

## OPINION

연구위원  
김갑래

## 상장법인 가상자산 발행규제의 필요성\*

최근 국내 한 상장법인의 가상자산 발행을 통한 자금조달 논란은 국내 자본시장과 가상자산시장의 규제체계 공백을 메우고 발전방향을 모색하는데 있어 중요한 화두를 던지고 있다. 세계 최초로 상장법인이 가상자산을 발행하여 자금을 조달하였다고 홍보한 행위는 혁신적 행위라기 보다는 오히려 국제적으로 금지된 행위일 가능성이 크다.

가상자산거래에 있어서의 공시의무 등 규제공백을 해소하기 위해 가상자산업법의 조속한 통과가 필요하다. 아울러 가상자산의 증권성 평가 및 증권토큰의 유통성에 관한 자본시장 규제체계의 정비도 필요하다. 한국거래소도 상장법인이 자회사를 이용하지 않고 직접적으로 가상자산을 발행하여 자금을 조달함으로써 경영투명성을 악화시키는 위험성에 대한 대응방안을 검토할 필요가 있다. 무엇보다 상장법인은 가상자산 발행행위를 둘러싼 규제리스크를 주주 및 가상자산 보유자에게 전가시켜서는 안 될 것이다. 따라서 규제리스크를 최소화하기 위해, 법적으로 위법성 여부가 모호한 가상자산거래행위에 대해서는 규제당국에 유권해석을 질의하여 문제가 없다는 고지(fair notice)를 받은 후에 거래행위를 하여야 할 것이다.

### 서언

최근 국내 한 상장법인이 가상자산을 공시 없이 발행(보유물량 판매)하여 자금을 조달하고, 가상자산 판매로 인한 자금유입을 바탕으로 배당을 확대하는 행태를 보임에 따라 시장의 우려를 자아내고 있다. 이러한 상장법인의 가상자산 발행을 통한 자금조달 행위에 대해, 자본시장과 가상자산시장의 참여자들이 제기하는 문제점은 다음과 같이 정리해 볼 수 있다. 첫째 상장법인이 공시 등의 규제 없이 가상자산을 발행하여 자금을 조달한 점, 둘째 주력사업 실적이 시장기대치를 하회하였음에도 불구하고<sup>1)</sup> 가상자산 매출이 늘었다는 이유로 전년도 대비 배당금 총액을 2배 이상으로 늘리는 이사회 결의를 한 점<sup>2)</sup>, 셋째 해당 가상자산의 보유자를 위한 환원정책의 일환으로 단행한 가상자산 소각의 본질이 유통량을 줄이는 것이 아닌 예정 발행량을 줄이는 것에 불과하다는 점이다.

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

1) 김하정, 2022. 2. 10, 위메이드 4Q21 Review: 게임사로서의 매력은 부족, KTB투자증권 Spot Issue; 이종원, 2022. 2. 15, 위메이드: 게임본업에 근거한 확실한 성장여력 보여줄 때, 상상인증권.

2) 해당 배당에 관한 이사회 결정은 확정적인 것이 아니며 주주총회의 승인을 앞두고 있다.

이러한 논란은 해당 상장법인이 국내 가상자산시장규제와 자본시장규제에 있어서의 입법적 불비를 교묘히 이용한 점에서 비롯되었다. 세계 최초로 상장법인이 가상자산을 발행하여 자금을 조달하였다고 홍보한 행위는 혁신적 행위라기보다는 오히려 국제적으로 금지된 행위일 가능성이 크다. 해당 상장법인은 최초가상자산발행(ICO)에 있어서는 싱가포르를 규제피난처로 이용하였고, 해당 가상자산의 유통 및 자금조달에 있어서는 우리나라를 규제피난처로 활용한 셈이다.

상장법인의 가상자산 발행을 통한 자금조달을 둘러싼 논란은 국내 자본시장과 가상자산시장의 규제체계 공백을 메우고 발전방향을 모색하는데 있어 중요한 화두를 던지고 있다. 본고는 상장법인의 가상자산 발행을 통한 자금조달 행위를 자본시장규제적 측면과 가상자산시장규제적 측면에서 각각적으로 분석하고 문제점을 진단한다. 또한 상장법인 가상자산 발행규제의 입법적 불비를 해결하기 위한 여러 방안을 논해 보고자 한다.

### 자본시장규제적 측면

논란이 된 상장법인은 해당 가상자산을 싱가포르 소재의 자회사를 통해 최초 발행하였다. 국내에서는 ICO가 사실상 금지되어 있었기 때문에, 해외 소재 법인을 통한 가상자산의 해외 발행을 택한 것으로 사료된다. 그런데 싱가포르의 규제체계상 상장법인이 불특정다수인을 대상으로 공모를 통해 가상자산을 발행하여 자금을 조달하기는 매우 어렵다. 먼저 싱가포르 규제당국인 MAS(Monetary Authority of Singapore)는 가상자산거래가 일반투자자에게는 적합하지 않은 것으로 인식하고 있기 때문이다.<sup>3)</sup> 논란이 된 상장법인이 발행한 가상자산은 ‘글로벌 메타버스 기축 통화’를 지향하며 활발히 시장에서 유통되고 가격변동성이 크다는 점에서, 싱가포르에서 유통되었다면 MAS의 강한 규제를 받았을 것이다. 또한 싱가포르에서 가상자산을 발행함에 있어, 해당 가상자산이 금융투자상품이 아니라는 점, 즉 증권성 여부에 대한 엄격한 전문가 자문을 받아야 한다. 싱가포르도 미국과 같이 사용가치보다 투자가치가 높을수록 해당 가상자산의 증권성을 더욱 높게 인정한다. 해당 가상자산 네트워크에서 게임머니로 사용되는 유틸리티 토큰은 사용가치가 높은 반면, 게임머니와 교환되고 현금으로 환전할 수 있는 기축통화 역할을 하는 해당 가상자산은 교환가치와 투자가치가 높다. 가상자산 발행인이 네트워크를 관리하고 네트워크 관리자의 노력으로 인한 가상자산의 가치상승을 거래자들이 기대한다는 점에서, 해당 가상자산은 증권성을 어느 정도 내포하고 있다. 해당 가상자산 발행이 싱가포르에서 허용된 이유는 해당 자산을 일반투자자에게 공모하지 않고 사모발행을 하였기 때문인 것으로 보인다. 미국의 상장법인 역시 엄격한 증권성 심사(Howey test)를 거쳐야 하기 때문에, 증권신고서 제출 없이 가상자산을 일반투자자에게 발행하여 자금을 조달하기란 매우 어렵다.

3) “MAS stresses that DPT(Digital Payment Token) service providers should conduct themselves with the understanding that trading of DPTs is not suitable for the general public.”(MAS, 2022, *Guidelines on Provision of Digital Payment Token Services to the Public*, p.1).

싱가포르에서 상장법인이 직접 가상자산을 발행하여 자금을 조달하는 것은 거래소 상장규제 측면에서 쉽지 않다. SGX(Singapore Exchange)의 자율규제기구인 SGX RegCo는 상장법인이 가상자산 발행행위를 하기에 앞서 가상자산의 회계처리, 가상자산의 증권성, 자금사용목적 등의 사항을 명확히 정하고 이에 관해 자신에게 문의할 것을 요구한다. 또한 상장법인은 증권성이 있는 가상자산의 발행을 직접 수행하지 말고, 자회사를 통해 발행하도록 하고 있다.<sup>4)</sup> 이러한 자회사 발행은 상장법인이 직접 가상자산을 발행하여 자금을 조달하는 경우 모집된 자금이 회사의 일반 자산과 분리되어 백서(white paper)의 자금조달 목적에만 쓰이기 어렵다는 점에 대한 대응방안의 성격을 갖는다. 유상증자를 하는 경우, 조달된 자금의 사용목적 기재는 투자판단에 영향을 주는 중요 투자정보이며, 해당 자금을 사용목적과 달리 사용한 경우 자본시장법상의 엄중한 처벌을 받는다.<sup>5)</sup> 반면 상장법인이 가상자산을 발행하여 자금을 조달하는 경우, 해당 자금이 백서의 내용대로 관련 가상자산 플랫폼 생태계의 조성을 위해서만 사용될지에 대해서는 실효성 있는 감시·감독이 어렵다. 이러한 우려는 국내에서 생태계의 조성·활성화를 위한 가상자산 조달자금 사용의 범위에 대한 논란<sup>6)</sup> 또는 실적 악화의 우려 속에서 가상자산 유통화 매출을 바탕으로 배당을 확대하는 것에 대한 논란<sup>7)</sup>으로 현실화되었다. 가상자산 발행인이 상장법인인 경우, 회사에 자금을 조달해 준 주주와 해당 법인의 특정 프로젝트를 위해 자금을 조달해 준 가상자산 보유자간에 이해상충의 문제가 크게 발생한다.<sup>8)</sup> 이 경우 가상자산 보유자를 단순한 이해관계인(stakeholder)으로만 보아야 할지에 대해서는 법적 논란의 여지가 크다. 이러한 논란을 차단하기 위해서는 상장법인이 직접 가상자산 발행을 통해 자금조달을 하는 행위를 금지하고, 이러한 자금조달은 자회사인 특수목적회사(SPC)를 통해서만 허용하는 방안을 논의할 필요가 있다. 만약 상장법인의 직접적인 가상자산 자금조달 행위를 허용하는 경우, 거래소 상장규정 등을 통해 강한 공시규제 및 행위규제를 하여야 할 것이다.

4) SGX, 2018. 11. 15, Regulator’s Column: What SGX Expects of Listed Companies Conducting an Initial Coin Offering.

5) 대법원은 “유상증자 관련 증권신고서 등을 작성하면서 실제와 다른 자금 사용 계획을 기재하여 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 위반죄가 인정된 사안에서, 증권신고서 등의 거짓 기재로 피고인들이 얻은 이익에는 甲 회사가 유상증자로 납입받은 대금도 포함” 된다고 판시하였다(대법원 2011. 12. 22, 선고, 2011도12041, 판결).

6) “상장사가 M&A(인수·합병) 자금을 마련키 위해 암호화폐를 매각하는 건 국내 금융투자업계 처음 있는 일이다. 그러다 보니 논란도 커졌다.” (윤지혜, 2022. 1. 24, 위믹스 매도논란 위메이드, '코인 소각' 등 투자자 보상안 검토, 머니투데이)  
“회사 측은 백서에 언급된 대로 위믹스를 팔아 마련한 돈으로 온보딩 게임을 늘린 셈이니 이것이야말로 생태계 활성화를 위한 것이 아니냐고 반박” 하였다. 그러나 “흔히들 코인에서 생태계 활성화라 함은 토큰 에어드랍이나 소각을 통한 가치상승을 의미” 한다. (고란, 2022. 1. 16, ‘생태계 발전 위해서’ 위메이드… 위믹스 매도는 정당했다, 이코노미스트)

7) “위믹스에 투자한 A씨는 사실상 코인을 매도해 매출을 올린 것 아니냐면서 투자에 대해 상당한 고민이 든다고 전했다. 또 다른 투자자 B씨 역시 위믹스를 빼면 실적이 예상보다 낮다면서 투자자 입장에서 걱정스럽다고 말했다.” (양진원, 2022. 2. 11, 위메이드, 아쉬운 4분기 매출… ‘위믹스 소각’ 투자자 마음 얻을까, 머니S)  
위메이드의 위믹스 매각분을 ‘매출’로 잡을 수 있는지 여부 및 현금화한 자금이 ‘수익’인지의 여부에 대한 논란에 대해서는, (심우일, 2022. 3. 1, ‘위믹스 팔아서 번 2255억, 수익이나 부채냐’, 서울경제)

8) 가상자산 유통화 매출로 인해 회사 실적이 늘었다고 배당을 통해 관련자금을 주주에게 환원하는 경우, 주주와 가상자산 보유자간의 이해상충이 극명하게 나타난다. 특히 논란이 되는 상장법인의 경우와 같이 최대주주 및 특수관계인의 지분이 클수록(약 45%) 가상자산 발행회사의 지배주주와 가상자산 보유자간의 이해상충이 커진다.

상장법인이 공시를 함에 있어 가상자산에 관한 용어를 자본시장법상의 용어와 달리 사용함으로써 투자자의 오인을 유발할 수 있는 점도 지적되어야 한다. 대표적인 사례가 가상자산 보유자를 위한 환원책의 일환으로 이루어지는 가상자산 소각(burning)이다. 발행인이 보유한 가상자산의 소각에 대해, 해당 상장법인의 대표는 “주식시장에서 배당과 똑같은 경제적 효과를 갖는 게 소각”<sup>9)</sup>이라고 공언하고 있다. 그러나 가상자산 발행인이 보유한 미발행<sup>10)</sup> 토큰을 소각하는 것은 기존에 유통되는 토큰을 매입한 후 소각하는 것에 비해 투자자 환원책으로서의 효과가 매우 낮다. 가상자산 발행인의 미발행 보유물량 소각은 자본시장에서의 자사주 매입이나 배당에 비유하기보다는 주식회사가 발행할 주식총수, 즉 수권주식총수를 줄이는 것에 비유하는 것이 보다 적절하다. 따라서 ‘미발행된’ 발행인 보유 가상자산의 무효화를 공시하는 경우, ‘발행예정 가상자산총수의 감소’, ‘미판매분 무효화’ 등으로 자사주 등의 ‘소각’과는 다른 정확한 표현을 사용하여야 할 것이다. 굳이 소각이라는 표현을 사용한다면 ‘기발행된’ 자사주의 소각과 다르다는 설명을 추가하는 것이 필요하다. 이처럼 공시에 있어 투자자들의 오인을 불러일으킬 수 있는 가상자산 관련 용어를 정비할 필요성이 크다.

### 가상자산시장규제적 측면

상장법인이 발행한 가상자산이 증권토큰(security token)인 경우 자본시장법이 적용되어 공시규제와 불공정거래규제를 받지만, 증권토큰이 아닌 경우에는 관련 규제의 공백상태가 발생한다. 이러한 규제 공백으로 인해 가상자산 거래자들이 피해를 볼 수 있는데, 이러한 우려는 위에서 언급한 상장법인이 보유한 미발행 가상자산을 공시 없이 매도함에 따라 현실화되었다. 해당 상장법인은 작년 2,255억 원 규모의 가상자산을 시장에 공시하지 않고 깜깜이로 발행<sup>11)</sup>하였다. 이후에도 미공시 매도행위는 지속되었고 언론에서 여러 차례 지적이 되고나서야 해당 상장법인은 공시를 약속하였다. 처음 미공시 매도에 관한 문제가 제기되었을 때, 해당 상장법인은 영문으로 된 백서에 “생태계의 장기적 성장”(long-term growth of the ecosystem)을 위해 보유한 가상자산을 사용할 수 있으며<sup>12)</sup>, 보유 가상자산 매도에 관해 공시할 의무는 없다고 항변하였다.

해당 상장법인의 보유물량 미공시 매도행위는 가상자산규제에 있어 공시규제의 공백을 악용한 것이다. 이러한 행태는 공시위반으로서 불법은 아닐지라도 상장법인의 윤리경영 원칙에는 명백히 반하는 것이다. 해당 상장법인이 작년 공시 없이 은밀히 보유물량을 매각하고 있을 때, 이미 여러 가상자산업

9) 양진원, 2022. 1. 25, 위메이드, 위믹스 소각 등 보상방안 만지작... “거래내역도 공개”, 머니S.

10) 미발행이란 투자자에 대한 판매행위(공모 또는 사모의 방식)가 이루어지지 않은 것을 의미한다.

11) 가상자산업계에서는 실무적으로 지분증명(POS) 방식 가상자산의 발행인이 총 발행예정물량 중 외부에 판매하지 않고 내부적으로 관리하는 것을 “발행한 가상자산을 보유”한다고 표현한다. 그러나 이 경우 ‘발행’이라는 용어는 해당 가상자산 “취득의 청약권유”(자본시장법 제9조) 등 투자자에 대한 판매행위를 포함하지 않기 때문에 투자자산시장에서의 발행으로 볼 수 없다. 따라서 발행인이 총 발행예정물량 중 보유하고 있는 가상자산을 발행하는 시기는 거래자에 대한 청약권유 등 판매행위를 하는 때이다.

12) Wemade Tree, WEMIX Whitepaper, p.32.

법안들이 국회에 발의되고 있었고 해외에서도 유사한 규제법안이 논의되고 있었다.<sup>13)</sup> 가상자산업법안은 가상자산의 발행시 국문 백서발간의무, 가상자산 유통시 중요사항 공시의무에 관해 규정하고 있다. 따라서 해당 법안이 통과된다면, 발행인의 미공시 발행행위(미발행 보유물량 판매 포함)는 불법화된다. 또한 관련 임직원의 미공개중요정보 이용행위 여부도 쟁점화되었을 것이다. 이처럼 발행인의 미공시 매도행위가 국내외에서 불법화될 정도로 불건전하다는 사실을 인지하면서도 해당 행위를 자행한 점은 해당 상장법인이 스스로 채택한 윤리강령에 반하는 불건전한 기업활동으로 사료된다. 이러한 미공시 매도 사태는 가상자산업법이 제정되지 않음으로써 발생하는 일종의 아노미(Anomie)현상이라는 점에서 가상자산업법의 조속한 입법이 필요하다.

가상자산시장규제의 입법적 불비로 인해 발생하는 문제는 공시 이외에 이해상충 측면에서도 나타난다. 해당 상장법인은 미공시 매도가 이루어진 거래플랫폼을 운영하는 가상자산거래업자(속칭 ‘거래소’)의 최대주주인 회사의 전환사채(CB)를 재무적 투자 목적이 아닌 전략적 투자 목적으로 대량 보유하고 있으며, 해당 상장법인의 대표이사는 해당 가상자산거래업자의 사내이사임과 동시에 해당 거래업자의 최대주주인 회사의 사내이사로도 재직 중이다. 따라서 논란이 되는 미공시 매도가 가상자산거래업자의 특수관계인(해당 상장법인)이 발행한 가상자산을 동일 거래업자의 거래플랫폼에서 유통시킨 것이 아니냐는 논란이 있을 수 있다(특금법시행령 제10조의20 위반 여부). 이에 대해 해당 상장법인은 관련 매매행위가 “규제 당국의 판단에 따라 거래 제한 대상에 해당될 가능성이 존재”한다고 공시하였다.<sup>14)</sup> 결국 이러한 법적 불확실성을 완전히 해소하지 않고 해당 상장법인이 적극적으로 가상자산을 발행하여 자금을 조달하는 행위를 함에 따라, 규제리스크가 고스란히 관련 가상자산의 보유자에게 전가될 수 있다.<sup>15)</sup> 이와 같은 논란은 금융투자상품을 거래하는 한국거래소에서는 원천적으로 발생하기 어려운 문제이다. 자본시장법에 따라 한국거래소 주주는 원칙적으로 “거래소의 의결권 있는 발행주식총수의 100분의 5를 초과하여 거래소가 발행한 주식을 소유”하는 것이 금지되기 때문이다(동법 제406조). 이러한 점에 비추어, 가상자산업법안의 입법 과정에서 가상자산거래업자 주주의 주식소유 제한에 관한 논의가 필요하다고 할 수 있다.

13) 가상자산업법 제1호 법안(이용우안)은 2021년 5월 7일 제안되었으며, 그 이전에도 동 법안 관련 공청회 등이 활발하게 이루어지고 있었다.

14) 위메이드, 2021. 12. 15, 투자설명서, p.13.

15) 머지포인트 사태 역시 해당 서비스가 법적 불확실성(해당 서비스가 전자금융거래법에 따른 선불전자지급수단에 해당하는지 여부)을 크게 안고 있는 상황에서 회사가 공격적으로 사업을 확장하던 중 갑자기 사업이 중단됨에 따라 해당 서비스 이용자가 규제리스크를 크게 부담하게 된 대표적인 예이다.

## 결어

살펴본 바와 같이, 국내 상장법인이 가상자산 발행을 통해 자금을 조달하는 행위는 가상자산업법 제정과 자본시장법 정비에 있어 중요한 시사점을 내포하고 있다. 무엇보다 가상자산거래에 있어서의 공시의무 등 규제공백을 해소하기 위해 가상자산업법의 조속한 통과가 필요하다. 아울러 가상자산의 증권성 평가 및 증권토큰의 유통성에 관한 자본시장 규제체계의 정비도 필요하다. 최근 금융정책당국이 가상자산의 증권성 평가를 실시하고 관련 규제체계를 손질하려는 노력은 긍정적으로 평가된다. 금융감독당국 역시 금융정책당국과 제도정비 노력을 함께 하며, 기업공시에 있어 투자자의 오인을 유발할 수 있는 가상자산 관련 용어를 정비해 나아갈 것을 기대한다.

한국거래소도 상장법인이 자금조달 목적으로 가상자산을 발행하는 경우 증권성 심사 등에 관한 절차적 요건을 부과할 필요가 있다. 아울러 상장법인이 자회사를 이용하지 않고 직접적으로 가상자산을 발행하여 자금을 조달함으로써 경영투명성을 악화시키는 위험성에 대한 대응방안을 검토할 필요가 있다. 무엇보다 상장법인은 가상자산 발행행위를 둘러싼 규제리스크를 주주 및 가상자산 보유자에게 전가시켜서는 안 될 것이다. 해당 사업에 수반되는 규제리스크를 최소화하기 위해, 법적으로 위법성 여부가 모호한 가상자산거래행위에 대해서는 규제당국에 유권해석을 질의하여 문제가 없다는 고지(fair notice)를 받은 후에 거래행위를 하여야 할 것이다.

## OPINION

선임연구위원  
이승호

## 거시경제환경 변화에 따른 외국환거래법의 개편 필요성과 방향\*

우리나라의 외국환거래법은 지난 20여년간 국제수지 안정과 대외건전성 유지에 기여한 바가 적지 않으나 급변하는 대내외 거시경제환경 변화로 전면적인 개정 필요성도 커지고 있다. 이미 우리나라가 외환부족국가에서 자본수출국으로 전환하였고 대외거래에서 차지하는 국제자본거래 및 비은행금융기관의 중요성이 증가한 데다 고령화 사회 진입에 따른 새로운 성장동력의 확보가 무엇보다 중요한 과제로 인식되고 있기 때문이다. 이러한 점을 반영하여 새로운 외국환거래법은 외환거래의 편의성과 자율성 증대, 비은행금융기관의 외환 및 대외부문 역량 제고, 대내외 투자효율화를 통한 새로운 성장동력 창출, 그리고 대외건전성의 유지를 위한 법체계 정비 등을 중심으로 개편하는 것이 바람직한 방향으로 생각된다.

현재 우리나라에서 모든 대외거래 및 외환거래를 총괄하는 「외국환거래법」(Foreign Exchange Transaction Act)은 외환위기 직후 제정되어 현재까지 시행중이다. 그간 법의 큰 체계와 근간은 그대로 유지한 채 부분적인 수정과 보완을 거듭하였던 정부(기획재정부)는 지난해 대내외 거시경제환경의 변화를 감안하여 외국환거래법의 전면적인 개편작업에 착수한 바 있다. 본고에서는 현재 우리나라 외국환거래법의 변천과정과 특징, 대내외 거시경제환경 변화에 따른 법 개정 필요성을 살펴본 후 바람직한 개편방향과 주요 과제에 대해 기술하였다.

### 1. 외국환거래법 변천과정 및 특징

우리나라에서 외국환거래와 관련한 법은 일본의 외환법 체계를 상당부분 참고하여 1961년 12월 제정된 「외국환관리법」(Foreign Exchange Control Law)에서 비롯되었다고 할 수 있다. 당시 우리나라는 경제개발 초기 단계로 국가적으로 외환이 절대적으로 부족한 시기였으므로 외국환관리법을 통해 외환에 대한 수입과 사용을 엄격히 관리하였다.

외환위기 직후인 1999년 4월부터는 외국환관리법이 현재의 외국환거래법으로 변경되었다. 외환거래에 대한 사후보고와 건전성감독 위주의 사후관리를 원칙으로 채택하여 종전의 관리 위주에서 거

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

래의 자율성 제고를 도모하였다. 이후에도 우리나라는 개인의 외환거래 자유화, 자본거래에 대한 허가제 폐지와 네거티브 규제 도입 등 부분적인 자유화 조치들을 도입하였다. 또한 2009년을 목표로 새로운 외환법의 시행을 계획하기도 하였으나 2008년 발생한 글로벌 금융위기의 여파로 중단된 이후 현재까지 부분적인 수정에 그쳐왔다.

외국환거래법 제1조에 나타난 법의 목적은 “외국환거래와 그 밖의 대외거래의 자유를 보장하고 시장기능을 활성화하여 대외거래의 원활화 및 국제수지의 균형과 통화가치의 안정을 도모함으로써 국민경제의 건전한 발전에 이바지함을 목적으로 한다”고 명시되어 있다. 즉, 자율적 거래의 보장과 시장기능의 활성화라는 측면과 대외균형 달성과 거시경제의 안정이라는 두 가지 측면이 모두 법에 담겨 있다. 그러나 실제 외국환거래법을 운영함에 있어서는 전자보다는 후자에 보다 큰 방점을 두어 왔다고 생각된다. 이는 과거 외환부족 시대의 유산이라 할 수 있는 “외자의 유출억제-유입촉진”의 철학과 1997년과 2008년 두 차례의 외환 및 금융위기를 거치면서 외환부문의 안정이 국가경제 전체에 무엇보다 중요하다는 인식이 법의 체계와 운영 전반에 깔려있는 것으로 이해할 수 있다.

이러한 결과로 현재의 외국환거래법은 급변하는 대내외 거시경제환경 변화를 적절히 담아내지 못하고 있는 것으로 판단된다. 그 예로 우리나라의 대외거래 중에서 경상거래를 제외한 대부분의 자본거래는 허가제 폐지 이후에도 여전히 사전신고제(또는 신고수리)의 형태를 유지하고 있다. 현재 자본거래 신고제는 거래규모나 상대방, 또는 외화유출 여부에 따라 신고대상과 기관 등이 상이하여 우리 경제주체들에게 많은 불편을 주고 행정비용을 초래함으로써 모니터링 목적의 사후보고와 달리 거래편의와 자율성을 침해하는 요인이 되고 있다.

또한 우리나라는 ‘외국환업무취급기관제도’를 운영하면서 주로 은행(외국환은행)이 외국환업무의 중심적인 역할을 담당하고 있다. 즉, 외국환업무는 기본적으로 은행의 고유업무로 인식되고 해외로의 외화송금도 소액송금을 제외하고는 은행을 통해서만 이루어지도록 하여 은행이 자본유출의 칸막이 역할을 하도록 하는 이른바 ‘외국환은행중심주의’가 뿌리 깊게 자리 잡고 있다. 이러한 ‘외국환은행중심주의’는 자본시장을 통한 다양한 금융상품의 출현과 대내외증권투자 등 국제자본이동의 확대에 비은행금융기관의 중요성이 커지는 시대변화에 역행하는 결과를 초래하고 있을 뿐만 아니라 대외건전성의 유지에도 부정적인 영향을 미치고 있다.

그밖에도 우리나라가 경험한 두 차례 위기는 환율변동성의 완화와 외환부문의 안정이라는 목표달성에 정책역량을 집중함으로써 외환시스템의 선진화를 위한 규제 완화와 원화 국제화 등에서도 보수적으로 대응하게 하는 결과를 낳았다. 우리나라가 주식시장 등 자본시장의 꾸준한 성장에도 불구하고 24시간 외환시장의 부재 및 각종 외환규제 등으로 인하여 아직까지 외국으로부터 완전한 선진국 대우를 받지 못하고 있는 점은 부인하기 어렵다.

## 2. 대내외 거시경제환경 변화와 개편 필요성

아래에서는 외국환거래법의 개편 필요성을 증가시키고 있는 그간의 대내외 거시경제환경의 변화에 대해 간략히 살펴보았다.

### 가. 외환부족 국가에서 이미 자본수출국으로 이행

전술한 바와 같이 외국환거래법에는 외자유출 억제-유입촉진의 흔적이 자본거래에 대한 사전신고제나 외국환은행중심주의의 형태로 여전히 남아있어 최근 우리나라의 양호한 거시경제 상황과 대외건전성의 구조적인 개선을 반영하지 못하고 있다. 대규모 경상수지 흑자가 20여년간 지속된 결과 경제의 외채의존도가 크게 줄어들고 거시건전성 조치들에 힘입어 외자의 급격한 유출입 위험도 완화되었다. 막대한 경상수지 흑자의 결과 해외금융저축이 늘어나면서 순대외채권국의 지위에 올라 더 이상 외환부족국가가 아닌 자본수출국이 된 지 이미 오래다. 외환당국이 보유하고 있는 외환보유액은 충분한 수준에 이르렀고 양호한 국가신용등급의 유지로 위기대응력 면에서 이미 선진국 수준에 도달한 것으로 생각된다. 따라서 외환수급의 안정을 유도하여 대외균형을 달성하려는 과거의 외국환거래법 체계와 운영에는 분명 변화가 요구된다고 하겠다.

### 나. 국제자본이동 및 비은행금융기관의 중요성 증가

우리나라의 대외거래는 수출입 등 경상거래 중심에서 벗어나 자본거래의 중요성이 크게 높아졌다. 이는 비단 우리나라만의 현상이 아니라 1990년대 이후 글로벌 개방화, 자유화가 진전된 결과이다. 우리나라가 자본시장을 개방한 1992년 이래 외국인의 국내 주식 및 채권투자자금의 유입이 크게 늘어나 지난해 말 약 1조달러에 달하였으며 최근에는 경상수지 흑자 누적으로 풍부해진 보유외환이 해외저축의 형태로 나타나면서 국민연금 등 기관투자자는 물론 개인들까지 해외증권투자에 가세하고 있다. 한 나라의 대외거래가 수출입기업의 대외무역 등 경상거래 위주로 이루어지고 은행들이 기업들과의 외환거래를 뒷받침하는 전통적인 방식에서는 은행 중심의 외환수급 관리를 통해 국제수지 균형과 대외안정을 유지하기가 비교적 용이하였다.

그러나 최근과 같이 국제자본거래가 형태와 규모면에서 확대되고 자본시장에서 다양한 금융상품의 출현 등으로 자본유출입의 변동성이 커진 상황에서 과거와 같이 외국환은행을 중심으로 한 법체계를 유지하는 것은 효과적이지 못하다. 국제자본이동의 증가는 급격한 자본유출입을 초래하며 전체 금융안정성을 위협하는 요인이 되고 있다. 그 예로 우리나라가 2년전 경험한 국내 증권회사의 외화유동성 위기는 ELS상품의 판매증가에 따른 외환익스포저 확대와 글로벌 주가급락에 따른 마진콜 발생이 직접적인 원인이겠으나 한편으로는 은행 중심의 외환업무 관행으로 비은행금융기관의 외환업무 역량 제고와 환리스크 관리가 미흡했던 데에서 보다 근본적인 원인을 찾는 것이 타당할 것으로 판단된다.

#### 다. 고령화-저금리 하에서의 잠재성장률 하락

최근 우리 경제가 직면하고 있는 구조적 문제로 인구의 고령화, 저금리 기조의 정착, 잠재성장률 하락을 들 수 있을 것이다. 이를 타개하기 위한 방안의 일환으로 해외금융저축을 통한 투자수익률 제고와 국민 가처분소득의 증가를 통해 경제성장률을 높여나갈 필요가 커지고 있으며 외국환거래법 개편도 이러한 점을 고려할 필요가 있다.

1998년 일본이 「신외환법」을 도입하며 금융빅뱅을 도모한 사례는 현재 우리나라와 당시 일본의 경제상황이 매우 유사하다는 점에서 주목할 만하다. 일본은 고령화 사회의 활력을 확보하기 위해 금융빅뱅을 추진하면서 ‘외환거래 완전 자유화’를 통한 해외투자 확대와 본원소득의 증대를 통해 국민 가처분소득의 증대를 꾀하였다. 이는 해외금융자산으로부터의 이자 및 배당 수입을 늘려 고령화 사회의 투자수익률을 높이고 성장률을 개선시키고자 하는 시도이다. 이를 위해 일본은 개인과 기업이 외국과 자본 및 외환거래시 사전허가나 신고규제를 모두 철폐하고 모니터링 목적의 사후보고체제만 남겨 두었다. 외국환공인은행제도가 전면 폐지되었고 해외은행에 예금계좌 개설이 가능해졌을 뿐만 아니라 금융기관의 외화보유에 따르는 외환포지션 규제마저 철폐되었다. 일본이 해외금융저축의 확대를 통해 성장활력을 높이고자 하는 과정에서 신외환법이 중심적인 역할을 담당하였던 것은 외국환거래법의 전면 개편을 도모하는 우리나라에도 시사하는 바가 적지 않다.

### 3. 개편 방향 및 과제

우리나라 외국환거래법은 제정 이래 대외균형 달성과 위기극복 및 대외건전성의 유지에 큰 역할을 해 온 것으로 평가할 수 있다. 그러나 향후 대내외 거시경제환경 변화에 부응하여 보다 미래지향적으로 나아가기 위해서는 다음과 같은 방향에 초점을 두고 개편할 필요가 있다.

첫째, 외환거래의 편의성과 자율성을 제고하는 방향으로 개편될 필요가 있다. 이를 위해서는 무엇보다 자본거래에 대한 사전적 신고절차를 간소화하고 규제를 합리화하여 거래 편의성을 제고하여야 한다. 다만, 자본거래는 속성상 일시에 대규모 자본유출이 발생할 수 있고 거래내용의 진위여부를 파악하기 어려운 측면이 있으므로 최소한의 모니터링 체계를 정비하여 대외건전성 관리와 탈세 및 불법자금 유출입에 대응하여야 한다. 또한 은행을 통하지 않은 비정형적 거래 등에 대해서도 신고대상을 축소하는 등의 합리적 조정이 필요할 것으로 보인다.

둘째, 외국환업무취급기관제도를 재검토하여 외국환은행중심주의를 보완해 나갈 필요가 있다. 현재 우리나라의 증권사 등 비은행금융기관은 그간 자본시장의 양적 및 질적 성장과 새로운 금융상품의 출현으로 외환익스포져가 커져 왔음에도 불구하고 외환업무에 대한 제약이 상존하고 은행과 비교하여 외환업무역량도 미진한 상황이다. 따라서 비은행금융기관의 외국환거래가 모범인 자본시장법에서 허

용된 업무인 경우, 특히 외환의 해외유출이 직접 발생하지 않는 경우에는 거래의 자율성을 획기적으로 보장함으로써 비은행금융기관의 외환업무역량을 강화하고 이들 기관을 통한 대외건전성 저해가 발생하지 않도록 해 나가야 할 것이다.

셋째, 외국환거래법이 새로운 성장동력 창출에 기여하도록 유도할 필요가 있다. 해외금융자산 증가에 발맞추어 해외투자가 고령화 시대의 투자수익률 제고와 국민 가처분소득의 증가로 이어질 수 있도록 외국환거래법에 남아 있는 관련 규제들을 정비할 필요가 있다. 아울러 국내에 투자하고 있는 외국인에 대해서도 투자편의를 한층 높여 안정적인 투자자금 확보와 금융시장의 변동성 완화를 도모해 나가는 것도 중요하다. 이와 관련하여 현재 정부가 추진중인 MSCI 선진국지수 편입 노력을 통하여 우리나라 금융시장 하부구조를 개선하고 외환규제를 완화하는 기회로 삼아나가야 한다. 특히 24시간 원화 외환시장의 개설 등을 통해 자연스럽게 원화의 국제화를 이루어 나감으로써 외환부문의 태생적 한계를 극복하고 대외건전성을 확보하는 것이 바람직하다.

마지막으로 대외부문의 건전성 유지 노력도 병행되어야 한다. 거래의 편의성과 자율성은 최대한 보장하되 상시적인 모니터링 및 사후보고 체계를 정비하여 대외부문의 건전성을 유지해 나가야 한다. 그동안 대외부문의 안정성 유지에 큰 역할을 해 온 외환부문의 거시건전성 조치들이 새로운 외국환거래법 체계에 부합하도록 조정, 보완하고 대외충격 등으로 금융시장 변동성이 확대되는 비상시에 대비하여 유사시 안전장치도 점검해야 할 것이다. 새롭게 개편될 외국환거래법이 대내외 환경변화를 반영하여 우리나라 경제주체들의 국제금융역량을 강화하고 국민경제 발전에 새로운 활력을 불어넣을 수 있기를 기대한다.

ZOOM  
-INMSCI 지수 추종 운용자산 규모 현황과  
영향

- 최근 국내 증시에서 MSCI 정기 리밸런싱을 앞두고 편출입 대상으로 예상되는 종목들의 주가 등락 폭이 확대되는 모습을 보임
- 2010년 이후 글로벌 자산운용시장에서 패시브펀드가 크게 성장하면서 개별 지수의 리밸런싱이 시장에 미치는 영향력이 커짐
- 글로벌 지수산업에서 가장 큰 점유율을 가진 MSCI 지수의 추종 운용자산은 16.3조달러로 이는 글로벌 펀드 자산의 30%에 해당하는 규모
- 우리 증시에도 상당 규모의 MSCI 관련자금이 유입되어 있어 MSCI 지수내에서 국가 비중 변화, 한국 지수내에서의 개별 기업 편출입 등 리밸런싱에 따른 영향을 크게 받음
- 지수 관련자금으로 인한 변동성 뿐만 아니라 지수제공사의 영향력 등 향후 지수의 영향력은 더욱 커질 것으로 예상됨

- 최근 수년간 국내 증시에서 MSCI 정기 리밸런싱을 앞두고 편출입 대상으로 예상되는 종목들의 주가 등락폭이 확대되는 모습을 보임
  - MSCI는 개별 국가 증시의 전체 움직임을 반영하기 위해 반기리뷰 및 분기리뷰를 통해 전체 시가총액 및 유통 시가총액을 기준으로 종목을 편출입시키는 리밸런싱을 정기적으로 시행<sup>1)</sup>
    - 반기리뷰(Semi-Annual Index Review)는 시장을 다양한 차원에서 체계적으로 재평가하는 정기 변경으로 5월과 11월에 시행
    - 분기리뷰(Quarterly Index Review)는 반기리뷰 사이 시장을 시의적절하게 반영하기 위해 2월과 8월에 시행
  - 글로벌 지수 산업에서 가장 큰 시장 점유율을 가진 MSCI의 지수의 리뷰 발표일을 기점으로 시장에서 편출입 종목의 주가 등락폭이 크게 확대되는 모습이 나타남
    - 글로벌 지수 산업은 MSCI, S&P Dow Jones Incices, FTSE Russell 3개의 회사가 각각 24.8%, 24.2%, 19.3%를 차지<sup>2)</sup>
    - 리밸런싱으로 종목을 편출입시키는 패시브 펀드의 수요 변화에 따른 가격 변동폭이 확대
    - 이러한 변동성을 기반으로 예상 편출입 종목에 대한 롱/숏 투자를 전략으로 활용하기도 함

1) 김동영, 2020. 4, MSCI 지수 설명서, 삼성증권 Quantitative Issue.

2) Burton-Taylor international Consulting, 2021. 5, Index Industry Global Share & Seg

〈표 1〉 최근 MSCI 한국지수 편출입 종목의 가격 등락률

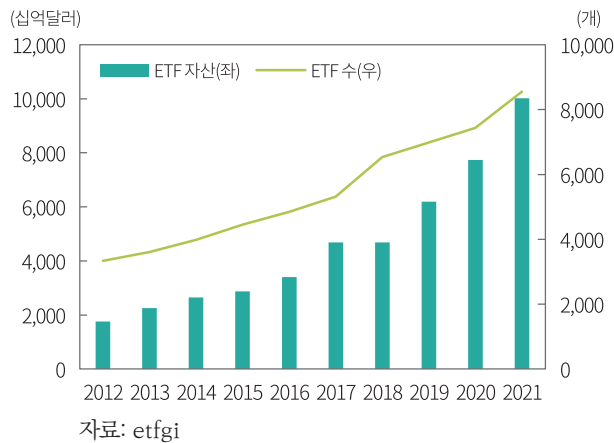
	리뷰발표일	편출입 종목		가격 등락률(%)	
				해당 종목	동기간 평균
2021년 5월 반기리뷰	5.12	편입	HMM	28.82	2.33
			SKC	3.41	
			하이브	4.02	
			녹십자	13.49	
		편출	현대해상	0.00	
			한화	7.55	
			롯데지주	8.02	
			GS리테일	5.01	
			삼성카드	-1.04	
			한국가스공사	-1.23	
		오투기	-0.18		
2021년 8월 분기리뷰	8.12	편입	SK아이이테크놀로지	0.46	-1.87
			SK바이오사이언스	37.26	
			에코프로비엠	8.05	
		편출	케이엠더블유	-4.88	
2021년 11월 반기리뷰	11.12	편입	F&F	3.36	-1.03
			크라프트온	16.88	
			일진머티리얼즈	5.83	
			에스디바이오센서	2.06	
			엘앤에프	12.05	
		카카오게임즈	6.25		
		편출	신세계	3.18	
			휠라홀딩스	0.39	
대우조선해양	8.33				
2022년 2월 분기리뷰	2.10	편입	메리츠금융지주	-9.18	2.01
			메리츠화재	-7.79	
		편출	신풍제약	1.36	
			더존비즈온	4.81	

주 : 1) 가격등락률은 리뷰발표일 1주전 주가 대비 리뷰발표일 주가를 이용  
 2) 동기간 평균 가격등락률은 유가증권시장, 코스닥, 코넥스 시장 전체 종목  
 자료: MSCI, 한국거래소

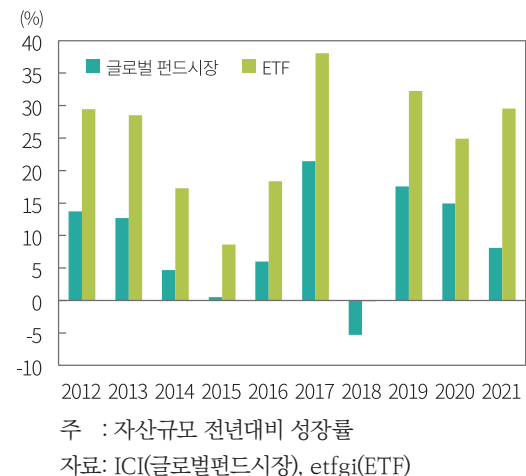
- 글로벌 자산운용시장에서 ETF를 중심으로 한 패시브펀드가 크게 성장하면서 개별 지수의 리밸런싱에 따른 수요 변화가 시장에 미치는 영향력이 커짐
  - 패시브펀드란 펀드가 추종하는 주가지수에 포함된 주식들을 펀드에 편입시켜 지수와 동일한 수익률을 내도록 운용하는 펀드로 인덱스펀드와 ETF가 대표적

- 2010년 이후 액티브펀드에서 패시브펀드로의 자금 이동이 크게 증가하였으며, 특히 뮤추얼펀드에서 ETF로의 자금 이동이 크게 증가하여 ETF 자산은 2019년 이후 매년 20% 이상 증가세를 보임
  - 지난해 ETF로의 자금유입 규모는 전년대비 70% 증가한 1.2조달러, 순자산 규모는 전년대비 30% 증가한 10조달러로 역대 최고치를 기록하였으며 1,334개의 신규 ETF가 출시<sup>3)</sup>
  - 전세계 펀드시장에서 ETF가 차지하는 비중은 2011년 4.8%에서 2021년 15%로 크게 높아짐
  - 지난해 글로벌 펀드시장 전체 자산규모는 감소세(전년말대비)로 전환되었으나 ETF 자산규모는 성장세를 이어감
- 지수를 추종하는 패시브 펀드의 빠른 성장으로 특정 주가지수의 리밸런싱이 각국 증시 및 개별 종목의 변동성에 주는 영향력이 더욱 커지고 있는 상황

〈그림 1〉 글로벌 ETF 규모 추이



〈그림 2〉 글로벌 펀드시장 및 ETF 성장률 추이



- 글로벌 지수산업에서 가장 큰 점유율을 가진 MSCI 지수는 추종 운용자산이 16.3조달러에 달하며 그 규모는 매년 성장<sup>4)</sup>
  - 2021년 6월말 기준, MSCI 추종 운용자산<sup>5)</sup>의 규모는 16.3조달러로 글로벌 펀드 순자산의 30% 수준<sup>6)</sup>
    - 2019년 6월말 기준 12.3조달러 대비 33% 성장<sup>7)</sup>
  - 1,300개 이상의 주식 ETF가 MSCI 주식 지수와 연계되어 있으며, MSCI 주식 지수를 추종하는 ETF의 자산규모는 13.4억달러

3) Reuters, 2022. 1. 21, Global ETFs saw record inflows in 2021.

4) MSCI Investor Presentation 및 MSCI 웹페이지(<https://www.msci.com/our-solutions/indexes>).

5) 액티브운용(개방형펀드, 폐쇄형펀드, 보험상품 관련 펀드 포함)와 인덱스운용(펀드, ETF) 자산의 합

6) ICI, Worldwide regulated open-end funds: total net assets excluding fund of funds 기준.

7) 김동영, 2021, MSCI 지수 설명서 ver 2.0, 삼성증권 Quantitative Issue.

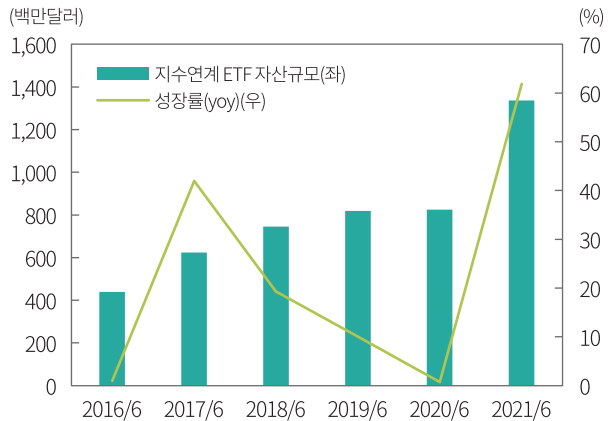
- 이는 코로나 이후 주식시장 급성장 등으로 전년대비 61% 성장한 규모로, 동기간 MSCI 추종 운용자산 규모 성장률(12.4%)을 훨씬 웃도는 수치

〈표 2〉 MSCI 추종 운용자산 현황

(단위: 십억달러) (백만달러)

	액티브	인덱스	전체
전체	10,660	3,850	14,150
지수별	ACWI	3,993	4,155
	EAFE	1,319	1,641
	EM	1,381	1,663
	World	2,495	2,998
	USA	147	516
	Europe	560	703
	Asia	367	805
	기타	398	1,631
			2,029

〈그림 3〉 MSCI 연계 ETF 자산규모 추이



주 : 1) ACWI: All Country World Index, EAFE: Europe Australasia Far East, EM: Emerging Markets, World: Developed Market

2) 2020년말  
자료: 삼성증권(2021)

자료: MSCI

□ 우리 증시에도 상당 규모의 MSCI 관련 자금이 유입되어 있어 한국은 지수에 포함된 우리나라 개별 기업의 비중 변화 및 한국이 포함된 지수내에서의 국가 비중의 변화 등의 영향을 받음

- MSCI 지수 내 개별 종목의 비중은 시가총액 가중 방식을 따라 매일 변하며, MSCI 지수 내 국가 비중은 개별 국가 지수에 포함된 종목의 시가총액 변화에 따라 국가가 포함된 그룹내(선진국, 신흥국 그룹 등)에서의 비중이 조정됨<sup>8)</sup>
  - 즉, MSCI EM 내에서의 한국 비중은 지수제공사가 정하는 것이 아니라, 한국지수 내에 포함된 종목들의 시가총액 변화에 따라 조정됨
- 2020년말 추종 운용자산 기준, MSCI 추종자산 중 한국 관련 자금 규모는 2,880억달러 이상으로 추산<sup>9)</sup>
  - 한국은 위의 <표 2>에 나열된 지수 중 MSCI ACWI, EM, ASIA 및 기타에 일부 포함
  - ACWI 및 기타 부분에서의 한국 비중은 별도로 명시되어 있지 않음
- 이는 우리나라 시가총액의 13%에 해당하는 규모로 지수 리밸런싱에 따른 외국인 펀드자금 유출입을 통해 증시에 직접적인 영향을 줌<sup>10)</sup>

8) 김동영(2020)

9) MSCI, MSCI ACWI Index(USD), MSCI Emerging Market Index(USD), MSCI AC Asia Index(USD) 각각의 factsheet을 통해 저자 시산.

10) 2020년 12월 30일 기준, 유가증권시장 및 코스닥시장 시가총액의 합과 해당일의 원/달러환율 증가를 이용

- 이러한 이유로 한국의 MSCI 선진지수 분류에 관한 이슈가 지속적으로 제기

**〈표 3〉 한국 관련 MSCI 지수 추종자금 추정**

지수명	운용자산(십억달러)	한국 비중	한국 관련 자금 규모(십억달러)
EM	1,663	12.80%	213
ASIA	805	9.34%	75

주 : 1) 운용자산규모는 2020년말 기준, 비중은 2021년말 기준

2) ACWI 및 기타의 factsheet에는 한국 비중이 별도로 명시되어 있지 않음

자료: MSCI, 삼성증권(2021)

□ **지수 관련자금으로 인한 증시 변동성 뿐만 아니라 지수제공사의 영향력 등 패시브펀드 및 추종자산 규모의 성장으로 지수의 영향력은 향후 점차 커질 것으로 예상**

- 우리 증시는 그동안 양적·질적으로 성장하였음에도 불구하고 MSCI의 선진지수 편입 조건에 미흡하다는 이유로 수년째 선진지수 편입에 불발
  - 한국은 2014년 선진지수 편입을 위한 관찰대상국에서 제외된 이후 현재까지 신흥지수에 머무름
- 정부는 지난해 11월, 런던에서의 한국경제설명회에서 선진국지수 편입을 본격적으로 재추진하고, MSCI측과 적극 협의할 계획임을 밝힘<sup>11)</sup>

선임연구원 김보영

11) 기획재정부, 2021. 11. 2, 홍남기 부총리, 영국 런던에서 코로나19 이후 첫 대면 한국경제설명회 개최, 기획재정부 보도자료.

ZOOM  
-IN성과보상 체계로서 스톡옵션의  
문제점 및 과제

- 최근 카카오페이 경영진이 대규모 스톡옵션을 행사하여 큰 차익을 실현한 것에 대한 논란이 발생
- 이러한 행위가 위법은 아니었으나 경영진의 도덕적해이 문제 및 주식시장에 미치는 영향 등으로 인해 스톡옵션 관련 제도 개선이 요구됨
- 국내보다 앞서 스톡옵션 제도를 도입하여 활성화되었던 미국에서도 스톡옵션에 대한 문제가 제기되어 왔으며, 스톡옵션 외에도 일정 요건을 충족하면 주식으로 성과급을 지급하는 양도제한 조건부주식도 활용하는 추세
- 국내 스톡옵션 행사 규모가 꾸준히 증가하고 있는 가운데 최근 카카오페이 사태를 계기로 스톡옵션 관련 제도 개선이 이루어지면서 기존 스톡옵션의 도입 취지에 적합한 올바른 사용이 기대되며, 다른 방법의 성과보상 체계도 활용할 필요

- 최근 카카오페이 경영진이 대규모 스톡옵션을 행사하여 큰 차익을 실현한 것에 대한 논란이 발생
  - 스톡옵션은 임직원이 자사 주식을 행사기간 내에 미리 정한 가격으로 매수할 수 있는 권리를 의미하며 주가에 따라 보상규모가 달라지기 때문에 임직원과 주주의 이해관계를 일치시킬 수 있는 보상체제로 알려짐
    - 기업의 주가가 미리 정한 행사가액 이상으로 상승하게 되면 스톡옵션을 보유한 임직원의 이익이 커지므로 임직원에게는 기업가치 제고를 위해 업무를 수행할 유인이 되기 때문에 보상 방식으로 널리 활용
  - 그러나 2021년 12월 카카오페이 경영진의 대규모 스톡옵션 행사를 통해 취득한 주식의 매도 공시 이후 주가가 크게 하락하면서 주주의 이익을 위한다는 스톡옵션의 취지와는 다른 방향의 결과를 초래했다는 논란이 제기
    - 2021년 11월 유가증권시장에 상장한 카카오페이의 경영진 8명은 상장 한달 만에 스톡옵션을 행사하여 취득한 44만주의 주식을 한 번에 매도하여 약 878억원에 달하는 대규모의 차익을 실현
    - 경영진의 대규모 매도 공시 이후 카카오페이의 주가는 꾸준히 하락했고, 의무보호확약이 걸려 있는 기관투자자 및 개인투자자들의 반발을 일으키면서 경영진의 도덕적해이 문제가 제기되어 결국 일부 경영진이 사퇴
  - 이와 같은 사태로 인해 스톡옵션 행사로 취득한 주식의 매도시기에 대한 논란이 발생

- 기업은 IPO 과정에서 투자자 모집 시 기업의 성장 가능성 및 미래 성과 등을 홍보하는데 기업가치 증진 및 투자자보호를 위해 노력해야 할 경영진이 상장 직후 대량으로 주식을 매도한 행위는 투자자의 신뢰를 무너뜨리는 도덕적해이에 해당한다는 지적
- 이전에도 경영자가 성과를 내기도 전에 스톡옵션을 행사하거나 중요한 공시를 하기 직전 보유하고 있던 스톡옵션을 행사하는 등의 사태가 종종 발생하여 경영진의 도덕적해이 및 투자자보호 문제가 제기<sup>1)</sup>
  - 바이오기업과 같이 초기 연구개발 등 비용 지출이 크고 이익 발생은 미미하거나 영업손실이 지속됨에도 불구하고 경영진이 스톡옵션을 행사하여 차익을 실현하거나 악재성 공시를 앞두고 주가가 하락하기 전 스톡옵션 행사로 취득한 주식을 매도하여 이익을 얻는 행위 등의 사례가 발생

□ 이러한 행위가 위법은 아니었으나 경영진의 도덕적해이 문제 및 주식시장에 미치는 영향 등으로 인해 스톡옵션 관련 제도 개선이 요구됨

- 국내 스톡옵션은 상법에서 정의하며 부여 및 행사시기, 행사금액 등에 대해 명시하고 있으나 구체적인 사항은 기업의 정관으로 정함<sup>2)</sup>
  - 상법에서는 스톡옵션을 주식매수선택권으로 칭하며 기업의 이사, 집행임원, 감사 또는 피용자에게 미리 정한 가액으로 신주를 인수하거나 자기주식을 매수할 수 있는 권리로 정의(상법 제340조의2)
  - 주식매수선택권의 부여는 주주총회결의에 따라 이루어지고 이사회 결의로 취소가능하며, 수량은 발행주식총수의 100분의 10 이하로 제한하고 결의일로부터 2년 이상 재임 또는 재직해야 행사가 가능(상법 제340조의2, 3, 4)
  - 주식매수선택권의 행사금액은 신주의 경우에는 부여일 기준 주식의 실질가액과 액면가 중 높은 금액으로, 자기주식 양도 시에는 부여일 기준 실질가액을 최소가격으로 규정(상법 제340조의2)
  - 이밖에 주식매수선택권의 부여방법, 행사기간 및 가액 등의 구체적인 조건은 주주총회 결의에 따라 기업과 대상자가 체결하는 계약을 통해 정해짐
- 카카오페이의 경우 스톡옵션 행사일이 주주총회결의일로부터 2년이 경과하였고, 상장 후 매도에 대해서도 의무보유 기간이 부여되는 최대주주도 아니었기에 법적인 문제는 없었음
  - 스톡옵션 행사는 상법과 기업의 정관에서 주주총회결의일 이후 2년에서 일반적으로 4~5년 사이로 정하고 있으나 신규상장과 관련하여 스톡옵션 행사로 취득한 주식의 매도를 제한하는 규정은 별도로 없었던 상황
  - 반면, 한국거래소 상장규정에 의하면 예비상장기업의 최대주주, 기관투자자, 우량주주를 보유한 직원 등은 상장 후 6개월에서 1년까지 의무보유 대상으로 주식을 매도할 수 없음(유가증권시장 상장규정 제27조, 코스닥시장 상장규정 제26조)

1) 매일경제, 2018. 4. 6, 수십~수백억 스톡옵션 '잭팟' 터졌다 바이오·게임업계서 벼락부자 속출; 인사이트, 2018. 8. 22, 신라젠 과장급이 스톡옵션 50억...소액주주들 뿔났다; 머니투데이, 2016. 5. 30, 인터파크 임원, 스톡옵션 6천주 행사..시가의 1/4.

2) 일반기업의 주식매수선택권은 상법에서 규정하고 벤처기업에 대해서는 「벤처기업 육성에 관한 특별조치법」 제16조의3에서 상법에 대한 특례 규정이 마련

- 주식시장에 미치는 영향을 고려할 때 투자자보호를 위해서는 신규상장 기업에서 상장 이후 임직원이 보유하고 있는 스톡옵션 행사로 취득한 주식에 대한 매도 시기 제한이 필요
  - 논란이 제기된 이후 카카오는 2022년 1월 전 계열사에 대해 임원의 주식보호예수 기간을 1년으로 정하고 최고경영자의 매도 제한 기간은 2년으로 정하는 장치를 마련

□ 국내보다 앞서 스톡옵션 제도를 도입했던 미국의 경우에도 스톡옵션에 대한 문제가 꾸준히 제기되어 왔으며, 스톡옵션 외에도 일정 요건을 충족하면 주식으로 성과급을 지급하는 양도제한조건부주식도 활용하는 추세

- 미국은 스톡옵션을 가장 먼저 도입한 국가로 1990년대에 IT기업을 중심으로 사용이 확대되었지만, 2000년대 남용하는 사례가 잇따라 발생하면서 감소
  - 미국에서는 1992년부터 기업들의 스톡옵션 부여 규모가 확대되면서 특히, 1995년부터 2000년까지 크게 확대되었지만, 스톡옵션의 남용 문제로 인해 2001년 이후 크게 감소<sup>3)</sup>
  - 2000년대초 스톡옵션 부여 날짜를 주가가 낮은 시점으로 소급적용하여 행사 시 부당이득을 챙기는 백데이팅(back dating) 사건이 여러기업에서 발생하여 SEC의 조사가 이루어졌고 결국 130여개 기업의 경영자들이 자신의 연급여보다 평균적으로 130~170만달러를 추가로 취한 것으로 드러나 50명 이상의 최고경영자, 이사들이 사임하게 됨<sup>4)</sup>
  - 또한 기업의 내부정보를 이용하여 시장에 정보가 공개되는 시기에 맞춰 스톡옵션의 부여 시기를 조정하는 행위(Spring Loading)와 스톡옵션 행사가격을 재조정하는 행위(Option repricing) 등 업무 성과와는 무관하게 보상을 지급하는 남용 사례도 발견
- 주식보상방법은 임직원의 스톡옵션 외에도 양도제한조건부주식(Restricted Stock Unit: RSU), 직원주식구매제도(Employee Stock Purchase Plans: ESPPs) 등이 있으며 미국에서는 실적과 연동되지 않는 문제점이 있는 스톡옵션 대신 양도제한조건부주식을 활용하는 기업이 증가
  - 스톡옵션을 보상체제로 활용하면 임직원의 주주화를 통해 주주의 이익을 위한 경영을 기대할 수 있지만 주가는 외부요인의 영향도 받기 때문에 성과가 낮아도 주가 상승으로 인해 이익을 실현하거나 실적이 좋아도 주가가 하락하면 이익이 적어지는 등 반드시 실적대로 움직이는 것이 아니라는 문제가 있음
  - 또한 스톡옵션으로 인한 이익을 취하려는 경영자가 실질적인 실적보다는 단기적인 주가에만 집중하여 비용을 감소시켜 이익을 부풀리기 위한 행위를 할 수 있는데 예를 들어 연구개발 비용, 마케팅 비용과 같이 장기적인 목표에 해당하는 비용을 조정하여 단기적으로 실적을 확대시키는 이익조정 행위를 할 수 있음<sup>5)</sup>

3) WSJ, 2006. 12. 27, Bosses' Pay: How Stock Options Became Part of the Problem.

4) Armstrong, C. S., Larcker, D. F., 2009, Discussion of "The impact of the options backdating scandal on shareholders" and "Taxes and the backdating of stock option exercise dates", Journal of Accounting and Economics 47(1-2), 50-58.

5) Baker, T., Collins, D., Reitenga, A., 2003, Stock option compensation and earnings management incentives, Journal of Accounting, Auditing & Finance 18(4), 557-582.

- 반면, 양도제한조건부주식은 기업이 매수 후 임직원에게 일정 조건을 걸고 무상으로 부여하는 것으로 주가가 하락해도 최소한의 보상이 보장되지만 임직원은 자유롭게 처분 또는 양도를 할 수 없고 무엇보다 기업이 요구한 조건을 충족해야 받을 수 있어 실질적인 성과와 연동되는 보상체계
- 미국에서는 기업이 제시하는 조건을 충족하는 경우 주식보상을 지급하는 양도제한조건부주식 방법이 실리콘밸리에서 이미 활용되고 있으며 구글, 페이스북 등의 테크 기업에서 스톡옵션의 대안으로 사용하기 시작하면서 활성화<sup>6)</sup>

□ 국내 스톡옵션 행사 규모가 꾸준히 증가하고 있는 가운데 최근 카카오페이 사태를 계기로 스톡옵션 관련 제도 개선이 이루어지면서 기존 스톡옵션의 도입 취지에 적합한 올바른 사용이 기대되며, 다른 방법의 성과보상 체계도 활용할 필요

- CEO스코어에 의하면 국내 기업 임직원의 스톡옵션 부여 규모는 매년 증가<sup>7)</sup>
  - 2017년 7,333억원에서 꾸준히 증가하여 2021년에는 상반기에만 1조 9,774억원 규모의 스톡옵션이 부여
- 최근 금융위원회는 ‘신규 상장기업 임원의 주식 의무보유 강화’방안을 발표<sup>8)</sup>하여 주식매수선택권 행사로 취득한 주식을 의무보유 대상에 포함하고 동시에 대량 매도가 발생하지 않도록 대상자별로 보유기간을 차별화할 것을 권고할 계획을 발표
  - 신규 상장기업에서 상장 이전 보유한 주식뿐 아니라 상장 후 주식매수선택권 행사로 취득한 주식에 대해서도 6개월동안 처분할 수 없도록 하고 최대주주 및 임원 등 의무보유 적용 대상자의 보유기간을 다르게 설정하여 이를 공시하도록 할 예정

**주식매수선택권의 제도 변화**

항목	현행	변경
의무보유대상	주식 등	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 주식 등</li> <li>• 주식매수선택권 행사로 취득한 주식</li> </ul>
의무보유대상자	최대주주 및 임원 등	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 최대주주 및 임원 등</li> <li>• 상장 신청기업의 업무집행지시자<sup>주)</sup></li> </ul>
의무보유기간	(사실상) 6개월	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 6개월의 기본 기간 외에 2년까지 추가하여 차등 설계</li> </ul>

주 : 업무집행지시자는 이사가 아니면서 회장, 사장, 부사장 등과 같은 업무를 집행할 권리가 있는 직책에 해당하는 자  
 자료: 금융위원회(2022. 2. 23)

6) Financial Times, 2019. 12. 19, All aboard Silicon Valley’s employee stock gravy train.  
 7) 2017년 7,333억원 → 2018년 9,664억원 → 2019년 1조 669억원 → 2020년 1조 4,025억원 → 2021년 6월까지 1조 9,774억원  
 8) 금융위원회, 2022. 2. 23, 신규 상장기업 임원의 주식 의무보유가 강화됩니다, 보도자료.

- 스톡옵션 외에도 일정한 성과 달성 요건이 추가된 양도제한조건부주식 방법도 고려할 필요
  - 양도제한조건부주식이 일정한 임기 혹은 성과 요건을 달성해야만 부여되고 부여 대상 및 행사가격 등의 제한이 없어 절차가 간편하다는 이점으로 국내에서도 최근 부각되고 있는 추세<sup>9)</sup>
  - 2020년 2월에는 국내에서 최초로 한화그룹 계열사 임원에게 7년 후 행사 가능한 양도제한 조건부주식을 제공하였으며 이어서 다른 기업들도 양도제한조건부주식을 보상체제로 도입하거나 도입을 준비 중<sup>10)</sup>

선임연구원 홍지연

---

9) 더벨, 2022. 1. 18, 성과보상 제도 20년만에 변화 바람 분다.

10) 더벨, 2022. 1. 20, 2020년 ㈜한화 첫 도입, 국내 저변 확대일로.