을 공시한 기업도 59개사에 이르렀으며, 이는 지난 4년 분기별 평균인 16개사의 3.7배가 넘는 높은 빈도이다.

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

〈그림 1〉상장기업 자기주식 취득 추이

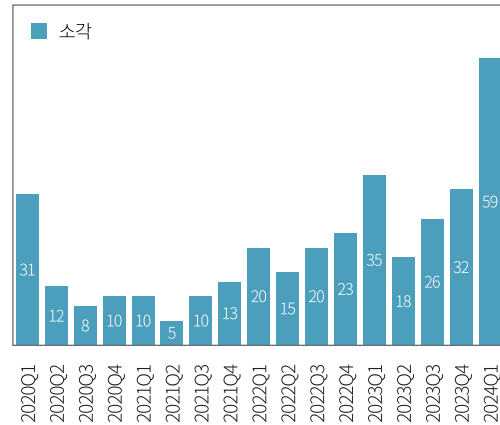
(개)



자료: DART

〈그림 2〉상장기업 자기주식 소각 추이

(개)



자료: DART

기업의 자기주식 활용은 기업의 재무 구조를 최적화하고 주주들에게 추가 가치를 제공하는 중요한 전략적 도구로 인식되고 있다. 또한 투자자에게 기업가치 제고를 위한 기업의 긍정적 신호를 보내기 위한 효과적인 전략으로 평가된다. 취득한 주식을 처분할 수 있는 국내 규제 환경에서, 자기주식 취득 후 처분하지 않고 소각하는 기업이 증가했다는 것은 자기주식을 통한 주주환원 정책에 더 강력한 신호를 보내고 장기적으로 주주가치를 제고하려는 의도를 표명하려는 기업이 증가했다는 것을 의미한다.

투자자의 관점에서 기업 자기주식 정책과 변화는 중요한 의미를 갖는다. 기업이 자기주식을 취득하면 시장에서 유통주식 수가 감소하여, 주가 폭락 시 주가 안정에 기여할 수 있다. 또한, 주식 공급의 감소는 주당이익(EPS)과 주당 배당을 증가시켜 주주가치를 높이는 결과를 가져온다. 특히 고령화에 따라 안정적인 수익을 추구하는 투자자가 증가할수록 이러한 점이 더욱 강조되고 있다.

이와 더불어, 정부의 정책적 지원을 통해 기업의 자기주식 활용과 주주환원에 대한 관심이 더욱 증대되고 있다. 기업은 정부의 기업 밸류업 프로그램과 같은 정책에 부응하기 위해 자사의 가치 증진 및 주주환원 방안을 수립하고 이를 적극적으로 시장에 공개해야 한다. 이는 기업과 투자자 간의 신뢰와 소통을 강화하며, 국내 투자 환경을 개선하는 데 중요한 역할을 한다.

기업의 자기주식 활용과 주주환원 정책은 기업과 투자자 모두에게 중요한 정보이며 향후 중요도가 더 증가할 것으로 예상된다. 공시는 투자자들에게 기업의 주요 정책과 계획을 투명하게 전달하는 중요한 수단이다. 따라서 자기주식 공시가 적절하게 이루어지고 있는지 검토가 필요하다.

자기주식 관련 공시제도 현황

자기주식 취득은 직접취득과 신탁계약을 통한 간접취득으로 구분된다. 직접취득은 기업이 거래소 등을 통해 직접 자기주식을 매입하는 것이며, 신탁계약을 통한 취득은 신탁업자가 특정 금전 신탁계약에 따라 자기주식을 취득 또는 처분하는 것이다. 자기주식은 처분이 가능하므로, 자기주식 변동과 관련된 공시는 크게 직접취득, 간접취득, 직접처분, 소각 등으로 나눌 수 있다.

자기주식 취득이나 처분의 결의나 종료 시 공시가 의무화되어 있다. 직접취득이나 직접처분을 결의한 경우, 1일 이내에 해당 사항을 공시해야 하며, 신탁계약 체결을 결의한 경우에도 마찬가지로 1일 이내 공시한다. 자기주식 취득이나 처분이 완료되거나 기간이 만료되면 '자기주식 취득 결과보고서' 또는 '자기주식 처분 결과보고서'를 제출한다. 신탁계약 해지를 결의한 경우 '자기주식취득 신탁계약 해지 결정'을 공시하고 '신탁계약 해지 결과보고서'를 제출한다. 결과보고서에는 일별 또는 월별 자기주식 취득이나 처분 규모, 자사주 보유규모 등의 정보가 포함된다.

자기주식 직접취득과 처분은 예상기간이 정해져 있으며 해당기간이 종료된 직후 결과보고서가 공시되기 때문에 비교적 단기간에 자기주식 변동사항이 공개된다. 그러나 신탁계약을 통한 취득은 직접취득과 달리 연장이 가능하다는 특성이 있는데, 연장 기간에 대한 특별한 규제는 없다. 신탁계약을 통한 취득 및 처분 현황은 신탁계약을 최초 체결한 후 3개월이 경과한 시점에 1회 공개되며, 신탁계약이 해지되기 전까지 취득 및 처분 현황을 파악할 수 없다. 따라서 거듭해서 연장이 이루어져 신탁 계약기간이 장기화될 경우 자기주식 변경사항을 확인하기 어려워진다.

〈표 1〉 자기주식 취득·처분·소각 공시 유형 및 내용

자사주 구분	절차 구분	공시유형	신고서 종류	내용
직접 취득	결의	주요사항보고	자기주식 취득 결정	취득예정 주식 수, 금액, 취득예정기간, 보유예정기간, 취득목적, 취득방법, 취득 전 보유현황, 취득금액한도, 이사회 결의 등
	결과 보고	기타공시	자기주식취득 결과보고서	취득결정일, 일별 취득 수량/주가/금액, 취득예정과 실취득 일치 여부 및 사유, 취득 후 보유현황, 취득전후 최대주주 보유주식 변동내역 등
직접 처분	결의	주요사항보고	자기주식처분 결정	처분예정 주식 수, 금액, 처분예정기간, 처분목적, 처분방법, 처분 전 보유현황, 이사회 결의 등
	결과 보고	기타공시	자기주식처분 결과보고서	처분결정일, 일별 처분 수량/주가/금액, 처분, 처분예정과 실처분 일치 여부 및 사유, 처분 후 보유현황 등
신탁	체결 결의	주요사항보고	자기주식취득 신탁계약 체결 결정	계약금액, 기간, 목적, 체결기관, 체결예정일자, 계약 전 보유현황, 취득금액한도
	연장	주요사항보고	[연장결정] 자기주식취득 신탁계약 체결 결정	신고서 최초제출일, 정정사항, 취득금액 한도, 신탁 체결 전 보유현황 등
	중간 보고	기타공시	신탁계약에의한 취득상황보고서	신탁계약 체결일, 일/월별 취득처분수량/주가/금액, 취득 후 보유현황, 취득전후 최대주주 보유주식 변동내역 등
	해지 결의	주요사항보고	자기주식취득 신탁계약 해지 결정	해지 금액, 계약기간, 목적, 신탁재산 반환 방법, 해지전 보유현황, 이사회결의 등
	결과 보고	기타공시	신탁계약 해지 결과보고서 ^{주)}	해지일자, 해지금액, 계약 취득처분 현황, 해지후 보유현황 등
소각	결의	거래소 공시	주식 소각 결정	소각 주식 수, 발행 주식 총 수, 소각예정금액, 소각주식 취득방법, 소각예정일, 이사회결의 등
취득/ 처분	보유 상황	정기보고	사업/반기 보고서	취득처분 현황, 전기 대비 당기 보유현황 등
취득/ 처분	-	거래소 공시	익일 주문예정 내용 사전 공시	신고내역, 신청내역, 체결내역으로 구분 일자, 종목명, 기간(신고내역에 해당), 수량, 수량/금액, 당일체결수량 및 체결률(체결내역에 해당)

주 : 체결한 후 3개월 경과한 날부터 5일 이내 제출

자료: 관련 규정

단, 거래소를 통한 장내거래가 이루어질 경우 거래소 공시를 통해 일부 정보를 파악할 수 있다. 자기주식 취득 및 처분은 일반적으로 대량으로 이루어지므로 시장에서 가격왜곡을 초래할 수 있다. 익일 주문예정내용을 사전에 공시하여 가격 왜곡을 최소화하고 투자자에게 향후 주가 움직임을 판단할 수 있도록 하고 있다. 거래가 체결된 이후에는 체결수량과 체결률 등의 정보가 제공된다.

이러한 거래소 공시는 직접취득, 신탁취득, 직접처분, 신탁처분을 구분하여 제공된다. 직접취득과 직접처분은 복수의 결의가 불가능하므로 거래소 공시를 통해 취득 및 처분 현황을 파악하기 용이하다. 그러나 신탁계약은 복수의 신탁업자와 계약을 체결하는 것이 가능하며 기존 계약을 연장할 수 있으므로, 특정 시점에 여러 건의 신탁계약이 존재할 수 있다. 신탁계약에 따라 자기주식 취득 목적이 각기 다른데, 신탁계약 간의 구분은 불가능하여 특정 신탁계약에 따른 취득 및 처분이 얼마나 이루어졌는지 파악하기 어렵다는 한계가 있다.

자기주식 공시 개선방안

자사주 취득과 처분에 관한 공시 제도는 투자자와 시장에 중요한 정보를 제공하며, 기업의 재무 건전성과 주주가치 제고를 위한 핵심적 역할을 한다. 그러나 현행 제도 하에서는 투자자가 전체적인 자기주식 정책과 현황을 정확히 이해하는 데 어려움이 존재한다. 보다 투명하고 효과적인 공시를 위하여, 구체적인 방안을 제시하면 다음과 같다.

첫째, 직접취득이나 처분 공시는 상대적으로 정보가 신속하게 제공되지만, 신탁계약을 통한 자기주식 거래는 공시만으로는 정보를 충분히 판단하기 어렵다. 현재 신탁계약에 따른 취득과 처분 현황은 계약 체결 후 최초 3개월만 공개되며, 이후 정보는 계약 해지 시까지 제공되지 않는다. 이로 인해 신탁계약이 장기간 지속될 경우, 자기주식의 변동 현황을 파악하기 어려운 문제가 발생한다. 따라서, 최초 3개월이 경과 이후에도 정기적으로 자기주식 변동 상황을 공시하도록 의무화할 필요가 있다. 또한, 신탁 계약 연장 시 연장 사유와 자기주식 보유현황 및 취득률 등을 구체적으로 공개할 필요가 있다.

둘째, 자기주식의 변동 상황을 종합적으로 파악할 수 있는 정보 제공이 필요하다. 기업의 입장에서 자기주식 취득이나 소각은 주주환원의 측면에서 긍정적인 정보로 시장에 비교적 잘 알려지는 반면, 자기주식 처분은 상대적으로 크게 부각되지 않는다. 따라서 투자자가 해당 기업의 처분 현황을 주시하지 않는 한 간과하기 쉽다. 하지만, 자기주식 처분은 장내뿐만 아니라 장외에서도 이루어지는데, 유통주식 수에 직접적으로 영향을 미치는 장내거래에 한정하여 살펴봐도 한 해에 취득과 처분이 동시에 이루어지는 경우가 상당 부분 존재한다. <표 2>에서 알 수 있듯이, 2020년에서 2023년 사이 장내에서 자기주식을 처분한 종목은 총 234개에 달하며, 자기주식을 처분한 해에 취득도 동시에 이루어진 종목은 62개였다. 이 중 절반이 넘는 36개 종목에서 처분 규모가 취득 규모를 상회했다. 상장시장 전반을

살펴보아도, 2020년과 2021년에는 실질적으로 순처분 되어, 도리어 유통주식 수가 증가하였다.¹⁾ 따라서 투자자가 자기주식 취득과 처분을 동시에 고려할 수 있도록, 각 시점에서 유효한 취득 및 처분 계획과 현황에 대한 종합적 정보를 정기적으로 공개할 필요가 있다. 유통주식 수에 영구적 영향을 미치는 소각 또한 포함하여 자기주식 현황을 제공해야 할 것이다.

〈표 2〉 자기주식 장내 처분 종목 규모

유형	종류	2020	2021	2022	2023
처분	종목수(개)	77	79	38	40
	주식수(주)	47,813,795	43,330,071	27,861,909	19,854,985
취득·처분	종목수(개)	28	14	12	8
	순처분 종목수(개)	15	11	7	3
	순처분 주식수(주)	5,475,891	5,562,313	-46,942,572	-4,889,490

셋째, 기업 밸류업 프로그램의 시행과 투자자의 요구 증가로 기업의 자발적 공시의 중요성이 커지고 있다. 이러한 추세는 투자자가 상세한 정보를 요구하며, 투자자의 투자결정에 투명한 기준이 필요하다는 것을 의미한다. 따라서 기업은 이러한 요구에 맞추어 자기주식 관련 활동에 대한 근거와 전략을 명확히 밝히고, 투자자의 이해를 돕고 신뢰를 구축해야 한다. 배당과 자기주식 취득의 적정 규모와 판단 근거를 포함하여, 취득 및 처분 결정이 이루어진 배경에 대한 설명이 필요하다. 자기주식 취득은 대다수가 주가안정 및 주주환원을 목적으로 추진되는 것으로 공시되는데, 취득 효과에 대한 예상 및 사후 점검 등 방안을 마련할 필요가 있다. 이는 현재 형식적으로 이루어지는 자기주식 취득 목적 공시가 실질에 부합하도록 유도하여 투자자에게 유의미한 정보를 제공할 수 있을 것이다. 직접취득과 신탁취득 사이의 선택 이유도 투명하게 공개되어야 한다. 또한 자기주식 소각 계획과 결정 배경, 소각을 통한 재무적 효과 및 주주가치에 미치는 영향 등에 상세히 설명해야 한다.

이러한 공시 개선은 기업이 단순히 공시의무를 이행하는 것이 아니라, 기업가치를 전달하고 주주와의 관계를 강화하는 중요한 수단이 될 것이다. 자기주식 관련 활동의 각 단계에서 예상되는 경제적 효과뿐만 아니라, 이러한 결정이 주주에게 어떠한 이득을 가져오는지 설명하여, 기업과 투자자 간의 신뢰를 구축하고, 투자자가 보다 정보에 기반한 결정을 내릴 수 있게 될 것이다.

1) 장내에서 이루어지는 처분 이외에 현행 상법상 회사의 합병, 분할합병, 주식교환 시에 자기주식을 그 대가로 교부할 수 있도록 허용하고 있기 때문에 실제 순처분 규모는 더 클 것으로 예상된다.

OPINION

연구위원
권민경

구조화 및 비유동 자산 선호 현상의 이면*

2008년 글로벌 금융위기 이후 저금리 환경이 지속되면서 '중위험, 중수익'을 표방하는 구조화 및 비유동 자산 시장이 크게 성장하였다. 이러한 상품들은 시장 환경이 우호적일 때 상대적으로 높은 수익률을 제공하지만, 동시에 복잡한 구조와 고유의 위험을 내포한다는 특성을 가진다. 구조화 및 비유동 자산 투자에 익숙지 않은 투자자들은 인지적 편향에 노출되어 그 위험을 과소평가하고 해당 자산을 실제보다 안전하다고 여길 가능성이 있다. 이러한 투자자들은 해당 자산에 과도하게 많은 금액을 투자하게 되고, 시장 환경이 악화되었을 때 큰 어려움을 겪을 수 있다.

2008년 글로벌 금융위기 이후 오랫동안 지속된 저금리 상황에서 구조화 및 비유동 자산에 대한 국내 투자가 크게 늘었다. 예를 들어, ELS와 DLS의 발행잔액¹⁾은 2010년말 22조원에서 2023년말 94조원으로 4배 이상 증가하였고, 대표적 비유동 자산인 부동산펀드에 대한 투자도 같은 기간 동안 14조원에서 170조원으로 폭발적인 성장세를 보였다. 이는 낮아진 시장금리에 실망한 투자자들이 초과수익을 노리고 소위 '중위험, 중수익'을 표방하는 상품에 대거 투자한 결과로 보인다. 구조화 및 비유동 자산은 시장 환경이 우호적일 때 상대적으로 높은 수익률을 제공하지만, 다른 한편으로 구조적 복잡성과 고유의 위험을 내포하고 있어 전통자산과는 그 성격이 매우 다르다. 최근 홍콩 ELS 사태와 해외 부동산 펀드에서의 연이은 손실은 이러한 한계를 명확하게 드러냈다. 본고에서는 구조화 및 비유동 자산 선호 현상의 이면에 대해 논의하고자 한다. 특히 인지적 편향이 투자자의 선택에 어떠한 영향을 미치는지 검토한다.

구조화 자산 투자에서의 편향: ELS를 중심으로

2003년 국내에 도입된 ELS는 대표적인 구조화 자산으로, 당시 '금융상품의 혁신'으로 평가되며 많은 관심을 받았다. ELS는 특히 일반 대중의 투자선택 폭을 넓히는 데 기여하였다. 예를 들어, 스텝다운형 ELS는 풋옵션을 매도한 것과 유사한 수익구조를 제공하여 투자자에게 옵션 프리미엄을 제공하였다. 이러한 옵션 프리미엄은 시장금리 이상의 초과수익을 추구하는 투자자에게 매력적인 선택지가 될

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

1) ELB와 DLB를 포함하여 집계하였다.

수 있다.²⁾ ELS가 만들어지기 전까지 이러한 옵션 프리미엄은 금융기관의 전유물로 인식되었다. 일반 투자자가 본인 계좌에서 옵션을 직접 매도하려면 충분한 증거금을 보유해야 하고, 금융당국 혹은 거래소의 규제, 개별 증권사의 까다로운 거래 조건을 충족시켜야 했다. 특히 스텝다운형 ELS가 담는 '만기가 6개월 이상으로 길면서 깊은 외가격(deep out the money) 옵션'은 일반적인 풋옵션에 비해 비교적 낮은 투자 위험도에도 불구하고 장외시장에서만 거래가 가능하여 충분한 신용도를 갖춘 금융기관만이 접근할 수 있었다. ELS의 등장은 이러한 한계를 극복하고 일반투자자의 장외파생상품 접근성을 확대하였다. 또한 파생상품의 활용에도 불구하고 손실폭을 100%로 제한하고, 소액투자를 가능케 하는 등 일반투자자의 편의성을 보완하기도 하였다. 이를 통해 ELS는 궁극적으로 주식 시장에 직접 참여할 정도로 위험성향이 높지 않은 일반투자자들이 비교적 작은 수준의 시장 위험을 분담하면서 그에 따른 보상을 누릴 수 있도록 하였다. 다시 말해, ELS는 금융의 본질 중 하나인 '위험 분산' 기능을 매우 뚜렷하게 수행하고 있는 상품으로 볼 수 있다.

그러나 이러한 순기능에도 불구하고 ELS는 내포된 위험을 일반투자자가 제대로 파악하기 어렵다는 단점을 보인다. 파생상품시장에는 항상 반대 포지션의 투자자가 존재하기 마련이며, 풋옵션을 매도하는 행위는, 풋옵션을 매수하는 사람과 반대 방향으로 거래를 체결한다는 것을 의미한다. 거래상대방으로서 풋옵션을 매수하는 사람은 당연히 전혀 가능성이 없는 사건을 위해 돈을 지불하지 않을 것이다.³⁾ 따라서 ELS가 비교적 작은 수준의 위험을 가지고 있다고는 하지만, 그럼에도 불구하고 거기에는 위험이 반드시 존재할 수밖에 없다. 또한 풋옵션이 지닌 위험은 주식 시장에서 일반투자자가 쉽게 경험하는 위험과는 다른 성격을 나타낸다. 구체적으로, ELS에서 손실이 발생하는 빈도 자체는 주식에 비해 많이 낮지만, 일단 손실이 발생하면 매우 큰 규모의 기대손실값을 가진다(강병진, 2016).⁴⁾ 일반투자자들은 이러한 위험을 제대로 인지하기가 쉽지 않으며, 결과적으로 본인의 위험 수준에 맞지 않는 상품을 선택하여 감당하기 어려운 손실을 겪을 수 있다.

투자자들은 ELS 투자 시 위험을 온전히 파악하기 어려우므로 인지적 편향에 노출되기 쉽다. 예컨대 스텝다운형 ELS의 경우, 투자자들은 특정 조건을 만족할 때 얻을 수 있는 수익률, 즉 쿠폰(coupon)을 확인할 수 있는데, 저금리 상황에서는 낮은 시장금리에 비해 ELS의 쿠폰 금리가 현저하게 높게 느껴지므로, 여기에 과잉 반응하여 ELS를 실제보다 매력적인 투자자산으로 여길 수 있다. 즉, 시장금리가 1% 일 때 5%의 ELS 쿠폰 금리는 상당히 매력적으로 보일 것이다. 이러한 상황에서 투자자들은 상품의 뚜렷이 드러난 특성(쿠폰 금리)을 과대평가하는 반면, 덜 두드러진 특성(손실 위험)은 과소평가하는 경향

-
- 2) 파생상품 시장에 참여하는 일반적인 투자자들은 옵션을 매수하는 것을 선호하고, 반대로 매도 포지션은 기피한다. 따라서 옵션을 매도하는 투자자는 매수 우위의 시장 불균형을 개선하며(market completion), 그 대가로 프리미엄을 얻을 수 있다.
 - 3) 물론 반대 포지션의 위험 역시 금융상품을 통해 잘게 쪼개져서 많은 투자자에게 분산될 수는 있지만, 그렇다고 해서 완전히 사라지는 것은 아니다.
 - 4) 기술적으로는 기초자산 가격하락에 따른 위험(델타 위험), 가격변동성 변화에 따른 위험(베가 위험), 시간경과에 따른 위험(세타 위험), 이자율 수준에 따른 위험(로 위험), 기초자산 간 상관관계 수준에 따른 위험 등도 존재한다(정승화·안수현, 2013).

이 있다. Bordalo et al.(2012, 2016)은 ‘현저성 이론(Saliency Theory)’을 통해 이러한 현상을 설명하였다. 그 결과 투자자들은 ELS에 과도하게 많은 금액을 투자하게 된다. Célérier&Vallée(2017)는 저금리 상황에서 이러한 ‘현저성 효과’가 ELS를 포함한 유럽의 구조화 자산 시장 성장에 큰 기여를 하였다고 설명한다.

현저성 효과는 ELS 상품 자체를 매력적으로 보이게 만들 뿐 아니라, 그 안에서도 더욱 위험한 ELS 상품이 투자자에게 선택되도록 부추긴다. 알라이스 역설(Allais Paradox) 실험을 예로 들어보자. 이 실험에서는 참가자들에게 두 개의 상품을 제시한다. 상품 A는 33%의 확률로 250만원을, 나머지 67%의 확률로 0원을 제공한다. 반면, 상품 B는 34%의 확률로 240만원을, 나머지 66%의 확률로 0원을 제공한다. 실험 참가자들에게 둘 중에 어느 상품을 선택할 것인지 물어보자 대다수가 상품 A를 선택하였다. 이는 일반적인 사람들의 위험회피 성향과 상반되는 결과다. 현저성 이론의 관점에서 보면 이는 상품 A의 250만원이라는 보상의 ‘현저함’이 작은 위험의 추가를 감수하도록 유도한 것으로 해석할 수 있다.⁵⁾ 이와 같은 원리는 ELS 투자에도 적용되어, 투자자들이 높은 쿠폰 금리를 제공하는 상품을 선호하는 방식으로 편향이 나타날 수 있다. 쿠폰 금리의 차이는 서로 다른 ELS 상품을 비교할 때 가장 두드러진 특징이며, 쿠폰 금리 상승에 따른 위험의 증가는 명확하게 드러나지 않기 때문이다. 특히, ELS 상품은 높은 쿠폰 금리를 제공할수록 구조가 복잡해져 투자자들의 위험 인식이 더욱 어려워진다. Célérier&Vallée(2017)에 따르면 실제로 유럽에서는 ‘현저성 효과’로 인해 저금리 시기에 높은 쿠폰 금리를 제공하는 상품이 많이 팔렸으며, 이로 인해 상품의 복잡성과 위험도는 크게 증가했다고 한다.

비유동 자산 투자에서의 편향

비유동 자산이라 하면 좁게는 부동산과 인프라, 원자재 등의 실물자산을 의미하고, 넓게는 헤지펀드, PE와 같은 사모펀드를 포함한다. 이러한 자산은 유동성이 높은 자산과 비교하여 여러 가지 장점을 가지고 있다. 첫째, 주식이나 채권과 같은 전통자산과 수익률의 상관관계가 낮아 효과적인 분산투자 수단이 된다. 둘째, 비유동 자산에서는 시장의 비효율성이 크게 나타나므로 해당 분야에서 전문성을 가진다면 초과수익을 얻을 수 있는 기회를 많이 포착할 수 있다. 즉, 비유동 자산을 분산투자 수단으로 적절히 활용하면 기존 포트폴리오의 변동성을 줄이는 동시에 수익률도 제고할 수 있는 것이다. 셋째, 실물자산 투자 수익률은 물가 변동과 직접 연관되는 경우가 많아 유용한 인플레이션 헤지 수단이 된다. 넷째, 비유동 자산 투자는 대형 기관투자자의 투자 기회를 확대하는 데 기여한다. 연기금이나 보

5) 동일한 참가자를 대상으로 한 또 다른 실험에서, 상품 A는 33%의 확률로 250만원, 66%의 확률로 240만원, 나머지 1%의 확률로 0원을 제공했다. 반면, 상품 B는 100%의 확률로 240만원을 제공했다. 이 경우, 대부분의 참가자들은 위험회피적 성향을 보이며 상품 B를 선택했다. 사실 이 두 번째 실험은 첫 번째 실험에서 각 상품에 240만원을 제공할 확률 66%를 동일하게 추가한 것에 지나지 않는다. 그럼에도 불구하고 두 실험 결과가 서로 상이하게 나타난 것은 역설적이며, 이 문제는 1953년 처음 제기된 이후 현재까지도 학계에서 큰 관심을 끌고 있다.

험사 등 대형 기관투자자들은 전통자산 시장에서 이미 영향력이 높아 운용상의 제약이 발생할 수 있는데, 일부 비유동 자산 투자를 통해 이러한 제약을 완화할 수 있다.

반면, 비유동 자산은 명칭에서 나타나듯 ‘비유동성’이라는 뚜렷한 단점을 가지고 있다. 비유동 자산은 쉽게 처분하기 어려워 시장 상황이 좋지 않을 때 이를 보유한 투자자는 유동성 위기에 빠질 수 있다. 예를 들어, 2008년 글로벌 금융위기 당시 비유동 자산에 대한 시장 수요가 크게 줄면서 자산 매도가 어려워졌으며, CalPERS, Havarad, Yale과 같은 유명 연기금들조차 유동성 위기를 겪었다 (Tédongap&Tafolong, 2018). 또한 비유동 자산 거래에는 중개수수료와 세금 등 수반되는 비용 수준이 높고, 거래구조가 복잡해 거래가 마무리되기까지 상당한 시간이 걸린다. 그러므로 비유동 자산은 장기투자를 할 수 있으며 유동성이 충분한 투자자에게만 좋은 선택지가 될 수 있다는 한계를 가진다.

비유동 자산에 대한 투자비중이 높아지는 현상에 대해 일부 학자들은 우려를 표하기도 한다. 이들은 비유동 자산을 전통자산과 같은 방식으로 평가하는 오류로 인해, 비유동 자산에 지나치게 많이 투자하는 편향이 발생할 수 있다고 지적한다. 비유동 자산은 일반적으로 시장 가격이 존재하지 않고 평가주기가 길며, 그렇게 산정된 가격마저도 과거에 상당 부분 의존하는 후행적 방식으로 평가되는 경우가 많아, 수익률이 평활화(smoothing)되는 특성을 보인다. 수익률 평활화는 비유동 자산의 수익률 변동성을 과소평가하게 만들고 다른 자산과의 상관관계 추정치에 영향을 미치는 등 통계적 특성을 변화시킨다.⁶⁾ 따라서 전통자산에서 사용하는 평균, 분산, 상관관계와 같은 통계적 특성을 비유동 자산에 그대로 적용해서는 안 된다. 만약 그렇지 않고 비유동 자산의 위험을 과소평가하게 되면 포트폴리오 내 해당 자산의 비중이 과도하게 높아질 수 있다. 자산배분 시에 제약조건을 부여하거나 페널티를 부여하는 등 비유동 자산에 대해 투자 비중을 적절히 조정할 필요가 있다.

비유동 자산은 실적 평가 시에도 편향 문제를 야기한다. 구체적으로, 비유동 자산의 수익률 평활화 문제는 전체 포트폴리오의 성과 변동성을 낮추는 요인으로 작용한다. 자산 배분 시에는 앞서 언급한 방법으로 ‘수익률 평활화’ 효과를 어느 정도 통제할 수 있는 반면, 실제 성과를 사후에 평가할 때에는 이를 조정하기가 현실적으로 매우 까다롭다. 따라서 비유동 자산을 많이 보유한 기관투자자일수록 성과의 변동성이 작게 표시될 가능성이 높다. 연기금과 같이 장기 시계를 가진 펀드의 이사회가 실적을 사후적으로 평가할 때 펀드의 성과 안정성은 중요한 지표로 고려된다. 예를 들어, 시장 상황이 좋지 않을 때, 다른 펀드들이 큰 손실을 겪는 동안, 특정 펀드가 상대적으로 적은 손실을 경험한다면 해당 펀드 투자책임자의 연임 가능성은 높아질 것이다(Baz et al., 2022). 따라서 일부 투자책임자는 비유동 자산 투자를 안전한 선택으로 여기고(Asness, 2019. 12. 19), 이에 대한 투자를 선호할 수 있다.

6) 예를 들어, Baz et al.(2022)은 바이아웃 사모펀드의 성과를 나타내는 Preqin 지수의 수익률 변동성이 지나치게 낮다고 지적하였다. 만약 해당 펀드들이 보유한 비상장기업들의 가치가 상장기업과 같은 방식으로 시가 평가되었다면, 지수의 수익률 변동성이 현재보다 3배 정도 높아졌을 것으로 이들은 추정하였다.

맺음말

구조화 및 비유동 자산 시장은 그동안 눈부신 성장세를 보였다. 새로운 영역에서 위험을 분담하는 대가로 투자자에게 초과수익의 원천을 제공하였다는 점에서 이러한 현상은 긍정적으로 평가할 수 있다. 다만, 구조화 및 비유동 자산은 기존에 익숙지 않은 형태의 새로운 위험을 수반하므로, 투자자들은 항상 투자에 앞서 위험을 신중하게 검토해야 한다. 위험에 대해 충분한 이해 없이 투자할 경우, 앞서 언급한 사례들을 포함해 다양한 인지적 편향에 노출될 수 있으며, 특정 자산에 지나치게 많은 자금을 투자하게 되어, 추후 문제 발생 시 큰 어려움을 겪을 수 있다.

정부와 업계는 투자자들이 편향에 과도하게 노출되지 않도록 주의를 기울여야 한다. Bordalo et al.(2012)의 연구에 따르면, 앞서 제시한 ‘알라이스 역설’ 실험에서 조건을 아래 표와 같이 재구성했을 때, 대부분의 참가자들이 상품 B를 선택했으며, 이전 실험과 달리 위험 추구 성향이 나타나지 않았다. 두 실험에서 각 자산의 절대적 확률이나 보상의 차이가 전혀 없었다는 점에서, 이는 정보의 재구성이 투자자의 편향을 바로잡는 데 중요한 역할을 할 수 있음을 보여준다.⁷⁾ 앞으로 정부나 업계는 정책을 수립할 때 이러한 사례를 참고할 수 있을 것이다.

〈표〉 ‘알라이스 역설’ 실험의 재구성

“미래에 발생할 수 있는 상황을 세 가지로 나누고, 각 상황의 발생 확률을 각각 1%, 33%, 66%로 가정한다. 첫 번째 상황에서 상품 A는 보상을 전혀 제공하지 않으며, 상품 B만이 240만원의 보상을 제공한다. 두 번째 상황에서는 상품 A와 B가 각각 250만원, 240만원의 보상을 제공한다. 마지막 세 번째 상황에서는 상품 A와 B 모두 보상을 제공하지 않는다.”

	상황1	상황2	상황3
발생 확률	1%	33%	66%
상품 A의 보상	0	250만원	0
상품 B의 보상	240만원	240만원	0

투자자들은 자신도 인지적 편향에 빠질 수 있음을 인정하고, 그렇게 되지 않도록 항상 경계해야 한다. 투자에서 변하지 않는 가장 중요한 원칙은 ‘분산하여 투자하라’는 것이다. 영구적으로 높은 수익률을 제공하는 상품은 존재하지 않으며, 이는 지난 저금리 환경에서 ‘중위험, 중수익’을 표방했던 상품들도 마찬가지다. 결국 특정 자산에 편향되지 않은 균형 잡힌 포트폴리오를 구축하는 것이 무엇보다 중

7) Bordalo et al.(2012)의 해석에 따르면 새로운 실험에서 참가자들은 ‘첫 번째 상황에서 240만원을 얻지 못할 위험’을 가장 두드러지게 인식하였다. 기존 실험에서 자산 A가 제공했던 보상의 현저함(250만원)은, 새로운 실험의 두 번째 상황에서 자산 B가 주는 대체보상(240만원)으로 인해 상당 부분 희석되었다.

요하다. 높은 쿠폰 금리를 제공하거나 손실 가능성이 낮아 보이는 상품일지라도 분산투자의 관점에서 그 비중을 엄격히 제한해야 한다는 사실을 잊어서는 안 된다.

참고문헌

- 강병진, 2016, 구조화 파생상품의 투자 효용: 자동조기상환형 추가연계증권, 『재무연구』 29, 77-112.
- 정승화 · 안수현, 2013, ELS, DLS 투자자보호에 관한 연구, 『한국금융소비자학회』 3(1), 44-107.
- Asness, C., 2019. 12. 19, The illiquidity discount?, AQR Perspective.
- Baz, J., Davis, J., Han, L., Stracke, C., 2022, The value of smoothing, *The Journal of Portfolio Management* 48(9), 73-85.
- Bordalo, P., Gennaioli, N., Shleifer, A., 2012, Salience theory of choice under risk, *The Quarterly Journal of Economics* 127, 1243-1285.
- Bordalo, P., Gennaioli, N., Shleifer, A., 2016, Competition for attention, *The Review of Economic Studies* 83, 481-513.
- Célérier, C., Vallée, B., 2017, Catering to investors through security design: Headline rate and complexity, *The Quarterly Journal of Economics* 132, 1469-1508.
- Tédongap, R., Tafolong, E., 2018, Illiquidity and investment decisions: A survey, Amundi Research Center working paper 70-2017.

ZOOM
-IN미국 SEC의 주문 실행 정보 공개 제도
개편과 시사점

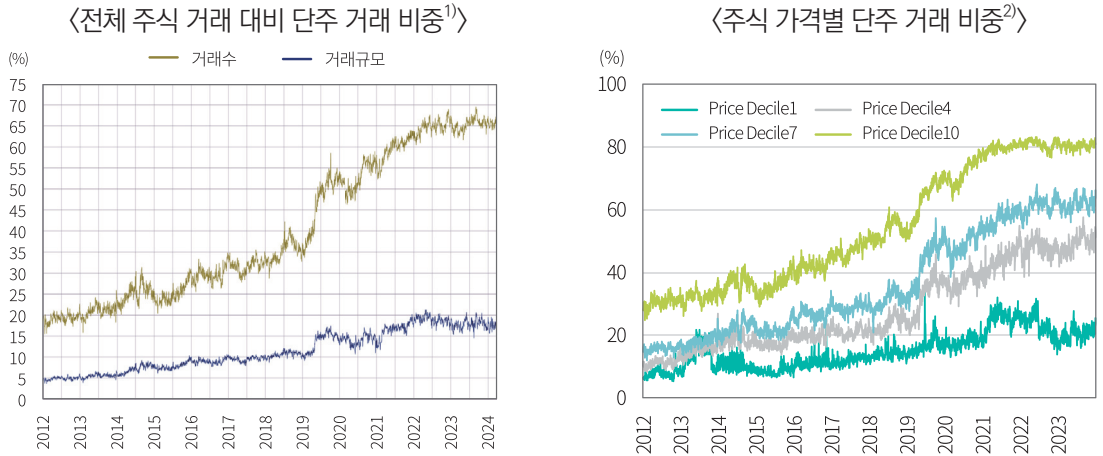
- 미국 주식시장은 단주(odd-lot) 거래 증가, 주문 거래 및 취소 속도 상승 등 다양한 시장 변화가 이루어짐
- SEC는 이러한 시장 변화를 반영하여 지난 3월 Rule 605 개정을 발표, 6월 중 발효 예정이며, 보고 주체, 적용 대상 주문 및 필수 공개 내용 범위 등을 확대하고, 일반투자자를 대상으로 해당 정보 접근성을 제고하는 방향으로 개편
- 한편, 국내에서도 소수 단위 거래가 도입되고, 향후 복수거래소 시장체제 도입 등 시장 변화가 예상되며, 이에 따른 주문 실행 품질 정보의 투명성 강화와 일반투자자들을 대상으로 관련 정보 접근성을 제고하여 시장 경쟁력이 강화되도록 모니터링 필요

- 미국 주식시장은 고가 주식을 중심으로 단주(odd-lot)¹⁾ 거래가 크게 증가하고, 주문 거래 및 취소 속도 상승 등 다양한 시장 변화가 이루어짐
 - 미국 주식시장에서 단주 거래는 지속적으로 증가하였으며, 특히 거래 수(trading number)²⁾ 중심으로 크게 증가
 - 2023년말 기준 전체 거래 수 대비 단주 거래 수 비중은 65.9%로 2013년(24.3%) 대비 41.6%p 증가
 - 단주 거래 규모(trading volume)의 경우 2023년말 기준 전체 거래 규모 대비 16.5% 수준으로, 2013년말 대비 10.1%p 증가
 - 주식 가격별 단주 거래 수를 살펴보면, 고가 주식을 중심으로 거래 비중이 크고, 증가세도 더 높은 것으로 나타남
 - 주식 가격 상위 10%에 분포된 주식의 경우 2023년 기준 전체 거래 수 대비 단주 거래 수 비중은 일평균 80.5% 수준으로, 2013년 대비 48.4%p 증가
 - 주식 가격이 하위 10% 주식의 경우 2023년 기준 전체 거래 수 대비 단주 거래 수 비중은 일평균 13.7% 수준으로, 2013년 대비 6.6%p 증가 수준에 그침
 - 또한 주문 거래 및 취소 속도도 증가세
 - 대형주(large stock) 기준 1밀리초 이내 주문 거래 및 취소 빈도수 비중은 2023년 4분기 중 각각 15.18%, 20.20%로 2013년 4분기 대비 각각 8.2%p, 6.5%p 증가

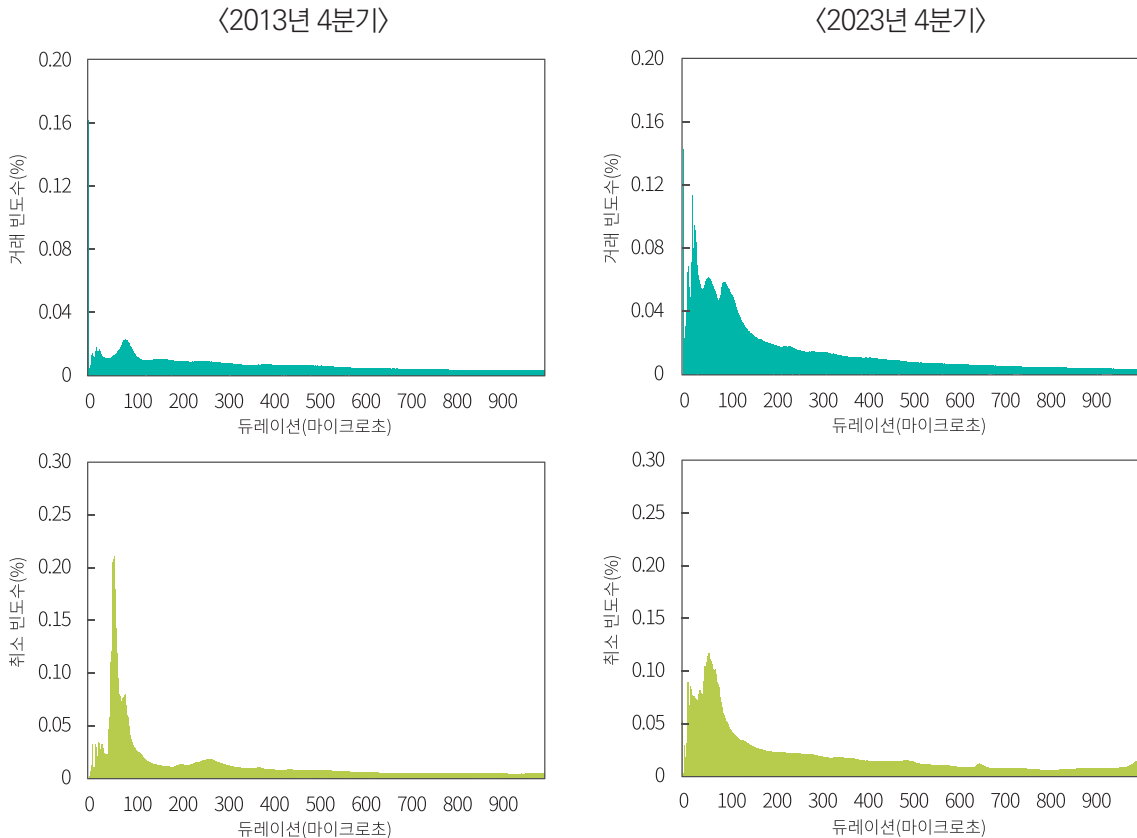
1) 단주(odd-lot) 거래는 100주단위(round lot) 미만 주식 수 주문을 의미

2) 거래 수(trading number)는 각 시점별로 거래되는 수를 의미하며, 거래 규모의 경우 거래 주식의 수(number of shares)를 의미

〈그림 1〉 미국 주식시장 단주(odd-lot) 거래 추이



〈그림 2〉 거래 및 취소 빈도수 비교(2013년 VS 2023년)



□ SEC는 이러한 시장 변화를 반영하여 지난 3월 Rule 605 개정법을 발표하였으며, 해당 개정법은 6월 중 발효 예정³⁾

— Rule 605는 NMS(National Market System) 주식 거래 정보를 매일 공시하도록 2000년에 도입된 제도

- Rule 605 도입 전 마켓센터(market center)⁴⁾에서 이루어지는 주문 실행 품질(order execution quality)을 비교 및 평가할 수 있는 정보가 부족하였으며, 이에 주문 실행 정보(order execution information)를 표준화하여, 월(monthly) 단위로 보고하도록 제도 도입

— 그러나 최근 주식시장의 기술·거래 방식 변화 등을 반영할 수 있는 필수 공시(disclosure requirement) 정보 개편이 최근까지 이루어지지 못하였음

- 제도 도입 후 2010년에 시장 상황과 제도 간 적합성에 대한 문제가 감독 당국에서 제기⁵⁾되었으며, 이후 감독 당국과 시장참가자들은 시장 변화에 맞는 실행 품질 개선을 위한 논의를 지속⁶⁾
- 특히 기존 제도하에서 거래 속도·주문 유형 변화 반영 여부, 일반투자자 대상으로 해당 정보 내용의 유용성 등을 주로 논의⁷⁾

— 금번 개정은 주문 실행 품질 정보의 투명성을 제고하고, 보고된 정보에 일반투자자의 접근성을 높여 시장 경쟁력을 제고하려 함

- 개정법은 보고 주체(Reporting Entities), 적용 대상 주문 범위(Scope of Orders Covered) 및 필수 정보(Required Information), 실행품질보고서(Execution Quality Report) 등을 중심으로 개편

□ 주요 개편 내용은 보고 주체 및 적용 대상 주문 범위를 확대하고, 주문 규모 및 실행 시간 정보 등을 더욱 세분화하여 시장센터와 브로커-딜러간 다양한 형태의 주문 실행 정보를 반영

— 보고 주체를 마켓센터에서 대형 브로커-딜러(larger broker-dealer)로 확대하여 일반투자자가 마켓센터 및 대형 브로커-딜러 간의 주문 실행 품질 및 주문 라우팅 관행을 비교·평가할 수 있도록 함

- 개정 전 보고 주체는 전미증권거래소(national securities exchanges) 회원인 시장조성자, OTC 시장 조성자(OTC market makers), ATSS(Alternative Trading System) 등과 같은 마켓센터를 대상으로 시행
- 금번 개정으로 10만개 이상의 고객 계좌를 개설 또는 취급하는 대형 브로커-딜러를 보고 대상으로 확대

3) SEC, 2024, Disclosure of order execution information, Release No. 34-99679.

4) 전미증권거래소(national securities exchanges) 회원인 시장 조성자, OTC 시장 조성자(OTC market makers), ATSS(Alternative Trading System) 등

5) SEC, 2010, Concept release on equity market structure, Rel. No. 34-61358.

6) SEC, 2024. 3. 6, Keeping up with the markets: Statement on Rule 605 Adoption, statement.

7) 각주 5) 상동

- 적용 대상 주문(covered order) 범위는 기존 Rule 605에서 배제되었던 특정 주문을 대상으로 범위를 확장하고 이와 관련된 주문 유형(order type)도 함께 개편하여 주문이 실행되는 시점부터 관련 통계를 보고하도록 함
 - 적용 대상 주문 범위는 1) 정규거래시간(regular trading hours) 이외에 제출된 특정 주문, 2) 조건가격(stop prices)⁸⁾과 함께 제출된 특정 주문, 3) non-exempt short sale orders⁹⁾ 등으로 확대
 - 특히, 금번 개정에서 정규거래시간 이외에 제출된 NMOs(Non-Marketable Limit Orders)를 포함하고, 정규 거래 시간 동안 실행가능(executable)¹⁰⁾한 경우 조건가격(stop price)으로 제출된 주문 등을 포함하여, 특정 주문으로 인한 가격 변동 가능성이 보고서에 반영되도록 함¹¹⁾
 - 또한 이러한 NMOs 및 조건가격 주문 정보가 반영될 수 있도록 4가지의 새로운 주문 유형을 신설하고, 비시장성 주문 유형을 세분화¹²⁾
- 주문 규모(size)는 1주 미만(fractional order) 및 단주 주식을 보고 범위에 포함하여, 고가 주식 주문이 처리되는 분배 정보가 더욱 자세히 반영되도록 함
 - 개정 이전 주문 규모 기준은 100주 미만 및 10,000주 이상의 주문은 제외
 - 고가 주식 거래에 주로 사용되는 1주 미만 및 단주 거래 정보가 반영되지 못하여, 최근 시장 상황의 상당 부분의 거래 정보가 배제된 것으로 논의
 - 이에 개정법에서는 기존 법에서 정한 100주 단위(round-lot) 이외에도 1주 미만 및 단주 주문 등을 주문 규모별로 카테고리화(categorized by order size)¹³⁾ 하여 보고 대상에 포함

8) 조건가격(stop prices)은 조건주문(stop-order) 시 사전에 설정되는 가격으로, 주문이 조건가격(stop prices)에 도달할 경우 시장가 또는 지정가로 체결, 예를 들어 stop-loss order의 경우 손실을 제한하기 위해 사전에 지정한 가격으로 내려오면 매도 주문 실행, stop-limit order의 경우 사전에 설정한 가격에 도달하면 지정가 주문을 실행하는 방식

9) 숏 면제(short exempt)가 적용되지 않는 공매도 주문으로, 숏 면제는 Regulation SHO에 따라 규제되는 업틱룰(공매도에 따른 직접적인 가격하락 방지를 위하여 직전가격 이하로 공매도 호가 제출을 금지하는 제도)이 면제되는 공매도 주문을 의미(공경신, 2022, 미국 SEC의 새로운 공매도 보고 규칙 제안의 주요 내용, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2022-08호)

10) SEC는 ‘executable’의 정의를 광범위하게 해석하고 있으며, stop price와 관련된 특정 주문의 경우, 제출된 매수(또는 매도) 주문으로 발생한 지정가(limit price) 거래 가격의 경우 정규거래시간에 발생하는 NBBO 이상(또는 이하)으로 해석

11) 기존 Rule 605에서는 정규거래시간(regular trading hours) 외에 제출된 주문은 전국 최우선매수매도호가(National Best Bid and Offer: NBBO)의 가용성(availability) 등의 문제로 제외된바 있음

12) 아래와 같이 주문 유형(order type) 개편

신설 주문 유형(type)	NMOs(non-marketable order) 유형
1) Marketable immediate-or-cancel orders	1) midpoint-or-better limit orders
2) Market orders submitted with stop prices	2) midpoint-or-better immediate-or-cancel orders
3) Marketable limit orders submitted with stop prices	3) non-marketable limit orders
4) Non-marketable limit orders submitted with stop prices	4) non-marketable immediate-or-cancel orders

13) (i) \$250 미만; (ii) \$250 이상 \$1,000 미만; (iii) \$1,000 이상 \$5,000 미만; (iv) \$5,000 이상 \$10,000 미만; (v) \$10,000 이상 \$20,000 미만; (vi) \$20,000 이상 \$50,000 미만; (vii) \$50,000 이상 \$200,000 미만; (viii) \$200,000 이상 등으로 주문 규모 별 범주를 설정하고, 각 가격 범주별로 1주 미만, 단주, 100주(round lot) 등으로 재분류

- 특히 1주 미만 주문의 경우 향후 거래가 더욱 활발하게 이루어질 소지가 있음을 강조하고, 1주 미만 거래 정보도 표준화하여 보고하도록 함¹⁴⁾
- 실행시간의 경우 기존 타임스탬프(time stamp)보다 세분화된 실행시간 버킷을 구성하고, 모든 주문에 대한 평균 실행시간을 보고하도록 함
 - 기존 Rule 605상 타임스탬프 기준을 1초로 정하였으나, 금번 개정에서는 밀리초(milliseconds) 이상의 타임스탬프 규칙을 추가하고, 모든 주문 유형에 대해 평균 실행시간 통계를 보고하도록 함
- 그 밖에 마켓센터 및 브로커-딜러에게 일반투자자가 열람 가능한 수준의 실행 품질 요약 보고서(summary report) 작성을 의무화하여, 일반투자자도 실행 품질 지표에 쉽게 접근하고 투자 판단에 활용될 수 있도록 함
 - 기존 보고서는 일반투자자가 이해하기 어려운 수준으로 작성된 점을 논의
 - 모든 적용 대상 주문 실행과 관련된 요약 통계를 제공하는 보고서를 매달 공개적으로 제공하도록 함

□ 한편, 국내에서도 소수 단위 거래가 도입되고, 향후 복수거래소 시장체제 도입 등 시장 변화가 예상되며, 이에 따른 주문 실행 품질 정보의 투명성 강화와 일반투자자들을 대상으로 관련 정보 접근성을 제고하여 시장 경쟁력이 강화되도록 모니터링 필요

- SEC는 금번 Rule 605 개정으로 마켓센터와 브로커-딜러 간 주문 실행 품질 정보의 투명성이 제고되고, 일반투자자가 해당 정보를 바탕으로 브로커-딜러 선택 시 활용되어 시장 경쟁력이 강화될 것으로 기대
- 국내의 경우 지난 2022년 소액 투자자에게 고가의 우량기업 투자 기회 확대 등의 기대효과를 바탕으로 소수 단위 거래 도입¹⁵⁾
- 또한 최근 다자간매매체결회사(Alternative Trading System: ATS, 이하 ATS) 도입을 추진 중으로 이후 시장 변화가 예상되며, ATS 도입 시 거래 정보의 투명성, 금융투자업자의 역할 및 경쟁력이 중요해질 소지
 - 2025년 초 출범을 목표로 넥스트레이드사가 ATS 설립을 추진 중이며, 2023년 7월 ATS 예비 인가를 받음¹⁶⁾
 - ATS 제도 도입 시 금융투자업자는 주문을 집행할 시장을 선택하게 되며, 특히 대형 증권사를 중심으로 복수 거래 시장을 고려할 가능성이 높음¹⁷⁾

14) 2023년 8월 기준 1주 미만 주문 비중은 전체 실행주문의 약 4% 수준(각주 3) 상동)

15) 금융위원회, 2021. 9. 13, 국내 및 해외주식에 대한 소수단위 거래가 허용됩니다. 보도자료.

16) 금융위원회, 2023. 7. 19, 넥스트레이드의 다자간매매체결회사 예비인가, 보도자료.

17) 강소현, 2023, 『복수 거래시장 체제 도입과 국내 증권사의 최선집행 방안』, 자본시장연구원 조사보고서 23-02.

- 넥스트레이드는 22개 증권사(19개 주주사와 모건스탠리증권, 토스증권, 다올증권 포함)가 대체거래소 시장에 참여할 것으로 발표하였으며, 이중 다올증권을 제외한 증권사들의 위탁 매매 점유율은 2023년 1~9월 기준 89% 수준¹⁸⁾¹⁹⁾
- 최근 금융당국은 거래시간 확대, 신규 호가 방식 도입 등 ATS 세부 운영 방안을 발표하며, 국내 증권시장이 경쟁체제로 전환될 것으로 예상²⁰⁾
 - ATS의 거래시간을 기존 정규거래시간(9:00~15:30) 전·후로 확대
 - 호가 유형을 기존 시장가 및 4가지 지정가(일반, 최우선, 최유리, 조건부)에서, 중간가호가²¹⁾ 및 스톱지정가호가²²⁾를 추가 도입
 - 또한 투자자 보호 및 시장 효율성 제고를 위해 증권사는 최선집행기준을 마련·공표하고, 이에 따라 주문을 집행하도록 함

〈표〉 ATS 출범 전·후 주요 제도 변화

구분	기존 제도	신규 제도
거래 시간	- 오전 9:00~오후 3:30	- 오전 8:00~오후 8:00
호가 유형	- 시장가 - 4가지 지정가 (일반, 최우선, 최유리, 조건부)	- 중간가호가 - 스톱지정가호가 추가 도입
최선집행의무	/	- 최선집행의무 적용 : 증권사가 투자자의 주문을 가격, 수수료 및 비용, 주문 규모 및 매매체결 가능성을 고려한 최선 집행 기준을 마련·공표하고, 이에 따라 주문 집행

자료: 금융위원회(2024. 5. 9) 정리.

- 국내의 시장 변화에 맞는 실행 품질 정보 제공으로 투자자가 이를 고려한 금융투자업자를 선택할 수 있는 환경이 조성 될 경우 시장 경쟁력이 제고될 것으로 기대

선임연구원 이정은

18) 연합뉴스, 2024. 3. 29, '또 하나의 거래소' 넥스트레이드 "21개 증권사 참여의사 밝혀".
 19) 서울경제, 2024. 4. 1, 다올증권, 대체거래소 막차 탔다...넥스트레이드 참여 신청.
 20) 금융위원회, 2024. 5. 9, ATS 운영방안, 보도자료.
 21) 최우선 매수·매도 호가의 중간가격으로 가격이 자동 조정
 22) 특정 가격에 도달하면 지정가 호가 제출

ZOOM
-IN가상자산시장 현황 및 최근 미국과 홍콩의
가상자산 현물 ETF 승인

- 가상자산시장의 흐름은 2023년 하반기부터 급격하게 상승하다가 최근 다소 하락세를 나타내고 있는 가운데, 해외에서는 가상자산 현물 ETF가 잇따라 승인
- 미국에서는 올해 초 오랜 논의 끝에 비트코인 현물 ETF가 승인되어 거래가 시작
- 홍콩에서도 최근 가상자산 현물 ETF 거래를 개시했으며 비트코인뿐 아니라 미국에 앞서 이더리움 현물 ETF까지 승인하면서, 대규모 중국 자금의 유입 가능성과 글로벌 금융중심지 지위 회복에 대한 기대감이 상승
- 가상자산 현물 ETF의 출시는 가상자산의 제도권 편입의 신호로써 투자 안정성을 강화했다는 데 의의가 있으나, 발생 가능한 위험요인을 고려하는 것이 중요
- 미국과 중국 외에도 여러 국가에서 가상자산 현물 ETF 거래가 이뤄지고 있는 한편, 국내에서는 아직 허용되지 않으나 이에 대한 관심이 높아지고 있는 상황으로 규제를 주시할 필요

□ 가상자산시장의 흐름은 2023년 하반기부터 급격하게 상승하다가 최근 다소 하락세를 나타내고 있는 가운데, 해외에서는 가상자산 현물 ETF가 잇따라 승인

- 대표적인 가상자산인 비트코인과 이더리움의 가격은 2021년말 크게 하락한 이후 2023년 10월말부터 급격한 반등을 보이며 2024년 3월 고점을 기록
 - 비트코인 가격은 코로나19 팬데믹 시기인 2020년 급등하며 극심한 변동성을 보였고 2021년 11월 67,567달러의 고점을 찍은 후 2022년말 15,787달러까지 가격이 하락
 - 이더리움 역시 2021년 11월 4,718달러로 최고점을 기록한 이후 1,083달러까지 가격이 하락하여 시가총액이 크게 감소
 - 이와 같은 하락세를 거쳐 2023년 10월말부터는 반등하여 2024년 3월에는 비트코인의 가격이 7만달러를 넘기며 역사적인 최고점을 기록
- 이와 같은 가상자산 가격의 급등 현상은 비트코인 현물 ETF 승인으로 인한 가상자산 활용 확대 가능성과 기준금리 인하의 기대감, 올해 4월 비트코인의 반감기 도래로 인한 공급량 감소 등에 기인
 - 2023년 4분기 비트코인 현물 ETF의 승인을 앞두고 가상자산 거래 확대에 따른 기대감이 가격 상승에 기여했고, 실제로 미국의 비트코인 현물 ETF 거래가 시작된 이후 1분기동안 120억 달러의 순유입으로 2024년초 비트코인 가격 급등에 기여
 - 미국 연준이 2024년말 기준금리를 2023년 하반기의 5.25~5.50%보다 낮은 4.6%로 예상하면서 금리인하 가능성으로 투자심리가 개선될 수 있다는 기대감

- 또한 비트코인의 채굴 보상을 4년 주기로 절반으로 줄이는 반감기¹⁾가 2024년 4월경 도래하는데 이후 공급이 감소하므로 가격 상승이 예상
- 하지만 가상자산의 가격은 2024년 3월 고점을 기록한 이후 예상과는 달리 다소 하락세를 시현
- 이전의 반감기 때에는 가격 하락기를 거쳐 반등하는 모습이었으나 이와는 달리 이번 반감기는 직전에 이미 가격이 급상승하며 최고가를 기록했고, 최근 미국 연준의 FOMC 정례회의 결과 기준금리를 동결하며 인하에 대해 신중한 입장을 표명한 이후 하락세를 나타냄

〈그림 1〉 가상자산 시장 현황



자료: CoinMarketCap

□ 미국에서는 올해 초 오랜 논의 끝에 비트코인 현물 ETF가 승인되어 거래가 시작

- 미국 SEC는 2024년 1월 11개의 비트코인 현물 ETF 거래를 승인
 - 2013년부터 시작된 가상자산 현물 ETF에 대해 승인 신청과 거부를 반복해 오다가 10여년 만에 승인
 - 2023년 8월 법원은 가상자산 자산운용사 그레이스케일(Grayscale)이 제기한 가상자산 현물 ETP 불승인 취소 소송에서 SEC에게 선물 ETP와 현물 ETP에 대해 승인 결정을 다르게 판단한 것에 대한 합리적인 이유를 설명하라고 밝히면서 승인여부를 재검토할 것을 판결했고 SEC는 승인 결정을 유예한 끝에 결국 비트코인 현물 ETF를 승인
 - SEC 위원장은 비트코인 현물 ETF를 승인하면서도 비트코인 자체를 승인하는 것은 아니며 비트코인 및 가상자산과 연결된 금융상품의 위험에 투자 주의를 강조²⁾

1) 비트코인은 총 공급량이 2,100만개로 제한되기 때문에 채굴에 대한 비트코인 보상이 4년마다 절반으로 감소하는 반감기를 거치게 되어 공급 물량이 감소하는데, 공급 감소로 인해 가격이 상승, 실제로 4년마다 2012년, 2016년, 2020년 모두 반감기 시기 이후 가격이 급상승

2) SEC, 2024. 1. 10, Statement on the approval of spot bitcoin exchange-traded products.

— 비트코인 현물 ETF를 출시하면서 일부 운용사들은 수수료를 할인³⁾하여 가상자산 투자에 대한 관심 증대에 대응

〈표 1〉 미국에서 승인된 비트코인 현물 ETF

상품명	AUM (백만달러)	수수료	거래소
Grayscale Bitcoin Trust	18,146.8	1.5%	NYSE
iShares Bitcoin Trust	17,299.6	12개월 면제, 이후 0.25%	NASDAQ
Fidelity Wise Origin Bitcoin Fund	9,630.1	2024년 7월 31일 이후 0.25%	NYSE
ARK 21Shares Bitcoin ETF	2,738.2	6개월 면제, 이후 0.21%	NYSE
Bitwise Bitcoin ETF Trust	2,069.2	6개월 면제, 이후 0.2%	NYSE
VanEck Bitcoin Trust	588.7	0.25%	NYSE
Valkyrie Bitcoin Fund	511.2	3개월 면제, 이후 0.49%	NASDAQ
Invesco Galaxy Bitcoin ETF	423.5	6개월 면제, 이후 0.39%	NYSE
Franklin Bitcoin ETF	378.6	0.29%	NYSE
WisdomTree Bitcoin Fund	70.7	6개월 면제, 이후 0.3%	NYSE
Hashdex Bitcoin ETF	11.6	0.9%	NYSEARCA

주 : AUM은 2024년 5월 9일 기준

자료: etfdb.com, CNBC(2024. 1. 10) 참조

— 한편 비트코인 ETF와는 달리 이더리움 ETF는 5월말 승인 마감일을 앞두고 있으나 승인 가능성이 낮다는 의견⁴⁾

- 반에크, 블랙록 등 9개 자산운용사가 이더리움 현물 ETF를 신청했고 SEC는 심사중에 있으나 이더리움을 증권으로 간주하고 있어 비트코인과는 달리 승인되지 않을 것으로 예상
- 비트코인은 채굴에 기반하는 상품으로서 금이나 은과 같은 증권이 아닌 상품으로 간주하여 증권성 논란에서 벗어났지만 이더리움의 경우 SEC의 가상자산 대부분을 미등록 증권으로 분류하는 입장으로 인해 거래가 불법행위가 되기 때문에 현물 ETF 승인이 거절될 가능성이 높음⁵⁾
- 미국에서는 가상자산의 증권성 여부와 관련한 여러 소송이 진행 중으로 이 결과에 따라 향후 가상자산 투자상품의 승인 여부가 결정될 것으로 보임

□ 홍콩에서도 최근 가상자산 현물 ETF 거래를 개시했으며 비트코인뿐 아니라 미국에 앞서 이더리움 현물 ETF까지 승인하면서, 대규모 중국 자금의 유입 가능성과 글로벌 금융 중심지 지위 회복에 대한 기대감이 상승

3) CNBC, 2024. 1. 10, The spot bitcoin ETF: Here's what happens when it starts trading.

4) Reuters, 2024. 4. 26, US SEC expected to deny spot ether ETFs next month, industry sources say.

5) CNBC, 2024. 2. 14, CNBC transcript: SEC Chair Gary Gensler speaks with CNBC's "Squawk Box" today.

- 홍콩 증권선물위원회(SFC)는 4월 비트코인 및 이더리움 현물 ETF 거래를 승인하면서 아시아에서는 처음으로 가상자산 현물 ETF의 거래가 개시
 - 비트코인 및 이더리움을 기초자산으로 하는 ETF 거래가 승인되면서 이더리움 현물 ETF 상품은 세계에서는 최초로 거래
 - 홍콩에서는 이더리움에 대해 증권이 아니지만 감독 대상에 포함된 비증권 가상자산이며 개인 투자자의 투자가 가능한 대상이라고 명확하게 정의하고 있으며, 미국의 이더리움 증권성 결정 여부가 홍콩 증권선물위원회의 독립적인 결정에 영향을 미치지 않는다는 입장⁶⁾

〈표 2〉 홍콩에서 승인된 가상자산 현물 ETF

상품명	AUM(백만홍콩달러)	수수료	기초자산
ChinaAMC Bitcoin ETF	1,050	0.99%	비트코인
ChinaAMC Ether ETF	175.81		이더리움
Bosera HashKey Bitcoin ETF	472.71	0.6%	비트코인
Bosera HashKey Ether ETF	111.78		이더리움
Harvest Bitcoin Spot ETF	556.71	6개월 면제, 이후 0.3%	비트코인
Harvest Ether Spot ETF	109.2		이더리움

주 : AUM은 2024년 5월 6일 기준

자료: MorningStar 참조

- 홍콩은 코로나19 팬데믹을 겪은 이후 2022년 가상자산 시장의 중심지가 되겠다는 계획을 발표하며 글로벌 금융중심지로서 하락된 가치를 회복하기 위한 노력을 지속⁷⁾
 - 2020년 홍콩 보안법의 시행과 미·중 무역 갈등 심화로 홍콩의 글로벌 금융 중심지로서의 위상이 약화되자 회복하기 위한 다양한 대책을 모색했고, 특히, 가상자산 시장에서의 영향력 확대를 위해서도 노력
 - 중국은 2021년 9월 가상자산 거래를 금지했으나 홍콩에서는 입장을 변경하며 개인투자자들의 가상자산 투자를 허용한 법안을 도입하겠다고 밝혔고, 2023년 6월 가상자산 거래업자의 라이선스 제도를 시행하고 개인투자자의 거래를 허용
- 따라서 홍콩의 가상자산 현물 ETF 승인은 중국이 가상자산 거래를 금지하고 있는 상황에서 중국 자금 유입을 기대하며 아시아 금융 중심지로서의 입지를 회복하는 노력에 한걸음 나아갔음을 의미⁸⁾
- 하지만 현재는 홍콩의 적격투자자, 기관투자자 및 개인투자자에게만 가상자산 현물 ETF를 허용하고 중국 본토 투자자들에게는 허용하지 않고 있음

6) Coindesk, 2024. 4. 30, Press briefing with ChinaAMC executive ahead of Tuesday launch of Hong Kong spot bitcoin and ether ETFs.

7) Financial Times, 2024. 4. 30, Hong Kong joins global crypto ETF race.

8) Reuters, 2024. 4. 30, Asia's first spot bitcoin and ether ETFs make lukewarm Hong Kong debut.

□ 가상자산 현물 ETF의 출시는 가상자산의 제도권 편입의 신호로써 투자 안정성을 강화했다는 데 의의가 있으나, 발생 가능한 위험요인을 고려하는 것이 중요

- 이번 가상자산 현물 ETF의 승인으로 투자자는 가상자산을 보유하지 않아도 증권계좌를 통해 거래가 가능하며 투기적인 금융행위 및 가상자산을 악용한 금융범죄가 억제되는 효과도 기대
 - 가상자산 현물 ETF의 거래는 투자자의 투자 편의성을 높이고 가상자산에 대한 기관투자자의 투자 증가로 시장의 유동성이 향상
 - 또한 가상자산 투자상품을 판매하고 거래하는 운용사 및 거래소가 자본시장의 법적 의무를 준수해야 하므로 투자자의 안정성을 높임
- 이처럼 가상자산 현물 ETF의 출시로 가상자산 거래가 더욱 활발해질 것으로 기대할 수 있으나 가격 변동성 및 발생 가능한 위험요인에 주의할 필요
 - 기초자산이 되는 가상자산의 가격 변동성 등의 기존 위험이 확대될 수 있고 추가적인 금융, 경제적 위험이 발생할 가능성도 존재⁹⁾
 - 홍콩 증권선물위원회(SFC)는 가상자산 현물 ETF의 상품 출시를 환영하면서도 가상자산의 투기적이고 높은 변동성의 특징을 상기시키며 위험 요인을 지적¹⁰⁾

□ 미국과 중국 외에도 여러 국가에서 가상자산 현물 ETF 거래가 이뤄지고 있는 한편, 국내에서는 아직 허용되지 않으나 이에 대한 관심이 높아지고 있는 상황으로 규제를 주시할 필요

- 현재 미국, 홍콩뿐 아니라 유럽과 캐나다 등 다른 국가에서도 가상자산 현물 ETF가 거래
 - 가장 먼저 비트코인 현물 ETF가 상장되었던 캐나다와 스위스 및 독일 등의 유럽국가, 호주, 브라질 등에서도 가상자산 현물 ETF가 상장되어 거래되고 있음
 - 영국 FCA에서도 적법한 거래소에서의 가상자산 현물 ETN 승인 신청에 대해 반대하지 않겠다고 밝힌 가운데 런던증권거래소도 비트코인 및 이더리움의 ETN 상장 신청을 받을 것이라고 발표¹¹⁾
- 국내에서는 현재 자본시장법상 가상자산 현물 ETF의 발행이나 증개가 허용되지 않음
 - 국내에서도 해외 가상자산 현물 ETF의 출시로 이에 대한 관심이 증대되고 있으나, 자본시장법상 가상자산은 금융상품의 기초자산에 해당되지 않아 거래가 불가능한 상황

선임연구원 홍지연

9) 장보성, 2024, 가상자산 현물 ETF의 리스크, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2024-09호.

10) SFC, 2024. 4. 30, Speech at the listing ceremony of first bitcoin and ether spot ETFs.

11) FCA, 2024. 3. 20, FCA updates position on cryptoasset Exchange Traded Notes for professional investors.