

모험자본시장 발전을 위한 펀드구조조정 세컨더리의 역할*

선임연구위원 박용린

최근 국내 모험자본시장에 나타난 새로운 유형의 세컨더리 거래인 펀드구조조정은 펀드 운용사가 세컨더리 투자자 등 신규 출자자와 새로운 펀드를 설립하고 운용사의 기존 펀드로부터 전체 또는 일부 자산을 인수하여 운용하는 방식이다. 펀드구조조정은 기존 출자자들의 회수를 지원하여 민간출자를 확대하고 포트폴리오 기업의 투자기간을 연장함으로써 펀드자산의 가치를 극대화할 수 있다. 운용사와 출자자 간 이해상충 가능성이 있음에도 불구하고 이를 최소화할 수 있는 거래의 투명성과 공정성이 보장된다면 펀드구조조정은 국내 혁신기업 생태계 조성을 위해 필수적인 스케일업과 민간출자 확대에 많은 기여를 할 수 있을 것으로 예상된다.

국내 펀드구조조정 세컨더리 거래의 등장

2019년 국내 모험자본시장에서는 시장참여자의 이목을 끈 새로운 유형의 세컨더리 거래가 등장하였다.¹⁾ 벤처캐피탈 분야에서는 벤처펀드의 잔여 포트폴리오 기업 전부를 동 펀드의 운용사(GP)가 새로운 출자자(LP)와 함께 신규로 설립하는 펀드에 매각하는 방식의 세컨더리 거래가 이루어졌다. 기존 벤처펀드는 직방, 센드버드 등 현재 기업가치가 수천억원에 달하는 다수의 예비 유니콘 기업을 편입하고 있는 펀드였다. 한편 PEF 분야에서는 보유한 해운사의 추가적 기업가치 상승을 기대한 기존 운용사가 새로운 출자자와 함께 신규로 설립한 PEF가 동 해운사를 기존 PEF로부터 인수함으로써 기존 출자자들에게 회수기회를 제공하는 세컨더리 거래가 발생하였다.

이러한 유형의 거래는 출자자 간 출자지분 거래와 포트폴리오 기업 구주거래를 중심으로 제한적인 성장에 머무르고 있던 국내 세컨더리 시장에 해외에서 크게 증가하고 있는 펀드구조조정(fund recapitalization)이라는 새로운 유형의 출자지분 세컨더리 거래 방식이 시도된 것이라고 할 수 있다. 해외에서는 2000년대 중반 이후 전체 세컨더리 시장의 성장과 더불어 펀드구조조정의 비중이 증가하는 추세이다. 펀드구조조정은 회수시장 활성화를 통해 모험자본시장의 확대를 가능하게 할 뿐만 아니

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

1) 여기서 세컨더리 거래는 모험자본 투자회수 방식 중 하나로서 주식시장 상장(IPO)이나 기업으로의 매각(M&A)을 통한 회수와 달리 대부분 펀드인 모험자본시장 투자 주체 간 거래를 통해 투자가 회수되는 방식이다. 세컨더리 거래는 펀드가 보유한 포트폴리오 기업의 구주가 거래되는 구주 세컨더리와 펀드 출자지분의 거래가 이루어지는 출자지분 세컨더리로 구분된다.

라 최근 정책기조로서 국내외의 관심이 높은 스케일업 구현에 중요한 역할을 수행할 수 있다. 이하에서는 해외 출자지분 세컨더리 시장에서의 거래구조 다양화 추세를 살펴보고 국내 모험자본시장에 대한 시사점을 살펴본다.

모험자본 활성화를 위한 세컨더리 거래의 의의

투자-회수-재투자로 이어지는 지속가능한 모험자본 생태계의 선순환 구조를 확립하기 위해서는 다양한 투자 회수시장이 존재하여야 한다. 투자수익을 극대화하기 위해서는 투자 사안별 특징, 시장 상황과 투자대상의 성과에 따라 적합한 회수방식을 선택해야 하기 때문이다. 대표적인 모험자본인 벤처캐피탈과 PEF 투자의 회수경로로는 일반적으로 IPO, M&A와 세컨더리 거래를 들 수 있는데 이 중 세컨더리는 전문투자자나 펀드 간 거래를 통해 투자가 회수되는 방식으로서 펀드가 보유한 포트폴리오 기업의 구주가 거래되는 구주 세컨더리와 펀드 출자지분의 거래가 이루어지는 출자지분 세컨더리로 구분된다. 해외의 경우 출자지분 세컨더리가 세컨더리 시장의 대부분을 차지하는 반면 국내는 구주 세컨더리가 시장의 대부분을 차지하고 있다.

국내 모험자본 회수시장은 그간의 정책적 노력으로 많은 제도적 개선이 이루어진 바 제도 측면의 미비점보다는 국내 자본시장의 전반적 상황에 의해 영향을 받는다. IPO 관련해서는 그간 회수시장으로서 코스닥의 역할 제고를 위한 정책당국과 시장의 노력이 지속되어 왔으나 IPO 시장은 전체 자본시장의 부침에 영향을 받는 근본적 한계를 가지고 있다. 또한 M&A, 특히 벤처캐피탈 회수경로로서의 M&A는 개방형 혁신의 수준이나 공급망 구조 등 국내 기업생태계 전반의 구조로부터 근본적인 영향을 받고 있다. 한편 국내 회수시장에서의 세컨더리는 구주 세컨더리 거래가 일부 이루어지고 있지만 IPO와 M&A의 대안 경로로서의 역할은 제한적이다.

지속가능한 모험자본 생태계 조성을 위해서는 민간투자의 회수가 원활하게 이루어져 민간투자가 확대 재생산되는 구조의 정착이 필요하다. 전술한 국내 모험자본 회수시장의 특성과 현실을 고려할 때 민간출자 활성화를 위해서는 개별 포트폴리오 자산의 회수를 동반하는 펀드 청산을 통하여 투자회수가 이루어지는 전통적인 투자회수 방법 뿐만 아니라 민간출자자의 투자금이 중간에 회수될 수 있는 다양한 거래구조를 통한 투자회수, 즉 출자지분 세컨더리가 확대될 필요가 있다. 아직까지 국내에 전통적인 방식의 출자지분 세컨더리가 본격적인 성장단계에 진입하지 못하고 있는 현실을 고려할 때 전술한 사례와 같이 다양한 구조를 활용한 새로운 방식의 출자지분 세컨더리 거래가 시도되고 있는 것은 장기적으로 모험자본시장의 성장과 성숙을 위해 바람직한 것으로 판단된다.

해외 세컨더리 시장의 현황 및 거래구조

전통적인 출자지분 세컨더리 거래는 운용사의 관여 없이 출자자 간에 이루어지는 거래이다(LP-to-LP). 매도자는 유동성 확보, 포트폴리오 재조정, 규제 혹은 M&A로 인한 자산정리 등의 동기로 거래에 참여하며 매수자는 블라인드 투자 위험의 감소, J-커브 효과(J-curve effect)²⁾ 완화와 산업·지역 등 분산투자를 위해 세컨더리 거래에 참여하는 것이 일반적이다.

한편 전통적인 출자지분 세컨더리에서는 운용사 관여가 제한적인 반면, 금융위기 이후에는 운용사가 직접적으로 관여하는 출자지분 세컨더리가 등장하기 시작하였다. 즉 금융위기로 인해 다수 개별 포트폴리오 자산의 회수가 어려워진 펀드(이른바 좀비펀드)의 처리를 위해 출자지분 세컨더리 거래가 시도되었으며 이후 출자자 간 거래를 운용사가 주도하거나 적극적으로 관여하는 GP 주도 세컨더리(GP-led secondaries)가 확산되기 시작하였다. 최근에는 GP 주도 세컨더리가 부실자산 처리가 아닌 출자 및 운용 문제에 대한 맞춤형 해결책으로 자리매김하면서 다수 선도 운용사들이 상시적으로 채택하는 펀드 운용방식으로 변모하였다. 이러한 인식 전환에 힘입어 GP 주도 세컨더리 거래규모는 2016년 70억달러에서 2019년 280억달러로 연평균 58.7% 성장하였으며 전체 세컨더리 거래에서 차지하는 비중도 동 기간 19%에서 34%로 증가하였다(Lazard, 2020).³⁾

운용사가 이러한 GP 주도 세컨더리 거래에 참여하고자 하는 경우는 후속투자 자금을 확보해야 할 경우, 기업의 성장에 따라 투자전략 변경이 필요한 경우, 그리고 투자기간 연장을 통해 수익률 극대화가 가능할 경우 등이라고 할 수 있다. 반면 출자자의 경우에는 GP 주도 세컨더리를 통해 출자금을 회수하고 성과가 부진한 펀드를 정리할 수 있는 기회를 마련할 수 있으며, 중요성이 낮아진 운용사들과의 관계를 정리할 수 있다.

2019년 국내에서 시도된 펀드구조조정은 다양한 GP 주도 세컨더리 방식 중 가장 큰 부분을 차지하는 출자지분 세컨더리 거래구조이다.⁴⁾ 펀드구조조정은 운용사가 세컨더리 투자자(세컨더리 펀드 운용사) 및 신규 출자자와 결성하는 신규 펀드가 기존 펀드의 전체 또는 일부 자산을 인수하여 운영하는 방식이며 이 때 기존 펀드의 출자자는 신규 결성 펀드로 이전하거나 기 출자지분을 매각할 수 있는 선택권을 부여받는다. 한편 신규 펀드를 결성하여 기존 펀드의 미매각 포트폴리오 자산 전체를 인수할 경우 이를 테일엔드(tail-end) 방식의 펀드구조조정이라고 하며 이 때 운용사는 기존 펀드와 동일하게 유지되거나 교체될 수 있다.

2) J-커브 효과는 펀드가 운용 초기 음(-)의 수익률을 나타내다 시간이 경과함에 따라 수익률이 증가하는 현상을 의미한다.
 3) Lazard, 2020, Financial Sponsor Secondary Market 2019 Year-End Review. 동 기간 전체 세컨더리 거래규모는 370억달러에서 830억달러로 연평균 30.9% 성장하였다.
 4) 펀드구조조정 외에 일반적인 GP 주도 세컨더리 거래로는 스트립세일(strip sale), 우선배분출자지분(preferred equity) 발행, LP 지분 공개매입 등이 있다.

펀드구조조정과 이해상충 가능성

GP 주도 세컨더리는 기존 출자자와 이해상충이 발생할 가능성이 높다. 예를 들어 운용사가 기존 출자자에게 기존 출자지분을 매각하거나 신규 펀드로 이전하는 두 가지 옵션만 제시할 경우, 기존 출자자는 신규 펀드의 출자조건이 기존 펀드의 출자조건보다 불리한 경우에도 출자지분 유지를 원할 경우 불리한 출자조건을 수용해야하는 상황에 직면할 수 있다. 또한 운용사는 기존 펀드의 포트폴리오 자산으로부터 성과보수 수취가 어려울 것으로 예상될 경우 GP 주도 세컨더리를 통해 신규 펀드를 결성하고 추가적인 회수 시간 확보와 더불어 새로운 보수체계를 신규 출자자와 설정하려는 유인을 갖는다. 이러한 이해상충 가능성으로 인하여 GP 주도 세컨더리 거래에는 운용사와 출자자 뿐만 아니라 공정성 및 객관성 확보를 위해 다양한 자문사가 참여하는 것이 일반적이다.

GP 주도 세컨더리와 관련하여 발생할 수 있는 이해상충의 가능성을 최소화하기 위해 글로벌 출자자 협회인 기관유한책임사원협회(ILPA)⁵⁾는 GP 주도 세컨더리 거래에 대한 가이드라인을 발표하였다. 동 가이드라인은 운용사가 거래기회와 관련하여 기존 출자자와 신속한 의사소통을 개시하고 잠재적 이해상충 문제에 대해서 충분한 정보를 제공하며 독립적인 자문서비스를 받을 것을 권고하고 있다. 또한 기존 출자자들은 이전되는 포트폴리오 자산에 대하여 신규 출자자들과 동일한 투자심사 자료와 심사기간을 보장받아야 하며 거래에 따른 이득에 따라 거래비용이 참여자들에게 배분되고 공개되어야 함을 적시하고 있다.

펀드구조조정과 모험자본시장에 대한 시사점

최근의 정책적 화두 중 하나인 혁신기업의 스케일업이 원활하게 이루어지기 위해서는 스케일업 기업의 성장에 따른 후속투자가 원활히 이루어져야 한다. 그러나 스케일업 과정은 투자기업의 성장이나 투자수익의 창출에 소요되는 기간과 소요자금 규모의 불확실성이 높다. 이러한 상황에서 해외에서 기업 성장이나 투자수익 창출에 소요되는 기간이 장기로 변해가는 추세가 펀드구조조정과 같은 출자지분 세컨더리 거래유형의 성장에 많은 영향을 미친 것과 같이 국내에서도 스케일업을 위한 펀드구조조정의 잠재적 역할에 주목할 필요가 있다.

펀드구조조정은 운용사로 하여금 수익이 기대되는 포트폴리오 기업에 대해 펀드 만기에 구애받지 않고 후속투자를 통해 기업성장을 지원할 수 있도록 할 수 있을 것이며 펀드의 만기 청산을 위해 매각을 강행할 경우 발생할 기회손실을 방지해 줄 수 있다. 또한 투자수익 창출을 위해 소요되는 기업성장기간이 펀드의 존속기간보다 장기임을 고려할 때 펀드구조조정은 민간출자자에게 중간회수 기회를 제공함으로써 지속가능한 모험자본시장 조성을 위해 필수적인 민간출자 확대에 기여하는 중요한 혁신이 될 수 있다.

5) ILPA는 Institutional Limited Partners Association의 약자이다.

미달러화 자금조달시장의 구조 변화 및 시사점*

연구위원 김한수

글로벌 금융위기 당시 전세계적인 유동성 경색을 경험한 미달러화 자금조달시장은 위기 이후 은행부문의 건전성 제고를 위한 규제 강화 등으로 인해 다양한 변화의 모습을 보이고 있다. 전통적으로 글로벌 대형은행의 달러화자금 중개 업무를 통해 글로벌 달러화자금 수요를 충당하던 기존 달러화자금시장의 구조는 최근 주요 기관의 달러화표시 채권 발행 확대 및 외환스왑시장을 통한 자금조달 확대 등의 방향으로 변화하고 있으며, 단기 달러화 자금조달시장에서는 고비용·저유동성 상황이 지속되는 등 다양한 구조적 변화가 나타나고 있다. 우리나라는 현재 수출실적 개선 등으로 현물환 외환시장의 양호한 유동성 상황이 유지되고 있음에도 불구하고 해외은행차입금으로 유동성 공급이 이루어지는 외화자금시장에서는 수요우위 현상이 장기간 지속되고 있어 최근 글로벌 달러화 자금조달시장의 구조변화는 국내 외화자금시장에도 일부 영향을 미치고 있는 것으로 생각된다. 이에 우리나라는 외환시장 안정성 제고 측면에서 달러화자금시장의 구조적 변화 요인에 대한 철저한 모니터링이 필요할 것으로 판단되며, 특히 최근 구조변화는 글로벌 은행들의 자금공급 여력 제한요인으로 작용하고 있으며 이로 인해 국내 외환스왑시장의 불균형이 확대되고 있다는 점에서 향후 외화자금의 안정적 확보를 위한 노력을 지속할 필요가 있을 것으로 판단된다.

2020년 초 코로나19 확산 과정에서 가파른 상승세를 보였던 원·달러 환율은 최근 원화 강세요인이 부각되면서 하향 안정세를 보이고 있으나, 코로나 재확산 가능성 등 다양한 외부요인에 따른 외화 유동성 위험이 상존하고 있다. 최근 한국은행의 미연준과의 통화스왑계약 연장 등은 향후 글로벌 경기 변동 요인에 대비한 외환시장의 안정성 제고를 위한 선제적 전략으로 볼 수 있다. 이러한 외화자금시장의 유동성 불안요인에 대한 지속적인 관심은 글로벌 미달러화 자금조달시장의 구조변화로 인해 기존과 상이한 다양한 위험요인에 의해 국내 외화자금시장의 유동성 상황이 급변할 수 있다는 우려에 기반하고 있는 것으로 생각된다. 본고에서는 글로벌 금융위기 이후 글로벌 미달러화 자금조달시장의 구조변화를 살펴보고 이에 따른 시사점을 제시하였다.

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

본고는 “김한수·이승호, 2021(발간예정), 글로벌 미달러화 자금조달시장의 변화 및 우리나라에 대한 영향 분석, 자본시장연구원 연구보고서”의 내용을 요약·발췌하여 작성하였다.

변화의 배경

주요 국제거래의 기축 통화로 독보적 위치를 차지하고 있는 미달러화 자금조달시장은 전세계적으로 막대한 유동성이 공급되고 있는 세계 최대의 자금조달시장이다. 전통적으로 미달러화 자금조달시장의 유동성 공급은 글로벌 대형은행을 통해 이루어져 왔다. 특히 글로벌 금융위기 직전까지 글로벌 대형은행의 레버리지 확대를 통한 달러화 중개 비즈니스는 가파른 성장세를 보여 왔으며, 이는 빠르게 증가하고 있는 글로벌 기업 및 금융기관의 달러화 자금수요를 충당하는 재원으로 활용되었다.

최근까지도 미달러화 자금조달 수요는 비은행 부문을 중심으로 확대 추세가 지속되고 있는 것으로 나타난다. 이는 주요 국제거래의 기축통화로서 미달러화의 위상이 지속되고 있음에 기인한 것으로 볼 수 있다. 최근 통계에서도 주요 국제거래 통화로서 미달러화의 비중이 여전히 높은 수준을 지속하고 있으며, 또한 최근 글로벌 해외증권투자 확대 추세는 미달러화자금 수요 확대에 크게 기여하고 있는 것으로 추정된다. 국제결제은행(BIS)에 따르면 최근 아시아 지역 기관투자자의 해외증권투자는 보험사를 중심으로 빠르게 확대되고 있으며, 해외투자에 따른 헤지수요 확대 등 미달러화 자금조달 수요 확대에 기여하고 있는 것으로 나타나고 있다.¹⁾

기존 글로벌 대형은행 중심의 달러화자금 조달 및 공급 구조는 글로벌 금융위기 시점을 계기로 구조적 변화가 시작된 것으로 보인다. 글로벌 대형은행의 과도한 레버리지 확대가 금융위기의 범세계적 확산을 초래하였다는 인식 하에 위기 이후 주요 선진국 및 국제기구를 중심으로 대형은행의 달러화 비즈니스 확대를 제한하는 다양한 건전성규제의 도입 및 강화가 시작되었기 때문이다. 특히 BIS는 글로벌 금융위기 이후 은행의 과도한 외화자금조달을 제한하는 유동성 규제 등을 신규 도입하였으며, 비미국계 은행의 주요 단기 달러화 자금조달 경로였던 미국 MMF(Money Market Fund) 시장의 규제 강화는 이들 비미국계 은행의 달러화 조달을 어렵게 만들었다. 또한 글로벌 은행 자체적으로도 극심한 달러화 유동성 위기의 경험은 기존 무위험 차익거래로 인식하여온 달러화 비즈니스에 대한 인식 변화의 계기로 작용한 것으로 볼 수 있다.

이러한 글로벌 금융위기 이후 글로벌 규제 변화 등은 주요 선진국 은행의 건전성을 개선시키는 긍정적 효과를 견인한 것으로 평가되는 한편 글로벌 미달러화 자금시장의 조달 및 공급 측면에서 다양한 구조변화를 발생시키는 요인으로 작용하고 있다. 특히 최근에는 주요 대형은행의 건전성이 위기 이전 수준을 회복하였음에도 불구하고 코로나19 확산에 따른 달러화 유동성 경색이 발생함에 따라 미달러화 자금조달시장의 구조적 변화요인에 대한 관심이 증가하고 있다.

1) BIS(2020)에 따르면 2019년 말 기준 동아시아 3개국(한국, 대만, 일본) 보험사의 해외증권투자 총액이 약 1.5조달러에 달하고 있으며, 달러화 헤지 비중은 일본 약 60%, 대만 약 50%에 달하는 것으로 추정된다.

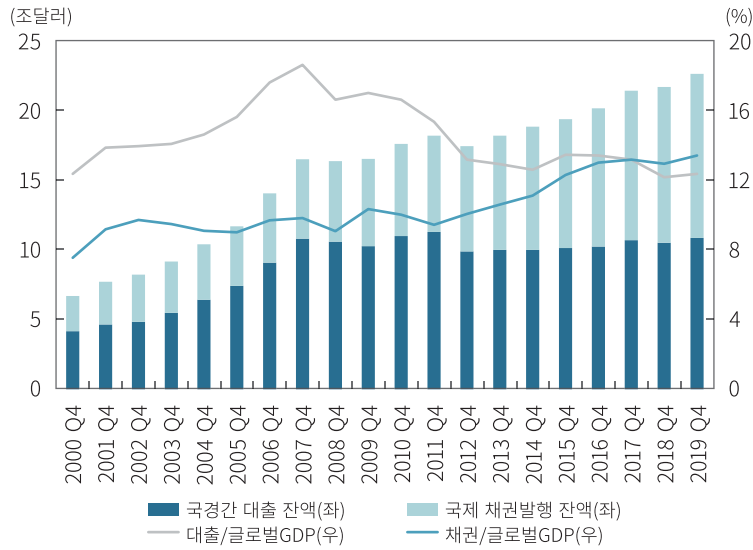
미달러화 자금조달시장의 구조 변화

글로벌 금융위기 이후 미달러화 자금조달시장의 가장 눈에 띄는 변화는 은행 부문의 달러화자금 공급 감소 추세이다. 이는 특히 최근까지 달러화자금 수요 확대 추세가 지속되고 있음에도 불구하고 기존 달러화자금 공급주체로 중심 역할을 차지하였던 은행 부문의 공급여력이 위축되고 있다는 점에서 달러화자금시장 구조변화를 초래하는 주요인으로 볼 수 있다. 아래 <그림 1>에 나타난 바와 같이 글로벌 은행의 국경간 대출 잔액은 2019년 말 기준 약 11.6조 달러로 글로벌 금융위기 이전 최대치 대비 약 8% 감소한 수준을 기록하고 있으며, 특히 기존 글로벌 달러화자금 증개 비즈니스 확대를 주도하여 온 유럽계 은행의 비중이 크게 감소하고 있는 것으로 나타나고 있다. 이러한 감소 추세는 은행부문의 달러화 자금공급 확대를 통해 글로벌 달러화 자금조달시장의 규모가 크게 확대되었던 이전 시점과 뚜렷한 대비를 보이고 있다. 2019년 말 기준 글로벌 GDP 대비 은행부문의 비중은 글로벌 금융위기 이전 최대치(22%) 대비 약 5%p 이상 하락한 17% 수준으로, 달러화 자금수요 증가세에도 불구하고 은행 부문의 달러화 자금증개 역량과 여력은 크게 감소하고 있다.

은행부문의 달러화 비즈니스 감소추세와는 대조적으로 주요기관의 자본시장을 통한 미달러화 자금조달 규모는 최근 빠른 확대 추세를 보이고 있는 것으로 나타난다. <그림 1>에 나타난 바와 같이 2019년 말 기준 주요 글로벌 기관의 채권발행을 통한 미달러화 자금조달 총액은 약 12조 달러로 은행 대출을 통한 자금조달 규모를 초과하고 있으며, 글로벌 금융위기 이전 시점의 채권발행을 통한 자금조달 비중(32~34%)을 크게 상회하고 있는 것으로 나타나고 있다. 글로벌 시장에서의 달러화 신용창출의 경로가 기존 은행 중심에서 자본시장을 통한 직접 자금조달의 방향으로 변화하고 있는 것이다. 이러한 달러화 자금조달시장의 구조적 변화는 최근 주요 연구에서도 주목받고 있는 주제로 Shin(2013) 등은 자본시장을 통한 달러화 신용창출 확대 추세를 최근 미달러화 자금조달시장 구조변화의 주요 특징으로 보고하고 있다.²⁾

2) Shin, H., 2013, The second phase of global liquidity and its impact on emerging economies, Keynote address at Federal Reserve bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference.

〈그림 1〉 부문별 미달러화 자금조달 잔액 및 비중 추이



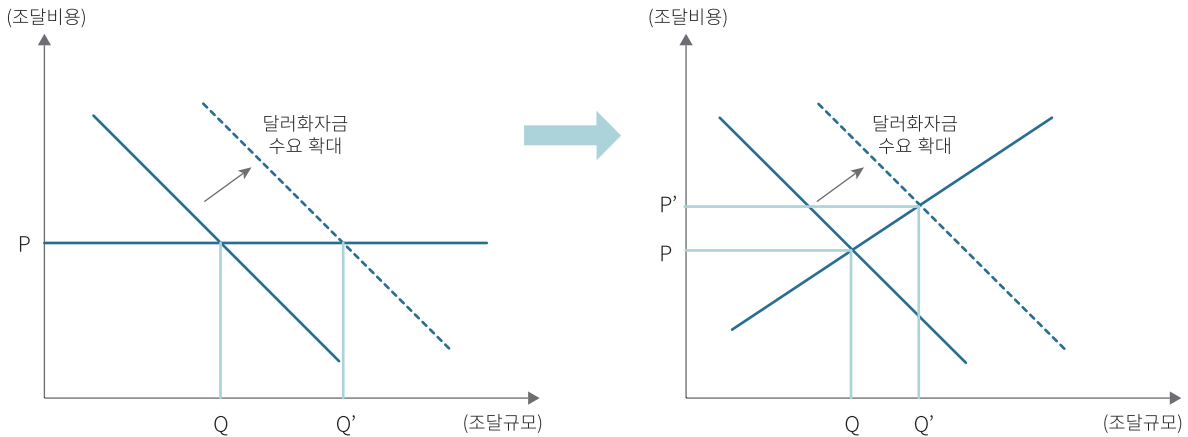
자료: BIS Locational Banking Statistics, BIS International Debt Statistics

한편 은행부문의 달러화자금 공급 축소는 단기 미달러화 자금조달시장의 상시적인 유동성 부족이라는 새로운 현상을 초래하고 있는 것으로 나타난다. 특히 비미국계 은행의 MMF 시장을 통한 단기자금조달 여력이 크게 위축되면서 주요기관의 단기자금조달 수요가 외환스왑시장으로 집중됨에 따라 단기 달러화 자금조달시장에서는 수요우위 불균형 현상이 지속되고 있다. 이에 기존 무위험금리평가기론(Covered Interest Parity)³⁾에 따라 균형을 유지하던 외환스왑시장은 글로벌 금융위기 이후 장기간 불균형 상태가 지속되는 등 단기 달러화자금시장은 기존 시점 대비 상시적인 고비용·저유동성 구조로 변화한 것으로 볼 수 있다. 이러한 측면에서 Du(2019) 등은 최근 미달러화 자금조달시장의 균형점 도달 경로의 변화를 아래 〈그림 2〉와 같이 제시하고 있다. 즉 단기 달러화자금 공급 곡선이 글로벌 금융위기 이후 규제 강화 등으로 인해 우상향 방향으로 이동하였으며, 이에 따라 기존 관점에서의 달러화 자금조달시장의 불균형이 최근 구조변화에 따른 새로운 균형점으로 해석될 수 있음을 시사하고 있다.⁴⁾

3) 내외금리차와 해당 통화간 현·선물 환율차이(스왑레이트)간 평형 상태를 지칭 ($i - i^* = f - s$, 로그화 단위 표시 기준)

4) Du, W., 2019, The U.S. Treasury basis and the dollar risk factor, commentary at Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole Economic Policy Symposium.

〈그림 2〉 달러화 자금조달시장 균형 경로의 변화



자료: Du(2019)를 인용하여 저자 작성

국내 외화자금시장에 미치는 영향 및 시사점

미달러화 자금조달시장의 구조변화는 글로벌 은행의 대출행태에 변화를 가져오면서 우리나라의 외화자금시장에도 다양한 영향을 미치고 있다. 특히 글로벌 금융위기 이후 국내 외환스왑시장의 불균형 지속 등의 상황은 앞서 살펴본 글로벌 시장의 구조적 변화요인에 기인하고 있는 것으로 추정된다. 김한수·이승호(2021)의 분석에 따르면 우리나라의 주된 외화차입 경로인 국내은행의 해외차입금 규모는 글로벌 은행의 공급여력 감소에 기인하여 축소되고 있는 것으로 나타나고 있으며, 이는 국내 외환스왑시장의 불균형 확대요인으로 작용하고 있는 것으로 나타나고 있다.

이러한 측면에서 최근 미달러화 자금조달시장의 구조변화는 국내 외화자금시장의 안정성 제고 측면에서 다음과 같은 시사점을 제시하고 있다. 먼저 최근 구조 변화로 인해 글로벌 달러화 자금조달시장에 영향을 미치고 있는 다양한 위험요인에 대한 세심한 모니터링이 필요하다. 특히 최근 비은행 부문의 달러화자금 수요가 지속적으로 증가하고 있음에 주목할 필요가 있다. 2020년 코로나19 확산 시점에 경험한 바와 같이 글로벌 경기 둔화에 따른 주요 비은행 기관의 안전자산 선호도 확대 시점에 외화유동성 위험이 확대될 가능성이 높을 것으로 예상되기 때문이다. 이에 국내 비은행 금융기관의 상시적인 외화유동성 확보 노력을 자체적으로 강화할 필요가 있으며 정책당국 또한 긴급 상황에 대비한 외화유동성 공급채널을 상시 구축할 필요가 있을 것으로 판단된다.

또한 최근 달러화 자금조달의 수단으로 채권발행 비중이 커지고 있다는 점에서 향후 국제금융시장의 국제채권 발행 여건 변화에 지속적인 관심을 기울일 필요가 있다. 일반적으로 은행차입 대비 안정적으로 인식되고 있는 채권발행을 통한 자금조달 경로 또한 톨오버 시점의 발행여건 악화는 해당 기관의 자금 압박 및 비용 상승을 통해 어려움을 초래할 수 있기 때문이다. 특히 향후 주요국의 통화정책 정상화에 따른 금리변동성 확대 시점에 대비한 탄력적인 전략 마련 등이 필요할 것으로 판단된다. 이와 더불어 최근 달러화 자금조달시장의 변화는 구조적인 변화 요인에 기인하고 있는 만큼 향후 우리나라의 외화자금조달 전략 또한 이러한 구조적 변화에 맞게 다변화하는 방향으로 유도할 필요가 있을 것이다.

국내 부동산 DABS 거래 플랫폼 현황 및 시사점

- 최근 블록체인 기술을 기반으로 한 부동산 디지털유동화증권(Digital Asset Backed Securities: DABS) 플랫폼 서비스가 출시되면서 국내에서도 새로운 부동산 간접투자 상품으로 부동산 증권형토큰(Security Token Offering: STO)에 대한 관심이 증가
- 금융위원회가 핵심금융서비스(금융규제 샌드박스)로 부동산 DABS 플랫폼 서비스를 지정, 법적 규제를 한시적으로 적용받지 않게 되면서 부동산신탁 형태의 수익증권 발행을 통해 해당 사업을 추진할 수 있는 법적 기반 마련
- 국내 신탁사 및 금융지주 계열사도 스타트업과의 컨소시엄을 통해 부동산 DABS 시장에 진입하고 있고 카사코리아에 이어 루센트블록과 펀드블록글로벌도 부동산 DABS 플랫폼 서비스를 준비 중이며 엘리시아도 블록체인 기반 부동산 자산 분할 및 거래 서비스를 제공
- 해외 주요 국가에서는 증권형토큰발행(STO)에 대한 제도 및 규율이 마련 및 실행되고 있으며 예외 규정에 의한 사업인 우리나라와 비교하여 다양한 방식과 목적으로 부동산 유동화 및 투자 유치가 진행
- 부동산 DABS 거래 시행을 통해 일반투자자들의 부동산 투자 접근성이 향상될 것으로 기대되는 한편 일시적 규제 면제가 아닌 제도권 내에서 수용할 수 있도록 금융소비자 보호, 자산 포트폴리오의 다양화 등 추가 방안이 필요하며 부동산 DABS 플랫폼 성과는 STO의 실효성에 대한 인식 및 규제 방향에 영향을 줄 것으로 평가

- 최근 블록체인 기술을 기반으로 한 부동산 디지털유동화증권(Digital Asset Backed Securities: DABS) 플랫폼 서비스가 출시되면서 국내에서도 새로운 부동산 간접투자 상품으로 부동산 증권형토큰(Security Token Offering: STO)에 대한 관심이 증가
 - 부동산 DABS 거래 플랫폼은 블록체인 기술기반의 DABS를 발행 및 유통하는 플랫폼 서비스로 공모 후 DABS가 투자자에게 배정되면 플랫폼을 통해 주식처럼 자유로운 거래 가능
 - 부동산 DABS는 신탁사가 위탁받은 자산을 기초로 발행한 수익증권을 블록체인 기술을 기반으로 디지털화시킨 자산유동화 증권으로 DABS단위로 플랫폼에서 거래가 가능
 - 카사코리아가 2020년 12월 18일 국내에서 처음으로 ‘카사(Kasa)’ 모바일 어플리케이션을 통해 부동산 DABS 거래 서비스를 제공하면서 부동산펀드, 리츠(REITs)에 이은 새로운 부동산 간접투자 수단으로 주목

- 혁신금융서비스로 지정되었던 카사코리아는 2020년 9월 디지털 부동산 수익증권 거래 서비스 ‘카사(Kasa)’ 모바일 어플리케이션을 출시하고, 11월 상업용 부동산 건물에 대해 첫 공모를 시작하여 12월에 상장을 완료
 - 일반투자자도 최소 5,000원의 DABS 구매를 통해 중·소형 상업부동산에 투자가 가능하며 앱기반 자유로운 DABS 거래가 가능하므로 부동산 간접투자 상품에 대한 접근성 향상, 서비스 다양화, 저금리 시대의 자산 및 유동성 관리 수단으로 주목
- DABS는 상업용 부동산인 실물 자산을 수익증권으로 디지털화하여 발행되고 일반투자자도 거래가 가능하므로 STO의 하나로 볼 수 있으며 세계적으로 STO에 대한 관심이 증가하는 상황에서 STO에 대한 규제가 강하고 거래소가 설립되어 있지 않은 우리나라에서는 DABS의 성과에 관심 증가
- STO(Security token offering)는 실물 또는 금융 자산을 블록체인 기반의 토큰에 연동한 디지털 자산인 증권형 토큰을 발행하는 것
 - 특히, 부동산 STO는 부동산이 갖고 있는 낮은 유동성, 기관투자자 중심, 대형건물 위주의 투자 등 기존 부동산간접투자 상품이 갖는 한계를 극복할 수 있는 대체 상품으로 주목
 - STO는 일반적으로 증권관련 규제가 적용되며 국가마다 허용 및 규제 범위의 편차가 커서 미국과 같이 증권형 토큰 발행사와 거래소가 이미 실행 중인 국가가 있는 반면 위험성에 무게를 두어 규제강도가 높은 국가도 존재
- 금융위원회가 혁신금융서비스(금융규제 샌드박스)로 부동산 DABS 플랫폼 서비스를 지정, 법적 규제를 한시적으로 적용받지 않게 되면서 부동산신탁 형태의 수익증권 발행을 통해 해당 사업을 추진할 수 있는 법적 기반 마련
- 카사코리아는 2019년 5월 금융위원회로부터 조건부 지정 승인을 받은 후 6개월의 모의시험과 테스트를 거쳐 안정성 및 유효성을 검증받아 2019년 12월 혁신금융서비스로 정식 지정¹⁾
- 혁신금융서비스 제도는 기존 금융서비스의 제공 내용·방식·형태 등 차별성이 인정되는 금융업 또는 이와 관련된 업무를 수행하는 과정에서 제공되는 서비스에 대해 규제 적용 특례를 인정하는 제도
- 현행 자본시장법에 따르면 금전신탁에 한해서만 수익증권 발행이 가능하였으나 금융위원회 혁신금융서비스로 ‘분산원장 기반 부동산 유동화 유동 플랫폼 서비스’가 지정됨에 따라 부동산 신탁계약에 의한 수익증권 발행이 허용되는 등 특례가 적용
- 자본시장법 제110조 1항의 수익증권 발행, 동법 제373조의 무허가 시장개설행위 금지, 동법 11조의 증권거래 중개를 위한 투자 중개업 인가에 대한 예외 규정을 인정
 - 금전신탁계약에 의한 수익증권 외에 부동산 신탁계약에 의한 수익증권 발행을 허용하고, 투자 중개업 및 거래소 인·허가를 받지 않더라도 증권거래 중개가 가능하도록 특례를 부여

1) 금융위원회, 2019. 12. 20, 혁신금융서비스 9건 지정, 보도자료.

- 혁신금융서비스로 지정되는 경우 최대 4년간 금융법상 인허가, 영업행위 등에 대한 규제가 유예 및 면제²⁾
 - 기간 종료 시 규제특례는 원칙적으로 종료되나, 시장안착을 위해 인허가 심사 절차를 지원하고 입법조치 권고와 배타적 운영권(2년이내) 부여 가능

□ 국내 신탁사 및 금융지주 계열사도 스타트업과의 컨소시엄을 통해 부동산 DABS 시장에 진입하고 있고 카사코리아에 이어 루센트블록과 펀드블록글로벌도 부동산 DABS 플랫폼 서비스를 준비 중이며 엘리시아도 블록체인 기반 부동산 자산 분할 및 거래 서비스를 제공

- 카사코리아 컨소시엄에는 국내 신탁사 및 금융지주 계열사들이 참여하여 종합자산관리계좌 개설 서비스 지원, 유동화 증권 발행 및 인수, 부동산 관리 등의 역할을 수행
 - 신한금융투자, SK증권과는 업무협약을 체결하였고 국민은행, 하나은행, 코람코자산신탁, 한국자산신탁, 한국투자신탁과 함께 자본시장 규제특례를 신청하여 컨소시엄을 구성
 - 처음으로 상장된 ‘역삼 런덜빌’에서는 한국토지신탁이 디지털 수익증권 발행사로서 해당 건물의 관리·운영·임대수의 집행을 담당하고 하나은행이 애플리케이션과 투자자들의 계좌연동을 위한 비대면 계좌개설 및 투자자 예약금을 관리하는 서비스를 지원
- 루센트블록은 비수도권 유일한 혁신금융서비스(샌드박스) 신청 벤처기업으로 지역 은행 및 신탁사들과 컨소시엄을 구성하고 있으며 신규 플레이어로 지역기반의 부동산 DABS 플랫폼 서비스를 준비중
 - 경남은행, 대구은행, 신영부동산신탁, 생보신탁, 무궁화신탁, 하나자산신탁, 한투부동산신탁, KB부동산신탁이 제휴 금융사로 참여하여 혁신금융서비스로 지정 신청
 - 대덕연구개발특구 내 혁신 블록체인 기업으로 지정되어 대전지역 부동산을 대상으로 부동산 DABS 플랫폼을 개발 중이며 대전 ETRI 블록체인 센터와의 협업관계를 통해 기술협력을 추진하며 지역관련 사업 수행
- 펀드블록글로벌도 카사코리아와 같이 상업용 부동산 상장을 주요 상품으로 부동산 간접투자 거래 플랫폼인 ‘펀드블록’을 준비 중이며 ‘펀드블록’ 컨소시엄에는 대신자산신탁, 대한토지신탁, 코리아신탁, 우리금융그룹이 참여
- 엘리시아는 블록체인 기반의 부동산 지분 거래 플랫폼으로 2019년 주거용 부동산 소유권 유동화 상품으로 서비스를 시작, 2020년 10월 P2P 부동산 플랫폼 ‘엘리시아 2.0’을 출시하여 부동산 관련 상품을 고객이 분할·교환할 수 있는 플랫폼서비스 제공
 - 엘리시아는 수익증권이 아닌 부동산 소유권을 유동화한 후 지분을 투자자에게 유통하는 방식으로 모든 거래 활동이 블록체인 플랫폼에 기록되고 최소 5,000원의 소액 투자 가능
 - 또한 국내의 증권법 차이에 따라 해외의 경우 부동산 상품을 토큰화하고 증권형 토큰을 유통하는 방식으로 진행되며 국내의 경우 부동산을 매입, 부동산 지분을 유통하는 방식으로 운영

2) 금융위원회 금융혁신기획단, 2019, 금융규제 샌드박스 운영방향.

- 신규 출시된 '엘리시아 2.0'은 플랫폼이 설정한 기준 조건을 충족하는 부동산 소유자와 투자자간 개인간 거래가 가능하며 수익분배 및 관계증명 등 모든 거래 활동이 스마트계약을 통해 블록체인 상에 기록

□ 해외 주요 국가에서는 증권형토큰발행(STO)에 대한 제도 및 규율이 마련 및 실행되고 있으며 예외 규정에 의한 사업인 우리나라와 비교하여 다양한 방식과 목적으로 부동산 유동화 및 투자 유치가 진행

- 해외 주요 국가에서는 부동산 STO를 제도권 안에서 수용하는 추세로 규제 정비 및 완화를 통하여 STO관련 다양한 산업들을 추진할 환경 조성을 추진
 - 미국³⁾, 스위스 등 금융선진국에서는 정비된 규제 및 가이드라인을 기반으로 다양한 프로젝트에 STO가 사용되고 있으며 미국 증권거래위원회(SEC)는 STO 투자 유치 가능 금액을 5,000만달러에서 7,500만달러로 상향조정하는 개정안 제안서를 발표하는 등 규제를 완화하는 추세
 - 독일 연방금융감독청(BaFin)은 자국내 STO 승인을 넘어서 유럽내 다른 국가에서 디지털자산증권 투자자 등록을 할 수 있도록 허용, 파킹고(ParkinGo) STO⁴⁾를 승인함으로써 유럽 21개 국가에서 디지털자산증권 판매가 가능⁵⁾
 - 일본 금융청은 2020년 4월 자금결제법과 금융상품거래법 개정안 발표를 통해 STO 및 거래 플랫폼 관련 규제를 마련하였으며 SBI에서는 아이벳(Ibet) 플랫폼을 통해 STO를 실시할 예정
- 관련 제도를 기반으로 해외사업자들은 STO의 블록체인의 특성을 활용하여 다양한 방식 및 목적으로 부동산 유동화 및 투자 유치를 진행하는 상품을 개발⁶⁾
 - QuantmRE는 구분소유권⁷⁾ 거래에 기초한 증권형 토큰을 발행하는 플랫폼으로 주택소유자는 구분소유권 거래로 빚을 지지 않고 현금 확보가 가능하고 투자자는 개별 부동산에 직접 투자하거나 EQRE⁸⁾ 토큰을 구매할 수 있음
 - BitRent는 부동산 개발의 자금조달 및 의사결정 지원 플랫폼으로 부동산 개발업자의 프로젝트 등록을 통해 RNTB라는 기능형 토큰이 발행되고 토큰 소유자는 개발 이익을 분배 받을 수 있는 권리와 의사결정에 참여할 수 있는 권리를 부여 받으며, 부동산 개발 과정은 BIM(Building Information Modeling)을 통해 자동으로 모니터링이 가능

3) 미국은 POLYMATH와 HARBOR 등의 증권형토큰 발행사와 tZERO와 open finance network 등의 증권형토큰 거래소가 이미 사업중이며 HOWEY테스트, SEC의 규제 요구사항과 ATS 인가로 STO를 규제, SEC의 규제사항은 증권법 면제조항인 Reg A+, Reg D 506c, Reg S, Reg CF이 적용

4) ParkinGO는 룩셈부르크 기반 토큰 발행 플랫폼인 STOKR에서 디지털 증권을 발행

5) SECURITIES, 2020. 3. 16, BaFin Approves First Cross-Border STO in the EU.

6) 이후빈, 2020, 부동산 유동화 수단으로 블록체인 기술의 활용가능성, 국토연구원, WP 19-14.

7) 1동의 건물에 구조상 구분되는 2개 이상의 부분이 있어서 그것들이 독립해서 주거·점포·사무소 또는 창고 등으로 쓰이는 경우에 그 부분을 각각 다른 사람의 소유로 할 수가 있는데 이 전용부분에 대한 권리를 구분소유권이라고 함.

8) EQRE이라고 불리는 증권형 토큰은 미국 1인 가구가 소유 또는 점유하고 있는 주택의 주식을 조합해서 만든 포트폴리오에 기초해서 발행

- 달러원(Thaler.one)은 펀드와 부동산을 결합한 방식으로 TGE(Token Generation Event) 투자자에게 달러(Thaler)토큰을 제공하고 투자금은 부동산 포트폴리오 투자에 사용되며, TGE 이후 토큰이 판매되고 투자자들은 이 토큰을 이용하여 특정 자산에 투자하는 구조

□ 부동산 DABS 거래 시행을 통해 일반투자자들의 부동산 투자 접근성이 향상될 것으로 기대되는 한편 일시적 규제 면제가 아닌 제도권 내에서 수용할 수 있도록 금융소비자 보호, 자산 포트폴리오의 다양화 등 추가 방안이 필요하며 부동산 DABS 플랫폼 성과는 STO의 실효성에 대한 인식 및 규제 방향에 영향을 줄 것으로 평가

- 부동산 DABS 플랫폼 서비스의 시행으로 기관투자자 및 대형빌딩에 위주의⁹⁾ 간접부동산투자 시장에서 일반투자자가 소액으로도 부동산 투자에 참여할 수 있는 기회를 제공할 것으로 기대
- 반면 관련 사업이 안전하게 자리 잡기 위해서는 투자 포트폴리오의 다양화, 금융소비자 보호 및 리스크 관리 시스템 구축을 위한 노력이 필요¹⁰⁾
 - 부동산을 기초로 하는 만큼 양질의 부동산 자산을 발굴하고 객관적 감정평가가 가능하도록 전문 역량을 강화시키고 임대건물, SOC, 호텔 등 포트폴리오 다각화를 통해 투자자의 선택권을 확대
 - 금융소비자 보호를 위해서는 투자 건물에 대한 공시 강화, 합리적 방식에 기초한 가치평가 등 정보공개 및 공정한 평가 시스템이 구축되어야 하고 금융당국의 감독 및 위험관리 병행이 필요
- 해외 STO 사례와 부동산 DABS 거래 플랫폼의 성과 및 관련 제도·규제에 대한 논의는 향후 국내 부동산 STO가 출범할 때 규제 방향을 수립하고 사업을 예측하는데 참고가 될 것으로 판단

연구원 한아름

9) 리츠(REITs)의 경우 소액투자자가 가능하나 건물이 아닌 리츠법인에 투자한다는 점에서 부동산 DABS와 투자 대상에 차이가 있고, 기관투자자 중심의 사모 리츠시장이 발달되어 소액투자자가 가능한 공모 비중이 작으며 대형건물 중심임(김필규, 2020, 리츠를 통한 부동산 간접투자 활성화 방안, 자본시장연구원 자본시장포커스 2020-27)

10) 신용상, 2020, 일반투자자의 시장접근성 제고를 위한 공모·상장형 부동산 유동화시장 활성화 방안 연구, KIF VIP리포트

코로나19 이후 주요국의 투자자 보호 조치 및 이슈

- 최근 코로나19의 영향으로 주식투자가 늘어나면서 투자자 피해를 유발하는 불공정거래 사례가 지속적으로 발생
- 주요국 금융당국은 투자자 보호 관련 권고안 등을 발표하고, 불법 행위 기업에 과징금을 부과하는 등 투자자 피해에 적극 대응
- 국내에서는 2021년 3월까지 증권시장 집중대응기간으로 설정하고, 코로나19 테마주 모니터링, 불공정거래 대응, 자본시장법 개정 등 순차적으로 조치
- 향후 언택트(Untact) 투자의 확대 및 이를 악용하는 사례가 이어질 것으로 예상되는 바, 비대면 불공정거래 감독과 투자자의 금융이해도를 높이는 교육이 제공될 필요

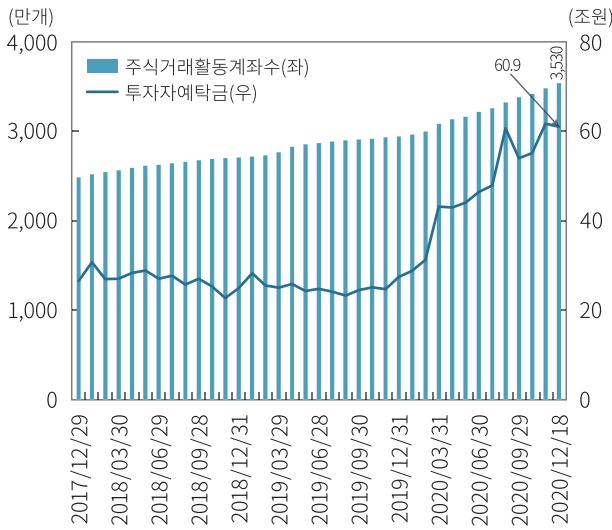
□ 최근 코로나19의 영향으로 주식투자가 늘어나면서 허위정보 제공, 다단계식 투자 유치 등 투자자 피해를 유발하는 불공정거래 사례가 국내외에서 지속적으로 발생

- 코로나19로 경제활동이 위축됨에 따라 국내 기준금리는 2020년 3월과 5월 각각 0.5%p, 0.25%p 인하되었으며, 이에 따라 예·적금 금리가 낮아지면서 주식투자에 투자하는 투자자가 많아짐
 - 한국은행 기준금리: (2019. 10) 1.25% → (2020. 3) 0.75% → (2020. 5) 0.5%
 - 주식거래 활동계좌 수¹⁾: (2017년말) 2,479만 개 → (2019년말) 2,936만 개 → (2020. 12. 18) 3,530만 개
- 주식시장의 변동성이 커진 시기에 유사투자자문업자가 투자자에게 허위정보를 제공하거나, 다단계 유사수신 방식으로 자금을 모집하는 사례 발생²⁾
 - 유사투자자문업은 불특정 다수의 투자자로부터 일정 대가를 받고 간행물, 전자우편 등을 통해 금융투자상품에 대한 투자판단 또는 금융투자상품의 가치에 관한 조언을 제공하는 업을 의미 (자본시장법 제101조)
 - 금융위원회에 신고한 유사투자자문업자 수(누적)는 2020년 12월 24일 기준 2,117개로 2019년말 1,574개 대비 약 35% 증가
 - 최근 유사투자자문업자가 고수익을 보장하며 자금을 유치하거나, 허위정보를 제공해 비상장 주식을 판매하여 부당하게 이익을 취하는 등 투자자 피해 발생 우려

1) 자산이 10만원 이상이고, 최근 6개월간 거래가 있는 계좌 기준

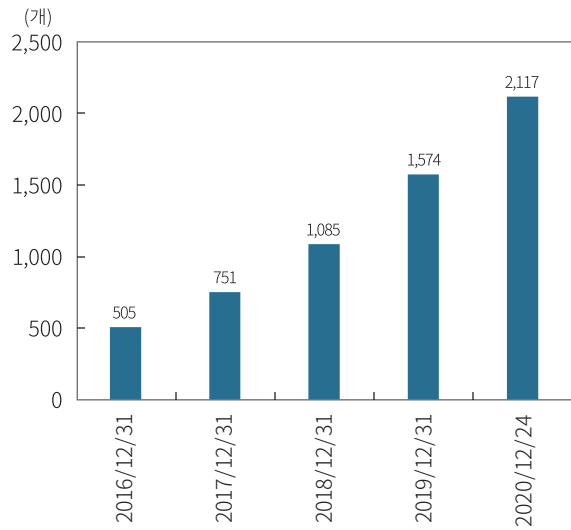
2) 금융위원회·금융감독원, 2020. 11. 23, 투자설명회 등을 통해 주식거래를 유도하거나 다단계식으로 투자 유치하는 사례에 유의하시기 바랍니다., 보도자료.

국내 주식거래 활동계좌 및 투자자예탁금 추이



주 : 주식거래활동계좌수는 자산 10만원 이상, 최근 6개월 간 거래가 있는 계좌 기준
 자료: 금융투자협회

국내 유사투자자문업자 수 현황



주 : 유사투자자문업자 신고일 기준으로 검색
 자료: 금융감독원 파인(FINE)

- 이러한 사례는 해외에서도 나타났는데, 미국 SEC는 최근 미국 내 투자사기 관련 신고가 크게 증가한 것을 강조하며 폰지 사기(Ponzi scheme)³⁾, 가짜 예금증서(CD) 판매 등을 주의할 것을 경고⁴⁾
- 또한 미국에서는 코로나19 치료와 관련된 기업가치 급상승 등의 허위사실이 소셜미디어에 유포되거나, 마이크로 캡(Microcap)⁵⁾ 기업의 주식을 불법으로 판매하는 사례 증가⁶⁾
- 영국은 2020년 3월부터 7월까지 개인투자자를 대상으로 300여 건의 사기 범죄가 발생했고, 피해 규모는 약 4백만파운드에 달하는 것으로 확인⁷⁾
 - 대부분의 사건은 감독기관에 의해 허가를 받고 영업하는 기업의 이름, 등록 번호, 주소 등을 차용해 이뤄졌으며, 이러한 불법 기업을 클론 기업(Clone firms)이라고 칭함

□ 주요국 금융당국은 투자자 보호 관련 성명서, 권고안 등을 발표하고, 불법 행위 기업에 과징금을 부과하는 등 투자자 피해에 적극적으로 대응⁸⁾

- 미국 SEC는 성명서를 발표해 기업의 투자 안내서에 코로나19 관련 영향과 위험성 등을 업데이트할 것을 권고했으며⁹⁾, OCIE(규제준수검사국)는 기술 의존도와 화상회의 사용이 증가하면서

3) 신규 투자자의 돈으로 기존 투자자에게 투자수익(이자, 배당 등)을 지급하는 방식의 다단계 금융사기를 의미
 4) SEC, 2020. 12. 14, Investment Scam Complaints on the Rise - Investor Alert, Investor Alerts and Bulletins.
 5) 미국 내 시가총액이 약 3억 달러 미만인 기업을 의미
 6) SEC, 2020. 12. 21(updated), Look Out for Coronavirus-Related Investment Scams - Investor Alert, Investor Alerts and Bulletins.
 7) Financial Times, 2020. 7. 14, UK retail investors fall victim to 'impersonation fraud'.
 8) ICMA(International Capital Market Association) 홈페이지 내 COVID-19 Market Updates: Regulatory responses 참조
 9) SEC, 2020. 4. 14, Importance of Delivering Timely and Material Information to Investment Company Investors.

개인정보의 손실 우려가 커진 것을 강조하고 기업들에게 온라인 보안 시스템 강화, 신원 보호 수행 등을 권고¹⁰⁾

- 최근 시장의 불확실성이 계속됨에 따라 투자자에게 양질의 금융 정보 제공이 무엇보다 중요한 시기임을 고려
- 영국 FCA(금융감독원)는 코로나19 대응 및 투자자 보호를 위한 홈페이지¹¹⁾를 개설해 관련 내용을 업데이트하고, FRC(재무보고위원회)는 기업지배구조에 대한 행위규범을 제공¹²⁾
- 유럽 ESMA(증권시장감독청)는 코로나19로 인해 불확실성이 높아진 시장에서 거래할 때 개인 투자자의 위험이 커질 것을 우려하며 기업이 MiFID상 투자자의 최선이익을 위해 지켜야 할 내용을 담은 공개성명¹³⁾을 발표
- IOSCO(국제증권감독기구)는 각국의 자본시장에서 투자자 보호 원칙은 유지하되, 시장 참여자들이 위기를 극복하도록 유연한 규제를 적용할 것을 강조¹⁴⁾
- 또한 주요국에서는 불법 행위 기업을 대상으로 주식거래를 중단시키거나 과징금을 부과
 - SEC는 기업에 대한 정보가 부정확하거나 신뢰할 수 없다고 판단한 경우 해당 기업 종목의 주식거래를 최장 10일간 중단시킬 수 있으며, 거래를 중단시킨 기업 목록을 홈페이지에 게시 (2020. 2. 7 ~ 2020. 12. 21 기간 중 총 37개 기업의 거래가 중단)
 - FCA는 자국 고객의 자산을 외국 고객의 자산과 구별해 보관하지 않고, 관련 보호장치도 마련하지 않은 Charles Schwab에 과징금 896만파운드(1,210만달러)를 부과¹⁵⁾

□ 국내의 경우 2021년 3월까지 증권시장 집중대응기간(2020. 10 ~ 2021. 3)으로 설정하고, 코로나 19 테마주 모니터링, 불공정거래 대응, 자본시장법 개정 등 순차적으로 조치

- 코로나19 확산 초기 당시 관련 테마주 종목의 주가 변동폭이 커져 일반투자자의 추세추종매매에 따른 피해가 우려되었으며, 금융당국은 테마주 모니터링 시스템을 이용해 모니터링을 실시하고 특정 종목에 시장경보 조치¹⁶⁾
 - 2020. 1. 20 ~ 2020. 2. 5 중 코로나19 관련 30종목 주가의 평균 주가등락률은 57.2%(동일 기간 코스피 7%, 코스닥 7.12% 등락)
- 일부 우선주 종목에서 주가의 이상급등 현상이 발생하면서 금융당국은 이에 따른 투자자 손실을 막기 위해 상장 진입·퇴출요건을 강화하고, 상시적 단일가 매매를 적용하는 등 우선주 시장관리 방안을 발표¹⁷⁾

10) OCIE, 2020. 8. 12, Select COVID-19 Compliance Risks and Considerations for Broker-Dealers and Investment Advisers, Risk Alert.

11) FCA 홈페이지 내 Coronavirus (Covid-19): delayed activities and regulatory change

12) FRC, 2020, Company Guidance (Updated 20 May 2020) (COVID-19).

13) ESMA, 2020. 5. 6, COVID-19: Reminder of firms' MiFID II conduct of business obligations in the context of increasing retail investor activity, PUBLIC STATEMENT.

14) IOSCO, 2020. 3. 25, Securities regulators coordinate responses to COVID-19 through IOSCO, MEDIA RELEASE.

15) WSJ, 2020. 12. 21, U.K. Regulator Fines Charles Schwab Unit \$12.1 Million Over Client Assets.

16) 금융위원회, 2020. 2. 11, 신종 코로나바이러스 관련 테마주 및 악성루머에 대한 금융당국의 대응을 강화하겠습니다., 보도자료.

17) 금융위원회, 2020. 7. 9, 우선주 시장관리를 강화하여 투자자를 보다 효과적으로 보호하겠습니다., 보도자료.

- 지난해 10월에는 불법·불건전행위 집중대응단이 출범하였고, 2021년 3월까지 테마주, 시세조종 등 불공정거래 집중신고기간으로 운영
 - 테마주 모니터링 대상 종목을 확대(총 162개 종목)하고, 기관투자자 및 최대주주의 시세조종 행위(윈도우드레싱¹⁸⁾ 등을 집중감시¹⁹⁾
- 추후 자본시장법 개정을 통해 불공정거래행위 과징금을 도입하고, 자본시장법 위반시 시장참여 제한, 금융거래 제한 등 제재수단을 다양화할 예정²⁰⁾
 - 현재는 불공정거래행위에 형사처벌만 가능하나, 2021년 상반기 중으로 부당이득금액의 2배 이하(최대 50억원)의 과징금을 부과하는 제도 도입을 추진 중
 - 캐나다, 홍콩, 독일 등은 증권법 위반자 대상으로 일정기간 금융투자 상품 거래를 금지하고 있으나, 국내에는 이러한 제재수단이 없음
- 또한 유사투자자문업 감독 강화를 위해 임원 변경 보고의무를 신설(자본시장법 개정)하고, 신고서식을 개선(금융투자업시행세칙 개정)하는 등 제도개선을 추진할 계획

국내 투자자 보호 조치 상황

날짜	내용
2020. 2. 11.	- 코로나19 테마주(30개 종목) 모니터링, 주식시장 루머 유포행위 등 불공정거래 집중 감시·단속 실시
2020. 10. 19.	- 증권시장 불법·불건전행위 근절 종합대책 발표 및 집중대응단 출범 - 2020년 10월 ~ 2021년 3월말 집중대응기간 중 특별조치 시행
2020. 12. 18.	- 테마주 모니터링 대상 종목 확대(총 162개 종목) - 유사투자자문업 263개사 집중점검 및 무인가·미등록 영업 48건 적발
2021년 (예정)	- 불공정거래행위 과징금 제도 도입(부당이득금액 2배 이하, 최대 50억원) - 대량보유 보고의무(5%룰) 위반 시 과징금 상향(시가총액 10만분의 1 → 1만분의 1) - 사모 전환사채 발행 전 공시 의무화(납입기일 1주일 전까지) - 유사투자자문업 임원 변경 시 보고의무 신설 - 유사투자자문업 불법행위 방지를 위한 신고서식 개선(개별적 투자자문 방지수단 기재)

자료: 금융위원회 보도자료

□ 향후 언택트(Untact) 투자의 확대 및 이를 악용하는 사례가 이어질 것으로 예상되는 바, 비대면 불공정거래 감독과 투자자의 금융이해도를 높일 수 있는 교육이 제공되어야 할 필요

- 2019년 국내 금융소비자 보호 국민인식조사 결과를 보면, 금융사기를 당했거나 비슷한 시도를 접했다고 응답한 비율은 41.6%였으며, 금융상품의 약관·상품설명서가 어려워서 불편하다는 응답은 88.7%로 높게 나타남²¹⁾

18) 기관투자자가 연말 결산기를 앞두고 수익률을 높이기 위해 주식을 집중적으로 매도·매수하는 행위

19) 금융위원회, 2020. 12. 18, 증권시장 불법·불건전행위에 엄정하게 대응하겠습니다., 보도자료.

20) 금융위원회·금융감독원·한국거래소, 2020. 10. 19, 증권시장 불법·불건전행위 근절 종합대책, 별첨자료.

21) 금융위원회, 2020. 1. 31, '19년 금융소비자 보호 국민인식조사 결과 및 시사점, 보도자료.



- 2020년 10월 ‘World Investor Week(이하 WIW) 2020’에서 발표된 FINRA의 연구 결과에 따르면, 투자 교육을 받지 않은 투자자의 금융이해도는 투자 경험이 많아져도 상승하지 않는 것으로 나타남²²⁾
 - WIW은 IOSCO(국제증권감독기구)의 주최로 투자자 교육 및 보호 강화를 위해 매년 개최되는 글로벌 캠페인
- 코로나19로 빠르게 증가할 디지털 금융소비에 대비해 비대면 불공정거래에 대한 감독을 강화할 필요가 있으며²³⁾, 이와 더불어 투자자 피해를 사전적으로 예방할 수 있는 교육 및 홍보 방안이 마련될 필요가 있음

연구원 정지수

22) FINRA, 2020, The Stability and Predictive Power of Financial Literacy: Evidence From Longitudinal Data, Insights: Financial Capability.

23) 이성복, 2020, 해외의 고령 금융소비자 보호 강화 추세와 시사점, 자본시장연구원 이슈보고서 20-12.