

## 비청산 장외파생상품거래 개시증거금 제도 시행에 대한 제언\*

선임연구위원 장근혁

글로벌 금융위기 이후 G20 국가들을 중심으로 장외파생상품거래로 발생할 수 있는 시스템리스크를 축소시키기 위한 협의가 진행되었고, 그 일환으로 비청산 장외파생상품에 대한 증거금 규제안이 발표되었다. 국내 감독당국도 ‘비청산 장외파생상품거래 증거금 교환제도 가이드라인’을 제정하였고, 2017년 3월부터 변동증거금 제도를 시행중이다. 개시증거금 제도는 2021년 9월부터 비청산 장외파생상품 잔액 규모가 큰 금융회사부터 순차적으로 시행될 예정이다.

개시증거금 제도는 변동증거금 제도에 비해 향후 금융회사나 시장에 큰 영향을 줄 수 있다. 개시증거금 제도 대상이 되는 금융회사들은 개시증거금 산출방식 및 전체적인 운용 프로세스를 설정하고 관리하여야 하며, 중장기적으로 유동성 관리를 위하여 다양한 거래에서 발생하는 증거금이나 담보를 취합하여 운용하는 체계를 준비해 나가야 한다. 담보 보관기관 역할을 하게 될 예탁결제원은 다양한 서비스를 제공하여 금융회사들의 용이한 증거금 관리를 지원할 필요도 있다. 감독당국은 증거금 제도가 잘 운용되도록 모니터링하고 담보 관련 제도나 프로세스를 전반적으로 점검하여야 한다. 또한 증거금 요건들이 강화되면서, 금융시장 불안 시기에 증거금 증가로 인한 금융회사들의 유동성 위험 발생 가능성도 점검할 필요가 있다.

글로벌 금융위기 이후 장외파생상품거래로 발생할 수 있는 시스템리스크가 부각되면서 G20 국가들을 중심으로 장외파생상품거래에 대한 위험을 축소하기로 합의<sup>1)</sup>하였다. 세부 후속조치 중 하나로 2015년 3월 BCBS(Basel Committee on Banking Supervision)와 IOSCO(International Organization of Securities Commission)는 증거금 관련 주요 원칙과 요구조건을 제시하는 ‘비청산 장외파생상품거래 증거금 규제’를 발표하였다(BCBS/IOSCO, 2015). 비청산 장외파생상품거래는 중앙청산소에서 청산되지 않는 장외파생상품거래를 의미한다.

국내에서도 금융감독원은 ‘비청산 장외파생상품거래 증거금 교환제도 가이드라인’을 발표하였고 국제적으로 합의된 시기에 맞춰 변동증거금 제도가 2017년 3월부터 시행되었다. 개시증거금 제도는 2021년 9월부터 비청산 장외파생상품 잔액이 70조원 이상인 금융회사들을 대상으로 우선 시행되며

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

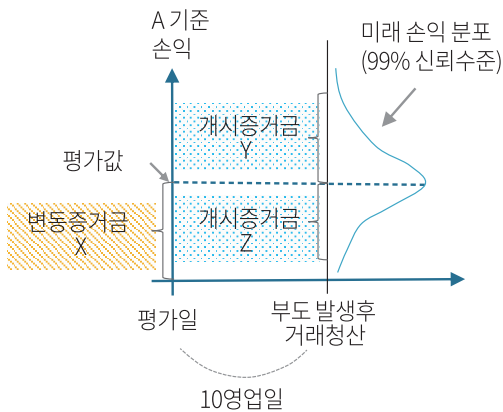
1) 표준화된 장외파생상품에 대하여 중앙청산소를 통한 청산 의무화 및 전자거래플랫폼 사용, 비청산장외파생상품에 대하여 높은 자본요건 및 증거금을 부과, 그리고 모든 장외파생상품의 거래정보를 거래저장소(Trade Repository: TR)에 의무적으로 보고 등을 합의하였다(2009년, 2011년 G20 정상회담).

잔액이 10조원 이상인 금융회사들은 2022년 9월부터 개시증거금 제도 대상이 된다.<sup>2)</sup> 본고에서는 장외파생상품거래의 증거금 제도에 대하여 살펴본 후 국내에서 2021년 9월부터 시행하게 될 개시증거금 제도의 특징을 정리하고 제도 시행과 함께 유의할 사항들을 제시하려고 한다.

**장외파생상품거래 증거금 제도와 국내 현황**

글로벌 금융위기를 겪으면서 장외파생상품 거래에 따른 거래상대방 위험이 부각되었다. 거래상대방의 부도에 따른 결제 불이행으로 인해 예상치 못한 손실이 발생하게 되고, 이러한 손실이나 손실에 대한 우려는 금융시장 시스템위기를 유발하는 요인으로 작용할 수 있었다. 금융위기 이후 장외파생상품의 다양한 위험을 관리하기 위한 국제적인 협의가 시작되었다. 특히 거래상대방 위험을 축소하기 위하여 표준화된 장외파생상품거래는 중앙청산소에서 거래하도록 유도하였으며, 중앙청산소에서 청산되지 않는 ‘비청산 장외파생상품거래’에 대하여 자본요건 및 증거금 규제를 강화하였다. 비청산 장외파생상품거래 증거금은 거래 체결 이후에 거래상대방의 결제 불이행으로 발생할 수 있는 손실에 대비하여 거래당사자 간 교환하는 담보를 의미한다. 부도 등의 사유로 거래상대방의 결제 불이행이 발생하면 그로 인한 손실을 사전에 징수한 담보로 보전할 수 있기 때문에 강화된 증거금 제도는 장외파생상품거래로 인한 시스템리스크 확산을 방지하는 역할을 하게 된다.

**<그림 1> 변동증거금과 개시증거금**



- 주: 1) A, B가 거래 당사자로 가정
- 2) 결제 불이행 사유 발생 시점부터 거래 종료까지 10영업일을 가정한다.
- 3) 위험액 산정 또는 위험가중자산 산출 시 변동증거금은 대체비용에, 개시증거금은 잠재적 위험에 해당한다고 볼 수 있다.

**<표 1> 변동증거금과 개시증거금 비교**

	변동증거금	개시증거금
기본개념 (그림 1 예시)		
계산	시가평가	표준모형 또는 내부계량형모형
교환방식	상계에 따른 순액교환	총액교환 (상계X)
면제한도	없음	최대 650억
담보관리	개별관리	제3의 보관기관
담보재사용	재사용 가능	재사용 금지

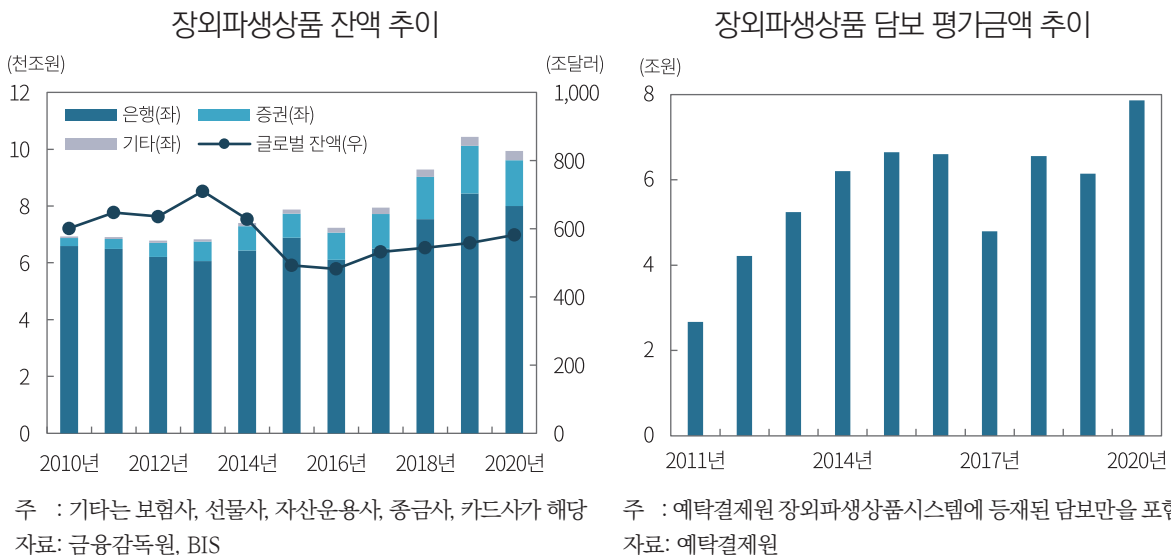
자료: 금융감독원(2020)

2) 국제적으로 증거금 제도는 비청산 장외파생상품 잔액 규모에 따라 시스템적으로 중요한 장외파생상품 시장 참여자들을 시작으로 단계적으로 시행되었다. 잔액이 0.75조유로(1,000조원) 이상인 금융회사에 대한 개시증거금 제도는(1~4단계) 2019년 9월 이전부터 이미 시행되었다. 국내 금융회사들은 규모상 5, 6단계에 해당되어 2020년 9월부터 개시증거금 제도가 시행될 예정이었지만 코로나19로 인하여 시행이 1년 연기되었다.

비청산 장외파생상품거래의 증거금은 변동증거금(Variation Margin: VM)과 개시증거금(Initial Margin: IM)으로 구분된다. 변동증거금은 파생상품의 시가평가금액 변동에 의해 발생된 손익을 보증하기 위하여 교환한다. 개시증거금은 거래상대방의 결제 불이행 사건이 발생하고 나서 해당 장외파생거래를 청산하는 동안(10영업일을 가정) 발생할 수 있는 가격변동으로 인한 손실을 대비하여 거래의 체결과 동시에 교환한다. 또한 변동증거금 납부가 지연된 기간 중에 발생할 수 있는 가격변동위험도 커버할 수 있다. 증거금 구성 예시를 보면, <그림 1>에서 ‘평가일’ 기준으로 평가값에 해당되는 X가 변동증거금에 해당되며(A기준으로 평가값이 양(+))의 값이므로 B가 A에게 담보 제공, 10영업일 이후 실패수준 99%에 해당되는 평가값의 변동 가능성을 반영하여 A가 지급해야 할 개시증거금 Z와 B가 지급하게 될 개시증거금 Y가 산출된다. <표 1>은 개시증거금의 특징을 변동증거금과 비교한 표이며, ‘기본개념’ 항목에서 <그림 1>과 연계된 변동 및 개시증거금 교환 흐름을 보여주는데, 개시증거금은 거래 당사자들이 아닌 제3의 보관기관에서 보관하게 된다.

국내 금융회사들의 장외파생상품 잔액 규모 및 장외파생상품 담보 규모 추이를 보면 <그림 2>와 같다. 글로벌 추세와 달리 국내 금융회사들의 2020년 장외파생상품 잔액 규모는 2010년에 비하여 증가하였는데, 특히 증권회사의 잔액 규모가 4.7배나 증가하였다. 이는 2014년부터 국내 중앙청산소에서 거래가 시작된 원화이자율스왑 시장에 증권회사들의 참여가 확대(한국거래소, 2017)된 영향이 크며, 그 외에 증권회사들의 신용파생상품이나 기타파생상품 거래 잔액도 증가하였다. <그림 2>의 오른쪽 그래프에서 보면 장외파생상품 거래와 연관된 담보<sup>3)</sup>들의 규모도 증가했음을 볼 수 있다.

<그림 2> 국내 금융회사 장외파생상품 잔액과 담보 평가금액 추이



3) 예탁결제원 장외파생상품시스템에 등재된 담보만을 포함하므로 비청산 장외파생상품 관련 전체 담보보다는 작은 규모이고, 현재 변동증거금제도만 시행중이므로 대부분 변동증거금일 것으로 추정된다.

변동 및 개시증거금 제도 시행 대상이 되는 금융회사는 비청산 장외파생상품 잔액 규모에 따라 결정되며, 금융그룹의 경우에는 그룹 내 대상회사들의 잔액을 합산하여 적용한다. 국내에서 변동증거금 제도는 잔액이 10조원 이상인 금융회사들을 대상으로 2017년 3월부터 시행되었으며 이후 잔액이 3조원 이상인 금융회사까지 적용 대상이 확대되었다. 2020년 잔액을 기준으로 금융감독원(2020)에서 추산한 자료에 따르면, 잔액이 70조원 이상으로 2021년 9월부터 개시증거금 제도 적용이 예상되는 금융회사들은<sup>4)</sup> 43개사이며 국내 또는 외국계 은행들과 은행이 포함된 금융지주사에 속한 계열사들이다(은행 24개사, 증권 7개사, 보험 9개사, 자산운용 3개사). 2022년 9월부터 적용이 예상되는 잔액이 10조원 이상인 금융회사들은 69개사로 늘어난다(은행 28개사, 증권 16개사, 보험 19개사, 자산운용 6개사). <표 2>의 오른쪽 표는 2020년 3월말 기준으로 개시증거금 대상 거래<sup>5)</sup>들의 거래주체와 기초자산별 잔액을 나타내는데, 은행이 89%로 대부분을 차지하고 있다. 한편, 주식, 신용, 기타 기초자산 파생상품 규모는 증권이 오히려 은행보다 크며, 이는 증권회사들이 발행하는 파생결합증권과 연계된 장외파생상품(헤지) 거래로 인한 것으로 추정된다.

**<표 2> 2021년, 2022년 개시증거금 대상 기관과 대상 거래 잔액**

개시증거금 대상 기관 개수 (단위: 개)			거래주체 및 기초자산별 잔액 (단위: 조원, %)				
	21년 대상 (70조원이상)	22년 대상 (10조원이상)	기초자산	은행	증권	보험	합계
그룹 <sup>1)</sup>	18	26	이자율	3,321	231	5	3,557
개별	25	43	통 화	2,513	221	122	2,856
합계	43	69	주 식	2	61	0	63
			신 용	19	63	1	83
			기 타	4	19	0	23
			합 계 (비중)	5,859 (89)	595 (9)	128 (2)	6,582

주 : 1) 개별 회사 잔액은 작지만, 속한 금융그룹이 대상이 되는 금융회사, 금융회사 리스 트는 금융감독원 (2020) 참고  
자료: 금융감독원(2020)

주 : 개시증거금 대상 금융회사의 개시증거금 대상 장외파생상품거래 잔액 (2020년 3월말)  
자료: 금융감독원(2020)

**개시증거금의 특징과 유의할 사항들**

변동증거금은 거래 당사자들 간에 거래별로 주고 받을 금액(파생상품 거래 평가손익)을 상계한 후 차액(Netting Amount)만 교환하지만, 개시증거금은 총액 방식으로(Gross Amount) 거래당사자들이

- 4) 매년 3,4,5월 잔액의 평균을 기준으로 대상 금융회사를 선정하는데, 금융감독원(2020)은 2020년 기준으로 개시증거금 제도 적용이 예상되는 대상회사들을 발표하였다. 2021년 기준으로 실제 9월부터 적용 대상이 되는 금융회사들을 곧 발표될 것으로 예상된다.
- 5) 비청산 장외파생상품 중에서 실물 결제되는 외환선도·스왑, 통화스왑, 상품선도 등은 개시증거금 대상에서 제외한다. 단, 대상 회사를 구분하는 잔액에는 전체 비청산 장외파생상품이 포함된다(금융감독원(2019) 참고).



각각 지급할 개시증거금을 산출하여 상계 없이 교환한다(〈그림 1〉, 〈표 1〉 참고). 변동증거금 담보는 수취기관(〈그림 1〉에서 A)이 보관하거나 제3의 기관에 위탁하는 방식으로 관리되며 담보의 재사용이 가능하다.<sup>6)</sup> 현재의 평가손익을 반영하는 변동증거금과 달리 개시증거금은 미래의 손익 변동에 대비하는 증거금이기 때문에 담보는 제3의 보관기관에 보관하게 되며 담보 수취기관이나 보관기관의 신용리스크로부터 절연되어야 한다. 또한 담보의 재사용도 금지되기 때문에 거래 당사자들에게 부담이 될 수 있다.

산출과정에서 헤지 효과가 반영되면 개시증거금은 감소<sup>7)</sup>할 수 있지만, 보통 거래 규모가 커짐에 따라 증거금 부담이 증가하게 된다. 특히 ELS 헤지 거래 사례처럼, 같은 거래상대방과 같은 종류의 거래를 주로 하게 된다면 개시증거금은 거래 규모에 비례하여 증가할 수 있다. 다만, 제도 시행일부터 체결되는 신규거래들만 개시증거금 대상이 되고, 최대 650억원 내에서 거래상대방끼리 개시증거금 면제 한도(threshold)를 설정할 수 있다. 따라서 금융회사들의 실질적인 개시증거금 교환은 제도 시행과 동시에 발생하지 않겠지만 향후 시간이 지나면서 개시증거금 규모는 증가할 것으로 예상된다.

변동증거금 제도는 금융회사들 간에 CSA(Credit Support Annex)를 적용하여 거래상대방 위험을 관리하던 연장선으로 볼 수 있는 반면 개시증거금은 이전에 없었던 추가적인 증거금이다. 따라서 개시증거금 계약 과정에서 증거금 산출방식이나 거래상대방과 조정과정(reconciliation), 면제한도, 담보 보관 기관이나 절차 등 변동증거금에 비해 금융회사들이 감안해야 할 내용들이 많다. 그 중에서 가장 중요하고 준비가 필요한 부분은 개시증거금 산출방식이라고 할 수 있다.

BIS/IOSCO(2015)는 Requirement 3에서 개시증거금의 산출요건을 제시하고 있으며, 산출방식은 표준모형과 내부계량모형으로 구분할 수 있다. 표준모형을 사용하면, 실질적인 리스크를 반영하기 어렵고, 포지션의 상계 적용이나 헤지효과를 제대로 적용하기 어려우며 대부분의 경우 금액이 과대계산될 수 있다. 이러한 문제점들을 보완하기 위해 내부계량모형으로 ISDA(International Swaps and Derivatives Association) SIMM(Standard Initial Margin Model)<sup>8)</sup>이 개발되었다. 현재 개시증거금 교환을 하고 있는 미국, 유럽, 홍콩 등의 금융회사들은 SIMM을 사용하고 있다. 지급 및 수취할 개시증거금을 각 당사자가 산출하여 거래상대방과 금액을 조정하고 확정하는 단계(reconciliation)가 필요한데, 시장 참여자들이 같은 SIMM을 사용하게 되면 이러한 과정이 수월해지는 장점도 있다. 국내 금융회사들도 개시증거금 산출모형으로 SIMM을 자체적으로 개발하거나 평가사 등 외부업체를 활용하여 사용하게 될 전망이다. 다른 모형을 사용하거나 거래상대방들 간에 산출방식이 다르게 되면, 지급

6) 국제나 통안채 담보를 재사용하기 위하여 담보목적 대차거래를 활용하여야 한다(금융위원회, 2017).  
 7) 거래상대방별로 현재 포지션을 헤지하는 거래를 하게 되면 개시증거금이 감소한다. 예를 들어 선도 거래 매입 포지션일 때 같은 거래상대방과 같은 기초자산 선도거래 매도 거래를 신규(매입보다 작은 규모)로 하게 되면 개시증거금이 감소하게 된다.  
 8) ISDA에서 모형의 방법론과 사용되는 파라미터를 업데이트하며 제공하고 있다. FRB 등 감독 당국이 모형 개발과 검증 과정에서 참여하였으며, 현재 국제적으로 SIMM이 사용되고 있다(최근 버전은 <https://www.isda.org/a/osMTE/ISDA-SIMM-v2.2-PUBLIC.pdf>).

및 수취할 개시증거금 금액을 산출하여 조정하는 과정에서 혼선이 발생할 수 있기 때문에 개시증거금 계약 과정에서 추가적인 협의도 필요할 수 있다.

한편, 국내 증권회사들의 스텝다운 ELS 헤지 거래의 경우 SIMM 모형을 사용하면 표준모형보다 큰 규모의 개시증거금이 산출될 수 있고<sup>9)</sup> 시장 상황에 따라 개시증거금 규모가 크게 변동할 가능성이 있다. 스텝다운 ELS 자체 헤지를 주로 하는 증권회사들은 주로 장내 거래를 활용하기 때문에 관련된 개시증거금 부담이 적다.<sup>10)</sup> 증권회사들은 다른 구조화상품들도 포함하여 종합적으로 개시증거금 산출방식을 검토해 보아야 하며, 개시증거금을 감안하여 중장기적으로 거래 전략을 세울 필요가 있다.

다음으로 면제한도 설정과 관리가 중요하다. 거래상대방별로 계약한 면제한도 내에서 개시증거금 지급이 면제되기 때문에 금융회사들은 거래상대방을 분산하여 개시증거금 부담을 줄이는 등 전략적인 관리가 필요하다. 물론 거래상대방 위험도 분산되는 효과가 있다. 금융지주사 경우에는 650억원 내에서 계열사들이 면제한도를 나누어 사용해야 하므로 면제한도를 전략적으로 잘 배분하여 효율성을 높일 필요가 있다. 개시증거금은 금융회사 유동성관리에 부담이 될 수 있는데, 자본이나 유동성에 여유가 있는 은행에 비하여 증권사, 보험사, 자산운용사들에 대한 영향이 더 클 수 있음을 감안할 필요도 있다.

언급한 부분 외에도 개시증거금 제도 대상 금융회사들은 증거금 산출모형의 검증 및 관리부터 거래상대방별로 수취 및 지급할 개시증거금을 산출하여 거래상대방과 금액을 조정 및 확정(reconciliation)하고 최종적으로 증거금의 보관까지 전반적인 프로세스를 설정하고 관리하는 체계를 갖추어야 한다. 또한 증거금으로 인하여 거래상대방 위험을 축소할 수 있는 반면, 향후 증거금 부담이 증가하게 될 수 있기 때문에 유동성 관리도 유의해야 한다.

**맺음말**

비청산 장외파생상품에 대한 개시증거금은 변동증거금에 비하여 운용하는 과정에서 고려할 사항들이 많고, 향후 시장에 큰 영향을 줄 수 있기 때문에 시장 참여자들의 주의를 준비가 필요하다. 개시증거금 제도 대상 금융회사들은 내부적으로 개시증거금 산출방식 및 전체적인 운용 프로세스를 설정하고 관리하는 체계를 갖추어야 한다. 특히 스텝다운 ELS의 헤지 거래와 관련된 증권회사들은 개시증거금 산출방식의 설정과 영향에 대한 검토를 할 필요가 있다. 개시증거금 제도 도입으로 금융회사 입장에서 거래상대방 위험은 감소하겠지만, 증거금으로 인한 유동성 부담이 증가할 수 있기 때문에 중장기적으로 금융회사들은 다양한 거래에서 발생하는 증거금이나 담보를 취합하여 효율적으로 운용하는

9) ELS 발행사가 백투백 헤지를 하는 경우에 주식스왑 거래를 한다. 스텝다운 ELS와 연결되는 주식스왑의 개시증거금은 표준모형을 적용하면 계약금액의 15%로 고정되며, SIMM을 사용하게 되면 구조에 따라 12~25%까지 산출될 수 있으며 기초자산이 크게 하락하면 증거금이 증가할 수 있다.

10) 자체 헤지 위주의 증권회사들은 코로나19 감염확산 시기에 해외 시장 장내거래 증거금 부담으로 유동성 위기를 겪기도 했다.

체계를 준비해 나가야 한다. 담보 보관기관 역할을 하게 될 예탁결제원은 다양한 서비스를 제공하여 금융회사들의 용이한 증거금 관리를 지원할 필요도 있다.<sup>11)</sup> 감독당국은 증거금 제도가 잘 운용되도록 모니터링하는 한편 담보 관련 제도나 프로세스를 전반적으로 점검하여야 한다. 예를 들면 증거금 담보 증권에 대한 외국인 질권실행 근거 마련이나 증거금 제도의 법제화를 들 수 있다.<sup>12)</sup> 또한 증거금 요건들이 강화되면서, 금융시장 불안 시기에 증거금 수요로 인한 금융회사들의 유동성 위험 발생 가능성도 점검할 필요가 있다.

### 참고자료

금융감독원, 2019. 2. 21, 비청산 장외파생상품거래 증거금 교환제도에 대한 가이드라인.

금융감독원, 2020. 12. 3, 비청산 장외파생상품거래 증거금 교환제도 운영현황 및 안내사항, 보도자료.

금융위원회, 2017. 3. 23, 국채 등 담보증권의 재활용 허용 등을 위한 금융투자업규정 개정, 보도자료.

금융위원회, 2020. 3. 3, 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 개정안 국무회의 통과 - 장외파생상품 시장의 투명성이 제고되고 시스템리스크가 감소합니다, 보도자료.

한국거래소, 2017. 7. 5, 장외파생상품 CCP 청산 3주년 성과, 보도자료.

BCBS/IOSCO, 2015, Margin Requirements for non-centrally cleared Derivatives.

(<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD480.pdf>)

11) 부가적인 서비스를 제공하는 triparty 역할, 달러자산 취급에 대한 수요는 아직은 적지만 향후 외국계 은행을 중심으로 수요가 증가할 수 있다.

12) 금융투자업 규정 내 외국인 유가증권 장외 매매 가능 항목에 파생상품 담보관련 질권실행 근거도 포함할 필요가 있다. 또한, 증거금 제도와 거래정보저장소 제도를 포함한 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 개정안은 국회통과를 기다리고 있는 상황으로(2020년 3월 국무회의 통과, 금융위원회(2020)) 빠른 시일내에 법제화 되기를 기대한다.

## 가상자산 발행과 유통 현황\*

연구위원 이성복

지난 8년 3개월 동안 전 세계 가상자산거래소에 8,950개의 가상자산이 신규 등록되었고 이중 약 40%가 등록 폐지되었다. 등록 폐지 가상자산의 90.5%가 3년을 넘기지 못하였고 신규 등록 후 5년 이상이 경과된 등록 폐지 가상자산도 적지 않다. 가상자산 전체의 달러가치는 2021년 5월에 2조 5,349억 달러를 기록하며 역사상 최고치를 갱신하였고 1일 거래대금도 2021년 4월에 6,016억 달러까지 기록하였다. 그러나 2021년 6월 27일 기준으로 가상자산 전체의 달러가치는 1조 4,372억 달러까지 하락하였고 1일 거래대금은 1,516억 달러까지 줄어들었다. 한편 가상자산 전체의 달러가치와 거래대금의 대부분은 소수의 가상자산에 의해 설명된다. 그리고 최근에는 비채굴·선채굴 가상자산이 이미 가격이 높게 형성된 채굴가능 가상자산의 거래대금을 앞지르며 가상자산의 가격변동을 주도하는 양상을 보인다.

가상자산의 가격이 2020년 하반기부터 이해하기 어려울 정도로 급격하게 상승하자 이전에 일었던 가상자산 논쟁들이 다시 제기되었고, 최근까지도 뚜렷한 실마리 없이 갑론을박이 이어지고 있는 상황이다.<sup>1)</sup> 그러나 가상자산을 논하기에 앞서 그 실체를 정확하게 이해하는 것이 중요하고 필요하다. 따라서 이 글에서는 코인마켓캡닷컴(Coinmarketcap.com)이 2013년 4월부터 매주 집계하여 발표하는 가상자산 데이터를 활용해 가상자산의 발행과 유통 현황을 자세히 살펴보았다.

### 가상자산 정의와 유형

이미 국제적으로 또는 공식적으로 가상자산(virtual asset), 암호자산(cryptoasset), 디지털자산(digital asset)이라는 용어를 사용하기로 약속했음에도 불구하고, 여전히 가상화폐, 암호통화, 디지털통화라는 이름이 광범위하게 사용되고 있다. 그러나 화폐나 통화의 기능을 수행하는 가상화폐, 암호통화, 디지털통화는 존재하지 않는 것으로 보인다(Treasury Committee in House of Commons, 2018; Prasad, 2021. 5. 20).

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

\* 이성복(2020)의 일부를 발췌하고 최근 데이터를 사용해 재기술하였다.

1) 이에 대한 자세한 내용은 미국 코넬대 에스와르 프라사드(Eswar Prasad) 교수의 2021년 5월 20일자 워싱턴 포스트(The Washington Post) 기고문 '암호통화에 대한 다섯 가지 오해(Five myths about cryptocurrency)'를 참고한다.

전통적으로 화폐나 통화는 가치저장(store of value), 교환매개(medium of exchange), 회계단위(unit of account)의 기능을 수행할 수 있어야 하나, 가상자산을 대표하는 비트코인(Bitcoin)만을 보더라도 화폐나 통화로 사용되는 경우는 극히 드물다. 더구나 비트코인의 경우 대중들에게 자본이득을 취득할 수 있는 투자대상으로 인식되고 어떤 가상자산보다도 활발하게 매매되고 있다. 이 점을 고려할 때 비트코인도 화폐나 통화보다는 자산에 가깝다고 보는 인식이 더 현실적이다.

이러한 인식의 자리매김은 2017년 중반부터 본격적으로 나타나기 시작하였다. 예를 들어, 국제자금세탁방지기구(Financial Action Task Force: FATF)는 가상자산을 활용한 불법자금 세탁과 테러자금 조달을 차단하기 위해 2014년 6월에 가상통화(virtual currency)의 개념을 새롭게 도입하였는데, 결국 2018년 10월에 가상통화라는 용어를 가상자산으로 일괄 변경하고 가상자산의 개념을 재정의한 바 있다(FATF, 2015; FATF, 2019).

이외에도 금융안정위원회(Financial Stability Board, FSB), 국제통화기금(International Monetary Fund: IMF), 국제증권감독위원회(International Organization of Securities Commissions: IOSCO) 등 국제기구뿐만 아니라 미국, 영국 등 주요국에서도 가상자산, 암호자산, 디지털자산이라는 용어를 공식적으로 사용하고 있다(Cuervo et al., 2019; FSB, 2018; HM Treasury et al., 2018; IOSCO, 2020; SEC, 2019). 우리나라에서도 2020년 3월에 특정금융정보법을 개정하여 처음으로 가상자산을 법적으로 정의하였다.

가상자산의 정의와 용어는 국제기구와 국가마다 조금씩 다르다. FATF는 가상자산을 ‘법정화폐, 증권과 다른 금융자산의 전자적 표시를 제외하고, 지급 또는 투자 목적을 위해 전자적으로 거래, 이전, 또는 이용될 수 있는 가치의 모든 전자적 표시’로 정의한다. 이와 달리 IOSCO는 가상자산 대신에 암호자산이라는 용어를 사용하고, 암호화나 분산원장 기술에 의존하는 사적 자산의 한 유형으로 정의한다. 영국도 암호자산이라는 용어를 주로 사용한다. 미국은 디지털자산이라는 용어를 사용하고, IOSCO와 유사하게 정의한다.

우리나라는 특정금융정보법 제2조 제3호에서 가상자산을 ‘경제적 가치를 지닌 것으로서 전자적으로 거래 또는 이전될 수 있는 전자적 증표와 그에 관한 일체의 권리’로 정의한다. 다만 발행인이 사용처와 그 용도를 제한한 것, 게임물의 이용을 통하여 획득한 유·무형의 결과물, 전자화폐, 전자증권, 전자어음 등은 가상자산에서 제외된다.

가상자산은 경제적 기능과 법적 성격에 따라 그 유형을 교환토큰(exchange token), 실용토큰(utility token), 증권토큰(security token)으로 구분된다(HM Treasury et al., 2018).<sup>2)</sup> 각 유형의 정의를 간단하게 살펴보면, 교환토큰은 그 사용처가 제한되지 않고 교환의 매개로 사용될 목적으로 발행되는 가상자산을, 실용토큰은 발행인에 의해 그 사용처가 제한된 가상자산을, 증권토큰은 증권의 법적 요건을 갖춘 가상자산을 일컫는다.

2) 각 유형에 대한 자세한 설명은 김갑래(2021)를 참고한다.

**가상자산 발행 현황**

가상자산은 원래 분산원장 기술에 기반한 P2P(peer-to-peer) 지급결제 시스템에서 지급수단으로 사용될 목적으로 고안되었다. 이를 위해 2008년에 가명의 사토시 나카모토(Satoshi Nakamoto)는 분산원장의 시초인 블록체인(blockchain)에서 가장 먼저 지급결제 거래의 진실성을 검증한 또는 작업증명한 자에게 그에 상응하는 보상으로 비트코인을 발행하여 지급되도록 설계하였다. 이를 사토시 나카모토는 채굴(mining)이라고 명명하였다.

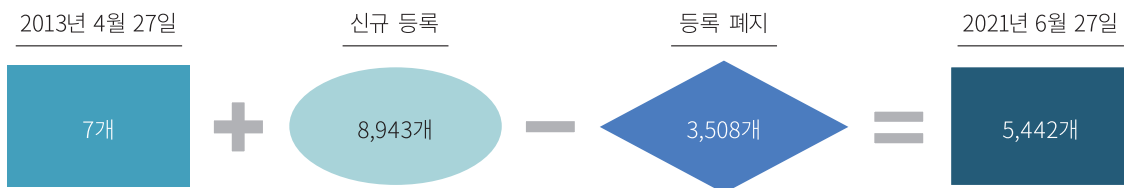
비트코인이 채굴 방식으로 발행되려면 P2P 지급결제 시스템에서 비트코인을 지급수단으로 사용하는 온체인(on-chain) 거래가 성사되어야 한다. 그렇지 않으면 작업증명이 요구되지 않게 되고, 새로운 비트코인도 채굴되지 않는다. 이처럼 채굴 방식으로 발행되는 가상자산을 채굴가능(minable) 가상자산이라고 말한다.

그러나 모든 가상자산이 채굴 방식으로 발행되는 것은 아니다. 비채굴(non-minable)과 선채굴(pre-mined) 가상자산도 존재한다. 비채굴 가상자산은 자신의 분산원장 네트워크에 속해 있는 전자 지갑 보유자에게 그 가상자산을 판매하여 유효화하는 방식으로, 선채굴 가상자산은 발행인이 불특정 다수로부터 자금을 조달하거나 후원받을 목적으로 그 가상자산을 미리 판매하는 방식으로 발행된다. 이에 따라 비채굴 또는 선채굴 가상자산의 발행은 토큰 판매(token sales)라고도 불린다.

가상자산 중 교환토큰은 일반적으로 채굴 방식에 의해 발행되고, 실용토큰과 증권토큰은 그 성격상 비채굴 또는 선채굴 방식으로 발행된다. 그러나 교환토큰을 표방하는 가상자산 중에서 비채굴 방식으로 발행되는 경우도 존재한다. 채굴 방식의 가상자산 발행이 비경제적이라는 이유도 있지만, 가상자산이 지급수단으로 활발하게 사용되지 않으면 발행될 수 없기 때문인 것으로 보인다.

코인마켓캡닷컴의 가상자산 데이터를 분석한 결과에 따르면, 2013년 4월 27일부터 2021년 6월 27일까지 전 세계적으로 가상자산거래소에 등록된 적이 있는 가상자산 수는 8,950개로 집계된다. 그리고 2021년 6월 27일자로 거래소 등록을 유지하고 있는 가상자산 수는 5,442개로 파악된다. 2013년 4월 27일 이전에 이미 가상자산거래소에 등록되어 거래되고 있던 가상자산이 7개이므로, 동 기간 중 8,943개가 신규 등록(발행)되었고, 3,508개가 등록 폐지된 것으로 계산된다.

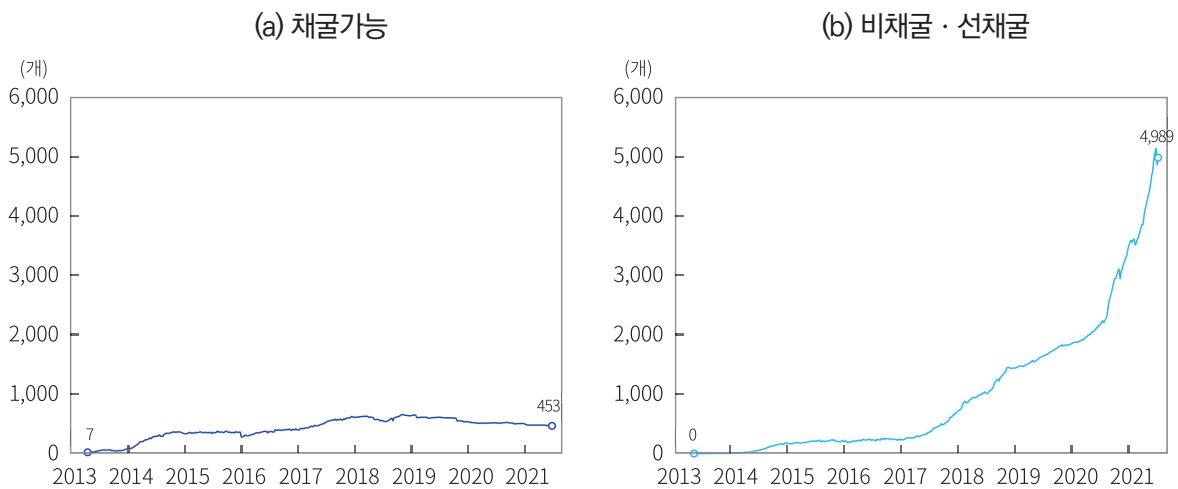
**<그림 1> 가상자산의 거래소 등록 현황**



주: 코인마켓캡닷컴 데이터를 사용하여 자본시장연구원에서 계산

가상자산의 거래소 등록 추이를 가상자산 발행 방식으로 구분하여 살펴보면, <그림 2>에 나타난 바와 같이 초창기에는 채굴가능 가상자산이 주를 이룬다. 그러나 2017년 초부터 현재까지 비채굴·선채굴 가상자산 수가 가파르게 증가하고, 채굴가능 가상자산 수는 2018년 중반부터 완만하게 감소하였다. 2021년 6월 27일 기준으로 채굴가능 가상자산 수는 453개, 비채굴·선채굴 가상자산 수는 채굴가능 가상자산 수의 11배에 이르는 4,989개로 집계된다.

<그림 2> 가상자산의 거래소 등록 추이

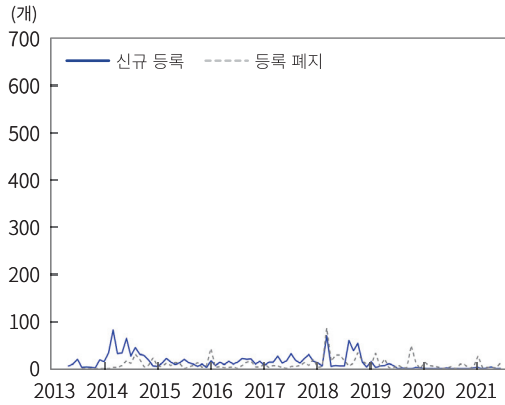


주: 코인마켓캡닷컴 데이터를 사용하여 자본시장연구원에서 계산

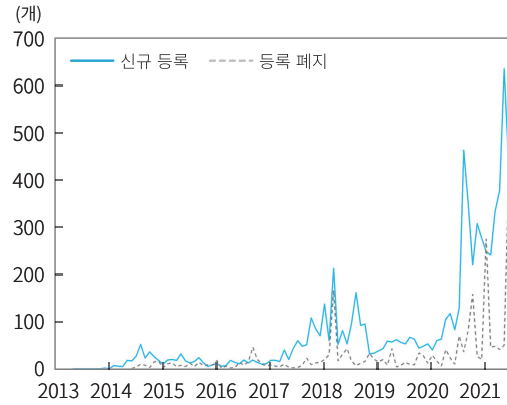
가상자산의 월별 거래소 신규 등록과 등록 폐지 추이를 살펴보면, 분석기간 중 매월 평균 205.7개(표준편차 186.7개)가 신규 등록되고, 99.3개(표준편차 129.7개)가 등록 폐지된 것으로 계산된다. 이를 가상자산의 발행 방식에 따라 구분하여 살펴보면, 채굴가능 가상자산의 신규 등록 수는 2019년 6월 이후 거의 매월 5개에 못 미치는 반면에, 비채굴·선채굴 가상자산의 신규 등록 수는 2020년 7월부터 매월 100개 이상이고 2021년 5월에는 631개를 기록하며 역사상 최고치를 갱신하였다. 채굴가능 가상자산의 등록 폐지 수는 신규 등록 수가 적은 만큼 매우 적으나, 이와 반대로 비채굴·선채굴 가상자산의 등록 폐지 수는 계속 증가하는 추세를 보인다.

〈그림 3〉 가상자산의 신규 등록 및 등록 폐지 추이

(a) 채굴가능



(b) 비채굴 · 선채굴

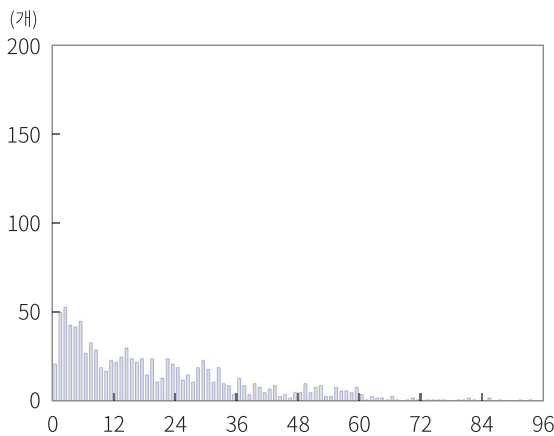


주: 코인마켓캡닷컴 데이터를 사용하여 자본시장연구원에서 계산

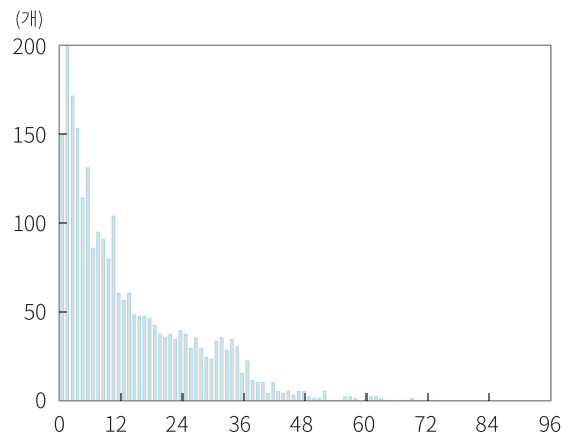
등록 폐지 가상자산의 생존기간을 살펴보면, 채굴가능 가상자산의 평균 생존기간은 21.5개월, 비채굴 · 선채굴 가상자산의 평균 생존기간은 14.1개월로 계산된다. 특히 〈그림 4〉에 나타난 바와 같이 등록 폐지 가상자산의 90.5%는 36개월을, 52.6%는 12개월을 넘기지 못한 것으로 나타난다. 그러나 신규 등록 후 60개월(5년) 이상이 경과된 등록 폐지 가상자산도 상당 수 존재한다.

〈그림 4〉 등록 폐지 가상자산의 생존기간 분포

(a) 채굴가능



(b) 비채굴 · 선채굴



주: 코인마켓캡닷컴 데이터를 사용하여 자본시장연구원에서 계산

### 가상자산 유통 현황

가상자산 중 교환토큰이 지급수단으로 이용될 경우 그 교환토큰은 전자지갑에 기록되고 제3자에게 이전되는 방식으로 유통된다. 그러나 교환토큰의 교환가치(exchange value)가 중앙은행이 발행하는 법정화폐의 교환가치에 연동되거나 사회적 합의에 의해 결정되지 않으면, 교환토큰이 지급수단으로 이용될 가능성은 매우 희박하다. 교환가치 결정에 참여하는 그룹의 규모와 교환가치의 안정성에 따라 교환토큰의 수용성이 결정될 수밖에 없기 때문이다.

재미있게도 비트코인을 비롯해 대부분의 교환토큰의 경우 자신의 교환가치를 결정하는 메커니즘을 갖고 있지 않다. 그렇다보니 교환토큰의 교환가치는 대개 지급결제 거래가 계속적·반복적으로 성사되어야 발견될 수 있다. 그런데 2010년 7월 18일에 교환토큰의 매매를 증개하는 가상자산거래소가 처음 설립된 후부터 교환토큰이 주식처럼 경쟁매매 방식으로 거래되며 유통되기 시작하였다.<sup>3)</sup>

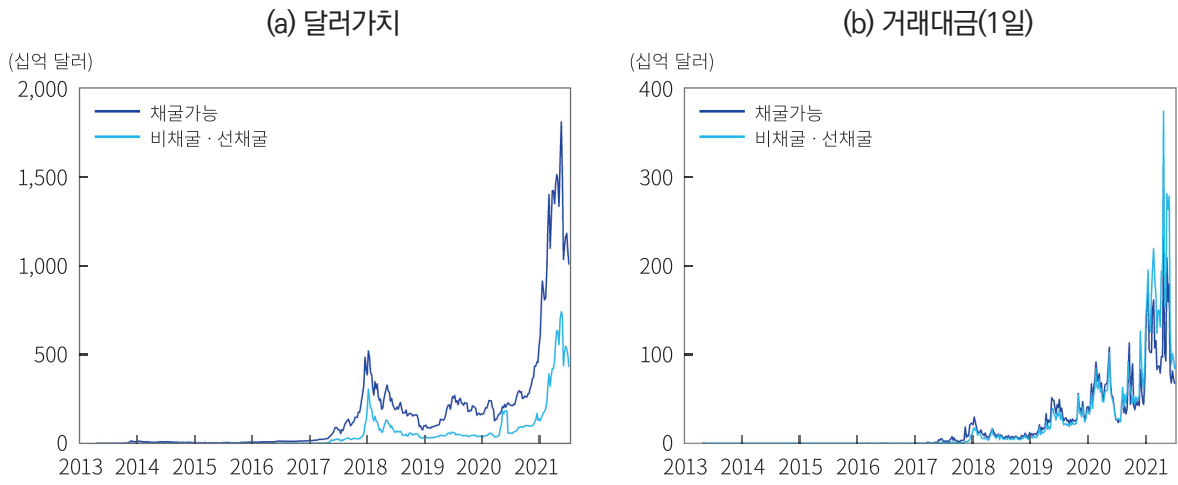
이후 가상자산의 유형과 상관없이 모든 유형의 가상자산이 가상자산거래소에서 경쟁매매 방식으로 거래되며 유통되고 있다. 예를 들어, 교환가치를 일정 수준으로 고정하는 메커니즘을 갖고 있는 스테이블 코인(stablecoin)조차도 가상자산거래소에서 주식처럼 경쟁매매 방식으로 거래되고 있는 실정이다(Lyons & Viswanath-Natraj, 2020). 이에 따라 대부분의 가상자산이 대중에게 그 발행 목적과 상관없이 매수도를 통해 자본이득을 얻을 수 있는 투자 대상으로 인식되고 있다.

그 결과, 가상자산은 주식처럼 매일매일 가격이 변하고 주식보다 더 큰 변동성을 보이며 움직이는 현상을 보여 왔다. 특히 2017년과 2020년에 가상자산 투자에 참여하는 대중과 자금의 규모가 급증하고 가상자산 가격이 단기간 내에 급등함에 따라 가상자산의 유통 규모도 이전과 비교하기 어려울 정도로 커졌다.

이를 자세히 살펴보면, <그림 5>에서 살펴볼 수 있듯이 가상자산 전체의 달러가치는 2017년 초부터 2018년 초까지 급격하게 상승하다가 이후 다시 급격하게 하락하였다. 그러나 코로나19 팬데믹이 공식 선언된 2020년 3월 이후부터 전례 없는 속도로 가파르게 증가하다가 2021년 5월 초에 역사상 최고치인 2조 5,439억 달러(채굴가능 1조 8,044억 달러, 비채굴·선채굴 7,395억 달러)를 기록하였다. 이후 2021년 6월까지만 살펴보면 다시 급격하게 하락한 모습을 보인다.

3) 초창기에 고객 간의 매수도 거래를 상대매매 방식으로 증개하였으나, 지금은 거의 대부분 경쟁매매 방식으로 증개한다(기노성, 2020; Bohme et al., 2015).

〈그림 5〉 가상자산의 달러가치 및 거래대금(1일) 추이

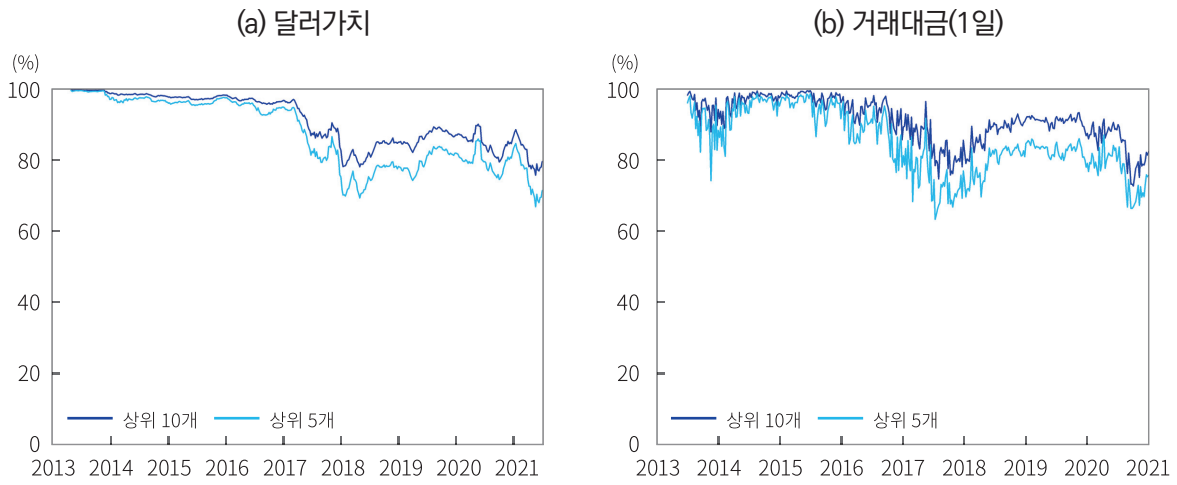


한편 2017년부터 비채굴·선채굴 가상자산 수가 채굴가능 가상자산 수를 월등히 상회할 정도로 빠르게 증가하였음에도 불구하고 오히려 채굴가능 가상자산 전체의 달러가치가 비채굴·선채굴 가상자산의 달러가치를 항상 상회하는 것으로 나타난다. 예를 들어, 가상자산 전체의 달러가치 중 채굴가능 가상자산의 달러가치 비중은 2020년 5월 말에 최저치인 52.7%를 보인 후 등락을 거듭하다가 2021년 6월 27일에 70.0%를 기록하였다.

그러나 채굴가능 가상자산보다 소폭 하회하거나 비슷했던 비채굴·선채굴 가상자산의 1일 거래대금은 2021년 초반부터 채굴가능 가상자산의 1일 거래대금을 큰 폭으로 상회하는 양상을 자주 보인다. 예를 들어, 2021년 4월 18일 비채굴·선채굴 가상자산의 1일 거래대금이 최고점인 3,725억 달러를 찍었을 때 채굴가능 가상자산의 1일 거래대금도 최고점인 2,291억 달러를 기록했지만, 그 차이는 무려 1,434억 달러에 달한다.

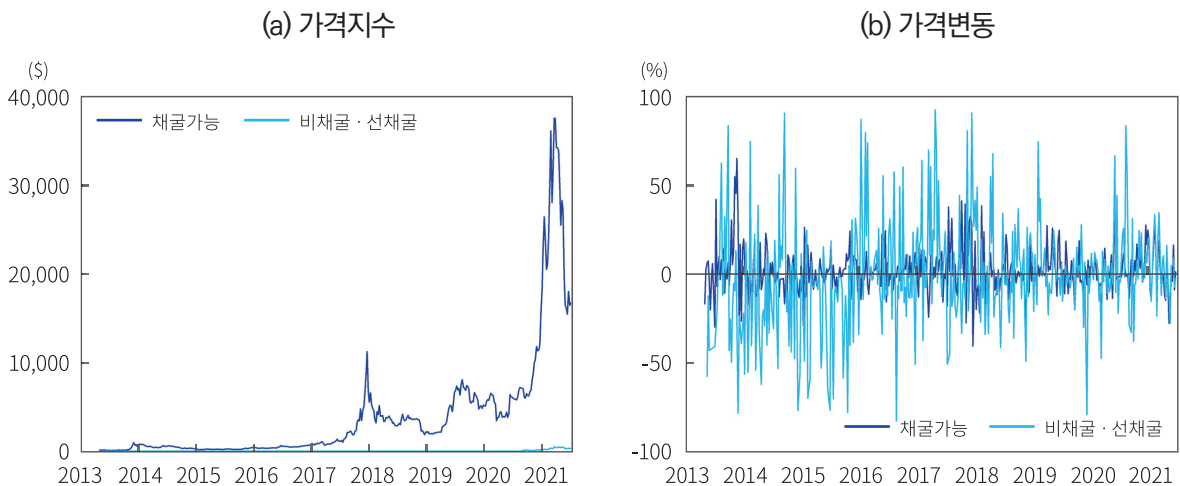
가상자산의 시장집중도를 살펴보면, 〈그림 6〉에서 살펴볼 수 있듯이 가상자산 수가 계속 증가하였음에도 불구하고 상위 10개가 가상자산 전체의 달러가치와 1일 거래대금의 85.0% 이상을 설명한다. 또한 상위 10개 중 하위 5개가 설명하는 비중도 크지 않다. 상위 100개로 확대하면 가상자산 전체의 달러가치와 1일 거래대금의 95.0% 이상을 설명한다.

〈그림 6〉 상위 5·10개 가상자산의 비중 추이



상위 100개 가상자산을 발행 방식으로 구분하여 각각의 주별 달러가치 가중평균 가격지수와 가격 변동을 산출하여 비교해보면, 〈그림 7〉에서 살펴볼 수 있듯이 채굴가능 가상자산의 가격지수는 비채굴·선채굴 가상자산보다 월등하게 높으나 가격변동은 비채굴·선채굴 가상자산보다 작은 것으로 나타난다. 또한 채굴가능 가상자산의 가격지수는 약 ±50% 내에서, 비채굴·선채굴 가상자산의 가격지수는 약 ±85% 내에서 변동하는 것으로 파악된다.

〈그림 7〉 가상자산의 가격지수와 가격변동 추이



### 시사점

지난 8년 3개월 동안의 가상자산 발행과 유통 현황을 자세히 살펴본 결과, 가상자산은 대중에게 그 발행 목적 또는 경제적 기능과 무관하게 자본이득을 볼 수 있는 투자대상으로 인식되며 주식과 같은 방식으로 거래되고 있다는 것을 확인할 수 있다. 그럼에도 불구하고 가상자산의 40%가 등록 폐지되었다는 점과 가상자산의 가격이 하루 사이에도 이해하기 어려울 정도로 변동하고 있다는 점을 고려할 때 가상자산에 투자하는 개인에게 상당한 주의가 요구된다. 특히 지금의 가상자산 가격이 가상자산의 본질적인 교환가치, 효용가치 또는 내재가치에 기초하여 형성되었는가를 냉정하게 판단할 필요가 있어 보인다.

### 참고문헌

기노성, 2020, 가상자산 거래의 법적 쟁점과 규제 방안, 『금융법연구』 17(1), 65-96.

김갑래, 2021, 『미국과 EU의 가상자산거래자 보호제도의 시사점』, 자본시장연구원 이슈보고서 21-13.

이성복, 2020, 가상자산 증권규제에 대한 국제적 논의와 정책 방향, KRX Market 제141호, 14-33.

Bohmem R., Christin, N., Edelman, B., Moore, T., 2015, Bitcoin: Economics, technology, and governance, *Journal of Economic Perspectives* 29(2), 213-238.

Cuervo, C., Morozova, A., Sugimono, N., 2019, Regulation of crypto assets, Fintech Note 19/03.

FATF, 2015, *Virtual Currencies*.

FATF, 2019, *Virtual Assets and Virtual Asset Service Providers*.

FSB, 2018, *Crypto-assets, Report to the G20 on work by the FSB and standard-setting bodies*.

HM Treasury, FCA and Bank of England, 2018, *Cryptoassets Taskforce: final report*.

IOSCO, 2020, Issues, Risks and Regulatory Considerations Relating to Crypto-Asset Trading Platforms, FR02/2020.

Lyons, R. K., Viswanath-Natraj, G., 2020, What Keeps Stablecoins Stable?, NBER Working Paper No. 27136.

Prasad, Eswar, 2021. 5. 20, Five myths about cryptocurrency, The Whashington Post.

SEC, 2019, *Framework for "Investment Contract" Analysis of Digital Asseets*.

Treasury Committee in House of Commons, 2018, Crypto-assets, Twenty-Second Report of Session 2017-19.

## 임베디드 금융(Embedded Finance)의 성장과 규제

- 임베디드 금융(Embedded Finance)이란 비금융회사가 금융회사의 금융상품을 중개·재판매하는 것을 넘어 자사 플랫폼에 핀테크 기능을 내재화(embed)하는 것을 말함
- 임베디드 금융 시장은 온라인 중심의 소비자 구매패턴 변화와 함께 코로나로 인한 비대면 금융의 확산으로 성장세를 보이고 있음
- 우리나라도 임베디드 금융 서비스가 확산되고 있으나, 임베디드 금융을 제공하는 핀테크 기업에 대한 규제가 임베디드 금융의 성장에 미치는 영향도 고려할 필요가 있음
- 임베디드 금융의 성장에 따라 금융권에 비금융회사 및 신규 핀테크 기업들이 등장함에 따라, 비금융회사가 금융산업에 어느 정도까지 관여 할 수 있을지, 기존 금융기관과 동일한 규제를 받아야 하는지, 금융시스템에 미치는 영향은 어떠한지 등도 규제체계 마련에서 고려되어야 함

- 임베디드 금융(Embedded Finance)이란 비금융회사가 금융회사의 금융상품을 중개·재판매하는 것을 넘어 자사 플랫폼에 핀테크 기능을 내재화(embed)하는 것을 말함
  - 입출금 계좌 서비스, 전자지갑 및 결제, 대출 등의 금융 서비스를 비금융회사에서 번들(bundle) 처럼 다른 서비스와 함께 제공하는 것으로, 비금융회사가 본업인 온라인 제품 판매, 서비스를 수행하면서 관련 금융상품과 서비스를 함께 제공하여 금융수익을 추가로 획득하는 핀테크를 말함
  - 지금까지의 핀테크 서비스는 결제, 송금, P2P 금융, 자산관리 등 개별 서비스 별로 신규 사업자가 서비스를 제공하고 고객을 모으는 형태였다면, 임베디드 금융은 이미 고객이 확보되어 있는 비금융 서비스에 금융기능을 결합하여 제공하는 방식이라고 할 수 있음
    - 예를 들어, 금융기관이 제공하는 수단을 직접 이용하지 않아도 결제를 할 수 있는 네이버페이, 카카오페이, 페이코 등의 간편결제, 스타벅스의 모바일 앱(사이렌오더)과 선불카드 결제, 현대차 그룹의 차량 내 간편 결제 서비스, 테슬라의 자체 보험 서비스 등이 있음

〈표 1〉 임베디드 금융 기업 사례

테슬라	· 자동차 시스템에 수집되는 실시간 정보를 바탕으로 해당 차량 운전자의 사고위험과 수리비용을 정확하게 예측한 자체 보험을 제공
구글맵	· 네비게이션 기능을 사용하는 고객 대상으로 미국 400개 이상의 도시에서 지도앱으로 정산할 수 있는 서비스 제공
람다스쿨 (Lambda)	· 온라인 코딩 교육 사이트인 람다스쿨은 수업료 결제 시 할부, 미래소득 발생에 따른 지불계약 체결 등 직접거래를 통해 은행 대출을 대체
네이버 파이낸셜	· 대안신용평가시스템(ACSS)을 통한 신용대출 등의 금융서비스를 제공하고 있으며 보험 등에도 진출 예정
카카오	· 결제, 은행, 증권에 이어 디지털 손해보험에도 직접 진출하기로 결정하고 예비 인가를 준비 중
쇼피파이 (Shopify)	· 캐나다 온라인 쇼핑 플랫폼인 쇼피파이는 핀테크 업체 어펌(Affirm)과 파트너십을 맺고 자사 플랫폼 이용 고객이 50~1,000달러 금액의 상품을 무이자 할부로 구매할 수 있도록 할부금융 서비스를 제공 · 판매자는 상품 판매 즉시 전액을 받고, 어펌(Affirm)이 나머지 할부 금액에 대해 책임을 지는 구조 · 소비자는 신용카드가 없더라도 쇼피파이 앱 내에서 체크아웃을 할 때 제공되는 옵션을 간편하게 선택
아마존 (Amazon)	· 임점업체 대상 대출 프로그램인 아마존 렌딩(Amazon Lending)을 운영

□ 임베디드 금융은 비금융회사(Containers(brands)), 금융회사(Providers), 핀테크 기업(Enablers), 상품을 이용하는 고객(Users(Customer)) 모두에게 이점이 있음<sup>1)</sup>

- 대규모 고객과의 접점을 보유하고 있는 비금융회사와 금융기능을 제공할 수 있는 금융회사를 핀테크 기업이 개입하여 연결함으로써 비금융회사의 고객들의 편리성이 향상되고, 이에 수반해 확대된 비금융회사의 수익 일부를 금융회사와 핀테크 기업이 나눔으로써 임베디드 금융의 생태계가 형성됨
- 임베디드 금융 생태계가 형성되면 거래 과정에서의 불편함이 줄어, 고객이 상품구매를 완료할 가능성을 높여줌
  - 예를 들어, 구매자가 온라인 구매 중 상품 구매를 포기하는 경우가 있는데 이는 구매자가 결제 정보를 입력하지 않았거나, 결제과정에서의 번거로움 때문으로, 만약 결제 정보가 앱상에서 가능하거나 BNPL(지금 구매하고 나중에 지급하는 프로그램(Buy now pay later))과 같은 옵션을 선택할 수 있다면, 구매를 완료할 가능성이 높아짐
  - 기존과 다른 소비 행태의 변화(온라인, 비전통적인 플랫폼의 이용(소셜미디어 등))에 발맞춰 임베디드 금융은 오프라인 쇼핑에서 온라인 쇼핑으로의 이전을 용이하게 함

1) Ohnishi M., 2021. 5, New digital financial services offer the prospect of high customer retention - expectations for the growing trend of "Embedded Finance"-, Mitsui & Co. Global Strategic Studies Institute Monthly Report.

- 비금융회사는 기존 서비스를 금융서비스 제공에 활용할 수 있고, 풍부한 고객 데이터를 기반으로 금융서비스에 접목하여 고객에게 적합한 상품을 추천할 수 있다는 장점이 있음
- 전통적인 금융 서비스 이용(직접적인 지점 방문, 계좌 개설 등)에서 온라인 및 모바일 banking이 대 중화되고, 전통적인 금융회사가 아닌 핀테크 회사를 통한 금융서비스 제공이 증가함에 따라 핀 테크 회사들에게는 새로운 기회를 제공

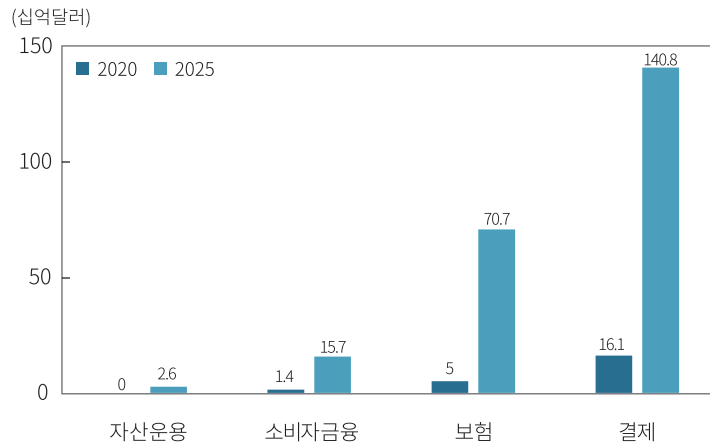
□ 임베디드 금융 시장은 온라인 중심의 소비자 구매패턴 변화와 함께 코로나로 인한 비대면 금융의 확 산으로 성장세를 보이고 있음<sup>2)</sup>

- 미국의 자산관리 회사인 라이트이어 캐피탈(Lightyear Capital)은 임베디드 금융 시장 규모가 미국에서만 2020년 225억 달러(약 25조 1775억원)에서 2025년에는 2298억 달러(약 257조 1462억원), 전 세계적으로는 2030년까지 약 7조2000억달러(약 8,254조 8000억원)에 이를 것 으로 전망<sup>3)</sup>
  - 임베디드 금융은 주로 결제 서비스에서 많이 활용되며, 고객과의 빈번한 접점을 활용한 결제 서비스가 다른 임베디드 금융 기능 제공의 진입점 역할을 할 것으로 예상됨
  - 특히, 상품과 서비스를 판매할 때 보조 서비스로서의 보험에 대한 잠재적 수요가 높을 것으로 예상됨
  - 소비자 금융은 결제 시점에 자금이 부족한 고객에게 단기 대출을 제공하고, 디지털 지갑에 결 제자금을 보관하는 것뿐만 아니라 유동성이 높은 MMF(Money Market Funds)와 같은 자산 관리 서비스도 제공
- <그림 1>에서 볼 수 있듯 당분간 임베디드 금융의 핵심은 송금, 에스크로, 디지털 지갑 등의 결제 서비스에 집중될 것으로 보임
- 미국의 경우 주요 금융기관들이 임베디드 금융과 관련하여 핀테크에 동참하고 있음
  - 미국의 신용카드사인 비자(VISA)가 API(Application Programming Interface) banking 서비스를 제공하는 미국 핀테크 기업 Plaid를 53억 달러에 인수
  - 스페인 은행그룹 BBVA는 신용카드, 결제, 예금 및 기타 기능을 위한 API 제품군을 제3자에게 제공하는 BBVA 오픈 플랫폼을 미국에 출시
  - 골드만삭스도 2020년 1월 서비스형 은행(Bank as a Service) 기능을 구축

2) Ohnishi(2021. 5)

3) Forbes, 2020. 8. 3, Uber's Departure From Financial Services: A Speed Bump On The Path To Embedded Finance, Forbes Embedded Finance.

〈그림 1〉 미국 임베디드 금융 성장 전망



자료: 2020 스타트업 코리아 정책제안 보고서, Lightyear Capital 보고서

□ 우리나라도 임베디드 금융 서비스가 확산되고 있으나, 임베디드 금융을 제공하는 핀테크 기업에 대한 인허가 규제가 임베디드 금융의 성장에 미치는 영향도 고려할 필요가 있음

- 임베디드 금융의 확산은 핀테크 기업의 성장을 의미하는 바, 핀테크 기업에 대한 인허가 규제는 임베디드 금융의 성장을 저해할 수 있다는 우려가 있음<sup>4)</sup>
- 국내의 핀테크 기업들은 전자금융업법, 카드사들은 여신전문금융업법의 적용을 받는데 이로 인해 비금융회사 및 스타트업 기업은 여신거래가 불가
  - 국내에서 여신 기능이 있는 카드업을 하기 위해선 여신전문금융업 인허가 지침에 의거하여 카드업 면허를 받아야 하며 금융위원회의 허가가 필요
  - 카드사들은 신용평가 및 여신관리 경험이 없는 기업들에게 여신 기능을 허용할 경우, 부실 여신의 증가 가능성이 있을 수 있는 반면, 카드사의 후발 결제 시장에서의 독점적 지위는 소비자의 편익 관점에서 과점의 폐해가 발생할 수 있다는 측면도 있음
- 공정거래위원회는 온라인플랫폼 분야에서의 불공정거래를 방지하고, 온라인플랫폼 거래 분야의 투명성·공정성 제고를 위해 ‘온라인 플랫폼 중개 거래의 공정화에 관한 법률(이하, 온라인플랫폼법)’<sup>5)</sup>을 입법 추진 중임
  - 온라인플랫폼법은 디지털 경제로의 전환, 코로나19로 인한 비대면 거래의 급증, 네트워크 효과로 인한 시장집중 가속화에 따라 온라인플랫폼 분야에서 불공정거래가 현실화되고 있어 공정거래와 상생협력의 기반을 마련을 목적으로 입법을 추진
  - 온라인플랫폼 거래 분야의 투명성과 공정성을 제고하고, 공정거래 및 상생협력 기반을 마련함으로써, 혁신과 성장이 지속될 수 있는 생태계가 구축될 것으로 기대
  - 반면, 해당 법률은 현재의 법률로도 적용이 가능한 내용에 대해 규제하고 있다는 비판과 함께, 해외 규제와 비교했을 때 지나친 규제라는 우려도 있음<sup>6)</sup>

4) 아산나눔재단, 2020, 2020 스타트업 코리아, 정책 제안 보고서.  
 5) 공정거래위원회, 2020. 9. 28, 온라인플랫폼 공정화법 제정안 입법예고, 보도자료.  
 6) 매일경제, 2020. 11. 5, 온라인플랫폼법, 세계 최고 수위 규제..스타트업 성장 막아, 보도자료.

- 다양한 비즈니스 모델을 가지고 있는 온라인 플랫폼 사업자들에게 일률적인 기준을 설정하는 등의 규제를 가함으로써 플랫폼 산업의 성장을 저해할 수 있으므로 제정을 신중하게 검토할 필요가 있다는 견해도 있음<sup>7)</sup>

〈표 2〉 국가별 온라인 플랫폼 규제 법규

	제정목적	규제당국	주요내용		제재규정 유무
			투명성의무	불공정거래행위	
유럽	(온라인플랫폼 모델 규칙) • 투명성, 공정성 및 효과적인 구제 가능성을 보장받도록 하기 위함	• 유럽위원회 디지털정책국	• 약관에 포함될 의무 기재사항 열거 • 서비스 변경 등 사전통지 • 내부 불만처리 시스템 제공	• 해당내용 없음 (대형플랫폼 불공정거래행위 직접 규제법안 마련 중)	• 규칙에 직접적 제재규정 없음 • 회원국은 규칙 위반 시 적용할 적절한 조치를 만들어야 함 • 플랫폼이용자 대표단체가 위반행위 중지청구 근거 규정 마련
일본	(플랫폼 공정화법) • 온라인플랫폼 중개서비스업자 및 이용사업자의 이익보호 • 거래의 투명성, 공정성 확보	• 경제산업성 • 총무성	• 정보공개	• 불공정거래행위 금지규정 있음	• 정보공개의무 불이행 시 경제산업성에서 필요조치 명령, 미이행 시 벌금 • 불공정행위 시 공정취인위원회에서 독점금지법에 따른 적절한 조치를 하도록 요구
중국	(전자상무법 등) • 전자상거래 관련 당사자들의 권리 보호 • 불공정거래규제	• 국가지장감독관리총국	• 공평, 공개, 공정의 원칙에 입각한 계약서를 통해 권리의무 명확화	• 불공정행위 금지(구체적 유형 열거는 없음)	• 불공정거래행위 시 시정명령, 과징금 부과 가능
미국	• 별도의 입법 없이 독점규제법 위반 여부 판단				
한국	(온라인플랫폼 공정화법) • 중개거래의 투명성 제고 • 공정한 거래질서 확립	• 공정거래 위원회	• 필수기재사항 포함된 계약서 교부 • 서비스 변경 등 사전통지	• 불공정거래행위 규제	• 시정명령 • 과징금 • 형벌

자료: 한국인터넷기업협회, 2020. 12. 22, 온라인 중개거래의 현재 그리고 온라인 플랫폼 공정화법, 토론회 자료

7) 한국인터넷기업협회, 2020. 12. 22, 온라인 중개거래의 현재 그리고 온라인 플랫폼 공정화법, 토론회 자료.

- 금융위는 ‘디지털금융 종합혁신방안’에서<sup>8)</sup> 금융회사의 대내외 디지털화, 디지털 신기술 기반의 Big tech 및 플랫폼 사업자의 금융 분야 진출 등 디지털 금융이 포스트 코로나의 주요 산업 분야로서 ICT(Information and Communication Technologies) 등 연관 산업의 자극제로 작용하여 선도형 디지털 경제에 기여할 것으로 보아 핀테크 업체들의 금융사업 진출 규제 완화를 위한 개선방안을 발표
  - 현재 전자금융거래법은 2006년 제정·2007년 시행 이후 전자사고 등으로 인한 금융보안 관련 세부 규정 이외에는 개정사항 없이 과거 규제체계 유지
  - 개선방안으로 핀테크·금융회사 등이 전자금융산업에 쉽게 진입할 수 있는 스몰라이선스 제도 도입
    - 핀테크 기업 등이 전자금융업에 진출할 수 있도록 자본금 기준을 인하하고, 영업규모에 따라 특례 적용
    - 이용자 자금을 보유하며 송금업무를 하는 자금이체업을 허가제로 운영, 그 외 업종은 이용자 보호 및 금융보안 등을 위해 부가조건 부과 가능한 조건부 등록제를 도입
  
- 임베디드 금융의 성장에 따라 금융권에 비금융회사 및 신규 핀테크 기업들이 등장함에 따라, 비금융회사가 금융산업에 어느 정도까지 관여 할 수 있을지, 기존 금융기관과 동일한 규제를 받아야 하는지, 금융시스템에 미치는 영향은 어떠한지 등도 규제체계 마련에서 고려되어야 함
  - 막대한 자본력과 인프라를 보유한 주요 금융기관이 임베디드 금융 시장에서 지배적인 지위를 차지하게 되면 임베디드 금융 생태계 내의 금융 비즈니스 수익 점유율에 영향을 미칠 수 있기 때문임
  - 반면, 지나친 진입규제와 영업행위 규제는 임베디드 금융 산업의 발전을 저해할 수 있으므로 균형 있는 제도의 정비와 다각도의 개선방안을 통해 변화에 대응할 수 있어야 할 것임

선임연구원 신경희

8) 금융위원회, 2020. 7. 27, 디지털금융 종합혁신방안 발표, 보도자료; 금융위원회, 2020. 7, 4차 산업혁명 시대의 디지털금융 종합혁신방안(전자금융거래법령 등 개정방향), 보도자료.

## LTAf 도입을 위한 영국 FCA 제안의 주요 내용

- 영국 FCA는 장기 비유동 자산에 대한 투자를 목표로 하는 장기자산펀드(LTAF) 도입 계획을 발표
  - LTAF 규칙에는 환매 요청 시 환매 개시까지 걸리는 시간이 비교적 긴 점(longer redemption periods), 높은 수준의 공시, 유동성 관리, 강한 지배구조 기능이 포함될 것이며, 이와 관련된 구체적인 내용들에 대해 업계 의견을 수렴 중에 있음
  - LTAF의 출시는 수익성 면에서 비교 우위를 보이는 장기 비유동 자산 투자에 개인투자자가 접근할 수 있는 방법을 제시한 것으로 DC형 퇴직연금 자금이 본 상품을 통해 장기 비유동 자산과 같은 대체투자자산에 투자될 경우 DC형 퇴직연금의 수익률 향상과 포트폴리오 다변화에 따른 위험분산으로 이어질 것으로 기대
- 2021년 5월, 영국 금융감독청(Financial Conduct Authority: FCA)은 장기 비유동 자산에 대한 투자를 목표로 하는 장기자산펀드(Long Term Asset Fund: LTAF)를 도입할 계획을 발표<sup>1)</sup>
- LTAF는 2019년 6월 영국 자산운용협회(Investment Association: IA)의 보고서<sup>2)</sup>를 통해 최초 제안됨
    - 본 보고서에서 이전까지 대부분 전문투자자에게만 제공되었던 대체자산군에 대한 접근 권한을 일반 투자자에게 제공하기 위한 수단으로 LTAF를 제안
  - 브렉시트, 코로나19의 위험에서 벗어나면서 영국 정부는 친환경 경제성장 및 각종 사회 인프라에 대한 투자를 증가시키는 방법을 모색 중에 있으며, 이 과정에서 DC형 연금의 보유자금을 이러한 장기자산에 대한 투자로 유도하는 것을 최종 목표로 설정
    - 초기 판매는 전문투자자와 숙련된 개인투자자로 제한되며, 최종적으로 DC형 퇴직연금과 개인투자자가 LTAF에 투자할 수 있도록 하는 것이 핵심 목표
- LTAF 도입에 따른 적정 수준의 투자자보호 확보 및 비유동 자산에 대한 투자와 관련된 위험을 해결하기 위해 FCA는 LTAF 규칙에 환매 요청 시 환매 개시까지 걸리는 시간이 비교적 긴 점(longer redemption periods), 높은 수준의 공시, 유동성 관리, 강한 지배구조 기능을 포함할 것을 제안하고 이와 관련된 구체적인 내용들에 대해 업계 의견을 수렴

1) FCA, 2021, A new authorised fund regime for investing in long term assets.

2) Investment Association, 2019, Final report to HM Treasury Asset Management Taskforce.

- 펀드 지배구조 및 보고(fund governance and reporting): LTAF 운용사(Authorized Fund Manager: AFM)는 LTAF의 투자가치평가, 실사, 유동성 관리, 이해상충방지를 반드시 평가하고, 이를 위해 senior managers 수준의 관리자를 임명하여 관리하며, 평가 내용을 LTAF의 연차보고서에 기재
- 투자자에 대한 공시(investor disclosures): 투자자들이 LTAF가 어떻게 운용될 것인지 이해할 수 있도록 LTAF의 중요한 특징들을 투자설명서에 공정하며, 오해의 소지가 없고, 평이한 언어로 작성
- 적격 투자자(eligible investors): DC형 퇴직연금을 포함, 전문 투자자(professional investors) 및 숙련된 개인투자자(sophisticated retail investors)<sup>3)</sup>만 투자 가능
  - DC형 퇴직연금을 통한 투자는 직장연금 연계 개인투자자로 제한하며, LTAF가 DC형 퇴직연금 약정의 일부를 구성하는 경우 LTAF는 DC형 퇴직연금이 보유할 수 있는 비유동자산 투자한도(전체 DC형 퇴직연금 순자산의 35%)에서 제외할 예정
  - FCA는 향후 다른 유형의 개인투자자(예: 조언을 받은 개인투자자(advised retail investors))에게까지 투자자격을 확대하는 것을 고려 중
- 적격 자산(eligible assets): 적격자산에 대한 특별한 제한 없이 다양한 장기 비유동자산에 투자 가능
  - 비유동자산의 예: 벤처캐피탈, 사모투자(private equity), 대출형 사모펀드(private debt), 부동산, 사회기반시설 등
  - FCA는 LTAF 자산 중 최소 절반 정도가 비상장 증권, 장기 자산 및 해당 자산에 투자된 기타 집합투자기구에 투자될 것으로 예상
- 위험관리: LTAF는 적격투자펀드(Qualified Investment Scheme: QIS)의 단순한 위험분산이 아니라 UCITS(Undertakings for the Collective Investment in Transferable Securities) 또는 NURS(Non UCITS Retail Schemes) 규칙에 따른 신중한 위험분산이 필요<sup>4)</sup>
- 가치평가: NURS 규칙에 따라 LTAF 가치를 산정하여 게시하며, 운용사가 자체적으로 평가를 수행할 수 있는 능력을 입증할 수 없는 경우 외부 평가자가 수행
- 환매: LTAF는 일일거래가 아니지만 운용사는 유동성 관리를 위한 도구(예: 투자자의 청약 또는 환매 제한 등)를 사용할 수 있으며, 유동성 관리에 대한 접근 방식을 유연하게 조정할 수 있음
- 실사: 운용사는 모범준칙에 따라 투자에 대한 실사를 수행하고, LTAF 투자설명서에 실사 방법을 공개
- 비용 공시(costs and disclosures): 운용사는 성과수수료 및 LTAF에 의해 직간접적으로 발생한 모든 비용을 포함한 수수료 구조를 공개

3) COBS 4.12.4R

4) 영국의 집합투자기구는 규제대상인 QIS, UCITS, NURS와 규제를 받지 않는 사모펀드로 구분됨. QIS는 공모펀드(UCITS, NURS)가 아닌 사모펀드(공모펀드와 사모펀드의 중간단계)로서 적격투자자로 인정되는 자만이 투자 가능하며(자산운용협회, 2008), 일반적으로 개인투자자를 대상으로 하는 공모펀드에 비해 완화된 규제가 적용됨

〈표〉 LTAF 주요 기능에 대한 FCA의 제안

LTAF 주요 기능	FCA 제안
규제	· 승인된 개방형 펀드로 영국 AIFMD 상의 대체투자펀드(AIF)이며 적격투자자제도(QIS)로 분류
지배구조 · 보고	· FCA는 운용사가 LTAF의 연간 가치평가를 수행하도록 관리 · 운용사는 투자평가, 실사, 이해상충 및 유동성 관리를 평가하고 공개적으로 보고 · 운용사는 가치평가보고서 또는 이와 유사한 보고서를 작성하여 추가요구사항을 어떻게 충족했는지 설명 · FCA는 LTAF가 포트폴리오에 대한 투자, 기간 동안의 거래 및 투자의 중요한 발전에 대해 투자자에게 분기별로 보고하도록 요구
구조	· LTAF는 본질적으로 규제 플랫폼이며, 공인계약제도(ACS), 공인단위신탁(AUT), 변동 자본(ICVC) 또는 유한 파트너십(LP) 등으로 구성 가능 · LTAF는 대체투자펀드매니저(full-scope AIFM)가 운용
투자자	· FCA는 현재 DC형 퇴직연금을 포함, 전문투자자와 숙련된 개인투자자로 LTAF 투자를 제한하며, 향후 더 넓은 소매접근이 안전하게 실현될 수 있는 방법 고려 · 투자는 LTAF 또는 (LTAF 구조에 따라) 하위 펀드를 통해 투자
운용사	· LTAF 운용사는 집합투자기구(Collective Investment Schemes: CIS)를 규제하는 COLL 규정 및 기타 관련 자료집의 규칙 준수 · LTAF가 복잡하고 위험한 자산에 투자할 수 있으므로 FCA는 LTAF 운용사가 이러한 위험을 관리할 적절한 자원, 시스템, 통제를 보유할 것을 권고 · 운용사는 LTAF가 노출될 수 있는 위험 유형을 고려하여 추가적인 내부통제 및 감독 규칙을 준수할 것 · 운용사는 펀드를 어떻게 관리했는지 평가(예: LTAF의 투자가치평가, 실사, 유동성 관리, 이해상충방지)하고 연차보고서에 평가내용을 자세히 기재
기초투자 (underlying investments)	· LTAF는 광범위한 투자 유연성을 가지며, 다양한 장기 비유동 자산에 투자할 수 있음 · LTAF 운용사는 모범준칙에 따라 실사를 수행하고 투자설명서에 실사 방법을 공개
투자 전략	· LTAF는 본질적으로 장기적이고 유동성이 없는 자산이나 그러한 자산에 투자하는 기타 CIS에 투자(FCA는 LTAF 기초투자가치의 50% 이상이 비상장증권 및 기타 장기 자산 또는 그러한 자산에 투자하는 기타 집합투자기구로 이루어질 것으로 예상)
차입	· 펀드 순자산의 30%까지 가능
평가	· LTAF의 자산은 매월 평가되어야 하며, NURS의 규칙에 따라 LTAF 가격을 산정하여 게시 · 운용사는 자산가치평가에 대한 내부 역량과 경험을 입증할 수 없는 경우 외부 평가자를 지정
수탁자	· 수탁자는 LTAF가 평가 규칙에 따라 관리되도록 감독 · 수탁자는 지속적으로 운용사의 능력을 평가
유동성	· 운용사는 투자전략에 적합한 유동성 문제 해결 방법을 선택할 수 있으며, 해당 사항을 명확히 설명해야 함(예: 부동산펀드의 경우 90~180일의 환매요청 사전통지기간을 가질 수 있음)

- LTAF가 DC형 퇴직연금의 투자자산으로 안착하기 위해서는 고비용의 대체투자 수수료 문제 해결이 필요하다는 지적
  - 영국은 2015년부터 적격 퇴직연금(qualifying schemes)의 디폴트펀드(default management) 연간 수수료 상한을 적립금 대비 0.75%로 제한하는 수수료 상한(charge cap)을 시행 중<sup>5)</sup>
  - 수수료 상한을 만족하면서 높은 비용이 발생하는 대체투자에 DC형 자금을 할당하는 것은 현실적으로 어려우며, 운용사가 대체투자 수수료를 낮추지 않는 한 대체투자 자산을 DC형 퇴직연금 투자자산에 포함시키기는 어려울 것
    - Broadridge Financial Solutions Ltd.는 부동산을 제외한 사적시장 또는 비유동 투자에 할당된 영국 DC형 자산의 비율이 현재 1% 미만이라고 추정<sup>6)</sup>
  
- FCA는 업계 대표를 포함하는 Productive Finance Working Group의 의견을 수렴하고 협의한 후 2021년 내에 LTAF 시장 출시를 목표로 함
  - 산업 전반에서 개인투자자의 접근을 높이기 위해 다양한 상품과 거래 구조를 선보이는 가운데, LTAF의 출시는 수익성 측면에서 비교 우위를 보이는 장기자산 투자에 개인투자자가 접근할 수 있는 방법을 제시한 것
    - DC형 퇴직연금 자금이 본 상품을 통해 장기 비유동 자산과 같은 대체투자자산에 투자될 경우 DC형 퇴직연금의 수익률 향상과 포트폴리오 다변화에 따른 위험분산으로 이어질 것으로 기대
  - 단, 운용사들의 LTAF 운용 역량 확보(평가, 공시 등)와 이에 따르는 비용 문제가 연내 출시 목표 달성의 관건

선임연구원 공경신

5) DC형에서 디폴트상품의 선택이 90%임에 따라 수수료 상한선은 전체 수수료 결정에 큰 영향을 미침(강성호·류건식, 2019, 2019년 연금 세제 개편의 내용 및 평가)

6) Pension & Investments, 2021. 5. 17, U.K. effort to bring illiquids to DC faces hurdles.