

OPINION

선임연구위원
신보성

트럼프행정부 스테이블코인 육성책에 대한 비판적 고찰*

미국 트럼프행정부는 민간 스테이블코인을 정책적으로 육성할 것임을 천명하고 있다. 그러나 민간에 의한 스테이블코인 발행 허용은 국가가 독점력을 가져야 할 통화창출권을 민간에게 넘겨주는 것으로 심각한 부작용을 야기할 수 있다. 실제로 민간에게 통화창출이라는 특권이 주어질 경우 통화량이 큰 폭으로 늘어나고, 늘어난 통화를 매개로 과도한 부채가 집적되는 결과를 피하기 어렵다. 이는 예금통화 창출의 특권이 부여된 현대 은행제도에 의해 이미 확인된 사실이다. 이러한 점을 고려할 때, 미국의 스테이블코인 육성책을 무조건적으로 따라갈 필요는 없으며, 극히 신중한 접근을 취하는 것이 바람직하다고 판단된다.

최근 미국에서 트럼프행정부가 출범한 이후, 스테이블코인(stable coin)¹⁾ 시장을 적극 육성할 것이라는 신호를 지속적으로 발신하고 있다.²⁾ 달러표시 스테이블코인이 활성화될 경우 미 국채에 대한 수요를 늘리고, 동시에 미 달러화의 기축통화 지위를 강화할 수 있다는 판단에서다. 이러한 미국의 움직임에 힘입어, 국내에서도 스테이블코인 육성을 서둘러야 한다는 목소리가 높아지고 있다. 이 글에서는 스테이블코인 도입이 경제적으로 어떤 의미를 갖는지 살펴보고, 이를 바탕으로 정책적 시사점을 제시한다.

스테이블코인 발행과 통화량 변화

미국 의회에 제출되어 있는 스테이블코인 관련 주요 법안³⁾에 따르면, 향후 달러(USD) 표시 스테이블코인 발행업자는 코인 발행액 전부를 현금, 미국 국채, 은행 요구불예금 등 안전자산(safe asset)으로만 보유해야 한다.⁴⁾ 이러한 준비자산 규제는, 코인 소지자가 요구할 때 코인 면에 표시된 금액을

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

1) 이 글에서는 편의상 '스테이블코인'과 '코인'이라는 용어를 번갈아 사용한다. 따라서 이하에서 코인이라는 표현이 나오면 스테이블코인을 가리키는 것으로 이해하면 된다.

2) 예를 들어, 올해 1월 23일 발표된 대통령 행정조치(presidential action) 및 3월 7일 백악관에서 개최된 Crypto Summit 등을 참고하기 바란다.

3) 대표적으로 지난 2월 4일 상원에서 발의된 GENIUS Act (Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins of 2025)를 들 수 있다.

<https://www.congress.gov/119/bills/s394/BILLS-119s394is.pdf>

4) 여기서 현금과 요구불예금은 당연히 미 달러화 및 미 달러표시 예금을 뜻한다. 한편, 현금에는 연준(Federal Reserve)에 예치된 준비금도 포함된다.

신속히 현금으로 반환할 수 있도록 하기 위함이다.

스테이블코인 법안이 통과되어 준비자산 규제가 시행되면, 코인 발행업자는 안전자산 중에서 미국 국채를 선호할 개연성이 높다. 고객에게 받은 현금을 그대로 보유하거나 금리가 0%에 가까운 은행의 요구불예금에 가입하는 대신, 수익률이 높은 국채를 보유함으로써 이익을 극대화할 수 있기 때문이다.

그렇다면 스테이블코인이 발행될 때 통화량은 어떻게 될까. 이를 살펴보기 위해 코인 발행업자가 현금을 받고 준비자산으로 국채를 매입하는 경우를 생각해 보자. 코인을 발행하고 업자가 받은 현금은 국채 매도자의 손으로 넘어간다. 현금의 보유자가 코인 매입자에서 국채 매도자로 바뀌었을 뿐, 코인 발행 전과 비교해 시중에 유통되는 현금의 총량에는 변화가 없다.

그러나 코인업자가 현금을 받고 국채를 매입하는 과정에서 스테이블코인이 새롭게 발행되었다는 점에 유의할 필요가 있다. 스테이블코인은 전액 안전자산으로 뒷받침되며, 따라서 네트워크 상에서 재화를 사거나 채무를 상환하는 데 마치 현금처럼 사용될 개연성이 크다. 스테이블코인이 사실상 통화로서의 지위를 획득하는 것이다. 결국 스테이블코인이 발행될 경우, 현금 통화량에는 변화가 없지만 코인량이 늘어나면서 전체 통화량이 증가한다. 그리고 통화량 증가분은 코인 발행량과 동일하다.⁵⁾

〈그림 1〉 스테이블코인 발행에 따른 통화량 변화

$$\Delta \text{스테이블코인 발행량} = \Delta \text{통화량}$$

만약 코인업자가 코인 발행으로 받은 현금을 그대로 보관한다면 어떻게 될까. 이 경우 시중에 유통되는 현금의 총량이 줄어든다. 대신 줄어든 현금만큼 코인 발행량이 늘어난다. 늘어난 코인이 줄어든 현금을 정확히 대체하는 것이다. 그 결과 전체 통화량에는 변화가 없다. 여기서 확인할 수 있는 사실은, 코인 발행업자가 현금을 받은 후 이를 그대로 보관하지 않고 다른 자산(국채)을 매입하기 때문에 통화량이 늘어난다는 점이다.

한편, 스테이블코인의 총량은 코인업자에게 유입되는 자금량에 철저하게 의존적이다. 당연한 말이다. 이러한 점에서 ‘코인발행량=f(자금유입량)’의 관계가 성립한다(〈그림 2〉 참고).

5) 고객이 현금이 아닌 은행 예금을 코인 발행업자의 계좌로 이체하는 경우에도 논의의 결과는 달라지지 않는다.

〈그림 2〉 스테이블코인 발행 초기 (코인발행량=자금유입량)



그러나 시간이 흐르면서 상황은 반전된다. 코인 발행량이 점차 늘어나고, 동시에 코인에 대한 대중의 수용성이 높아짐에 따라 스테이블코인은 사람들의 일상생활에 깊숙이 침투한다. 이때쯤이면 스테이블코인과 현금의 차이는 사라진다. 이럴 경우 코인 발행업자는 이전처럼 유입된 현금에 의존해 국채를 매입하는 것이 아니라, 국채를 매입하고 그 대가로 코인을 발행해서 지급하는 것이 가능해진다. 스테이블코인 자체가 현금과 완전한 등가물로 수용됨에 따라, 국채 매도자는 현금이 아닌 코인을 받고도 기꺼이 국채를 넘겨주려 할 것이기 때문이다. 이제 코인업자는 자금유입이 없는 상태에서도 국채를 매입할 수 있다.

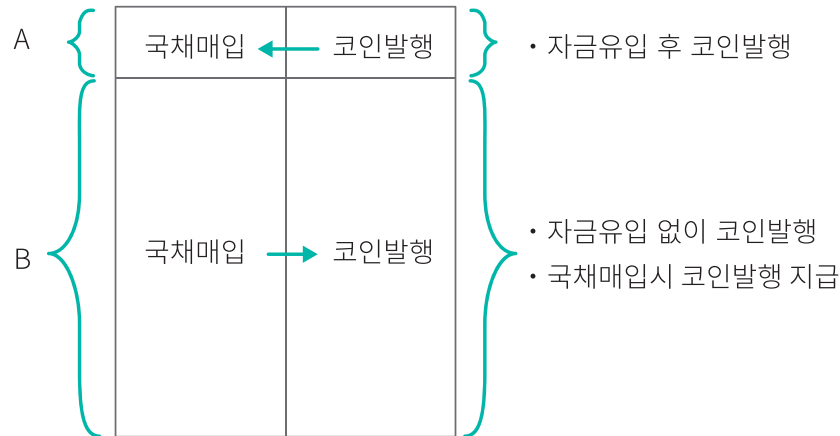
이럴 경우 어떤 일이 벌어질까. 준비자산으로 국채를 보유하면 상당한 수익이 발생한다. 2025년 3월 중순 현재 미국 국채수익률은 4%대 중반에서 형성되고 있다.⁶⁾ 반면, 발행한 코인에 대해서는 이자를 지급하지 않는다. 그리고 물리적 실체가 없는 전자적 코인의 발행이라는 점에서 코인 발행에 소요되는 여타 비용도 0에 수렴한다. 코인 발행액 전체가 이익으로 직결되는 구조다.

특히나 코인 발행 초기와 달리 이제는 훨씬 더 많은 사람들이 코인을 거리낌 없이 수용한다. 사정이 이렇다면 코인업자의 행동을 예상하기란 어렵지 않다. 자금유입을 기다릴 필요 없이 가능한 많은 코인을 허공에서 만들어낸다. 그리고 이렇게 만들어진 코인을 넘겨주고 국채를 대거 매입한다. 이것이 코인업자에게는 이익을 극대화할 수 있는 최선의 선택이다.

물론, 유입된 자금을 의존해 코인을 발행하고 국채를 매입하는 부분도 여전히 존재할 것이다(〈그림 3〉의 A). 그러나 코인업자의 유인을 고려할 때, 자금유입 없이 발행되는 코인의 양이 훨씬 많을 것임은 불문가지다(〈그림 3〉의 B). 결론적으로 스테이블코인의 사용이 보편화된 시점에서는, 자금유입에 얽매이지 않는 코인 발행이 급증하고 이에 수반하여 통화량이 큰 폭으로 늘어나는 상황을 피해 가기 어렵다고 하겠다.

6) 3개월 만기의 국채수익률이다. 이는 향후 스테이블코인 법제화가 이루어질 경우, 만기 91일 이내의 국채만 준비자산으로 인정될 가능성이 높다는 점을 반영한 것이다.

〈그림 3〉 스테이블코인 사용이 보편화된 시점 (코인발행액) 자금유입액)



시노리지: 코인 발행업자의 이익

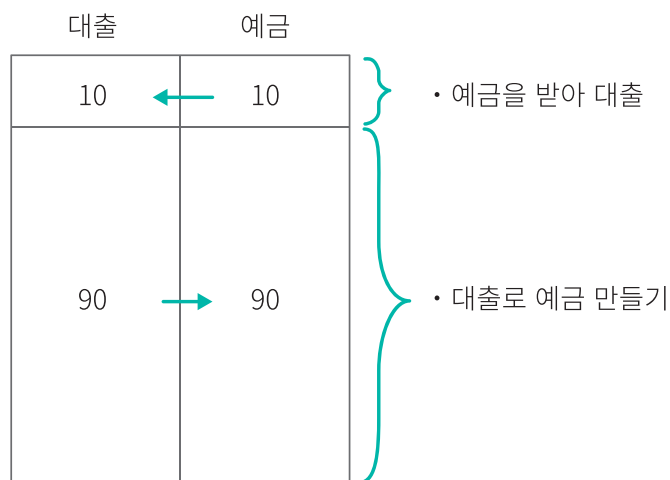
중세 왕이나 봉건영주(sovren)는 주화를 독점적으로 제조함으로써 막대한 차익을 누렸다. 예를 들어 0.1파운드의 금과 0.9파운드의 구리를 사용해 주화를 제작하고는, 그 표면에 금화1파운드라고 기재한다. 그리고 모든 상거래, 금전거래, 세금납부 시에 자신이 만든 금화만을 사용하도록 강제한다.

이제 왕과 영주는 자신이 만든 1파운드짜리 금화를 내주고 실제 가치가 금1파운드에 달하는 물건을 구입한다. 주화 제작을 독점한 탓에 앉은 자리에서 막대한 이익을 거두는 셈이다. 이러한 구조차익을 시노리지(seigniorage)라고 한다. 구조차익은 당연히 주화 제작을 독점한 왕 혹은 통치자인 세뇨르(seigneur)의 몫으로, 시노리지라는 말은 여기에서 비롯됐다.

스테이블코인은 정부 혹은 중앙은행이 발행한 현금처럼 유통되어 통화로서의 지위를 획득한다. 그렇다면 코인 발행업자는 통화를 창출할 수 있는 능력을 부여받은 것과 진배없다. 그리고 통화창출권을 가진 현대의 코인업자가 누리는 시노리지는 중세 왕이나 봉건영주를 훨씬 능가한다. 실물에 기반한 구조과정 없이 전자신호로 코인을 만들어낸다는 점에서 통화창출에 따른 비용이 거의 수반되지 않기 때문이다. 결국 스테이블코인 발행을 허용하는 것은 민간 코인업자에게 통화창출이라는 특권을 부여함으로써 막대한 시노리지를 누리게 하는 것과 다름 없다.

그런데 스테이블코인 발행업자 말고도 통화창출 특권을 가진 곳이 또 있다. 바로 은행이다. 흔히 은행은 먼저 예금을 받고 이 예금을 재원으로 대출한다고 알려져 있다. 그러나 이는 사실이 아니다. 대부분의 예금은 고객의 자금유입으로 생겨나는 것이 아니라 대출을 통해 만들어지기 때문이다 (〈그림 4〉).

〈그림 4〉 은행 예금과 대출의 관계



실제로 우리가 은행에 가서 대출을 받을 때, 은행 창구직원은 우리 명의의 예금계좌를 띄운 모니터에 대출금액을 기록하고 엔터키를 칠 뿐이다. 그리고 그 순간 대출금액만큼 예금액이 새롭게 생겨난다. 이러한 점에서 은행이 예금으로 받은 돈을 대출한다는 생각은 은행제도를 잘못 이해하는 것 (misconception)이다.⁷⁾ 대출을 통해 허공에서 예금을 창출해낸다는 점이야말로 현대 은행제도의 정수에 해당한다.

자금유입이 없는 상태에서 은행은 어떻게 대출을 통해 예금을 만들어낼 수 있을까. 오늘날 우리는 재화나 서비스를 사고 팔면서 거의 대부분 현금 대신 은행예금을 주고받는다. 은행예금이 통화의 지위를 확보한 것이다. 은행예금을 예금통화라고 부르는 동시에 통화량(money supply) 통계에 포함시키는 이유다. 은행예금이 통화로서 널리 수용된다면, 대출받는 사람은 은행으로부터 현금을 받는 것이 아니라 자신의 예금계좌에 대출금에 해당하는 숫자가 찍히는 것으로 충분히 만족한다. 대출로 생겨난 은행예금을 다른 사람 계좌로 이동시키는 것만으로 자신이 필요한 재화를 구입할 수 있기 때문이다.

결국 은행예금이 갖는 통화로서의 속성, 즉 통화성(moneyness)이야말로 대출을 통해 허공에서 예금을 만들어낼 수 있는 원천으로 작용한다.⁸⁾ 그리고 은행이 대출로 예금을 만들어내는 과정은, 앞서 설명한 스테이블코인 업자가 국채를 매입하면서 코인을 만들어내는 과정과 정확히 동일하다.

기업이 생산활동을 위해 자산을 매입하려면 먼저 자금을 조달해야 한다. 저축이 부족한 가계도 소비를 위해서는 먼저 차입을 해야 한다. 즉, 투자나 소비를 하려면 반드시 자금조달이 선행되어야 한다.

7) McLeay, M., Radia, A., Thomas, R., 2014, Money creation in the modern economy, Quarterly Bulletin (2014 Q1), Bank of England; Werner, R., 2014, Can banks individually create money out of nothing? — The theories and the empirical evidence, *International Review of Financial Analysis* 36

8) 신보성, 2024, 『부채로 만든 세상』, 이콘.

하지만 은행과 스테이블코인 발행업자는 예외다. 이들은 각각 대출(자산)을 통해 예금(부채)을 만들어 내고, 국채(자산)를 매입하고는 그 대가로 코인(부채)을 만들어 지급한다.

여기서 우리는 한 가지 중요한 사실을 확인할 수 있다. 누구든 자신의 부채가 통화로서 유통되기만 한다면, 그 사람은 자금유입 없이도 자산을 매입할 수 있다. 그리고 이 과정에서 즉각적인 이익이 발생한다. 이것이 바로 통화를 창출하는 자만이 누리는 특권, 즉 시노리지다.

민간 통화창출의 폐해

대부분의 기업은 이익을 만들어내기 위해 지난한 연구개발과 고된 생산 및 판매 노력을 경주한다. 이에 반해 통화창출을 통해 얻는 이익인 시노리지는 너무나 손쉽게 얻어진다. 이처럼 손쉬운 이익이 가능해지면, 통화창출이라는 특권을 부여받은 주체는 끊임없이 통화를 만들어내려는 강력한 유인을 가진다. 그리고 이는 역사적으로 이미 검증되었다.

실제로, 예금통화 창출의 특권을 부여받은 은행이 대출을 끊임없이 늘린 결과, 거의 모든 나라에서 민간 부채는 매년 역사적 고점을 경신하고 있다. 전 세계 경제가 과도한 부채에 짓눌린 현실은 현대 은행제도를 빼놓고는 설명하기 어렵다. 그리고 부채의 과도한 집적은 주기적 금융위기, 만성적 저성장, 경제 및 정치의 양극화 등 심각한 부작용을 초래한다.⁹⁾

민간 스테이블코인 발행업자의 등장은, 은행 말고도 통화창출권을 가진 민간업자가 추가로 생겨남을 의미한다. 당연히 은행과 코인업자 간의 시노리지 창출 경쟁이 격화되면서 통화량은 큰 폭으로 늘어나게 될 것이다.¹⁰⁾ 늘어난 통화를 매개로 부채양산이 가속화됨은 물론이다.

민간에 대한 통화창출권 부여는 윤리적으로도 옳지 않다. 과거 통화로 사용되었던 곡물, 금, 은 등의 재화는 오늘날 통화로 쓰이지 않는다. 대신 사용가치가 없는 지폐나 전자신호가 법에 의해 강제로 통화(fiat money)로 수용된다. 그 결과 사용가치가 있는 재화는 생산적인 경제 활동에 투입되어 추가적인 부가가치를 창출할 수 있게 되었다. 사용가치 있는 재화를 통화로 쓰지 않음으로써 사회 전체적으로 비용절감이라는 편익이 발생하는 것이다.¹¹⁾ 이러한 편익이야말로 시노리지가 갖는 진정한 의미라고 할 수 있다.

9) 신보성, 앞의 책.

10) GENIUS 법안 등 그 동안 제출된 입법안에 따르면, 향후 은행도 스테이블코인을 발행할 수 있도록 허용될 것이 확실시된다. 이러한 사정은 EU에서 스테이블코인을 규율하는 MiCA 규제 (Regulation on Markets in Crypto-Assets)의 경우도 마찬가지다. 그런데 이는 은행이 예금통화에 더해 코인통화까지 만들어낼 수 있음을 의미한다. 그 결과 향후 은행이 경제 내에서 갖는 지배력은 한층 강화될 전망이다.

11) Herman, D., 1980, The economic thought of Frederick Soddy, *History of Political Economy* 12(4).

한편, 사회가 누리는 비용 절감이라는 편익은 법(사회적 약속)에 의한 강제력, 그리고 사용가치가 없는 통화를 기꺼이 가치 있는 것으로 수용하는 사회적 신뢰 덕분에 가능한 것이다.¹²⁾ 결국 시노리지는 국가 공동체의 구성원이 함께 어우러져 만들어낸 것이며, 따라서 시노리지는 온전히 전 국민에게 귀속되어야 마땅하다. 민간 통화창출권 부여는, 시노리지의 상당부분¹³⁾을 전체 국민이 아닌 소수의 은행과 코인업자에게 넘겨주는, 극히 불합리할 뿐 아니라 정의롭지도 않은 것이다.

스테이블코인 허용에 신중을 기해야

미국 입장에서 달러패권 유지는 결코 양보할 수 없는 과제다. 달러가 전 세계 기축통화로 수용됨에 따라 미국이 누리는 엄청난 시노리지를 생각하면 충분히 이해가 가는 부분이다. 그러나 트럼프행정부의 주장대로 달러표시 스테이블코인이 활성화된다고 해서 달러패권이 공고해질지는 의문이다.

지난 몇 년 간 미국의 자국 우선주의는 당파를 뛰어넘어 지속적으로 강화되어 왔다. 트럼프행정부에 의한 극단적 고립주의 선언은 이러한 움직임의 연속선상에 있다. 그런데 고립주의 채택은 미 달러화의 기축통화 지위에 균열을 일으킬 가능성이 크다.

그 동안 미 달러화가 기축통화로 수용된 데는 미국의 군사력 제공이 큰 역할을 담당했다. 미국이 제공하는 군사력이라는 우산 덕분에, 전 세계에 걸쳐 안전하고 자유로운 교역 통로가 구축되었기 때문이다. 그리고 전 세계 나머지 국가는 그 대가로 미 달러를 교역을 위한 통화, 즉 기축통화로 수용한 것이다. 그러나 관세정책 및 리쇼어링(reshoring) 압박을 동원해 미국 스스로 자유무역의 통로를 차단하는 한편, 자유무역을 위한 인프라에 해당하는 군사력 제공까지 견어내고 있다. 다른 나라들이 미 달러화를 기축통화로 인정할 명분이 점차 사라지고 있는 것이다. 이러한 상황에서 달러표시 스테이블코인이 대량으로 발행될 경우, 미 달러 통화량이 늘어나는 효과를 가져오면서 달러가치가 하락할 수 있다. 그리고 달러가치 하락은 트럼프행정부의 고립주의와 결합되면서 기축통화로서의 달러 지위 약화를 가속화할 가능성을 배제하기 어렵다.

이처럼 미국의 스테이블코인 육성책이 소기의 목적을 달성할지 여부는 매우 불투명하다. 그럼에도 불구하고 미국의 움직임에 동반하여 우리나라에서도 스테이블코인을 정책적으로 육성해야 한다는 의견이 힘을 얻고 있다. 그러나 전술한 바와 같이 스테이블코인 발행 허용은 통화량 증가로 이어져 상당한 부작용을 가져올 개연성이 크다. 그리고 이러한 부작용은 민간에게 통화창출이라는 특권을 제공

12) 법에 의해 지정된 통화라고 하더라도, 사회적 신뢰가 수반되지 않을 경우 통화로서의 지위를 상실한다. 통화남발로 만성적 인플레이션을 겪는 국가의 국민들이 자국통화를 기피하는 사례가 이를 잘 보여준다.

13) 연준을 비롯한 각국 중앙은행은 본원통화(base money)의 독점적 공급자다. 그리고 본원통화 공급에 의해 중앙은행의 이익이 발생하는데, 이렇게 생겨난 이익은 전부 재정에 귀속된다. 이러한 점에서 적어도 본원통화 발행에 따른 시노리지는 전 국민에게 돌아간다고 할 수 있다. 그러나 전체 통화량에서 본원통화가 차지하는 비중은 극히 일부에 지나지 않으며, 따라서 오늘날 대부분의 시노리지는 막대한 예금통화를 창출하는 소수의 민간 은행 몫이다.

하는 데 따르는 필연적 결과다.

한 나라의 통화는 헌법적 지위를 갖는 것으로 해당 국가와 결코 분리될 수 없다. 통화의 창출 및 이와 관련한 인프라는 사법, 국방, 치안 등과 마찬가지로 주권국가가 독점적으로 제공해야 하는 공적 서비스에 해당한다는 것이다.¹⁴⁾ 이러한 점에서 통화창출권을 민간에게 부여하는 데는 극히 신중한 접근이 필요하다.

기술적 변화를 제도로 수용하는 것은 중요한 일이다. 그러나 동시에 기술 이면에 숨어 있는 경제적 원리와 그 영향을 간과해서도 안 된다. 스테이블코인이라는 기술은 새롭지만, 이와 관련한 경제원리는 오래된 것이다.¹⁵⁾ 스테이블코인의 허용은 무(ex nihilo)에서 통화를 창출하는, 또 다른 은행제도를 만드는 것에 지나지 않는다.

이러한 점을 고려할 때, 미국을 비롯한 주요국의 움직임을 무조건적으로 따라가는 것은 바람직하지 않다. 우리는 우리나라가 처한 상황에 맞는 처방을 내려야 하며, 설령 제도적 기틀 마련이 불가피할 경우에도 세심한 준비와 속도조절이 필요할 것이다.

14) Desan, C., 2015, *Making Money: Coin, Currency, and the Coming of Capitalism*, Oxford University Press; Huber, J., 2017, *Sovereign Money: Beyond Reserve Banking*, Palgrave Macmillan.

15) 이 표현은 다음의 문장을 참고한 것이다. “While the technology underlying cryptocurrencies is new, the economics is centuries old.” in Gorton, G., Zhang, J., 2023, Taming Wildcat Stablecoins, *University of Chicago Law Review* 90(3).

OPINION

선임연구위원

황세운

공매도 재개를 위한 제도개선 및 기대효과*

상장주식에 대한 공매도가 오는 3월 31일부터 재개될 예정이다. 공매도 거래가 본격화된 2000년대 이후 국내 시장에서 공매도가 전면 금지된 사례는 4차례가 있다. 2008년, 2011년, 2020년에 각각 실시된 전면금지는 대규모 위기상황에서 시장을 안정화시키기 위한 노력의 일환이었던 반면, 2023년의 전면금지는 무차입 공매도 근절을 포함한 공매도 제도개선을 목적으로 한다는 점에서 이전의 조치들과 차별화된다.

2023년 11월 공매도 전면금지 조치 이후 금융당국과 주식시장 인프라 기관들은 무차입 공매도를 차단하고 기관 및 개인투자자간의 공매도 접근성 격차를 줄일 수 있는 일련의 제도개선을 단행했다. 가장 대표적인 제도변화로 상장주식을 공매도 하려는 법인과 공매도 주문을 수탁받는 증권사에 대해 무차입 공매도 방지시스템을 갖출 것을 의무화한 것을 들 수 있다. 한국거래소가 공매도 중앙점검시스템(NSDS)을 구축했다는 점도 주목할만한 주식시장 인프라개선 사항이다. 개인투자자가 기관투자자와 동일한 상환기간(기본 90일, 최대 12개월), 담보비율(105%)을 적용받는다라는 점은 개인투자자의 공매도 접근성을 획기적으로 개선한 조치라고 평가할 수 있다.

공매도 제도는 신용거래용자가 그러하듯이 가격에 대해 중립적인 거래수단에 불과하다. 공매도를 금지한다고 해서 주가가 상승하지 않으며, 공매도를 재개한다고 해서 주가가 하락하지도 않는다. 공매도는 투자의사결정을 집행하는 도구일 뿐이며, 시장의 주가흐름을 결정하는 것은 결국 기업정보와 투자자들의 판단이다.

코로나19 팬데믹 이전부터 진행되어 온 공매도 제도개선 노력을 고려할 때, 공매도의 전면재개는 우리 자본시장의 선진화를 위해 필요한 조치라고 판단할 수 있다. 제도개선과 시장합리화를 위한 노력이 가시적으로 이루어지고 있음에도 불구하고 공매도 전면금지가 이어질 경우 우리나라의 대외신인도에도 부정적인 영향이 나타날 수 있다. 일련의 제도개선 사항들이 원하는 효과를 내고 있는지를 세세히 점검하고, 혹시라도 사각지대가 남아있는지를 살펴 이를 해소하려는 노력에 집중해야 할 것이다.

상장주식에 대한 공매도가 오는 3월 31일부터 재개될 예정이다. 국내 주식시장에서 오랫동안 강한 논쟁의 대상이 되어왔던 공매도는 2023년 11월 5일 무차입 공매도 근절을 위한 제도개선을 이유로 전면 금지되었고, 이후 약 17개월간 공매도 거래가 중단되어 왔다.

국내에서 공매도에 대한 평가는 긍정적인 평가와 부정적인 인식이 극렬히 대립되는 상황이다. 학

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

계와 업계에서는 대체로 공매도가 가지고 있는 순기능을 인정하는 의견이 주류를 이룬다. 공매도가 존 재함으로써 주가의 가격효율성이 유지되고 버블형성을 억제하며 시장유동성이 증가한다는 평가이다. 반면 개인투자자들은 공매도에 대해 부정적인 견해가 뚜렷하다. 공매도가 주가하락을 초래하고 불공 정거래에 악용될 위험성이 크다는 것이다. 공매도에 대한 견해의 차이는 결국 공매도의 필요성에 대해 대립적인 주장으로 나타났고, 유지와 금지에 대한 의견 격차가 해소되지 않은 채로 소모적인 논쟁이 계속되어 왔다.

이러한 시장상황에서 정부는 공매도에 대한 개인투자자로부터의 불신을 완화하기 위하여 지속적으로 제도개선에 집중해 왔다. 공매도 거래상황에 대한 공시기준을 마련하였고, 공매도와 관련된 불법 행위에 관한 처벌기준도 대폭 강화하여 주요 증시대비 가장 강력한 수준의 공매도 관련 불법행위 처벌이 가능해졌다. 기관 및 외국인투자자들의 전유물처럼 인식되었던 공매도에 대해 개인투자자들도 접근할 수 있도록 거래조건을 동일화하는 제도적 보완이 이루어지고 있으며, 대차잔고를 확인하여 무차입 공매도가 차단될 수 있는 시스템도 도입될 예정이다. 이에 본고는 공매도 재개에 앞서 그간 진행되어 왔던 공매도 제도개선 사항을 점검하고, 이러한 제도 개선이 시장에 어떠한 변화를 가져올 것인가에 대해 살펴보고자 한다.

국내 공매도 금지조치 경과

국내 상장주식시장에서 공매도는 금지와 재개가 반복되었던 역사를 가지고 있다. 공매도 거래가 본격화된 2000년대 이후 국내 시장에서 공매도가 전면 금지된 사례는 4차례가 관찰된다. 첫 번째는 2008년 9월 미국의 초대형 IB인 리먼 브라더스(Lehman Brothers)의 파산 직후인 2008년 10월 1일에 이루어졌다. 글로벌 금융위기의 촉발로 인해 시장이 폭락장세를 거듭함에 따라 투자자 불안을 진정시키고 시장을 안정화시키려는 목적에서 공매도 금지조치가 단행되었다. 이후 시장의 안정세가 뚜렷해지면서 시행 약 8개월만인 2009년 5월 31일 공매도 거래가 재개되었다. 두 번째 금지조치는 유럽에서 재정위기가 진행되던 2011년 8월 11일 시행되었다. 유럽 재정위기는 글로벌 금융위기에 비하여 시장 충격이 상대적으로 약했기 때문에 금지기간도 이전에 비해 길지 않았다. 시장이 빠르게 안정세를 회복하자 금지 이후 약 3개월이 지난 2011년 11월 9일에 재개되었다. 세 번째 금지조치는 코로나19 팬데믹으로 인해 시장이 폭락장세를 보였던 2020년 3월 16일에 시행되었다. 이 기간의 금지조치는 이전에 비해 더 길게 유지되었는데, 약 14개월 동안 전면금지 조치가 유지된 후 2021년 5월 3일에 공매도 거래가 재개되었다. 이전의 두 번의 금지조치들과는 대조적으로 2021년의 공매도 재개조치는 부분 재개의 형태를 가지고 있었다. 모든 종목에 대해 공매도가 재개된 것이 아니라 코스피200지수 및 코스닥150지수를 구성하는 350개 종목에 대해서만 공매도가 허용되었고 나머지 약 2,000여개 종목에 대해서는 공매도 금지조치가 유지되었다. 네 번째 공매도 전면금지조치는 전술한 바와 같이 2023년 11

월 5일 시행되었다. 2,000여개 종목에 대해서는 여전히 공매도가 금지된 상황이었기 때문에 부분적으로 허용되었던 350개 종목에 대해 다시 공매도가 금지된 것이었다. 네 번째의 공매도 전면금지 조치는 무차입 공매도 근절을 포함한 공매도 제도개선을 목적으로 한다는 점에서 이전의 세 차례 공매도 전면 금지조치와 구별된다. 이전의 공매도 전면금지조치들은 대규모 위기상황에서 투자자들을 진정시키고 시장을 안정화시키려는 목적으로 실행되었다는 공통점을 가지고 있다. 반면 2023년 11월의 공매도 금지조치는 위기상황에 대한 대응성격이 아니라 공매도 제도에 대한 강력한 제도개선 실행이라는 차원에서 이루어졌다. 관련 인프라를 구축하고 제도 개정에 상당한 시간이 필요했기 때문에 공매도 금지 기간이 약 17개월 동안 지속되어 현재까지 최장기간 공매도 전면금지 사례로 기록될 것으로 보인다.

공매도 전면금지 전후의 주요 시장개선 사항

2023년 11월 공매도 전면금지 이전의 주요 공매도 관련 제도 개선 사항으로는 공매도 잔고 공시 제도와 공매도 과열종목 지정제도를 들 수 있다. 공매도 잔고 공시제도는 주식시장에서 대규모 공매도 거래주체가 누구인지를 파악하기 위해 2016년에 도입되었다.¹⁾ 공매도 공시제도는 대규모 공매도 투자자에 대해 공매도 잔고비율에 따라 잔고공시 또는 신고의무를 부과하고 있다. 상장주식 총수 대비 공매도 순잔고비율이 0.01% 이상인 경우 잔고 보고의무가 부과되며, 그 비율이 0.5% 이상인 경우 잔고 및 매도자에 관한 사항을 공시해야 한다.²⁾ 공매도 잔고 공시제도는 공매도 거래활동 및 잔고에 관한 정보를 시장에 투명하게 공개함으로써 공매도를 남용하는 행위를 방지하기 위한 규제로 해석할 수 있다.

공매도 과열종목 지정제도는 비정상적으로 공매도가 급증하고 가격이 급락한 종목을 매 거래일 장 종료 이후 공매도 과열종목으로 지정한 후 다음 매매거래일 하루동안 공매도 거래를 제한하는 제도로써, 2017년 3월에 도입되었다.³⁾ 최초 도입시에는 전거래일 종가 대비 추가하락률, 해당 거래일의 공매도 거래비중, 직전 40거래일 평균대비 공매도 비중 등에 관한 기준을 만족시킬 경우 공매도 과열종목으로 지정되었다. 이후 2022년 7월에는 공매도 과열종목제도가 시장충격에 더 적극적으로 작동되도록 보완하기 위하여 지정요건을 완화하였다.⁴⁾ 공매도 비중이 30% 이상이면 추가하락률(3% 이상), 공매도 거래대금 증가율(2배 이상)이 다소 낮더라도 공매도 과열종목으로 지정된다. 또한 공매도 과열종목으로 지정되어 공매도가 금지된 날에 추가하락률이 5% 이상일 경우 공매도 금지기간이 다음 거래일 까지 자동으로 연장된다.

1) 금융위원회, 2013. 11. 13, 공매도 제도 개선방안, 보도자료.

2) 자본시장법 제180조의2(순보유잔고의 보고) & 제180조의3(순보유잔고의 공시), 동법 시행령 제208조의2(순보유잔고의 보고) & 제208조의3(순보유잔고의 공시)

3) 금융위원회, 2016. 11. 10, 공매도 및 공시제도 개선방안, 보도자료.

4) 금융위원회, 2022. 7. 28, 관계기관 합동 “불법공매도 적발·처벌 강화 및 공매도 관련 제도 보완방안” 발표, 보도자료; 금융위원회, 2022. 7. 28, 불법공매도 적발·처벌 강화 및 공매도 관련 제도 보완방안, 보도별첨자료.

공매도 관련 불법행위에 대한 처벌강화도 2023년 11월 이전에 이루어진 중요한 제도개선이라 볼 수 있다. 2020년 12월 이전까지는 무차입공매도와 같은 공매도 관련 불법행위에 대해 과태료만 부과할 수 있었다. 낮은 수준의 과태료만으로는 공매도 관련 불법행위에 대한 억제력을 확보하기 어렵다는 비판이 제기됨에 따라 정부는 자본시장법 개정을 통해 공매도 관련 불법행위에 대해 형사처벌하는 동시에 과징금까지 부과할 수 있도록 제도를 개정하였다. 형사처벌은 1년 이상의 유기징역 또는 이익 또는 회피한 손실액의 3배 이상 5배 이하의 벌금을 부과하는 것을 주요 내용으로 한다.⁵⁾ 과징금은 위법한 공매도 주문금액의 범위내에서 부과된다.⁶⁾ 형사처벌상의 벌금이 이익 또는 회피한 손실액을 기준으로 산정되는 것과 대조적으로 과징금은 공매도를 통한 추정이익액이 아니라 전체 공매도 거래금액을 기준으로 부과된다는 점에서 상당히 강력한 처벌이라고 평가할 수 있다.

2023년 11월 공매도 전면금지 조치 이후 금융당국과 주식시장 인프라 기관들은 무차입 공매도를 차단하고 기관 및 개인투자자간의 공매도 접근성 격차를 줄일 수 있는 일련의 제도개선을 단행했다. 가장 대표적인 제도변화로 상장주식을 공매도 하려는 법인과 공매도 주문을 수탁받는 증권사에 대해 무차입 공매도 방지시스템을 갖출 것을 의무화한 것을 들 수 있다. 2025년 3월 31일부터 한 종목이라도 공매도 순보유잔고가 0.01%(1억원 미만 제외) 또는 10억원 이상으로 보고대상에 해당하는 법인과 시장조성자 및 유동성공급자는 종목별로 공매도 잔고를 관리하고 무차입공매도를 차단할 수 있는 전산시스템을 구축해서 운영해야 한다.⁷⁾ 이를 위해 해당 법인은 임직원의 역할과 책임, 잔고관리, 공매도 내역 기록·보관(보관기간 5년 이상) 및 전산시스템 등에 관한 내부통제기준을 마련해야 한다. 해당 법인은 한국거래소(KRX)가 운영하는 공매도 중앙점검시스템(NSDS)을 통한 공매도 사후점검을 위해서 매 영업일의 종목별 잔고 정보, 대차거래정보 등을 한국거래소에 2영업일 이내에 제출해야 한다. 또한 증권사가 무차입공매도 방지조치를 확인할 수 있도록 요청하는 자료를 제출해야 하고, 전산시스템 구축 대상에 새롭게 해당하게 될 경우 이를 알려야 한다. 차입한 상장주식을 계좌에 사전입고하고 공매도 주문을 넣으로써 무차입공매도 발생 가능성이 없는 기관투자자의 경우에는 공매도 전산시스템 구축·이용 의무가 면제된다. 그리고 공매도 주문을 위탁받는 증권사는 해당 법인이 무차입공매도 방지조치를 이행했는지를 사전·12개월마다 확인해야 하며, 그 결과를 1개월 이내에 금융감독원에 보고해야 한다.

한국거래소가 공매도 중앙점검시스템을 구축했다는 점도 주목할만한 주식시장 인프라개선 사항이다. 한국거래소는 투자자들의 대차거래잔고-매매내역 간의 비교로 무차입 공매도 실행여부를 적발할 수 있는 NSDS(Naked Short-selling Detecting System)를 구축하였고, 2025년 3월 31일부터 가동할 예정이다. 2024년 6월 13일 정부의 공매도 제도개선 방안 발표 이후 한국거래소는 2024년 7월부

5) 자본시장법 제443조(벌칙) 제1항 제10호

6) 자본시장법 제429조의3(위법한 공매도에 대한 과징금) 제1항

7) 자본시장법 시행령 제208조의7(무차입공매도 방지조치) 신설

터 NSDS 개발에 착수했다. 이후 총 6개월간 시스템 개발 및 자체 테스트·연계 테스트를 완료하였다. NSDS는 기관투자자가 무차입 공매도를 자체적으로 차단하기 위하여 매도가능잔고 등을 실시간으로 관리하는 기관투자자 내부의 자체 잔고관리시스템과 연계하여 보고받은 해당 투자자의 잔고정보를 모든 매매내역과 비교함으로써 무차입 공매도를 점검하는 시스템이다.

기관투자자와 개인투자자간의 공매도 접근성 격차를 해소하기 위한 제도적 보완도 중요한 변화라고 평가할 수 있다. 2025년 3월 31일부터 차입공매도를 목적으로 상장주권의 대차거래 계약을 체결할 때 상장주권의 상환기간은 90일 이내로 제한되며, 기간을 연장하는 경우에도 총 상환기간은 12개월을 초과할 수 없다.⁸⁾ 다만, 상환기간의 종료일에 상환해야 하는 상장주권이 매매거래가 정지되는 등의 사유로 증권시장에서 해당 상장주권을 매수할 수 없는 등의 경우에는 해당 사유가 종료되는 날로부터 3영업일이 되는 날을 해당 상장주권 상환기간의 종료일이 된다. 신용공여대주의 담보비율도 기관대차와 동일한 수준으로 인하된다. 2025년 3월 31일부터 개인투자자들에게 제공되는 신용공여대주 서비스에 적용되는 담보비율이 105%로 낮아진다.⁹⁾ 이는 기관투자자들의 대차거래에 적용되는 담보비율과 동일한 수준이다. 차입주식에 대한 상환기간을 기관투자자와 개인투자자에게 동일하게 적용하고, 담보비율도 동일하게 적용함으로써 개인투자자의 공매도 접근성을 유의적으로 개선한 조치라고 평가할 수 있을 것이다.

공매도 제도개선에 대한 기대효과 및 향후 시장변화

2023년 11월의 공매도 전면금지 이후 17개월간 진행된 공매도 제도개선 및 새로운 인프라 구축작업은 그 이전부터 진행되어 온 공매도 규제강화 조치와 결합되어 주식시장에 유의적인 변화를 가져올 것으로 예상된다. 공매도 거래당사자인 기관투자자와 거래위탁기관인 증권사에 대한 잔고관리시스템 의무화는 무차입공매도 근절에 있어 가장 핵심이 되는 사안이라고 평가할 수 있다. 상장주식 대차잔고와 공매도 실행여부를 내부통제 시스템을 통해 자동적으로 제어할 수 있게 된다면 재고확인 착오로 인해 발생할 수 있는 무차입공매도를 높은 수준에서 원천적으로 차단할 수 있을 것으로 기대된다. 이와 더불어 잔고관리시스템이 한국거래소의 NSDS와 연결되어 기관투자자들의 공매도 거래와 대차잔고 관리가 정상적으로 이루어지고 있는지를 사후적으로 점검하게 된다면 기관투자자들의 대차잔고 관리가 더욱 정밀하게 이루어질 것이다.

대차거래 상환기간 및 신용공여대주 담보비율의 변경은 개인투자자들의 공매도 접근성을 개선시키고 기관투자자와 개인투자자들의 형평성 제고에 뚜렷하게 기여할 것이다. 오랜 기간 개인투자자들은 기관투자자들에 비하여 대주 상환기간과 담보비율에 있어 불리한 조건을 적용받기 때문에 제도의

8) 자본시장법 시행령 제208조의6(차입공매도를 위한 대차거래의 상환기간 등) 신설

9) 금융투자업규정 제4-25조(담보비율 등)

형평성에 문제가 있음을 주장해 왔다. 이번의 제도개선을 통해 개인투자자는 기관투자자와 동일한 상환기간(기본 90일, 최대 12개월), 담보비율(105%)을 적용받는다. 이를 통해 개인투자자는 기관투자자와 동일한 조건에서 공매도에 접근할 수 있게 되었다. 국내 개인투자자들의 뚜렷한 단기투자성향과 높은 신용거래용자 이용실적을 감안할 때 향후 개인투자자들에 의한 공매도 거래는 완만하게 증가할 수 있을 것이다. 물론 공매도에 대한 개인투자자들의 경험이 거의 없고 신용공여대주 서비스를 위한 재원 확보가 아직은 충분하다고 평가하기 어려운 한계도 있다.

주식시장에서 개인투자자들이 공매도에 대해 여전히 상당한 수준의 불신을 가지고 있다는 점은 부인하기 어렵다. 그러나 공매도 제도는 신용거래용자가 그러하듯이 가격에 대해 중립적인 거래수단에 불과하다. 공매도를 금지한다고 해서 주가가 상승하지 않으며, 공매도를 재개한다고 해서 주가가 하락하지도 않는다. 2024년 코스피시장과 코스닥시장은 공매도가 전면금지되어 있었지만 매우 부진한 주가흐름을 보였다. 코스피시장은 1월 2일 2,669.81포인트에서 12월 30일 2,399.49포인트로 연간 270.32포인트(10.1%) 하락하였다. 동일기간 코스닥시장은 878.93포인트에서 678.19포인트로 연간 200.74(22.8%) 하락하였다. 주요 아시아 시장중 최악의 성과를 보인 것이다. 이는 2023년 11월의 공매도 금지조치가 주가상승에 영향을 미치지 못하고 있음을 의미한다. 공매도는 투자의사결정을 집행하는 도구일 뿐이며, 시장의 주가흐름을 결정하는 것은 결국 기업정보와 투자자들의 판단이다. 일부 투자자들의 우려와는 달리 공매도의 전면재개는 시장에 별다른 충격을 주지 않을 가능성이 높다. 공매도의 전면금지가 시장의 유의적인 상승을 초래하지 못했음은 분명해 보인다. 그렇다면 공매도의 전면재개도 유의적인 주가하락을 가져올 이유가 없을 것이다.

대부분의 금융제도가 그러하듯 공매도 제도는 양면성을 가지고 있다. 잘 쓰면 약이 되고, 못 쓰면 독이 된다. 그러므로 단순히 공매도를 금지하는 것보다는 어떻게 하면 부정적인 측면은 최소화하고 긍정적인 측면은 최대화할 것인가를 고민하는 것이 더 합리적이다. 코로나19 팬데믹 이전부터 진행되어 온 공매도 제도개선 노력과 공매도의 순기능을 고려할 때, 공매도의 전면재개는 우리 자본시장의 선진화를 위해 필요한 조치라고 판단할 수 있다. 제도개선과 시장합리화를 위한 노력이 가시적으로 이루어지고 있음에도 불구하고 공매도 전면금지가 이어질 경우 우리나라의 대외신인도에도 부정적인 영향이 나타날 수 있다. 공매도 금지조치가 우리가 바라는 MSCI 선진국지수 편입에 제약요소가 되고 있다는 점은 익히 잘 알려진 사실이다. 공매도에 대한 소모적인 대립을 멈추고 일련의 제도개선 사항들이 원하는 효과를 내고 있는지를 세세히 점검하고, 혹시라도 사각지대가 남아있는지를 살펴 이를 해소하려는 노력에 집중해야 할 것이다.

ZOOM
-IN글로벌 금융업계의 기후변화 대응 의지
약화 흐름

- 트럼프 2기 행정부 출범과 함께 글로벌 대형 금융기업들의 국제 기후변화 대응 협의체 탈퇴 움직임이 확산되는 양상
- 이러한 글로벌 대형 금융기업들의 동시다발적 이탈 흐름은 기후변화 대응 협의체 가입의 실효성 논란과 더불어 미국 트럼프 대통령 및 공화당의 직간접적 압력에서 비롯되었다는 관측이 지배적
- 글로벌 대형 금융기업들의 기후변화 대응 역할 축소는 기후 위기에 대처하려는 세계적 노력을 약화시킬 것이라는 우려
- 글로벌 금융업계의 기후변화 대응 기조 변화에 국내에서도 유연한 대처가 필요할 것으로 판단

- 전 세계적으로 기후변화의 심각성 및 실질적인 대응의 시급성 등에 대한 공감대가 형성됨에 따라 국제사회에서는 이에 대한 사회적 책임을 촉구¹⁾
 - 2015년 12월 파리기후협정에서 지구평균온도 상승폭을 1.5℃ 아래로 억제하기 위해 노력해야 한다는 목표를 설정
 - ‘기후변화에 관한 정부간 협의체(Intergovernmental Panel on Climate Change: IPCC)’는 지구평균온도 상승폭을 1.5℃ 이내로 억제하기 위해서는 2030년까지 온실가스 배출량을 2010년 대비 45% 이상 감축해야 하고, 2050년에는 탄소중립(Net Zero Emissions)을 달성해야 한다는 과학적 근거를 제시
 - 이에 따라 주요국들은 2050년 탄소중립 달성 계획을 수립하였으며, 이를 위한 중간목표로 2030년 국가 온실가스 배출 감축목표(Nationally Determined Contribution: NDC)를 기준년도(국별로 상이) 대비 40~55% 수준으로 설정하고 단계적으로 감축 노력을 강화
- 금융업계에서도 기후변화에 따른 위기를 중대한 재무적 사안으로 인식하기 시작하면서 기후변화 대응 관련 경영활동과 더불어 탄소배출량을 공시하거나 탄소감축을 위한 서약에 동참하는 기업이 증가하였고, 국제 기후변화 대응 협의체 가입 규모 또한 급성장
 - UN 산하 연합인 ‘탄소중립 은행 연합(Net Zero Banking Alliance: NZBA)’은 2050년까지 금융 포트폴리오의 탄소중립 달성을 지원하기 위한 프레임워크와 지침 제공을 목표로 2021년 4월 출범하였으며, 2025년 3월 기준 전 세계 44개국의 134개 은행이 회원사로 가입

1) 한국은행-기후변화와 한국은행(<https://www.bok.or.kr/portal/main/contents.do?menuNo=201257>).

- ‘넷제로 자산운용사 이니셔티브(Net Zero Asset Managers Initiative: NZAMI)’는 UN 주도로 2020년 12월에 출범한 자산운용사들의 협의체로, 의결권 행사 등을 통해 2050년까지 온실가스 순배출량 제로를 달성한다는 목표를 지지
 - 2025년 1월 기준 325개의 회원사를 보유하고 있으며 이들이 운용하는 총자산은 57.5조달러에 달함

□ 그러나 최근 트럼프 2기 행정부 출범과 함께 미국 내 금융기업들의 국제 기후변화 대응 협의체 탈퇴 움직임이 확산

- 2024년 12월부터 2025년 1월까지 약 한 달 동안 미국 주요 대형 은행들이 NZBA에서 연속적으로 이탈²⁾
 - 2024년 12월 6일 골드만삭스를 필두로 웰스파고(12월 20일), 씨티그룹(12월 31일), 뱅크오브아메리카(12월 31일), 모건스탠리(2025년 1월 2일), JP모건체이스(1월 7일) 등이 순차적으로 NZBA 탈퇴를 공식화
- 2025년 1월 9일 세계 최대 자산운용사인 블랙록이 NZAMI에서 탈퇴³⁾
 - ‘기후 리스크는 투자 리스크’라는 견해를 밝히며,⁴⁾ 기후변화가 금융 시스템과 경제 전반에 중요한 리스크로 부상했다고 강조하던 블랙록의 방향 전환이라는 점에서 상당한 의미가 있는 것으로 평가

□ 미국 연방준비제도(이하 미 연준) 또한 1월 17일 ‘녹색금융을 위한 중앙은행·감독기구 간 협의체(Network of central banks and supervisors for Greening the Financial System: NGFS)’ 탈퇴를 발표하며 기후 위험 관리에 대한 접근 방식에 상당한 변화를 반영

- NGFS는 기후 및 환경 관련 금융리스크 관리를 위해 2017년 12월 설립된 협의체로서 2024년 12월 기준 90개국의 144개 회원기관 및 21개 국제기구 등이 참여
- 미 연준 이사회는 “NGFS의 업무 범위가 점점 확대돼 연준의 법적 의무 범위를 벗어나는 광범위한 문제를 다루게 됐다”며 탈퇴 이유를 설명⁵⁾
- 또한 미 연준은 JP모건체이스, 씨티그룹, 골드만삭스, 뱅크오브아메리카, 웰스파고, 모건스탠리 등 대형 은행에게 그동안 요구하던 기후 대응 관련 스트레스 테스트 자료 제출을 더 이상 요청하지 않기로 결정⁶⁾

2) Yahoo Finance, 2025. 1. 23, The six largest US banks quit the Net Zero Banking Alliance.

3) Reuters, 2025. 1. 10, BlackRock quits climate group as Wall Street lowers environmental profile.

4) BlackRock, 2020. 1, A Fundamental Reshaping of Finance.

5) FED, 2025. 1. 17, Federal Reserve Board announces it has withdrawn from the Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System(NGFS).

6) Markets Insider, 2025. 2. 6, Fed ending bank climate stress test program, Bloomberg reports.

□ 미국에 이어 캐나다, 호주, 유럽, 일본의 금융기업들도 국제 기후변화 대응 협의체를 탈퇴하거나 탈퇴를 검토

- 2025년 1월 TD은행, 몬트리올은행, 캐나다국립은행, 캐나다임페리얼상업은행, 스코샤은행 등 캐나다 5대 은행이 NZBA 탈퇴 대열에 합류하였고, 2월 호주 맥쿼리그룹이 NZBA 탈퇴를 선언하였으며, 유럽 최대 은행들 또한 NZBA 탈퇴를 검토하고 있는 것으로 조사⁷⁾
- 3월 미쓰이스미토모파이낸셜그룹(SMFG)이 NZBA에서 탈퇴를 결정하였으며, 일본 주요 은행 중 하나인 노무라 홀딩스도 탈퇴를 고려⁸⁾
 - 싱가포르, 말레이시아 등의 아시아 대형 은행들은 NZBA 잔류 의지를 표명⁹⁾한 바 있으나 일본에서 첫 탈퇴 사례가 나오면서 향후 아시아 금융기관의 국제 기후변화 대응 협의체 이탈 가능성이 확대

□ 이러한 글로벌 금융기업들의 동시다발적 국제 기후변화 대응 협의체 이탈 흐름은 연합 가입의 실효성 논란과 더불어 미국 트럼프 대통령 및 공화당의 직간접적 압력에서 비롯되었다는 관측이 지배적

- NZBA 회원 은행들이 넷제로 달성을 자체적으로 약속하는 방식으로 운영되는 점, 탄소감축을 부풀리는 그린워싱(친환경 위장 마케팅)을 시도한다는 지적 등 실효성 논란과 함께 기후변화 대응 협의체 참여 효과에 대한 의구심이 제기¹⁰⁾
- 트럼프 대통령의 에너지 및 환경 관련 공약, 기후변화에 대한 부정적인 태도 등이 부담으로 작용하면서 금융기업들이 기후변화 대응 협의체 활동 재검토를 결정한 것으로 분석
 - 트럼프 대통령은 대선 과정에서 석유·가스 등 화석연료 생산 증대, 에너지·환경 규제 완화, 그린뉴딜 정책 폐지 등을 공약했고, 취임 당일 ‘파리기후변화협정’에서 탈퇴하는 행정명령에 서명
 - 대형 은행들의 NZBA 탈퇴 행보는 트럼프의 백악관 복귀에 따라 증가하는 정치적 압력으로부터 선제적으로 자신을 보호하려는 의지를 반영한 것으로 평가¹¹⁾
- 미 공화당은 기후변화 대응 협의체에 가입한 기업들을 두고 반독점법 및 공정경쟁에 위배되는 행위라고 지적하고, 금융기관의 기후변화 대응 연합 활동을 ‘기후 카르텔’이라고 비판
 - 공화당은 은행과 자산운용사 등 주요 금융기업을 상대로 청문회를 열거나 경고 서한을 보내는 등 반(反) ESG 캠페인을 펼쳐왔으며, 2024년 12월 공화당 주도 주정부 11곳이 세계 3대 자산운용사(블랙록·벵가드·스테이트스트리트)를 반독점법 위반 혐의로 고소¹²⁾

7) Reuters, 2025. 1. 18, Top Canadian banks quit global climate coalition ahead of Trump inauguration.
Reuters, 2025. 2. 11, Australia's Macquarie joins major banks in exiting global climate coalition.
Financial Times, 2025. 1. 19, Europe's banks rethink climate collaboration as alliances struggle ahead of Davos.

8) The Japan Times, 2025. 3. 4, Japan's SMFG joins Wall Street in exiting net zero banking group.

9) The Business Times, 2025. 2. 19, Asia banks stick with net-zero group that Wall Street abandoned.

10) 국제금융센터, 2025. 1. 21, 최근 미국 대형은행들의 NZBA 탈퇴 배경 및 시사점.

11) The Straits Times, 2025. 1. 5, Wall Street's top banks abandon once-popular climate alliance as political pressure mounts.

12) 그리니엄 인텔리전스, 2025. 1. 6, 트럼프 2기 행정부 앞두고 기후목표 후퇴 가시화.

- 공화당이 주도하고 있는 미국 하원 법제사법위원회는 금융기업과 기후변화 대응 협의체가 ‘기후 카르텔’을 형성해 압력을 가하고 있다고 주장¹³⁾

□ 글로벌 대형 금융기업들의 기후변화 대응 역할 축소는 기후 위기에 대처하려는 세계적 노력을 약화시킬 것이라는 우려

- 금융기업이 포트폴리오 배출량을 파리 협약의 1.5℃ 목표에 맞춘다면, 향후 10년 이내에 지구 온난화 속도를 늦추고, 2050년까지 탄소 배출 제로라는 장기 목표를 달성하는데 중요한 역할을 할 것으로 평가¹⁴⁾
- 기후변화 대응 협의체를 탈퇴한 대부분의 금융기업들은 탈퇴 이후에도 기후 목표 이행을 지속할 것이라는 입장을 밝혔으나, 이러한 연합 이탈 행렬은 기후 위기를 해결하려는 글로벌 노력에 큰 차질을 가져올 가능성
 - 일례로 NZAMI는 블랙록이 협의체를 탈퇴한 후 성명을 통해 “최근 미국 내 상황과 지역별 규제와 고객의 기대치가 달라짐에 따라 새로운 글로벌 맥락에서 NZAMI가 목적에 부합하는지 확인하기 위한 검토에 착수한다”고 밝히며 활동 중단을 선언¹⁵⁾
- 기후변화 대응 활동은 법적 구속력이 아닌 자발적 참여를 전제하는데 대형 금융기업들의 연이은 연합 탈퇴는 다른 기업들에게 영향을 미쳐 기후변화 대응을 위한 노력 의지 상실로 이어질 소지
- 대형 금융기업들이 기후 위기 관련 정책 기조를 전환해 투자를 통한 고탄소 산업의 성장을 촉진할 경우 단순히 해당 회사의 정책 변화로 끝나지 않고 글로벌 금융권과 환경 정책 전반에 걸쳐 심각한 영향을 미칠 것으로 판단

□ 글로벌 금융업계의 기후변화 대응 기조 변화에 국내에서도 유연한 대처가 필요할 것으로 판단

- 2025년 3월 현재 NZBA에 가입한 국내 금융사는 하나금융그룹, IBK기업은행, JB금융그룹, KB금융그룹, NH농협금융그룹, 신한금융그룹, 우리금융그룹 등 7개사(3/12 조회 기준)

선임연구원 장효미

13) House Judiciary Committee, 2024. 12. 13, Sustainability Shakedown: How a Climate Cartel of Money Managers Colluded to Take Over the Board of America's Largest Energy Company.

14) Deloitte, 2024. 10. 22, 금융기관의 넷제로 달성을 위한 도전 과제 분석.

15) NZAMI, 2025. 1. 13, Update from the Net Zero Asset Managers initiative.

ZOOM
-IN

영국의 채권 발행 규제 완화 추진 및 과제

- 영국 FCA는 최근 기업들이 보다 용이하게 채권을 발행할 수 있도록 공시기준을 단일화하고 절차를 간소화하는 내용의 규제 완화를 제안
- 이와 같은 채권 발행 규제 완화 추진 배경은 소액 채권에 대한 공시 부담과 추가 발행에 대한 복잡성으로 기업들의 자본조달 기회가 제한된 데 기인
- 이번 개혁은 영국 정부가 경제 활성화를 위한 규제 완화 기초를 이어가고 있는 가운데 발표된 것으로 채권 발행 규제 완화를 통해 기업의 자본조달을 원활하게 하는 한편, 개인투자자들에게는 새로운 투자 기회가 제공될 것으로 기대
- 다만, 규제를 완화하는 동시에 투자자 보호를 보장하며 균형을 유지하는 것이 중요한 과제

□ 영국 FCA는 최근 기업들이 보다 용이하게 채권을 발행할 수 있도록 관련 규제를 완화하는 방안을 제안¹⁾

- FCA는 기업의 소액채권(low denomination bonds) 발행 시 공시 요건을 변경하고 추가적으로 채권을 발행하는 경우 절차를 간소화하는 규제 완화 방안을 발표
 - 이번 채권 발행에 관한 규제는 2024년 1월 영국 의회에서 통과된 ‘공모 및 거래소 상장 규정 (Public Offers and Admissions to Trading Regulations: POATRs, 이하 POATRs)’의 추가 변경 사항
 - 액면가 10만 유로 미만의 채권을 발행하는 경우 적용되는 공시 요건을 완화하고 후속 채권 발행 시 상장 신청 및 서류 제출 등의 절차를 간소화
- 이는 영국 정부의 경제성장 촉진 정책에 부응하는 조치로 기업들이 보다 간편하게 자본조달이 이루어질 수 있도록 지원하는 것이 목적
 - 상장된 기업들이 소규모 채권을 발행하도록 장려하여 자본을 조달하는 기업의 비용과 장벽을 낮추고, 투자자들에게는 더 많은 기회를 제공

1) FCA, 2025. 1. 31, FCA sets out further proposals to support growing business and investment opportunities: FCA, 2025. 1, Consultation on further changes to the public offers and admissions to trading regime and the UK Listing Rules.

□ 기업의 채권 발행 시 공시기준을 단일화하고 절차를 간소화하며, 개인투자자의 접근성을 높이는 것이 주요 내용

- 모든 채권 발행 시 공시에 대한 단일 공시기준(Single Disclosure Standard)을 도입
 - 현재 영국의 모집설명서 제도에 의하면 단위당 액면가 10만 유로 미만의 채권 발행 시에는 10만 유로 이상의 채권에 비해 더 추가적인 투자설명서 및 추가 재무정보를 요구하는 등 엄격한 공시 요건을 적용
 - 특히, 투자설명서에 요약문(summary)을 포함해야 하고 재무제표 및 위험 요인 등에 대한 상세한 설명이 필요
 - 이와 같은 발행 규모에 따른 이원화된 구조는 소규모 채권 발행을 저해할 수 있어 액면가 규모와 관계없이 적용되는 단일 공시기준으로 통합할 것을 제안
- 기존 규제로 개인투자자의 소액채권 접근이 어려워 단순한 구조(plain vanilla)로 설계된 ‘Non-Complex Listed Corporate Bonds’²⁾ 개념을 도입하여 개인투자자가 쉽게 이해하고 투자할 수 있도록 유도
 - Non-Complex Listed Corporate Bonds의 기준은 ① 상장기업 또는 완전 자회사가 발행 ② 고정 또는 변동금리 ③ 후순위가 아니며 무보증, 무담보, 채무조정 또는 전환 대상이 되지 않는 채권 ④ 전환사채, ABS, 파생상품 연계증권은 제외
 - FCA는 공시 및 투명성 규정(Disclosure and Transparency Rules: DTRs)³⁾을 개정하여 wholesale debt 뿐 아니라 Non-Complex Listed Corporate Bonds만을 발행하는 금융 자회사의 연간 및 반기 재무보고 의무도 면제할 것을 제안
- 추가적으로 채권을 발행하는 경우 적용되는 여러 행정적 요구사항과 승인 절차를 간소화
 - 영국의 상장 규정(UK Listing Rules)에서는 추가 발행하는 채권에 대해 별도의 상장 신청을 해야 하고 FCA의 검토 및 승인을 받아야 하며 추가 투자설명서(Supplementary Prospectus)를 제출하도록 규정
 - 이에 대해 기존 채권 발행량의 20%를 초과하는 경우 적용했던 별도의 상장 신청을 75%로 상향 조정하여 기업들이 보다 유연하게 채권의 추가 발행을 할 수 있도록 함
- PSM 신규 채권 상장 중단 및 상장세부내역서(listing particulars) 폐지
 - 상장세부내역서는 주로 LSE의 PSM(Professional Securities Market)에서 사용되는 상장문서 중 하나로 최근 몇 년 동안 채권이 주로 LSE의 주시장(main market)이나 ISM(International Securities Market)에 상장되면서 PSM에서의 상장 건수는 적은 상황⁴⁾

2) Non-Complex Listed Corporate Bonds는 EU의 MiFID II에서 도입된 개념이며, 상장되어 있고 단순한 구조를 가지며 리스크가 상대적으로 낮은 회사채로 복잡성이 높은 구조화 채권, 하이브리드 채권 등과 대비됨

3) Disclosure Guidance and Transparency Rules에는 wholesale debt만을 발행하는 기업에 대해 연간 및 반기 재무보고 의무를 면제한다는 내용을 포함하고 있음

4) 2024년 기준 주시장 2,401건, ISM 11,650건, PSM 7건

- 이에 따라 POATRs 시행 시기에 맞추어 PSM에서의 채권 신규 상장을 중단할 계획이며, 기존 PSM 상장 채권은 일정 기간 거래 유지할 수 있도록 하고, 활용도가 낮은 상장세부내역서는 폐지할 것을 제안
- 이는 영국 금융 시장의 단순화를 목표로 하며, 기업들이 보다 투명하고 신속하게 상장을 진행할 수 있도록 지원하는 조치로 FCA는 기존 상장 규정을 개편하여 불필요한 복잡성을 제거하고, 시장 접근성을 높이는 방향으로 정책을 추진할 방침

〈표〉 영국 채권 발행 규제 완화에 관한 주요 내용

항목	현행	제안
소액 채권 (Low denomination bonds) 발행	고액(10만 유로 이상) 채권과 소액(10만 유로 미만) 채권에 대한 이원화된 공시기준 적용	단일 공시기준 도입 (고액 채권 공시기준과 동일)
Non-Complex Listed Corporate Bonds 개념 도입	-	단순한 구조의 회사채를 발행하기 쉽도록 새로운 개념 도입하고 공시규정 개정
추가 채권 발행 절차	• 추가 발행(further issuance) 시 별도의 상장 신청 필요 • 추가 발행 시 FCA의 승인을 받기 위해 스폰서 지정 필요	• 추가 발행 시 별도 신청 기준 변경 • 추가 발행 시 스폰서 지정 의무제거 (단, 특정 대형 발행은 제외)
상장 세부내역서 (Listing Particulars) 폐지 및 시장 구조 개선	• 특정 증권의 상장 시 별도의 상장 세부내역서 작성 필요 • PSM에서의 신규 발행 건수가 현저히 적음	• 상장 세부내역서 폐지 • PSM에서의 신규 채권 상장 중단

자료: FCA(2025. 1) 참조

□ 이와 같은 채권 발행 규제 완화 추진 배경은 소액 채권에 대한 공시 부담과 추가 발행에 대한 복잡성으로 기업들의 자본조달 기회가 제한된 데 기인

- 영국 채권시장에서는 소액 채권에 적용되는 엄격한 공시요건에 대한 부담으로 발행이 감소
 - 차등적으로 적용되는 공시 제도로 인해 기업들은 공시 부담이 큰 10만 유로 미만의 채권 발행을 꺼리게 되면서 개인투자자의 채권 투자 기회가 제한되고, 영국 채권시장에서 소액 채권 발행이 급감하는 결과를 초래
 - 영국의 소액 채권의 발행은 지속적으로 감소하여 2008년에는 500개 가량이었던 소액 채권이 현재는 30개로 감소했고 기업들은 개인투자자보다 기관투자자들 대상으로 한 대형 채권을 선호하게 됨⁵⁾

5) Winterflood, 2025. 1. 31, Winterflood supports the FCA and increased retail access to UK bond markets.

- FCA 조사에 의하면 개인투자자를 대상으로 한 2천파운드 이하의 소액 채권 발행 비중이 2005년에는 67%였으나 2023년에는 3%에 불과했고 대부분의 채권 발행은 기관투자자들을 대상으로 이루어짐⁶⁾
 - 기존 발행된 채권을 추가 발행하는 경우 추가 발행(Further Issuance) 절차의 복잡성으로 기업에 부담으로 작용
 - 현재 영국 상장 규정에서는 기존 추가 발행 비율이 20%를 초과하는 경우, 새로운 상장 신청 절차를 거쳐야 하며, 별도의 FCA 승인 과정을 거쳐야 함
 - 이와 같은 공모 절차는 추가적인 비용과 시간이 소요되므로 기업에게 부담이 되며 특히, 중소기업에게는 더 큰 부담으로 작용
 - 이번 채권 규제 완화 방안은 자본시장의 경쟁력 제고를 위해 유연한 규제 환경이 필요하다는 논의가 활발하게 이루어지고 있는 가운데 이루어진 조치
 - 브렉시트 이후 영국은 FCA는 기존의 엄격한 규제가 경쟁력을 저하한다고 판단해 글로벌 금융 경쟁력 확보를 위한 규제 완화를 추진하고 있으며⁷⁾, 증권시장에서도 미국과 유럽의 개인투자자 접근성 확대 및 상장 절차 간소화 흐름을 반영한 개편을 진행 중
- 이번 개혁은 영국 정부가 경제 활성화를 위한 규제 완화 기조를 이어가고 있는 가운데 발표된 것으로 채권 발행 규제 완화를 통해 기업의 자본조달을 원활하게 하는 한편, 개인투자자들에게는 새로운 투자 기회가 제공될 것으로 기대
- 영국 정부는 기업 환경을 개선하고 자본시장 활성화를 위한 개혁을 꾸준히 추진해 오⁸⁾
 - 금융시장 경쟁력 강화와 기업들의 자본조달 촉진을 위해 공모 및 상장 규제를 개혁하는 등 지속적으로 복잡한 절차를 줄이기 위한 시도
 - FCA의 채권시장 규제 완화도 기업의 재정적 부담을 줄이고 보다 많은 기업들이 채권시장에서 활발하게 활동할 수 있도록 하는 데 중점을 두고 있음
 - 이번 개혁으로 기업들이 소액 채권 및 추가 발행 시 절차 간소화로 비용과 시간이 절감되고 투자자 옵션이 확대될 것으로 기대
 - 소액 채권 발행 공시 의무가 줄어들어 기업들의 보다 원활하게 이루어지고 투자자들에게도 새로운 투자 옵션이 증가할 전망
 - 또한 기업들은 기존에 발행한 채권의 추가 발행을 보다 유연하게 진행할 수 있으며, 특히, 소액 채권이나 추가 발행 절차가 간소화되면 중소기업도 보다 쉽게 시장에서 자금을 조달할 수 있을 것으로 기대

6) FCA, 2025. 1, Consultation on further changes to the public offers and admissions to trading regime and the UK Listing Rules.

7) Reuters, 2023. 12. 20, Britain proposes easing of company listing rules in wake of Brexit.

8) Financial Times, 2025. 2. 21, The UK is snipping — rather than shredding — red tape.

□ 다만, 규제를 완화하는 동시에 투자자보호를 보장하며 균형을 유지하는 것이 중요한 과제

- 규제 완화를 통해 기업의 자금조달이 용이해지는 반면, 투자자는 불충분한 공시로 충분한 정보를 얻지 못할 가능성
 - 기업의 채권 발행이 수월해질 수 있지만, 소액 채권에 대한 공시 요건 완화로 투자자들이 기업의 재무상태 및 리스크에 대한 적절한 정보를 얻지 못할 수 있으므로 투자자들이 적절한 정보를 제공받고 충분한 보호를 받을 수 있도록 FCA의 지속적인 관리와 감독이 필요
- 이번 영국 채권시장 규제 완화 계획은 기업과 투자자 모두에게 새로운 기회를 제공하는 중요한 변화로 평가되고 있는 만큼 이를 성공적으로 시행하기 위해서는 적절한 균형을 유지하며 정책을 추진하는 것이 필수적

선임연구원 홍지연