# 자본시장 현안과제:
# 밸류업, 가상자산, 소비자보호

서울대학교 경제학부
교수 최재원

# 자본시장 선진화 이슈

- 밸류업과 자본시장
  - 주주환원 및 기업지배 가설 vs. 성장동력 가설
  - 물적분할에 대한 재고: 과연 주주이익을 침해하는가?

- 가상자산시장
  - 효율적 자본배분 측면에서 규제의 (불)필요성
  - 가상자산거래, 스테이블코인, …

- 금융소비자 보호
  - 법 제정/집행으로 해결 vs. 판매자/소비자 행동유인 정렬로 해결

# 밸류업

- 코리아 디스카운트 및 저PBR 현상에 대한 재고
  - PBR에 대한 오해 (Choi, Review of Financial Studies 2013)
  - "무엇이 과연 코리아디스카운트와 PBR을 설명하는가?" (최재원 양철원 왕수봉 2024)

- 정책적 시사점
  - 주주환원 거버넌스(기업지배) **vs.** 성장동력. 둘 중 무엇이 더 중요한가?
  - 효율적 자본배분을 위하여: 주식시장 아비트라지의 부재가 문제

- 소비자보호 관련 문제들
  - 어떻게 주식 투자를 하여야 하나 (개별종목 장기투자시 유의!)

# 밸류업에 대한 일반적 인식

- 장부가대비 시장가(PBR)이 낮음
- 코리아 디스카운트라 불림
  - 한국 상장기업의 주식은 저평가 되어 있다
  - 기업의 가치(장부가)가 동일하더라도 다른 나라에 비해 주가가 낮게 평가
- 일반적 인식
  - 취약한 지배구조 및
  - 미흡한 주주환원이 코리아 디스카운트의 원인
- 자본시장 밸류업 정책
  - 대기업의 지배구조 개선과 주주환원 증대

# PBR(주가순자산비율)이란 과연 무엇인가

- PBR의 일반적 이해: 고평가/저평가의 척도
- **PBR의 정확한 이해**: 미래성장가능성의 척도. 혁신성장의 척도.
- **P**: 시가총액 = 현금흐름의 현재가
  - **미래**의 회사가치 반영 (미래 성장성)
- **B**: 순자산, 장부상 자기자본 = 회사설립시 자본금 + 자본잉여금 + 이익잉여금
  - **과거**의 투자이력 반영 (과거 성적표)
- 그럼 PBR이란? = $\frac{\textbf{미래성장}}{\textbf{과거성적}}$
- **한국 대기업** (레거시 기업?) **과거 성적은 화려하나 혁신성장이 아쉬움 (따라서 저 PBR)**
- 기업 어닝 발표때도 **장부상 어닝 보다 포워드 가이던스가 중요**

# 낮은 PBR = 디스카운트 (저평가)?

## “PBR에 속았다”…보름 만에 30% 뛴 이마트, 두달 만에 제자리로

고득관 기자 kdk@mk.co.kr

입력 : 2024-03-28 13:52:46

서울 이마트 용산점의 모습. [출처 : 연합뉴스]

국내 오프라인 유통 1위의 이마트 주가가 재차 사상 최저가를 향해 가고 있다. 잠시 이 회사 주가를 30% 가량 끌어올렸던 밸류업 프로그램의 약발은 불과 보름 정도 밖에 가지 못했다. 결국 주가순자산비율(PBR) 0.2배라는 숫자만 보고 들어간 투자자들만 큰 손실을 입게 됐다.

28일 오후 1시 현재 이마트 주가는 6만8500원으로 전고점인 지난 2일 8만8500원 대비 22.60%나 떨어졌다.

- 2024년 3월기준 이마트 PBR = 0.2
- “청산가치(장부가)가 시가총액의 5배이상”
- 과연 이마트는 저평가된 주식인가?
- 이마트의 주가는 왜 오르지 않는가?

# 낮은 PBR? 회사의 약한 펀더멘털의 지표

- "PBR이 너무 낮다"는 무슨 의미인가?
  - "PBR이 장기 평균보다 낮다. PBR은 다시 올라갈 것이다

- PBR이 다시 올라간다고 하자. 다음 둘중 하나가 반드시 미래에 일어나야 한다:
  - (1) 미래 시장가격 상승 (분자의 상승)
  - (2) 미래 장부가 감소 (분모의 감소)

- 그럼 이마트의 낮은 PBR은?
  - 미래 가격의 상승으로 이어질 것인가?
  - 미래 장부가의 감소로 이어질 것인가? (손실, 자본잠식, …)

# 이마트와 쓱닷컴 재무적투자자(FI)간의 풋옵션 계약

Invest chosun

## FI 요구에 고심하는 이마트…쓱닷컴 풋옵션 공방 장기화 예고

위상호 기자 | Edited by 이도현 부장

입력 2024.05.09 07:00 가 가

3월 사업보고서 통해 '풋옵션 실효 판단' 밝혀
FI는 GMV·IPO 조건 문제 삼으며 유효하다 대응
풋옵션 행사기 시작됐지만 이마트는 아직 잠잠
풋옵션 부인하든 인정하든 조기 회수 어려울 듯

(그래픽=윤수민 기자)

신세계그룹과 쓱닷컴 재무적투자자(FI)간 풋옵션(매수청구권)을 둔 공방이 장기화할 조짐이다. 신세계그룹 입장에선 풋옵션의 유효성을 인정하기 쉽지 않은데 이 경우 FI는 결국 법원의 판단을 구하게 될 가능성이 크다. 반대의 경우라도 FI 투자회수까지 감안하면 오랜 시간이 걸릴 수밖에 없는 상황이다.

3일 투자업계에 따르면 어피너티에쿼티파트너스, BRV캐피탈 등 쓱닷컴 FI들은 신세계그룹 측과 풋옵션의 유효성을 둔 협의를 이어가고 있다. FI들은 신세계그룹 측에 풋옵션이 유효하다는 근거와 입장을 제시하고 그에 대한 입장을 요구하는 상황이다.

신세계그룹은 두 차례에 걸쳐 FI로부터 1조원 규모의 쓱닷컴 투자금을 유치했다. FI는 2023년 사업연도 거래액(GMV) 5조1600억원, IPO 가능 요건 등을 충족하지 못할 경우 신세계그룹 측에 보유주식 전량을 팔 수 있는 권리를 확보했다.

쓱닷컴은 작년 GMV 요건을 충족했다. 지난 3월 중순 쓱닷컴 대주주인 이마트와 신세계는 사업보고서를 통해 '매수청구권이 발생하지 않는 요건을 충족함으로 판단됨에 따라 기인식한 금융부채를 제거했다', 'GMV 요건 및 IPO 가능요건이 충족되었다고 판단했다'고 밝히기도 했다.

반면 FI들은 지난 3월말 신세계그룹 측에 풋옵션이 유효하다는 의견을 제시했다. 상품권 판매 및 물품 구매 등 거래액 중복 계상을 문제 삼았다. 자문사의 분석 결과 중복 계상을 제외하면 GMV 기준을 충족하지 않는다고 봤다. IPO 조건을 두고도 증권사의 제안서를 '의견서'로 보기 어렵다고 했다.

# 코리아 디스카운트 문제: 성장동력 vs 지배구조

- **성장동력의 관점**
  - **시장가는 미래가치반영**. 반면 **장부가는 과거 회사의 투자이력을 반영**
- 고PBR회사는 미래가치가 높은 성장동력이 높은 회사
- 저PBR회사는 성장동력이 떨어진 레거시 회사
  - 대부분 국내 대기업이 성장동력의 위기

- **지배구조 및 주주환원의 관점**
  - 주주환원이 미흡하여 주가의 저평가
  - 소액주주로부터 대주주로의 부의 전이 (터널링): 부의 역전현상
- 부의 재분배관점에서는 상법개정등이 긍정적 영향이 있을 수 있음
  - 하지만 **혁신성장 기업에는 악영향 우려**

# 성장동력이론에 따른 PBR해석

- **투자기반 자산이론에 근거** (Choi RFS 2013, Carlson et al. JF 2005)
- 성장/혁신기업 (성장주)
  - 연구개발(R&D) 및 혁신성장으로 무형자산이 많고 시장가가 높음
  - 따라서 PBR이 높음 (예: AI, 바이오, …)
- 제조업 베이스의 레거시 기업 (가치주)
  - 실물자산이 많고 무형자산은 없음 (생산설비, 공장, 재고, …)
  - 고정비용지출이 높음
  - 이에 반해 성장성이 떨어져 PBR이 낮음 (예: 제조업위주 국내 대기업)
- 한국 주식시장? 제조업위주의 레거시 대기업이 시가총액 상위를 차지
  - 코리아 디스카운트의 주된 원인

# 한국은 가치주중심 시장

- 한국은 (성장동력이 떨어진) 레거시 대기업 위주의 시장임
  - 연구개발 보다는 유형자산 위주. 많은 현물투자.
  - 대형주들은 주로 제조업 위주인 산업구조
  - 예) 애플: 제조는 전부 하청. 창조적 연구개발 위주
  - 삼성전자: 수조원의 고정지출을 해야 생산을 유지할 수 있음
- 레거시기업 (속칭 가치주)들은 성장기회가 없어 PBR이 성장주에 비해 낮음
  - 따라서 **한국시장의 PBR은 성장동력이 떨어져 낮음**
- **전 세계적 성장주 투자 붐에서 가치주 위주의 시장은 자연스럽게 소외**

# 2008년 금융위기 이후 혁신성장기업의 약진

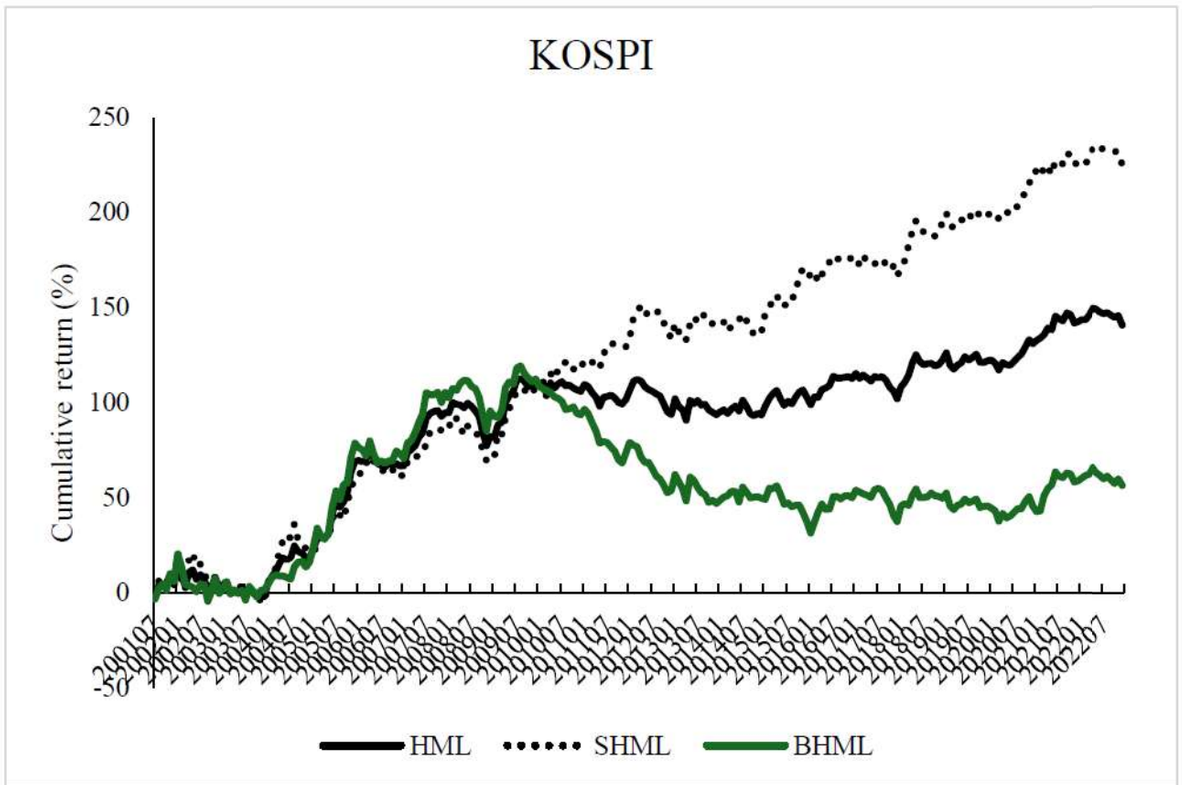
- 낮은 PBR은 전통적으로 매력적인 투자로 인식되었음 (워렌 버핏의 가치투자)
  - 가치주 프리미엄 현상이라 불림
- 하지만 한국시장은 낮은 PBR에도 불구하고 2008년 이후 주식 수익률 좋지 못했음
- 무엇이 문제인가? 가치투자 프리미엄 현상의 재조명 필요
- **2008년 이후 가치투자 프리미엄은 글로벌 주식시장에서 사라졌음**
  - 미국, 유럽, 일본, 한국, 이머징마켓 전부 사라심
- **전세계적 성장주 투자 열풍**과 연관
  - 성장주는 롱 듀레이션 자산 (예: 장기채권)
  - 낮은 금리는 롱 듀레이션 자산의 가격을 증대시킴

# 가치주투자 프리미엄 소멸 (KOSPI, 2001-2023)

<그림 1> 가치 프리미엄의 시계열 추이: 한국

본 그림은 한국 주식시장의 가치프리미엄(HML)의 시계열 추이를 보여주고 있다. SHML은 소규모 기업을 대상으로 구한 가치프리미엄을, BHML은 대규모 기업을 대상으로 구한 가치프리미엄을 나타낸다. 패널A는 유가증권시장을 대상으로 패널B는 코스닥시장이 대상이다.

패널 A. KOSPI 시장

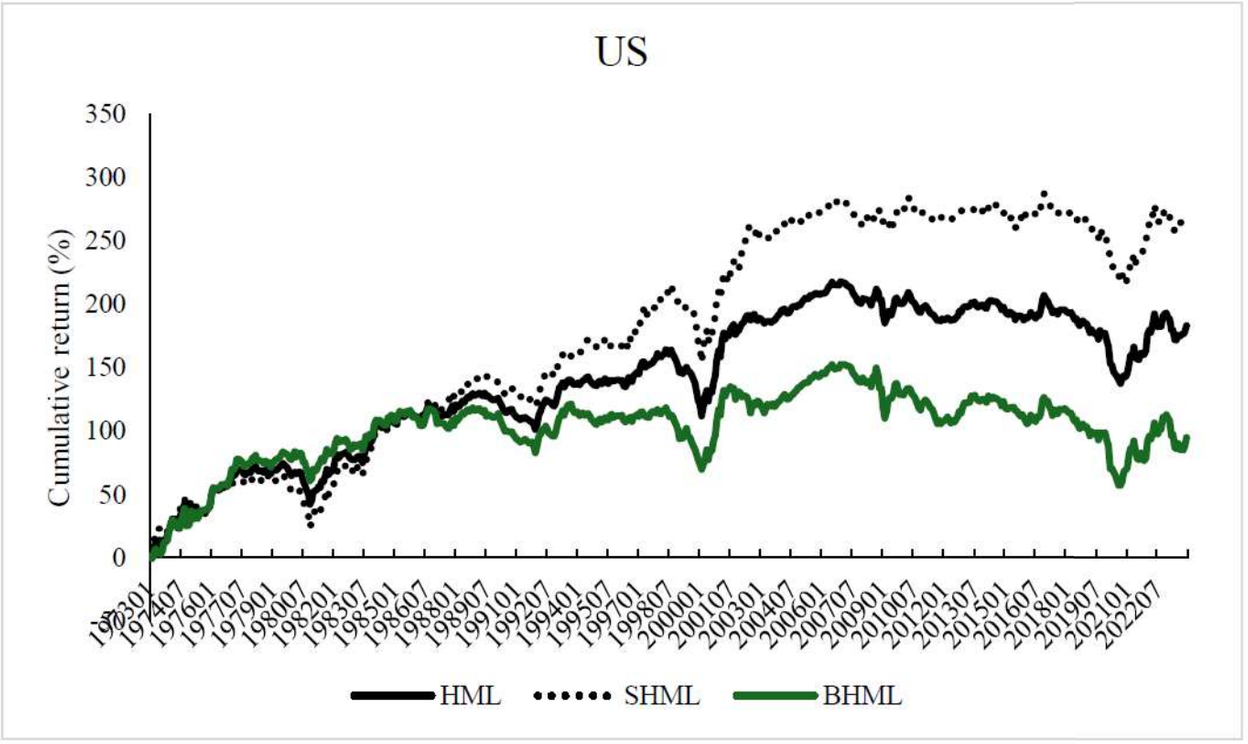


# 가치주투자 프리미엄 소멸 (US, 1973-2023)

<그림 2> 가치 프리미엄의 시계열 추이: 해외 국가들

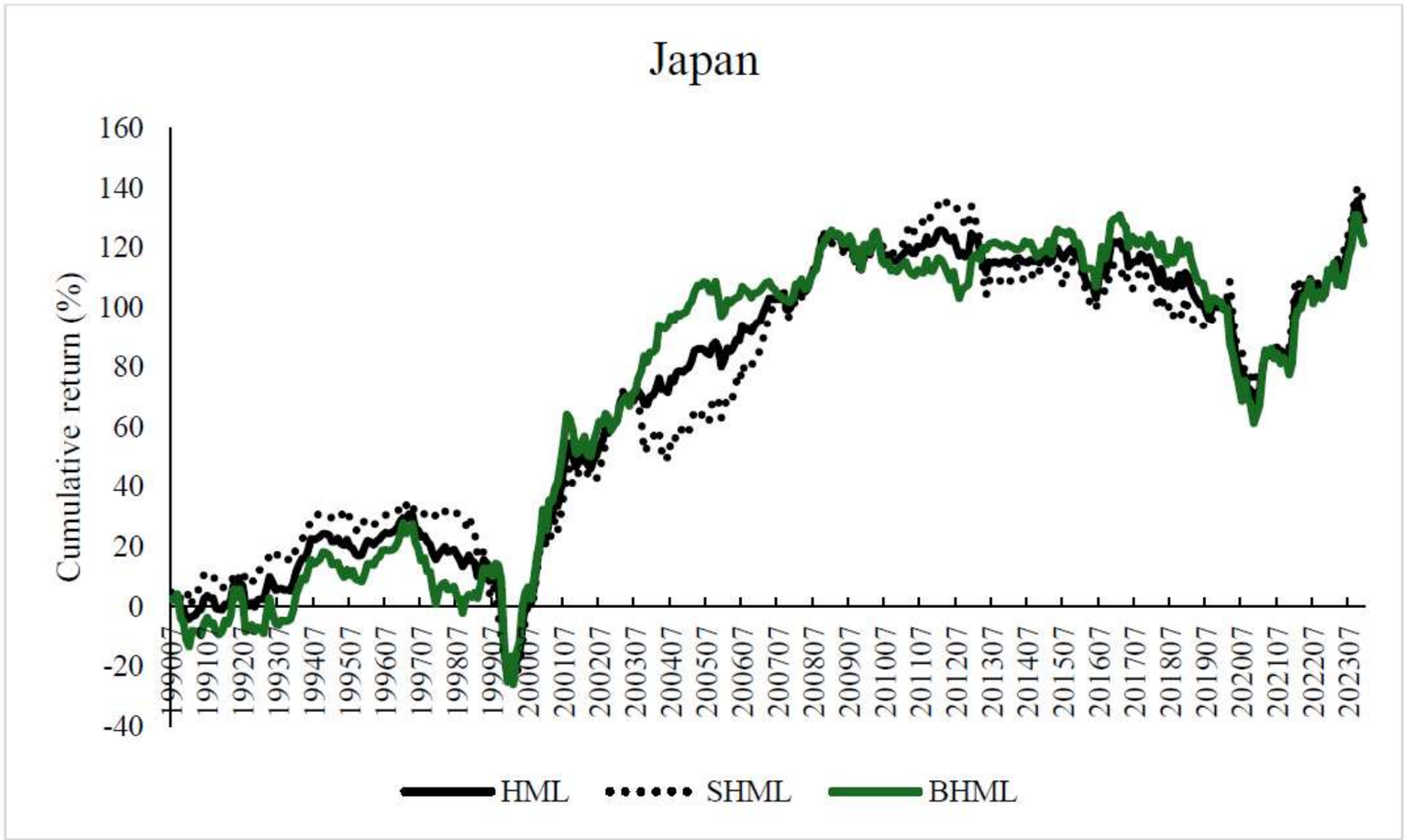
본 그림은 외국 주식시장의 가치프리미엄(HML)의 시계열 추이를 보여주고 있다. SHML은 소규모 기업을 대상으로 구한 가치프리미엄을, BHML은 대규모 기업을 대상으로 구한 가치프리미엄을 나타낸다. 패널A는 미국시장, 패널B는 미국을 제외한 선진국시장, 패널 C는 신흥국시장, 패널 D는 일본시장이다.

패널 A. 미국



# 가치주투자 프리미엄 소멸 (Japan, 2001-2023)

패널 D. 일본



# 가치주의 2010 전후 수익률 비교

본 표는 전 세계의 가치프리미엄(HML)을 전반기(2000-2010년)와 후반기(2011-2023년)으로 구분하여 보여주고 있다. 월별 가치프리미엄의 평균값과 함께 괄호안에는 t 값을 표시하였다. ***, **, *는 1%, 5%, 10% 수준에서 각각의 통계적으로 유의성을 나타낸다.

| | 2000-2010년 | 2011-2023년 | 차이 |
|---|---|---|---|
| US | 0.341 | -0.179 | 0.519 |
| | (1.27) | (-0.69) | (1.39) |
| North America | 0.366 | -0.241 | 0.607* |
| | (1.54) | (-0.94) | (1.74) |
| Developed | 0.561** | -0.155 | 0.716*** |
| | (3.26) | (-0.75) | (2.67) |
| Developed ex US | 0.714*** | 0.016 | 0.698*** |
| | (4.63) | (0.08) | (2.86) |
| Emerging | 1.261*** | 0.313* | 0.948*** |
| | (7.99) | (1.91) | (2.86) |
| Europe | 0.726*** | -0.148 | 0.874*** |
| | (3.88) | (-0.64) | (2.95) |
| Japan | 0.851*** | -0.016 | 0.867** |
| | (3.20) | (-0.07) | (2.37) |
| Asia ex Japan | 0.506* | 0.305 | 0.201 |
| | (1.84) | (1.56) | (0.61) |
| Korea | 0.762* | 0.145 | 0.618 |
| | (1.90) | (0.59) | (1.31) |

# 그럼 주주환원과 거버넌스는 PBR을 좌우하는가?

- 기존 연구 및 일반적 견해
  - **낮은 배당성향과 열악한 기업지배문제가 코리아 디스카운트의 원인이라는 인식 팽배**
  - 단점: 국가간 단순비교를 이용한 연구 결과에 기초

- 국가간 연구가 아닌 한국에서의 섹터내의 연구 필요

- 선형회귀분석을 통한 **주주환원/거버넌스 vs 성장동력 가설 비교 검증**
  - 연구결과는 다음 슬라이드

# 지배구조/배당가설보다 혁신성장가설이 데이터와 합치

패널 A. KOSPI 시장

| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Payout | −0.002 | | | | | | | −0.001 |
| | (−1.06) | | | | | | | (−0.86) |
| RnD_TA | | 16.338*** | | | | | | 13.656*** |
| | | (21.39) | | | | | | (17.00) |
| CAPEX_TA | | | 1.256*** | | | | | 0.845*** |
| | | | (9.05) | | | | | (5.84) |
| Intangible_TA | | | | 3.585*** | | | | 2.261*** |
| | | | | (11.28) | | | | (6.85) |
| PPE_TA | | | | | −0.082 | | | −0.196*** |
| | | | | | (−1.38) | | | (−3.05) |
| LnAge | | | | | | −0.194*** | | −0.148*** |
| | | | | | | (−15.53) | | (−10.91) |
| ROE | | | | | | | 0.052*** | 0.044*** |
| | | | | | | | (15.19) | (11.79) |
| Industry FE | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Year FE | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Adj. $R^2$ | 0.194 | 0.217 | 0.205 | 0.201 | 0.194 | 0.206 | 0.206 | 0.245 |
| N | 15,269 | 15,269 | 13,556 | 15,269 | 15,269 | 15,269 | 15,269 | 13,556 |

# 밸류업: 시사점

- **거버넌스/주주환원**에 집중하는 정책
  - **정의/분배의 문제해결에는 중요**
- 하지만, 주주환원/기업지배는 **밸류업에는 효과적이지 않음**
  - S&P500은 2010년 이후 세배 이상 올랐으나 KOSPI는 박스권. 유럽시장도 박스권
  - 이는 **미국 혁신 기업들의 성장에 기인**
  - **거버넌스 및 주주환원이 미국시장을 주도한 것이라 보기 어려움**
- 한국은 시장은 **성장성이 떨어진 가치주들이 PBR을 낮추고 있음**
  - 낮은 연구개발. 제조업/유형자산 위주의 레거시 기업
- **자본시장 디스카운트는 혁신기업부재가 중요한 원인**
  - 낮은 PBR은 세계적 성장주 투자 붐에서 한국시장의 소외를 가져옴
- **기업성장동력을 키워주는 정책이 밸류업에 효과적**

# 자본시장 선진화: 시장 효율화 방안

- 주식가격이 왜 펀더멘털에 따라 움직여야 하는가?
  - 실적발표 (earnings announcement)가 좋다고 하자. 주가는 왜 올라야 하는가?
  - 저평가된 주식 (예를들어 PBR<1)인 주식은 과연 주가가 올라가야 하는가?
- **아비트라지가 없는 주식시장**에서 주가가 실적발표/가격오류에 반응해야 하거나 **내재가치에 수렴해야 할 이유는 없다**
- 그럼 **언제 주가가 내재가치에 수렴하는가**?
  - **상장폐지, 적대적 인수합병**: 거래소, 사모펀드들의 역할이 중요
  - 캐쉬플로우가 지급될 때: **배당 증가가 효과가 있을 수 있음**
  - **공매도**를 통한 군중의 지혜: 기업미래에 대한 다양한 정보 반영 중요
- **상장폐지, 적대적 인수합병, 배당증가(!), 공매도**등은 모두 **자본시장을 건전하게** 하는데 도움

# 물적분할/자회사 상장에 대한 비판적 재고

Asian Review of Financial Research 36(3): August 2023
재무연구 제36권 제3호 (2023년 8월), pp.85~103
https://doi.org/10.37197/ARFR.2023.36.3.3
ISSN 1229-0351

## 물적분할은 과연 주주이익을 침해하는가?

### 자본조달비용 관점에 근거한 분석

**왕수봉** 아주대학교 경영학과 부교수
**최재원*** UIUC, 연세대학교 교수

**요약**

본 연구에서는 자본조달비용을 고려하여 물적분할 이후 자회사상장이 모기업 소액주주들의 현금흐름권에 미치는 영향을 분석한다. 지배구조관점에서 물적분할 이후 자회사상장은 지배주주의 사익추구와 모자회사의 주주 간 이해충돌을 악화시킨다는 견해가 있는데 본 연구에서는 자본조달 비용 관점에서 볼 때에 모회사 소액주주들의 재무적 이익도 존재한다는 것을 제시한다. 이를 위해2019년 이후 물적분할된 자회사가 거래소에 상장된 경우를 분석하였고 그 결과는 다음과 같다. 첫째, 공모주시장 활황기에 자회사의 상장을 통한 신주발행은 자금조달비용을 낮추어 주는 효과가 있기에 오히려 모기업 소액주주에게 이익이 될 수 있다. 반대로 자회사의 공모를 통하지 않고 모회사가 물적분할없이 주식 발행을 이용하여 같은 금액의 자금을 조달할 경우 소액주주의 지분율 희석은 훨씬 더 클 수 있다. LG화학의 예로 들면LG에너지솔루션의 공모

- 최재원 왕수봉 (2023) 연구 (LG화학/엔솔 케이스)
- **물적분할**은 자본조달비용에서 볼때 **소액주주에게 피해를 끼친 것은 아님**
- Economic intuition 경제학적 이유
  - 배터리산업은 **대규모의 자본조달**이 필요
  - LG화학은 당시 투자 자본이 필요
  - 물적분할없이는 유상증자를 통한 자본조달만 가능
  - 반면 LG엔솔을 통한 물적분할은 **당시 활황이던 공모주 시장을 통해 자본조달 비용을 낮추는 효과**가 컸음
- **물적분할 후 자회사 상장은 LG화학의 소액주주에 재무적 이익**

# 자회사 상장에 실패한 배터리회사 SK온

## 20兆 투입했는데 10분기 연속 적자… SK온, 어디서부터 꼬였나

박성우 기자

입력 2024.06.24. 17:18

SK(034730)그룹이 중복 사업을 정리하고 계열사 간 합병을 추진하는 등 대대적인 구조조정 작업에 착수했다. 구조조정의 배경에는 10분기 연속 적자를 기록 중인 배터리 회사 SK온이 있다. SK그룹은 2021년 SK온 출범 후 약 20조원을 투입했으나 '투자금 유치 차질 → 수율(정상품 비율) 안정화 지연 → 적자 지속 → 시장 침체'로 적자가 누적되면서 그 여파가 그룹 전체로 퍼지고 있다.

업계에서는 SK온이 제때 자금을 조달하지 못해 어려움이 가중된 것으로 본다. SK그룹은 전기차 배터리에 대한 시장의 관심이 높았던 2021년, 2022년에 SK온을 SK이노베이션(096770)에서 분사한 뒤 상장하거나 프리IPO(상장 전 투자유치)로 수조원대 자금을 조달하려고 했으나 투자 환경이 불확실해지면서 자금 조달 계획에 차질이 생겼다.

◇ **골든타임 놓친 상장**

2020년 LG화학(051910)의 배터리 부문이 물적분할된 LG에너지솔루션(373220)은 2022년 상장하면서 10조2000억원의 실탄을 확보했다. 뒤늦게 배터리 사업에 뛰어든 SK온도 출범 이후 상장을 준비해 왔으나 LG에너지솔루션 상장으로 '쪼개기 상장' 논란이 커지면서 차질이 생겼다. 쪼개기 상장이란 상장사가 다른 사업부를 분할해 다시 상장하는 것을 말한다. 회사는 추가 상장으로 자금을 조달할 수 있으나 기존 상장사 주주는 알짜 사업부가 사라지기 때문에 주식가치가 떨어진다며 반발한다.

김준 SK이노베이션 부회장은 지난 3월 주주총회에서 "아무리 늦어도 2028년 전에는 상장을 마무리하겠다"고 밝혔다. 당초 상장 예상 시기는 2026년 말이었는데 2년 정도 늦어진 것이다.

SK는 LG와 이른바 '배터리 소송'을 벌이면서 시간과 비용을 많이 투입했다. 배터리 소송은 2017~2019년 LG에너지솔루션(당시 LG화학) 직원들이 SK이노베이션으로 대거 이직하면서 시작됐다. LG는 SK가 조직적으로 핵심 기술을 빼갔다며 소송을 제기했고 결국 SK가 2조원을 물어주는 것으로 마무리됐다.

# 시사점: 자회사 상장이슈 및 아비트라지의 부재

- 물적분할 이후 자회사 상장은 **자본조달비용 감소효과 가져다 줌**
  - 엘지엔솔 vs. SK온
  - 자본조달은 시장의 중요한 기능 (배터리 산업의 특성상 주식시장에서 증자를 통한 자본조달이 필수)
  - **규제를 통한 자본시장 간섭이 효율적 자원분배를 방해한 경우**

- **"올바른" 시장가 형성이 중요**
  - **주식시장의 "아비트라지" 기능 회복이 중요**
  - 적대적 M&A, 상장폐지등이 활발히 일어나야함
  - 내부자 거래 철저한 단속으로 신용 회복 필요
  - 공매도 금지는 "군중의 지혜" 를 차단

# 가상자산 규제

- **가상자산거래**에 규제
  - 2024년 가상자산이용자 보호법 시행이후 제도화 하는 추세이나
  - 전반적으로 강한 규제 드라이브
  - **거래소 규제가 강함** (선물거래, 마진거래, 공매도 등 사실상 불가)

- 규제의 필요성: **소비자 보호** 및 **금융안정성** 측면에서 필요
  - **알트코인** 경우 정보비대칭성에 의한 규제 필요성 (**소비자보호**)
  - **스테이블코인** 경우 금융시장 파급효과로 규제 필요 (**금융안정성/소비자보호**)

- 비트코인 이더리움과 같은 **메이저코인의 경우 거래규제의 실익에 대한 경제학적 재고 필요**

# 규제의 경제학적 실익

- 규제 경제학의 대가 Sam Peltzman의 산업 규제 여부에 대하여
  - 이 산업의 위기가 **실물경제에 큰** 파급영향을 미칠 것인가?
  - 이 산업이 위기에 빠졌을 때 **정부가 나서서 구제를 할 필요가 있는가**?
  - **위 두 질문에 대한 답이 NO 일 경우 규제에 대한 (경제학적) 실익은 없다**
- 금융산업( 은행업 보험업 증권업 등): 규제 필요성 있음
  - 실물경제 영향 (예를들어 PF금융 사태), 은행 부실 (IMF 경제위기), 카드론 사태
- 가상자산업: 경우에 따라 다름
  - 예) 가상자산 거래소에 유동성 위기가 생길경우 (FTX 위기와 같은 경우)
  - 예) 스테이블코인 뱅크런 사태
  - 실물경제에 파급효과? 구제금융을 할 필요가 있는가?

# 거래소규제의 경제학적 타당성?

- 일반적 견해: 가상자산거래는 제로섬 게임, 경제에 도움이 되지 않는 행위 (NPV<0 인 사업)
  - 가상자산거래는 버블(폭탄) 돌리기. 전기료만 낭비
  - 수수료를 챙기는 거래소만 이득을 봄
  - (블록체인 기술 발전은 여기서 고려하지 않음)
  - 따라서 규제를 통해 거래 제한을 해야함

- 하지만 **경제학적 실익 떨어짐**
  - 후생경제학 제1정리 (Fundamental Theorem of Welfare Economics)에 따르면 시장주체들이 자발적으로 하는 행동들은 파레토 최적
  - 투자자들의 후생을 고려할 때 가상자산거래 규제는 국민후생증진에 역행함
  - 왜, 어떠한 시장 불완전성이 파레토 최적이 아님을 규명해야할 필요

# 가상자산에 대한 이성적 투자자 관점

- 가상자산 투자를 어떻게 볼 것인가
  - **내재가치가 없으나** 그것이 **시장가치가 없다는 것을 뜻하지 않음** (법정화폐 금도 마찬가지)
  - **케인즈의 미인대회** 비유
  - **Diversification 분산투자효과**를 고려할 때 나쁜투자라고 볼 수 없음
  - 버블은 올라타는 것이 최선의 선택

- 가상자산투자는 제로섬 게임인데 용인해야 하나
  - 하지만 **다른 종류의 투기성 게임/소형주 투자에 비하여 비교적 공평한 룰에 따름**

- **복권선호 (Lottery Preference) 및 투기자산에 대한 수요는 상당기간 지속할 것으로 예상**
  - 세대를 걸쳐 모든 시장에서 관측되는 현상임

# 가상자산 거래제약으로 인한 경제적 손실

- **투기성 거래에 대한 수요는 국내 거래소에서 충족되지 않음**
  - 공매도, 마진거래, 선물 파생 거래 불가
- **바이낸스 등 해외거래소로 자금 유출**
  - 주로 스테이블 코인 이용
  - 반드시 자금 세탁/해외 밀반입 수요라 볼 수 없음
  - **대부분 국내로 다시 유입되기는 하나 해외거래소에 수수료 지불**
- **법인 계좌 허용등과 더불어 국내 거래소 제약도 재고해야 할 시점**
  - 파생/선물 거래, 공매도 및 마진거래
- **경제학적 규제 원칙을 체크**한 후 고려: 실물경제에 파급효과가 있는가? 정부가 구제할 필요성이 있는가?
  - 알트코인: 소비자보호로 규제할 필요
  - 스테이블코인: 블록체인상의 MMF. 따라서 금융안정성 파급효과 예상

# 스테이블코인: 경제학적 손익과 규제필요성

- 스테이블코인을 통하여 국가채무 부담을 덜어낼 수 있는가?
  - 스테이블 코인은 일반적으로 국채를 담보로 발행
  - **스테이블코인을 통해 국채수요를 증가 시킬 수 있을 것 이라는 주장**
- **하지만 과수요가 존재하는 화폐(즉 달러)에서만 국채수요 창출** 가능
  - 스테이블코인 = MMF 즉 광의의 통화에 포함
  - 원화 스테이블 코인은 국채수요 창출 기대하기 어려움 (원화 수요가 어디선가 빠져나가야 함)
- **사실상의 MMF로 통화공급 및 은행의 기능: 금융안정성 문제로 인한 규제의 실익 존재**
- 미국 GENIUS 법안 => 달러스테이블코인 기회 (현재 법안 부결)
  - 수출기업의 달러수요를 소화해 낼 MMF발행 가능

# 주제 3: 금융 소비자보호

- 금융상품 불완전판매의 지속적 발생 원인
  - 법제도 미비?
  - 모럴해저드? (발행사, 판매사, 소비자)

- 미비한 법제도 보완
  - (+) 책임소재에 대한 불확실성 해소
  - (-) 판매자 소비자 모두 부담 증가

# 금융 소비자보호에서의 모럴해저드

- 모럴해저드 (인센티브) 문제: 여기서 모럴해저드는 경제학적 개념을 말하는 것임
  - **발행사**:
    - 발행 후 헷징 혹은 SPV구조를 취해 발행 후 **위험을 대부분 소비자에게 전가**
  - **판매사**:
    - 선수수료 취하는 구조. 마찬가지로 **판매 후 위험을 소비자에게 100% 전가**
    - 소비자와 손익공유하지 않음
  - 소비자:
    - 대형 손실이 날 경우 집단 행동

# 불완전 판매 사건에 대한 제안

- 법제도 개선을 통한 접근은 (암묵적) 거래비용의 증가를 초래

- 모럴해저드 문제로 제도의 헛점을 찾으려는 인센티브 항상 존재
  - 경제학에서 몇 안되는 진실인 법칙: 모든 규제에는 의도치 않은 결과가 있다

- 복잡한 법규정으로 인해 판매자/소비자 부담이 증가
  - 현장 목소리 (현재 행동경제학적 연구 수행중)

# 불완전 판매 사건에 대한 제안

- **모럴해저드를 줄여주는 방안 고려** (행동유인 인센티브를 변화시키는 방안)
  - 판매자/발행자는 **소비자와 손익 공유** (Skin in the game)
  - 예) 발행자: 최소 홀딩 (5%룰 등)
  - 예) 판매자: **선취 수수료가 아닌 후취 수수료**
    - 즉, 만기시 수익률에 수수료 연동
  - 예) 발행자 판매자에게 (미국에서 논의되는) Clawback **환수 조항 고려**
    - 즉 판매상품에 손실이 날 경우 금융회사의 과거 이익에서 환수하는 방식.
    - 금융회사 임원진의 성과급에서 환수
    - 이중책무 double liability 혹은 무한책무 unlimited liability
      - 1900년대초 미국금융기관에서 실제 도입

# 기업과 정부로부터 가계로 부채전이

- **고위험 상품 리스크를 사모펀드/자산운용사가 아닌 소비자들이 떠 안고 있음**
  - 고위험 상품이 안전상품과 같이 마케팅 (예: 예금처럼 보이나 조금 높은 금리제공)
  - 취약계층(노년/은퇴계층)이 고위험 상품에 자본을 조달
  - 금융회사들은 손실 및 리스크 공유없이 선취 수수료 챙김
  - **매우 불건전한 자본조달구조**

- **정부부채가 아닌 가계부채를 통한 재정정책**으로 해석 가능
  - 케인지언 정책을 정부의 **재정적자가 아닌 가계부채로** 접근하고 있음
  - **가계부실, 자산가격 상승등 부작용**
  - **정책금융이 아닌 정부의 이전지출로 접근해야**

# 제안 및 마무리

- 밀튼 프리드만:

"The role for economists is to **develop the best ideas**, and **keep them alive** in the public imagination

**until the day when the politically impossible becomes the politically inevitable**"

- 자본시장 밸류업
  - **주주환원이나 기업지배 등 규제보다는 혁신에서 밸류업**이 가능
  - 지나친 **기업지배 규제는 기업의 자금조달 능력을 해칠 수 있음**
- 가상자산거래 규제에 대한 실익도 고려
  - **알트코인이 아닌 경우 거래규제로 인한 국부 손실**
  - **스테이블코인**의 경우 **금융안정성** 고려 필요
- 소비자 보호
  - 선취 수수료가 아닌 **후취 수수료**. 발행자, 판매자, 소비자 간 **손익공유 모델 고려**.