

## 펀드 생태계 건강성 회복을 위한 수탁서비스 발전 방향\*

선임연구위원 송홍선

사모펀드 수탁 기피 현상이 확산되고 있지만, 최근의 수탁수수료 인상 흐름, 가이드라인 제정을 통한 수탁자책임 범위의 명확화, 펀드넷(FundNet)을 통한 수탁규제비용 절감 등 자본시장법 개정 이후의 시장구조 개선 노력을 고려할 때 펀드 수탁서비스는 점차 정상화될 것이다. 그럼에도 펀드 수탁업이 한 단계 더 발전하기 위해서는 금융보조업이라는 수동적 이미지를 극복하는 것이 필요해 보이며, 강화된 수탁자 책임과 권한을 고부가가치 창출의 기회로 적극 대응하는 산업전략이 필요해 보인다. 한편, 현재 진행되고 있는 수탁업자에 의한 사모펀드 옥석 가리기가 업력이 짧고 트랙레코드가 없는 스타트업 사모펀드에게는 진입장벽으로 작용하고 있는 바, 2015년 이후의 스타트업 사모펀드의 모험자본공급 순기능이 훼손되지 않도록 공적기관이 수행하는 수탁서비스를 민간의 PBS 서비스 활성화와 함께 강화할 필요가 있겠다.

### 최근의 사모펀드 흐름과 수탁업

최근의 펀드 생태계의 회복 노력은 두 갈래로 진행 중이다. 한 갈래인 부실펀드 신속 처리는 보상과 책임이 분쟁조정을 통해 신속하게 확정되고 있어 사모펀드 사태의 긴 그림자는 결자해지로 조금씩 걷히고 있다. 다만, 사후처리를 보며 새삼 깨닫는 것은 펀드 생태계의 복잡성과 이해관계 정렬의 어려움이다. 펀드는 판매업자, 운용업자, 보관·관리하는 수탁업자가 따로따로인 복잡한 구조를 갖고 있다. 제조와 판매, 수탁을 수직 결합하여 통합서비스하는 다른 금융(투자)상품과 크게 다른 점이다. 투자자 보호를 그만큼 강하게 반영한 가치사슬인 것이다. 그런데 생태계 균형의 관점에서 보면 펀드산업은 판매업자, 운용업자, 수탁업자가 3인 4각 경기를 하는 불안한 균형을 내포하고 있다. 사모펀드 사태는 이러한 불안정성이 법적 불완전성이라는 제도 공백을 비집고 현실화한 것이라고 볼 수 있다. 그래서 투자자보호 관점에서 운용업자와 판매업자와 수탁업자간 권한과 책임성을 새롭게 정렬하는 제도 개선이 또 다른 갈래로 현재 진행 중이다. 관련 자본시장법 개정이 이루어져 10월 시행을 앞두고 있고 수탁자 책임의 범위를 명확히 하는 가이드라인이 최근 제정되었으며 사모펀드에 대한 공공적 위험관리 인프라에 해당하는 펀드넷(FundNet)도 최근 운영을 시작했다. 이상 두 갈래의 시장 회복 노력은 펀드 생태계의 건강성을 높이며 사모펀드시장을 정상화하는 계기가 될 것으로 기대한다.

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

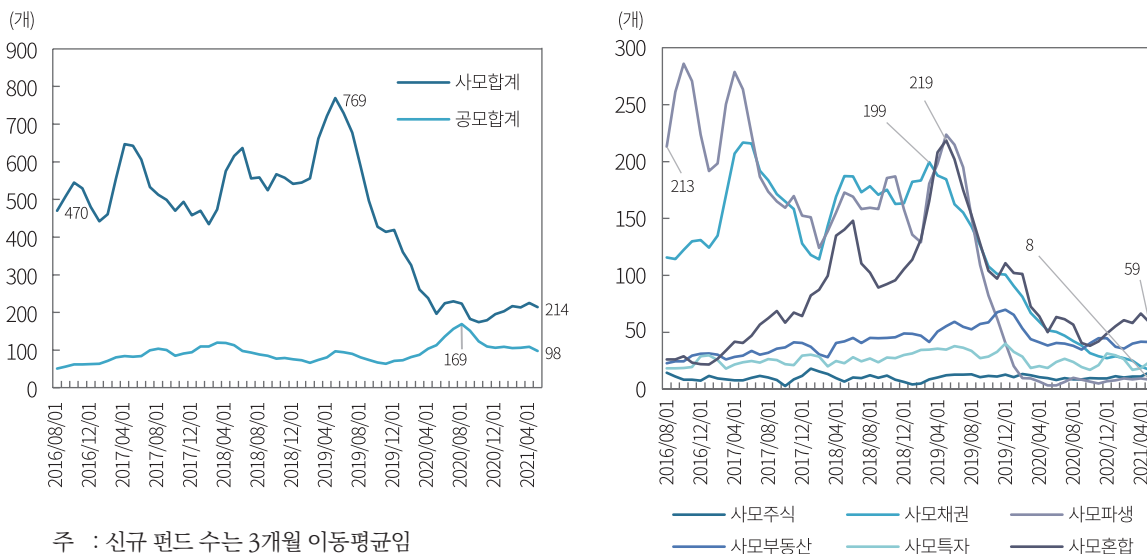
그렇지만 지금의 시장 상황은 사실 비상상황이다. 펀드를 설정하고 싶어도 신탁 라이선스를 가진 수탁업자가 설정을 기피하는 시장실패가 나타나고 있다. 이에 아래에서는 사모펀드 사태 이후의 수탁 서비스 실태를 살펴보고, 최근의 수수료 현실화와 여러 제도 개선, 수탁업자의 정상화 의지 등으로 펀드 수탁시장이 정상화한 이후를 정책당국, 수탁업자 등이 어떻게 대비해야 하고, 보완이 필요한 제도적 공백은 무엇인지에 대해 살펴보기로 한다.

### 신규펀드 설정으로 본 사모펀드 수탁

지난 1분기 자산운용업 실적은 팬데믹 이후의 글로벌 자산시장의 활황세를 그대로 반영했다. AUM은 역대 최대 수준을 경신했고, 순이익도 크게 증가했다. 펀드 판매자의 판매보수와 펀드 수탁업자의 수탁보수 역시 AUM에 비례해 증가했을 것이다. 그런데 이는 자산시장 호황에 직접 수혜를 받는 기존에 설정된 펀드들에 국한된 얘기다. 펀드산업의 활황세와 달리 미래의 성장잠재력을 나타내는 신규펀드의 설정은 작년부터 큰 폭의 역성장을 하고 있다. <그림 1>은 2016년 6월 이후 신규설정 펀드 수의 이동평균(3개월)을 보여준다. 공모펀드는 사모펀드 사태와 관계없이 월평균 100개 내외의 신규펀드가 안정적으로 설정되고 있는 반면 사모펀드는 2019년 상반기 월간 최대 769개 설정되던 것이 지난 5월 말 214개로 1/3 이상 급격하게 감소했다.

시장성 자산을 주로 편입하는 주식형 펀드나 기관투자자들이 주로 설정하는 부동산/특별자산 펀드는 신규 설정 추이에 변화가 없었다. 그러나 주로 헤지펀드가 설정하는 혼합자산, 채권, 파생 같은 비상장/구조화/복잡 펀드는 신규펀드 설정이 급감했다. 혼합자산과 파생형은 월평균 200개 이상에서

<그림 1> 신규펀드 설정 추이



주 : 신규 펀드 수는 3개월 이동평균임  
 자료: 금융투자협회

60개 이내로 급감했다. 개인이 투자하고 시장성이 없는 자산을 편입하는 사모펀드 중심으로 신규펀드 설정이 멈춰있다고 볼 수 있다. 사모펀드 사태 이후 수요 실종, 판매사의 판매 거부, 수탁사의 설정 거부 등 여러 요인이 복합 작용했겠지만, 기존 설정 펀드가 팬데믹 이후 좋은 성과를 누리고 있는 시장 흐름으로 볼 때 신규펀드 위축은 수탁 기피 등 규제강화의 영향으로 볼 수 있다.

필자는 이런 기조는 당분간 이어지겠지만 오래 지속될 것으로 보지 않는다. 법 개정에 따른 수탁자 책임에 대한 막연한 불확실성이 가이드라인 제정으로 책임의 범위가 합리적인 범위 내로 분명해졌고, 펀드넷 도입으로 표준화와 대사업무의 부담이 크게 완화될 것으로 보이기 때문이다. 향후 운용지시지 원 인프라까지 마련되면 우리나라 사모펀드시장의 수탁업무 프로세스 자동화/표준화는 다른 해외에서 찾기 어려울 정도로 세계적인 수준이 될 것이다. 그리고 무엇보다 최근의 수탁 기피 과정에서 수탁업의 강화된 책임에 비례한 보상이 시장원리를 통해 시장가격에 반영되고 있다는 점도 수탁서비스 정상화를 앞당기는 계기가 될 것이다.

**최근의 수수료 인상 흐름: 분별 있는 현실화가 중요**

필자는 최근 수탁업의 수수료 인상 흐름을 긍정적으로 본다. 수탁자책임 강화와 그로 인해 새롭게 정렬될 판매업자와 운용업자, 수탁업자 간 권한과 책임성 배분체계의 변화가 시장원리에 따라 시장가격에 반영되는 과정으로 이해할 수 있다. 사실 우리나라 수탁수수료는 펀드시장이 발전한 다른 나라(가령, 미국 뮤추얼펀드 10bp 이상)와 비교할 때 절대수준이 매우 낮았으며, 펀드에 편입된 수탁재산의 속성이 수탁수수료에 제대로 반영되지 않는 단순한 시장이었다. <표 1>을 보면 상장주식을 편입하는 주식형 펀드나, 부동산을 편입하는 부동산펀드, 비상장 증권을 편입하는 혼합자산펀드의 수탁수수료는 사실상 차이가 없다. 편입자산의 유동성, 표준화, 자동화 등은 규모의 경제와 전문성, 노동집약도, 보관관리위험 등에서 상당한 차이가 있지만 수수료로 반영되지 못하고 있는 것이다. 이런 점에서 최근의 수탁자 책임과 권한 강화는 책임성에 비례한 수수료정책으로 수탁업이 진화하는 중요한 제도적 계기로 작용할 것으로 보이며, 이는 시장 발전 면에서 바람직한 것이다.

다만 전체 펀드 생태계와 시장구조의 측면에서 볼 때 수탁수수료의 현실화는 두 가지 제약 조건 아래 진행될 필요가 있다. 첫째, 수탁수수료 현실화는 결국 누군가의 부담으로 귀결될 텐데, 투자자에게 전가되는 것은 경계할 필요가 있다. 수탁자책임 강화는 투자자에게 추가적으로 혜택을 주는 것이 아니며, 오히려 선관주의 의무를 다하지 못한 운용업자, 수탁업자, 판매업자들의 책임성 강화를 위한 새로운 책임배분체계의 일환이라고 볼 수 있다. 투자자들은 금번의 제도 개선을 대리인비용(agency cost)을 줄이는 새로운 규제로 인식을 하지, 추가 비용을 지불해야 할 ‘추가적인 서비스의 증가’로 보지 않는다는 점, 세계적으로 수수료 하락 흐름이 나타난다는 점, 펀드시장 성장에 따른 규모의 경제성 등을 감안할 때 수탁수수료 현실화가 펀드의 전반적 비용 인상으로 귀결되는 것은 바람직하지 않을 수 있

다. 둘째, 펀드넷의 도입이다. 펀드넷은 수탁업자의 수탁서비스에 따른 사적비용의 상당 부분을 사회적 비용으로 흡수하는 세계에서 유례를 찾기 힘든 공공적 사모펀드 인프라이다. 펀드넷은 운용 감시, 대사, 확인 등 기본수탁업무 비용을 크게 절감시킬 것으로 보여, 수탁수수료의 현실화 수준은 일정범위 내에서 이루어지는 것이 합리적이다.

결국, 수수료의 투자자 전가 제한이나 펀드넷 활용을 고려할 때 수탁수수료 현실화는 부분적으로 펀드 생태계 내에서 흡수될 것이다. <표 1>을 보면 총수수료(보수)에서 수탁수수료 비중은 역사적으로 3% 수준에서 고정되어 있고 펀드 유형과 크게 상관이 없다. 한 마디로 책임과 원가에 비례한 가격정책이 작동하고 있다기 보다는 교섭력 같은 생태계 내 지배력이 가격정책에 반영되어 있는 것처럼 보인다. 최근의 수수료 현실화는 이러한 시장관행에 변화의 기제가 될 수 있을 것이다. 정보투자자가 투자권유규제가 약한 사모펀드에 투자할 때의 판매보수와 일반투자자가 투자권유규제가 강한 공모펀드에 투자할 때의 판매보수가 같을 수는 없다. 수탁서비스의 표준화/자동화 수준이 높은 펀드와 그렇지 않은 펀드의 수수료가 같을 수는 없다. 펀드 성격과 자산 성격 등에 따라 총수수료에서 판매업자나 수탁업자, 운용업자의 수수료 비중이 다르게 설정되는 것이 합리적이다. 그런데 이런 경쟁을 통한 시장합리화 과정이 생태계 내에서 자생적으로 이루어지는데 한계가 있다고 본다. 경쟁정책 관점에서 펀드시장의 수수료 구조를 종합적으로 판단하고, 디지털화 등의 정책수요에 대응한 판매보수 등 펀드 수수료 체계 개편 논의 속에서 투자자와 시장, 그리고 정책당국이 펀드 수수료에 대한 종합적인 시장구조 및 제도 개선방안을 마련하는 것이 필요하다고 생각된다.

<표 1> 펀드 수탁수수료율과 비중 추이

	수탁수수료(bp)			총보수에서 수탁보수 비중(%)		
	주식	혼합자산	부동산	주식	혼합자산	부동산
2017말	3.1	2.8	3.2	2.9	3.5	3.7
2018말	2.8	2.9	3.1	3.1	3.3	3.9
2019말	2.6	2.9	2.9	3.2	3.7	4.0
2020말	2.8	2.6	2.6	3.2	3.2	3.8
4년 평균	2.8	2.8	3.0	3.1	3.4	3.9

자료: 금융투자협회

### 수탁업의 부가가치 제고와 PBS의 역할

수수료 현실화는 수탁업자들이 현재 하고 있는 단순 수탁서비스를 재개할 유인은 되지만, 수탁업이 지금까지 금융보조업에 머물러서는 펀드서비스에 대한 투자자의 높아진 눈높이를 맞추기는 어렵다고

생각한다. 해외의 수탁업자처럼 고부가가치 산업으로 성장하기 위해서는 산업적 고려가 필요해 보인다. 이런 점에서 수탁업자들은 사모펀드 사태 이후 강화된 책임성에만 주목하기보다 강화된 권한과 표준화되고 높아진 수탁정보의 질을 활용하여 창출할 수 있는 부가가치의 가능성을 모색하는 적극적인 자세가 필요해 보인다.

국내 수탁업은 해외기준으로 보면 부가가치가 낮은 기본수탁서비스를 주로 수행한다. 보관, 결제, 배당금·소득 분배, 증권발행 회사의 법률행위 통지, 회계 등이 그것이다. 해외 수탁업자(custodian)들이 고부가가치 서비스로 수행하는 투자회계, 성과평가, 가치평가, 투자수익 조회·확인, 외국환거래 및 외국환 거래 조회·확인, 증권대차거래 등에 대해서는 기본수탁서비스와의 높은 범위의 경제성에도 불구하고 적극적이지 않다.<sup>1)</sup>

그런데 금번 사모펀드 제도 개선으로 사모펀드 수탁시장의 수탁정보는 질적으로나 양적으로 크게 개선될 뿐만 아니라, 펀드넷을 통한 표준화, 시스템화 등으로 수탁정보의 객관성과 활용가능성도 크게 개선될 것으로 보인다. 더구나 최근 펀드투자의 다변화로 해외투자자 and 대체투자 등이 빠르게 성장하고 있어 새로운 부가가치 서비스로 진출할 수 있는 기회의 창은 넓어지고 있다고 할 수 있다. 이런 흐름들은 특히 헤지펀드제도와 함께 도입된 프라임브로커(PBS)들에게 고부가 수탁서비스를 확대할 수 있는 환경을 제공하고 있다. 실제 헤지펀드가 주로 설정하는 혼합자산펀드의 경우 2020년말 36조원 수탁고 중에서 PBS 서비스를 제공하는 증권회사들의 수탁고는 14조원으로 전체의 38%를 차지하고 있다. 안타까운 것은 프라임브로커들이 고부가가치 서비스는 인하우스(in-house)에서 수행하는 대신 단순 수탁서비스는 다른 수탁업자에 재위탁하는 시장구조가 형성되면서, 지금의 수탁 기피 사태를 완화하는데 기여하지 못하고 있는 점이다. 단순수탁 기피가 고부가가치의 프라임브로커 비즈니스까지 무력화하는 지금의 문제점을 개선하는 동시에 운용감시와 확인 등 강화된 책임성에서 비롯되는 불확실성과 평판위험 관리를 위해서도 단순수탁서비스의 내부화전략이 필요해 보인다.

### 신생 사모펀드에 대한 수탁서비스, 어떻게 지원할 것인가

앞으로 수탁시장이 점차 정상화하더라도 예전과 동일한 모습을 기대하기는 힘들 수 있다. 수탁자책임 강화로 인한 펀드 옥석 가리기가 스타트업 사모펀드의 시장 진입 장벽을 높이는 계기로 작용할 수 있기 때문이다. 여기에 판매와 운용업자 규제도 더해져 있어 사모펀드시장은 트랙레코드가 축적된 우량사모펀드와, 그렇지 못한 신생사모펀드 간에 양극화를 심화시킬 가능성이 높다. 그렇지만 모험자본을 공급하는 진입과 퇴출이 자유로운 사모펀드 생태계를 구축하는 것이 2015년 사모펀드 이원화규제의 기본 목적이었고, 이를 위해 그간 진입규제를 완화하며 스타트업 사모펀드들이 사모펀드 생태계의

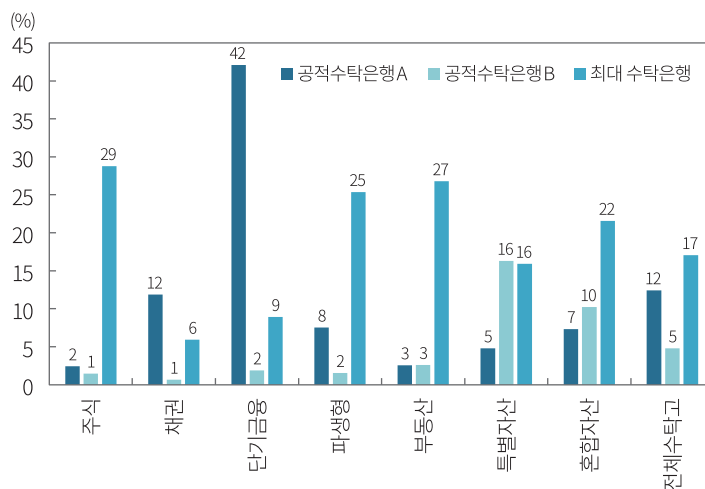
1) 수탁업을 좁게 정의해서 가령 사모펀드 한 단위를 수탁 받았기 때문에 가능한 해당 사모펀드에 대한 외국환업무 등을 수탁서비스의 부가서비스로 인식하지 않는 경향도 있다.

저변을 조성하기 위해 노력하였다. 여기에는 사모펀드 생태계가 혁신경제체계 내에서 모험자본을 공급하는 주요 원천이라는 국가적 공감대가 있었음은 물론이다. 따라서 신생 사모펀드 설정이 체계적으로 기피되는 문제는 수탁서비스에서 일정 정도 규제규율 측면의 보완이 필요함을 시사한다.

신생 사모펀드 수탁 정상화를 위한 프라임브로커의 역할 이외에 여기서 언급하고자 하는 또 하나의 정책방향은 공적 수탁서비스를 확대하는 것이라고 생각한다. 그런데 우리나라 펀드 수탁시장에는 이미 공적 기관이 참여하고 있다. 특정 금융산업정책을 위해 정부가 대주주로 참여하고 있거나 정부가 지배구조 면에서 연관이 있는 공적기관들이 이미 수탁시장에 진출해 있는 것이다. 이는 다른 나라에서 쉽게 찾아 볼 수 없는 현상이며, 유의미한 시장점유율을 유지하고 있는 점도 주목할 만하다. 물론 이들이 수탁서비스를 공적 목적으로 수행하고 있는 것은 아니며 공적인 본질업무를 수행하는 과정에서 수익의 균형과 다변화 목적으로 수탁서비스를 보완적으로 수행하고 있다. 지금까지는 상업적 베이스로 수탁서비스를 하고 있다.

그런데 필자가 보기에 자본시장법 개정 이후 수탁시장의 변화 양상, 특히, 신생 사모펀드 수탁시장을 전망할 때, 이들 공적기관이 수탁시장에서도 공공성의 관점에서 시장 조성자로서 역할을 수행해야 할 필요성이 있다고 판단된다. 이들은 이미 다양한 자산군에 대해 사모펀드 수탁서비스를 수행하고 있기 때문에 경험, 인력, 전문성 등에서 어려움은 크지 않아 보인다(그림 2). 특히, 지금의 무분별한 수탁 기피로 인한 시장실패가 완화되고 PBS 사업자가 단순수탁서비스를 사내로 내부화하는 시점까지는 수탁서비스의 공적 기능이 사회적으로 순편익을 늘릴 것으로 보이며, 장기적으로도 스타트업 사모펀드 생태계를 확장하는데 있어 PBS 서비스와 보완적인 역할을 수행할 수 있을 것으로 보인다.

〈그림 2〉 공적기관의 펀드 수탁시장 점유율 현황(2020)



자료: 금융투자협회

## 미국의 증권토큰발행(STO)에 관한 고찰\*

연구위원 김갑래

최근 미국 SEC는 투자계약 등 증권에 해당하는 가상자산, 즉 증권토큰에 대한 규제를 강화하고 있다. 증권토큰은 발행인이 의도적으로 토큰화하여 발행·유통시킨 증권(의도적 증권토큰)과 발행인의 의도와는 무관하게 증권법상 증권으로 분류되는 가상자산(비의도적 증권토큰)으로 나누어 분석될 수 있다. 미국 증권토큰발행(STO) 분석의 결과, 다음과 같은 시사점을 얻을 수 있다. 첫째 비의도적 증권토큰에 대한 규제에 있어, 국내 가상자산거래플랫폼의 상장심사 절차에 해당 가상자산이 자본시장법상의 투자계약이 아니라는 법률의견서를 반드시 첨부하도록 하고, 장기적으로는 금융감독당국이 가상자산의 투자계약 해당가능성에 관한 가이드라인을 제시하는 것이 바람직하다. 둘째 의도적 증권토큰에 대한 규제에 있어, 블록체인 및 스마트계약을 활용하여 전통적 증권을 토큰화하고 해당 증권토큰의 유통을 활성화 할 수 있는 제도적 인프라 구축이 필요하다. 다만 유통성이 부족한 불량자산이 토큰화되어 무분별하게 유통되는 상황을 막기 위해 적절한 규제도 병행하여야 한다.

### 서언

최근 가상자산시장에 대한 세계 각국 정부의 규제가 강화되고 있다. 미국, EU, 일본 등 주요국은 가상자산이 금융투자상품에 해당하는지 여부에 따라, 증권토큰에 대해서는 기존의 증권법을 적용하고, 기타 가상자산은 자본시장 규제체계와 유사한 규제를 입법하는 방식으로 가상자산 규제체계를 이원화하고 있다. 증권토큰에 대한 규제체계를 논의할 때, 가장 주목해야 할 국가는 세계 최대 규모의 자본시장을 보유한 미국이다. 예를 들어, 미국의 증권거래위원회(Securities and Exchange Commission: SEC)가 비트코인을 기초자산으로 하는 ETP(Exchange-Traded Products)를 연내에 승인할지의 여부는 전 세계 투자업계의 큰 관심사이다. 만약 비트코인을 기초자산으로 하는 ETP가 미국 자본시장에서 거래되는 경우, 가상자산 투자자 기반이 크게 확대되고, 전 세계 금융투자업자들이 다양한 형태의 집합투자증권 및 파생(결합)상품을 출시하는 중요한 모멘텀이 되기 때문이다.

증권규제 측면에서 보다 주목해야 할 사항은 최근 SEC가 투자계약 등 증권에 해당하는 가상자산에 대한 규제를 강화하고 있다는 점이다. 현재 가상자산시장의 중요 쟁점 중 하나인 리플(Ripple)사 XRP 관련 소송도 SEC가 증권에 해당하는 가상자산의 인정 범위를 어느 선까지 정할지를 가늠해 볼 수 있는

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

중요한 사건이다. SEC는 이미 2019년 가상자산이 투자계약인 증권에 해당하는지의 여부에 대한 시장의 예측가능성을 높이기 위해, '디지털자산에 대한 투자계약 분석의 틀'<sup>1)</sup>이라는 가이드라인(이하 'SEC 투자계약 가이드라인'이라고 칭함)을 발표하였다. 또한 SEC는 핀허브(finhub)라는 포털을 통해 가상자산 시장참여자들과 소통하고, 가상자산 관련 비조치질의에 대한 의견서(no-action letter)를 고시하고 있다.

이러한 SEC의 조치는 증권에 해당하는 가상자산의 발행 및 유통에 대해 증권법상의 공시규제, 불공정거래규제, 업자규제를 적용함으로써 투자자를 보호하고 자본시장의 신뢰성을 유지하기 위한 것이다. 한편 이러한 규제체계 정비의 결과 증권토큰의 발행·유통에 관해 허용되는 행위의 범위가 명확해짐으로써, 다양한 유형·무형의 자산을 토큰화(tokenization)하여 발행·유통시키는 STO(Security Token Offering)의 제도적 인프라가 형성되는 측면이 있다. 다만 기존의 미국 증권법 체계는 증권토큰을 예정하고 입법화되어 있지 않기 때문에, STO 산업과 규제체계가 자본시장에 뿌리내리기에는 상당한 시간이 소요될 것으로 사료된다. 일단 미국에서 STO가 제도적으로 정착하면 단기간에 전 세계적으로 확산될 가능성이 높다. 또한 가상자산의 글로벌 유통성을 고려할 때, 증권에 해당하는 가상자산의 범위에 관한 SEC의 유권해석은 글로벌 기준으로 자리 잡을 수 있다. 따라서 미국의 STO 관련 제도 정비에 대해서는 예의 주시할 필요가 있다.

본고는 증권토큰을 발행인이 의도적으로 토큰화하여 발행·유통시킨 증권(이하 '의도적 증권토큰'이라 칭함)과 발행인의 의도와는 무관하게 증권법상의 투자계약에 해당하는 가상자산(이하 '비의도적 증권토큰'이라 칭함)으로 나누어 분석한다. 비의도적 증권토큰에 관해서는, 가상자산의 투자계약성 판단여부가 주요 이슈가 된다. 의도적 증권토큰에 관해서는, STO 관련 공시의무 및 발행·유통플랫폼이 주요 이슈가 된다.

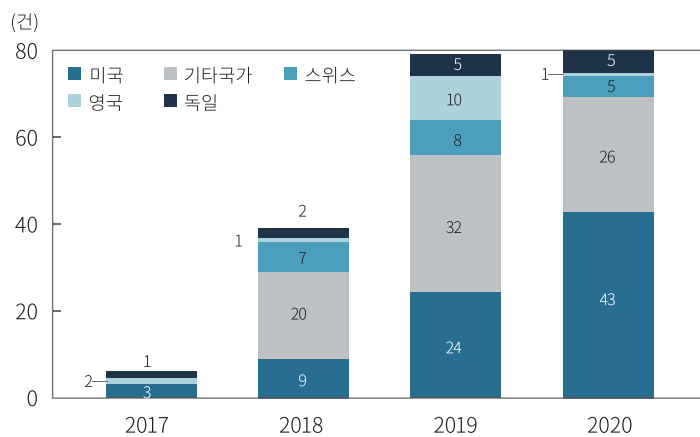
### 미국 STO 개요

STO는 새로 발행되는 증권토큰의 취득에 관한 청약을 권유하는 행위를 의미한다. 증권토큰은 금융상품 또는 기타 자산을 분산원장기술 기반의 암호화된 토큰형태로 디지털화한 증권이다. 실무적으로 증권토큰은 분산원장과 중앙화된 원장 모두에 기록되는 경우가 많다. STO는 일반적인 공모의 형태보다는 증권신고서 제출의무를 면제받는 사모 또는 크라우드펀딩 형태로 이루어지기 때문에, 증권토큰의 IPO(Initial Public Offering)라고 하기에는 어폐가 있다. STO는 전통적인 증권발행에 비해 중개비용이 매우 적고 시간이 절약되며, 자산을 토큰화하여 지분을 쪼개 팔 수 있기 때문에 소액 투자자들의 접근성이 높아진다는 장점이 있다. 또한 토큰화로 인한 자산의 유통성 프리미엄이 높아지고, 가상자산 거래플랫폼을 통해 투자자 기반을 확대할 수 있다는 점도 장점이다. STO는 규제 수준이 상대적으로 낮은 ICO(Initial Coin Offering)에 비해, 공시 및 불공정거래 규제를 통한 투자자 보호수준이 높다.

1) SEC, 2019, Framework for "Investment Contract" Analysis of Digital Assets.

STO 관련 규제체계가 아직 정비 단계에 있어 규제의 불확실성이 크기 때문에, 대형 금융투자업자의 STO 참여는 미비하다. 또한 STO를 지원하는 발행플랫폼, 유통플랫폼, 관련 서비스(컴플라이언스, 보안 등) 지원기관 등도 시장신뢰성을 확보하지 못한 상태이다. 코인텔레그래프 리써치에 따르면, 2021년 4월 기준 유통되는 증권토큰의 시가총액은 7억 달러이며, 일평균 거래금액은 10만 달러에 불과하다.<sup>2)</sup> 그러나 추세적으로 STO 사례가 증가하고 있으며, 이러한 STO 시장의 점진적 확대는 자본시장이 가장 발달한 미국을 중심으로 이루어지고 있다.

〈그림 1〉 국가별 STO 건수, 2017-2020



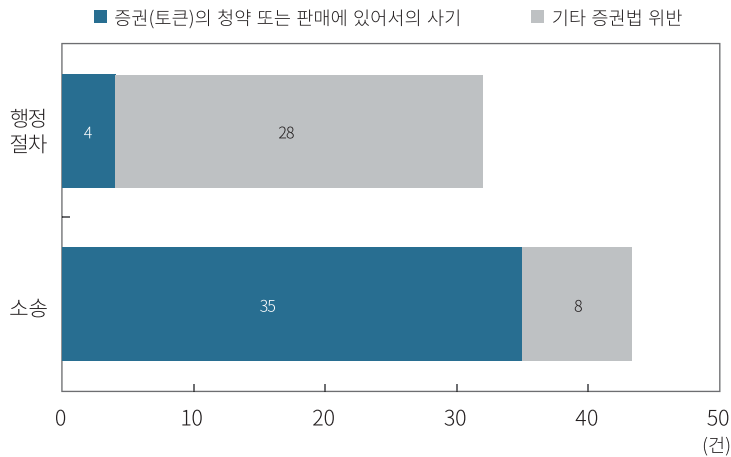
자료: Cointelegraph Research(2021)

**비의도적 증권토큰의 분류기준과 효과**

미국 SEC는 가상자산이 1933년 증권법상의 ‘투자계약’ 요건에 해당되는 경우, 증권으로 간주하여 관련 거래행위에 증권법을 적용하고 있다. SEC는 기존에 가상자산거래플랫폼에서 유통되는 가상자산도 투자계약으로 간주하고 증권법 규제를 적용하기도 한다. 리플사가 발행한 XRP 토큰이 증권에 해당한다고 주장하며, SEC가 리플사를 상대로 제기한 소송이 대표적인 예이다. 가상자산이 투자계약 등 증권에 해당되는 경우, 증권법상의 공시규제 및 불공정거래규제가 적용된다. 또한 해당 증권토큰을 취급하는 매대·중개업자 등 관련 금융투자업자는 증권법상의 진입규제, 건전성규제, 행위규제를 받는다. SEC는 2013년 3분기부터 2020년 4분기까지, 총 75건의 가상자산을 증권으로 간주하고 관련 거래행위에 대해 증권신고서 미제출, 불공정거래행위, 미등록영업행위 등으로 제재조치를 하였다. 이러한 제재조치 중 43건의 소송사건은 주로 불공정거래행위에 관한 것이었고, 32건의 행정절차는 대부분 공시위반 및 업자등록위반에 관한 것이었다.

2) Cointelegraph Research, 2021, The Security Token Report, p. 10.

〈그림 2〉 증권토큰 판매행위에 관한 SEC의 제재, 2017년 3분기 - 2020년 4분기



자료: Cornerstone Research, 2021, SEC Cryptocurrency Enforcement

SEC의 제재 대상이 되는 증권토큰은 주식 또는 채권과 같은 전형적 증권의 형태를 띠는 경우보다 다양한 투자계약의 형태를 띠는 경우가 많다. 증권인 투자계약 요건 해당여부는 연방 대법원 판례를 통해 정립된 Howey 기준을 중심으로 판단한다. Howey 기준에 따르면, 투자계약은 i) 금전의 투자, ii) 공동사업, iii) 타인의 노력에 의존, iv) 투자수익의 합리적 기대라는 네 가지 요건으로 구성된다.<sup>3)</sup> 일반적으로 투자계약성이 의심되는 가상자산에 대한 투자는 ‘공동사업’에 ‘금전을 투자’하였다고 보는 경우가 많다. 따라서 Howey 기준을 충족하는지의 여부는 ‘타인의 노력에 의존’ 요건 및 ‘투자수익의 합리적 기대’ 요건의 해당가능성에서 좌우되는 경우가 많다. 예를 들어, 비트코인은 탈중앙화된(decentralized) 성격으로 인해 ‘타인의 노력에 의존’한 ‘투자수익의 합리적 기대’가 있다고 보기 어렵다. SEC 고위 임원에 따르면, 비트코인은 탈중앙화되어 있어 증권으로 보기 어렵고, 발행인과 투자자 간의 정보비대칭을 줄이기 위한 공시의무를 부여할 필요도 없다.<sup>4)</sup> 다만 비트코인을 신탁재산 또는 투자대상으로 하고 관리자의 능력과 노력이 해당 투자의 성패를 좌우하는 경우, 해당 투자구조는 Howey 기준을 충족하는 투자계약으로 볼 수 있다.<sup>5)</sup>

증권법상의 투자계약은 일률적으로 정의하기 어렵기 때문에, 특정 가상자산이 투자계약에 해당되는지의 여부는 구체적 상황을 고려하여 개별적으로 판단하여야 한다. 이로 인한 법적 불확실성을 줄이기 위해, 가상자산 발행인은 발행하는 가상자산이 투자계약 등 증권에 해당되지 않는다는 법률의견서(legal opinion)를 받는 경우가 많다. 또는 해당 가상자산의 판매행위가 증권 판매행위인지의 여부에 관해 SEC에 비조치질의서(no-action inquiry)를 보내어 비조치의견서(no-action letter)를 받는 경

3) SEC v. Howey Co., 328 U.S. 293, 301 (1946).

4) Hinman, W., 2018, Digital Asset Transactions: When Howey Met Gary (Plastic), Remarks at the Yahoo Finance All Markets Summit: Crypto.

5) SEC v. Shavers et al. (E.D. Tex. 2013).



우도 많다. 같은 맥락에서 2019년 SEC는 가상자산에 대한 투자계약 가이드라인을 발표함으로써, 가상자산이 투자계약에 해당되는지의 여부에 관한 시장의 예측가능성을 높이는 조치를 하였다.

**의도적 증권토큰의 발행 · 유통 및 규제체계**

의도적 증권토큰은 자발적으로 발행인이 전자적으로 거래 또는 이전될 수 있는 전자적 증표로 만든 증권을 의미한다. 증권으로 토큰화할 수 있는 대상 자산은 주식, 채권, 수익증권 등의 금융투자상품 이외에도 다양하다. 기술적으로 골동품, 기계장비, 원자재, 무형자산(특허권, 저작권 등) 등을 토큰화하여 증권으로 발행하는 것이 가능하다. 토큰화란 실물자산을 분산원장에 반영하여 전자적으로 거래되고 관련 정보가 저장되게 하는 과정으로 정의된다.<sup>6)</sup> 따라서 증권의 토큰화는 증권을 디지털 네트워크에서 거래할 수 있는 토큰으로 변환하여, 분산원장에서 거래되고 관련 정보가 기록되는 하는 것이라고 할 수 있다. 또한 스마트계약을 통해, 증권토큰에 관한 계약의 이행과 검증이 네트워크상에서 프로그램화되어 자동으로 이루어지게 할 수 있다.

증권토큰발행은 일반 증권발행과 달리 토큰 발행플랫폼을 필요로 한다. 토큰 발행플랫폼은 증권토큰에 대한 규제준수율을 높이기 위해, 통상적인 가상자산 토큰표준(ERC-20 프로토콜)을 사용하지 않고, KYC(Know-Your-Customer), AML(Anti-Money-Laundering) 등의 기능을 지원할 수 있는 토큰표준(ERC-1400, SRC20 등)을 사용한다. 현재 Polymath, Securitize, Swarm, Harbor 등 다수의 발행플랫폼들이 거래플랫폼과의 호환성, 법규준수성, 투자편의성 등에서 차별화하며 경쟁하고 있다.

미국 1933년 증권법에 따르면, 증권토큰을 발행하기 위해서는 원칙적으로 증권신고서(S-1)를 제출하여야 한다. 그러나 실무상 증권토큰은 사모조항(Reg. D 등)을 이용하여 발행공시의무를 면제받고 적격투자자를 상대로 발행 및 유통된다. 또한 크라우드펀딩(Reg. CF), 소규모공모(Reg. A+) 또는 역외거래면제(Reg. S) 조항을 이용하여 증권신고서 제출의무를 면제받기도 한다. STO에 활용될 수 있는 발행공시의무 면제조항을 비교하면 아래 표와 같다.

6) Hileman, G., Rauchs, M., 2017, Global Blockchain Benchmarking Study, p. 11.

〈표 1〉 STO에 활용할 수 있는 발행공시의무 면제조항

	Reg D: 506(b)	Reg D: 506(c)	Reg A+: Tier 1	Reg A+: Tier 2	Reg CF
SEC 제출서류	Form D	Form D	Form 1-A	Form 1-A	Form C
발행금액 한도 (12개월 내)	없음	없음	2,000만 달러	7,500만 달러	500만 달러
적격투자자 이외의 투자자	숙련된 (sophisticated) 투자자 35인까지	불허용	허용	조건부 허용 (비적격투자자의 연 수입 또는 순자산에 따른 투자한도)	조건부 허용 (비적격투자자의 연 수입 또는 순자산에 따른 투자한도)
일반적 청약의 권유	불허용	허용	허용	허용	제한적 허용 (Testing Water 등)
유통 제한	제한주식	제한주식	제한주식 아님	제한주식 아님	12개월 재판매 금지

위에서 언급한 STO를 위한 면제조항의 개별 요건 충족 여부는 발행 및 거래플랫폼에서 범규준수 (compliance)에 관한 스마트계약을 통해 자동으로 검증되며, 요건불충족시 거래가 불가능하게 된다. 일반적으로 증권토큰의 거래에 있어, KYC와 투자자격성이 검증된 투자자만이 화이트리스트 (whitelist)에 등록되고, 화이트리스트에 있는 투자자만이 스마트계약에 따라 플랫폼에서 거래가 가능하다. 증권토큰을 유통시키는 거래플랫폼 사업에 기존 금융업자와 신흥 가상자산업자가 모두 참여하고 있으며, 향후 치열한 경쟁이 예상된다. 은행(HSBC 등), 증권거래소(Swiss Exchange 등), 가상자산 거래플랫폼(Binance 등), 탈중앙화거래소(UNISWAP 등), 증권토큰거래소(tZERO 등)가 증권토큰 거래플랫폼산업에서 경쟁하고 있다.

미국 자본시장에서 주식, 채권 등 전통적 금융투자상품에 대한 STO는 발행·유통에 있어서의 편익이 증권토큰화에 따르는 비용보다 크다고 시장참가자들이 인식할 때 활성화될 수 있다. 2008년 무분별한 자산유동화로 인해 서브프라임모기지 사태가 촉발되었다는 점에서, 미국의 금융당국은 다양한 유형·무형의 자산을 증권토큰화함에 있어 재무건전성 및 투자자보호의 관점에서 적절한 규제수준을 유지하여야 한다. 같은 맥락에서 OECD는 자산의 토큰화에 있어, 각국 정부가 자산토큰화 관련 규제 체계를 정비하고 국제적 협력을 강화할 것을 권고하였다.<sup>7)</sup>

**결어**

비의도적 증권토큰에 대한 국내 규제에 있어, 자본시장법상 투자계약에 해당하는 가상자산이 동법에 따른 규제(공시의무, 불공정거래금지 등)를 받지 않고 가상자산거래플랫폼에서 유통되는 상황은 막아야 할 것이다. 또한 해외에서 ICO된 증권토큰이 자본시장법상 규제 없이 국내 가상자산거래플랫폼

7) OECD, 2020, The Tokenisation of Assets and Potential Implications for Financial Markets.

에서 유통되는 사태도 막아야 한다. 단기적으로는 가상자산거래플랫폼 기능을 하는 가상자산사업자가 특정 가상자산의 거래지원(소위 '상장')을 심사할 때, 해당 발행인이 심사대상 가상자산이 자본시장법상의 투자계약이 아니라는 법률의견서를 첨부하도록 하는 심사절차를 제도화하여야 할 것이다. 장기적으로는 국내 금융감독당국도 SEC와 같이 가상자산의 투자계약 해당가능성에 관한 가이드라인을 제시하는 것이 바람직하다.

의도적 증권토큰에 대한 규제에 있어, 규제샌드박스에서 허용된 증권토큰의 유통을 지원하는 인프라를 구축할 필요가 있다. 또한 장기적으로 증권, 채권, 투자계약증권, 집합투자증권 등 기존의 증권이 토큰화되어 유통될 수 있도록 국제적 표준에 맞는 제도적 인프라 구축이 필요하다. 이러한 정책적 노력을 함에 있어 유의할 점은 유동성이 부족한 여러 유형·무형의 자산을 수익증권 등으로 토큰화하여 무분별하게 유통시키는 상황이 야기되지 않도록 하여야 한다는 점이다. 불량자산이 복잡한 구조로 토큰화되어 시중에 유통되는 경우, 과거 글로벌 금융위기 시기의 자산유동화의 폐단이 나타날 위험성이 크기 때문이다.

## 최근 가상자산 규제 움직임 및 시사점

- 최근 지급결제시스템에서 이용 가능한 가상자산의 가격 및 거래규모의 변동성이 확대되었으며, 해당 가상자산은 주요 대형 지급결제 기업의 계열 회사가 주로 발행
- 지급결제가 가능한 가상자산 발행 및 유통과정에서 발행기업을 대상으로 한 공시규제는 현재 존재하지 않으며, 불공정약관의 면책 조항들로 인해 투자자 피해가 발생 가능
- 가상자산 상장 시 거래소 내부규정에 상장 심사 기준 및 주요 사항의 조회 공시에 대한 사항이 부재하고, 가상자산 발행기업과 거래소의 이해상충 문제 우려

□ 최근 지급결제시스템에서 이용 가능한 가상자산의 가격 및 거래규모의 변동성이 확대되었으며, 해당 가상자산은 주요 대형 지급결제 기업의 계열 회사가 주로 발행

- 최근 지급결제가 가능한 특정 가상자산의 가격 및 거래규모의 변동성이 확대
  - 금년 2월중 1페이코인 가격이 3,500.23원까지 급등(전일대비 1,676.5% 상승)하며 연중 최고 가격을 기록한바 있으며, 최근 6월 15일 기준 가격은 702.9원으로 최고점 대비 79.9% 하락
  - 특히 가상자산의 가격이 급등락을 반복하던 2월중부터 4월초(2월 17일~4월 6일)까지 일평균 거래규모는 약 2천억원 수준인 반면 이후 최근(4월 7일~6월 15일)까지 일평균 거래규모는 3억 3300만원 수준
  - 해당 가상자산은 지급결제 수단으로 이용되지만, 가치안정성이 보장되지 않아 투자자 피해가 우려

페이코인 가격 및 거래규모 추이



자료 : CoinMarketCap

- 지급결제 기능을 보유한 가상자산은 네이버의 링크코인(LinkCoin), 다날의 페이코인(Paycoin), 카카오의 클레이(KLAY)가 대표적
  - 링크코인(LinkCoin)은 네이버의 일본 계열사인 라인(LINE Corporation)의 그룹사 LINE TECH PLUS PTE. LTD.사가 발행하였으며, 라인 블록체인에서 이용 가능한 가상자산
    - 링크코인은 향후 라인사의 콘텐츠 구매, 전자상거래(E-commerce), 자금이체, 게임 등 다양한 분야에서 사용을 목적으로 함
    - 가상자산 거래소인 비트프론트(BITFRONT), 라인비트맥스(LINE BITMAX)에 상장<sup>1)</sup>
  - 다날의 페이코인(Paycoin)은 PayProtocol에서 발행되었으며, 해당 네트워크에서 순환되는 암호화폐로 국내에서 거래 및 지급결제가 가능한 가상자산
    - 다날의 자회사인 지급결제시스템 PayProtocol은 블록체인 기반의 온·오프라인 결제 서비스 제공 플랫폼으로, Payprotocol 이용 시 페이코인을 결제 수단으로 이용 가능
    - 상장 거래소는 업비트(Upbit), 코인원(Coinone), 후오비(Huobi)코리아, 리퀴드(Liquid), GDAC 등
  - 클레이(KLAY)는 카카오 블록체인 자회사인 그라운드X사에서 발행하며 블록체인 플랫폼인 클레이튼 네트워크(Klaytn network)에서 이용 가능한 가상자산
    - 클레이튼 네트워크는 콘텐츠, 헬스케어 파이낸스, 게임 등 각 산업의 글로벌 기업이 참여해 운영하는 블록체인 플랫폼으로 클레이튼 내부 토큰인 클레이 활용이 가능
    - 업비트 싱가포르 및 인도네시아에 상장<sup>2)</sup>되었으며, 국내 가상거래소인 빗썸, 코인원 등에 상장
- 지급결제가 가능한 가상자산 발행 및 유통과정에서 발행기업을 대상으로 한 공시규제는 현재 존재하지 않으며, 불공정약관의 면책 조항들로 인해 투자자 피해가 발생 가능
- 가상자산 발행 시 발행기업은 보호예수계획(Lock up plan) 기간을 포함한 배분 계획을 가상자산 백서(white paper)에 명시
    - 보호예수(Lock up)는 배정 목적 및 시장 수요에 따라 유통 가능하도록 발행규모를 통제하여, 과도한 공급으로 인한 가치 변동을 예방할 목적으로 운영
    - 최초 가상자산 발행 시 보호예수(Lock up)설정 이후 계획에 따라 순차적으로 보호예수해제(unlock)하는 방식으로 운영

1) 비트프론트(BITFRONT)는 일본을 제외한 국가에서, 라인비트맥스(LINE BITMAX)는 일본 내에서 거래 가능한 가상자산 거래소

2) Klaytn, 2019. 10. 29, KLAY listed on Upbit Singapore on Oct. 29.

보후예수계획(Lock up plan) 예시

Category	2019/04/16	2019/05/16 ~ 09/16	2019/10/16	2019/11/16	2019/12/16	2020/01/16	2020/02/16	2020/03/16	2020/04/16
Huobi Korea Prime	13,793,500.00								
Payment Reserve	13,413,503.41								232,411,903.00
Partnership Reserve									59,115,000.00
Marketing	39,410,000.00								
Ecosystem Incentive	161,949,447.00	38,359,687.63 / Month	38,359,687.63	16,504,088.96	16,504,088.96	9,114,198.33	9,114,198.33	9,114,198.33	9,114,198.33
Operation - Paycoin	165,533,549.59								
Team									197,050,000.00
Advisors									197,050,000.00
Total	394,100,000.00	38,359,687.63 / Month	38,359,687.63	16,504,088.96	16,504,088.96	9,114,198.33	9,114,198.33	9,114,198.33	694,741,101.33
Percentage	10.00%	0.97% / Month	0.97%	0.42%	0.42%	0.23%	0.23%	0.23%	17.63%

자료: Payprotocol

- 가상자산 분배 시 주로 예치금(reserve), 리워드(reward) 등이 큰 비중을 차지하며, 구성 비중 및 보호예수계획은 각 발행기업별로 상이
  - 링크코인(LN)의 경우 최대 발행량 중 리워드(user rewards)가 80%, 예치금(reserves)이 20%를 차지하며, LINK reward program<sup>3)4)</sup>을 통해 해당 캠페인에 참여시 코인을 배분(distribution)하는 형태
  - 링크코인의 최대 발행량은 10억 LN으로 최초 발행 이후 3년간 1억 LN으로 발행을 제한하며, 1억 LN 도달 후 매년 5%씩 증가하도록 설계되었고, 최대 발행 한도 중 실제유통량(actual circulation amount)은 LINE 블록체인 네트워크 가치(network value)에 따라 결정
  - 페이코인(PCI)의 최대 발행량은 3,941,000,000 PCI 수준으로, 전체 발행규모 중 예치금 72.7%(결제예치금 57.7%, 파트너예치금 15.0%), 생태계인센티브(reward) 11.7%로 가장 큰 비중을 차지하며, 그 밖에 운영비용 등으로 구성
- 가상자산 발행기업의 보호예수계획은 현재 공시의무를 갖지 않아 기업에서 임의로 변경 시 해당 자산의 가치 변동으로 투자자 피해 발생 가능
  - 일부 가상자산 발행기업 백서(white paper)의 면책조항(disclaimer)에는 사업 추진 일정 및 진행 상황 등의 임의 또는 비정기적 수정 가능성이 명시되어 있으며, 해당 정보의 즉각적 공시 의무는 존재하지 않음

#### □ 가상자산 상장 시 거래소 내부규정에 상장 심사 기준이 모호하고, 주요 사항의 조회 공시 및 수시 공시에 대한 사항이 부재

- 관련 법률 준수 및 가상자산 발행 기간을 포함한 프로젝트 생태계 등을 상장 심사 기준으로 명시하고 있으나, 이에 대한 판단 기준이 모호하고, 제재의 실효성이 없음
  - 일부 거래소의 경우 상장 절차를 사전검토, 세부검토, 상장 심의 위원회 의결 순으로 진행하고 있으나, 이 중 세부검토 및 심의 위원회 의결 기준이 공개적으로 명시되어있지 않음
  - 또한 가상자산 발행기업의 보호예수계획에 관한 명확한 규정이 명시되어 있지 않음

3) reward program은 LINE Pay 등 LINE 블록체인으로 운영되는 기업의 특정 캠페인에 참여할 경우 일정 LINK를 받는 일종의 기업 프로모션 형태로, LINK 리워드를 받으면 LINE BITMAX 지갑을 통해 LINK 리워드를 LINK로 교환 신청할 수 있음

4) 일본 국내 거주자를 대상으로 함

상장 심사 기준 및 사전 심사 체크리스트 예시

〈심사 기준〉		〈사전 심사 체크리스트〉				
비즈니스 모델	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 프로젝트 목표에 대한 성장 가능성</li> <li>· 비즈니스 및 기술적 로드맵 이행 여부</li> <li>· 비즈니스의 지속성 및 가치 창출 가능성 여부</li> <li>· 연관산업 내 인프라 구축 여부</li> </ul>	투자자의 공정한 참여 가능성				
		초기 분배의 공정성				
기술역량	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 플랫폼 아키텍처의 적합성 및 효율성</li> <li>· 블록체인 네트워크의 원활한 구동 여부</li> <li>· 기술적 역량 및 구현 능력 여부</li> </ul>	1	디지털 자산의 판매 및 분배 이력을 공개하였다.	<input type="checkbox"/> Yes <input type="checkbox"/> No <input type="checkbox"/> N/A		
법률준수	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 관련 법률 및 규제 준수 여부</li> </ul>	2	합의 알고리즘 등 토큰의 통화 체계에 대한 정보를 제공하고 있다.	<input type="checkbox"/> Yes <input type="checkbox"/> No <input type="checkbox"/> N/A		
프로젝트 생태계	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 가상자산 운영 계획의 합리성 (생태계 유지, 분배 등)</li> <li>· 가상자산 관리의 투명성 (락업 계획 이행, 제3자 수탁 및 전송시스템 사용 여부 등)</li> </ul>	3	상장 직후 거래 가능한 디지털 자산의 수량이 소수에 과도하게 집중되어 있지 않다.	<input type="checkbox"/> Yes <input type="checkbox"/> No <input type="checkbox"/> N/A		
재단조직 평가	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 구성원들의 블록체인 생태계 이해도 및 관련 경험 보유 여부</li> <li>· 각 분야에 대한 전문 인력 및 인적 네트워크 구축 여부</li> <li>· 투자자 대상 대외활동 및 커뮤니케이션 채널 활성화 여부</li> </ul>	4	프로젝트 팀의 도덕적 해이 또는 투자자와의 이해상충이 현저하게 발생할 가능성이 있는 과도한 토큰 배분을 하지 않았으며, 적절한 보호예수 기간 또는 처분조건을 설정하였다.	<input type="checkbox"/> Yes <input type="checkbox"/> No <input type="checkbox"/> N/A		

자료: 빗썸, 업비트

- 주요 가상자산 거래소에서 발표하는 상장보고서의 경우 기준 항목이 개별 가상자산별로 상이하 며, 보호예수에 관한 주요 내용이 누락되거나, 주요 내용을 발행기업이 아닌 제3의 기관 자료를 인용
  - 국내 주요 거래소 중 하나의 상장검토보고서는 개별 가상자산의 주요 스펙(가상자산 명, 가상 자산 유형, 총 발행량, 상장 거래소 등) 및 생태계 특징 등을 명시
  - 동 거래소의 상장 검토보고서에서 일부 가상자산의 경우 정의, 주요 스펙, 생태계 항목에 한해 기술된 반면, 또 다른 가상자산의 경우 정의, 주요 스펙, 생태계 항목 이외에도 가격 그래프, 토큰 분배 현황, 종합검토의견 등을 기술
  - 주요 거래소의 상장보고서에 가상자산의 가격변화에 큰 영향을 주는 보호예수계획에 관한 주 요 내용이 명시되어 있지 않음
  - 일부 거래소는 상장검토보고서의 주요 내용을 가상자산 발행기업이 아닌 제3의 기관을 통해 제공받은 자료를 인용
- 거래소의 가상자산 유의 종목 지정 시 해당 사유의 내용이 모호한 사례가 많음

- 최근 한 거래소의 가상자산 유의 종목 지정 사례를 살펴보면, 전체 25종의 유의 종목 지정 사유를 1)팀 역량 및 사업 2)정보 공개 및 커뮤니케이션 3)기술 역량 4)글로벌 유동성을 종합적으로 평가한 내부 기준에 미달 등 세부적 내용 기술 없이 일률적인 사유를 나열하는데 그침

#### □ 또한 가상자산 거래소 상장 시 가상자산 발행기업의 계열사 또는 투자금을 유치한 거래소에 상장하면서 이해상충 문제가 발생

- 일부 가상자산 거래소의 경우 가상자산 발행사의 모기업이 가상자산 거래소의 주요 주주인 것을 확인
- 이러한 특수 관계의 기업이 발행한 가상자산을 관련 거래소가 취급할 경우 시세조종 등의 문제 발생이 가능
- 미국의 경우 가상자산 거래소에 대해 허위 정보 유포 및 통정매매 형태의 거래 등으로 상품거래법(Commodity Exchange Act) 등의 위반 혐의로 벌금을 부과한 사례가 있음<sup>5)</sup>
  - Coinbase사는 2015년 1월부터 2018년 9월 기간 중 가상자산 거래데이터를 허위로 보고하고, 특정 가상자산의 유동성과 수요에 대한 허위 정보 제공, 통정 매매 등을 함
  - 이에 상품선물거래위원회(Commodity Futures Trading Commission: CFTC)는 2021년 3월 해당 행위가 시장의 가상자산 가격책정에 영향을 주었다고 해석하여 Coinbase사에 650만 달러의 벌금을 부과
  - 시장에 따르면 해당 혐의와 관련된 가상자산(라이트코인) 발행자가 사건 기간 동안 Coinbase에 근무한 것으로 나타남<sup>6)</sup>
- 국내에서는 지난 6월 17일 금융위원회에서 가상자산 거래소의 지분을 보유한 기업이 발행한 가상자산을 취급할 수 없도록 하는 관련 법안의 입법을 예고<sup>7)</sup>
  - 해당 법안은 「특정 금융거래정보의 보고 및 이용 등에 관한 법률 시행령」 일부개정령(안)으로 가상자산사업자는 본인 및 「상법 시행령」 제34조제4항에 따른 특수관계에 있는 자가 발행한 가상자산 취급을 금하는 내용을 담고 있음

선임연구원 이정은

5) CFTC, 2021. 3. 19, CFTC orders coinbase Inc. to pay \$6.5 million for false, misleading, or inaccurate reporting and wash trading.

6) Decrypt, 2021. 3. 19, Coinbase fined \$6.5 million over trading irregularities.

7) 금융위원회, 2021. 6. 17, 「특정 금융거래정보의 보고 및 이용 등에 관한 법률 시행령」 일부개정령(안) 입법예고.

## 중국 그린본드 시장 현황 및 전망

- 글로벌 그린본드 시장에서 중국의 시장점유율이 빠르게 확대되는 가운데 2021년 상반기중 중국의 그린본드 발행 규모가 큰 폭으로 증가
- 발행 규모의 급격한 증가는 2020년 발행 위축에 대한 기저효과와 더불어 지속적으로 추진중인 중국 정부의 녹색금융 발전 정책 등에 기인
- 중국의 그린본드는 국제적 기준과의 차이 등으로 적격성 논란이 존재하나 최근 중국 정부가 녹색금융 발전을 위한 구체적 방안을 수립하는 등 관련 정책을 본격적으로 시행할 것으로 예상되어 중국의 그린본드 시장은 더욱 활성화될 것으로 전망

### □ 글로벌 그린본드 시장에서 중국의 시장점유율이 빠르게 확대되는 가운데 2021년 상반기중 중국의 그린본드 발행 규모가 큰 폭으로 증가

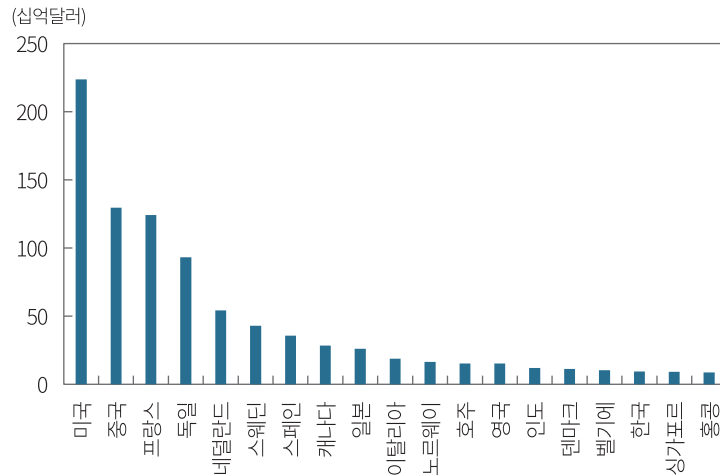
- 그린본드는 친환경 프로젝트의 자금 조달을 목적으로 발행하는 채권으로 일반 채권과 구성적 측면에서는 동일하나 발행자금의 용도가 친환경 프로젝트로 제한되어 있다는 점에서 차이가 존재
  - 중국에서 규정한 그린본드 지원 친환경 프로젝트는 1) 에너지 절감 및 환경 보호 산업, 2) 청정 생산 산업, 3) 청정 에너지 산업, 4) 생태 환경 산업, 5) 인프라 친환경 전환, 6) 친환경 서비스 등 6개의 대분류 항목으로 구성되어 있으며, 각 항목별 중분류 및 소분류 항목으로 세부 규정<sup>1)</sup>
- 중국 그린본드 시장은 2016년 이후 빠르게 성장하고 있으며 국제기후채권기구(Climate Bond Initiative: CBI)에 따르면 2020년 누적 발행액이 1,296억달러로 미국에 이어 세계 2위 수준
  - 누적 발행액의 경우 CBI의 분류 체계에 부합하는 그린본드만 포함한 규모로 그린본드로 분류되어 발행된 채권의 누적 규모는 1,545억달러(블룸버그 조회 기준) 이상인 것으로 분석
  - 또한, 미 달러, 유로화, 위안화 등 상위 3개 통화가 전체 발행 그린본드 통화의 80% 비중을 차지<sup>2)</sup>하며, 2019년 기준 신규 발행 그린본드 거래의 약 20%를 중국이 발행한 그린본드가 차지<sup>3)</sup>하는 등 글로벌 그린본드 시장 내에서 중국의 위상이 높아지는 모습

1) Climate Bond Initiative, 2021. 4, Notice on Issuing the Green Bond Endorsed Projects Catalogue 2021 Edition (No.96 [2021], PBOC, NDRC, CSRC).

2) <https://www.climatebonds.net>

3) FitchRatings, 2020. 12. 23, China's Green Bond Market to Stay Robust amid Policy Support.

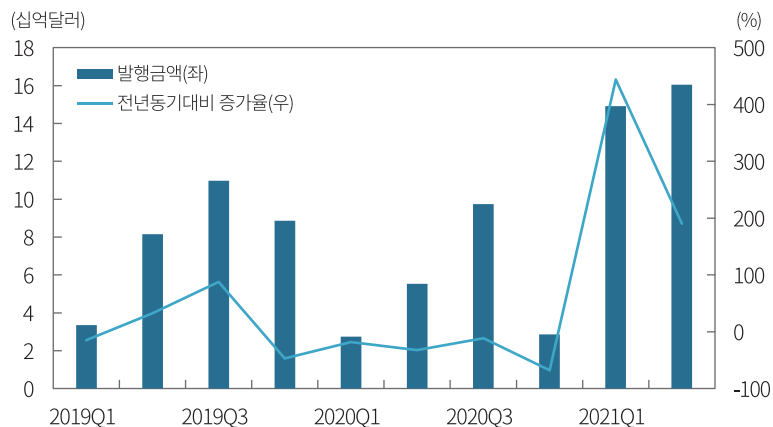
주요국의 그린본드 발행 규모(2020년 누적 기준)



주 : CBI의 분류 체계에 부합한 그린본드의 발행액 기준  
 자료: CBI

- 2021년 상반기중 발행된 그린본드 발행액은 약 310억달러(6월 18일 기준)로 2020년 연간 발행액(215억달러)을 넘어서며 큰 폭의 증가세를 시현
  - 특히 1분기 발행액이 전년동기대비 444% 증가하며 큰 폭의 성장세를 기록하였고, 2분기 또한 전년동기대비 190% 증가하는 등 증가 추세가 지속되는 모습
  - 이에 따라 2021년중 최고 발행 기록을 경신할 것으로 예상

중국 그린본드 신규 발행 규모 추이



주 : 1) 2021년 2분기의 경우 4월 1일부터 6월 18일까지 발행된 채권 발행액 기준  
 2) 각 분기중 발행된 유로화표시, 위안화표시 채권 등에 대해 분기말 환율 적용(2021년 2분기의 경우 2021년 6월 18일 환율 적용)  
 자료: 블룸버그

#### □ 2021년 중국 그린본드 발행을 세부적으로 살펴보면 대부분 국유기업을 중심으로 발행이 증가

- 중국의 정책금융기관인 중국 국가개발은행은 3월 24일 글로벌 투자자를 대상으로 국제기후채권기구(CBI) 인증을 받은 탄소중립 채권을 발행<sup>4)</sup>
  - 발행규모는 200억위안(약 31억달러, 3년 만기)으로 2021년 발행된 그린본드 가운데 단일 채권으로 가장 큰 규모이며, 조달된 자금은 풍력 발전, 태양광 발전 등과 관련된 사업에 사용될 예정
- 이외에도 국가전망공사, 창장싼샤집단공사, 화능집단공사 등 주로 에너지 분야의 국영기업들이 발행 주체의 대부분을 차지

#### □ 최근 발행 규모의 급격한 증가는 2020년 발행 위축에 대한 기저효과와 더불어 중국 정부가 지속적으로 추진중인 녹색금융 발전 정책 등에 기인

- 코로나19 등의 영향으로 2020년중 채권 발행이 주춤하며 2020년 그린본드 발행규모는 2019년 대비 31.4% 감소
  - 이는 중국뿐만 아니라 글로벌 그린본드 시장 전체에서 나타난 현상으로 특히 2020년 상반기에 코로나19가 경제 및 금융 시장에 크게 영향을 미침<sup>5)</sup>
- 국제사회의 환경에 대한 관심이 고조되고 중국 또한 이에 동참하며 2015년 이후 녹색금융에 의한 환경 개선 정책을 지속적으로 추진중
  - 녹색금융시스템 발전계획 공표(2015년 4월), 은행 간 그린본드 시장 공식 출범(2015년 12월), 인민은행 및 국가발전개혁위원회의 그린본드 발행 지침서 발간(2015년 12월 및 2016년 1월), 국채예탁결제원의 중국 그린본드 인덱스 설립(2016년 4월) 등<sup>6)</sup>
- 최근 중국 정부의 2060년까지 탄소중립을 달성하겠다는 목표의 공식화 및 14.5규획 발표 등이 그린본드 발행에 양호한 분위기를 조성
  - 2020년 9월 UN총회에서 시진핑 중국 국가주석이 직접 2060년까지 탄소중립(이산화탄소 배출량과 흡수량을 합해 0이 되는 상태) 달성을 공약으로 선언함에 따라 ESG 의무화를 가진 중국 내 투자기관들의 투자가 본격화<sup>7)</sup>
  - 2021년부터 2025년까지 향후 5년의 중국 경제사회 발전 목표와 방향을 제시하는 14.5규획에서 환경 분야의 중점 프로젝트를 비중있게 제시하고 중장기적으로 친환경 경제사회 발전을 도모<sup>8)</sup>

4) 한국무역협회, 2021. 4. 1, 中, 국내 최초 글로벌 투자자 대상 탄소중립 채권 발행.

5) Climate Bonds Initiative, 2020, China Green Bond Market Newsletter Issue12.

6) 한국은행 홍콩주재원, 2018. 7. 9, 중국 및 홍콩의 녹색금융(Green Finance) 현황과 전망.

7) Fitch Ratings, 2020. 12. 23, China's Green Bond Market to Stay Robust amid Policy Support.

8) 대외경제정책연구원, 2021. 3. 30, 2021년 양회를 통해 본 중국의 경제정책 방향과 시사점.

- 한편, 중국의 그린본드는 국제적 기준과의 차이 등으로 적격성 논란이 존재하나 최근 중국 정부가 녹색금융 발전을 위한 구체적 방안을 수립하는 등 관련 정책을 본격적으로 시행할 것으로 예상되어 중국의 그린본드 시장은 더욱 활성화될 것으로 전망
- 현재 그린본드를 규정하는 국제적인 법적 기준은 없고 민간 기준인 국제자본시장협회(International Capital Market Association: ICMA)의 ‘GBP(Green Bond Principle)’와 국제기후채권기구(CBI)의 ‘CBS(Climate Bonds Standards)’가 대표적인 기준으로 통용
  - 그러나 중국의 경우 2015년 수립한 자국 내 그린본드 발행 지침이 존재하며, 화석연료 사용이 그린본드 지원 사업에 포함되는 등 국제적 기준과의 차이가 존재<sup>9)</sup>
    - 중국에서는 기존 석탄발전 대비 온실가스 감축 효과가 있는 고효율 석탄발전 등은 친환경 사업으로 볼 수 있다고 판단해 그린본드 발행이 가능하나 국제적 기준에서는 화석연료 사용은 친환경 사업에서 제외
    - 다만, 주목할 만한 변화는 2021년 4월 새로 발표된 ‘그린본드 지원 프로젝트 목록(2021년 판)’에서 논란이 되고 있는 청정 석탄 사용 및 기타 화석연료 투자 사업 등을 제외하며 국제적 기준에 부합하도록 노력하는 모습
  - 2021년 4월 인민은행이 발표한 녹색금융 지원 방안 및 향후 관련 정책 시행 등으로 그린본드 발행 및 투자가 더욱 증가할 것으로 예상
    - 중국 인민은행은 4월 20일 보아오포럼 연차총회에서 녹색산업에 대한 자금유입 촉진, 녹색자금의 초국경 흐름 촉진, 기후변화로 인한 금융리스크 관리 강화를 골자로 하는 ‘녹색금융 발전 방안’을 제시
    - 인민은행 총재는 ‘녹색금융 지원 방안’의 제정으로 중국이 발행하는 그린본드의 친환경 수준을 평가하는 것이 용이해져 ESG를 중시하는 해외 투자자들의 자금 유입이 늘어날 것으로 기대하고, 또한 사업 항목이 늘어나 친환경 농업, 친환경 건물, 친환경 설비무역 등의 부문에서 채권 발행 주체와 발행 수가 증가할 것이라고 언급<sup>10)</sup>
  - 2030년까지 중국의 연간 녹색 투자(green investment)에 대한 수요는 3~4조위안(4,240~5,660억달러)에 달할 것으로 추산되며, 그린본드는 필요한 투자를 지원하기 위한 이상적인 자금 조달 수단<sup>11)</sup>

9) International Institute for Sustainable Development, 2016. 4, Roadmap for China: green bond guidelines for the next stage of market growth.

10) 에너지경제연구원, 2021. 5. 17, 세계 에너지시장 인사이트 제21-10호.

11) Climate Bonds Initiative, 2020. 10, China's Green Bond Issuance and Investment Opportunity Report.

### 중국의 주요 녹색금융 지원 방안<sup>12)</sup>

구분	내용
녹색산업에 대한 자금유입 촉진	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 2021년 4월 23일 인민은행은 '그린본드 지원 프로젝트 목록(2021년판)'을 발표하였으며, 기존의 목록(2015년판)에서 '석탄 등 화석연료의 청정 이용' 등 고탄소배출 사업을 지원 대상에서 제외</li> <li>- 금융기관의 그린본드 및 대출에 대한 정보 보고 및 공시를 의무화</li> <li>- 각종 금융기관들에 통일된 공시 기준을 적용하며 정보공개 측면에서의 글로벌 협력을 추진</li> <li>- 그린본드 및 탄소배출 저감 수단에 대한 투자를 인민은행 대출의 적격담보 범위에 포함</li> <li>- 상업은행 등급 평가, 예금보험료율, 거시건전성평가 등의 경로를 통하여 녹색금융 및 탄소배출 저감에 대한 인센티브를 강화</li> </ul>
녹색자금의 초국경 흐름 촉진	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 2021년 내 녹색분류 표준을 EU의 녹색분류 기준과 통일</li> <li>- 중국-IMF능력건설센터(CICDC)를 통하여 기후 리스크 관리 등 능력 강화 프로젝트를 추진</li> <li>- 금융업 개방 확대를 통하여 글로벌 투자자들의 중국 녹색금융 시장 참여를 유도</li> <li>- 외자 금융기관의 업무범위 확대 등을 통하여 중국 녹색금융 시장의 글로벌 투자자에 대한 매력을 견인</li> </ul>
기후변화로 인한 금융리스크 관리 강화	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 기후변화가 금융안정 및 통화정책에 미치는 영향을 적시에 평가</li> <li>- 금융기관에 대한 스트레스테스트에 기후변화 요인을 포함시키는 방안 연구</li> <li>- 외환보유고에서 그린본드의 비중을 지속적으로 확대하고 고탄소배출 자산에 대한 외환보유액 투자를 제한</li> <li>- 분기별로 은행 녹색신용대출 현황 평가</li> <li>- 금융기관의 그린본드 및 녹색신용대출 실적을 평가하는 시스템을 개발</li> </ul>

자료: 대외경제정책연구원, 저자 재작성

선임연구원 장효미

12) 대외경제정책연구원, 2021. 5. 7, 중국 인민은행, 녹색금융 발전 방안 제시.