

## 파생결합증권 위험등급 세분화에 대한 제안\*

연구위원 장근혁

파생결합증권은 다양한 기초자산과 연계되어 있으며, 손익 구조도 복잡하기 때문에 투자자들에게 상품의 위험 정보를 효과적으로 전달할 필요가 있지만, 주식이나 채권 등 다른 금융상품들과 동일한 위험등급 체계로 구분되고 있다. 또한 원금비보장 ELS, DLS는 객관적인 위험평가 기준 없이 1등급(초고위험) 또는 2등급(고위험)으로 판매되고 있어서 다양한 파생결합증권들간의 위험 비교가 어렵다. 2019년 큰 손실이 발생했던 독일금리 연계 DLS는 조기상환형 ELS보다 위험도가 크고, 같은 유형의 조기상환형 ELS들도 기초자산의 변동성이나 낙인(Knock-In)배리어 수준에 따라 위험도의 차이가 있을 수 있지만, 현재의 위험등급 체계로는 위험도 구분에 한계가 있다.

위험 관련 정보를 효과적으로 전달하고 상품별로 위험 비교가 가능하도록 파생결합증권의 위험평가 기준을 수립하고, 위험등급을 세분화하여 투자자들에게 제공할 필요가 있다. 객관적이고 일관된 위험평가 기준으로 다양한 파생결합증권들간의 위험 비교가 가능해진다면, 파생결합증권시장의 건전한 유지 및 지속적인 발전에 도움이 될 것이다.

파생결합증권을 포함한 구조화상품<sup>1)</sup>은 다양한 기초자산에 연계되어 있으며, 손익구조도 주식이나 채권 같은 전통적인 투자상품과 차이가 크고 복잡하다. 따라서 투자자들에게 파생결합증권의 위험 관련 정보를 효과적으로 전달할 필요가 있지만, 다른 상품들과 동일한 위험등급 체계로 구분되어 판매되고 있다. 2019년 큰 손실이 발생했던 독일금리 연계 DLS가 위험등급 1등급(초고위험)의 해외주식형 펀드와 비교된다면, 위험의 크기를 제대로 인식하기 어려울 수 있다. 또한 원금비보장 ELS, DLS는 객관적인 위험평가 없이 1등급(초고위험) 또는 2등급(고위험)으로 분류되어 판매되고 있다. 독일금리 연계 DLS와 주가지수 연계 ELS가 동시에 1등급(초고위험)으로 판매된다면, 투자자는 두 상품의 위험에 큰 차이를 느끼지 못하고 투자를 하는 상황이 발생할 수 있다. 위험을 과소 평가하는 것도 문제가 되지만, 위험을 과대 평가하여 상대적으로 안전한 구조도 1등급 또는 2등급으로 구분하게 되면 파생결합

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

1) 파생결합증권과 같이 미래 현금 흐름이 하나 이상의 기초자산(지수, 주식, 채권 등)에 의하여 결정되는 금융상품을 의미한다. 미국 SEC rule 434에서는 structured securities 를 다음과 같이 정의하고 있다. "securities whose cash flow characteristics depend upon one or more indices or that have embedded forwards or options or securities where an investor's investment return and the issuer's payment obligations are contingent on, or highly sensitive to, changes in the value of underlying assets, indices, interest rates or cash flows".

증권들간의 일관된 위험 비교가 어렵게 된다.

2019년 해외 금리연계 DLF의 대규모 손실 상황이 발생하면서, 파생결합증권을 포함한 복잡한 금융상품에 대한 차별화된 규제를 시행하기 위하여 금융당국에서는 2019년 12월 고난도 금융상품<sup>2)</sup>의 개념을 도입하였다. 불완전판매를 방지하고 투자자 보호를 강화하는 등 판매과정을 정비하기 위한 금융상품 구분으로 볼 수 있다. 추가적으로 실질적인 위험 관련 정보를 효과적으로 전달하고 상품별로 위험 비교가 가능하도록 파생결합증권의 위험평가 기준을 수립하고, 위험등급을 세분화하여 투자자들에게 제공할 필요가 있다. 본고에서는 조기상환형 ELS와 독일금리 연계 DLS 예제에 대하여 위험을 비교해 보면서 파생결합증권 위험등급 체계의 개선을 제안하려고 한다.

### C-VaR(Conditional Value At Risk)를 이용한 ELS, DLS의 위험 비교

ELS는 국내 파생결합증권 시장에서 가장 큰 비중을 차지하고 있으며<sup>3)</sup>, 조기상환형 step-down 구조가 ELS의 주류를 이루고 있다. 세부 조건에 따라 다를 수 있지만, 기초자산 변동성과 낙인(Knock-In)배리어 수준에 따라 조기상환형 ELS들간의 투자 위험 차이가 클 수 있다. 과거 5년 기간의 변동성을 추정하여 변동성이 낮은 기초자산 조합(S&P500과 KOSPI200)과 변동성이 높은 기초자산 조합(HSCEI와 EUROSTOXX50)을 사용하고, 낙인배리어는 각각 60%와 50%를 적용하여 구성된 4종류의 ELS에 대하여 위험도를 비교해 보려고 한다.

금융상품의 시장위험을 측정할 때 일반적으로 VaR(Value at Risk) 또는 C-VaR(Conditional Value at Risk) 개념이 사용된다.<sup>4)</sup> C-VaR는 임계치 이상의 손실이 발생하는 구간에서 평균 손실발생 규모를 나타내며, 조기상환형 ELS와 같은 꼬리위험(tail risk)이 큰 금융상품의 위험 측정 용도로 VaR보다 유용하게 사용될 수 있다. 예시로 구성된 4종류 ELS 각각에 대하여 추정된 변동성과 상관관계를 사용하여 실현수익률을 가상으로 계산하고 실현수익률을 기준<sup>5)</sup>으로 하위 5%의 평균 손실률을 계산하여 C-VaR를 산출하였다. <그림 1>은 기초자산으로 HSCEI와 EUROSTOXX50 지수를 사용하고 낙인배리어가 60%인 ELS의 가상 실현수익률 분포이다. 점선 왼쪽에 해당하는 손실률(-수익률)의 평균을 계산하여 C-VaR가 산출된다. C-VaR가 클수록 위험도가 높다고 해석할 수 있다.

2) 고난도 금융상품의 판단기준으로 2가지 조건을 제시하였다. 첫째 조건은 파생상품 내재 등 가치평가방법 등에 대한 투자자의 이해가 어려운 상품, 둘째 조건은 최대 원금손실 가능비율이 20%를 초과하는 상품이다.  
 3) 2019년말 파생결합증권 잔액은 108.3조원이며 ELS가 48.3조원으로 가장 큰 비중을 차지하고 있다. 그 외에 DLS는 16.1조원, 원금보장 구조인 ELB 및 DLB는 43.9조원이다.  
 4) 발행사의 신용위험은 분석에서 제외하였고 시장위험만을 반영하였다. VaR 및 C-VaR의 설명은 Hull, J.C., Options, Futures, and Other Derivatives, 9th edition, Chapter 22 참고.  
 5) 보통 투자 기간을 정하고(예를 들면 10일 등) 그 기간 동안의 손실 가능성을 반영한 C-VaR 또는 VaR를 산출하여 위험을 측정하지만, 본고에서는 상품의 종료까지(6개월~3년)의 실현수익률을 기준으로 C-VaR를 산출하여 비교하였다.

〈표 1〉은 예시로 구성된 ELS들의 C-VaR 산출 결과를 나타내는데, 변동성이 높은 지수로 구성된 ELS들의 C-VaR가 더 크며, 위험도가 높다고 볼 수 있다. 낙인배리어가 50%인 구조는 60%인 구조에 비하여 낙인으로 인한 손실 가능성이 작아지면서, C-VaR가 작게 산출되는데, 특히 변동성이 낮은 기초자산으로 구성된 경우에 낙인배리어가 작아지면서 C-VaR가 크게 감소하고 위험도가 낮아진다. 4종류 ELS는 조건에 따라 위험도가 다르지만, 객관적 기준 없이 1등급(초고위험) 또는 2등급(고위험)으로 구분하는 체계에서<sup>6)</sup> 투자자들은 위험도 차이를 구분하기 어렵다.

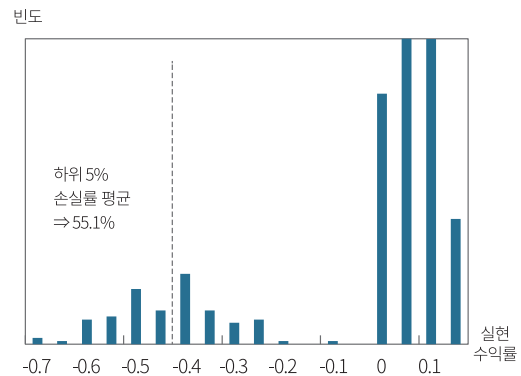
2019년 대규모 손실이 발생한 독일금리 연계 DLS도 C-VaR 개념을 적용하여 조기상환형 ELS와 위험도를 비교해 볼 수 있다. 높은 레버리지로 인하여 손실구간에서 손실 규모가 워낙 크기 때문에 DLS의 C-VaR를 산출해 보면<sup>7)</sup>, 90% 정도 수준이며 조기상환형 ELS에 비하여 위험도가 상당히 높다.

〈표 1〉 C-VaR (95% 신뢰수준)

(단위: %)

기초자산	낙인배리어 60%	낙인배리어 50%
KOSPI200, S&P500 (낮은 변동성)	18	3.1
HSCEI, EUROSTOXX50 (높은 변동성)	55.1	49.7

〈그림 1〉 ELS 실현수익률 분포(HSCEI, Eurostoxx50, 낙인배리어 60%)



주 : 1) C-VaR 산출에 사용된 지수의 수익률과 상관관계는 주간 수익률을 사용하여 추정, 기간은 2015년 1월~2019년 12월, 산출된 변동성 크기는 S&P500<KOSPI200<EUROSTOXX50<HSCEI 순서이다.  
 2) ELS 조건은 다음과 같다. 만기 3년, 6개월마다 조기상환 결정, 조기상환 행사가격 90%, 조건을 단순화하여 낙인 관찰은 조기상환조건 결정일만 적용  
 자료: Bloomberg, 자본시장연구원

**유럽의 구조화상품 위험등급 평가 및 공시 사례**

EDG(European Derivatives Group)는 다양한 구조화상품의 위험등급(Risk Classification)을 부여하며, 금융상품의 기본 정보와 함께 위험등급을 제공하고 주기적으로 위험등급을 평가하여 조정한다. 기초지수의 변동성, 핵심투자설명서(Key Information Document) 등을 종합적으로 고려하며, 객관적인 위험지표인 VaR(Value at Risk)를 산출하여 시장위험을 계량화하고 금융상품의 위험등급을 분류한다. 〈그림 2〉의 예시를 보면, 금융상품의 기본 정보로 ISIN코드, 발행회사, 상품유형(Product

6) 일부 증권사등에서는 낙인배리어 수준, 손실 발생구간에서 레버리지 수준, 외화표시 여부에 따라 1등급(초고위험)과 2등급(고위험)을 구분하기도 한다.  
 7) 과거 금리 변화의 변동성을 반영하여 실현수익률을 계산하고 C-VaR를 산출하였다.

type), 기초자산 및 세부 조건(행사가격, 배리어 등) 등을 제공한다. 추가로 VaR를 활용하여 1~5등급의 위험등급(높을수록 위험)을 부여하고 위험 세부사항(Risk Details)을 제공하고 있다. 위험등급 외에도 EDG는 구조화상품을 대상으로 수수료, 유동성, 발행회사의 신용등급을 종합적으로 반영하여 1~5등급으로 구분한 품질평가등급(Product Assessment)도 제공하고 있다.

〈그림 2〉 구조화상품의 정보와 위험등급 및 세부사항 예시

**Produktdetails für DE000CY9C2B3**

ISIN	DE000CY9C2B3	Produkttyp	Bonus-capped
WKN	CY9C2B	Basiswert	Zurich Insurance Group
Emittent	Citigroup	Laufzeit	20.12.2018
		Barriere	235
		Strike	314.5
<a href="#">Weitere Produktinformationen</a>		Cap	314.5

← 기본정보: Product Type, 기초자산, 만기, 배리어, 행사가격, Cap 정보

---

**Risikoklasse 3**

← 위험등급(Risk Class): 3 (1~5등급, 높을수록 위험)

---

**Risikodetails zum 18.12.2017**

	10 Tage	250 Tage
Value at Risk	868.24	3,838.27
Kursrisiko	833.56	4,178.81
Zinsrisiko	23.00	38.48
Währungsrisiko	240.07	1,063.43
Bonitätsrisiko	-11.48	-42.60
Volatilitätsrisiko	267.02	1,386.06
Zeitwerteffekt	49.97	718.91
Diversifikationseffekt	533.90	3,504.82

← <Risk Details on 18.12.2017> VaR 및 VaR를 위험요인별로 분해하여 표시. rate risk, interest rate risk, currency risk, credit risk, volatility risk, time value effect, diversification effect

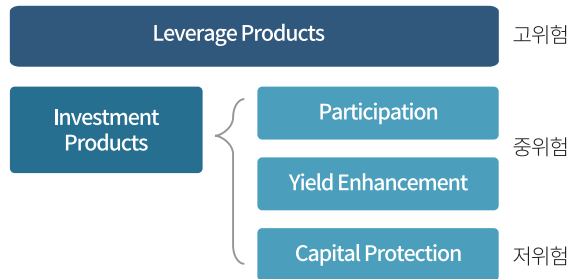
[Erläuterungen finden sie hier](#)

자료: EDG

〈그림 3〉은 유럽 상장 구조화상품들의 분류 체계를 나타낸 그림이다. 유럽 구조화상품협회(European Structured Investment Products Association: EUSIPA)는 위험정도에 따라 크게 투자 상품(Investment Products)과 위험도가 높은 레버리지 상품(Leverage Products)으로 구분하고 있다. 투자상품은 원금보장 여부와 투자 특성에 따라 원금보장형(Capital Protection), 수익률 추구형(Yield Enhancement), 참여형(Participation)으로 구분되며 레버리지 상품도 몇 가지 유형으로 구분된다. 각각의 유형에서 세부 구조별로 상품명을 정의하고 상품의 특징을 요약하여 추가로 제공하고 있다.<sup>8)</sup> 특히 위험도가 큰 레버리지 상품들은 상품명 요약 부분에 투자금 전액 손실 가능성을 언급하고 있다. 2019년 대규모 손실이 발생했던 독일금리 연계 DLS는 레버리지 상품에 해당된다고 볼 수 있으며, 조기상환형 ELS는 레버리지 상품보다 위험도가 낮은 수익률 추구형(Yield Enhancement) 유형의 상품 중 하나와 비슷한 구조이다.

8) [https://eusipa.org/wp-content/uploads/European\\_map\\_20160530\\_2016.pdf](https://eusipa.org/wp-content/uploads/European_map_20160530_2016.pdf)

〈그림 3〉 유럽 상장 구조화상품 분류 체계



자료: EUSIPA

**맺음말**

주식이나 채권 등 전통적인 투자상품과 달리 파생결합증권의 손익구조는 복잡하고 다양하기 때문에 상품의 위험도를 비교하기가 쉽지 않다. ELS, DLS는 객관적인 기준 없이 1등급 또는 2등급으로 구분되는 현재의 위험등급 구분 방식으로는 다양한 파생결합증권의 위험도 차이를 구분하기 어렵다. 이를 보완하기 위해서 투자자들에게 위험 관련 정보를 효과적으로 전달할 수 있도록 객관적이고 일관된 위험평가 기준을 수립하고 위험등급을 세분화할 필요가 있다.<sup>9)</sup> 예시로 C-VaR를 산출하여 조기상환형 ELS들의 위험을 비교해 보면, 기초자산의 변동성이 크고 낙인배리어가 높을수록 위험도가 증가하였다. 독일금리 연계 DLS는 조기상환형 ELS보다 위험도가 상당히 큰 구조임을 확인할 수 있었다.

추가적으로 위험등급 등 위험 관련 정보를 손쉽게 비교할 수 있는 공시체계가 필요하다. 현재 금융투자협회 청약정보 비교공시 사이트에서 파생결합증권의 발행회사(신용등급 포함), 상품명, 기초자산, 발행일, 만기일, 제시수익률, 간단한 상품 구조 등의 정보를 제공<sup>10)</sup>하고 있다. 파생결합증권의 위험등급을 세분화하여 앞의 공시 사이트에서 제공하는 방식도 고려해 볼 수 있다. 객관적이고 일관된 위험평가 기준으로 다양한 파생결합증권간의 위험 비교가 가능해진다면, 파생결합증권시장의 건전한 유지 및 지속적인 발전에 도움이 될 것으로 생각된다.

9) 위험평가는 ETN(Exchange Traded Note) 등 구조화상품들 전체 영역에 일관되게 적용되어야 한다. 현재 ETN은 원금보장 또는 손실 제한구조 외에는 1등급(초고위험)으로 구분되고 있다.  
 10) 금융투자협회 청약정보 비교공시 사이트에서 공모 파생결합증권 대상으로 정보를 제공하고 있다. 간이투자설명서에 현재 체계의 위험등급이 제공되지만, 사이트에서 간이투자설명서를 열어서 읽어봐야 하는 과정이 필요하다. 간이투자설명서에 과거 성과 시뮬레이션 결과도 제공하지만, 실현수익률의 구간별 빈도만 제시하므로 위험에 대한 이해나 비교가 어렵다.

## 국내투자자의 해외주식투자 편향도 점검\*

연구위원 김한수

본고에서는 지역별 자산배분 효율성의 측면에서 국내투자자의 지역별 해외주식투자 편향을 살펴 보았다. 국내투자자의 해외주식투자는 최근 대미 주식투자가 크게 확대되는 등 주요 선진국을 중심으로 크게 확대되어 사상 최대치를 기록하고 있다. 그러나 이론적 최적 자산배분과의 괴리 측면에서 측정한 국내투자자의 투자대상 지역별 해외주식투자 편향도는 여전히 매우 높은 수준이다. 특히 국내투자자는 우리나라 총 해외주식투자 잔액의 절반을 차지하고 있는 미국에 대해서도 높은 수준의 과소투자 편향을 보이고 있으며, 베트남을 제외한 대부분 주요 투자대상국에 대해 매우 높은 수준의 과소투자 편향을 보이고 있다. 또한 국내투자자의 전반적인 해외주식투자 편향도를 나타내고 있는 모국투자 편향 측정치는 여전히 주요국 대비 매우 높은 수준으로 나타나고 있다. 이러한 결과는 국내투자자가 최근 해외주식투자의 빠른 성장세에도 불구하고 여전히 해외주식투자에 따른 이점을 십분 활용하지 못하고 있음을 시사하고 있다. 그러나 이는 한편으로 국내투자자에게 여전히 해외주식투자 확대를 통한 위험조정 수익률 제고의 기회가 존재하고 있음을 의미한다. 이에 향후 국내투자자는 국제적 위험분산 측면에서의 주요 변수에 대한 충분한 고려를 통해 지역별 해외주식투자 자산배분 효율성 제고를 지향해야 할 것으로 판단된다.

국내투자자의 해외주식투자는 최근 빠른 성장세를 보이고 있다. 저금리 기조 및 국내 주식시장의 정체 등으로 해외주식에 대한 전반적인 관심이 확대되고 있으며, 국내 연기금의 성장으로 인한 공공부문의 해외주식투자 수요 또한 크게 확대되고 있기 때문이다. 본고에서는 국내투자자의 각 투자대상 지역별 자산배분 현황을 살펴보았다. 해외주식투자를 통한 위험조정 수익률 제고의 효과는 효율적인 지역별 자산배분을 통해 가능하다. 이에 본고에서는 국내투자자의 지역별 해외주식투자 편향도 점검을 통해 최근 빠르게 확대되고 있는 해외주식투자에 대한 국내투자자의 이해도를 높이는데 기여하고자 한다.

### 해외주식투자 현황

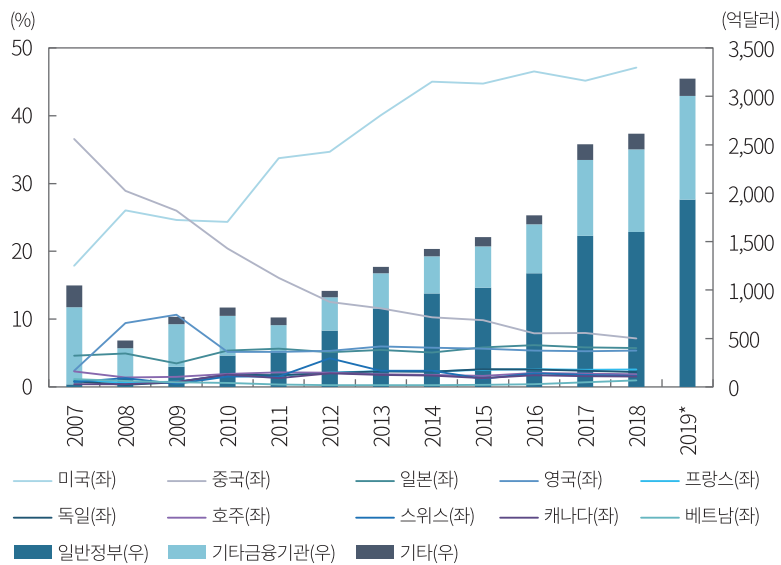
국내투자자의 해외주식투자는 매우 빠른 속도로 증가하고 있다. 2019년 3분기 기준 국내투자자의 해외주식투자 잔액은 약 3,184억달러로 글로벌 금융위기 이전 최대치(2007년 4분기) 대비 3배 이상 증가하였다. 특히 글로벌 금융위기 이후 국내투자자의 해외주식 보유잔액은 연기금 등 공공부문의

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

해외주식투자 확대와 더불어 빠르게 증가하고 있다. 2019년 3분기 기준 일반정부<sup>1)</sup> 부문의 해외주식 투자 잔액은 약 1,935억달러로, 국내투자자의 총 해외주식투자 잔액의 약 61%에 해당한다. 현재 국내투자자의 최대 투자대상 국가는 미국으로, 2018년 말 기준 국내투자자가 보유하고 있는 해외주식 보유잔액의 약 절반(47%)을 차지하고 있다.<sup>2)</sup> 이어서 국내투자자는 중국(7.13%), 일본(5.73%), 영국(5.37%) 등 국가 주식투자 비중이 높은 것으로 나타나고 있으며, 2018년 말 기준 국내투자자의 상위 10개 투자 대상국 주식 보유 비중은 약 76.3% 수준이다.

국내투자자의 지역별 해외주식투자 자산 배분은 투자주체의 변화와 관련성이 높은 것으로 관찰된다. 민간부문의 투자 비중이 매우 높았던 2007년의 경우 국내투자자의 최대 해외주식투자 대상국은 중국으로 당시 중국주식 보유잔액은 전체 해외주식투자 잔액 대비 약 37%를 차지하였으나, 일반정부 부문의 해외주식투자 확대세가 가시화되기 시작한 2010년 이후로는 대미 주식투자 비중이 최대치를 차지하고 있다. 또한 국내투자자의 상위 투자대상국에 신흥국인 베트남이 포진하고 있다는 점은 특이할만한 사항이다. 2018년 말 기준 국내투자자의 베트남 주식 보유잔액은 약 26억달러로 국내투자자의 총 해외주식투자 잔액의 약 1% 수준이다.

〈그림〉 국내투자자의 해외주식투자 잔액 및 지역별 자산배분 추이



주 : 2019년 통계는 2019년 3분기 잔액 기준; 상위 10개 투자대상국은 2018년 잔액 기준으로 선정하였으며, 대상국가 중 주요 국제금융센터로 최종 투자대상국 확인이 불가능한 룩셈부르크, 아일랜드, 벨기에 등은 대상에서 제외하였음  
 자료: IMF CPIS 및 한국은행 국제투자대조표

- 1) 한국은행 국제투자자표는 국내 투자자주체를 일반정부, 기타금융기관, 예금취급기관 등으로 분류하고 있으며, 일반정부 부문은 한국투자공사, 국민연금 등 주요 연기금을 포함(국민연금의 해외주식투자 잔액은 일반정부 부문 해외주식투자 잔액의 약 80%(2018년 기준) 수준으로 추정됨)
- 2) 국내투자자의 지역별 해외주식투자자는 IMF가 중앙은행 설문조사를 통해 집계하고 있는 CPIS(Cooperated Portfolio Investment Survey)의 가장 최근 통계(2018년 말)로 분석하였으며, 이에 2019년 이후 개인투자자의 해외주식투자 확대 추세 등은 본 고의 지역별 분석에 포함되지 않았음.



**지역별 해외주식투자 편향도**

자산가격결정이론(Capital Asset Pricing Mode)에서는 최적 지역별 자산배분의 벤치마크로 각 투자대상국 주식시장 시가총액의 글로벌 비중을 제시하고 있다. 이에 국내투자자의 지역별 해외주식투자 자산배분 현황을 이론적 최적 자산배분과의 괴리 측면에서 살펴보면 다음과 같은 지역별 자산배분의 편향도가 관찰된다.<sup>3)</sup> 먼저 국내투자자의 전반적인 해외주식 보유비중에 대한 편향도를 나타내고 있는 모국투자편향(Home Bias)<sup>4)</sup>의 경우 국내투자자의 편향도(0.79)는 주요국 대비 높은 수준을 기록하고 있다. 즉 국내투자자는 최근 해외주식투자의 급격한 성장세에도 불구하고 여전히 국내 주식에 매우 높은 집중도를 보이고 있으며, 이는 국내투자자의 해외주식투자 규모가 우리나라 주식시장 규모 등을 고려한 이론적 최적치 대비 매우 낮은 수준임을 의미한다. 2018년 말 기준 국내투자자의 주식투자 총액(국내 및 해외 주식) 대비 해외주식투자 잔액 비중은 약 21% 수준으로 주요국 대비 가장 낮은 수준이다.

**〈표 1〉 주요국 모국투자 편향도 비교 (2018년)**

	미국	일본	영국	독일	프랑스	스페인	호주	한국
HB	0.56	0.67	0.33	0.38	0.57	0.56	0.63	0.79
해외비중 <sup>3)</sup>	0.24	0.30	0.64	0.60	0.41	0.43	0.36	0.21

주 : 해외비중은 각국투자자의 주식투자 총액(국내+해외) 대비 해외주식투자 총액 비중  
 자료: IMF 및 WDI 자료를 통해 저자 시산(김한수(2020)에서 재인용)

국내투자자의 투자대상국 별 해외주식투자 편향도는 〈표 2〉에 나타난 바와 같다. 먼저 각 투자대상국별 편향도 평균값을 살펴보면, 국내투자자는 상위 10개 투자대상국 중 베트남을 제외한 모든 투자대상국에 대해 매우 높은 과소투자 편향을 보이고 있다. 국내투자자는 미국, 영국, 프랑스 등 주요 선진국에 대해 최대 편향치 대비 90%를 상회하는 높은 과소투자 편향을 보이고 있으며, 대 베트남 투자 편향이 가장 낮은 수준(36%)이다. 특히 국내투자자는 현재 최대 투자대상국인 미국에 대해서도 과소투자 편향을 보이고 있으며, 베트남, 중국을 제외한 모든 국가에 대해 모든 관찰 시점에서 높은 수준의 과소투자 편향(양+)의 값이 측정되었다. 국내투자자가 유일하게 매우 낮은 수준의 편향도를 보이고 있는 베트남의 경우에는 일부 시점(2008년 및 2018년)에서 소폭의 과대투자 편향(음-)의 값이 나타났다.

3) 본고의 해외주식투자 편향도는 최대 편향 대비 비중으로 정규화한 측정치로, 편향도 측정치는 ‘+1’(최대 과대투자 편향)에서 ‘+1’(최대 과소투자 편향)의 값을 가지며 ‘0’에 가까울수록 편향의 정도가 낮음을 의미(편향도 측정 방법에 대한 자세한 내용은 김한수(2020) 참조)  
 4) 투자자의 모국투자편향은 대부분 주요국에서 나타나고 있는 현상으로 French&Poterba(1991)의 논문을 통해 최초로 미국투자자의 모국투자편향이 보고된 이후 다양한 국가를 대상으로 한 많은 연구들이 제시되고 있으며, Obstfeld&Rogoff(2000)는 국제금융시장의 6대 퍼즐 중 하나로 홈 바이어스 퍼즐을 지목

2008년과 2018년 각 시기별 국내투자자의 지역별 편향도를 비교하여 보면 다음과 같은 변화가 관찰된다. 가장 큰 변화를 보이고 있는 부분은 국내투자자의 대 중국 투자편향으로, 국내투자자의 대 중국 투자편향은 동기간 중 크게 확대(0.38(2008년)→0.87(2018년))된 것으로 나타났다. 국내투자자의 중국 주식 보유잔액은 동기간 중 소폭 확대되었으나 국내투자자의 총 주식투자액 대비 중국 주식 보유 비중이 크게 축소되었고(3.4%(2008년)→1.2%(2018년)), 또한 해당기간 중 중국 주식시장의 글로벌 비중확대로 인해 편향의 정도가 크게 확대된 것이다. 미국의 경우에는 동기간 중 대미 주식투자가 크게 확대되면서 국내투자자의 대 미국 투자편향 또한 감소세(0.91(2008년)→0.77(2018년))를 보이고 있으나, 국내투자자의 대미 주식투자 편향은 여전히 높은 수준이다.

〈표 2〉 국가별 해외투자편향도 추이

국가	투자비중 <sup>1)</sup>	해외투자편향도(FIB)		
		2008	2018	평균 <sup>2)</sup>
미국	10.0%	0.91	0.77	0.91
중국	1.23%	0.38	0.87	0.78
일본	1.17%	0.81	0.74	0.90
영국	1.12%	0.94	0.85	0.94
프랑스	0.48%	0.98	0.86	0.95
독일	0.40%	0.99	0.85	0.94
호주	0.38%	0.92	0.79	0.92
스위스	0.35%	0.94	0.83	0.93
캐나다	0.31%	0.99	0.89	0.96
베트남	0.26%	-0.0006	-0.0007	0.36

주 : 1) 2018년 기준 국내투자자의 총주식투자액(국내+해외) 대비 각국별 주식투자 잔액 비중

2) 각 투자대상국 별 평균값은 연도별 편향도 측정치 절대값(베트남의 경우 과대투자(-) 편향 존재)을 사용하였으며, 데이터 가용범위 제약에 따라 중국과 인도는 2003~2018년 평균, 베트남은 2008~2018년 평균, 그 외 국가는 2001~2018년 평균 자료: IMF CPIS 및 WDI 자료를 통해 저자 시산(김한수(2020)에서 재인용)

### 시사점

본고의 분석은 국내투자자 전체 포트폴리오 측면에서 지역별 자산배분의 효율성을 살펴본 것으로, 각 개인 및 기관의 입장에서의 해외투자편향과는 차이가 있을 수 있다. 그러나 국내투자자 전반의 높은 해외투자 편향은 최근 해외주식투자에 대한 관심도 확대에도 불구하고 여전히 해외투자에 대한 투자자의 시각이 국제적 위험분산을 통한 위험조정 수익률 제고의 관점과는 거리가 있음을 시사하고 있다. 특히 최근 대미 주식투자 등이 크게 확대되었음에도 불구하고 주요 선진국에 대해 높은 과소투자 편향을 보이고 있다는 점에서 향후 대 선진국 해외투자 확대는 피할 수 없는 방향으로 판단된다. 또한 국내투자자가 일부 신흥국에 대해서만 편향이 매우 낮게 측정되고 있는 점에도 유의할 필요가 있다.

이론에서 제시하고 있는 해외 포트폴리오 수익률 최적화는 모든 투자대상국에 대한 자산배분이 각국 주식시장 비중에 따라 고르게 분산 투자되는 경우를 가정하고 있기 때문이다. 국내투자자의 높은 신흥국 투자비중은 해당국 리스크에 대한 과도한 노출로 인해 포트폴리오투자 수익률에 부정적인 영향을 미칠 수 있기에 주의할 필요가 있다.

이러한 측면에서 무엇보다 국내투자자의 해외주식투자에 대한 관점 전환이 필요할 것으로 판단된다. 이미 여러 연구에서 제시한 바와 같이 해외주식투자의 가장 큰 이점은 글로벌 포트폴리오 구축을 통한 국제적 위험분산의 효과이다. 이에 해외주식투자 포트폴리오 구성에 있어서 투자대상국의 주식 시장 규모, 국내 시장과의 상관관계 등 위험 분산 측면에서의 주요 변수 등에 대한 적절한 고려를 통해 지역별 자산배분 효율성을 제고할 필요가 있을 것이다. 특히 개인투자자의 경우 해외주식투자 관련 정보 접근성이 여타 투자주체 대비 제한적일 것으로 예상되어, 전문가의 도움을 통해 각국별 고유위험 및 환위험 등과 같은 해외투자에 따른 각종 리스크에 대한 충분한 고려가 이루어져야 할 것이다.

#### 참고문헌

김한수, 2020, 『국내투자자의 지역별 해외주식투자 현황 및 특성 분석』, 자본시장연구원 이슈보고서 20-02.

French, R., Poterba J., 1991, Investor diversification and international equity markets, *The American Economic Review* 81(2), 222-226.

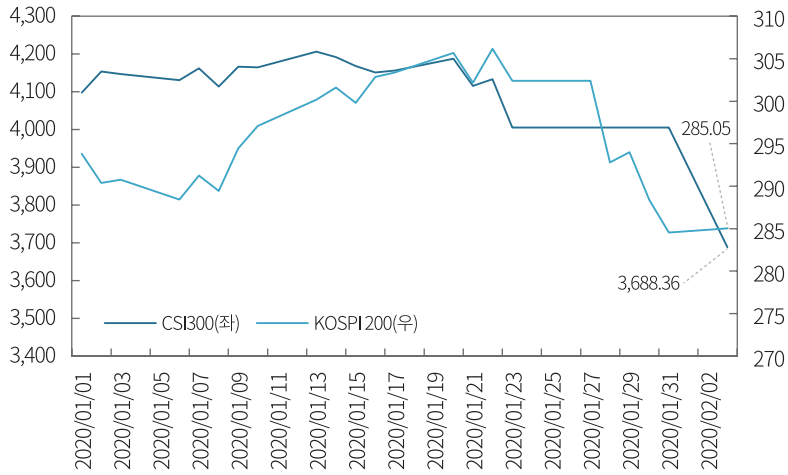
Obstfeld, M., Rogoff, K., 2000, The six major puzzles in International Macroeconomics: Is there a common cause? NBER Working Paper No.7777.

## 감염병 확산 여파로 인한 국내외 주식시장 영향

- 최근 중국의 우한에서 시작된 신종 코로나바이러스의 발생 및 확산은 국내외 주식시장에도 영향을 미치며 불안한 흐름이 지속되고 있음
  - 과거에도 세계적으로 대유행하던 감염병으로 인해 감염자 및 사망자가 많이 발생한 경우 경기 뿐 아니라 투자심리를 위축시켜 주식시장에 일시적으로 영향을 미친 사례가 존재함
  - 감염병이 심화된 시기 주가지수가 하락하는 등 주식시장에 악영향을 미쳤으나, 일정 기간이 경과한 후 회복하는 추세를 보임
- 
- 최근 중국 후베이성의 우한에서 시작된 신종 코로나바이러스가 중국 외의 지역으로 확산되면서 감염자 및 사망자가 증가함에 따라 종식하기까지 오랜 시간이 소요될 것으로 예상되는 가운데 글로벌 주식시장에도 불안한 심리가 나타남
    - 지난해 12월 시작된 신종 코로나바이러스가 1월 중순부터 발병국가인 중국 외에 아시아 및 유럽, 미주 지역까지 확산되면서 전세계적으로 공포감이 확대되고 있는 상황임
      - 중국 우한에서 첫 감염자가 나타난 이후 중국에만 국한되는 듯 했으나, 다른 국가에서도 중국 우한에 체류했다가 귀국한 사람들을 중심으로 감염자가 발생함
      - 세계보건기구(WHO)는 1월 30일 신종 코로나바이러스에 대해 공중보건 비상사태(Public Health Emergency of International Concern, PHEIC)를 선포함<sup>1)</sup>
    - 신종 코로나바이러스의 확산으로 1월 중순 이후 국내 주식시장을 포함한 글로벌 주식시장이 위축됨
      - 최근 한달간 한국과 중국의 주가지수를 살펴보면, 주가지수는 1월 20일 이후 하락추세를 나타내고 있으며 중국 CSI300 지수는 춘절 연휴(2020.01.24-31) 이후 전일대비 7.9% 하락한 것으로 나타남

1) 공중보건 비상사태(PHEIC)는 전염병이 발병 국가 이외의 국가들로 전파되어 공중보건에 위험성이 심화될 때 선포되며, 2009년 신종플루, 2014년 에볼라바이러스, 2016년 지카바이러스, 2019년 에볼라바이러스가 확대된 경우 선포된바 있음

최근 한국과 중국의 주가지수 추이



자료: bloomberg

□ 과거에도 세계적으로 유행하던 감염병이 일시적으로 투자심리를 위축시켜 주식시장에 영향을 미친 사례가 존재함

— 다수의 감염자 발생 및 사망을 초래한 감염병은 2003년 홍콩에서 시작된 급성호흡기증후군(사스) 및 전세계적으로 대유행했던 2009년의 신종플루, 2013년과 2018년부터 현재도 진행중인 아프리카 지역에서 발병한 에볼라바이러스와 2015년 남미 지역에서 시작된 지카바이러스, 최근 발생한 중국의 신종 코로나바이러스가 있음

- 국내에서 대유행한 2015년의 메르스는 2012년 사우디아라비아에서 처음 감염자가 발생한 이후 2015년 내국인이 중동지역 방문 후 귀국하면서 확산되어 다수의 감염자 및 사망자가 발생함

주요 감염병 유행 사례

바이러스명	시기	발병국가	심화된 시기	사망자/감염자 (명수)	주요 발병 국가의 GDP 비중(%) <sup>1)</sup>
중증급성호흡기증후군 (Severe Acute Respiratory Syndrome: SARS)	2002. 11 ~2004. 01	중국(광둥지역), 홍콩 등 17개국	2003. 03 -2003. 05	812/8,349	홍콩: 0.5% 중국: 4.3%
신종플루(Influenza A Virus subtype H1N1)	2009. 03 ~2010. 08	멕시코, 미국, 유럽, 아시아 전지역	2009. 11	19,633/1,632,258	미국: 23.9%
에볼라바이러스 (Ebola Virus)	2014. 03 ~2016. 04	서아프리카 지역 국가	2014. 11	11,314/28,637	기니: 0.01% 라이베리아: 0.004%
	2018. 08~	콩고	2019.07	2,242/3,814	콩고: 0.1%

### 주요 감염병 유행 사례(계속)

바이러스명	시기	발병국가	심화된 시기	사망자/감염자 (명수)	주요 발병 국가의 GDP 비중(%) <sup>1)</sup>
지카바이러스 (Zika Virus)	2015. 04 ~2016. 11	브라질 등 중남미 지역	2016. 02	38/3,718	브라질: 2.4%
중동호흡기증후군 (Middle East Respiratory Syndrome: MERS)	2012. 09~	사우디아라비아 등 중동지역 국가	2014. 04	402/938	사우디아라비아: 1%
	2015. 05 ~2015. 10	한국	2015. 06	38/186	한국: 2%
신종 코로나바이러스 (Corona Virus)	2019. 12~	중국 등 27개국	2020. 01	362/17,389 <sup>2)</sup>	중국: 15.7%

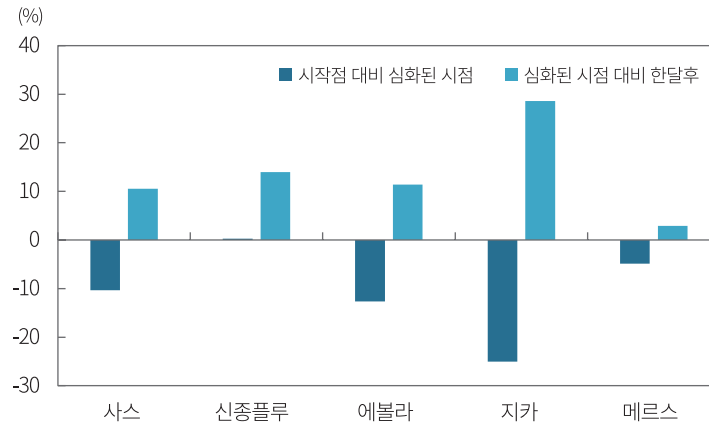
주: 1) 주요국가는 발병 국가이자 가장 많은 감염자 및 사망자가 발생한 국가이며, 전세계 GDP 대비 발병 국가의 GDP 비중은 감염병이 심화된 연도 기준으로 중국과 콩고는 2018년 수치를 사용함

2) 2020년 2월 3일 12:00 기준

- 이러한 감염병은 다수의 감염자 및 사망자를 발생시키기 때문에 외부활동을 자제하게 되고, 이로 인한 경제활동의 위축은 경기에도 악영향을 줄 뿐 아니라 주식시장에도 영향을 미침
  - 감염병이 발생했거나 가장 많은 감염자 및 사망자를 발생한 국가의 주요 주가지수는 감염병이 시작한 시점 대비 심화된 시점에서 신종플루를 제외하고는 모두 하락한 것으로 나타남
  - 감염병이 시작한 시점 대비 심화된 시점의 주가지수 하락률은 지카바이러스 유행 당시 브라질 Bovespa 지수가 -25.1%로 가장 크게 하락하였고<sup>2)</sup>, 에볼라(나이지리아 NSE지수, -13%), 사스(홍콩 Hang Seng 지수, -10.3%) 순으로 크게 나타남
  - 반면, 신종플루는 발병 시작 시점 대비 심화된 시점의 주가지수가 하락현상을 보이지 않았는데 2009년 신종플루 유행 당시 2008년의 글로벌 금융위기 여파로 이미 주가지수가 하락한 상태였음
- 대부분의 감염병은 유행 당시 일시적으로 주가지수가 하락하였으나 수일 후 회복함
  - 주식시장이 전반적으로 침체되었던 우리나라의 메르스 유행 시기와 아프리카 지역의 에볼라 바이러스 유행 시기를 제외하고는 다른 감염병 사례에서 해당국가의 주가지수는 20~70일 사이에 유행 이전 수준으로 회복함
  - 감염병이 주식시장에 미치는 영향은 전파속도 및 사망률, 지속기간, 경제규모 등과 관련이 있는 것으로 추정됨

2) 다만, 브라질 Bovespa 지수의 하락은 지카 바이러스 유행 뿐 아니라 당시 브라질 경제가 대통령 탄핵 위기로 인한 정치적 혼란, 사상 최대의 침체기를 겪은 것과 맞물린 결과라고 볼 수 있음

주요 감염병이 주식시장에 미치는 영향



주 : 홍콩 Hang Seng 지수(사스), 미국 S&P지수(신종플루), 나이지리아 NSE 종합지수(에볼라), 브라질 Bovespa 지수(지카), 한국 Kosp이지수(메르스)

자료: Bloomberg

선임연구원 홍지연

## 일본거래소그룹의 경쟁력 제고 전략과 시사점

- 급변하는 환경과 거래소간 경쟁이 심화되면서 일본거래소그룹(JPX)은 경쟁력 강화를 위하여 중기 경영계획(2019-2021)에 따른 4가지 비전을 제시
  - ‘차세대를 향한 시장의 형태 추구’의 방안으로 2022년 상반기를 목표로 주식시장을 프라임(Prime), 스탠다드(Standard), 그로스(Growth) 3개의 시장구조로 개편을 추진
  - ‘실질적인 종합거래소 구축’의 방안으로 도쿄상품거래소(Tocom)와의 합병과 파생상품 시장의 활성화 전략을 통한 올인원 거래소 도약을 목표
  - 금융위기 이후 글로벌화되고 있는 거래소 산업에서, JPX의 경쟁력 제고방안은 양적확대 전략을 지양하고 질적도약을 모색하여 글로벌 경쟁력을 제고하는 방안으로 보임
  
- 급변하는 환경과 거래소간 경쟁이 심화되면서 일본거래소그룹(JPX)은 경쟁력 강화를 위하여 중기 경영계획(2019-2021)<sup>1)</sup>에 따른 4가지 비전을 제시
  - 1. 차세대를 향한 시장의 형태 추구 : 상장기업의 기업가치 제고와 일본 자본시장의 투자매력 향상을 위한 개편, 기업지배구조의 실효성 향상, 투자자와 상장기업의 소통채널 정비를 통한 투자자 유인 확대를 목표
  - 2. 실질적인 종합거래소 구축 : 도쿄상품거래소(Tocom)와의 합병, 일본 상품청산기구(JCCH)와의 통합으로 올인원 거래소를 목표
  - 3. 데이터서비스의 다양화 : 오픈이노베이션을 통한 새로운 서비스 창출, 환경변화와 새로운 투자요구에 대응하는 인프라 구축을 목표
  - 4. 미래사회를 위한 기반 조성 : 안정적인 IT시스템을 구축 및 운영, 고령사회에 대응하기 위한 지원, ESG 투자추진을 통한 지속가능한 사회로의 공헌을 목표
  - 본고에서는 현재 JPX에서 가장 활발하게 추진하고 있는 1번과 2번 비전을 중심으로 서술
  
- ‘차세대를 향한 시장의 형태 추구’의 방안으로 2022년 상반기를 목표로 주식시장을 프라임(Prime), 스탠다드(Standard), 그로스(Growth) 3개의 시장구조로 개편을 추진
  - 현재 JPX는 1부, 2부, 마더스(Market of the high-growth and emerging stocks : Mothers), 자스닥(JASDAQ Standard 및 JASDAQ Growth) 4개의 시장으로 구성<sup>2)</sup>되어 있으나 현재는 지나치게 1부시장에 집중된 역삼각형 형태

1) 2019년 3월 발표

2) 자스닥 TOKYO PRO Market은 전문투자자 시장으로 제외

- JPX는 금융위기 이후 경제회복과 상장촉진을 위해 상장기준을 완화하여 외적성장이 이루어졌으나 상장폐지, 강등요건 또한 느슨하여<sup>3)</sup> 1부시장에 집중되고 기업 간 시가총액의 격차가 커짐<sup>4)</sup>
- 2013년 도쿄증권거래소(TSE)와 오사카증권거래소(OSE)가 합병하면서 전체 상장기업 수가 1,000여개 증가, 2020년 1월 말 3,700여개가 상장되어 있으며 1부 상장기업은 2,159개로 약 60%를 차지
- 또한 중복된 성격의 시장이 병존해 있는 문제<sup>5)</sup>, OSE와의 합병 이후 자스닥 그로스의 상장이 전무하는 등 새로운 시장동력이 부족<sup>6)</sup>
- 이러한 이유로 JPX는 시장구조를 프라임, 스탠다드, 그로스 3개의 시장으로 개편을 추진중이며 상장시 시가총액의 기준을 유동시가총액으로 변경<sup>7)</sup>
  - 3개의 병렬형태는 런던증권거래소(LSE) 등 유럽시장에서 채택한 시장구조이며 프라임시장을 글로벌 블루칩 육성을 위한 시장으로 설정<sup>8)</sup>
  - 프라임시장은 규모가 큰 시가총액을 가진 기업이 상장, 유동성·수익성 및 기업지배구조 수준이 좋은 기업이 지속적인 성장을 할 수 있는 시장
  - 스탠다드시장은 일정수준의 시가총액 및 유동성을 가진 기업이 상장, 기본적인 지배구조 수준을 갖추며 지속적인 성장을 할 수 있는 시장
  - 그로스시장은 프라임과 스탠다드에 비해 완화된 기준을 적용하며 벤처기업 육성을 위한 시장
- 현재 상장기준은 총 발행주식수에 주가를 곱한 시가총액으로 설정되어 있으나 개편 이후엔 유동성을 중시한 유동시가총액으로 변경할 예정이며 기존 유동시가총액의 정의도 수정<sup>9)</sup>
- 비대해진 1부 상장기업 수를 정리하면 30%정도 줄어들 가능성이 있으며, 프라임시장은 우량기업이 모이는 상위 시장의 입지를 명확히 하여 국제 경쟁력 강화를 목표<sup>10)</sup>

3) 금융위기 이전 1부 상장기준은 시가총액 500억엔 이상이었지만 금융위기 이후 250억엔 이상으로 완화(2부 및 마더스에서 1부로 내부승격하는 경우 시가총액 40억엔 이상)하여 1부에만 집중되는 현상이 나타났으며, 일단 1부에 상장하면 시가총액 10억엔 미만, 주주수가 2,000명 미만이 되거나 대차대조표 상 채무초과 상태가 되지 않는 한 2부로 강등할 수 없어 강등된 기업이 거의 없음. 또한 기업지배구조 적용 기준도 다른 시장과 큰 차이가 없음

4) 시가총액 25조엔 도요타자동차와 30억엔인 기업이 혼재하고 있으며 2019년 12월 기준 2,161개의 1부 상장기업 중 시가총액 1,670억엔(우리나라 유가증권시장 평균 시가총액 약 1조 8,473억원과 비교) 미만인 기업이 1,817개에 이릅니다

5) JPX 2부 및 마더스, OSE의 자스닥이 증권 및 벤처기업 대상 상장시장으로 포지셔닝이 중복

6) 마더스의 신규상장은 매년 약 50여개 정도 이루어지고 있으나, 창업자와 벤처캐피탈의 투자회수가 주목적으로 보이며 상장후에 성장을 실현하기 위한 적절한 동기부여가 없었음을 지적. 또한 연구개발형 기업 같이 자금수요가 높은 선행투자기업의 경우 사업화까지 적자가 지속되고 미래 수익구조 전망이 어렵다는 특징이 있지만 충분한 상장 기회를 제공받지 못한다는 문제점도 같이 제기되어 투자위험이 높은 기업에 적절한 자금조달을 받기 위한 구조가 신흥시장에 마련되어야 함을 강조(東京証券取引所, 2018.12.21, 市場構造の在り方等の検討に係る意見募集(論点ペーパー).)

7) 구체적인 규정은 2020년 2월 발표 예정

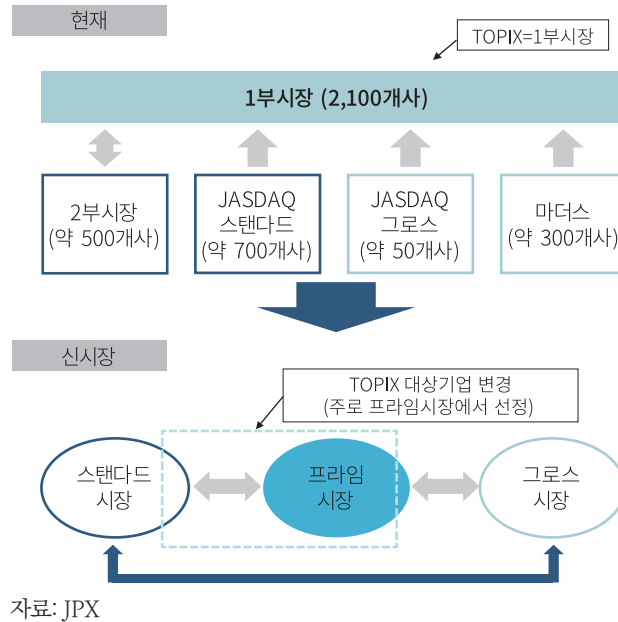
8) Nikkei Asian Review, 2019.11.21, Tokyo Stock Exchange eyes 'prime' market for global blue chips.

9) 현재 유동시가총액은 유동주식수(상장주식 수에서 임원 소유주식 수, 자기주식 수, 상장주식 수의 10%이상을 소유하는 자가 소유하는 주식(투자신탁 등의 보유주식은 제외)을 공제한 주식 수)×1주당 주가이지만 10%이상 대량보유자 지분이 유동주식에서 제외되고 있는 현 상황을 재검토하여 소유자의 매매상황과 보유 의도를 바탕으로 실태에 입각한 정의로 변경할 것이며 PE 등의 보유분을 유동주식에 포함할 것도 검토중

10) 日本經濟新聞, 2019.3.16, 東証1部 企業絞り込み 時価総額250億円以上 英文開示を義務化.

- 현재 1부 상장기업 전체를 대상으로 시가총액을 지수화하는 TOPIX는 개편 이후엔 시장 구분과 분리하여 연속성과 유동성을 중시하는 방향으로 수정<sup>11)</sup>

**JPX의 시장 개편 전후 시장구조도**



**JPX 신시장 개념과 적용수준**

시장 명칭	프라임	스탠다드	그로스
기본개념	국제 기관 투자자를 비롯하여, 광범위한 투자자의 투자대상이 될 수 있는 요건을 갖춘 기업이 상장된 시장	일반 투자자의 투자 대상으로 적합한 기업이 상장된 시장	높은 성장 가능성을 가진 기업이 상장하며, 상장 접근성이 용이한 시장
유동시가총액 기준	100억엔	20억엔	10억엔
적자상장 가능여부	가능 (현재 기준으로 전기에 적자인 경우 1부 상장이 불가능)		
상장폐지기준	2년 연속 자본잠식인 경우 상장폐지(현재 기준으로 1부는 2부로 강등)		
현재 시장구조와의 관계	1부에 속한 상장기업으로 구성	1부의 일부, 2부 및 JASDAQ 스탠다드에 속한 상장기업으로 구성	마더스와 JASDAQ 그로스에 속한 상장기업으로 구성

11) 최근 TOPIX에 연동한 인덱스 투자의 활성화를 배경으로 시가총액과 유동성이 낮은 종목으로 인한 가격형성 왜곡이 발생할 우려, JPX 닛케이 400과 TOPIX 500 지수를 벤치마크하는 기관투자자가 적어 투자대상으로써의 기능과 시장대표성이 떨어진다는 지적 등 지수 재검토에 대한 제기가 꾸준히 있었음

□ ‘실질적인 종합거래소 구축’ 목표의 방안으로 도쿄상품거래소(Tocom)와의 합병과 파생상품 시장의 활성화 전략을 통한 올인원 거래소 도약을 목표

- 종합거래소 구상의 배경 중 하나는 일본거래소의 국제경쟁력 하락이며, 전세계적으로 증권, 금융·상품 선물거래를 하나의 거래소에서 취급하는 환경변화에 대한 대응
- 2000년 초반부터 종합거래소 실현을 목표로 하였으며, 역내 경계가 없는 상품분야에 진출하지 않으면 글로벌 경쟁에서 우위를 점할 수 없다는 판단에서 글로벌 투자자 유인을 위해 상품시장의 통합을 선택<sup>12)</sup>
  - 2019년 7월 JPX가 TOCOM 주식 총액 약 55억엔에 인수하기로 합의하였으며 2020년 7월 본격적인 종합거래소를 발족
  - 또한 JPX 산하 일본증권청산기구(JSCC)와 Tocom 산하 일본상품청산기구(JCCH)도 2020년 7월까지 통합 완료 예정<sup>13)</sup>
  - 제도적으로도 증권 및 상품선물거래 계좌의 통합, 세법상 증권 및 상품선물세의 단일화를 추진<sup>14)</sup>
- 파생상품 시장의 활성화를 위해 2007년 야간시장 도입 이후 수차례 거래시간을 확대하고 있으며 2021년 휴일거래 도입을 검토
  - 공휴일이 많아 타 거래소에 비해 파생상품 거래시간이 짧았으며 글로벌 주식시장과의 연동성이 높아지는 가운데 해외자금의 유입과 거래량 증대를 목적
  - 현재 파생상품거래는 현물주식과 마찬가지로 평일만 운영, 향후 야간거래 및 옵션거래 시간 연장도 검토하고 있으며 인터넷 계열 증권사와 외국계 증권사의 투자가 증가할 것으로 예상<sup>15)</sup>

Nikkei 225 선물 거래시간 변경 내역

일자	주간거래 시간	야간거래 시간	총 거래시간
~2007. 9. 14	9:00-11:00,12:30-15:10	-	4시간 40분
2007. 9. 18. ~ 2008. 10. 10	09:00-11:00,12:30-15:10	16:30-19:00	7시간 10분
2008. 10. 14. ~ 2010. 7. 16	09:00-11:00,12:30-15:10	16:30-20:00	8시간 10분
2010. 7. 20. ~ 2011. 2. 11	09:00-11:00,12:30-15:10	16:30-23:30	11시간 40분
2011. 2. 14. ~ 2011. 7. 15	9:00-15:15	16:30-23:30	13시간 15분
2011. 7. 19. ~ 2016. 7. 15	9:00-15:15	16:30-3:00 익일	16시간 45분
2016. 7. 19. ~	8:45-15:15	16:30-5:30 익일	19시간 30분

자료: JPX

12) 金融ファクシミリ新聞社, 2019.1.15., 日本取引所グループ取締役兼代表執行役CEO清田瞭氏 総合取引所で世界と競争力.

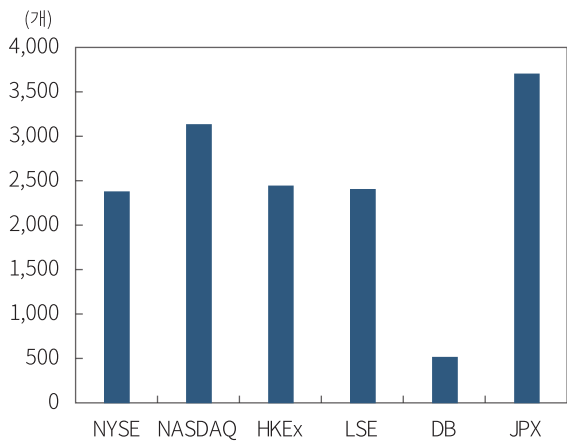
13) 日本経済新聞, 2019.2.16, 清算機関も統合へ、日本取引所と東商取.

14) 현재 주식양도차익은 확정신고가 필요하지 않은 경우가 있는 반면 상품 파생상품의 양도차익은 잡소득으로 확정신고가 필요하여 주식이나 신용거래 수익과 손익통산할 수 없는 구조인데 이러한 불편함을 없애고 투자자 편의를 위한 제도적 기반을 마련

15) 日本経済新聞, 2019.9.18, 日本取引所、祝日の先物取引検討 海外マネー呼び込み.

- 금융위기 이후 글로벌화되고 있는 거래소 산업에서, JPX의 경쟁력 제고방안은 양적확대 전략을 지양하고 질적도약을 모색하여 글로벌 경쟁력을 제고하는 방안으로 보임
  - 글로벌 금융위기 이후 세계 거래소 산업은 변화된 환경을 맞이하여 대형화, 글로벌화, 수직통합화, 증권과 파생상품거래의 통합화를 추진하고 있으며 주요 거래소들은 M&A를 통해 몸집을 키우면서 글로벌화와 상품의 다각화를 선도<sup>16)</sup>
  - JPX도 TES와 OSE, Tocom과의 합병으로 단일거래소 체제를 갖춘 수직통합화를 이루었으며 경쟁력 하락을 시장구조 개편 등 질적통합을 통해 글로벌 투자자를 유인하기 위한 방안으로 모색
  - JPX는 세계 주요거래소와 비교해 상장기업 수는 많지만 기업가치(JPX의 시가총액)는 이에 미치지 못함, 이러한 실질적인 고민이 양적 확대를 지양하고 질적 통합을 추구하려는 자세로 나타난 것으로 보임<sup>17)</sup>

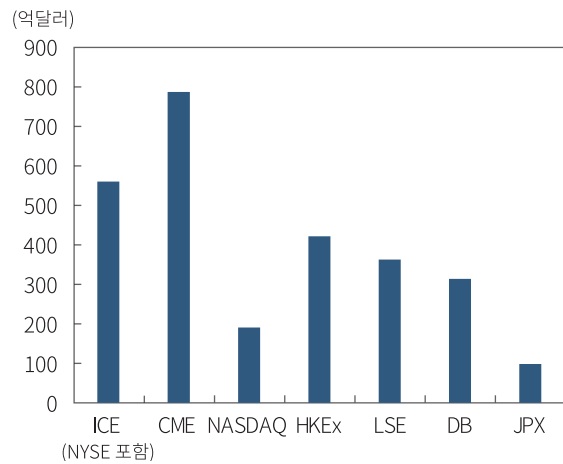
세계 주요 거래소 상장기업 수(2019년 12월 기준)



주 : HXEx(Hong Kong Stock Exchange), LSE(London Stock Exchange), DB(Deutsche Boerse)

자료: WFE

세계 주요 거래소의 기업가치(2020년 1월 말 기준)



주 : ICE(Intercontinental Exchange), CME(Chicago Mercantile Exchange)

자료: Bloomberg

선임연구원 여밀림

16) 남길남, 2017, 세계 거래소 산업의 변화와 특징: 증권거래소를 중심으로, 자본시장연구원 조사보고서 17-01.

17) 2019년 12월 NYSE의 상장기업 수는 2,384개이며 JPX 3,708개에 비해, 시가총액은 NYSE 24조 967억달러이며 JPX는 6조 1,910억달러로 4배 차이, 일평균 거래대금은 NYSE 1조 605억달러이고 JPX 4,029억달러로 약 3배 차이가 남

## 가상자산 자금세탁방지 관련 국제적 현황 및 시사점

- 자금세탁방지 관련 국제기구인 FATF는 2019년 6월 총회에서 가상자산에 대한 국제기준 및 공개성명서를 채택했고, 회원국에게 준수 의무를 부과
- 가상자산을 취급하는 미국, EU, 일본 등 국제적인 규제 상황을 보면 가상자산의 자금세탁방지 뿐 아니라 투자자보호를 위한 방안도 포괄적으로 마련하고 있음
- 국내에서는 가상자산 관련 자금세탁방지 및 FATF 국제기준 이행을 위해 마련된 특금법 개정안이 2019년 11월 국회 정무위원회에서 의결
- 우리나라는 가상자산 거래의 투명성을 확보하고 잠재 리스크로 인한 추가 피해를 막기 위해 국제적 공조에 발맞춰야 할 것이며, 향후 투자자보호, 조세부과 등으로 규제의 폭을 넓혀갈 필요

- 자금세탁방지 관련 국제기구인 FATF(Financial Action Task Force)는 2019년 6월 총회에서 가상자산<sup>1)</sup>에 대한 국제기준 및 공개성명서를 채택했고, 회원국에게 준수 의무를 부과
  - FATF는 UN 협약 및 안보리 결의와 관련된 금융조치 이행을 위해 G7(Group of Seven)의 주도로 설립된 행동기구(Task Force)이며, 1989년 설립 이후 37개국, 유럽연합 집행위원회(European Commission), 걸프협력회의(Gulf Cooperation Council) 등이 참여 중임
    - 자금세탁·테러자금조달에 대응하는 국제기준을 마련하고 각 국가의 이행 현황 평가 및 미이행 국가 대상 금융제재를 결정
    - 우리나라는 2009년 10월 정회원 가입 후 정기 총회에 참석하고 상호평가 등을 받고 있음
  - 2019년 6월 총회에서 구속력이 있는 주석서(Interpretive Note to R.15)<sup>2)</sup>, 해설서 성격의 지침서(Guidance)<sup>3)</sup>, 공개성명서(Public Statement)<sup>4)</sup>를 채택
    - 주석서는 2018년 10월 총회에서 채택한 권고안(Recommendation.15)과 함께 참여 각국에게 구속력이 부여되는 국제기준
    - 주석서에는 가상자산 취급업소의 인·허가 또는 신고·등록, 감독당국의 자금세탁방지 관련 규제·감독, 가상자산 취급업소의 자금세탁방지의무 준수 등이 포함

1) FATF는 가상자산(Virtual Assets) 용어를 사용하고 이에 대한 정의로 '디지털 방식으로 거래 또는 양도할 수 있고, 지불이나 투자목적으로 사용될 수 있는 디지털 가치표현'이라고 함.

2) FATF(2012-2019), 2019(updated), International Standards on Combating Money Laundering and the Financing of Terrorism & Proliferation, The FATF Recommendations.

3) FATF, 2019, Guidance for a Risk-Based Approach to Virtual Assets and Virtual Asset Service Providers.

4) FATF, 2019, Public Statement - June 2019.

- 2020년 6월 FATF 총회에서 주석서 이행상황을 점검하고 미이행 국가에게 금융제재 조치가 부과될 것으로 예상되는 바, 회원국인 우리나라는 해당 내용을 반영하여 가상자산 관련 입법을 진행해야 하는 상황
  - 국제기준 미이행 국가에 대한 제재사례를 보면 공개성명서에 따라 두 가지 레벨인 최고수준 제재(Counter-measure)와 특별한 주의의무(Enhanced due diligence)로 분리
  - ‘최고수준 제재’ 부과 시 사실상 국가 간 거래를 중단하고 해당 국가에 금융회사 해외사무소 설립금지 등 적극적 대응조치가 일어남(현재 북한이 제재된 상태)
  - ‘특별한 주의의무’ 부과 시 자금세탁방지제도에 결함이 있는 것으로 판단되어 해당 국가와의 거래관계에 특별한 주의를 요함(현재 이란이 제재된 상태)

□ 가상자산을 취급하는 미국, 유럽연합(EU), 일본 등 국제적인 규제 상황을 보면 가상자산의 자금세탁 방지 뿐 아니라 투자자보호를 위한 방안도 포괄적으로 마련하고 있음

- 미국은 연방정부와 주(州)정부 차원으로 구분되는데, 먼저 연방정부 차원에서는 FinCEN(금융범죄단속기구)의 가이드라인과 통일법위원회(Uniform Law Commission)의 통일가상통화업규제법 등이 대표적이라고 할 수 있음
  - FinCEN의 가이드라인은 가상자산 취급업자를 은행비밀법(Bank Secrecy Act of 1970)상 자금이체업자(money transmitter)로 판단하여 MSB(Money Service Business)등록, 자금세탁방지 의무 준수, 의심거래보고 등 규제 대상에 포함<sup>5)</sup>
  - 통일법위원회의 통일가상통화업규제법(Uniform Regulation of Virtual-Currency Businesses Act)<sup>6)</sup>에 따르면 가상자산 취급업자는 금융당국에게 면허(license)를 받아야 하고, 자금세탁방지 규정을 준수해야 하며, 건전성을 유지하기 위한 정보(거래형태, 기술, 자산, 부채, 분쟁사항 등)를 최소 5년간 기록물로 보존해야 함
- 미국의 주정부 차원에서는 각 주마다 가상자산 관련 법률 여부 및 내용이 상이한데, 그 중 뉴욕주의 비트라이선스 규제, 메릴랜드 주의 금융소비자보호법에서 주요 특징을 찾아볼 수 있음
  - 뉴욕주 비트라이선스(BitLicense)는 2015년 금융감독 규정(Regulations of the superintendent of financial services) 개정을 통해 도입한 미국 최초의 가상자산 인가제도로서 비트라이선스를 취득하지 않은 자는 가상자산업에 종사할 수 없고, 취급업자는 투자자 보호를 위한 설명의무, 거래기록 최소 7년 보관, 고객 확인(Know Your Customer) 의무 등을 준수해야 함
  - 최근 뉴욕주 금융감독청(NYDFS)은 비트라이선스 규제를 인가제에서 신고제로 변경하고, 심사 절차도 간소화하는 개편안을 검토중이며, 1월 27일까지 초안에 대한 의견을 받은 후 최종 지침을 발표할 예정<sup>7)</sup>

5) FinCEN, 2013, Application of FinCEN's Regulations to Persons Administering, Exchanging, or Using Virtual Currencies, Regulatory Guidance, FIN-2013-G001.

6) 법적 구속력은 없으나 가상자산 관련하여 각 주법 마련에 기초가 되는 역할을 함. 현재 로드아일랜드 주에서 이 법안을 채택하였고 캘리포니아, 오클라호마, 하와이 주에서도 관련 입법을 추진하고 있음.

7) NYDFS, 2019.12.11, Financial Services Superintendent Linda A. Lacewell Announces New Proposed Regime for Listing

- 메릴랜드주의 노동, 허가 및 규제국(Maryland's Department of Labor, Licensing and Regulation)은 가상자산의 잠재적 위험에 대해 경고하고 취급업자의 MSB(Money Service Business) 등록을 권고함
- 메릴랜드주 의회는 금융소비자보호위원회(Financial Consumer Protection Commission)에 가상자산, 블록체인 기술 등에 대한 연구를 수행하도록 위임했고, 2019년 금융소비자보호법(Financial Consumer Protection Act) 개정을 통해 특정 상황 시 일정량의 가상자산을 보유하도록 하는 가상자산 통제(Control of Virtual Currency) 내용을 포함시킴
- 유럽연합(EU)은 자금세탁방지 지침, ESMA의 가상자산 및 ICO 관련 조언 보고서 등이 발표됨
  - 2018년 4월에 발표된 제5차 자금세탁방지 지침(5th EU Anti-Money Laundering Directive, 이하 AMLD 5)은 가상자산 관련 사업자(거래소, 자금 보관형 월렛 제공업체 등 범위 확대)에게 고객 확인 절차, 자금세탁방지 등을 의무화했고 모든 회원국들은 2020년 1월까지 해당 지침 이행을 위한 자국법을 마련해야 함
  - 유럽증권시장감독청(ESMA)은 2019년 1월 가상자산 및 ICO 관련 조언(Advice on Initial Coin Offerings and Cryptoassets) 보고서에서 가상자산에 대한 EU의 최근 규제 및 이슈 동향을 정리했으며, 가상자산이 양도성 증권(transferable securities)이나 MiFID(Markets in Financial Instruments Directive) 금융상품으로서 적합할 경우 관련 기업에 적용될 수 있는 모든 규제에 대해 구체적으로 명시함
- 일본은 2014년 마운트곡스(Mt. Gox)사 파산 및 투자자피해 발생 사건을 계기로 최근까지 자금결제법, 금융상품거래법, 범죄수익이전방지법 등 다양한 법률 개정안이 공포됨
  - 자금결제법(資金決済に関する法律)에 따르면 가상자산 취급업자는 반드시 금융청에 등록해야 하며, 이용자(고객)와의 거래내용, 수수료, 시스템 안전관리 등에 대한 사항을 정기적으로 감사받아야 함
  - 2020년 4월부터 시행될 자금결제법 개정안은 가상자산 변경 사전신고제, 과도한 광고 규제 등을 포함하고 있음
  - 범죄수익이전방지법은 자금세탁 및 테러자금조달을 막기 위해 가상자산 취급업자에게 적용되는 규제로 거래 이용자 확인, 거래기록 7년 보존, 의심거래 신고 등을 의무화함

---

of Virtual Currencies, Press Release.

주요국 가상자산 관련 정책 방안

구분	기관	규제	가상자산업자 취급	주요 특징
미국 연방	FinCEN	은행비밀법	등록제(MSB)	· 자금세탁방지 규정 준수 · 의심거래보고
	통일법 위원회	통일가상통화 업규제법	면허제(license)	· 자금세탁방지 규정 준수 · 기록물(거래형태, 기술, 부채 등) 보관
미국 뉴욕주	NYDFS	금융감독 규정	면허제(BitLicense) (신고제 변경 검토중)	· 투자자보호를 위한 설명 의무 · 거래기록 보관 · 고객 확인(Know Your Customer) 의무
미국 메릴랜드주	노동, 허가 및 규제국	권고안	-	· 가상자산의 잠재적 위험 경고 · 가상자산 취급업자 MSB 등록 권고
	금융소비자보호 위원회	금융소비자 보호법	-	· 가상자산 통제(Control of Virtual Currency) 조항을 규정하여 특정 상황 시 일정량의 가상자산을 보유하도록 함
유럽	유럽연합	자금세탁방지 지침	규제 대상 확대 (거래소, 월렛 제공업체 등)	· 고객 확인(Know Your Customer) 의무 · 자금세탁방지 규정 준수 · 2020년 1월까지 자국법 마련 의무
일본	금융청	자금결제법	등록제	· 이용자와의 거래내용, 수수료, 시스템 안전관리 등 정기 감사 · 가상자산 변경 사전신고제, 과도한 광고 규제 등(개정안, 2020년 4월 시행)
		범죄수익이전 방지법	자금세탁방지 규제 대상	· 이용자 확인 · 거래기록 보관 · 의심거래신고

주 : MSB(Money Service Business)는 자금서비스업자를 의미

자료: 각국 규제기관 법, 권고안, 보도자료 참고하여 작성

□ 국내에서는 가상자산 관련 자금세탁방지 및 FATF 국제기준 이행을 위해 마련된 가상자산<sup>8)</sup> 관련 ‘특정 금융거래정보의 보고 및 이용 등에 관한 법률(이하 특금법)’ 개정안이 2019년 11월 국회 정무위원회에서 의결됨<sup>9)</sup>

- 금번 특금법 개정안의 취지는 가상자산 사업자의 자금세탁행위를 방지하고, 2019년 6월에 발표된 FATF 가상자산 관련 국제기준을 이행하는 데 있음
- 내용으로는 가상자산 사업자가 준수해야 할 의무와 금융회사가 가상자산 사업자와 거래할 시 준수해야 할 의무 등이 포함
  - 사업자에게 FIU(금융정보분석원)에 대한 신고의무, 자금세탁방지의무(고객확인, 의심거래보고 등) 부과

8) 우리나라의 경우 현재 암호자산, 가상통화, 가상자산 등의 다양한 용어를 사용하고 있으며, 본고에서는 FATF 가상자산 권고안 및 특금법 개정안에서 채택한 가상자산(Virtual assets)으로 통일함.

9) 금융위원회, 2019.11.26, 가상자산 관련 「특정 금융거래정보의 보고 및 이용 등에 관한 법률」 개정안 국회 정무위원회 의결, 보도참고자료.

- 금융회사에게는 사업자 기본사항 확인, FIU 미신고 및 자금세탁 위험이 높은 사업자 금융거래 거절 등이 부과
- 본 개정안이 공포될 경우 자금세탁방지의무 부과 대상 가상자산 사업자의 범위, 법 적용 대상 가상자산의 범위 등이 하위 법규(시행령, 고시 등)로 마련될 예정

□ 이밖에도 4차산업혁명위원회(이하 4차위)를 통해 가상자산 제도화 필요성이 언급되고, 기획재정부의 2020년 세법개정안에 가상자산 거래소득 과세 반영이 계획되는 등 가상자산 이슈에 지속적인 관심이 이어지고 있음

- 정부는 가상통화 특별대책(2017년 12월), 가상통화 자금세탁방지 가이드라인(2018년 1월) 등 현행 법률 범위 내에서 실행가능한 방안을 발표함
- 4차산업혁명위원회(이하 4차위)는 2019년 10월 ‘4차 산업혁명 대정부 권고안’에서 블록체인 기술육성과 암호자산 제도화를 연계해야 함을 강조<sup>10)</sup>
  - 암호자산의 법적 지위 마련, 조세·회계처리 방안 강구, 금융기관의 암호자산 취급 허용 등의 필요성 언급
- 기획재정부는 2019년 12월 보도자료를 통해 국내 거주자 및 비거주자의 가상통화 거래소득에 대한 종합적인 과세방안을 2020년 7월(예정)에 발표될 세법 개정안에 반영할 계획임을 언급<sup>11)</sup>
  - 가상자산 취급업소의 과세정보 제출을 위한 기술인프라 개발 및 구축 준비 중

국내 가상자산 관련 정책 및 대응 방안

일시	주요 내용
2017. 9.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 가상통화는 법정화폐 또는 통화가 아니라는 정부의 입장 발표</li> <li>• 증권발행 형식을 포함한 모든 형태의 ICO 금지</li> <li>• 금전대여·코인마진거래 등 신용공여 금지 및 이와 관련된 금융회사 영업·업무제휴 차단</li> </ul>
2017. 12.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 한국블록체인협회 ‘자율규제안’ 발표(암호화폐 이용자 보호 등에 관한 규정 등)</li> <li>• 가상통화 투기근절을 위한 특별대책’ 발표(가상통화 거래 실명제, 불법행위 합동조사 등)</li> </ul>
2018. 1.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 가상통화 관련 자금세탁방지 가이드라인’ 제정 및 시행</li> </ul>
2018. 4.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 공정거래위원회 가상통화 취급소(12개) 이용 약관상 불공정 약관 조항 시정 권고</li> </ul>
2018. 6.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ‘가상통화 관련 자금세탁방지 가이드라인’ 개정안(1차) 발표</li> </ul>
2018. 8.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 한국블록체인협회·한화손해보험 개발 ‘뉴사이버페키지보험’(가상통화 도난 담보 등) 출시</li> </ul>
2019. 1.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 금융감독원 국내 ICO 실태조사(2018년 9월~11월) 결과 발표</li> </ul>
2019. 3.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 대검찰청 ‘서민다중피해범죄 대응 TF’ 출범(가상통화 사기범죄 등 수사 목적)</li> </ul>
2019. 6.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 가상통화 관련 자금세탁방지 가이드라인’ 개정안 연장 시행 발표</li> </ul>
2019. 10.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 4차산업혁명위원회 ‘4차 산업혁명 대정부 권고안’ 발표(암호자산 제도화 필요성 언급)</li> </ul>
2019. 11.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 가상자산 관련 ‘특정 금융거래정보의 보고 및 이용 등에 관한 법률’ 개정안 국회 정무위 의결</li> </ul>
2019. 12.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 기획재정부 국내 거주자 및 비거주자 가상통화 거래소득 과세 관련 세법개정안 계획 언급</li> </ul>

자료: 각 기관 보도자료 참고하여 작성

10) 4차산업혁명위원회, 2019.10.25, 4차 산업혁명 대정부 권고안.

11) 기획재정부, 2019. 12. 30, 한겨레, ‘기재부 “암호화폐 과세 불가” vs 국세청 “빚썰, 소득세 803억 내라”’ 기사 관련, 보도참고자료.

- 우리나라는 가상자산 거래의 투명성을 확보하고 잠재 리스크로 인한 추가 피해를 막기 위해 국제적 공조에 발맞춰야 할 것이며, 향후 투자자보호, 조세부과 등으로 규제의 폭을 넓혀갈 필요
  - 2020년 6월에 예정된 FATF의 가상자산 관련 기준 이행상황 점검 및 상호평가 결과에 따라 국제 관계에 부정적 영향을 미칠 수 있으므로 국내 특금법 절차가 이른 시일 내 진행될 필요가 있음
  - 한편, 특금법의 경우 자금세탁 및 테러자금 조달방지를 위한 내용 위주로 반영하고 있으며, 다양한 금융거래에 활용될 수 있는 가상자산의 경제적 실질에 대한 정의, 소비자 및 투자자보호 등에 관한 규제방향을 나타내는 데에는 한계가 있음<sup>12)</sup>
  - 향후 가상자산의 기능 및 용도의 다양화에 따라 투자자의 리스크 노출이 확대될 우려가 있음
  - 적절한 법적 장치 없이는 가상자산 감독 및 투자자 보호 등에 한계가 있으므로 국제적 움직임과 국내 시장상황을 면밀히 모니터링하여 관련 규제의 폭을 넓혀갈 필요

연구원 정지수

12) 황세운, 2019, 가상자산의 해외 규제동향 및 국제 규제체계 마련에 관한 시사점, 자본시장연구원 자본시장포커스 2019-26호.