

## OPINION

선임연구위원  
이효섭

## 금융시장 변동성 확대에 따른 금융산업 리스크 대응 방향\*

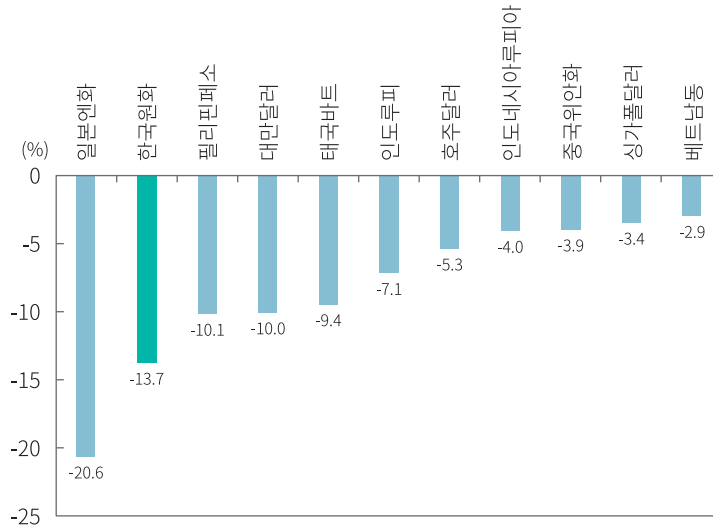
미국 기준금리 인상과 글로벌 경기후퇴 우려가 부각되며 국내 외환시장, 주식시장, 채권시장, 단기자금시장 등 주요 금융시장의 변동성이 확대되고 있다. 특히 전 세계적으로 미국 달러화 강세가 지속되는 가운데 안전자산 선호 현상이 가속화될 수 있어 국내 주가지수와 주요 채권 가격이 하락할 개연성을 배제할 수 없다. 금융시장의 변동성이 단기간에 확대되면 금융회사들은 자금의 운용과 조달 과정에서 손실위험에 노출될 수 있다. 장외파생상품 계약 관련 외화증거금 납부 의무, 국내외 주가지수 하락에 따른 ELS 마진콜 개연성, 시장금리 상승에 따른 보유채권의 손실 위험, 부동산PF 기초 ABCP 차환과정에서 유동성 위험 등이 대표적인 리스크 요인이다. 이에 금융당국은 금융시장의 변동성 완화를 위해 증시안정펀드, 채권안정펀드, 외환시장안정펀드의 설정과 운용에 관한 제도를 마련하고 금융위기 상황에서 공매도 제한과 주요 파생상품의 포지션 한도 설정을 고려할 필요가 있다. 더불어 비은행권 금융회사의 손실로 인해 금융안정을 위협하지 않도록 한은법 개정을 통한 유동성지원 기구 프로그램을 정례화하고, 과거 금융안정기금과 유사한 다양한 유동성지원 제도 마련을 검토할 필요가 있다. 다만 자본시장 안전망 확대에 대한 기대로 금융회사들이 고위험 투자를 늘리지 않도록 손실에 대한 자기책임 원칙을 엄격히 부여하고 금융회사의 선제적 위험관리 강화를 유도하는 것이 바람직하다.

### 금융시장 리스크 점검

최근 원달러 환율은 1,360원을 넘어서며 2009년 4월 이후 가장 높은 수준을 기록했다. 2022년 들어 미국 달러화 대비 원화 가치는 13.7% 하락했는데 일본 엔화를 제외하고는 아시아 주요국 통화 중에서 달러화 대비 하락 폭이 가장 크다(그림 1) 참조). 미국 연준의 기준금리 인상 및 경기 후퇴 우려로 전 세계적으로 미국 달러화 강세가 관찰된 가운데, 한국은 무역수지 적자 및 한미 금리차 역전 등의 이유로 원화 가치 하락세가 지속되고 있다. 외환시장에서 관찰되는 수요와 공급 역시 우호적이지 못하다. 올해 국내 주식시장에서 외국인 투자자는 순매도를 기록하고 있고, 국내 연기금과 개인투자자들은 해외투자 규모를 늘리고 있어 원달러 환율의 상승 압력으로 작용하고 있다. 그뿐 아니라 원달러 환율이 임계수준을 초과하여 상승하면 주요 금융기관들이 상품 운용 과정에서 추가 달러 증거금을 요구받아 원달러 환율의 상승을 초래하는 등 외환시장의 쏠림 우려가 제기되고 있다.

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

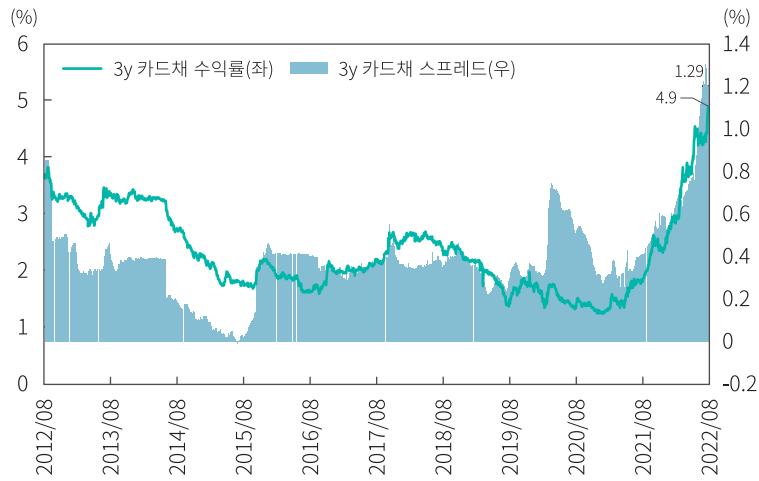
〈그림 1〉 아시아 주요국 통화의 미(美) 달러 대비 가치 변동('22년 기준)



자료: 한국은행 경제통계시스템, 2022년 1월 1일 ~ 2022년 8월 31일 기준

원달러 환율의 상승세가 지속되면 주식시장과 채권시장의 변동성이 동반 확대될 수 있어 주의가 필요하다. 미국 달러화는 안전자산을 대표하는 상품으로 인식되어 미국 달러화 강세가 지속되면 글로벌 기관투자자들은 주식, 회사채 등의 위험자산을 팔고 미국 국채 등 안전자산을 매입하여 주가지수와 회사채 가격이 큰 폭으로 하락할 수 있다. 실제 KOSPI, KOSDAQ 지수는 올해 들어 각각 17%, 22% 하락했는데 2022년 1~8월 동안 외국인 투자자는 국내 주식시장에서 14조원의 순매도를 기록했다. 원화 가치의 하락 추세가 지속되면 외국인 투자자는 국내 주식을 매도할 개연성이 크고 외국인 투자자의 국내 주식 매도는 다시 원달러 환율 상승으로 이어질 수 있다. 회사채 금리도 가파르게 상승하고 있다. 2022년 8월말 현재 3년 만기 AA-, BBB- 등급 회사채 수익률은 4.7%, 10.5%로 2021년말 대비 220bp 상승했다. 동기간 3년 만기 카드채 수익률은 4.9%로 수익률의 절대 수준과 신용 스프레드(120bp) 모두 지난 10년 동안 가장 높은 수치를 기록하고 있다(〈그림 2〉 참조). 한국은행의 기준금리 인상과 경기 후퇴 가능성에 따른 부도위험 증가로 주요 회사채 금리가 빠르게 상승한 것으로 보인다. 원화 가치가 하락하면 원화 채권의 부도 위험이 커져 CDS 프리미엄이 증가하게 되는데, CDS 프리미엄의 상승은 다시 외국인과 기관투자자의 채권 매수 수요를 감소시켜 시장금리의 상승으로 이어질 수 있다.

**〈그림 2〉 3년 만기 카드채 수익률 및 신용 스프레드 추이**



자료: 코스콤(CHECK)

외환시장, 주식시장, 채권시장 못지않게 단기자금시장의 변동성도 확대되고 있다. 2022년 8월말 현재 CD91일물, CP91일물 금리는 2.92%, 3.07%로 2021년말 대비 각각 160bp, 150bp 상승하는 등 전년 대비 단기자금 조달 비용이 약 2배 상승했다. 문제는 저신용 등급 CP금리가 빠르게 상승하고 있어, 일부 기업들은 단기로 자금을 빌리는 데 상당한 어려움을 겪고 있는 것으로 보인다. 2022년 6월말에는 분기말 자금결제 수요가 몰리면서 RP금리가 큰 폭으로 상승했으며 MMF에서 상당한 자금 유출이 관찰되었다. 만약 기업의 차환수요가 증가하는 가운데 CP 발행이 어려워지면 Repo 시장의 결제불이행 위험이 증가하고, MMF에서 자산 급매 현상이 관찰되어 채권시장과 주식시장 전반으로 위험이 확산할 가능성이 있다. 이처럼 금융시장의 변동성이 확대됨에 따라 금융회사들도 자금의 운용과 조달 과정에서 상당한 손실위험에 노출될 수 있다. 이에 본고에서는 금융시장 변동성 확대에 따른 금융회사의 손실 위험을 진단하고 금융회사의 리스크 대응 방향을 제시하고자 한다.

**변동성 확대로 인한 금융회사의 손실위험**

원달러 환율이 임계 수준을 넘어 상승하면 금융회사들은 외환 관련 파생상품 계약에서 상당한 손실을 기록할 수 있다. 예를 들어 외화자산 가치변동 위험을 헤지하기 위해 통화옵션을 매도한 금융회사의 경우, 원달러 환율과 변동성이 동시에 상승하면 상당한 평가손실을 기록할 수 있다. 외국계 은행들과 장외파생상품 계약을 체결한 금융회사들도 원달러 환율 상승시 추가 담보 요구를 받을 수 있다. 외국계 은행들이 국내 금융회사로부터 원화로 담보를 받고 담보 상한이 설정된 경우, 원달러 환율 상승시 담보 가치가 하락해 국내 증권회사들은 추가 담보를 제공해야 한다. 보험회사 역시 원달러 환율 변동에 따른 손실위험에 노출될 수 있다. 보험회사는 보유한 외화자산의 환율 변동 위험을 헤지하기

위해 통화스왑, FX스왑, 통화옵션 등을 활용하는데, 원달러 환율이 단기간에 빠르게 상승하면 보유한 파생상품 계약에서 평가손실을 기록할 수 있다.

주가지수가 단기간에 큰 폭으로 하락하면 증권회사는 ELS 헤지운용 과정에서 상당한 평가손실을 기록할 뿐 아니라 대규모 마진콜 요구를 받을 수 있어 주의가 필요하다. 2020년 3월 코로나19가 전 세계적으로 확산함에 따라 국내외 주가지수가 단기간 30% 내외의 하락을 기록했는데 이때 국내 증권회사는 ELS 헤지 목적으로 보유한 파생상품 매도 포지션에서 평가손실을 기록하고 대규모 외화증거금 납부를 요청받았다. 당시 일부 증권회사는 외화증거금을 추가로 납입하기 위해 외환시장과 FX 스왑시장에서 대규모 달러 매수를 요청하였는데, 이는 외환시장의 수급불균형으로 이어져 원달러 환율이 급격히 상승했으며 원화 단기자금 수요 또한 급격히 증가해 CP금리가 급등하는 등 금융회사의 유동성 위험이 제기되었다. 최근 홍콩H지수는 2020년 3월 및 2016년초 홍콩H지수 관련 위기 당시보다 낮은 수준인 6,550pt까지 하락한바 있으며 유로스톡스, S&P500 지수 등도 높은 변동성을 보이며 하락하고 있어 ELS 헤지운용 관련 위험이 확대되고 있다. 주가지수가 단기간 큰 폭으로 하락하면 보험회사도 변액보험 관련 손실 위험에 노출될 수 있다. 변액보험 비중이 높은 생명보험회사의 경우 국내외 주가지수가 빠르게 하락하면 보증준비금을 쌓아야 하는데, 이때 보증준비금 적립 규모에 따라 상당한 평가손실을 기록할 수 있다.

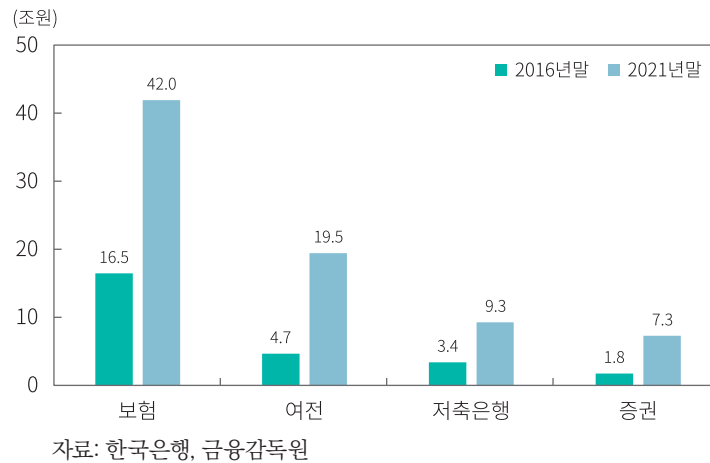
시장금리가 빠르게 상승하면 금융회사들은 보유채권에서 상당한 평가손실을 기록할 수 있다. 2021년말 기준 보험회사, 증권회사의 보유채권 규모는 720조원, 270조원으로 10년전 대비 각각 117%, 145% 증가했다. 2022년 들어 대부분 만기에 걸쳐 국고채와 회사채 수익률이 180bp 내외 상승했기 때문에 금융회사 보유채권의 듀레이션을 1년으로 가정할 경우 보험회사와 증권회사는 채권 포지션에서 각각 12.9조원, 4.8조원 규모의 평가손실을 기록한 것으로 예상할 수 있다.<sup>1)</sup> 보험회사는 시장금리 상승 시 보험부채가 감소하여 보유채권의 평가손실을 일정부분 상쇄할 수 있으나, 증권회사는 국채선물 등을 통해 적극적으로 위험관리를 하지 않으면 보유채권에서 상당한 손실이 발생할 수 있다. 회사채 금리가 빠르게 상승하면서 기업의 부도 위험이 증가하는 것도 위험 요인이다. 최근 한국은행 금융안정보고서에 따르면 2017년 이후 시장금리 하락에도 불구하고 영업이익으로 대출이자를 감당하기 어려운 한계기업과 취약기업의 비중은 꾸준히 증가하고 있으며, 부도 확률이 높은 고위험 기업 비중 또한 증가하고 있다. 2022년 9월말 코로나19 관련 채무상환 유예가 종료되면 한계기업들의 부도 위험이 더욱 증가할 수 있어 저신용 등급 기업 여신 비중이 높은 금융회사의 경우 손실위험이 커질 수 있다.

단기자금시장의 조달 비용이 증가하는 것도 금융회사의 주된 위험 요인으로 꼽을 수 있다. 3개월 A3- CP금리는 2021년 8월말 3.9%를 기록했으나 최근 6.0%로 210bp 증가했다. 일부 여신전문금융회사의 경우 차환수요가 증가하는 가운데, CP 발행이 어려워져 여전채 금리의 상승으로 이어지고 있다.

1) 상당수 보험회사와 증권회사는 국채선물, 금리스왑 등을 활용해 채권금리 상승에 따른 손실위험을 헤지하는 것으로 알려져 있다.

무엇보다 단기자금시장은 부동산PF 등과 연계성이 높아 주의가 필요하다. 보험회사, 여신전문금융회사, 저축은행, 증권회사 등은 비이자 수익 확대를 위해 부동산PF 익스포저를 늘려왔다. 실제 비은행권 금융회사의 부동산PF 대출잔액은 2021년말 78.1조원으로 2016년말 26.4조원 대비 3배 증가했다(〈그림 3〉 참조). 이와 관련해서 유동화를 목적으로 설립된 특수목적회사(SPC)가 부동산PF 대출을 기초로 ABCP 발행을 확대했는데, 단기자금시장의 조달 비용이 증가하고 부동산 경기가 위축되면 ABCP의 차환 발행이 어려워져 관련 채무보증을 수행한 금융회사가 큰 손실을 볼 수 있다. 부동산PF의 경우 부도 상관관계가 높고, 부도 발생시 손실 전이 위험이 크기 때문에 부도 확률이 높은 중순위와 후순위 부동산PF를 중심으로 각별한 모니터링이 필요하다.

〈그림 3〉 비은행권 부동산PF 대출잔액 추이



### 금융산업 리스크 대응 방향

이상을 요약하면 대내외적 요인으로 인해 외환시장, 주식시장, 채권시장, 단기자금시장의 변동성이 확대될 수 있으며, 금융시장의 변동성 확대로 인해 일부 금융회사는 자금의 운용과 조달 과정에서 상당한 손실위험에 노출될 수 있다. 이에 금융당국은 지정학적 리스크 부각, 신흥국 부도 위기 등 예상치 못한 악재가 발생하여 금융시장의 변동성이 추가로 확대되지 않도록 시장안정 프로그램을 제도화할 필요가 있다. 예를 들어 주가지수가 일정 수준 이하로 하락하면 캐피탈 콜(Capital Call) 방식으로 증시안정펀드를 설정하고, 주가지수가 추가로 하락하면 증시안정펀드의 매입을 확대하고 공매도를 금지하며 최악의 경우 주가지수선물의 매도 포지션 한도의 설정을 검토할 수 있다. 채권시장 역시 시장금리가 일정 수준 이상으로 상승하면 캐피탈 콜 방식으로 채권시장안정펀드를 설정하고, 시장금리의 추가 상승시 채권시장안정펀드의 매입을 확대하고 국채선물의 매도 포지션 한도를 설정할 수 있다. 외환시장의 경우 원달러 환율이 일정 수준 이상으로 상승하면 외환시장안정펀드를 설정하고, 원달러 환율의

추가 상승시 외환시장안정펀드로 하여금 달러 매도를 확대하고 주요 연기금과 기관투자자로 하여금 통화스왑, 선물환매도 등의 유도를 검토할 수 있다. 이때 금융회사와 유관기관 등이 증시안정펀드, 채권시장안정펀드, 외환시장안정펀드에 출자하는 금액에 한해 건전성 규제 및 세계 관련 인센티브를 제공하고 해당 펀드들의 이익분배와 손실감면 규정 마련을 검토할 필요가 있다.

다음으로 금융회사의 건전성과 유동성 위험이 커져 시스템리스크로 확대되지 않도록 비은행권 유동성지원 기구 설립 및 운영을 제도화할 필요가 있다. 미국 연방준비은행은 2008년 금융위기와 2020년 초 코로나19 확산 당시 다양한 유동성지원 기구를 설립하여 CP, ABCP, MBS 등을 매입하고 프라이머리딜러(Primary Dealer)에 대한 1일 유동성을 지원한 바가 있다. 이처럼 위기 상황 발생시 주요국 중앙은행의 비은행권에 대한 유동성지원 사례를 참고하여 한국은행도 CP, ABCP, 여전채 등의 매입을 위한 유동성지원 프로그램을 정례화할 필요가 있다. 이를 위해 한은법 개정을 통해 공개시장에서의 매매대상 채권을 CP, ABCP, 회사채 등으로 확대하는 것이 필요하다. 나아가 금융회사의 부실을 사전에 방지하고 이로 인한 대규모 공적자금 투입을 최소화하기 위해 과거 한시적으로 운영했던 금융안정기금 제도를 상시화하는 것이 필요하다.

한편 증시안정펀드, 채권시장안정펀드, 유동성지원 기구 등 자본시장의 안전망이 확대되면 금융회사들이 위험관리를 소홀히 하고, 오히려 고위험 투자를 확대하는 등 부작용이 우려된다. 즉 금융회사가 평상시에는 과도한 이익을 추구하고 위기 상황시 정부로부터 손쉽게 유동성을 지원받도록 하면 금융회사의 도덕적 해이를 초래할 수 있다. 따라서 금융당국은 자본시장 안전망 확대에 앞서 건전성 규제, 충당금 적립 등 금융회사에게 손실에 대한 자기책임 원칙을 엄격히 부여하고 금융회사가 선제적으로 위험관리를 강화할 수 있도록 유도하는 것이 바람직하다.

## OPINION

선임연구위원  
조성훈

## 지속가능성, 이해관계자 자본주의, ESG와 공적시장: LTSE 사례의 시사점\*

장기적 지속가능성, 이해관계자 자본주의, ESG 등은 최근 10여년 간 자본시장에서 가장 집중적인 논의의 대상이 되고 있는 화두이다. 그리고 미국의 LTSE(Long-Term Stock Exchange)는 이러한 가치를 추구하는 기업과 투자자를 위한 시장을 표방하면서 2019년 5월 SEC의 승인을 받아 출범한 미국의 주식 거래소, 즉 공적시장이다. 설립 취지를 달성하기 위하여 LTSE는 상장기업에게 기업의 실적공시를 장기계획과의 관련성 하에서 작성할 것, 단기 실적목표에 연동된 임원 성과급을 금지할 것, 주식 보유기간에 따라 의결권을 늘려주는 'tenure voting' 제도를 도입할 것 등을 요구하고 있다. 2021년 8월 2개의 기업이 LTSE에 최초로 상장된 이후, 현재까지 상장기업의 수는 계속 2개에 머무르고 있다.

LTSE는 기업의 창업자·경영자 그리고 공적시장의 투자자들이 장기적 지속가능성, 이해관계자 자본주의 등에 대하여 어떠한 생각을 갖고 있는지를 알아볼 수 있는 흥미로운 실험의 장을 제공한다. 향후 LTSE의 데이터가 축적되고, 성공 여부에 대한 판단이 어느 정도 가능하게 되면, 이러한 가치의 추구가 공적시장이라는 시스템에 조화롭게 녹아들어갈 수 있는지, 아니면 공적시장보다는 사적시장의 영역에서 더 잘 작동할 수 있는지에 대한 답을 얻는 것도 가능할 것이다.

'단기적 실적이 아닌 장기적 지속가능성의 추구', '주주가치의 극대화를 목표로 하는 주주 자본주의(shareholder capitalism)에서 기업의 다양한 이해관계자의 이익을 폭넓게 고려하는 이해관계자 자본주의(stakeholder capitalism)로의 이행', 'ESG 가치의 추구' 등은 최근 10여년 간 자본시장에서 가장 크게 대두되고 논의의 대상이 되고 있는 이슈이다. 이 이슈에 대하여 논의할 때 제기되는 근본적 질문의 하나는 이러한 새로운 가치의 추구를 300년이 넘는 세월을 거치면서 형성되어 온 주식시장, 그 중에서도 공적시장(public market)<sup>1)</sup>이라는 시스템에 녹여 넣을 수 있는지, 과연 양립할 수 있는 것인지에 관한 것이다. 예를 들어 ESG를 진지하게 추구하는 기업의 회계적 실적이 저조한 경우 공적시장의 투자자들이 그것을 용인할 수 있는지는 불확실하다.<sup>2)</sup>

미국의 신생 거래소의 하나인 Long-Term Stock Exchange(LTSE)는 바로 이 문제의 해결을 목표로 내세우면서 설립된 거래소로서, 그 사례를 살펴보는 것은 제기된 질문에 대한 시사점을 얻을 수 있다는 점에서 의미가 있다고 생각된다.

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

1) 본고에서 '공적시장'은 기업의 주식이 상장되고, 불특정다수의 투자자들이 그 주식을 거래하는 시장을 의미하며, 일반적으로 '거래소(exchange)'가 여기에 해당한다.

2) 2021년 3월 프랑스 기업 Danone의 사례는 이러한 갈등을 잘 보여준다.

## LTSE 개요

미국의 LTSE는 Eric Ries<sup>3)</sup>에 의해 스타트업으로 설립되어 2019년 5월에 SEC의 승인을 받은 전미 증권거래소(national securities exchange)로서, 샌프란시스코에 위치하고 있다. 2016년 7월 Marc Andreessen 등으로부터 Series A 투자를 유치한 이후, 2022년 6월 James Walton<sup>4)</sup> 등으로부터 Series C 투자를 유치하기까지 총 1억 6,940만달러의 자금을 엔젤투자자 및 벤처캐피탈로부터 조달하였다.<sup>5)</sup> SEC 승인 후 코로나19 등의 영향으로 실제 시장 운영의 개시는 상당히 지체되었고, 2021년 8월 26일에 최초로 Asana와 Twilio라는 2개 기업이 LTSE에 상장되어 거래되기 시작하였다. LTSE는 복수 거래소 상장을 허용하고 있으며, 실제로 Asana와 Twilio 모두 뉴욕증권거래소(NYSE) 상장기업이다.

LTSE의 가장 핵심적인 특징은 시장이 추구하는 이념 및 방향성에 있다.<sup>6)</sup> LTSE는 기업의 창업자·경영자가 단기적 실적에 대한 압박 없이 창업 비전에 따른 장기적 목표를 일관성 있게 추구할 수 있는 환경을 제공하는 시장, 단기적 거래자(trader)가 아닌 진정한 기업의 소유자(owner)로서 장기투자자를 우대하는 시장, 그리고 주주 뿐 아니라 모든 이해관계자의 이익을 두루 고려하는 기업을 위한 시장을 표방한다. 이러한 이념을 구현하기 위하여 LTSE는 다음과 같은 5개 원칙에 입각한 상장기준을 마련하여 LTSE에 상장하려는 기업들에게 요구하고 있다.<sup>7)</sup>

첫째, 장기적 초점을 갖는 기업은 다양한 이해관계자를 고려해야 하며, 서로의 성공에 있어서 각자가 담당하는 중요한 역할을 인식해야 한다. 구체적으로 기업은 어떤 이해관계자 집단이 자신의 장기적 성공에 중요한지, 환경 및 지역 공동체에 대한 기업의 영향이 어떠한지, 다양성(diversity)과 포용(inclusion)에 대하여 어떻게 접근할 것인지, 종업원에 대한 투자를 어떻게 할 것인지를 고려하여 경영되어야 한다.

둘째, 장기적 초점을 갖는 기업은 성과를 수년 내지 수십년의 기간에 걸쳐 측정해야 하며, 장기적 의사결정에 우선순위를 두어야 한다. 이를 위하여 기업은 자신이 '장기'로 인식하는 시계(time horizon)가 어느 정도인지, 성과지표를 기업의 장기 시계와 어떻게 일치(align)시켜 설정할 것인지, 장기 시계를 기업전략에 어떻게 반영할 것인지, 기업 조직 전체에 걸쳐 장기에 대한 우선순위 부여를 어

3) Eric Ries는 'The lean startup'의 저자이다.

Ries, 2011, *The Lean Startup: How Today's Entrepreneurs Use Continuous Innovation to Create Radically Successful Businesses*, Crown Publishing.

4) 월마트(Walmart)의 창업자 Walton家の 일원이다.

5) Crunchbase

6) LTSE 외에도 지난 수년간 미국에서는 자신만의 독특한 이념과 전략을 표방한 새로운 거래소들이 등장하였다. IEX는 고빈도 거래의 영향 축소, MIAX Pearl Equities(MIAX)는 옵션거래소 사업을 기반으로 주식시장 점유율 확대 추구, Members Exchange(MEMX)는 회원사(브로커리지 업체)의 이익 대변을 내세우고 있다. MEMX에는 Citadel, Morgan Stanley, Fidelity, Charles Schwab 등 미국의 대표적 증권회사들이 참여하였다.

7) <https://ltse.com>

떻게 실행하는지, 기업의 장기적 성공에 있어서 종업원 및 기타 이해관계자들의 공헌에 대한 보상을 어떻게 할 것인지 등을 고려하여 전략적 의사결정을 내려야 한다.

셋째, 장기적 초점을 갖는 기업은 임원 및 이사의 보상을 장기성과에 일치(align)시켜야 한다.

넷째, 장기적 초점을 갖는 기업의 이사회는 장기 전략 수립에 관여(engage)해야 하고, 장기 성과지표를 이용한 평가를 통하여 명시적 감독(explicit oversight)을 해야 한다.

다섯째, 장기적 초점을 갖는 기업은 자신의 장기 주주들과의 지속적 소통을 통해 이들의 관여(engagement)를 이끌어내야 한다.

LTSE의 이와 같은 설립 이념 및 상장 원칙은 설립자 Ries가 오랫동안 제기해 온 문제인식에 근거하고 있다. Ries는 단기적 회계성과, 단기목표 중심의 공적시장 투자자들로부터의 강한 압박으로 기업 창업자·경영자들이 장기적 관점에서 지속적 혁신을 추구하는 것이 매우 어려우며, 따라서 창업 정신과 비전을 유지하면서 장기적 전략의 추구가 가능하도록 창업자·경영자의 경영권을 강화하는 기업지배구조를 채택해야 한다고 주장한다. 그리고 이러한 기업지배구조를 갖춘 기업들이 상장하고 주식이 거래될 수 있는 새로운 거래소를 설립한 것이다. 그리고 LTSE라는 거래소의 명칭은 이러한 설립 이념을 매우 직설적으로 반영하고 있다.

기업과 장기주주 간 연계를 강화함으로써 단기적 거래자 성격의 주주의 영향을 최소화하고 장기 성과에 대한 책임을 높이기 위하여 LTSE는 주식 보유기간에 비례하여 의결권을 늘려주는 ‘tenure voting’ 제도의 도입을 상장기업에게 요구하고 있다는 것이 두드러진 특징의 하나이다.<sup>8)</sup> 또한 분기별 실적공시는 기업의 장기계획과의 관련성 하에서 작성되어야 할 것을 요구하고 있고, 1년 미만의 실적 목표에 연동된 임원 성과급을 금지하는 등 임원에 대한 단기적 인센티브 부여를 제한하고 있다.

## 평가와 시사점

미국에서 공적시장 투자자들의 단기기업적주의(short-termism), 그리고 상장 후 지분율 하락에 따른 경영권의 약화, 즉 중요 경영의사결정에 대한 통제력의 상실에 대한 우려 때문에 다수 스타트업의 창업자·경영자들이 상장을 주저하며, 이는 1996년 이후 미국의 상장기업 수가 지속적으로 감소한 원인의 하나라는 주장은 대부분 이들 창업자 또는 경영자들로부터 제기되어 왔다.<sup>9)</sup> 공적시장 투자자들이 정말로 단기적인지의 여부에 대해서 학술적 연구들의 결과는 엇갈린다. Asker et al.(2014)은 공개기

8) Tenure voting에 대해서는 당연히 우려와 반론이 존재한다. LTSE에 대한 승인 결정이 내려지기 전 SEC 위원이었던 Robert Jackson Jr.는 이 상장 요건에 대하여 반대하였다.

Wall Street Journal, 2018. 11. 27, Silicon Valley's stock-exchange plan snagged by opposition at SEC.

9) 미국 상장기업 수 감소의 원인에 관한 논의는 조성훈(2021)에 정리되어 있다.

조성훈, 2021, 공개기업 vs 비공개기업, 공적시장 vs 사적시장, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2021-06.

업이 비공개기업에 비하여 덜 투자하고, 투자기회의 변화에도 덜 민감하며, 이러한 현상은 주가가 실적발표(earnings news)에 민감한 산업에서 보다 강하게 나타남을 발견하여 이는 공적시장의 단기기업적주의 압력이 기업의 투자 결정을 왜곡한다는 가설을 지지한다고 주장하였다.<sup>10)</sup> 이와는 약간 다른 관점에서 Starks et al.(2017)은 장기투자자들이 자신의 포트폴리오 구성에 있어서 ESG 경영에 적극적인(high-ESG profile) 기업들의 비중을 높이며, 이 기업들의 부정적 실적이 발표된 후에도 상대적으로 덜 매각하는 등 보다 인내심을 갖고 행동한다는 결과를 발표하였다.<sup>11)12)</sup>

이러한 결과를 통해 볼 때 장기적 성장을 중시하고, 이해관계자 자본주의 및 ESG에 공감하면서 기존의 거래소에 상장을 망설이는 기업(스타트업)들에게 LTSE는 보다 매력적인 상장 시장이 될 수 있으며, 이 시장에는 동일한 성향의 투자자들이 참여할 것으로 기대할 수 있다. 또한 LTSE에 상장되어 있다는 것 자체가 장기적 성장, 이해관계자 자본주의, ESG 등을 중시하는 기업이라는 인증효과를 가질 것이라는 기대도 가능하다. 그리고 Ries는 이러한 기대를 바탕으로 LTSE를 설립했을 것이다. 그러나 실제 현실과 Ries의 기대 사이에는 어느 정도 괴리가 있는 것으로 보인다. 다수의 혁신적이고 유망한 스타트업들이 LTSE에 상장할 것이라는 기대와는 달리, SEC로부터 거래소 승인을 받은 후 처음으로 2개 기업이 상장되기까지 1년 3개월의 시간이 소요되었고, 다시 그 이후 지금까지 추가적 상장이 없다는 것은 무엇을 시사하는가?.

우선 새로 출범한 신생 거래소가 갖는 한계가 있을 수 있다. LTSE가 표방하는 이념에 공감한다고 하더라도 시장에 참여하는 투자자의 규모나 거래량이 어느 정도가 될 것이며 어떤 가치평가를 받게 될지 알 수 없는, 기존 상장기업이 전혀 없는 신생 거래소에 쉽게 상장을 결정하기는 쉽지 않을 것이다. 복수 상장의 허용은 이러한 어려움을 고려한 조치일 가능성이 있다.<sup>13)</sup>

다음으로 Ries의 기대와는 달리 미국 내에서 LTSE의 이념에 공감하는 창업자, 경영자 또는 초기 투자자(엔젤투자자 등)가 많지 않으며, 따라서 LTSE의 상장 수요 기반이 예상보다 크지 않을 수도 있다.

또한 이는 LTSE 모델이 아직까지는 공적시장에서 작동하기는 어렵다는 것을 시사하는 것일 가능성도 있다. 장기적 비전의 추구를 위한 경영권 안정, 이해관계자 자본주의 또는 ESG 가치의 추구를 원하고, 기업의 이러한 전략 방향에 동의하고 지원해줄 수 있는 주주를 원한다면 이는 사적시장(private market)에서 보다 효과적으로 실현할 수 있다는 것이 다수 기업들의 판단일 수 있다. 특히 미국은 세계에서 사적시장이 가장 발달한 국가로서 굳이 공적시장으로 가지 않아도 되는 환경을 제공한다.

10) Asker, J., Farre-Mensa, J., Ljungqvist, 2014, Corporate investment and stock market listing: A puzzle?, *Review of Financial Studies* 28, 342-390.

11) Starks, L., Venkat, P., Zhu, Q., 2017, Corporate ESG profiles and investor horizons, SSRN.

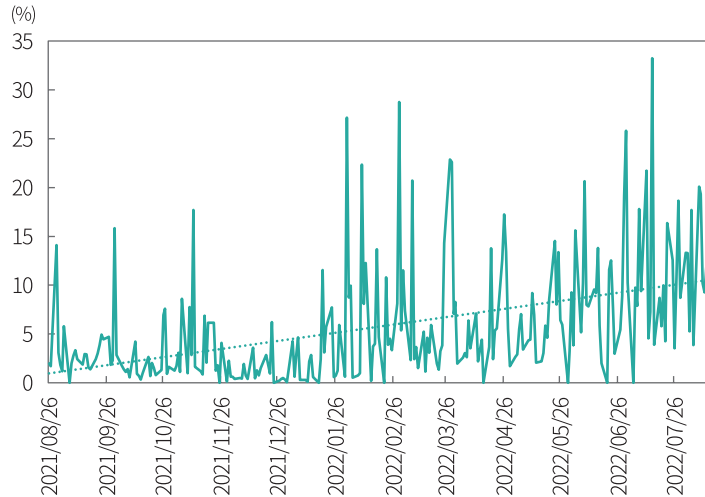
12) Bebchuk(2021)과 같이 공적시장 투자자가 단기적 성향이라는 증거는 없으며, 단기기업적주의의 문제는 경영자 보상체계의 설계를 통해 완화할 수 있다는 반론도 존재한다.

Bebchuk, 2021, Don't let the short-termism bogeyman scare you, *Harvard Business Review*, Jan-Feb.

13) Wall Street Journal, 2021. 6. 24, Twilio, Asana to list on Long-Term Stock Exchange as ESG push continues.

한편 투자자 측면에서 보면 일부 긍정적 가능성이 발견된다. <그림>은 최초 거래가 개시된 2021년 8월 26일부터 2022년 8월 15일 기간 동안 두 개 상장기업 Asana와 Twilio의 전체 거래량(LTSE와 NYSE 거래량의 합)에서 LTSE에서 발생한 거래량의 비중 추이를 보여준다.<sup>14)</sup>

**<그림> NYSE 대비 LTSE 거래 비중 추이**



주 : 2021. 8. 26 ~ 2022. 8. 15 기간 중 LTSE와 NYSE에 동시 상장된 2개 기업(Asana, Twilio)의 전체 거래량 중에서 LTSE에서 발생한 거래량의 비중을 나타냄.

자료: CBOE, Bloomberg 데이터를 이용하여 저자 계산

일별 편차가 매우 크기는 하지만, 두 개 상장기업의 전체 거래량에서 LTSE가 차지하는 비중은 초기 2% 미만 수준에서 최근에는 10%를 상회하는 수준으로 추세적으로 증가하는 모습을 보여준다. 장기투자자를 위한 시장을 표방하는 LTSE의 성격상 LTSE의 거래회전율은 NYSE에 비하여 낮을 것이다. 그럼에도 불구하고 거래 비중이 증가한다는 것은 이 시장에 참여하는 투자자 기반이 점차 커지고 있다는 것을 시사한다. 또한 최근(2022년 6월)까지도 벤처캐피탈 등으로부터 상당한 규모의 투자를 유치할 수 있었다는 것은 LTSE의 가능성을 긍정적으로 평가하는 투자자들이 존재한다는 것을 보여준다.

연구자들에게 LTSE는 기업의 창업자·경영자 그리고 공적시장의 투자자들이 장기적 지속가능성, 이해관계자 자본주의 등에 대하여 어떠한 생각을 갖고 있는지를 알아볼 수 있는 흥미로운 실험의 장을 제공하고 있다. 전술한 몇 가지 가능성들에 대한 답을 얻기 위해서는 실증적 분석에 의한 뒷받침이 필요하다. 시간이 흘러 LTSE의 세부적 데이터들이 축적되면 이에 대한 의미 있는 연구와 LTSE의 성공 여부에 대한 보다 분명한 평가가 가능해지고, 그로부터 본고의 모두에서 제시한 질문, 즉 최근 대두되고 있는 새로운 가치들을 공적시장에서 담아낼 수 있는지에 대한 답을 얻을 수 있을 것이다.

14) LTSE는 아직까지 개별 기업의 거래량 데이터를 제공하지 않고 있다. <그림>에서 LTSE 거래량은 CBOE가 제공하는 거래소별 거래량 데이터, 기업별 NYSE 거래량은 Bloomberg 데이터를 이용하였다.

ZOOM  
-INEU의 가상자산시장(MiCA) 법안의  
주요 내용

- EU는 세계 최초로 가상자산 기본법인 MiCA 법안에 합의하였고, 2024년 시행 예정
- MiCA는 EU의 기존 금융서비스 관련 법령의 적용을 받지 않는 가상자산의 발행 및 거래에 관한 투명성, 가상자산에 대한 공시의무, 내부자거래 규제, 발행인 자격요건 규제, 인증 및 관리·감독을 내용으로 함
- 국가별로 상이한 입법 체제를 끝내고 EU 차원의 가상자산에 대한 규제는 법적 명확성을 제공하고 투자자를 보호하며 시장의 건전성 및 금융안정성을 도모하게 될 것으로 기대

- 2020년 9월 24일 EU 집행위원회(European Commission: EC)는 핀테크 분야의 기술 경쟁력을 향상하는 동시에 금융 위험을 완화해 유럽 경제의 금융안정성을 보장하는 것을 목표로 하는 새로운 디지털 금융 패키지(New Digital Finance Package)를 채택
  - 새로운 금융 패키지에 가상자산에 대한 포괄적인 새로운 입법인 MiCA(Markets in Crypto-Assets)법안의 제안이 포함됨
    - 168페이지에 달하는 MiCA 문서는 현재 규제 범위 밖에 있는 스테이블코인과 가상자산 서비스 제공업자인 CASP(Crypto Asset Service Provider)<sup>1)</sup>의 규제에 초점이 맞춰져 있음
    - MiCA는 EU의 기존 금융서비스 관련 법령의 적용을 받지 않는 가상자산에 관하여 혁신 및 공정한 경쟁을 지원하는 규제 체계를 마련함으로써 법적 명확성을 제공함과 동시에 투자자 보호와 시장의 건전성 및 금융의 안전성을 도모하기 위함
  - 유럽의회의 경제통화위원회(Economic and Monetary Affairs Committee)는 2022년 3월 14일 세계 최초의 가상자산에 관한 단독법안이라고 볼 수 있는 MiCA 법안을 31대 4(기권 23표)로 가결
  - 2022년 6월 30일에 EC, EU 의회(European Parliament), 27개 회원국은 2년 만에 가상자산 기본법인 MiCA 법안에 합의하였고<sup>2)</sup>, 2024년 시행 예정
    - MiCA는 가상자산의 발행 및 거래에 관한 투명성, 가상자산에 대한 공시의무, 내부자거래 규제, 발행인 자격요건 규제, 인증 및 관리·감독을 내용으로 함

1) 'crypto-asset service provider' means any person whose occupation or business is the provision of one or more crypto-asset services to third parties on a professional basis(MiCA §3.1(8)).

2) Council of the EU, 2022. 6. 30, Digital finance: agreement reached on European crypto-assets regulation (MiCA), Press release.

## □ 가상자산과 관련된 위험 규제(Regulating the risks related to crypto-assets)

- MiCA는 ‘가상자산(crypto-asset)’의 개념을 ‘분산원장기술(distributed ledger technology: DLT)<sup>3)</sup> 또는 이와 유사한 기술을 활용하여 전자적 방식으로 이전 또는 저장되는 가치 또는 권리를 디지털로 표시한 것’으로 정의<sup>4)</sup>
  - 기존 증권규제의 기준이 되는 양도증권은 권리의 속성(양도성, 유통성, 표준화)과 함께 권리의 내용(주식, 사채 등)을 함께 포함하여 그 개념을 규정하고 있으나(MiFID §4.1(15)), MiCA는 ‘분산원장기술 또는 이와 유사한 기술을 활용하여’라는 문구를 사용하면서 분산원장기술을 중심으로 가상자산을 규정
  - 가상자산 서비스(Crypto-asset service)는 제3자를 대신하여 가상자산의 보관 및 관리, 가상자산 거래 플랫폼의 운영, 법정 통화와 가상자산의 교환, 서로 다른 가상자산 간의 교환; 제3자를 대신하여 가상자산에 대한 주문의 실행, 수신 및 전송, 가상자산의 모집, 가상자산 투자에 대한 자문을 제공하는 활동을 의미<sup>5)</sup>
- MiCA는 가상자산 투자와 관련된 위험으로부터 소비자를 보호하고 사기적인 거래(fraudulent schemes)를 예방할 수 있도록 함
- 또한 시장조작과 내부자거래(market manipulation and insider dealing) 등 모든 유형의 거래 또는 서비스와 관련된 시장의 남용에 대해 규제
  - 현재는 소비자들이 EU 밖에서 가상자산 거래가 이루어진 경우 보호 또는 구제받을 수 있는 권리가 매우 제한적이었으나, 새로운 규정으로 가상자산 서비스 제공자들은 소비자의 자산을 보호하기 위한 강력한 요건을 갖추어야 하며, 가상자산 투자로 인한 손실에 대해 책임을 지게 됨

## □ MiCA가 규제하는 가상자산의 범위와 유형 및 적용 예외

- 금융상품시장지침(Markets in Financial Instruments Directive: MiFID) 및 전자화폐지침(Electronic Money Directive: EMD)에 따라 이미 금융상품 또는 전자화폐(e-money)로 정의된 가상자산은 MiCA의 규제 범위 밖에 있음
- MiCA는 제2금융상품시장지침(2nd Markets in Financial Instruments Directive: MiFID II)에 의해 기존 EU 금융서비스법에서 금융상품으로 다루어지지 않는 가상자산을 규제하는 것을 목표로 함
  - 적용 가능 여부는 금융상품 발행에 사용된 기술(형태보다 실질)이 아니라 금융상품의 내용에 따라 다름

3) ‘distributed ledger technology’ or ‘DLT’ means a type of technology that support the distributed recording of encrypted data(MiCA §3.1(1)).

4) ‘crypto-asset’ means a digital representation of value or rights which may be transferred and stored electronically, using distributed ledger technology or similar technology(MiCA §3.1(2)).

5) MiCA §3.1(9)

- MiCA는 가상자산을 자산준거토큰(asset-referenced token), 전자화폐토큰(electronic money token), 그 외 가상자산(crypto-assets, other than asset-referenced tokens or e-money tokens)으로 분류(유틸리티토큰(utility token)은 그 외 암호자산 중 일부)
  - 자산준거토큰: 복수의 법정화폐, 하나 또는 복수의 가상자산 또는 그러한 자산조합의 가치에 준거하여 안정적인 가치를 유지하는 것을 목적으로 하는 유형의 가상자산으로 상품 및 서비스를 구입하기 위한 지불 수단이자 가치 저장소의 역할을 함<sup>6)</sup>
  - 전자화폐토큰(e-money tokens): EU의 Directive 2009/110/EC<sup>7)</sup>에 정의된 전자화폐와 같이 교환수단으로 이용될 수 있는 것을 주목적으로 하고 법정화폐의 가치에 준거하여 안정적으로 가치 유지를 목적으로 하는 유형의 가상자산<sup>8)</sup>
  - 유틸리티토큰: 분산원장기술(DLT) 네트워크에서 사용할 수 있는 애플리케이션, 서비스 또는 리소스에 대한 전자적 접근을 디지털 방식으로 제공하기 위해 비재무적 목적으로 발행하는 토큰으로 그 토큰의 발행인만이 수령하는 유형의 가상자산<sup>9)</sup>
- MiCA는 다음에 해당하는 가상자산에는 적용되지 않음
  - Directive 2014/65/EU의 제4조 제1항, 제15항에 정의에 따른 금융상품(financial instruments)
  - 전자화폐(electronic money)(Directive 2009/110/EC의 제2조 제2항에 정의된 대로 이 규정에 따라 전자화폐 토큰으로 자격이 되는 경우 제외)
  - 예금(deposits)(유럽 의회 및 이사회 49 Directive 2014/49/EU의 제2조 제1항, 제3항에 정의에 따름)
  - 구조화 예금(structured deposits)(Directive 2014/65/EU의 제4조 제1항, 제43항에 정의에 따름)
  - 증권화(securitisation)(유럽 의회 및 이사회 50 Regulation (EU) 2017/2402의 제2조 제1항에 정의에 따름)
- MiCA는 다음의 개인 및 법인은 적용되지 않음
  - 통화 또는 기타 공공기관 역할을 하는 유럽 중앙은행(European Central Bank) 및 회원국 중앙은행

6) ‘asset-referenced token’ means a type of crypto-asset that purports to maintain a stable value by referring to the value of several fiat currencies that are legal tender, one or several commodities or one or several crypto-assets, or a combination of such assets(MiCA §3.1(3)).

7) Directive 2009/110/EC - E-Money Directive (EMD2) “electronic money” means electronically, including magnetically, stored monetary value as represented by a claim on the issuer which is issued on receipt of funds for the purpose of making payment transactions as defined in point 5 of Article 4 of Directive 2007/64/EC, and which is accepted by a natural or legal person other than the electronic money issuer(EMD2 §2.2)

8) ‘electronic money token’ or ‘e-money token’ means a type of crypto-asset the main purpose of which is to be used as a means of exchange and that purports to maintain a stable value by referring to the value of a fiat currency that is legal tender(MiCA §3.1(4)).

9) ‘utility token’ means a type of crypto-asset which is intended to provide digital access to a good or service, available on DLT, and is only accepted by the issuer of that token(MiCA §3.1(5)).

- 재보험 및 재재보험 활동(reinsurance and retrocession activities)을 수행하는 보험회사 또는 사업(유럽의회 Directive 2009/138/EC의 정의에 따름)
- 제42조의 목적을 제외하고 도산절차를 수행하는 청산인 또는 관리인
- 모회사, 자회사 또는 모회사의 다른 자회사를 위해 가상자산 서비스를 독점적으로 제공하는 자
- 유럽투자은행(European investment bank)
- 유럽금융안정시설(European Financial Stability Facility) 및 유럽안정메커니즘(European Stability Mechanism)
- 공공 국제기구

□ MiCA에서 스테이블코인(stablecoins)을 명확하게 정의하고 있지는 않지만, 교환 또는 지불 목적으로 사용되는 자산준거토큰과 전자화폐토큰 두 가지 종류를 스테이블코인으로 설명하고 있음 (often described as stablecoin)

- EC는 유럽시장의 금융 안정을 교란시킬 수 있는 글로벌 스테이블코인(global stablecoins)을 경계
  - MiCA는 '중요한(significant) 스테이블코인 발행인을 규제하기 위한 '맞춤형'(bespoke) 프레임워크를 제안하고, 그들이 더 강력한 자본, 투자자 및 EBA(European Banking Authority) 감독 요건을 준수하도록 강제
  - 여기에는 지배구조, 이해충돌, 준비자산, 보관, 투자 및 이에 수반되는 백서에 대한 규칙과 추가 요구사항이 포함
  - EU 관할 지역 내 스테이블코인 발행 및 운영사는 은행과 유사한 시스템의 준비금을 보유해야 하며, 일일 거래량을 2억 유로(약 2712억원)로 제한하는 '상한선' 시스템을 도입

□ MiCA는 가상자산서비스 제공자(CASP) 및 가상자산 발행인에 대해 엄격한 승인 및 운영조건을 규정하고 있음

- 가상자산 서비스를 제공하기 위해서는 회원국 정부로부터 사전 승인을 받아야 하며, 이는 유럽 연합 전역에서 유효하게 적용
  - MiFiD에 의해 금융서비스로 승인된 신용기관 및 기업은 해당 요건에서 제외
  - EU 회원국 중 이미 CASP에 대한 맞춤형 라이선스 체계를 구축한 경우 규제 당국은 기업이 국가 라이선스를 EU 전체에 유효한 MiCA CASP 라이선스로 전환할 수 있도록 간소화된 승인 프로세스를 적용
  - CASP와 관련하여 국가 당국은 관련 정보를 정기적으로 ESMA에 전송
- MiFiD 요건과 유사하게, CASP는 자본 요건, 거버넌스 모델, 직원 교육, 보험 적용 등과 관련된 추가 요건을 적용받음
  - 투자자 보호를 최우선으로 하여 적절한 자산 분리, 자금의 보관, 사업 구조 및 경영인 자격에 대한 추가 의무가 충족되어야 함

〈표 1〉 CASP 유형에 따른 자본 요건

CASP 유형		필요 자본	기타 요구사항
Class 1	제3자를 대신하여 가상자산 주문실행	€50,000	• 서비스 제공자는 실행된 고객 주문에 대해 최상의 결과를 보장하는 효과적인 실행조치를 수립하고 구현하여야 함
	가상자산 모집 (placement)	€50,000	• 고객과의 계약체결 전에 거래비용과 수수료, 절차 및 가격 등 규정된 정보를 명확하게 전달하여야 함
	제3자를 대신하여 가상자산 주문 접수 및 전송	€50,000	• 고객의 주문을 전송할 때 CASP는 고객 주문을 특정 가상자산 거래 플랫폼으로 전달(routing)하기 위한 유인책(보수, 할인 또는 비금전적 혜택)의 수령을 금지
	가상자산에 대한 자문제공	€50,000	• 가상자산 자문업자는 고객으로부터 관련 정보를 수집하고 고객의 가상자산 투자지식과 경험을 평가해야 함 • 제공된 자문은 이 평가와 비교하여 투자위험에 대한 명확한 설명과 경고를 포함해야 함
Class 2	제3자를 대신하여 가상자산의 보관 및 관리	€125,000	• 가상자산 관리인은 고객의 가상자산을 자신의 주소와 분리된 DLT 주소에 보관하여야 함 • 가상자산 관리인은 각 고객에 대해 보유한 가상자산의 위치에 대해 분기별 보고서를 제출해야 함 • 고객은 해킹이나 오작동으로 인한 손실에 대해 가상자산 관리자에게 책임을 물을 수 있음
Class 3	가상자산 거래플랫폼 운영 (다자간거래시설/ 조직화된 거래시설 (MFT/OFT))	€150,000	• MiCA에 명시된 플랫폼에 대한 운영 규칙을 채택하고, 거래 시스템의 운영 탄력성을 보장하기 위해 효과적인 절차 및 조치를 마련하여야 함 • 사업자는 자신의 계정으로 플랫폼에서 거래금지 • 거래 전후 투명성 조항의 적용을 받으며 수수료 구조가 투명하고 공정하며 차별이 없는지 확인하여야 함
	법정통화 또는 가상자산간의 교환	€150,000	• 거래소 운영자는 거래플랫폼에서 실행되는 거래에 대한 가격, 가격결정 방법을 공개하고, 접수된 주문과 체결된 거래의 세부정보를 공개하여야 함

자료: MiCA, Annex IV Minimum capital requirements for crypto-asset service providers

- EU 내의 CASP는 EU 회원국에 등록된 사무소를 가지고 있고, MiCA 제55조에 따라 서비스 제공자로 인증된 법인에 의해서만 제공될 수 있음
  - 등록된 사무실이 있는 회원국의 승인을 통해 국경을 넘어 서비스를 제공할 수 있음

□ 가상자산 발행인은 먼저 특성, 권리, 의무 및 기본 기술에 대한 핵심 정보가 포함된 백서를 발행하여야 하며, 백서는 승인대상은 아니지만 발행 최소 20일 전에 당국과 공유하여야 함

- 회원국은 가상자산 발행인이 백서 정보에 대해 자국 법률에 따라 책임을 지도록 보장하여야 하며, 소비자가 직접 비상장 가상자산 토큰(non-listed crypto-asset token)을 구매한 경우 14일 안에 철회할 수 있음
- DLT 보안과 위험의 복잡성으로 인해 발행인은 투자자의 자금을 보호하기 위해 강력한 사이버 보안을 갖추고 있는지 확인해야 하며, 그렇지 않은 경우 국가 당국은 발행인의 가상자산 발행을 중단할 수 있음
- 백서는 다음의 경우 발행할 필요가 없음
  - 자격을 갖춘 투자자 또는 회원국당 150명 미만의 투자자만을 대상으로 한 경우
  - 가상자산 발행이 12개월 동안 100만 유로(미화 117만 달러)를 초과하지 않는 경우
  - 무료 가상자산 즉, 에어드롭(airdrops)을 제공한 경우(수취인이 개인 데이터를 제공해야 하거나 발행인이 다른 당사자로부터 수수료 또는 혜택을 받는 경우 제외)
  - 채굴 보상 발행
  - EU에서 이미 사용 가능한 가상자산의 발행(스테이블코인 제외)

#### □ 가상자산과 관련한 시장남용(market abuse)을 방지하기 위한 금지 및 요구사항 규정<sup>10)</sup>

- 모든 가상자산서비스 제공자는 고객의 최선의 이익을 위해 정직하고 공정하며 전문적으로 행동할 의무가 있고, 명확하고 오해의 소지가 없는 정보를 고객에게 제공하여야 하며 가상자산서비스 제공자의 고의 또는 과실로 가상자산 구매와 관련된 위험에 고객이 노출되지 않도록 하여야 함
- 거래 플랫폼에서 거래할 수 있는 모든 가상자산은 가상자산 거래와 관련된 만연한 시장남용을 방지하기 위한 규제조치의 적용을 받고, 다음과 같은 사기행위를 명시적으로 금지
  - 제76조 시장남용규칙(market abuse rules)의 범위를 정의
  - 제77조 내부정보(inside information)를 정의하고, CASP는 대중이 가상자산에 대한 정보에 쉽게 접근하고 완전하고 정확하며 적시에 해당 정보를 평가할 수 있는 방식으로 자신과 관련된 내부 정보를 가능한 한 빨리 대중에게 공개하여야 함
  - 제78조 누구도 직접 또는 간접적으로 자신의 계정이나 제3자의 계정을 위해 해당 가상자산을 획득하거나 해당 가상자산을 처분하기 위해 가상자산에 대한 내부 정보를 사용하는 것을 금지
  - 제79조 내부 정보를 소유한 사람은 고용, 직업 또는 직무의 정상적인 수행을 제외하고 그러한 정보를 다른 사람에게 부정하게 공개하는 것을 금지
  - 제80조 시장조작(market manipulation) 금지
- 이러한 규정 위반 시, 법인은 연간 매출액의 3%인 500만 유로, 자연인은 70만 유로의 금전적 제재를 부과할 수 있으며, 이는 국내법의 제재와 별개로 병과

10) MiCA §59, MiCA TITLE VI: Prevention of Market Abuse involving crypto-assets

□ MiCA의 시행은 가상자산 투자와 관련된 위험으로부터 투자자를 보호하고 EU 차원에서 가상자산 규제가 명확해질 것으로 기대

- 이번 합의에서는 규제 대상에서 NFT(대체불가능한토큰)은 제외되었으나 필요성에 대한 언급이 있었던 만큼, 향후 18개월 이내에 유럽 위원회는 포괄적인 평가를 준비하고 필요하다고 판단되는 경우 NFT를 위한 체제를 만들고 새로운 시장의 새로운 위험을 해결하기 위한 구체적이고 비례적이며 수평적인 입법 제안을 준비할 예정
- 일부 회원국은 이미 가상자산에 대한 법률을 가지고 있지만, MiCA의 시행으로 EU 차원에서 가상자산 규제가 명확해질 것으로 기대
  - MiCA는 CASP가 가상자산 사업을 하는 것을 더 어렵게 만들겠지만, EU 국가별로 상이한 입법 체제를 끝내고 CASP가 운영할 수 있는 명확한 규제 구조를 제공하게 될 것임
  - 결과적으로, MiCA는 EU 전체에 걸쳐 등록 회원국의 면허를 모든 회원국으로 확장함으로써 CASP의 면허 절차를 간소화하여 CASP는 상당한 시간, 비용 및 인력을 절약할 수 있음
  - 가상자산 투자자에게 있어서는 MiCA가 만연한 시장 남용, 사기 및 해킹의 피해자로 오랫동안 방치된 가상자산 투자자에 대한 보호를 핵심으로 하고 있으므로, 이는 새로운 투자자의 유입을 촉진할 것으로 기대

선임연구원 신경희

ZOOM  
-IN최근 중국의 모기지 상환거부 사태 발생  
배경과 영향

- 최근 중국 부동산 시장에서 주택 프로젝트 공사 중단 사례가 급증함에 따라 아파트 수분양자들을 중심으로 모기지 상환거부 사태가 연이어 발생
- 금번 모기지 상환거부 사태는 선분양제도하에서 분양 관련 선수금에 대한 관리감독 소홀과 부동산 기업들의 무분별한 투자로 인한 유동성 위기에 따른 결과로 건설사들의 자금난으로 주택 납기가 지연되면서 발생
- 또한 2020년 하반기부터 시작된 부동산 기업에 대한 규제 강화로 인해 국내외에서 자금조달 여건이 크게 악화되었으며, 제로 코로나 정책이 지속되는 가운데 부동산 경기 관련 지표들도 빠르게 악화되어 부동산 시장 침체 가속화
- 모기지 상환거부 사태가 금융시스템 전반에 미치는 영향은 제한적이지만 중국경제는 부동산 경기침체 가속화로 투자, 소비 등 면에서 부정적 영향이 불가피
- 중국정부는 해당 사태와 관련하여 미완공 부동산의 인도 보장, 특별자금 지원, 대출우대금리(LPR) 인하 등의 조치를 마련하여 적극 대응 중

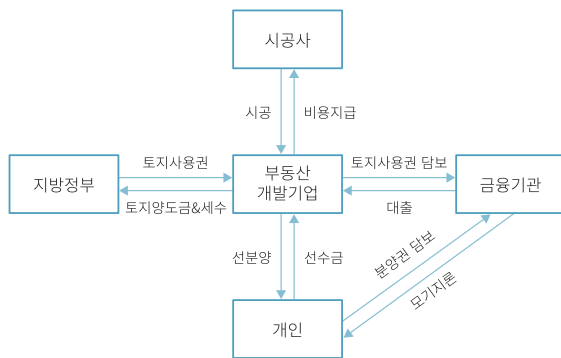
- 최근 중국 부동산 시장에서 주택 프로젝트 공사 중단 사례가 급증함에 따라 아파트 수분양자들을 중심으로 모기지 상환거부 사태가 연이어 발생
  - 2022년 6월말 첫 모기지 상환거부 사례 발생 이후 7월 들어 100개 도시의 320개 주택 프로젝트로 확산<sup>1)</sup>
    - 허난, 후난, 후베이 등 지역에서 집중적으로 나타난 가운데 허난성 성도인 정저우에서만 40건 이상의 상환거부 사례가 발생
    - 모기지 상환거부 사례는 7월 13일 98건으로 최대치를 기록 후 감소세로 전환<sup>2)</sup>
- 금번 모기지 상환거부 사태는 선분양제도하에서 분양 관련 선수금에 대한 관리감독 소홀과 부동산 기업들의 무분별한 투자로 인한 유동성 위기에 따른 결과로 건설사들의 자금난으로 주택 납기가 지연되면서 발생
  - 현재 90% 이상의 주택 판매는 선분양되고 있으며, 주택담보대출 상환은 분양 직후부터 시작

1) The Economist, 2022. 8. 9, China's mortgage boycotts are a symptom of a broader crisis.

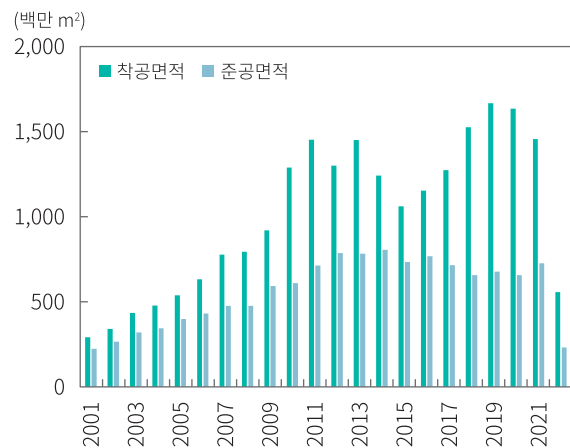
2) E-house, 2022. 7. 18, 2022年全国烂尾楼研究报告.

- 선분양제도하에서 주택 수분양자는 통상 선수금(30% 이상)을 일시불로 지불하고 나머지 금액에 대해 주택담보대출이 실행되고 상환 시작
- 원칙적으로 선수금 및 일시불 대금은 반드시 해당 아파트의 건설 비용으로만 사용하도록 별도의 전용계좌에 예치하도록 규정하고 있지만 부동산 개발기업들은 해당 대금을 신규 택지 매입 등의 기타 용도로 유용
  - 부동산 개발기업은 지방정부로부터 토지사용권을 매수, 주택 구매자에게 선분양, 선수금을 받은 후 전용계좌에 예치하지 않고 규제를 피해 유용하여 신규 택지를 매수하고 신규 분양 후 지급 받은 선수금으로 기분양 주택의 건설대금 지급 등의 반복적인 과정을 거침
  - 이는 부동산 호황기에는 문제없이 진행되지만, 부동산 경기가 침체되기 시작하고 신규 분양이 주춤해진 상황에서 주택 판매대금 하락으로 인해 기분양한 주택 건설 자금이 부족하게 되면서 선분양 주택의 납기 지연의 악순환을 겪게 됨

〈그림 1〉 부동산 개발기업 자금 흐름



〈그림 2〉 부동산 착공·준공면적



주 : 2022년은 1~7월 기준

자료: Datastream

□ 또한 2020년 하반기부터 시작된 부동산 기업에 대한 규제 강화로 인해 국내외에서 자금조달 여건이 크게 악화

- 2020년 하반기부터 당국은 부동산 개발기업의 과도한 레버리지 투자로 인한 리스크 확대를 억제하기 위한 규제를 강화함에 따라 기업들의 자금조달 여건이 악화
  - 2020년 8월 인민은행 등은 부동산 개발기업들의 3대 레드라인<sup>3)</sup>을 설정하고 기업별 차별화 등급을 부여하여 등급별 연도 부채 증액 한도를 제한
  - 또한 2020년 12월 은행에 대한 부동산 대출 집중 관리제도를 실시하여 유형별 부동산 대출 및 개인 주택담보대출 비중 상한을 설정

3) 선수금을 제외한 자산부채비율 70% 이하, 순부채비율 100% 미만, 현금성자산 대비 단기부채 비율 1배 이상

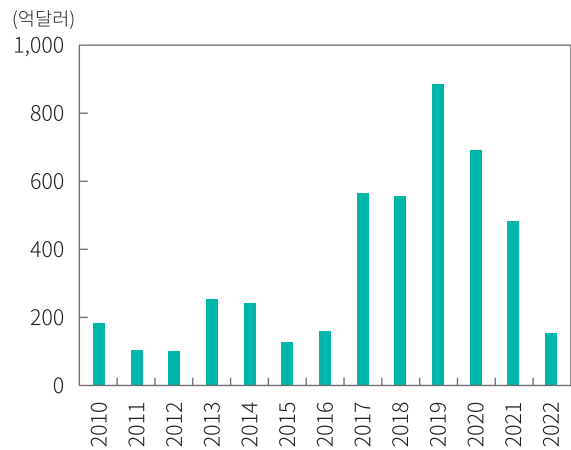
- 2021년 한해 전국 75개 도시에서 선수금 관리감독 강화 조치를 발표하여 부동산 개발기업에게 사전분양으로 조달된 자금이 다른 프로젝트가 아닌 주택 개발 자체에 사용되도록 하고 비필수 자금 인출을 제한
- 이에 따라 부동산 개발기업들의 자금조달 여건이 어려워지고 주택 판매 부진으로 2021년부터 부동산 기업들의 회사채 디폴트가 집중적으로 발생
  - 부동산 기업의 자금조달 규모는 2022년 1~7월 전년동기대비 25.4% 감소
  - 헝다그룹(Evergrande) 등 대형 부동산 개발기업들의 회사채 디폴트가 연이어 발생함에 따라 역외 달러채 발행규모도 2020년부터 크게 줄어들어 2022년 1~7월 기준 전년동기대비 47% 감소한 150억달러를 기록

〈그림 3〉 부동산 기업 자금조달 규모 증가율



주 : 전년동기대비 증가율, 누적 기준  
자료: Datastream

〈그림 4〉 부동산 기업 역외 달러채 발행규모



주 : 2022년은 1~7월 기준  
자료: Bloomberg

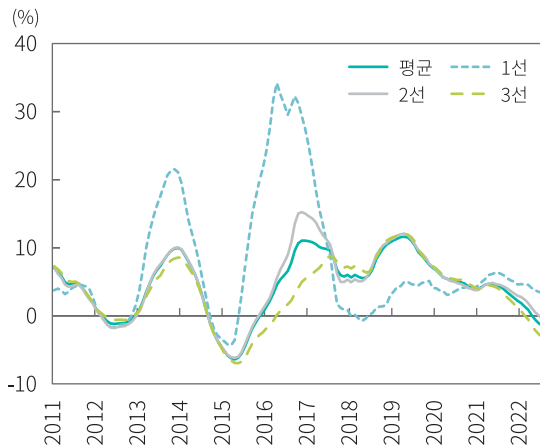
□ 이와 더불어 중국의 제로 코로나 정책이 지속되는 가운데 부동산 경기 관련 지표들도 빠르게 악화되어 부동산 시장 침체 가속화

- 바이러스의 빠른 확산을 통제하기 위해 중국은 제로 코로나 정책을 고수하면서 고강도 방역조치를 지속하는 가운데 소비 및 투자 둔화로 경기 하방 압력 확대
- 봉쇄 조치 지속으로 인하여 부동산 투자심리가 위축되면서 주택 판매 둔화, 가격 하락 및 투자 감소로 이어짐
  - 2022년 1~7월 주택 판매면적은 전년동기대비 23.1% 감소하여 2021년 2월 이후 지속적인 감소세 시현
  - 70대 도시 신규 주택가격의 전년동기대비 상승률은 작년 8월부터 하락하기 시작하여 7월에는 -1.7%를 기록하였으며, 특히 3선도시(중소도시)<sup>4)</sup>의 하락폭(-3.3%)이 가장 큰 것으로 나타남

4) 1선도시는 베이징, 상하이, 광저우 등의 대도시, 2선도시는 중동부지역의 성소재지 등의 경제가 발달한 도시, 3선도시는 경제발전이 비교적 빠른 중소도시를 말함

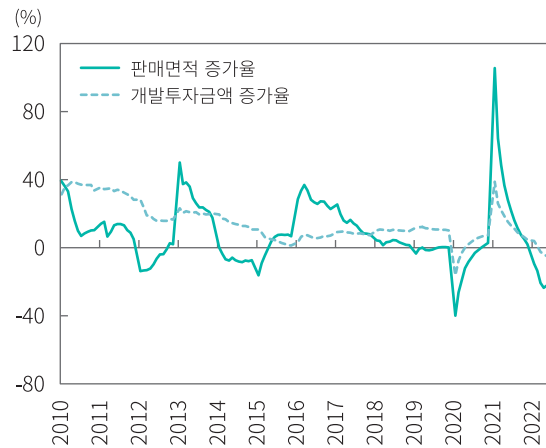
- 부동산 기업들의 1~7월 개발투자금액, 착공면적, 토지구매면적은 전년동기대비 각각 -6.4%, -36.1%, -48.1%를 기록

〈그림 5〉 부동산 가격 전년동기대비 상승률



자료: Bloomberg

〈그림 6〉 부동산 판매금액 및 개발투자금액 증가율



주 : 전년동기대비 증가율, 누적 기준

자료: Datastream

□ 모기지 상환거부 사태가 금융시스템 전반에 미치는 영향은 제한적이지만 부동산 부문에 크게 의존하는 중국경제는 부동산 경기침체 가속화로 투자, 소비 등 면에서 부정적 영향이 불가피하며, 토지 사용권 매각 비중이 큰 지방정부의 재정여건 악화 우려

— 모기지 상환 거부 등의 집단행동으로 인한 은행권 위기 확산 가능성 및 금융시스템 전반에 미치는 영향은 제한적인 것으로 평가

- 모기지 상환 거부가 집중적으로 발생한 7월 중순, 공상은행, 농업은행 등 14개 은행에서 관련 대출 규모를 발표했으며 전체 모기지 규모의 0.01% 내외로 통제 가능한 수준이라고 강조
- S&P는 공사 중단 아파트에 대한 모기지 상환 거부로 약 2조 4,000억위안(3,500억달러)에 달하는 모기지론이 부실화 될 수 있다고 추정하며 이는 은행 전체 대출의 1.3% 수준으로 소규모 은행의 리스크는 크지만 은행 전반적인 시스템 리스크 발생 가능성은 제한적이라고 밝힘<sup>5)</sup>
- 인민은행에 따르면 2021년말 기준 개인주택담보대출 잔액은 38조위안, 그 중 6대 대형은행이 59.4%를 차지하며, 6대 대형은행의 개인 주택담보대출 잔액 비중은 22.7~34%로 큰 부분을 차지하지만 부실율은 0.2~0.44% 수준

5) The Economist, 2022. 8. 9, China's mortgage boycotts are a symptom of a broader crisis.



- 7월 28일 중앙정치국회의에서 지방정부 책임을 강화하고 공사중단 문제에 대해 '주택 인도 보장'을 강조
- 8월 19일 인민은행은 재정부 및 주택건설부와 공동으로 부동산 개발기업 지원을 위한 특별대출을 제공할 계획을 밝혔으며, 블룸버그에 따르면 인민은행이 부동산 개발기업에 2,000억위안(293억달러)의 특별대출을 제공할 계획이라고 밝힘<sup>7)</sup>

〈표 1〉 주택인도 보장 실행가능 조치

방식	참여주체	내용
정부의 토지 회수	지방정부	미착공 토지를 회수, 부동산 기업의 토지매입자금을 반환하여 주택 인도 보장
구제금융	국유기업	신용등급이 높은 국유기업 등의 레버리지를 활용하여 자산처분, 자원통합, 구조조정 등 방식으로 구제금융 실행
실질적 지배자의 자산 제공	신탁 등	실질적 지배자가 건설 프로젝트 담보를 해제하여 개발대출 신청
기타 부동산 기업	기타 부동산 기업	브랜드 교체 및 신용보강을 통한 판매 활성화
파산 및 건설 재개	채권자	파산 및 건설 재개
금융기관 브릿지론	은행	자산 인수 후 미 건설분은 REITs 방식

자료: Citic Futures

- 부동산시장의 전반적인 침체를 해결하기 위해 중국은 2022년 8월 22일 모기지 대출 기준인 5년물 LPR을 15bp 인하
  - 인민은행은 올해 들어서만 세 차례 5년 만기 LPR을 인하하였으며, LPR 인하로 주택 판매 회복 및 모기지 대출인의 비용 감소 등을 기대
- 또한 광저우 호적제도 개혁, 일부 지역 구매 제한 완화 등의 부동산 규제를 일부 완화

선임연구원 김은화

7) Bloomberg, 2022. 8. 22, China Plans \$29 Billion in Special Loans to Troubled Developers.