

OPINION

연구위원
정화영

금융여건 변화에 따른 국내 채권시장 위험요인 점검*

연준의 통화정책 조기 정상화 기대, 국내 물가 오름세 확대 등 대내외 금리상승 압력이 크게 높아짐에 따라 국고채 금리가 가파른 상승세를 보이고 있다. 최근 국고채시장은 가격이 큰 폭으로 하락하고 변동성이 높아지는 등 투자심리가 위축된 모습이다. 이에 더하여 국고채 발행 확대 및 주요 투자자의 수요 약화 등으로 수급 부담이 가중되면서 국고채시장의 유동성이 낮아지고 있다. 한편, 국내 회사채시장은 가파른 금리상승에 상대적으로 더 크게 충격을 받으며 유동성이 악화되고 있는 것으로 보인다.

통화정책 정상화 과정에서 채권시장의 유동성이 급격히 악화되지 않도록 대비가 필요하다. 국고채시장의 유동성 악화는 금융시장 전반의 자금경색 및 자금조달비용의 급격한 상승을 유발할 수 있으므로 한국은행은 유동성 여건 악화시 국채매입을 통해 금융시장의 안정을 도모할 필요가 있다. 정부는 현재 국고채 수급 불균형 우려가 크게 높은 상황임을 감안하여 국고채 발행 확대에 신중을 기할 필요가 있다. 마지막으로 회사채시장의 유동성 악화가 신용위험으로 확대되지 않도록 재무건전성이 낮은 기업을 중심으로 유동성 상황의 면밀한 모니터링이 요구된다.

시장금리가 가파르게 상승함에 따라 채권 투자심리가 빠르게 위축되고 있다. 본고에서는 대내외 금융환경 변화에 따른 국내 채권시장 여건 및 위험요인을 살펴보고 정책적 시사점을 제시하고자 한다.

대내외 금리상승 압력 확대

연준의 통화정책 조기 정상화 기대가 강화되면서 대외요인에 의한 금리상승 압력이 크게 높아지고 있다. 미국 실업률이 팬데믹 이전 수준을 회복한 가운데 소비자물가는 40년래 가장 높은 상승률을 기록하고 있다(그림 1). 인플레이션에 대한 정책대응 필요성이 매우 높아짐에 따라 연준은 빠른 속도로 금리를 인상할 전망이다. 3월 FOMC 점도표에서 제시된 금년말 정책금리는 1.875%(중간값 기준)로 올해 남아있는 6번의 회의에서 매번 25bp씩 인상을 단행해야 이를 수 있는 수준이다.¹⁾ 시장은 이보다 더 빠른 금리인상을 전망하고 있는데, 연방기금금리 선물에 반영된 2022년말 정책금리는 약

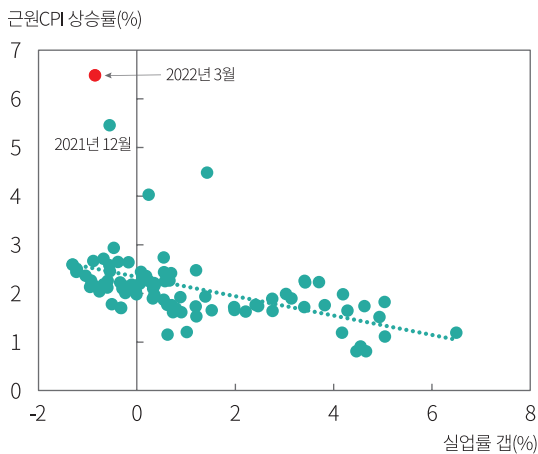
* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

1) 금리인상 사이클은 내년까지 이어져 2023년말 정책금리는 2.75%(중간값 기준)까지 높아질 전망이다.

2.5% 수준으로 연준이 올해 두 차례 이상 빅스텝(50bp 금리인상)을 단행할 것으로 예상하고 있다. 정책금리 인상에 더하여 이르면 5월 양적긴축도 시작될 것으로 전망되면서 글로벌 시장금리가 빠르게 높아지고 있다.²⁾

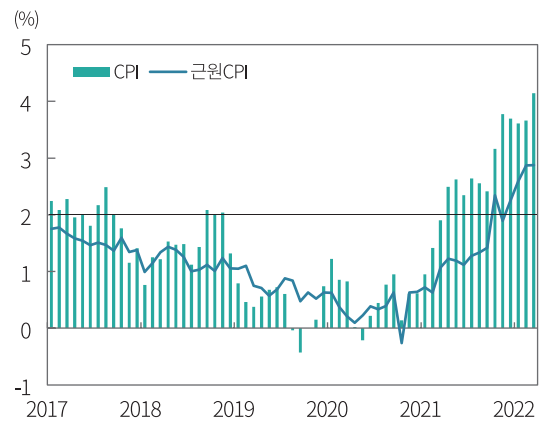
대내적으로도 물가 오름세 확대가 시장금리 상승요인으로 작용하고 있다. 국내 소비자물가상승률은 미국에 비해서는 낮은 수준이나, 목표수준(2%)을 상당폭 상회하고 있다(<그림 2>). 물가상승압력은 식료품과 원자재 가격상승에 상당 부분 기인하나, 식료품 및 에너지를 제외한 근원물가 상승률도 높은 오름세를 이어가고 있다는 점에서 기준금리 추가인상 가능성이 높은 상황이다.³⁾

<그림 1> 미국 실업률 갭과 근원CPI 상승률



주 : 1) 2000년 이후 분기말 자료
 2) 실업률 갭은 실업률과 비순환실업률 간 차이
 3) 근원CPI 상승률은 전년동월대비 기준
 자료: FRED

<그림 2> 국내 소비자물가상승률 추이



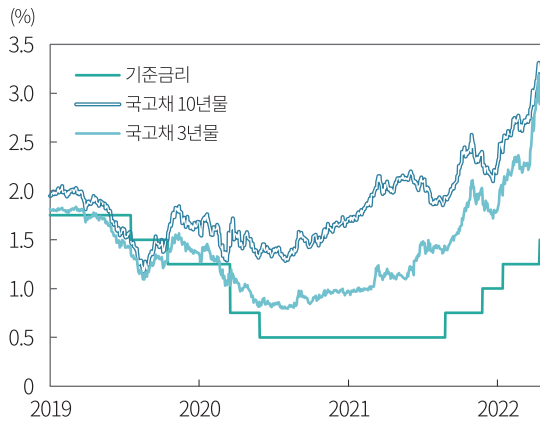
주 : 1) 전년동월대비
 2) 근원CPI는 식료품 및 에너지 제외 기준
 자료: 통계청

국고채시장: 가파른 금리 상승 및 수급 부담 가중

이와 같은 대내외 금리상승 압력 확대로 국고채 금리가 가파른 상승세를 보이고 있다(<그림 3>). 만기 3년부터 30년까지의 국고채 금리는 코로나 팬데믹 직전 수준을 크게 넘어서 2015년 이후 가장 높은 수준을 기록하고 있다. 2020년 하반기부터 시작된 국고채 가격 하락세는 올해 들어 하락폭이 크게 가팔라졌고, 변동성은 3월말 이후 크게 확대되어 코로나19 직후 금융시장의 스트레스가 가장 높았던 2020년 3월 수준까지 높아진 상황이다(<그림 4>). 이러한 시장여건은 국고채 투자심리가 크게 위축되었음을 시사한다.

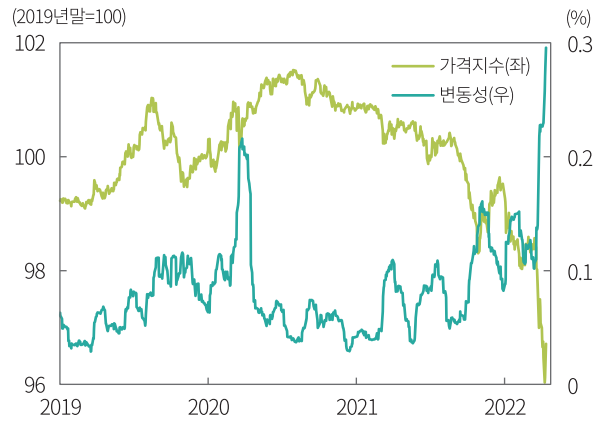
2) 3월 FOMC 의사록에서 이르면 5월 양적긴축(대차대조표 축소)이 시작될 수 있으며 2017~2019년 양적긴축에 비해 약 2배 속도로 진행될 가능성을 시사하였다. 양적긴축은 시장으로의 채권공급을 늘림으로써 금리 상승요인으로 작용한다.
 3) “대내외 여건의 불확실성이 상존하고 있으나 국내경제가 회복세를 지속하고 물가가 상당기간 목표수준을 상회할 것으로 예상되므로, 앞으로 통화정책의 완화 정도를 적절히 조정해 나갈 것이다.”(통화정책방향, 한국은행, 2022년 4월)

〈그림 3〉 기준금리 및 국고채 금리 추이



자료: 한국은행, 금융투자협회

〈그림 4〉 국고채 가격지수¹⁾ 및 변동성²⁾



주 : 1) MKF 국고채지수(순가격지수) 기준
 2) MKF 국고채지수(순가격지수) 일별 수익률의 20영업일 표준편차
 자료: DataGuide

국고채 발행 확대, 주요 기관투자자 및 외국인의 투자수요 약화 등으로 국고채 수급 부담이 가중되고 있다. 먼저 공급측면에서 보면, 팬데믹 장기화에 따른 재정확대 필요성으로 국고채 발행이 크게 늘어나고 있다. 국고채 잔액은 2015~2019년 연평균 35조원 증가하였으나, 2020년 이후에는 매년 100조원 이상 늘어나고 있다(〈그림 5〉).⁴⁾ 한편, 올해 국고채 발행규모가 1차례 증액⁵⁾된 가운데 추경 편성에 따른 추가 발행확대 우려로 수급관련 불확실성이 높은 상황이다. 금리 상승기에 수급부담 우려가 맞물리면서 국고채 시장은 회전율이 크게 하락하는 등 유동성이 낮아지는 모습이다(〈그림 6〉).

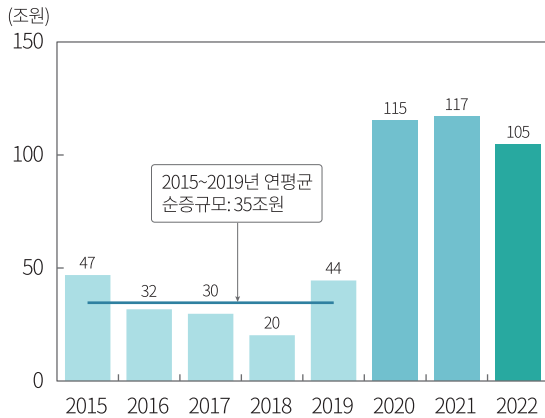
4) 팬데믹 이후 채권종류별 잔액증가율을 살펴보면 다음과 같다.

	국고채	금융채	공사·공단채	회사채	통안채
2019년말 잔액 (조원)	612	433	325	225	164
2022년 3월말 잔액 (조원)	844	537	375	261	140
증가율 (%)	+38%	+24%	+15%	+16%	-14%

주 : 회사채는 ABS, 주식연계채권 등을 제외한 일반회사채 기준
 자료: 연합인포맥스

5) 1차 추경 편성으로 올해 국고채 발행규모는 11.3조원 증액되었다.

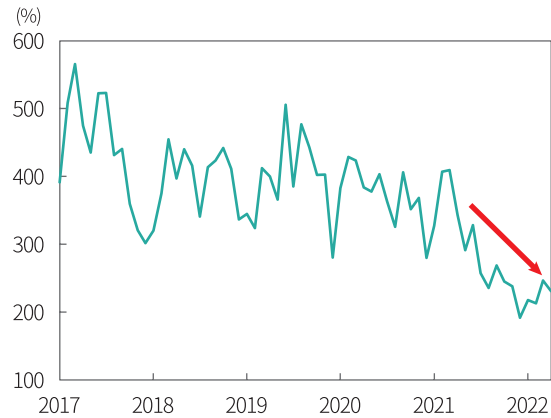
〈그림 5〉 국고채 발행 잔액 순증



주 : 2022년은 추가경정예산 편성에 따른 국고채 추가발행을 반영(기획재정부, 2022. 1. 21)

자료: 연합인포맥스

〈그림 6〉 월별 국고채¹⁾ 회전율²⁾



주 : 1) 국고채 3~10년물 합산 기준

2) 일평균거래대금 ÷ 월말 잔액, 거래대금은 장내 및 장외 합산 기준

3) 2022년 4월은 1~13일 기준

자료: 연합인포맥스

수요측면에서도 보험사를 제외한 주요 기관투자자의 국고채 수요가 약화된 모습이다. 은행의 경우, 유동성커버리지비율(Liquidity Coverage Ratio: LCR) 규제 완화 등으로 팬데믹 이후 4대 은행(국민, 신한, 우리, 하나은행)을 중심으로 무위험채권 투자가 낮은 수준을 지속하고 있다(〈그림 7〉).⁶⁾ LCR 규제비율의 단계적 정상화⁷⁾, 고유동성자산 인정범위 확대⁸⁾ 등으로 당분간 은행의 국고채 투자수요는 크게 높아지지 않을 것으로 예상된다. 국민연금을 포함한 연기금은 수익성 제고 등을 위해 국내채권 운용 비중을 축소하고 있으며, 증권사도 금리상승에 따른 평가손실 우려로 채권투자 심리가 위축된 상황이다.

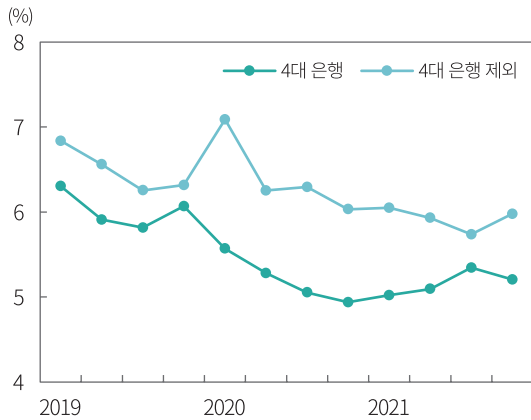
외국인의 국고채 수요도 주요국 통화정책 정상화에 따른 글로벌 유동성 축소로 약화되는 모습이다. 2021년 중 40조원 이상 늘어났던 외국인 국고채 보유 잔액은 3월 이후 정체를 기록하고 있다(〈그림 8〉). 외국인의 투자 확대가 팬데믹 이후 큰 폭 늘어난 국고채 물량을 상당 부분 소화해 주었던 만큼 외국인의 국고채 수요 약화는 시장수급에 부담으로 작용할 수 있다.

6) 코로나19 충격에 대응하여 금융당국은 2020년 4월 (통합) LCR 규제비율을 100%에서 85%로 완화하였으며 2022년 6월말까지 동 비율을 적용할 예정이다. 이로 인해 4대 은행 LCR(합산기준)은 2019년 평균 105%에서 2021년 90%로 하락하였으며, 4대 은행을 제외한 국내은행의 LCR도 같은 기간 127%에서 112%로 낮아졌다.

7) 금융당국은 올해 7월 LCR 규제비율을 5%p 인상(85% → 90%)하고, 이후에는 3개월마다 2.5%p씩 상향조정하여 2023년 7월 100%까지 인상할 예정이다(금융위원회, 2022. 3. 30).

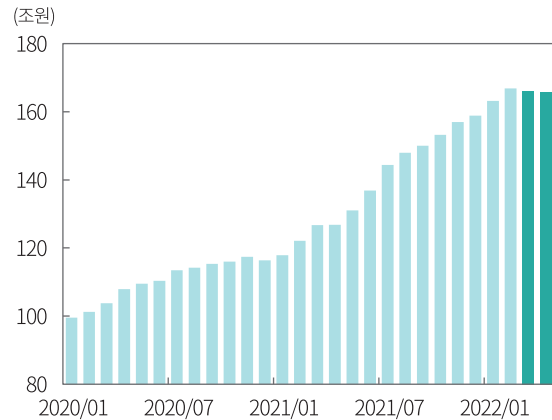
8) 2022년 2월부터 LCR 산정시 차액결제이행용 담보증권 중 미사용분이 고유동성자산으로 포함되면서 국내은행의 LCR이 5.8%p 개선되는 것으로 추정된다(한국은행, 2022). 이는 국내은행의 무위험자산 투자수요를 감소시키는 요인으로 작용한다.

〈그림 7〉 국내은행 무위험채권 비중



주 : 1) 자산 대비 보유 무위험채권(국채+통안증권) 비중, 은행계정 기준
 2) 4대 은행은 국민, 신한, 우리, 하나은행
 자료: 금융감독원 금융통계정보시스템

〈그림 8〉 외국인 국고채 보유 잔액

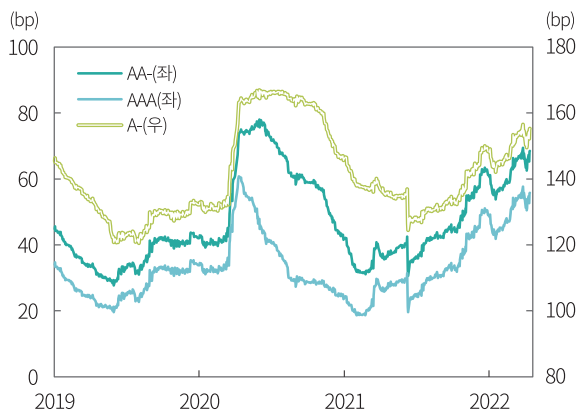


주 : 월말 장외채권 잔액 기준, 2022년 4월은 13일 기준
 자료: 연합인포맥스

회사채시장: 신용스프레드 확대 및 발행여건 악화

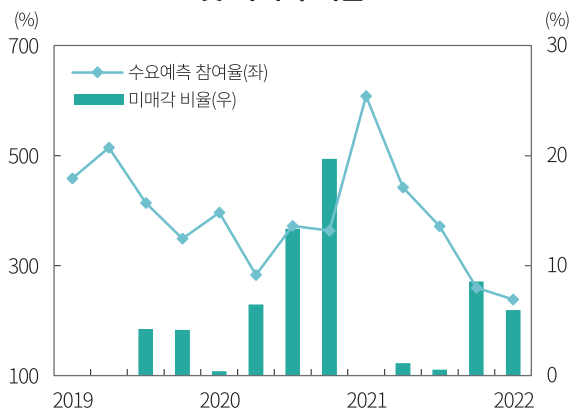
한편, 회사채시장에서는 신용스프레드가 빠르게 확대되며 회사채발행을 통한 기업의 자금조달 부담이 커지고 있다. 신용스프레드는 2021년 하반기부터 등급 전반에 걸쳐 꾸준히 확대되어 3월 이후에는 2020년 고점에 근접한 수준까지 높아졌다(〈그림 9〉).⁹⁾ 발행시장에서도 수요예측 참여율이 크게

〈그림 9〉 회사채 신용스프레드



주 : 3년물 기준
 자료: 금융투자협회

〈그림 10〉 분기별 회사채¹⁾ 수요예측 참여율²⁾ 및 미매각 비율³⁾



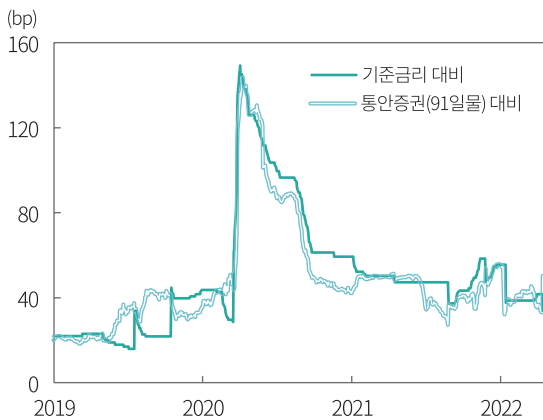
주 : 1) 비금융기업(공기업 제외) 발행 무보증 공모회사채 기준
 2) 수요예측참여금액÷최초발행공시금액
 3) 수요예측미달금액÷최초발행공시금액
 자료: The Bell

9) 4월 13일 기준, AAA~A등급의 신용스프레드는 2020년 고점 대비 85%를 상회하는 수준까지 높아졌으며, BBB등급의 경우 2020년 고점에 근접(96~98%)하는 수준까지 상승하였다.

낮아지며 회사채 투자심리가 위축된 모습이다. 통상 연초에는 기관투자자의 자금집행으로 회사채 수요가 증가하나, 올해 1분기 중에는 수요 위축으로 적지 않은 미매각이 발생하였다(〈그림 10〉).¹⁰⁾

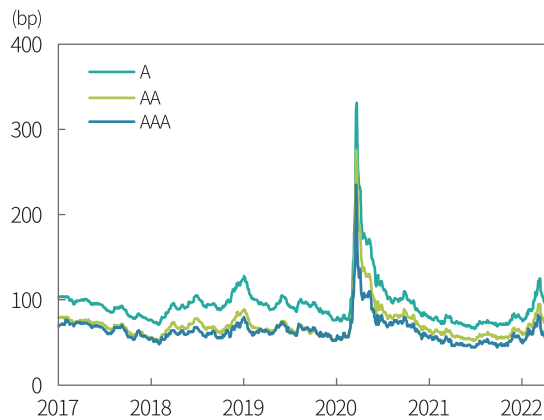
회사채 발행여건 악화는 금융시장 전반의 신용위험 확대보다는 채권시장의 유동성 악화에 기인하는 것으로 판단된다. 2020년 코로나19 충격 직후에는 CP와 회사채 스프레드가 함께 높아졌던 데 반해, 2022년에는 CP 스프레드가 큰 변동을 보이지 않는 등 단기자금시장이 상대적으로 안정된 모습이다(〈그림 11〉). 미국 회사채시장의 경우에도, 올해 들어 신용스프레드가 확대되었으나 그 폭은 크지 않다(〈그림 12〉). 이러한 점을 종합적으로 고려할 때, 국내 회사채시장은 가파른 금리상승에 상대적으로 더 크게 영향을 받고 있는 것으로 보인다.

〈그림 11〉 CP 신용스프레드



주 : 신용등급 A1, 91일물 기준
자료: 금융투자협회

〈그림 12〉 미국 회사채 신용스프레드



주 : ICE BofA US Corporate Index Option-Adjusted Spread
자료: FRED

정책적 시사점

주요국 중앙은행의 통화정책 정상화가 빠르게 진행됨에 따라 시장금리는 앞으로도 높은 변동성을 보일 것으로 예상된다. 다만, 이 과정에서 국고채 및 회사채 시장의 유동성이 급격히 악화되지 않도록 대비가 필요하다.

무위험자산으로 평가되는 국고채는 국내 채권시장에서 가장 높은 유동성을 갖는다. 따라서 국고채 시장의 유동성 사정 악화가 국내 금융시장 전반의 자금 경색으로 이어질 수 있음에 유의해야 한다. 더하여 국고채 금리는 기업 및 가계의 자금조달에 있어 준거금리 역할을 한다. 국고채시장의 유동성 악화로 국고채 금리가 과도하게 상승할 경우, 회사채 및 은행채 금리의 급격한 상승으로 이어져 기업과 가계의 자금조달 부담이 가중될 수 있다. 따라서 한국은행은 국고채시장의 유동성 여건이 악화될 경우

10) ESG 관련 이슈로 인해 일부 기업의 회사채 수요예측에서 전량 미매각이 발생한 것에도 일부 기인한다.

국채매입을 통해 금융시장의 안정을 도모할 필요가 있다.

정부는 현재 국고채 수급 불균형 우려가 크게 높은 상황임을 감안하여 국고채 발행 확대에 신중을 기할 필요가 있다. 우리나라의 경우, 주요국과 달리 국고채 단기물이 부재한 상황으로 국고채는 만기 2년 이상의 이표채로 발행되고 있다.¹¹⁾ 이에 따라 국고채 발행 확대에 따른 수급 부담이 채권금리 상승으로 이어진다.¹²⁾ 특히, 채권 투자심리가 위축된 금리상승기에 발행물량이 늘어날 경우 금리변동성이 더욱 확대될 수 있음에 유의해야 한다.

마지막으로 회사채시장의 유동성 악화가 신용위험으로 확대되지 않도록 모니터링 강화가 필요하다. 앞서 살펴본 것과 같이 회사채시장은 상대적으로 금리상승에 따른 투자심리 위축에 취약한 모습이다. 금융환경이 긴축적으로 변화하는 과정에서 개별 기업의 신용위험이 시스템 리스크로 빠르게 증폭될 수 있다. 따라서 재무건전성이 낮은 기업을 중심으로 유동성 상황의 면밀한 모니터링이 요구된다.

참고문헌

금융위원회, 2022. 3. 30, 금융규제 유연화 조치 단계적 정상화 추진, 보도자료.

기획재정부, 2022. 1. 21, 2022년 추가경정예산안, 보도자료.

한국은행, 2022, 2021 연차보고서.

US Department of the Treasury, 2020. 8. 5, Report to the Secretary of the Treasury from the Treasury Borrowing Advisory Committee of the Securities Industry and Financial Markets Association

11) 정부는 국고채 이외에 단기물인 재정증권 발행을 통해서도 재정수요를 충당할 수 있다. 그러나 재정증권은 일시적인 자금부족을 보완하기 위한 목적으로 발행됨에 따라 당해연도 세입으로 전액 상환되어야 한다.

12) 단기국채의 경우, 발행금리가 중앙은행 정책금리에서 크게 벗어나지 않음에 따라 발행 확대에 의한 시장금리 상승 영향이 제한적이다. 미국의 경우, 재정확대 수요가 크게 늘어난 2020년 단기국채(T-bills) 발행을 대규모로 확대한 반면 이표채 발행규모는 점진적으로 확대하였다. 이를 통해 정기적이고 예측가능한 발행전략(regular and predictable issuance strategy)을 유지하였다(US Department of the Treasury, 2020. 8. 5).

OPINION

선임연구위원
이석훈

행동경제학적 관점에서 본 해외의 디폴트옵션 사례와 시사점*

우리나라는 올해 하반기 퇴직연금 운용과 관련하여 디폴트옵션 제도를 시행할 예정이다. 시장에서는 이러한 제도 도입에 대한 기대가 크지만, 해외와 다소 다르게 설계되어 우려의 목소리도 있다. 이에 행동경제학적 관점에서 해외 디폴트옵션의 사례들과 함의를 살펴보았다. 미국의 경우, TDF 등을 적격디폴트옵션에 편입한 연금보호법을 계기로 많은 기업이 보수적인 펀드에서 TDF로 디폴트펀드의 지정을 전환하였다. 일본도 최근 디폴트옵션 대부분이 원금보장형 상품인 점을 개선하고자 정성적 기준을 마련하는 등 법률을 개정하였다. 해외 국가들은 제도적인 개선을 통해 장기투자에 적합한 투자상품으로 디폴트옵션의 지정을 유도하고 이를 낮추는 추세다. 해외와 달리, 우리나라는 DC형 가입자의 선택권을 보호하는 디폴트옵션 제도를 설계하였다. 퇴직연금사업자가 신중하게 디폴트옵션 상품을 구성하겠지만 여전히 DC형 가입자에게 투자상품의 선택을 요구하는 것이어서 투자에 무관심하거나 금융 문해력이 낮은 DC형 가입자들의 의사결정을 지원하는 데 이번에 마련한 제도가 다소 부족할 수 있다. 따라서 시행에 앞서 이를 보완하는 세부적인 규정들을 검토할 필요가 있어 보인다.

우리나라는 올해 하반기 퇴직연금 운용과 관련하여 사전지정운용제도(이하 디폴트옵션제도)를 시행할 예정이다. 많은 해외 퇴직연금 시장에서 성공적으로 안착한 디폴트옵션제도는 퇴직연금 가입자의 운용수익과 노후 자금 마련에 긍정적인 영향을 미치고 있다. 이러한 이유로 시장에서는 디폴트옵션제도 도입에 대한 기대가 크다. 그러나 디폴트옵션제도의 성과가 기대에 미치지 못한 일본의 사례가 있으며 우리나라 제도가 해외와 다르게 설계되어 있다는 점은 우려되는 부분이다. 해외 정책당국자들은 행동경제학 연구 결과를 바탕으로 디폴트옵션을 도입한 측면이 크다. 본고는 이를 중심으로 해외 디폴트옵션의 사례를 살펴보고 디폴트옵션제도의 성공적인 안착을 위한 시사점을 제시한다.

행동경제학적 관점에서 본 디폴트옵션의 도입 배경

퇴직연금 제도는 개인들이 소득의 일정 비율을 매년 저축하여 퇴직 후 노후 자금을 마련하는 것을 지원하고 있다. 퇴직연금 가입자들은 기본적으로 소득이 있는 20~30년에 걸쳐 저축한다. 이렇듯 장기

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

간의 저축이라는 특성으로 인해, DC형 가입자 노후 자금의 크기는 저축상품 또는 투자 포트폴리오 성과에 따라 크게 달라진다. 즉 DC형 퇴직연금에서는 가입자들의 합리적인 투자 운용이 매우 중요하다. 그러나 장기투자를 처음 해보는 일반인들은 퇴직연금 운용상품의 선택을 매우 복잡하고 어렵게 생각한다. 실제로 장기투자로 적합한 운용상품들은 주식이나 채권, 펀드, 대체투자 등의 적절한 조합이다. 따라서 개인들이 운용상품들을 적절하게 선택하고 관리하기는 쉽지 않다. 그러다 보니 많은 DC형 가입자들은 그 중요성에 비해 무관심한 태도를 보이거나 운용상품을 선택 결정하기를 꺼린다. 행동경제학의 연구들은 많은 DC형 가입자들이 투자에 무관심하거나 여러 행태적 편의로 인해 투자를 합리적으로 결정하지 않고 있음을 보고하였다. 2000년대 들어와서는 미국을 비롯한 해외 정책당국자들도 이러한 문제를 중요하게 보고 이에 대처하는 방안으로 디폴트옵션¹⁾을 도입하기 시작한 것이다.

해외 주요국의 디폴트옵션 사례

본 절에서는 미국과 스웨덴, 일본의 디폴트옵션 사례를 살펴본다.

미국의 대표적인 퇴직연금제도인 401(k)는 디폴트 제도가 매우 활성화되고 있는데, 그 배경에는 정부의 암묵적인 지지와 함께 연금보호법과 같은 법률이 있다. 현재 미국의 기업들 대부분은 특정한 의사 표시가 없는 신규 직원에게 401(k)의 가입부터 적립금 기여율과 적립금 운용상품의 결정에까지 디폴트, 옵트아웃, 자동가입이라는 낯지 방식을 적용하고 있다. 기업들은 이를 통해 직원들의 401(k) 가입률을 높이고 투자 포트폴리오 결정을 지원하고 있다. 이러한 제도들이 현재와 같이 일반화될 수 있었던 것은 자동가입제도의 활성화, 적격자동기여협정, 적격디폴트투자상품의 확대 등을 골자로 한 2006년 연금보호법의 영향이 크다.²⁾ 특히 이러한 법 아래에서 밸런스형 펀드나 TDF(Target date fund) 등 투자위험이 있는 펀드들이 적격디폴트투자상품³⁾에 추가로 편입되었는데, 이러한 변화를 계기로 많은 기업이 TDF를 디폴트옵션으로 지정하기 시작하였다. Vanguard 자료에 따르면 2019년 기준 디폴트옵션 펀드는 TDF가 98%, 밸런스형 펀드와 MMF 및 안정가치펀드가 각각 1%씩 차지하고 있다. 이처럼 급속하게 성장한 이유는 연금보호법 이후 기업과 퇴직연금사업자가 법적인 부담 없이 TDF를 디폴트옵션으로 지정할 수 있었고 TDF가 퇴직연금 운용에 적합한 장기투자 상품이라는 공감대가 형성되었기 때문이다.

-
- 1) 디폴트옵션은 정책당국에 의해 승인된 운용상품을 디폴트로 지정하여 투자에 무관심하거나 이를 어렵게 생각하는 DC형 가입자의 투자 운용을 지원하며 때때로 이들의 선택을 유도하는 자유주의적 개입 방식이다.
 - 2) 연금보호법 이전에는 일부 기업들만이 디폴트 제도를 시행하고 있었는데, 노동법이나 근로자 보호 등에 관한 규정들로 인해 디폴트 방식의 채택에 제한이 많았다. 정부는 2000년대 초반 이러한 디폴트 제도의 강력한 효과를 밝힌 행동경제학의 연구 결과들을 근거로 이를 제도적으로 지원하는 연금보호법을 도입할 수 있었다.
 - 3) 적격디폴트투자상품은 연금보호법 이전까지 MMF나 채권형 안정가치펀드 등 보수적인 투자상품으로 한정되었다. 이러한 상품을 디폴트옵션으로 지정할 경우 사업주는 운용 결과에 대해 면책을 받을 수 있다.

스웨덴의 PPM(Premium pension system)은 정책당국의 기대와 달리 많은 연금가입자가 비합리적으로 투자를 결정하고 있음을 확인하고 디폴트옵션을 강조하게 된 사례가 된다. 스웨덴 정부는 PPM을 처음 도입할 당시인 2000년에는 캠페인을 통해 연금가입자가 자신들의 펀드를 직접 선택하는 것을 권장하였다. 그러나 매 4~5년마다 퇴직연금 가입자의 투자 운용 행태와 성과를 검토해오면서, 스웨덴 정부는 연금가입자들이 일반적으로 금융 문해력을 가지고 있지 않고 투자에 관심이 낮을 뿐 아니라 행태적 편의도 겪고 있음을 확인하였다. 현재 스웨덴 정부는 이러한 점에 비추어 TDF 유형의 세대 펀드로 구성된 디폴트옵션 펀드를 추천하고 있다. 스웨덴 정부는 PPM 도입 초기 개인들의 합리적인 의사결정을 존중하는 정책에서 연금가입자의 수준에 맞추어 이들을 지원하는 정책으로 전환한 것이다.

일본의 경우, 디폴트옵션제도가 잘 안착하지 못하여 2016년 확정기여연금법의 개정이 이루어진 상황이다. 법 개정이 있기 전까지 보면, 신규 가입자의 디폴트옵션 선택 비율이 15% 수준으로 매우 낮았고 기업 중 96% 이상이 원금보장형 상품을 디폴트옵션으로 지정하고 있었다. 이에 확정기여연금법 개정안에는 투자신탁의 디폴트옵션 지정을 촉진하는 방안으로 디폴트옵션 상품에 대한 정성적 기준이 마련되었다. 정성적 기준은 특정한 운용상품의 배제나 포함을 명시하지 않으나, 물가 변동 리스크에 대비하고 분산투자 효과에 이바지하는 상품을 요구하고 있다. 근로자의 위험선호에 따라 원금보장형 상품도 정성적 기준을 충족할 수 있으나 분산투자 상품이 대체로 그러한 기준에 더 적합하여 디폴트옵션 상품의 변화를 기대하고 있다. 여기에 더하여, 운영관리기관은 디폴트옵션 상품에 관한 운용 방침이나 수수료 공제 후의 수익 전망 등을 이미지화하는 등 노사가 판단하기 쉽도록 정보를 제공해야 하고 가입자에게도 디폴트옵션의 이익 전망 및 손실의 가능성, 선정이유 등을 알려야 한다. 또 다른 조치로는 특정 기간이 지난 후 운용을 지시하지 않을 때 디폴트옵션의 상품을 선택한 것으로 간주하는 옵트아웃 방식의 절차 규정을 구체화하고 있다. 이러한 제도적 변화는 일본에서도 해외와 같이 장기투자에 적합한 디폴트옵션 상품의 지정과 넛지 방식의 절차를 중요하게 받아들이고 있음을 시사하고 있다.

국내외 디폴트옵션제도의 비교와 시사점

우리나라의 디폴트옵션제도는 근로자가 퇴직연금사업자로부터 디폴트옵션 관련 정보를 받고 그중 하나의 상품을 본인의 디폴트옵션 상품으로 지정하는 방식이다. 즉 하나의 특정한 디폴트옵션 상품을 사전에 지정하여 DC형 가입자의 선택을 요구하지 않는 해외 디폴트옵션제도와 다르게 설계되어 있다. 우리나라 제도는 DC형 가입자가 여러 디폴트옵션 상품 중 최종적으로 하나를 선택하기 때문에 이들의 선택권을 보호한다는 의미가 있다. 그러나 DC형 가입자에게 투자상품의 선택을 요구하는 것이어서 디폴트 방식을 통해 투자 선택에 어려움을 가진 이들의 의사결정을 지원하는 디폴트옵션 본연의 기능이 약화될 수 있다. 따라서 정부는 디폴트옵션제도를 시행하면서 이러한 방식으로 인한 문제점과 개선할 점들을 잘 살펴야 할 것이다.

미국이나 일본은 기업들이 디폴트옵션으로 장기투자에 적합한 상품을 지정하도록 제도적인 장치를 두고 있다. 미국에서는 적격디폴트옵션 조항을 두고 있고 일본은 그 대신 디폴트옵션의 정성적 기준과 정보 제공, 투자자 교육에 중점을 둔 제도를 마련하고 있다. 우리나라에서도 DC형 가입자들이 디폴트옵션 상품 내 장기투자에 적합한 상품의 선택이 중요하다는 점을 인식할 수 있도록 효과적인 정보 제공이나 투자자 교육 등을 잘 마련해야 할 것이다. 다른 한편, 퇴직연금사업자들은 디폴트옵션을 잘 구성하고 상품 설명을 알기 쉽게 잘 고안하여 투자에 무관심하거나 금융 문해력이 낮은 DC형 가입자의 올바른 선택을 지원할 필요가 있다. 그리고 퇴직연금사업자 간 디폴트옵션 경쟁이 이러한 방식으로 이루어져 이번에 마련한 디폴트옵션제도가 DC형 가입자의 수익률 제고로 이어지는 계기가 되기를 기대해 본다.

ZOOM
-IN미국 SEC의 새로운 공매도 보고 규칙
제안의 주요 내용

- 2021년 미국 주식시장에서는 일부 기관투자자들의 공매도에 맞서 밈 주식 투자자들이 결집하여 주가를 폭등시키면서 공매도 거래가 사회적 관심을 받게 되었으며, 이 과정에서 개인투자자들은 공매도 거래 활동 감시 등을 위한 공개된 자료가 부족함을 주장
- 여러 기간에 걸쳐 SEC는 공매도 관련 시장 투명성 확대를 위한 여러 가지 공개 제안을 내놓은 바 있으며, 이러한 흐름의 일환으로 기관투자운용사에게 월 말 공매도 포지션 및 총 공매도 포지션에 영향을 미치는 일일 거래 활동을 보고하도록 하는 새로운 공매도 보고 규칙을 제안
- 일각에서는 기관투자운용사의 공매도 정보를 공개하는 것에 대해 부정적인 의견을 표하고 있으나, SEC는 이번에 제안된 규칙을 통해 기관투자운용사의 공매도 포지션이 일반에게 공개됨에 따라 시장 참가자들에게 개선된 시장 투명성을 제공할 것으로 기대

- 2021년 미국 주식시장에서는 일부 기관투자자들의 공매도에 맞서 밈 주식(meme stocks) 투자자들이 결집하여 주가를 폭등시키면서 공매도 거래가 사회적 관심을 받게 됨
 - 2020년 미국 온라인 커뮤니티인 레딧(Reddit)에 개설된 주식 토론방 월스트리트베츠(Wall-StreetBets)에서 개인투자자들이 집중적으로 매수하는 종목이 나타났고, 이들 주식을 밈 주식이라고 부르기 시작
 - 기관투자자들은 기업가치가 과대평가되어 주가가 하락할 것으로 예상되는 회사의 주식을 차입하여 공매도함으로써 차익을 실현
 - 인터넷에서 조직화된 다수의 개인투자자들은 기관투자자들이 공매도한 회사의 주식을 대량으로 매수하여 주가를 부양하는 사태가 발생하였으며, 기관투자자는 손실을 줄이기 위해 공매도한 주식을 비싼 값에 매입할 수밖에 없는 숏 스퀴즈(short squeeze)가 발생
 - 대표적인 밈 주식으로는 미국의 게임 유통회사 게임스톱(GameStop), 극장 체인 AMC 등으로 온라인 토론방에서 정보를 공유하며 이들 주식을 대량으로 매입한 개인투자자들은 주가를 폭등시켜 공매도 세력에 막대한 손실을 끼침
 - 이 과정에서 개인투자자들은 시장 조작, 공매도를 이용한 잠재적 사기, 공매도 거래 활동 등의 감시를 위한 공개된 자료가 부족함을 주장하는 온라인 토론을 진행하였으며, 이들은 시장에서 거래할 수 있는 물량보다 더 많은 주식이 공매도되고 있다고 보고 있으나 공개된 자료가 부족하여 이를 직접적으로 확인할 수 없다는 불만을 토로

- SEC는 도드-프랭크법에 따라 상장된 모든 기업의 주식에서 공매도된 물량이 어느 정도인지에 대해 자료를 수집하고 이를 공개해야 하지만 이행하지 않고 있으며¹⁾, 2012년까지 주식 차입에 관한 정보 공개를 강화하는 내용의 규칙을 제정하고 종목별 공매도 물량도 최소 1개월에 1회 이상 공표하기로 했지만 미루어지고 있음
 - 현재 미국에서 공매도와 관련된 공개 및 비공개 데이터는 FINRA(Financial Industry Regulatory Authority) 및 거래소를 중심으로 제공
 - FINRA와 대부분의 거래소는 일간으로 집계된 공매도 거래량 자료를 수집하여 1개월 지연 공시하고 있으며, 일부 거래소는 몇몇 특정 데이터를 유료로 제공하기도 하며, FINRA는 브로커-딜러 회원사의 공매도 데이터를 매월 2회 수집 및 집계한 후 거래소에 유료로 제공
 - 거래소에 상장되지 않은 장외증권의 경우 FINRA가 집계된 공매도 잔량(short interest)²⁾ 자료를 게시
 - SEC는 정보의 가시성 향상 및 시장 감시를 위한 공매도 보고체계가 필요하다고 판단
 - 이미 Nasdaq, NYSE, National Investor Relations Institute는 개별 공매도 포지션의 공개를 요구하는 청원을 SEC에 제출한 바 있음
 - 청원자들은 공매도 포지션 공개가 부족하면 해당 증권의 시장 움직임을 정확하게 평가하는 투자자의 능력이 손상될 수 있음을 우려하고 있으며, 공매도 포지션의 공개는 투자자가 시장 움직임을 보다 정확하게 평가하여 정보에 입각한 투자결정을 할 수 있게 하고, 시장 조작 행위를 감소시키며, 시장에 대한 투자자 신뢰를 높일 수 있다고 주장
- 여러 기간에 걸쳐 SEC는 공매도 관련 시장 투명성 확대를 위한 여러 가지 공개 제안을 내놓은 바 있으며, 이러한 흐름의 일환으로 공매도 포지션 보고 강화를 내용으로 하는 공매도 보고 규칙(rule 13f-2)을 제안
- SEC는 시장 참가자들 및 규제기관이 시장에서 어떠한 일이 발생하고 있으며 공매도가 주식의 가격에 어떠한 영향을 미치는지를 이해하는 데 도움이 될 것으로 기대
 - 보고 주체는 기관투자운용사(institutional investment managers)로 투자자문, 은행, 수탁자, 보험회사, 중개인, 연기금 등이 이에 해당하며, 이들은 새로운 규칙 13f-2에 따라 보고일 말 후 14일 이내에 표지 및 2개의 정보표로 구성된 Form SHO에 다음의 정보를 기록한 후 전자공시 사이트(EDGAR)에 보고
 - 1) 표지: 보고자의 기본 정보(이름, 직위, 직장 및 회사 전화번호, 회사 주소 등) 및 보고 일자
 - 2) 정보표 1: 아래의 경우 중 어느 하나에 해당하는 경우 주식 수 및 달러 가치로 표시된 월 말 총 공매도 포지션 정보

1) 2008년 10월, SEC는 임시 규칙 10a-3T를 채택하여 기관투자운용사에 대해 옵션을 제외한 Section 13(f) 증권의 공매도 포지션에 대해 주 단위의 비공개 보고서를 제출하도록 요구하였으며, 임시 규칙 10a-3T가 만료되는 2009년 8월에는 시장 품질과 투명성을 더욱 강화하고 공매도 남용을 해결하기 위해 추가적인 조치가 필요한가를 계속해서 조사할 것이라고 밝힌 바 있음

2) <https://www.finra.org/investors/insights/short-interest>

- ① (SEC에 보고하는 회사의 증권) 보고월의 마지막 결산일 정규 거래시간이 종료될 때 총 공매도 포지션이 1천만달러 이상
 - ② (SEC에 보고하는 회사의 증권) 보고월의 마지막 결산일 정규 거래시간이 종료될 때 발행주식 대비 월 평균 총 공매도 포지션이 2.5% 이상
 - ③ (SEC에 보고하지 않는 회사의 증권) 보고월의 마지막 결산일 정규 거래시간이 종료될 때 총 공매도 포지션이 500,000달러 이상
 - 공매도에 대한 보다 완전한 관점을 제공하고 반대 포지션에 대한 일관성 없는 보고를 피하기 위해 '총액' 기준으로 보고하며, 공매도 포지션 중 '완전 헤징', '부분 헤징', '헤징되지 않음'을 표시하고 각각이 총 공매도 포지션에서 차지하는 비율을 표시
 - 3) 정보표 2: 보고 기간 동안의 총 공매도 포지션에 영향을 미치는 일일 거래 활동
 - 공매도 포지션을 감소 또는 증가시키는 활동(콜옵션 행사, 지분증권의 양도, 매도 포지션을 생성하거나 증가시키는 풋옵션 행사, 전환사채의 주식전환 요구 헷징을 위한 공매도 포지션 등)
 - SEC는 기관투자운용사(보고 주체)의 신원이 드러나는 Form SHO의 모든 정보는 기밀로 취급할 예정
 - 제안된 Form SHO로 제공된 정보로부터 취합된 집계 데이터만 게시할 계획
- SEC는 Form SHO에 보고된 정보를 기반으로 보고월 말 이후 1개월 이내에 다음의 집계 데이터를 EDGAR에 게시할 계획
- 공매도 대상 증권 발행인의 성명 및 발행인과 관련된 기타 식별 정보
 - 보고월의 마지막 결산일 정규 거래시간이 종료될 때 주식 수 및 달러 가치로 표시된 보고 주체의 총 공매도 포지션
 - 총 공매도 포지션 중 '완전 헤징', '부분 헤징', '헤징되지 않음' 표시 및 각각이 총 공매도 포지션에서 차지하는 비율
 - 모든 보고 주체에 걸쳐 집계된 각각의 증권별 총 공매도 포지션의 순 활동(net activity)
 - 하나의 증권에 대해 보고 주체별로 보고된 매도 주식수와 매수 주식수를 각각 합산한 후 상계한 주식 수
- 이번 SEC의 제안에는 브로커-딜러가 자신의 계정 또는 브로커-딜러가 보유한 다른 사람의 계정에서 수행한 특정 매수 주문에 대해 '매수 청산(buy to cover)'으로 표기하도록 하는 규칙이 포함(rule 205)
- 브로커-딜러가 공매도 청산 목적의 매수 주문을 수행할 경우 해당 주문을 '매수 청산(buy to cover)'으로 식별할 것
 - 또한 선의의 시장조성(bona fide market making) 활동과 관련하여 시장조성자가 실행한 공매도의 경우 이러한 사실을 표시할 것

- CAT NMS Plan³⁾은 브로커-딜러에게 매도 주문 및 몇몇 공매도 주문에 있어 ‘롱(long)’, ‘숏(short)’, ‘숏 면제(short exempt)⁴⁾’로 매도 주문을 식별하도록 하고 있지만, 기존 공매도 포지션 청산 및 시장조성자의 Regulation SHO의 확보요건(locate requirement)⁵⁾ 예외사항인 선의의 시장조성을 위한 공매도 주문에 대해서는 별도의 식별 요건이 없음

□ SEC는 이번에 제안된 규칙을 통해 기관투자운용사가 Form SHO에 따라 매월 공매도 포지션을 SEC에 보고하고 이를 공개함으로써 공매도 시장 참가자들에게 개선된 시장 투명성을 제공할 것으로 기대

- SEC는 이번 제안에 의해 조성된 데이터는 공매도 거래를 기존에 비해 자세히 구분⁶⁾함으로써 투자자들의 공매도 시장에 대한 믿음을 회복하고, 이들의 투자 의사 결정에 도움이 될 것으로 보고 있음
- 또한 SEC는 해당 데이터를 통해 규제기관이 중요한 시장 이벤트를 보다 철저히 규명할 수 있을 것으로 예상

□ 한편 일각에서는 기관투자운용사의 공매도 정보를 공개하는 것에 대해 부정적인 의견을 제기

- 공매도를 통한 차익 실현으로 수익을 발생시키는 헤지펀드들은 자신들을 대표하는 Managed Funds Association의 성명을 통해 헤지펀드가 이미 높은 규제를 받고 있다고 주장하면서, 규제기관에 시장 투명성을 높이기 위해 다른 방법을 사용할 것을 촉구⁷⁾
 - 또한 헤지펀드들은 포트폴리오 위험을 제거하기 위해 공매도를 활용하는 경우가 많은데, 공매도 포지션을 공개할 경우 투자전략이 노출될 수 있음을 우려
- 기관투자운용사가 공매도 포지션을 공개할 경우 다른 투자자들도 이를 추종하여 공매도 거래를 늘릴 가능성이 높고, 이에 따라 주식 차입에 소요되는 비용 증가 우려
- 공매도에 관한 더 많은 정보를 확보한다고 해서 시장의 변동성을 높이는 숏 스퀴즈를 예방할 수 있을지 불확실하다는 의견도 존재

선임연구원 공경신

3) 규제기관이 시장 상황을 보다 효율적, 효과적으로 재구성하고 시장을 감독하며 부정행위를 조사할 수 있도록 하는 감사 추적 시스템

4) ‘숏 면제’란 Regulation SHO에 따라 규제되는 업틱룰이 면제되는 공매도 주문을 의미

5) SEC는 Regulation SHO를 통해 무차입 공매도의 남용과 결제 불이행을 억제하기 위해 확보요건(locate requirement)과 상쇄 거래요건(close-out requirement)을 규정함. 확보요건에 따라 무차입 공매도는 원칙적으로 금지되며, 예외적으로 금융투자업자에 의한 공매도, 시장조성을 위한 공매도, 해당 증권을 소유하고 있음이 분명한 고객을 대신해 수행하는 공매도만 허용함. 상쇄 거래요건에 따라 금융투자업자는 증권의 인도 불이행이 발생하면 동일한 종목의 주식을 매입하거나 차입하여 결제불이행을 종료시킬 의무를 지님

6) 시장조성자, 헤징 등에 따라 영향을 받는 공매도 활동과 기관투자운용사의 추가 방향성에 대한 공매도를 구별

7) Reuters, 2022. 2. 26, U.S. to tighten disclosure rules for investors who short stocks.

ZOOM
-IN

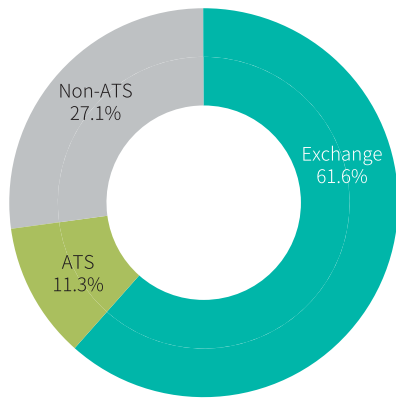
미국과 유럽의 ATS 현황과 규제 논의

- 미국과 유럽에서 ATS(Alternative Trading System)는 오랜 시간 자본시장에 정착되어 보편화됨
- 최근 국내에서 금융투자협회와 함께 7개의 증권사가 다자간매매체결회사(ATS) 설립을 추진하려는 움직임이 있음
- 다자간매매체결회사가 국내에 정착하기 위해서는 자기자본 요건, 주식소유 제한, 거래대상 다양화 등의 제도적 보완이 필요
- 다자간매매체결회사의 최선집행의무(Best Execution)와 관련한 인프라 구축과 거래소-다자간매매체결회사 간 이해상충 해소를 위한 제도적 방안도 필요

- 미국과 유럽에서 ATS(Alternative Trading System)는 오랜 시간 자본시장에 정착되어 보편화됨
 - 대체거래시스템(ATS)은 미국과 캐나다에서 사용하는 용어로, 국내에서는 자본시장법¹⁾에 의해 다자간매매체결회사라 정의하며, 유럽에서는 다자간거래시설(Multilateral Trading Facility: MTF)이라고 지칭
 - 미국은 Regulation ATS, Regulation NMS(National Market System), 유럽은 MiFID II, MiFIR을 기반으로 ATS를 규제
 - 미국과 유럽에서의 ATS는 등록된 브로커-딜러(broker-dealer) 또는 투자회사(investment firm)의 인가업무이자 일종의 거래플랫폼(시설)을 의미
 - ATS는 공개매매체결시스템(Lit Pool), 익명대량매매체결시스템(Dark Pool), Crossing Network(CN)로 구분할 수 있음
 - 2021년 12월 30일을 기준으로 SEC에 등록한 미국의 ATS는 총 62개
 - 미국 ATS의 상장주식 점유율(거래대금 기준)은 2020년도에 전체 시장의 11.3%에 달함
 - 이외에 상장주식 점유율은 정규거래소(exchange)는 61.6%, 장외거래(non-ATS)는 27.1%로 보고됨
 - 2020년도 금융상품별 매매체결 시설의 점유율(거래대금 기준)을 보면, ATS는 중장기국채(43%)에서 가장 높은 점유율을 나타냄
 - 그밖에 증권화상품(22%), 비상장주식과 단기국채(15%), ETF(10%), 회사채(6%) 순으로 나타남

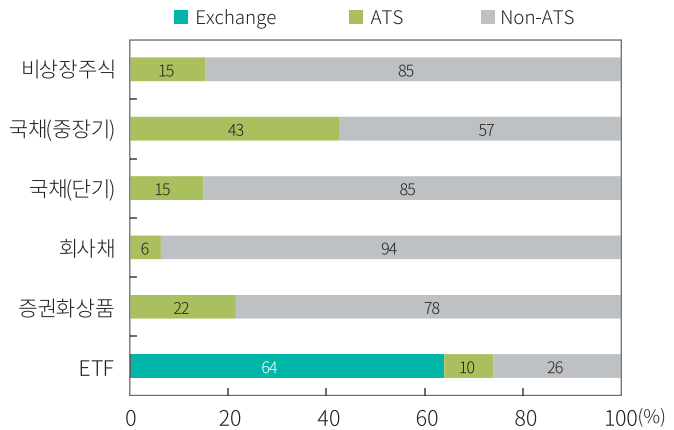
1) 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제8조의2

〈그림 1〉 미국의 매매체결 시설별 상장주식 점유율



주 : 2020년, 거래대금 기준
자료: FINRA

〈그림 2〉 금융상품별 미국 매매체결 시설의 점유율



주 : 2020년, 거래대금 기준
자료: FINRA

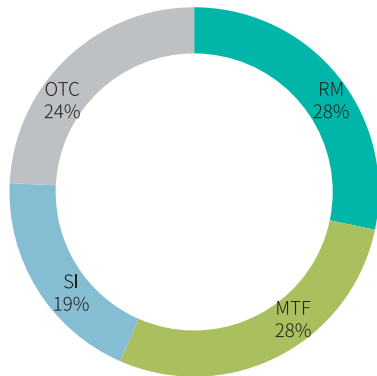
- 2020년에 유럽 MTF는 총 142개로, 상장주식 점유율(거래대금 기준)은 전체 시장의 28%를 차지함
 - 이외에 상장주식 점유율은 RM(Regulated Market)은 28%, OTC(Over-the-Counter)는 24%, SI(Systematic Internaliser)는 19%로 보고됨²⁾
- 금융상품별 매매체결 시설의 점유율(거래대금 기준)은 2018년에 MTF가 ETCs(Exchange Traded Commodities)에서 40%로 나타남
 - 따라서 MTF에서 ETCs³⁾가 가장 높은 매매체결이 이루어졌고, 그밖에 ETNs(27%), 파생-증권화(26%), 파생-금리(14%), 채권(13%), 파생-신용(11%), 파생-주식(1%) 순으로 드러남
 - 이외에 배출권의 경우는 RM(86%)과 OTC(15%), 파생-상품은 RM(98%)과 OTF⁴⁾(2%)에서 만매매체결이 발생

2) RM(Regulated Market)은 정규거래소, OTC(Over-the-Counter)는 장외시장, SI(Systematic Internaliser)는 자가주문업자를 의미

3) ETCs(Exchange Traded Commodities)는 상장지수채권, ETNs(Exchange Traded Notes)는 상장지수증서를 의미

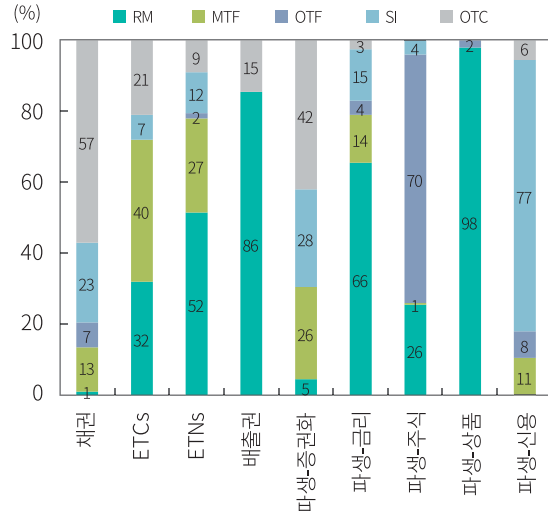
4) OTF(Organised Trading Facilities)는 MTF와 비슷한 거래플랫폼의 일종으로 주식을 제외한 금융상품을 거래

〈그림 3〉 유럽의 매매체결 시설별 상장주식 점유율



주 : 2020년, 거래대금 기준
자료: ESMA

〈그림 4〉 금융상품별 유럽 매매체결 시설의 점유율



주 : 2018년, 거래대금 기준
자료: ESMA

□ 최근 국내에서 금융투자협회와 함께 7개의 증권사⁵⁾가 다자간매매체결회사(ATS) 설립을 추진하려는 움직임이 있음

- 국내의 경우 2013년 자본시장법 개정을 통해 다자간매매체결회사 설립이 가능해졌으나, 아직까지 단 한 개의 다자간매매체결회사도 출범하지 못한 상황
 - 다자간매매체결회사의 출범이 지체된 것은 국내에서 다자간매매체결회사에 대한 인식의 부족과 함께 설립과 운영에 대한 엄격한 규제가 원인으로 보임⁶⁾
- 2022년도 상반기에 금융감독원은 다자간매매체결회사의 인가심사 가이드라인을 발표할 예정⁷⁾
 - 금융투자협회의 주도로 국내 7개 증권사가 참여하는 ATS설립위원회가 예비인가 신청을 할 계획으로 조만간 국내에서도 다자간매매체결회사가 등장할 것으로 전망

□ 다자간매매체결회사가 국내에 정착하기 위해서는 자기자본 요건, 주식소유 제한, 거래대상 다양화 등의 제도적 보완이 필요

- 다자간매매체결회사의 설립여건을 개선하기 위하여 자기자본 요건과 주식소유 제한에 대한 규제에 대한 재검토 필요
 - 다자간매매체결회사의 현재 최저 자기자본은 200억원(투자중개업) 또는 300억원(투자매매업)으로 규정⁸⁾

5) 미래에셋증권, 삼성증권, NH투자증권, 한국투자증권, KB증권, 키움증권, 신한금융투자

6) 김준석, 2015, 다자간매매체결회사 규제의 개선 방향, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2015-08호.

7) 금융감독원, 2022. 3. 28, 2022년도 금융투자 부문 감독·검사방향, 보도자료.

8) 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령」 [별표 1]

- 반면에 미국과 유럽은 별도의 설립 요건이 없으며, 일본의 PTS⁹⁾는 설립 시 자기자본 요건이 3억엔(31억원)¹⁰⁾인 것으로 비추어 보았을 때, 국내의 자기자본 요건은 상당히 높은 수준
- 또한, 다자간매매체결회사는 발행주식총수의 15%를 초과하여 다자간매매체결회사가 발행한 주식을 소유할 수 없도록 규제¹¹⁾
- 이는 소유자의 이해관계에 따라 거래플랫폼이 운영되지 않기 위한 규제로, 다자간매매체결회사와 같은 거래플랫폼은 이해상충 문제가 거래소에 비해 크지 않은 편
- 정규거래소에서 거래하지 못하는 비상장주식, 거래비용이 높은 채권, 최근 시장을 주도하고 있는 ETF¹²⁾ 등을 거래대상으로 확대하는 방안이 필요
 - 국내의 다자간매매체결회사는 증권시장에 상장된 주식 또는 증권예탁증권(DR)만 매매거래가 가능¹³⁾
 - 미국의 ATS와 유럽의 MTF에서는 주식, 비상장주식, ETF, 채권, 옵션, 증권화상품 등의 다양한 금융상품을 거래할 수 있으며, 최근에는 증권형 토큰도 거래가 가능
 - 해외의 경우와 비교 시, 국내의 매매거래가 가능한 대상은 제한적이므로 거래대상을 다양화함으로써 다자간매매체결회사는 운영효율성을 제고하고 수익 다각화를 기대¹⁴⁾
- 다자간매매체결회사에서 공개매수에 대한 적용의 예외를 허용하는 제도적 뒷받침이 필요
 - 다자간매매체결회사는 증권시장 밖에서 주식 등을 5%이상 매수하는 경우에 공개매수를 해야 하는 규제가 있음¹⁵⁾
 - 공개매수 요건은 기관투자자 혹은 외국인투자자의 다자간매매체결회사를 통한 거래 참여를 저해¹⁶⁾하며, 이에 따라 다자간매매체결회사는 유동성 확보에 어려움이 생길 수 있음
- 다자간매매체결회사가 차별화된 거래방식과 다양한 거래서비스를 제공할 수 있도록 자율성을 보장하는 방안이 필요¹⁷⁾
 - 시장운영의 효율성, 안정성, 공정성 등을 저해하지 않는 한에서 거래참가자와 거래방식에 대한 규정을 완화함으로써 다양한 거래방식과 거래서비스를 제공할 수 있는 자율성 부여가 가능

9) PTS(Proprietary Trading System)는 사설거래시스템으로 일본의 대체거래시스템(ATS)을 의미

10) Financial Markets Division Financial Services Agency의 Agenda for Competition among Trading Venues and Alternative Trading Platforms 참고

11) 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제78조제5항

12) 김민기, 2022, 테마형 ETF의 성장과 위험요인, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2022-06호.

13) 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제8조의2제5항

14) 김준석, 2015, 다자간매매체결회사 규제의 개선 방향, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2015-08호.

15) 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제133조제5항

16) 김준석, 2015, 다자간매매체결회사 규제의 개선 방향, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2015-08호; 남길남, 2019, ATS 도입 의의와 제도적 보완 필요성, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2019-08호.

17) 김준석, 2011, ATS의 도입과 시장의 분할, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2011-29호.

□ 다자간매매체결회사의 최선집행의무(Best Execution)와 관련한 인프라 구축과 거래소-다자간매매체결회사 간 이해상충 해소를 위한 제도적 방안도 필요

- (미국) 브로커-딜러에게 최선집행의무를 포괄적으로 부여하고, 트레이딩센터에는 NMS주식에 대해 최선의 가격을 제시하는 곳으로 거래를 회송하도록 의무화(Order Protection Rule: OPR)함으로써 최선집행을 지원하는 구조¹⁸⁾
 - 브로커-딜러는 고객의 주문이 최선의 상황에서 체결될 수 있도록 주문시점과 트레이딩센터를 선택하여 제출하는데, 만일 접수된 주문이 최선의 주문이 아닐 경우 트레이딩센터는 OPR에 따라 다른 트레이딩센터로 주문을 재전송
 - 이에 따라 미국의 ATS는 통합시세분배시스템을 기반으로 주문회송장치를 반드시 갖추어야 하므로 최선집행의무의 인프라 구축 시 높은 초기비용이 발생
- (유럽) 공식적으로 구체화된 기준을 제시하지 않고 있으며, 고객의 주문을 처리하는 시설(MTF)이 자체적으로 최선집행의무를 설정
 - MTF는 시장통합시스템 구축이 필요하지 않으나 거래소와 MTF 간에 호가 교환이 가능한 시스템이 구축되어 있지 않으므로 시장통합이 어려우며, 이에 따른 호가 격차가 발생할 수 있음
- (국내) 최선집행의무는 투자매매업자(또는 투자중개업자)가 투자자의 주문을 처리하기 위하여 최선의 거래조건으로 집행하기 위한 기준을 마련하고 공표하여야 함¹⁹⁾
 - 자본시장법 시행령에 따르면 금융투자상품의 가격, 매매체결 수수료, 그밖에 주문의 규모와 매매체결 가능성을 고려하도록 함²⁰⁾
 - 최선집행을 위한 고려요소는 의미와 중요성의 판단에 주관성이 개입될 여지가 있으며, 최선집행결과의 입증에 대한 요건이 없으므로 최선집행의무 준수의 방법과 절차를 구체화하기 위한 작업이 필요²¹⁾
 - 따라서 최선집행의무 준수를 위해서는 시장간 정보를 통합할 필요가 있으며, 이를 구현하기 위한 인프라가 마련되어야 할 것
- 또한, 다자간매매체결회사의 청산기관으로 지정된 거래소는 다자간매매체결회사에 대한 시장감시 및 감리 권한을 보유하고 청산업무를 수행하도록 함²²⁾
 - 이러한 규제는 비용과 업무의 효율성을 위한 것으로 보이나, 거래소와 다자간매매체결회사 간에 이해상충 문제가 발생할 수 있으므로 해당업무에 대한 공정성을 확보할 수 있는 방안이 필요²³⁾

연구원 맹주희

18) 강소현, 2013, ATS 도입에 따른 합리적 최선집행원칙 도입방안, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2013-18호.

19) 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제68조1항

20) 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령」 제66조의2제2항

21) 이인형·강소현·양진영, 2014, 『주식시장 분할에 따른 시장구조 변화와 감독 및 규제체계 시사점』, 자본시장연구원 조사보고서 14-02.

22) 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령」 제78조1항

23) 김준석, 2015, 다자간매매체결회사 규제의 개선 방향, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2015-08호; 자본시장연구원의 자본시장 인프라 선진화 방안 발표 자료(2011. 7. 4) 참고