

## 코로나19 확산 이후 글로벌 주식시장 성과비교\*

선임연구위원 김준석

코로나19의 전세계적 확산에 따른 동반 급락 이후, 주요국 주식시장은 각국 경제에 미친 충격의 규모와 주식시장의 특성에 따라 회복양상이 차별화되고 있는 것으로 분석된다. 2019년 대비 2020년 경제성장률 하락폭이 작을수록, 주식시장에서 IT섹터가 차지하는 비중이 클수록, 그리고 주식시장 유동성이 풍부할수록 빠르게 회복되고 있는 것으로 나타나며, 한국 주식시장이 주요국 중 상대적으로 높은 성과를 거두고 있는 것은 이상의 세 조건을 모두 갖추고 있기 때문인 것으로 파악된다. 한국의 양호한 경제성장률 전망과 주식시장의 신속한 회복은 근본적으로 코로나19 방역성과에 힘입은 바 크므로, 코로나19의 재확산이 현 시점에서 주식시장의 가장 큰 위험요인이라 할 수 있다.

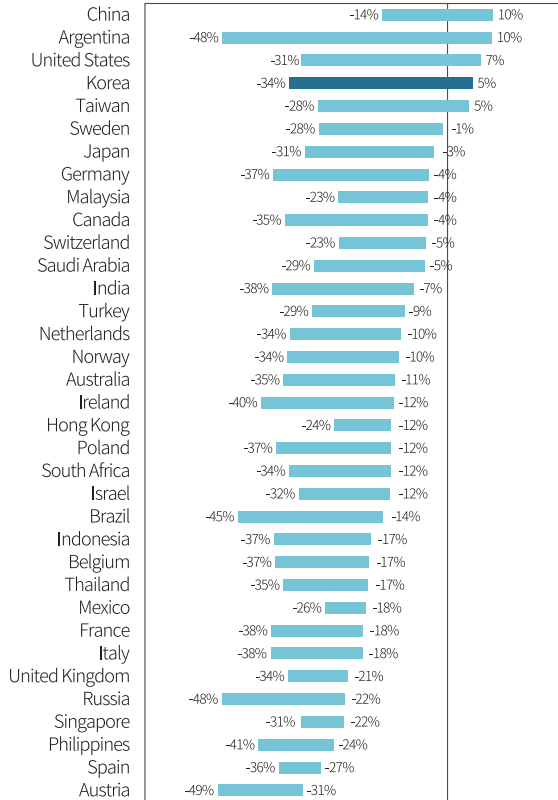
코로나19의 전세계적 확산이 시작되면서 급락했던 주요국 주식시장은 3월말 이후 꾸준히 회복되고 있다. 코로나19 확산세가 진정되고 경제봉쇄 조치가 해제되면서 경기회복에 대한 기대감이 반영된 것으로 평가되며, 각국의 통화완화정책으로 유동성이 확대된 것도 영향을 주었을 것으로 보인다. 그러나 초기에 비해 확산속도가 줄었다고는 해도 전세계 일일 신규확진자 수가 25만명을 넘고 코로나19의 재확산 징후가 여러 국가에서 나타나고 있어 전망은 여전히 불투명한 상황이다.

본고에서는 코로나19 확산 이후 주요국 주가지수 성과에 영향을 준 요인을 점검해 보고자한다. 2월 중순부터 3월 중순까지 주가지수 급락시기에는 글로벌 경기침체 가능성과 유가급락 등이 공통 위험요인으로 작용하면서 주요국 주가지수가 동조화된 양상을 보이고, 급격한 자금유출이나 투자자 심리와 같은 일시적 충격요인이 크게 작용했을 것으로 생각된다. 반면 급락 이후에는 코로나19 확산의 실물경제에 대한 영향과 정책적 대응의 효과가 점차 가시화되면서 각국 주식시장의 흐름이 차별화되고 있을 것으로 예상된다.

〈그림 1〉은 코로나19 첫 사망자가 보고된 1월 11일 이후 주요국 주가지수의 저점기준 수익률과 8월 31일까지 수익률을 함께 표시하고 있다. 최저수익률은 평균 -34%, 8월말까지 전체기간 수익률은 평균 -10%로, 급락 이후 24%p, 즉 지수저점 대비 36%에 이르는 큰 폭의 반등이 있었던 것이 확인된다. 최저수익률과 전체기간 수익률의 편차를 비교해 보면, 최소 8%p(멕시코)에서 최대 58%p(아르헨티나)로, 국가별 주가지수 반등폭에 큰 차이가 관찰된다. 한편 주가지수가 1월 11일 수준 이상으로 회복된 국가는 35개국 중 5개 국가인데, 한국이 그 중 하나다.

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

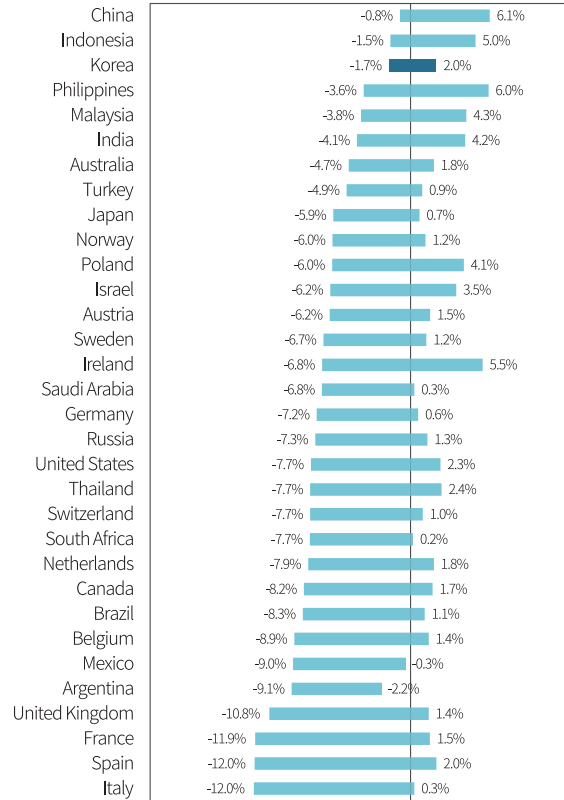
〈그림 1〉 코로나19 발생 이후 주요국 주가지수 수익률



주 : 막대의 좌측은 1월 11일부터 주가지수 저점까지의 수익률, 우측은 1월 11일부터 8월 31일까지 수익률

자료: DataGuide, 자본시장연구원 가공

〈그림 2〉 2019년 및 2020년 주요국 경제성장률



주 : 막대의 좌측은 2020년 경제성장률의 6월 전망치, 우측은 2019년 경제성장률

자료: OECD, IMF

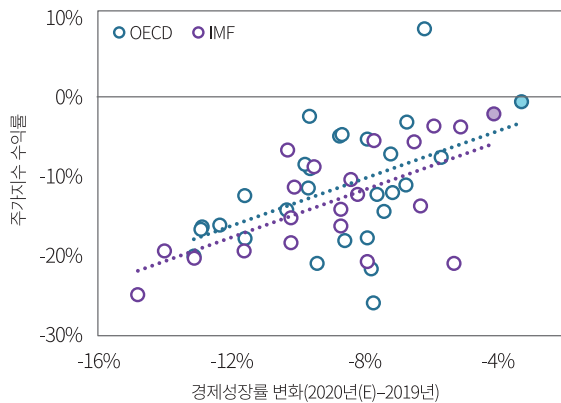
### 실물경기 충격과 주가지수 성과

코로나19 이후 주가지수 변화에 영향을 준 가장 근본적인 요인은 실물경제에 대한 충격의 규모로 볼 수 있다. 〈그림 2〉는 2019년의 경제성장률과 2020년의 경제성장률 전망치(OECD와 IMF의 6월 전망 기준)를 국가별로 비교하고 있다.<sup>1)</sup> 2020년 경제성장률 전망치는 평균 -6.9%, 2019년 대비 경제성장률 하락폭은 평균 8.9%로 코로나19가 2008년 금융위기 이상의 실물경기 충격을 주고 있음을 보여 준다. 이탈리아, 스페인, 프랑스, 영국 등의 2020년 경제성장률 전망치는 -10% 이하로 주요국 중 가장 낮은 수준이며, 중국, 인도네시아, 한국 등은 -2% 이상으로 상대적으로 양호하다. 특히, 한국은 경제성장률 하락폭이 3.7%로 주요국 중 가장 작다.

1) OECD와 IMF의 전망치가 모두 존재하는 경우 평균값을, 한 기관의 전망치만 존재하는 경우 해당 기관의 전망치를 기준으로 하며, OECD 전망치는 코로나19 회 확산(Single-Hit) 가정 전망치를 이용한다.

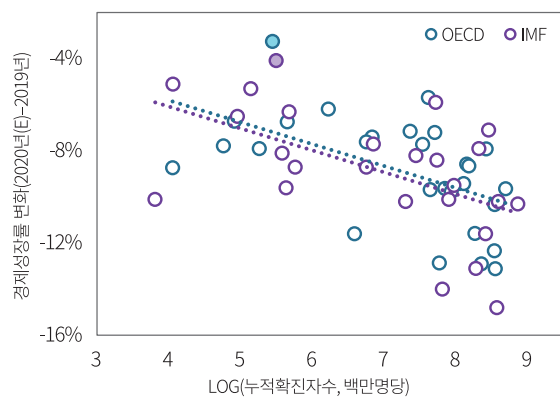
<그림3>은 2019년 대비 2020년 경제성장률 변동폭과 1월 11일부터 6월 경제성장률 전망치 발표 시점까지의 주가지수 수익률의 관계를 보여준다. 경제성장률 하락폭이 클수록 주가지수 수익률이 낮은 것을 확인할 수 있는데, 경제성장률이 1% 추가로 하락할 때 주가지수 수익률은 약 1.5% 하락하는 관계가 관찰된다. 8월 말까지의 수익률을 이용하여 분석할 경우 국가간 격차는 더 벌어져, 경제성장률이 1% 하락할 때 주가지수 수익률은 약 2% 하락하는 관계가 나타난다. 경제성장률 변동폭과 코로나 19 확산 이후 지수 최저점 수익률 사이에서는 뚜렷한 상관관계가 나타나지 않는다는 점에서, 급락 이후 주가지수 반등과정에서 실물경기 충격의 규모가 반영되고 있음을 추론할 수 있다. 아울러 한국의 경제성장률 하락폭이 크지 않을 것이라는 전망이 급락 이후 주식시장이 신속하게 회복될 수 있었던 배경이었음을 확인할 수 있다.

<그림 3> 경제성장률 변화와 주가지수 수익률



주 : 1월 11일부터 경제성장률 전망치 발표시점(6월)까지의 수익률 기준  
 자료: DataGuide, OECD, IMF, 자본시장연구원 가공

<그림 4> 코로나19 누적확진자수와 경제성장률 변화



주 : 2020년 경제성장률 전망치 발표시점(6월)의 누적확진자수 기준  
 자료: OECD, IMF, World Bank, 질병관리본부

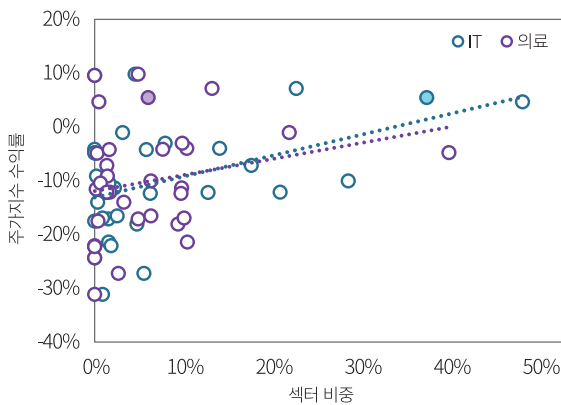
주요국의 2020년 경제성장률 전망에 영향을 미친 핵심 요인은 결국 코로나19의 확산 수준으로 볼 수 있다. 코로나19의 확산이 경제봉쇄조치로 이어지고, 생산감소, 수요위축, 교역감소가 발생하면서 경기침체가 진전되어 왔음은 주지의 사실이다. 따라서 코로나19의 확진자수가 많은 국가일수록 2020년 경제성장률이 크게 위축될 것으로 예상할 수 있다. <그림 4>는 인구 100만명당 누적확진자 수와 2019년 대비 2020년 경제성장률 변동폭의 관계를 보여준다. OECD와 IMF가 전망치를 발표한 시점(6월)을 기준으로 누적확진자 수가 많은 국가일수록 2020년 경제성장률이 2019년 대비 낮게 전망되고 있음을 볼 수 있다. 추정식에 따르면 100만명당 누적확진자수가 약 3배 증가할 때마다 2020년 경제성장률 전망치는 1%씩 낮아진다는 계산이 나온다. 한국은 6월 기준 누적확진자수가 100만명당 240여

명 정도로 주요국 대비 매우 낮은 수준이었으며 현재까지도 낮은 수준을 유지하고 있다.<sup>2)</sup> 코로나19에 대한 적극적인 방역이 경제침체를 방어하는데 중요한 역할을 하고 있는 것으로 평가할 수 있다.

**주식시장 특성과 주가지수 성과**

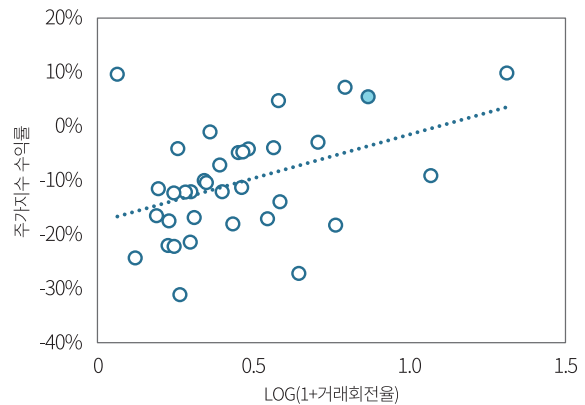
코로나19 이후 주식시장 성과에 영향을 미친 시장요인을 살펴보자. 첫 번째 요인으로 상장기업의 구성을 생각해 볼 수 있다. 코로나19 확산과 함께 의료 서비스 및 비대면-디지털 서비스 수요가 급증하면서 의료와 IT 분야가 주목받고 있다. 특히 코로나19를 계기로 경제활동의 기반이 비대면-디지털 방식으로 급격히 전환될 것이라는 견해가 많다. 따라서 IT와 의료섹터의 비중이 높은 국가수록 주가지수 성과가 높을 것으로 예상할 수 있다. <그림 5>는 주요국 지수의 IT 및 의료섹터 비중(2019년말 기준)과 코로나19 발생 이후부터 8월말까지의 주가지수 수익률의 관계를 보여준다. IT섹터의 비중이 클수록 지수수익률이 높은 것으로 나타나며 그 관계는 통계적으로 유의하다. 의료섹터의 경우에서도 섹터비중이 클수록 지수수익률이 상승하는 관계가 관찰되나 통계적 유의성은 제한적이다. 한국의 IT섹터 비중은 37%로 주요국 중 대만 다음으로 높아, 주가지수 반등을 견인한 요소로 작용한 것으로 파악된다.

**<그림 5> IT 및 의료 섹터비중과 주가지수 수익률**



주 : 섹터비중은 2019년말 시가총액 비중 기준  
 자료: DataGuide, Datastream

**<그림 6> 주식시장 유동성과 주가지수 수익률**



주 : 1월 11일부터 8월 31일까지의 수익률, 2015~2019년의 평균 연간 거래회전율 기준  
 자료: DataGuide, World Bank, LSE, Euronext, TWSE

두 번째 시장요인은 주식시장 유동성이다. 주식시장 유동성은 가격효율성의 핵심 요소로 유동성이 풍부할수록 주가는 본질가치로 신속하게 조정된다. 다양한 투자목적과 거래수요를 가진 투자자가 층

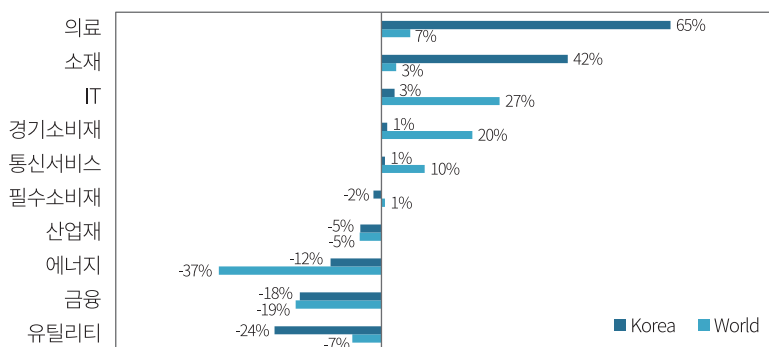
2) 8월 31일 기준 한국의 100만명당 누적확진자 수는 389명으로, 미국의 1/47, 스페인의 1/27, 영국의 1/13, 독일의 1/7 수준이다.

분히 존재할 때 시장에 대한 충격이 효과적으로 흡수되며, 신속하게 회복할 수 있다. 요컨대 유동성은 탄력성(resilience)을 의미한다. <그림 6>은 주요국 주식시장의 거래회전율(2015~2019년 평균)과 코로나19 발생 이후부터 8월말까지의 주가지수 수익률의 관계를 보여준다. 주식시장 유동성이 높을수록 주가지수 수익률이 높은 경향이 관찰된다. 한국시장은 분석대상 주식시장 중에서 거래회전율이 세 번째로 높으며, 풍부한 유동성이 주가지수 성과의 또 다른 배경임을 확인할 수 있다.

### 주식시장 과대평가 가능성

한국 주식시장의 상대적으로 양호한 성과는 경제적 근거를 가지고 있다고 판단되나, 주가지수가 코로나19 발생 이전 수준을 넘어섰다는 점에서 낙관적 전망이나 시중 유동성 확대에 따른 과대평가 가능성이 제기된다. 전체 주식시장의 과대평가 수준을 객관적으로 평가하기는 어려우므로 한국 주식시장의 섹터별 성과를 통해 간접적으로 접근해보자. <그림 7>은 코로나 19 발생 이후부터 8월말까지 한국 섹터지수와 MSCI AC World 섹터지수<sup>3)</sup>의 수익률을 비교하고 있다. 한국의 의료, 소재, 에너지 섹터 수익률은 상대적으로 높은 반면, IT, 경기소비재, 유틸리티 섹터의 수익률은 상대적으로 낮은 것으로 나타난다. 특히, 의료섹터의 경우 글로벌 대비 58%, 소재섹터의 경우 글로벌 대비 39% 높은 수익률을 보이는 것이 두드러진다. 섹터 내 하위 업종 구성의 차이가 원인일 수도 있겠으나 두 섹터에서 공통적으로 단기급등이 관찰되었던 만큼 과대평가 가능성을 경계할 필요가 있다.<sup>4)</sup> 한편 IT섹터의 경우 수익률 3%로 글로벌 섹터지수에 비해 24% 낮은 수익률이 관찰된다. 한국 주식시장의 높은 IT 비중이 신속한 회복에 기여하였음에도 글로벌 IT 섹터에 비해서는 성과가 저조하다. 이는 IT섹터 중에서 수익률이 가장 높은 소프트웨어 부문의 비중이 낮기 때문인 것으로 추정된다.

<그림 7> 한국과 글로벌 섹터지수 수익률 비교



주 : 1월 11일부터 8월 31일까지의 수익률 기준

자료: DataGuide, MSCI

3) MSCI AC World 섹터지수는 23개 선진국과 26개 신흥국의 대형주와 중형주를 기준으로 산출되는 지수다.

4) 의료섹터의 경우 6월초에 약 30%, 소재섹터는 8월초에 약 20%의 단기급등이 관찰된다.

### 맺음말

이상에서 35개국 주식시장을 대상으로, 코로나19 발생 이후 약 8개월간의 주식시장 성과에 영향을 미친 요인을 검토하였다. 급락 이후, 주요국 주식시장은 각국 경제에 미친 충격의 크기와 주식시장의 특성에 따라 차별화된 회복양상을 보이고 있는 것으로 분석된다. 2019년 대비 2020년 경제성장률의 하락폭이 작을수록, 주식시장에서 IT섹터가 차지하는 비중이 클수록, 주식시장 유동성이 풍부할수록 상대적으로 빠르게 회복되고 있는 것으로 나타난다. 한국 주식시장이 35개국 중 네 번째로 높은 수익률을 기록하고 있는 것은 이 세 가지 요건을 모두 갖추고 있었기 때문으로 판단된다. 다만, 일부 섹터가 글로벌 섹터와 비교할 때 현저히 높은 수익률을 기록하고 있다는 것에 대해서는 주의를 기울일 필요가 있다. 아울러 한국의 양호한 경제성장률 전망과 최근의 주식시장 회복세는 근본적으로 코로나19 방역성과에 힘입은 바 크다. 현 시점에서 한국 주식시장의 가장 큰 위험요인은 코로나19의 재확산이라는 사실을 다시 한 번 상기할 필요가 있다.

## 자사주 취득 방법과 주주가치 제고 효과에 대한 소고\*

연구위원 강소현

코로나 위기가 확산되어 주가가 급등락하고 자사주 매입 한도가 한시적으로 완화되면서 자사주 취득 기업이 크게 증가하였다. '주가 안정 및 주주가치 제고' 목적의 자사주 취득 결정은 투자자들 사이에서 호재로 인식된다. 그러나 모든 자사주 취득이 동일한 효과를 가지는 것은 아니다. 우선 기업이 취득한 자사주를 소각하지 않고 일정기간이 경과한 후에 시장에 처분할 경우 일시적인 효과를 유발하는 데 그칠 수 있으므로, 자사주 취득 후 처리 방법을 주의 깊게 살펴보아야 한다. 또한 동일한 조건의 공시라 할 지라도 제도적 특성으로 인해 실제 이행 결과가 달라질 수 있어 주의가 필요하다. 기업이 자사주를 직접 매수하는 방식과 달리 신탁계약을 통한 간접취득은 사실상 취득기한에 제한이 없고 공시한 신탁금액을 전액 취득하지 않아도 되며 취득한 자사주를 계약기간 내에 매도하는 것이 가능하다. 따라서 실질적인 자사주 취득 여부나 취득기간이 불확실하고 주가 부양효과가 투자자의 기대와 상이할 가능성이 높다.

특히 코로나19로 인해 주가가 급락하는 상황에서 집중적으로 이루어진 이번 자사주 취득 결정은 장기적인 주주가치 제고보다는 단기적 시세차익 등의 목적으로 일시적인 활용에 그칠 우려가 존재한다. 따라서 투자자는 자사주 취득 제도를 명확히 이해하고 자사주 취득 과정과 취득 후 처리 방법, 실제 체결 현황 등을 지속적으로 확인해야 하며 이를 바탕으로 주주가치 제고 효과를 평가해야 한다. 또한 기업의 자사주 취득이 올바른 방향으로 활용되도록 자사주 취득 관련 제도 및 공시 개선방안에 대한 지속적 논의가 요구된다.

최근 코로나19로 인해 주가가 급등락하고 시장안정화조치의 일환으로 자사주 매입 한도가 완화되면서 기업의 자사주 취득이 크게 증가하였다. 기업의 자사주 취득 결정은 투자자들 사이에서 긍정적으로 평가되는 분위기이다. 자사주 취득으로 유통주식수가 줄어 주가 하락을 방어하는 직접적인 효과가 있을 것으로 기대되는 동시에 주가 저평가 신호효과와 주주가치 제고에 대한 경영진의 적극적 의지를 보여주는 정책으로 해석되기 때문이다. 그러나 모든 자사주 취득이 동일한 특성과 효과를 가지는 것은 아니다. 자사주 취득은 주가부양 효과가 있는 것으로 알려져 있지만 특성 차이에 따라 주주가치 제고의 의미와 효과는 달라질 수 있다. 따라서 모든 자사주 취득 공시를 동일하게 취급하는 것은 부적절하며 투자자는 기업의 자사주 취득 과정과 취득 후 처리 방법, 체결 현황을 면밀히 살펴볼 필요가 있다. 본고에서는 자사주 취득 특성을 정확히 이해하고 자사주 취득의 주주가치 제고 효과를 바르게 평가하

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

기 위하여 고려해야할 사항을 살펴보고자 한다. 또한 투자자의 올바른 투자판단을 위한 정보를 효과적으로 전달하기 위한 개선방안을 논의한다.

### 취득한 자사주의 처분과 제한적 주주환원 효과

기업이 자사주 취득을 공시하면 일반적으로 주가는 상승한다. 주가가 상승하는 원인은 크게 두 가지로 나누어 설명 가능하다. 우선 자사주 취득은 기업 유통주식의 수급에 직접적 영향을 미친다. 기업이 취득한 자사주는 더 이상 시중에서 유통되지 않기 때문에 공급물량 감소로 나머지 주식의 가치는 올라간다. 또한 취득한 자사주에는 배당청구권과 신주인수권이 없으므로 향후 주주에게 지급되는 배당이 증가하고 유무상증자시 배정 비율이 증대되는 효과를 누릴 수 있다. 두 번째로는 자사주 취득이 주주들에게는 호재성 공시로 인식되어 투자자의 신규 매수를 유발한다. 기업이 '주가 안정 및 주주 가치 제고'를 위하여 자사주를 취득하겠다고 발표하면 투자자는 이를 긍정적으로 평가한다. 기업의 자사주 취득은 기업 내부자들이 기업 가치가 현재 저평가 상태라는 판단을 하였다는 간접적 증거로 해석된다. 또한 기업이 자기주식을 취득할 만한 여력이 있을 정도로 자금력이 충분하다는 것을 방증한다. 이러한 이유로 기업의 자사주 취득 공시 이후 주가는 상승하고 그 결과 주주들이 보유한 자산가치가 상승하게 되므로 투자자는 기업의 자사주 취득 결정을 긍정적으로 평가하게 된다.

그러나 기업이 취득한 자사주는 자동으로 영구히 소멸되는 것은 아니다. 기업이 자사주를 소각하지 않고 보유하다가 일정 기간이 경과한 후에 시장에 처분할 경우 유통주식 수는 다시 증가하게 된다. 이 경우 자사주 취득은 일시적인 효과를 유발하는 데 그치게 된다. 즉, 자사주 취득 후 소각하여 발행주식 수가 영구적으로 감소해야 주주는 지속적인 주주가치 제고를 기대할 수 있다.

따라서 자사주 취득 공시 효과를 평가할 때 투자자는 취득 후 처리 방법에 대해서 관심을 가지고 주의 깊게 살펴볼 필요가 있다. 기업이 자사주를 즉시 소각할지, 지속적으로 보유할 것인지, 단시간 내에 처분할 것인지에 따라 주주환원 효과의 강도와 기한이 달라진다. 국내 주식시장에서 자사주 취득의 경우 대다수가 소각으로 이어지지 않으므로 더 각별한 주의가 필요하다. 자사주를 저가에 매수하여 주가 상승을 유도하고 주가가 상승하면 다시 매도하여 시세차익을 올리는 투자 수단으로 자사주를 악용할 가능성이 있다. 국내 자사주 취득의 대부분이 취득 목적을 주주가치 제고라 공시하지만 자사주 취득 후 처분을 반복함으로써 주가에 과도한 영향을 미치고 투자자의 판단을 흐린다면 진정한 의미의 주주환원이라 보기 어렵다.

**자사주 취득 과정의 제도적 특성이 주주환원 효과에 미치는 영향<sup>1)</sup>**

투자자가 주주가치 제고의 관점에서 기업의 자사주 취득을 평가할 때 자사주 취득 후 처리 방식 이외에 자사주 취득 과정도 살펴보아야 한다. 일반적으로 투자자는 자사주 취득이 공시된 후 기업이 발표한 자사주 전량을 즉각적이고 완전하게 취득할 것이라고 기대한다. 그러나 실제로는 자사주를 취득하는 데 장기간이 소요되고 전체 물량이 취득되지 않고 일부만 매수되거나 전량 매도되기도 한다.

자사주 취득의 실제 이행 결과에 차이가 발생하는 이유를 파악하기 위해서는 우선 자사주 취득 방법의 제도적 특성에 대한 이해가 선결되어야 한다. 기업이 자사주를 취득하는 가장 기본적인 방법은 i) 취득예정주식수를 공시한 뒤 거래소 또는 장외시장에서 기업이 직접 매수하는 것이다(상법 제341조 제1항제1호). 또는 기업이 은행이나 신탁회사와 계약을 체결하여 일정 금액을 신탁하고 신탁계약 금융기관이 계약기간 내에 기업을 대신하여 자사주를 취득할 수 있다(자본시장법 제165조의3제4항). 이때 ii) 자사주 취득 신탁계약이 해지되거나 계약기간이 종료되면 기업은 신탁업자가 취득한 자사주를 현물로 반환받을 수 있다(자본시장법 제165조의3제1항제2호). i)이나 ii)의 경우 기업이 자사주를 실질적으로 보유하게 되므로 직접취득이라 한다. 한편 간접취득은 iii) 신탁 계약기간 내에 신탁 금융기관이 자기주식을 취득하는 경우를 말한다. 각 취득 방법 간 차이는 다음과 같이 정리할 수 있다.

첫째, 일반적으로 기업이 시장에서 직접 매수하는 경우(i)에 비하여 신탁계약 후 현물반환(ii)에 장시간이 소요된다. 규정에 따르면 자사주를 직접취득할 경우 공시 다음 날부터 3개월 이내에 취득을 완료해야 한다(자본시장법 시행령 제176조의2제3항, 발행공시규정 제5-9조제1항).<sup>2)</sup> 하지만 신탁계약 기간은 통상 6개월 이상으로 결정되며(자본시장법 시행령 176조의2제2항제6호) 기업이 원할 경우 계약기간 연장 또한 가능해서 해지까지 수년이 경과하기도 한다. 따라서 신탁계약에 의한 자사주 취득까지 실제 소요시간은 길어질 수 있다.

둘째, 직접취득(i, ii)은 결의한 취득예정주식수를 반드시 취득해야 하고 그렇지 못한 경우 제재를 받는 반면 간접취득(iii)은 강제성이 없다. 따라서 공시에 명시된 신탁계약금액만큼 실제 취득하지 않을 가능성이 존재한다.

셋째, 직접취득은 공시된 기간에 자사주 매수만 할 수 있지만 간접취득의 경우 신탁계약기간 중 취득뿐만 아니라 처분 또한 허용된다. 극단적인 예로 신탁계약을 체결하여 주식을 매입한 뒤 신탁계약을 해지하지 않고 처분하여 시세차익을 얻는 행위를 신탁체결기간 내에 반복한다 할지라도 규정 위반이 아니다.<sup>3)</sup>

1) 김영환, 정성창, 2008, 자사주 매입방식의 결정요인과 기회주의 가설의 검증, 경영학연구 37(5), 1205-1232.  
한국상장회사협의회, 2020 상장회사 자기주식 취득·처분 및 소각 실무해설, 상장협자료 2020-10.  
2) 신탁계약에 의한 현물반환의 경우 직접적인 자사주 취득은 신탁계약의 종료 또는 해지 후에 이루어지므로 신탁계약 종료 또는 해지 공시가 3개월의 기산점이 된다.  
3) 단, 신탁업자가 취득(처분)한 자사주를 신탁계약기간 내에 처분(취득)하는 경우 취득(처분) 1개월 이후에 가능하다.

넷째, 기업은 신탁업자가 취득한 주식을 현물로 반환받을 수 있을 뿐만 아니라 현금반환도 허용된다. 따라서 기업이 현금반환을 요청할 경우 '자기주식 취득 신탁계약 체결'로 공시됨에도 불구하고 결국 기업의 실질적인 주식 취득은 발생하지 않는다.

요컨대 기업이 시장에서 직접 취득하는 경우 공시 다음 날부터 3개월 이내에 공시한 목표 물량을 전량 매수해야 한다. 그러나 간접취득의 경우 사실상 취득기한에 제한이 없고 공시한 신탁금액을 전액 취득하지 않아도 되며 실제 자사주를 취득하였다 하더라도 계약기간 내에 매도하는 것 또한 가능하다. 이러한 유동적인 특성에도 불구하고 신탁취득이 주주가치 제고 수단으로 구분되는 이유는 투자자 관점에서 신탁계약 체결을 주가 부양에 대한 기업의 의지로 해석하며 신탁업자가 보유한 자금을 이용하여 주가 하락 시 자사주를 매수해주어 주가가 급락하는 것을 효율적으로 방어할 것이라 기대하기 때문이다. 그러나 자사주 취득과 관련된 연구는 취득 공시를 중심으로 이루어져 간접취득이 주가 하락을 선제적으로 방어하는 효과가 있는지에 대한 실증근거가 충분하지 않으며 실제 효과가 있다고 하더라도 주가 상승 시 재처분될 수 있기 때문에 투자자가 기대하는 주가 부양효과를 보장하기 어렵다. 즉, 기업의 직접매수와 신탁취득의 차이에 근거해보았을 때 신탁취득은 기업의 직접매수에 비해 실질적인 자사주 취득 여부가 불확실하고 주주환원의 효과가 약할 가능성이 높다.

**자사주 실질적 취득 및 보유 가능성과 공시 확인 시 주의 필요**

코로나19로 자사주 취득은 급격하게 증가하였다. 2020년 1월부터 8월 11일까지 자사주 직접매수와 신탁계약을 포함한 자사주 취득 공시 건수는 총 572건이었다. 기업의 직접매수에 따른 취득과 신탁계약에 의한 취득은 각각 206건과 266건이다. 자사주 취득은 주가가 하락하고 자사주 취득 일일 규모가 완화된 3월에 집중적으로 발생하였는데 총 326건으로 전체 공시의 절반이 넘는다.

**〈표 1〉 코로나19 이후 자사주 취득 공시 현황**

(단위: 건)

공시연도	직접매수에 의한 취득	신탁계약
2020. 01	15	4
2020. 02	21	26
2020. 03	132	194
2020. 04	21	16
2020. 05	1	6
2020. 06	5	9
2020. 07	7	8
2020. 08. 11	4	3
총합계	206	266

주 : 주가안정 및 주주가치 제고 이외의 취득 목적 공시 제외  
 자료: KIND



2020년 3월의 주가 폭락 당시 공시된 수량이 최종적으로 얼마나 매수될지, 취득한 자사주를 지속적으로 보유할지 여부를 사전에 판단하는 것은 쉽지 않다. 제한적이거나 소각 공시를 살펴보면 주주환원의 측면에서 우려스러운 점이 존재한다. 직접매수에 의한 자사주 취득 공시 206건 중 소각 목적인 경우는 17건에 불과하다. 즉, 대다수의 자사주는 취득 후 보유, 처분 여부가 불분명한 상황이다.

자사주 취득 규정에 따르면 최종 취득일로부터 6개월 동안 처분이 금지되므로 3월과 4월에 집중적으로 매수되었던 자사주가 즉각적으로 시장에 매도됐을 가능성은 낮다. 또한 신탁을 통한 취득의 경우에도 6개월간 해지금지 규정으로 인해 기본 계약기간이 6개월이므로 대다수가 아직 계약기간이 종료되지 않았다. 그러나 이는 다시 말하면 코로나19의 충격으로 시장이 급락했던 시점에 집중적으로 매수하고 이후 추가 매수나 신탁 신규계약이 없었다면 6개월이 경과한 올해 말 경부터 처분이 가능하다는 것을 의미한다. 연말까지 기업의 주가가 적정가 이상으로 유지될 경우 기업은 취득한 자사주를 매도하여 시세차익을 실현하려 할 수 있다.

〈표 2〉는 매매가 체결된 년도를 기준으로 2012년 이후 최근까지 연도별 자사주 취득 및 처분 주식 수를 나타내는데, 과거에 자사주를 취득한 사례를 바탕으로 실제 최종 취득 규모를 대략적으로 가늠해 볼 수 있다. 2012년부터 2019년까지 상장기업은 자사주 11만 8천주를 취득하고 5만 8천주를 처분하였다. 즉, 취득한 주식의 절반가량이 다시 처분되었다. 2020년 8월 14일까지 취득 주식 수는 3만3천주이며 처분은 2천주에 불과하다. 현재 처분과 취득상황을 비교해보았을 때 과거의 평균적 처분 비율에 크게 못 미치는 상황이므로, 예년 정도의 순 취득률이 유지된다고 하더라도 향후 기업의 자사주 매도가 증가할 가능성이 높다.

〈표 2〉 자사주 취득 방법에 따른 연도별 취득 및 처분 주식 수 비교

(단위: 주)

취득연도	전체			직접매매			신탁계약		
	취득 (A)	처분 (B)	비율 (B/A)	취득 (C)	처분 (D)	비율 (D/C)	취득 (E)	처분 (F)	비율 (F/E)
2012	11,979	10,509	88%	7,132	6,710	94%	4,847	3,799	78%
2013	11,568	6,471	56%	7,673	4,511	59%	3,894	1,960	50%
2014	12,073	9,188	76%	7,915	8,777	111%	4,158	410	10%
2015	20,722	9,560	46%	16,777	8,868	53%	3,945	693	18%
2016	14,735	6,721	46%	5,967	5,991	100%	8,768	730	8%
2017	12,132	7,428	61%	5,279	7,034	133%	6,854	394	6%
2018	19,260	4,309	22%	9,912	4,023	41%	9,348	286	3%
2019	15,172	3,511	23%	5,341	3,060	57%	9,831	452	5%
2012~2019	117,641	57,697	49%	65,996	48,974	74%	51,645	8,724	17%
2020. 08. 14	33,099	1,964	6%	19,869	1,721	9%	13,230	243	2%

주 : 취득 및 처분 연도는 공시일이 아닌 실거래체결일 기준임  
 자료: KIND

〈표 2〉 F열의 자사주 신탁계약에 따른 처분은 계약기간 내에 신탁재산 운용을 위해 매도한 경우와 계약 완료로 현금반환을 위해 처분한 경우를 모두 합한 것이다. 2010년대 초반에는 신탁취득 자사주 대비 50% 이상의 분량이 처분되는 등 실질적인 취득이 이루어졌다고 보기 어려웠다. 그러나 2016년 이후 취득대비 처분 주식 수는 급격하게 축소되어 2019년까지 누적 신탁취득 자사주의 5.3%가 매도되는 데 그쳤다.

평균적 통계치에 따르면 신탁취득 자사주 중 일부만이 처분되어 큰 문제가 없는 것으로 보이나, 개별 종목에 투자하는 일반 투자자의 경우에는 주의가 필요하다. 앞서 언급했던 것과 같이 극히 일부만 최종 취득되는 등 극단적인 사례가 존재하기 때문이다.

예를 들어, A기업은 2020년 3월에 1년 만기 30억원 규모의 자기주식취득 신탁계약을 체결하였다. 3개월 후 공시된 신탁계약에 의한 취득 상황보고서에 따르면 5월까지 29억 9천만원 상당의 자사주 59만 7천주를 취득하였다. 이후 보유상황은 별도로 공시되어 있지 않다. 그런데 최근까지 실제 체결내역을 살펴보면 취득상황 공시 1개월 후인 6월부터 취득한 자사주를 지속적으로 처분한 것으로 나타났다. 8월까지 누적 처분 수량은 42만 9천주로 전체 취득 자사주의 72%가 이미 매도되었으며 실보유수량은 16만 8천주에 불과하다. 해당 신탁계약은 해지되지 않은 상황이므로 이후에도 남은 자사주가 지속적으로 매도될 가능성이 있다.

다른 사례로, 코로나19로 인한 주가 폭락 시기에 신탁계약을 체결한 B기업은 계약기간 초기에 취득한 자사주를 이미 전량 매각한 상황이다. B기업은 2020년 3월 20억원 규모의 자사주 취득 신탁계약을 체결하였다. 이후 한 달이 경과한 시점에 신탁계약금액의 절반 정도에 해당하는 9억 7천만원 상당의 주식 80만 7천주를 취득하였다. 그러나 5월말에 취득한 주식 전량을 처분하였다. 3개월 사이에 주가가 크게 올라 매도총액은 26억원이었다. 자사주 취득과 처분으로 기업은 16억원의 시세차익을 올렸으며 2개월 수익률은 160%이다.

다시 말해 2020년 8월 중순을 기준으로 올해 자사주 취득에 비하여 처분 규모가 예년 수준에 크게 못 미치는 상황이다. 3월 주가가 급락한 이후 빠르게 회복하여 지속적으로 상승하는 추세에 있었기 때문에 기존에 보유한 자사주를 적극적으로 매도하지 않았다. 또한 기업이 직접 매수하거나 신탁계약을 해지한 후 6개월간 처분이나 신탁해지가 금지되기 때문에 올해 3월과 4월에 집중적으로 취득한 자사주는 아직 처분이 허용되지 않는다. 향후 자사주 처분이 허용되는 시점 이후에 기업의 자사주 매도가 증가할 수 있으므로 주의가 필요하다.

공시 측면에서 주의해야할 점은 신탁취득의 경우 자사주 취득 현황을 파악하기 쉽지 않다는 점이다. 우선 기업이 자사주를 직접 매입하는 경우 공시된 전량 취득을 완료하면 기업은 '자기주식 취득 결과보고서'를 제출해야 한다. 공시에는 매매체결 일자별로 주문수량, 취득수량, 취득가액 등과 함께 취득 예정 내용과 실제 취득 내용의 일치 여부, 취득 후 자기주식 보유상황이 공개된다. 규정에 따라 기

업이 직접 매수하는 경우 취득 공시 후 3개월 이내에 전량을 취득해야 하기 때문에 '자기주식 취득 결과보고서'를 통해 최대 3개월 안에 전체 취득 상황을 확인할 수 있다. 그런데 신탁계약에 따른 간접취득의 경우 상황을 파악하기 쉽지 않다. 기업은 신탁계약을 체결하고 3개월이 경과한 시점에 그 동안의 취득 및 처분 내역을 '신탁계약에 의한 취득상황보고서'를 통해 보고할 의무가 있다.

그러나 신탁취득은 단기간에 취득을 완료해야할 의무가 없으며 계약연장을 통해 기한은 장기화될 수 있다. 따라서 3개월 시점의 취득상황 보고는 직접 매수를 통한 취득과 달리 실효성이 떨어진다. 신탁업자를 통해 계약기간 내에 간접취득하는 경우 공시 시점으로부터 3개월 이후에 취득 또는 처분된 자사주는 계약이 해지되기 전에는 별도로 공시되지 않아 해당사항을 파악하기 어렵다. 신탁계약기간 내 자사주 취득·처분상황 공시 의무를 강화하는 등 공시 요건을 개선할 필요가 있다.<sup>4)</sup>

### 결론 및 시사점

코로나19의 영향으로 자사주 취득에 나선 기업이 예년에 비하여 두 배 가량 증가하였으며 특히 3월에 집중되어 있다. 기업이 자사주 취득을 통해 적극적으로 주가방어 의지를 보이면서 3월 증권시장 급락 시기에 주가를 안정시키는 데 직간접적으로 영향을 미쳤을 것으로 예상된다. 그런데 주가가 급락하는 상황에서 이루어진 이번 자사주 취득 결정은 시세차익 실현을 위해 일시적으로 활용되는데 그칠 가능성 또한 존재한다. 즉, 기업은 취득한 자사주를 소각하지 않고 시장에 처분하여 다시 시장에 유통시킬 수 있다. 또한 자사주 취득과 관련된 규정을 기반으로 판단해보았을 때 신탁계약 체결 결정 당시 공시된 신탁금액에 해당하는 규모의 자사주 취득은 실제 이행되지 않을 가능성이 있으므로 주의가 필요하다.

따라서 투자자는 직접취득과 간접취득, 기업의 직접매수와 신탁계약 등 자사주 관련 사항에 대해 명확하게 이해할 필요가 있다. 자사주가 소각되지 않고 처분되는 경우 자사주 취득에 따른 장기적인 주주가치 제고 효과를 기대하기 힘들다. 즉, 단기투자자의 경우 자사주 취득 공시나 주식 수 감소에 따른 일시적 이득을 볼 수 있으나 그 외의 주주에게 자사주 취득의 주주환원 효과는 제한적이다. 신탁계약의 경우 기업에 다양한 자율적 의사결정 기회가 주어져 있어 기대하는 수준의 자사주 취득이 이루어지지 않을 가능성이 존재하며 이를 사전적으로 예측하기도 어려워 지속적 관심과 주의 깊은 판단이 필요하다.

또한 향후 자사주 취득과 관련된 제도 및 공시 개선방안에 대한 지속적 논의가 필요하다. 기업의 자사주 취득에 대한 투자자의 예측가능성을 제고하고 회사의 임의적 판단을 방지할 수 있도록 제도적 개선 노력이 이루어져야 한다. 더불어 투자자에게 적시에 정보를 제공하여 투자자가 올바른 투자판단을 내릴 수 있도록 공시 요건 개선에 힘써야 한다.

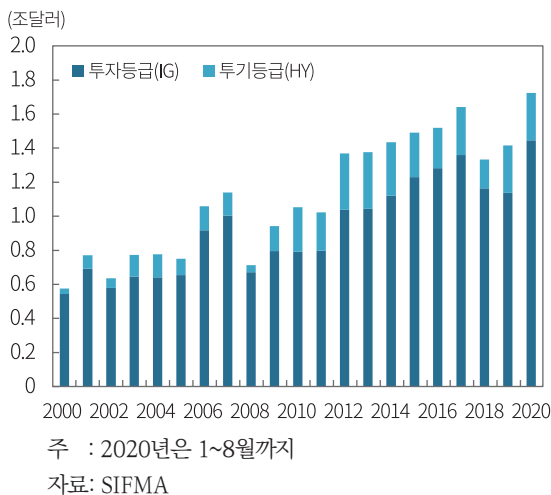
4) 기업의 자사주 취득 현황이 별도로 공시되지는 않으나 비공개되는 것은 아니다. KIND에서 제공하는 자사주 취득/처분 체결내역에서 개별 매매체결 내역을 확인할 수 있다. 그러나 체결내역에는 공시일자는 제공되지 않으며 매매일과 체결수량 정보만 제공되기 때문에 공시 항목과 각각 대조한 후 비교하여 산출하는 과정을 거쳐야 각 공시의 이행상황을 파악할 수 있다.

## 미 연준의 COVID-19 위기 대응 회사채 지원 정책 특징

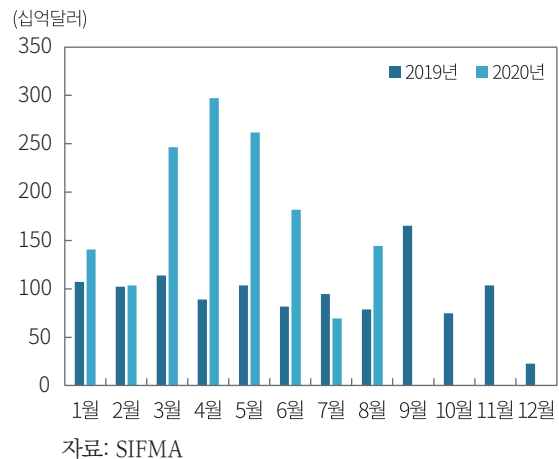
- 2020년 상반기중 미국의 회사채 신규 발행이 급격하게 증가하며 발행규모가 1조달러를 상회
- 이러한 회사채 발행 급증 현상은 미 연준이 도입한 회사채 매입 프로그램 PMCCF 및 SMCCF 영향에 기인
- 미 연준의 적극적인 지원으로 신용시장이 비교적 안정되고 우량 회사채에 대한 투자수요도 확대되었으나 지원 요건을 충족하지 못한 저신용 회사채의 경우 채무불이행이 증가하는 모습
- 향후 회사채 채무불이행 위험 확대 및 연준이 회사채 시장에 대한 지원을 중단할 경우의 충격 등에 유의할 필요

- 2020년 상반기중 미국의 회사채 신규 발행이 급격하게 증가하며 발행규모가 1조달러를 상회
  - 2020년 1~6월중 미국의 투자등급 기업들이 발행한 회사채 규모는 1.2조달러(전년동기간대비 106.1% 증가)를 기록
    - 이는 전년동기간(5,974억달러)의 2배 수준이고 지난 5년(2015~2019년)간 연평균 발행규모 수준
    - 특히 3~5월중 발행규모가 매월 2,000억달러를 넘어서며 급격하게 증가
  - 상반기중 투기등급 회사채 발행규모도 전년동기간대비 46% 증가(2,008억달러)하며 크게 확대

미국 회사채 발행규모 추이



미국 투자등급 회사채 발행규모 비교



□ 이러한 회사채 발행 급증 현상은 미 연준의 회사채 매입 프로그램 PMCCF 및 SMCCF 도입 영향에 기인

- 연준은 3월 23일 코로나19 위기에 대응해 기업들에게 유동성을 공급하기 위한 조치의 일환으로 Primary Market Corporate Credit Facility 및 Secondary Market Corporate Credit Facility 등 신규 대출제도 도입을 발표<sup>1)</sup>
- 연준의 개입으로 회사채 발행을 통한 자금조달 여건이 개선되자 기업들이 신규 발행을 늘렸고, 불확실성에 대비한 기업들의 선제적인 현금 확보 등으로 회사채 발행이 급증

□ PMCCF 및 SMCCF는 재무부의 출자(각 500억달러 및 250억달러)로 설립되었고, 뉴욕 연방은행이 대출금을 지원하는 방식으로 시행

- PMCCF 제도는 특수목적기구(SPV)를 설립하여 적격 발행기관이 발행한 회사채나 신규로 발행되는 대출을 매입<sup>2)</sup>
  - 매입대상은 2020년 3월 22일 기준 신용등급이 BBB-/Baa3 이상인 기업과 3월 22일 이후 신용등급이 강등된 경우 매입시점에 신용등급이 BB-/Ba3 이상인 기업의 잔존 만기 4년 이하 회사채 및 대출
  - 재무부 자본투자액 대비 레버리지는 투자등급 회사채 및 대출의 경우 10배, 기타 적격자산은 7배를 적용
- SMCCF 제도는 특수목적기구(SPV)를 설립하여 유통시장에서 적격 발행기관의 회사채 또는 미국에 상장된 회사채 ETF를 매입<sup>3)</sup>
  - 매입대상은 2020년 3월 22일 기준 신용등급이 BBB-/Baa3 이상인 기업과 3월 22일 이후 신용등급이 강등된 경우 매입시점에 신용등급이 BB-/Ba3 이상인 기업의 잔존 만기 5년 이하 회사채 및 회사채 ETF
  - 특정기업에 대한 편향 지원을 방지하기 위해 요건을 충족하는 회사채를 대상으로 유통시장에서 차지하는 비중, 신용등급 등을 고려해 가중치를 부여한 'BMI 지수(Broad Market Index)'를 구성하고 이를 기반으로 회사채 매입을 진행(해당 지수는 4~5주마다 재산정)
  - 재무부 자본투자액 대비 레버리지는 투자등급 회사채 및 투자등급 회사채 ETF는 10배, 투자등급 이하로 강등된 회사채 및 회사채 ETF는 7배, 기타자산은 위험도에 따라 3~7배를 적용
- 대출한도는 총 7,500억달러(PMCCF 5,000억달러 및 SMCCF 2,500억달러)로 설정되었으며, PMCCF와 SMCCF가 하나의 발행기관으로부터 매입 가능한 최대 금액은 두 개의 프로그램 총액의 1.5% 이내

1) Federal Reserve Board, 2020. 3. 23, Federal Reserve announces extensive new measures to support the economy.

2) Federal Reserve Board, 2020. 7. 28, Primary Market Corporate Credit Facility.

3) Federal Reserve Board, 2020. 7. 28, Secondary Market Corporate Credit Facility.

— 최초 발표 시 운영기한을 2020년 9월 30일로 설정하였으나 이후 12월 31일까지로 3개월 연장<sup>4)</sup>

**연준 회사채 매입 프로그램**

구분	PMCCF	SMCCF
적용시장	발행시장	유통시장
매입대상자산	- 적격 발행기업이 발행한 만기 4년 이하 회사채 - 적격 발행기업이 발행한 만기 4년 이하 대출채권(신디케이트론 및 회사채 발행금액의 25% 이내 인수)	- 적격 발행기업이 발행 및 적격 판매기관이 판매하는 만기 5년 이하 회사채 - 미국기업 회사채 시장에 투자하는 것을 주목적으로 하는 미국에 상장된 ETF
발행한도	2019년 3월 22일~2020년 3월 22일 해당기업의 회사채 및 차입금 잔액 최고액의 130%	- 2019년 3월 22일~2020년 3월 22일 해당기업의 회사채 발행잔액의 10% 이내 - 특정 ETF의 경우 발행증권의 20% 이내
대출한도	5,000억달러	2,500억달러
매입가격	- 단독으로 회사채를 매입할 경우 개별 기업마다 시장 가격 적용 - 신디케이트론 매입 시 여타 참가자와 동일한 가격 적용 - 수수료 100bp	- 공정시장가격 - ETF는 기초자산 추정순자산가치를 크게 초과하는 경우 매입 금지
운영기간	2020년 6월 29일 개시 및 2020년 12월 31일 종료	2020년 5월 12일 개시 및 2020년 12월 31일 종료

주: 운영기간은 시장 상황에 따라 연준 및 재무부의 결정에 의해 추가 연장 가능

□ 연준은 SMCCF를 통해 5월 12일 회사채 ETF 및 6월 16일 개별 회사채 매입을 시작하였으며, 6월 29일 PMCCF도 개시

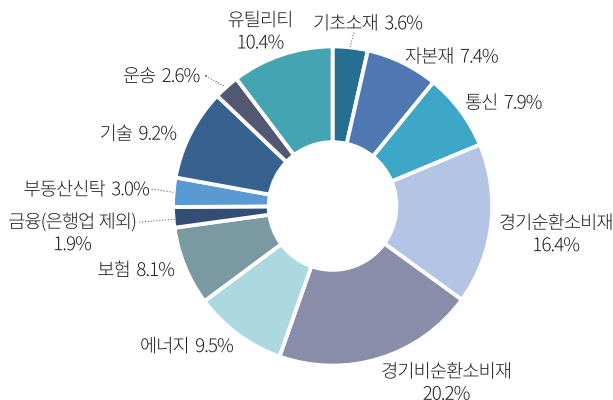
- SMCCF를 통한 회사채 매입대상 분야는 기초소재, 자본재, 통신, 경기순환소비재, 경기비순환소비재, 에너지, 보험, 금융(은행업 제외), 부동산신탁, 기술, 운송, 유틸리티로 12개 업종
  - 제약, 음식료, 주류, 담배 등의 업종이 포함되어 있는 경기비순환소비재가 20.2%, 자동차, 소매, 의류, 호텔, 레저 등이 포함된 경기순환소비재가 16.4%로 큰 비중을 차지
- 8월말 기준 SMCCF는 시장가치 87억달러 규모의 회사채 ETF를 보유하고 있으며 프로그램 가동 이후 39억달러 규모(상각후원가 기준)의 개별 회사채 매입을 진행
  - 폭스바겐, 도요타, 다임러, 포드 등 자동차기업과 애플, 마이크로소프트 등 IT기업 및 버라이즌, AT&T 등 통신기업이 매입규모 상위 10개사에 포함<sup>5)</sup>

4) Federal Reserve Board, 2020. 7. 28, Federal Reserve Board announces an extension through December 31 of its lending facilities that were scheduled to expire on or around September 30.

5) 모기업이 해외기업이여도 미국 현지법인이 발행한 채권의 경우 매입 대상에 포함

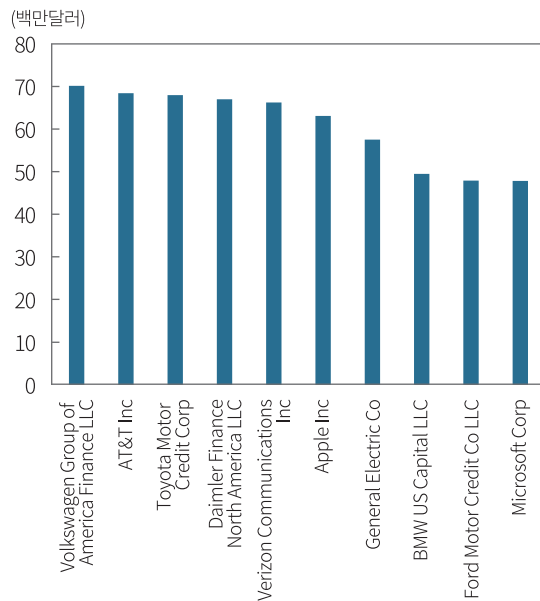
- 한편, 시장 일각에서는 애플 등 자금조달 사정이 양호한 우량기업의 회사채까지 연준이 직접 매입에 나서야 하는지 의문을 제기<sup>6)</sup>
- 6월 29일 PMCCF도 가동되었으나 8월말 기준 매입은 아직 이루어지지 않은 상황
  - PMCCF를 활용해 회사채 발행을 희망하는 기업은 개별적 신청이 이루어져야하고, 1%의 추가 수수료 등 추가 비용도 발생하게 되므로 기업의 제한적 활용이 예상

BMI 지수 업종별 비중



주 : 8월말까지 매입한 채권  
 자료: Fed Periodic Report(2020. 9. 8)

SMCCF를 통해 매입한 주요 회사채



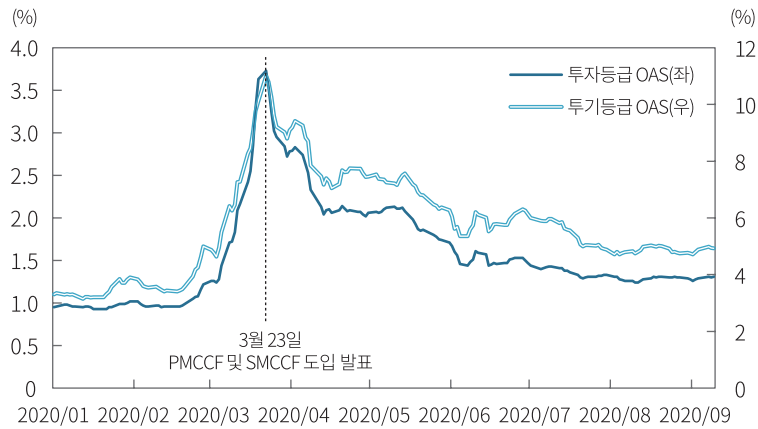
주 : 1) 상각후원가(Amortized Cost)기준  
 2) 8월말까지 매입한 채권 상위 10개사  
 자료: Fed Periodic Report(2020. 9. 8)

□ PMCCF 및 SMCCF는 회사채 시장과 관련해 2008년 글로벌 금융위기에도 활용되지 않았던 이례적인 조치라는 점에서 시장 안정에 크게 기여

- 코로나19로 인한 경제 둔화, 기업 실적 악화 우려 등으로 100bp수준이던 투자등급 신용스프레드는 2월중순 이후 급등하여 370bp수준까지 상승하였으나 연준의 회사채 매입 프로그램 도입 발표 이후 안정세를 시현

6) CNBC, 2020. 6. 29, The Fed is buying some of the biggest companies' bonds, raising questions over why.

미국 회사채 신용스프레드



자료: Bloomberg

- 또한 미 연준이 개별 회사채를 매입함으로써 미 회사채가 안전자산화되며 해외 투자수요도 증가
  - 안전자산 선호 심리가 강해지면서 통화 분산 차원에서 달러 채권에 대한 수요가 증가하고 있으며, 투자자들이 연준 매입 리스트에 포함된 회사채를 지속적으로 매입<sup>7)</sup>
  - 미 국채 금리가 역사적 저점까지 하락하는 등 저금리를 지속하는 가운데 회사채 시장은 연준의 적극적인 조치로 인해 상대적으로 안정을 찾아 한국 및 대만의 보험사, 일본의 은행 등 아시아 투자자들이 미국의 국채 대신 회사채 투자를 확대<sup>8)</sup>
    - 미국의 증권업 자율규제기구 FINRA의 데이터에 따르면 3월 셋째주 이후 아시아 금융시장 거래 시간에 이루어진 일평균 미국의 투자적격등급 회사채 매입액은 일평균 1억 8,000만달러로 2020년 1~2월보다 약 170% 증가
  
- 그러나 지원 요건을 충족하지 못한 저신용 회사채의 경우 채무불이행 비율이 확대되는 모습
  - 연준 회사채 매입 프로그램의 매입대상 자산은 대부분 투자등급에 집중되어 있으며 투기등급 회사채에 대한 지원은 제한적
    - 프로그램 도입 발표일(3월 22일)을 기준으로 투기등급으로 강등된 기업들의 회사채까지 매입대상에 포함했으나 BB-등급 이상을 유지하고 있는 회사채에 한정
    - 현재까지 매입한 회사채의 신용등급은 BBB등급 이상이 97%를 차지하며, BB등급은 3%에 불과
  - 매입 조건에 적용되지 않는 투기등급에 해당하는 기업들의 경우 필요 자금을 적시에 조달하지 못하고 채무불이행이 확대

7) The bell, 2020. 8. 3, 자산가들, 해외채권 투자 급증 'Fed 효과'.

8) WSJ, 2020. 6. 28, American Companies Find Willing Buyers of Debt Abroad.

- 7월말 기준 투기등급 채권의 채무불이행 비율은 6.2%로 장기평균인 약 3%의 2배 수준<sup>9)</sup>

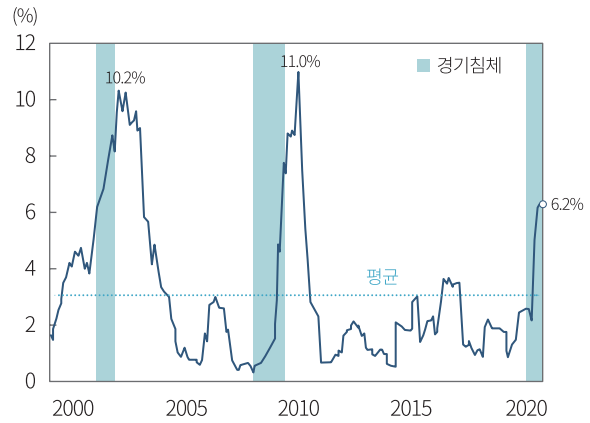
SMCCF를 통해 매입한 회사채 신용등급 비중

(단위: %)

등급	비중
AAA/AA/A	41.3
BBB	55.7
BB	2.9

주 : 8월말까지 매입한 채권  
 자료: Fed Periodic Report(2020. 9. 8)

미국 투기등급 회사채 채무불이행 비율



주 : J.P. Morgan US high-yield default rate 기준  
 자료: Capital Group

□ 향후 회사채 채무불이행 위험 확대 및 연준이 회사채 시장에 대한 지원을 중단할 경우의 충격 등에 유의할 필요

- 국제신용평가사 Fitch는 2021년 미국 투기등급 채권의 채무불이행 비율이 15%(base case)에 이를 것으로 전망<sup>10)</sup>
- 정책 수혜를 입은 기업의 경우 위기 상황이 일부 완화되겠지만 연준의 지원이 기업의 수익성 개선까지 보장해 주지 않으므로 코로나19 사태의 장기화에 따른 기업 실적 부진이 심화되면 자금조달 여건이 재악화되고 투자적격기업들의 채무불이행 가능성도 확대
- 또한 기한이 정해져 있는 연준의 지원이 종료될 경우 일어날 수 있는 시장 혼란 가능성에도 대비할 필요

선임연구원 장효미

9) Capital Group, 2020. 8. 21, Corporate defaults have tripled: What you need to know.

10) Fitch, 2020. 8. 19, Fitch U.S. High Yield Default Insight(High Yield Default Volume Tapers off in August: TTM Default Rate at 5.6%)

## 금융규제의 새로운 패러다임 레그테크(RegTech)

- 레그테크는 규제와 기술의 합성어로 정보기술(IT)을 활용한 금융규제 준수의 자동화·효율화 기법
- 금융범죄의 발생률이 증가함에 따라 레그테크 시장의 성장이 촉진되고 있음
- 우리나라도 개정된 특정금융정보법의 시행으로 트래블 룰(Travel Rule) 적용이 의무화됨에 따라 자금세탁방지시스템(AML)과 같은 레그테크를 활용한 디지털 역량 강화가 필요
- 레그테크는 금융회사의 규제준수 능력 제고 및 금융시장 전반에 걸쳐 준법감시 및 법규준수를 위한 사회적 비용의 절감 효과가 있을 것으로 기대

- 레그테크(RegTech)란 규제(Regulation)와 기술(Technology)의 합성어로서 정보기술(IT)을 활용해 금융규제 준수 관련 업무를 자동화·효율화하는 기법
  - 국내 법률상의 정의는 없으나, 레그테크는 ‘규제 목적을 효과적, 효율적으로 달성할 수 있도록 입법자, 규제기관(행정청), 시장참여자가 협력하여 규제의 준수·이행과 그 감시·감독에 인공 지능 등 첨단 기술을 도입하여 활용하는 것’으로 정의될 수 있음
    - 레그테크에서 Regulation은 감독당국이 요구하는 규제를 의미하는 것으로 금융회사 자체의 내부적인 컴플라이언스와는 차이가 있음

### 레그테크와 컴플라이언스와의 차이

특징	설명	차이점	
		레그테크	컴플라이언스
양방향성	감독당국과 금융회사 사이의 적극적인 양방향 소통과 단기간 내 정기적인 피드백을 시스템적으로 지원하는 특성	가능	어려움
표준화	원장 또는 자료의 저장과 제출을 위한 데이터 및 프로토콜의 표준화 가능 여부	가능	제한적 가능
자동화	데이터 수집과 추출 그리고 유효성 체크 등의 자동화 또는 인공지능화 여부	가능	가능
오픈소스	오픈소스 형태의 컴플라이언스 시스템을 지향하므로 적용 시간과 비용의 최소화 측면에서 중요한 요소	가능	어려움
실시간성	상황에 맞게 신속한 데이터 변환 및 분석이 가능해야 하는 요소	가능	가능
빅데이터 및 클라우드 기반	빅데이터 저장 및 분석을 클라우드 기반에서 구현하여 비용 및 확장성을 확보하는 여부	가능	제한적 가능
신기술의 활용	인공지능, 블록체인, 생체인증 등 신기술 채용 여부	가능	제한적 가능

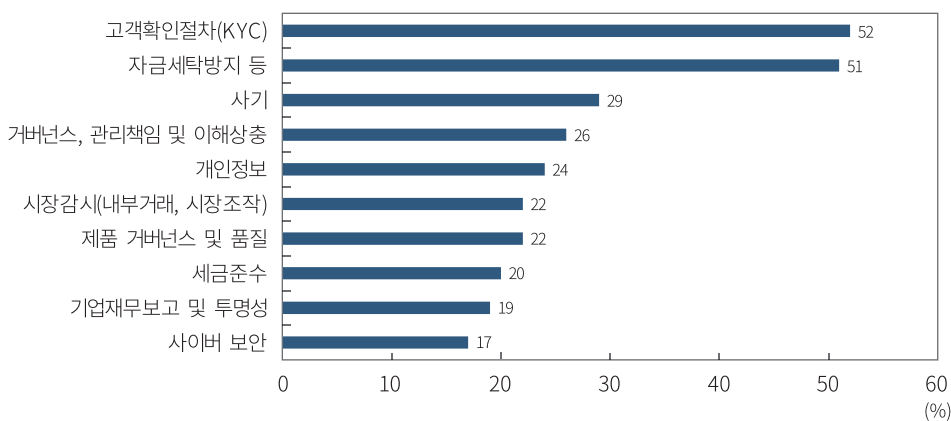
자료: 금융보안원, 2017, 국내 레그테크의 시장성 검토 및 도입 시 고려사항.

- 국제금융협회(Institute for International Finance: IIF)는 레그테크를 새로운 기술을 사용하여 규제 및 규정 준수 부담을 보다 효과적이고 효율적으로 해결하는 것(the use of new technologies to solve regulatory and compliance burdens more effectively and efficiently)으로 정의<sup>1)</sup>
- 영국의 금융행위감독청(Financial Conduct Authority: FCA)은 레그테크를 기존 기능보다 효율적이고 효과적으로 규제 요구사항을 원활하게 전달할 수 있는 기술에 중점을 둔 핀테크(FinTech)의 하위 집합으로 정의

□ 전 세계 레그테크 시장 규모는 2019년 53억2,000만달러에서 2027년 217억3,000만달러로 가치면에서 연평균 19.5% 성장률을 기록할 것으로 전망<sup>2)</sup>

- 자금세탁, 뇌물수수, 테러단체 자금조달, 다양한 불법거래 등 금융범죄의 발생률이 증가함에 따라 레그테크 시장의 성장이 촉진되고 있음
  - 레그테크는 범죄 및 사기행위의 실시간 탐지를 통해 금융거래를 평가하고 모든 종류의 금융범죄에 대한 인지 및 분석을 제공
- COVID-19로 인한 영향으로 재택 근무가 증가하고 기존의 프로세스에 한계가 드러남에 따라 레그테크의 필요성이 더욱 커짐
- 리스크 관리에 대한 수요 증가와 비즈니스 프로세스 규제에 대한 수요 증가는 전 세계적으로 레그테크 시장을 주도할 것으로 예상
- 레그테크의 주요 활용 분야를 보면, 높은 비율로 사기와 같은 금융범죄, 자금세탁방지(AML) 및 고객정보 확인(KYC)에 적용되고 있음을 보여주고 있는데, 이러한 영역의 높은 집중성은 레그테크 채택의 선도적 동인이 됨

글로벌 레그테크 주요 활용 분야



자료: CCAF, 2019, The Global RegTech Industry Benchmark Report.

1) IIF, 2016. 3, Regtech in Financial Services: Solutions for Compliance and Reporting.

2) PR Newswire, 2020. 6. 15, RegTech Market to Reach USD 21.73 Billion by 2027, CAGR of 19.5%, Reports And Data.

- 각국의 규제당국은 특히 API, 클라우드, 생체인식 기반 식별 및 인증과 관련한 레그테크를 적극적으로 채택하고 있는 것으로 나타남
  - 기존 법률, 규정 또는 지침에 레그테크 요소를 추가한 규제 및 정책대응을 보이고 있음
  - API(Application Programming Interfaces)는 특별한 프로그래밍 기술 없이도 원하는 응용 프로그램을 쉽게 만들 수 있도록 지원하는 접속 프로그램으로 시스템간의 데이터 교환을 용이하게 함. 싱가포르 금융청(MAS)에서는 싱가포르 은행연합회와 함께 API를 이용하고자 하는 이해관계자를 대상으로 API 설계 및 이용에 대한 가이드라인을 제시하는 API Playbook을 발간
  - 클라우드 컴퓨팅(cloud computing)은 거의 모든 조사 대상 국가에서 기존의 규제 프레임워크를 수정하거나 금융기관의 거버넌스, 리스크 관리 및 사이버 보안 프레임워크에 사용
  - 생체인식(biometrics)은 주로 EU회원국에서 결제서비스 지침(Second Payment Services Directive: PSD2), 일반 개인정보 보호법(General Data Protection Regulation: GDPR), 자금세탁 방지(Anti Money Laundering: AML)에 있어 강력한 보안요건을 갖추도록 요구하고 있음
  - 분산원장기술(distributed ledger technology)은 복제, 공유 또는 동기화된 디지털 데이터에 대한 기술로 프랑스 법률에서 처음 도입

각국의 레그테크 정책 대응 현황

국가	API (응용프로그램 인터페이스)	Cloud (클라우드)	Biometrics (생체인식)	DLT (분산원장기술)	ML and AI (자금세탁과 인공지능)
아랍에미리트					
아르헨티나					
오스트레일리아					
오스트리아					
벨기에					
브라질	W				
캐나다	W				
스위스				W	
칠레					
중국					
콜롬비아					
독일					
스페인					
프랑스					
영국					
홍콩	W				W
이탈리아					
일본					
룩셈부르크					
멕시코	W	W			
네덜란드					
페루					
필리핀					
폴란드					
러시아				W	
사우디아라비아					
스웨덴					
싱가포르					
터키	W	W			W
미국					
남아프리카					

주 : 1) W=Work in progress(진행중)

- 2) ■ 법률, 규정 또는 가이드라인에 기술적 특정 요소를 추가하여 기존 규정을 조정
- 3) ■ 기술 사용과 관련된 일반 원칙의 분석 및 공식화
- 4) ■ 고려 중

자료: FSI, 2020, Policy responses to fintech: a cross-country overview, FSI Insights on policy implementation No 23.

- 영국은 2015년부터 레그테크 발전방안을 묻는 설문조사인 Call for input(CPI)<sup>3)</sup>를 통해 금융회사와 레그테크의 개발 및 채택을 지원하고 있음<sup>4)</sup>
- 금융 위기 이후 효과적인 경쟁을 가능하게 하고 혁신을 촉진하기 위해 기업이 규제 요구 사항을 더 잘 관리하고 준수 비용을 줄일 수 있는 기술이 지원될 필요성이 대두
  - 이를 위해 영국정부는 예산에서 'PRA와 협력하여 FCA는 규제 요건의 전달을 용이하게 하기 위한 레그테크를 지원할 방법을 식별할 것'이라고 발표<sup>5)</sup>
  - FCA는 다양한 이해 관계자들과 레그테크의 적극적 활용을 위한 다양한 견해를 반영하기 위해 다음과 같은 항목에 관한 Call for Input을 발행
    - 레그테크가 규제준수에 있어 효율성과 투명성을 개선하는 결과를 제공할 수 있는지 여부
    - 레그테크와 관련된 다양한 관계자 간의 공동 작업을 통한 지원 노력
    - 금융 서비스 회사에 레그테크를 제공할 때 FinTech 기업들이 직면하고 있는 도전과 위험 그리고 금융 서비스 회사들이 레그테크를 채택하는 과정에서 직면한 문제의 해결
    - 혁신과 레그테크 솔루션의 채택을 제한하는 기존의 규제, 정책 및 지침이 있는지 여부
  - 디지털 규제보고 체계(Digital Regulatory Reporting: DRR)를 통해 금융회사의 규제보고 비용 절감을 위해 보고서 제출업무에 레그테크 기술을 접목<sup>6)</sup>
    - DRR은 IT 기술을 통해 구현한 자동화된 규제 보고 체계로 효율적이고 효과적인 규제 보고를 위한 공동 이니셔티브
    - DRR은 기업에 대한 규제 보고 부담을 줄이는 동시에 FCA가 매년 보고 받는 50만건의 예정된 규제 보고서의 품질을 개선
- 우리나라도 개정된 특정 금융거래정보의 보고 및 이용 등에 관한 법률(이하, 특정금융정보법)이 2021년 3월 시행됨에 따라 트래블 룰(Travel Rule)<sup>7)</sup> 적용이 의무화
- 자금세탁방지를 위해 국제자금세탁방지기구(FATF)가 발표한 권고안 15번 신기술(New Technologies)에 대한 주석서(Interpretative Note)에 따르면 '송금 가상자산 사업자'(originating VASPs)는 가상자산 전신송금 시 고객으로부터 정확한 송금인 정보와 수취인정보를 취득 및 보관하여야함

3) 레그테크 발전방안을 묻는 설문조사인 Call for Input(CPI)을 금융회사, 핀테크 스타트업 기업 등 100개 기관에 발송하여 서면 답변을 받음

4) FCA, 2015, Call for Input: Supporting the development and adoption of RegTech.

5) HM Treasury, Budget 2015.

6) <https://www.fca.org.uk/innovation/regtech/digital-regulatory-reporting>

7) 트래블 룰(Travel Rule)은 VASPs가 송수신자 정보를 정부당국 요청시 즉각 제공할 수 있어야 하는 것으로, 미국 은행 비밀보호법(the Bank Secrecy Act)의 31 CFR 103.33(g)에서는 '여러 금융회사가 관련된 특정 전신송금 시 모든 금융회사는 해당 전신송금 정보를 다음 금융회사에 전달하도록' 규정하고 있음. 이때 전달하는 정보는 송금인명, 송금인 계좌번호(예, 암호화폐 지갑), 송금인 주소, 송금금융기관 식별번호, 송금액, 송금요청일, 수취금융기관 식별번호와 수취인명, 수취인 주소, 수취인 계좌번호 또는 수취인 식별번호를 말함

- 해당 정보는 '수취 가상자산 사업자(beneficiary VASPs) 및 금융회사 등'과 권한 있는 금융당국의 요청 시 제출하여야 하는데, 이때 제출하여야 할 송금 정보는 송금인명, 송금인 계좌번호, 송금인 주소·국적·식별번호·생일과 출생지, 수취인명, 수취인 계좌번호
  - 국제자금세탁방지기구(FATF)의 권고에 따라 특정금융정보법 제5조의3에서는 가상자산 사업자들에게 전산송금시 정보제공 의무를 부과하고 있음
    - 금융회사등은 송금인이 전신송금(電信送金: 송금인의 계좌보유 여부를 불문하고 금융회사등을 이용하여 국내외의 다른 금융회사등으로 자금을 이체하는 서비스를 말한다)의 방법으로 500만원의 범위에서 대통령령으로 정하는 금액 이상을 송금하는 경우에는 국내송금과 해외송금을 구분하여 송금인 및 수취인에 관한 정보를 송금 받는 금융회사등(수취 금융회사)에 제공하여야 함
  - 금융감독원은 특정금융정보법 상 전신송금 시 정보제공의무 준수를 위해 자금세탁방지시스템(Anti-Money Laundering System: AML) 도입과 같은 레그테크를 활용할 수 있도록 유도할 방침
    - AML은 자금세탁방지제도는 국내·외에서 행해지는 불법자금 세탁을 적발·예방하기 위한 법적·제도적 장치로서 사법제도, 금융제도, 국제협력을 연계하는 종합 관리시스템으로 고객확인(Know Your Customer: KYC), 고객위험평가와 요주의인물 필터링 등 와치리스트 필터링(Watch-List Filtering: WLF), 거래모니터링시스템(Transaction Monitoring System: TMS), 이상거래탐지(Fraud Detection System: FDS), 의심거래보고(Suspicious Transaction Report: STR), 고객현금거래보고(Currency Transaction Report: CTR) 등이 가능한 레그테크
- 금융감독원은 올해 금융산업 및 감독 혁신을 위해 빅데이터·AI를 기반으로 금융감독의 디지털 전환을 추진하며, 디지털 역량을 강화하고자 함
- 3대 우선 과제로 셉테크를 통한 감독업무 혁신과 레그테크 가속화, 핀테크 혁신 지속을 꼽아 디지털 기반 혁신을 진행하고 있음
    - 레그테크가 도입되면, 규제준수 업무를 자동화해 사전 예방 형태로 혁신이 이뤄질 것으로 예상됨
  - 금융감독원과 12개 국내은행은 외국환 거래시 금융소비자(개인·기업)와 은행직원 등이 외국환 거래법규를 위반하여 제재를 받는 사례를 예방하기 위하여 레그테크를 활용한 '위규 외국환거래 방지시스템'을 단계적으로 구축할 예정<sup>8)</sup>
    - 고객의 외국환거래 상담 단계부터 Decision Tree 시스템 등을 적용하여 자동적으로 신고대상 여부를 확인하고, 고객의 과거 외국환거래법규 위반 이력 확인시스템 구축 및 과거 위규 사례 등을 토대로 외국환거래 미신고 가능성이 높은 高위험외국환거래의 식별 체크리스트를 마련·운영
  - 금융감독원 발주로 코스콤이 수행한 머신러닝을 레귤레이션(MPR) 시범사업 결과와 금융보안원의 레그테크 포털 운영 사례의 공유 등 레그테크 도입을 활성화하기 위한 방안 마련 중<sup>9)</sup>

8) 금융감독원, 2019. 6. 19, 레그테크를 활용한 위규 외국환거래 방지시스템 구축 추진, 보도자료.

9) 금융감독원, 2020. 5. 26, 금융 규제준수 자동화 기술 및 사례, 보도자료.

- 머신리더블 레귤레이션(Machine Readable Regulation: MRR)이란 IT시스템이 ‘금융규제 이해(기계인식 가능언어로 변환), 관련 데이터 추출, 업무보고서 작성, 감독당국 제출’ 등 일련의 업무보고서 작성 프로세스를 스스로 수행하는 레그테크
- 진화하는 금융범죄에 대응해 레그테크를 활용하여 금융회사의 법규준수 능력을 제고시킬 수 있으며, 금융시장 전체적으로 준법감시 및 법규준수를 위한 사회적 비용절감 효과가 있을 것으로 기대
- 금융감독 당국은 빅데이터를 활용한 자본시장 불공정거래 감시시스템의 개발, 블록체인을 활용한 실시간 금융회사 감시·감독시스템의 구축, 디지털 신원확인 등 준법감시의 정확성과 효율성을 제고할 수 있음
  - 다만, 레그테크를 활용하면 장기적으로는 규제준수 비용을 절감할 수 있으나, 단기적으로는 레그테크 도입을 위한 투자비용이 발생할 수밖에 없음
    - 레그테크 도입 초기단계에서의 접근성을 높이고 정책적 인센티브, 비용 지원 등 적극 도입을 위한 제도 개선이 필요
  - 레그테크를 활용한 규제이행 시스템에 오류가 발생할 가능성도 배제할 수 없으므로 레그테크 자체에 대한 감독이 필요할 것으로 생각됨

연구원 신경희