

OPINION

연구위원
강소현

일본의 최선집행원칙(Best Execution Policy) 개정과 시사점*

올해 국내 거래시장에 첫 다자간매매체결회사(ATS) 설립을 위한 준비가 진행 중이다. ATS가 등장하면 거래시장이 혁신적으로 발전하는 계기가 될 것으로 기대를 모으고 있다. 그러나 ATS가 시장에 등장하는 것만으로 경쟁이 촉진되고 시장 효율성이 제고되는 것은 아니다.

앞서 ATS에 해당하는 PTS를 도입했던 일본의 경우 PTS가 설립된 이후에도 20년 이상 PTS를 통한 거래가 활성화되지 않는 상황이 발생하였다. 5% 공개매수 의무 준수, 경쟁매매 금지, 신용거래 제한 등 PTS에 차별적인 규정이 대체거래시장의 발전을 저해하는 요인으로 작용했을 것이지만, 더 큰 문제는 증권사가 자체적으로 마련한 최선주문집행 기준이 관행적으로 거래소를 통한 거래에 집중하도록 수립되었다는 데에 있었다. 올해 일본 FSA는 거래시장 간 충분한 경쟁이 이루어질 수 있도록 최선집행원칙을 개정하였고 2023년 1월 시행될 예정이다.

이러한 일본의 사례는 ATS 등장을 앞두고 있는 국내 거래시장에 시사점을 갖는다. 시장분할에 대비하여 각 증권사가 마련할 최선집행원칙은 ATS의 시장점유율과 거래시장간 경쟁 활성화에 상당한 영향을 미칠 것이다. 거래시장간 공정하고 효율적인 경쟁을 통해 서비스가 개선되고 시장참여자에 혜택이 돌아갈 수 있도록 최선집행원칙을 마련할 필요가 있다.

국내 다자간매매체결회사(ATS) 설립 가시화

올해 11월 증권시장에서 ATS(Alternative Trading System)를 설립하기 위한 정식 인가 절차를 준비 중이다. ATS는 정규거래소 이외에 다양한 형태의 증권시장을 통칭하며, 해외시장에서는 이미 다수의 ATS가 활발히 운영되고 있다. 국내에서는 2013년 8월 자본시장법에 ATS 설립을 위한 법적 근거가 마련되었으나 실질적인 설립이 이루어지지 않아 왔다. 규정 도입 10년만인 올해 금융투자협회를 비롯한 민간 출자기관 34개사로 구성된 준비법인이 넥스트레이드(Nextrade) 주식회사를 설립하고 본격적으로 국내 증권거래시장의 첫 ATS 도입을 준비하고 있다.

복수의 거래시장이 설립되면 유통시장 간 경쟁이 촉진되고 다양한 혁신 서비스가 등장하며 시장 효율성이 제고될 것으로 기대된다. 그러나 ATS의 등장만으로 시장에 긍정적인 효과가 보장되는 것은 아니다. 국내시장과 마찬가지로 오랜 기간 거래소 중심의 체제를 유지해오던 일본은 PTS(Proprietary Trading System)¹⁾가 설립된 이후에도 한동안 유의미한 경쟁이 발생하지 않았다. 일본 금융청

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

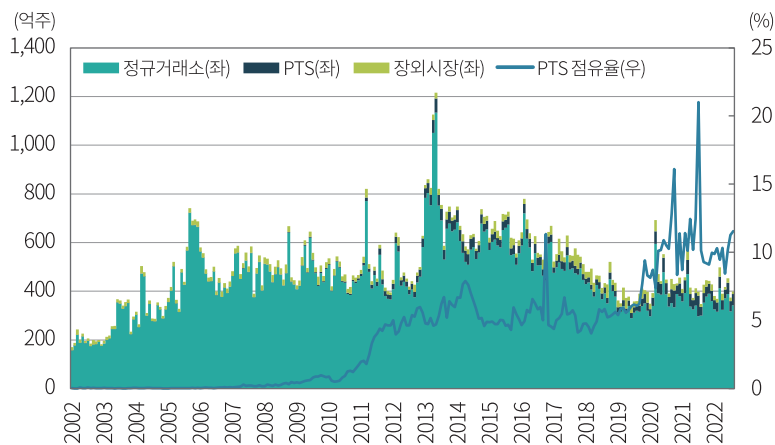
1) PTS는 일본에서 ATS를 가리킨다.

(Financial Services Agency: FSA)은 올해 거래시장간 경쟁을 제고하기 위하여 최선집행원칙을 개정하고 2023년 1월부터 시행할 예정이다. 본고는 국내시장에 앞서 ATS가 도입된 일본 거래시장의 사례를 자세히 검토하여 국내시장에 시사점을 도출해보고자 한다.

일본의 PTS와 시장분할 현황

일본 시장에는 현재 정규거래소를 비롯하여 Japannext, Cboe Japan, ODX(Osaka Digital Exchange)의 세 PTS에서株式이 거래되고 있다. 2022년 8월 거래주식수를 기준으로 PTS는 11.6%의 시장점유율을 차지하고 있다. 운영 중인 PTS가 3개사 밖에 되지 않을 뿐만 아니라 ODX는 2022년 6월에 설립되어 서비스를 시작한 지 불과 몇 달밖에 되지 않았다. 그럼에도 PTS는 전체 거래 중 상당한 비중을 차지하며 일본 거래시장에서 안정적으로 자리 잡아 가고 있는 중이다.

〈그림 1〉 일본 거래시장별 거래량 추이

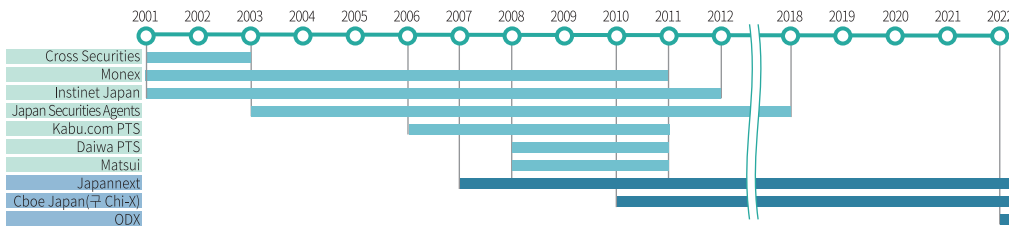


자료: JSDA Monthly Report(2022. 9)

〈그림 1〉의 시장점유율 추세를 살펴보면 2020년 이후 PTS가 급격하게 성장한 것을 알 수 있다. 2020년 10월에 도쿄 증권거래소 시스템에 장애가 발생하여 종일 전체 종목 거래가 정지되면서 PTS가 실질적인 대체 시장으로 부상하는 계기가 되었다.²⁾ 또한 2019년에 PTS 거래에 신용거래를 도입한 것이 PTS 성장에 영향을 일부 미쳤을 것으로 파악된다.

2) PRTIMES, 2022. 8. 12, Japannext証券 × 大阪デジタルエクスチェンジ PTSウェビナー『市場インフラの一翼を担うPTS - 基本的な役割と今後のビジネス展開について-』を開催.

〈그림 2〉 일본 PTS 설립 연혁



일본의 PTS가 현재와 같은 시장점유율을 보인 것은 비교적 최근의 일이며, PTS 설립이 허용된 이후 약 20년간 저조한 실적을 보였다. 일본은 1998년 거래소 집중 의무를 철폐하고 PTS 운영 업무 인가제를 도입하였다. 그러나 제도가 도입되고 10년이 경과한 2010년 초까지도 PTS의 시장점유율은 1%를 넘지 못했다. 2012년 PTS에 5% 공개매수 의무가 면제되면서 시장점유율이 5%까지 급격하게 상승했다. 그러나 이후 다시 10년간 시장점유율은 큰 변화 없이 5%대를 유지하는 수준에 그쳤다. 그 사이 2000년대에 설립되었던 Cross Securities, Monex, Instinet, Japan Securities Agents, Kabu.com, Daiwa, Matsui 등 다수의 PTS가 영업부진을 극복하지 못하고 2010년대 초반에 영업을 중단하였다.

일본 PTS 거래 부진 원인: 최선집행원칙의 중요성

일본 FSA는 2005년 금융상품거래법(Financial Instruments and Exchange Law)을 개정하여 PTS에서 경쟁매매방식(auction-based price discovery)을 이용할 수 있도록 허용하였다. 이와 동시에 금융상품거래업자(이하 증권사)가 고객에게 가장 바람직한 거래 결과를 달성하기 위해 최량집행방침(最良執行方針, 이하 최선집행원칙)을 마련하여 공개하도록 규정하였다.(금융상품거래법 제40조의2)

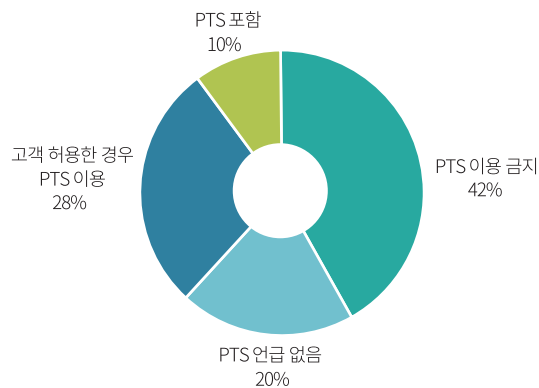
금융상품거래업자는 가격뿐만 아니라 거래비용, 속도, 실행가능성 등과 같은 다양한 요인을 고려하여 최선의 조건으로 주문을 체결시켜야 하는 의무를 진다. 모든 투자자와 금융상품거래업자에게 통용되는 최선집행이란 존재하지 않으며, 금융상품거래업자는 고객 주문을 최선의 조건으로 집행하기 위해 최선집행의 구체적인 방안을 자율적으로 수립할 수 있다. 따라서 최선의 결과 도출을 위하여 해당 상품이 거래되고 있는 모든 시장의 조건을 비교할 의무는 없으며 자체적인 판단 기준에 따라 하나 또는 그 이상의 거래장소를 선택할 수 있다. 비교대상으로 삼은 거래시장이 합당한 근거에 따른 것이라면 최선집행으로 인정된다. 거래시장을 선정한 근거를 공지하고 주기적으로 선정의 정당성에 대해 평가받으면 된다.

일본 증권업협회(Japan Securities Dealers Association: JSDA)는 최선집행원칙 도입 초기에 증권사의 부담을 줄여주기 위하여 최선집행원칙에 대한 가이드라인을 마련하였다. 그런데 JSDA가 제시

한 가이드라인은 PTS를 통한 거래가 정규거래소에 비해 후순위로 처리되어도 최선집행의무를 준수한 것으로 인정하는 것이었다.³⁾ 유동성, 주문체결가능성, 주문체결속도 등을 고려해보았을 때 거래소를 통해 주문을 체결하는 것이 PTS 등 거래소 이외의 시스템을 통해 거래하는 것보다 우월하다고 판단했다. 당시 PTS의 시장점유율이 0.1% 미만으로 미미한 수준이었기 때문에 정규거래소를 통한 거래에 집중하도록 하는 것이 불합리한 판단이라고 볼 수 없었다.

금융상품거래업자가 최선집행 실행방안을 정하면 그에 따라 체결된 주문이 최선의 결과를 가져왔는지에 대하여 FSA가 질적 평가를 수행한다. 이는 금융상품거래업자에게 부담으로 작용했다. 증권사는 FSA 감사에 따른 번거로움을 회피하기 위하여 대부분의 금융상품거래업자들은 JSDA의 가이드라인을 준용하여 정규거래소를 통한 거래에 집중하도록 최선집행원칙을 수립하였다.

〈그림 3〉 일본 증권사의 PTS 활용 비중



자료: 노무라연구소(2012)

노무라연구소는 2012년 일본의 상위 40개의 금융상품거래업자를 대상으로 그들이 선택한 최선집행원칙에 대해 조사하였다. 그 결과 전체 금융상품거래업자의 약 60%가 거래소를 통해서만 최선집행의무를 실행하도록 하는 거래소 독점적인 정책을 가지고 있었다.⁴⁾ 보다 구체적으로 상위 40개 증권사의 42%가 PTS 사용을 금지하는 정책을 보유하고 있었고, 20%가 PTS에 대한 언급을 하지 않고 있으며, 28%의 증권사는 고객이 사전에 PTS 주문회송을 허용한 경우에 PTS로의 주문회송을 허용하는 규정이 있었다. 오로지 10%만이 아무 조건 없이 PTS를 통한 최선주문집행 정책을 허용하고 있었다.

그 결과 거래가 기존과 마찬가지로 정규거래소로 집중되어 경쟁이 충분히 이루어지지 않는 문제가 발생하였다. 이러한 관행은 PTS의 시장점유율이 5% 이상으로 증가한 후에도 고착화되어 2010년대에 지속적으로 주문체결이 거래소를 중심으로 이루어지는 결과를 초래했다.

3) Mitsuhiro Tsunoda, 2012, *Are Best Execution Policies Serving customers' Best Interests?*, Nomura Research Institute.

4) Mitsuhiro Tsunoda(2012)

일본 최선집행원칙 개정 추진

일본 FSA는 2020년 거래시장 간에 충분한 경쟁이 이루어지지 않고 있다는 문제의식 하에 투자자 보호와 투명성 강화를 위하여 최선집행원칙에 대한 재검토를 추진하였다. 2020년 12월 특별조사단을 결성하고 '금융상품거래업자 등의 최선집행방침 등에 관한 규제'에 대한 검토를 시행하였다. 2021년 6월, 금융제도심의회는 조사 결과를 바탕으로 '최적집행을 보장하기 위한 최적 방안 TF' 보고서를 발표하였다. 보고서에 따르면 다수의 금융상품거래업자가 거래소를 우선으로 주문하는 최선집행방침을 수립하고 있어 거래시장간 경쟁을 통한 발전에 저해요인이 되고 있다고 판단하였다. 이에 따라 최선집행의무에 대한 규정을 검토하고 개정하도록 권고하였다.

일본 FSA는 권고를 받아들여 2022년 5월 18일 최선집행원칙에 대한 개정을 반영한 「금융상품거래법 시행령 개정에 관한 내각령」을 확정하여 발표하였다. 규정개정 내용 중 최선집행원칙과 관련된 핵심 사항은 크게 두 가지이다.

첫째, 증권사가 최선집행원칙을 수립할 때, 개인투자자의 주문은 가격을 중시하는 방향으로 규정하도록 하였다. 개인투자자는 기관투자자와 달리 소량 주문이 대부분을 차지하고 일반적으로 가격이 가장 중요한 거래조건이므로, 개인투자자의 주문에 대해서는 가격을 중심으로 최선집행원칙을 수립하도록 권고하였다. 단, 가격 이외의 요건을 고려하는 경우에는 그 취지와 이유를 추가적으로 설명해야 한다. 가격을 우선시하는 개인의 최선집행원칙 준수를 위해서는 정규거래소 뿐만 아니라 PTS에서 제시되고 있는 호가와 거래비용을 비교하는 과정이 필수적이다. 따라서 고객으로부터 별도의 요청이 없는 한 거래소만을 거래 고려대상으로 선택하는 관례를 유지하는 것은 불가능하다.

둘째, SOR(Smart Order Routing)에 의한 주문집행의 투명성을 높이기 위해 최선집행원칙의 기재사항에 SOR을 사용할 경우 취지 및 SOR에 의한 주문집행 원칙을 상세히 설명하도록 의무화하였다. SOR은 각 거래시장에 제시하는 조건을 비교하여 최선의 조건을 제시하는 시장으로 주문을 전송하는 자동화 시스템이다. 증권사가 SOR을 어떻게 설계하는지에 따라 주문체결의 질이 결정된다. 만일 SOR이 특정 거래시장만 고려하도록 설계될 경우 최선의 조건에서 거래가 이루어지지 않을 수 있다. 또는 SOR을 제공하는 증권사와 계열관계 또는 우호관계에 있는 거래시설에 우선적으로 주문을 회송하도록 설계되어 있다면 고객과 이해상충이 발생할 가능성이 있다. 이러한 문제점을 해결하기 위하여 새로 도입된 주문집행원칙은 SOR에 포함되는 거래시장 범주, 주문집행 원칙, 복수의 거래시장에서 동일한 주문조건을 제시한 경우 주문 처리방법, 원칙 도입 사유 등에 대해 투자자가 이해하기 쉽게 명시하도록 하였다. 개정된 최선집행원칙은 2023년 1월부터 시행될 예정이다.

시사점

현재 국내 자본시장법은 증권회사가 최선집행의무 준수를 위한 최선집행기준을 마련하도록 규정하고 있다. 이에 따라 증권사는 고객에게 최선의 체결을 제공해야 할 의무를 진다. 그러나 법에는 구체적인 기준이 아닌 일반적인 선언적 의미의 최선집행 의무만 명시되어 있다. 따라서 증권사는 고객 주문을 최선의 조건으로 집행하기 위한 최선집행 기준의 구체적인 방안을 자율적으로 수립해야 한다.

일본의 사례에서 알 수 있듯이 각 증권사가 마련할 최선집행원칙은 ATS의 시장점유율과 거래시장간 경쟁 활성화에 상당한 영향을 미칠 것이다. 일부 증권사는 원활한 거래 및 비용절감을 위하여 기존과 마찬가지로 한국거래소만 이용하여 거래하는 방안을 선호할 수 있으며, 이 경우 대부분의 거래가 정규거래소인 한국거래소에 집중될 가능성이 있다. 반대로 국내 ATS 설립에 참여한 대형 증권사를 중심으로 ATS를 적극적으로 활용하기 위해 노력할 유인이 있으므로 ATS를 우선적으로 고려하도록 최선집행원칙을 마련할 수도 있다.

최선집행원칙 수립과 수행에 대한 증권사의 부담을 경감하고 거래시장간 공정한 거래환경을 조성하기 위하여 최선집행원칙에 대한 가이드라인이 필요하다.

첫째, 개인투자자 거래의 최선집행 시 총비용을 우선적으로 고려하도록 권고한다. 국내시장에서 개인투자자는 상당한 비중을 차지하며 활발히 거래하고 있다. 대부분의 개인투자자 거래는 거래속도, 시장충격, 체결가능성 등 복합적 요소를 고려하기보다는 호가와 수수료 등 직접비용을 기준으로 최선집행 여부를 판단하도록 하는 것으로 최선의 결과를 보장하기에 충분할 것이다.

둘째, 기관투자자 거래는 기관투자자의 요청에 따라 다양한 요소를 고려하도록 허용한다. 기관투자자 거래는 시장충격을 최소화하는 것을 선호하거나, 거래속도를 우선시하거나, 전체 주문량을 체결시키는 것을 목적으로 하는 등 거래유형에 따라 다양한 수요가 존재한다. 기관투자자의 목적을 충족시킬 수 있는 최선의 체결이 이루어질 수 있도록 선택지를 제한하지 않는 것이 바람직하다.

셋째, 각 거래소는 최선집행원칙을 투자자에게 공개하고 SOR 사용 여부와 함께 SOR에 의한 주문집행 원칙을 상세히 설명하도록 해야 한다. 현재 한국거래소의 지분 일부는 증권사가 보유하고 있고 다수의 증권사가 ATS 설립에 참여하는 소유구조로 되어있다. 거래소와 ATS, 증권사 간의 이해관계에 따라 최선집행이 영향을 받지 않도록 투명한 공개가 필요하다.

국내시장의 첫 ATS는 2024년에 운영을 시작할 예정이다. 거래시장간 공정한 경쟁을 통해 거래시장 서비스가 개선되고 시장참여자에 혜택이 돌아갈 수 있도록 철저한 준비가 필요하다.

OPINION

연구위원
장보성

스тей블 코인의 역설: 리스크와 정책 과제*

스тей블 코인은 그 명칭과는 달리, 간과할 수 없는 리스크를 내포하고 있다. 스테이블 코인의 주종인 법화자산 담보형의 경우, 발행사의 준비자산 부실 운영이 취약점으로 작용하면서 대량 환매나 투기적인 공격을 야기할 수 있다. 또한, 비트코인 등 비스테이블 코인의 가격 급락 시 스테이블 코인 시장 전반의 심각한 가격 하락으로 이어질 소지가 있다. 아울러, 스테이블 코인 시장의 불안이 전체 가상자산 및 전통적 금융시장으로 전이될 위험, 스테이블 코인 공급이 통화정책과의 상충을 유발할 가능성 등도 존재한다.

국내에서 가상자산과 관련된 정책적인 논의는 주로 비스테이블 코인에 집중되어 제도적인 공백이 우려되는 상황이다. 향후 국내 스테이블 코인 시장이 급성장할 수 있으므로 제도 마련에 속도를 내어야 할 것으로 생각된다. 국내 정책 설계에서는 여타 유형보다는 법화자산 담보형 위주로 발행을 유도하도록 기본 방향을 설정해야 할 것이다. 또한, 개별 스테이블 코인의 사용 범위에 따라 제도적인 안전장치를 차등 적용함으로써 규제 기술적 중립성과 금융안정 간 균형을 도모할 필요가 있다. 한편, 예금보험 미적용 스테이블 코인에 대해서는 현행 선불전자지급수단에 대한 감독 지침 등을 참고하여 지급 보장 기능을 보완해야 할 것이다. 그리고 통화정책과의 상충을 방지하기 위해 대형 스테이블 코인 발행사를 대상으로 건전성 규제를 강화하거나 발행 총량을 관리하는 방안을 고려해 볼 수 있을 것이다.

테라 사태는 스테이블 코인의 안정성에 대해 상당한 위기감을 가지게 된 계기가 되었다. 이는 알고리즘형 스테이블 코인이라는 특수한 유형¹⁾에 국한된 예외적인 사례로 간주될 수도 있다. 하지만, 스테이블 코인의 주종인 법화자산 담보형에서도 중요한 문제점들이 드러나면서 스테이블 코인의 직·간접적인 부작용에 대한 우려가 커지고 있다. 이에 따라 주요국들은 스테이블 코인의 리스크에 대한 대응 방안을 마련하기 위해 적극적으로 움직이고 있다. 미국은 대통령 직속 워킹그룹의 정책 연구와 의회의 입법안 등을 통해 시장 규율 방안을 모색하는 한편, EU 회원국들은 관련 법안에 이미 합의하고 시행만을 기다리고 있는 상황이다. 국내의 경우, 비스테이블 코인에 대한 정책 방향은 구체화되고 있지만,

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

1) 스테이블 코인은 크게 법화자산 담보형(fiat-collateralized), 가상자산 담보형(cryptocurrency-collateralized), 알고리즘형(algorithmic)의 세 유형으로 구분할 수 있다. 법화자산 담보형은 법화뿐만 아니라 예금, 유가증권 등 법화 기반(fiat-denominated)의 전통적인 자산을 준비자산으로 보유함으로써 가치를 고정하는 방식으로, 테더(USDT), USD Coin(USDC), 바이낸스 USD(BUSD) 등이 그 예이다. 가상자산 담보형은 말 그대로 가상자산을 담보로 하여 발행하는 방식으로 DAI가 이 유형에 해당한다. 알고리즘형은 프로그래밍된 공급량 조절 방식을 통해 가격을 고정하는 방식을 따르는데, 대표적인 예로 테라를 들 수 있다.

스테이블 코인에 대한 논의는 아직 부족한 실정이다. 이에 본고는 스테이블 코인의 주종인 법화자산 담보형을 중심으로 스테이블 코인의 리스크와 국내 정책 과제에 대해 논의하고자 한다.

스테이블 코인의 리스크

스테이블 코인과 관련된 일차적인 우려로 가격 안정성과 법화로의 교환 가능성(redeemability) 측면에서의 리스크를 들 수 있다. 이는 스테이블 코인 자체의 문제라는 점에서 내부 리스크²⁾라고도 할 수 있는데, 동 리스크는 준비자산 관리와 가상자산 시장의 전반적인 여건 등에 크게 영향받을 수 있다. 아울러, 스테이블 코인이 자체 영역을 넘어 전통적인 금융시스템에까지 광범위하게 영향을 미칠 가능성도 있다. 이는 외부 효과 측면에서의 리스크로, 금융안정, 금융중개, 통화정책 등에 대한 부작용으로 이어질 수 있는 부분이다.

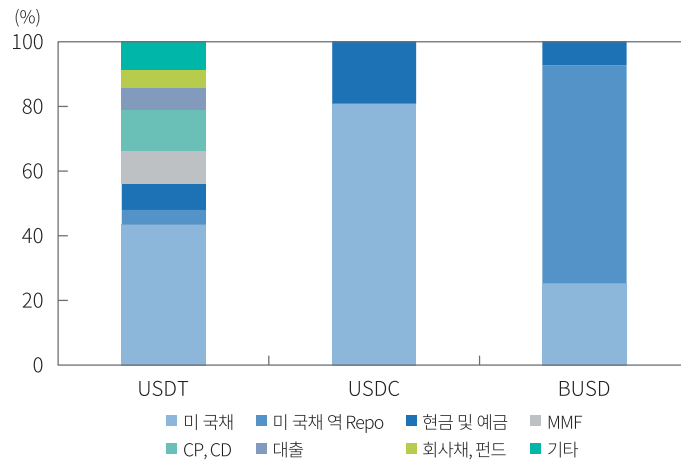
법화자산 담보형 스테이블 코인의 내부적인 리스크가 표면화된 사례로는 테더의 준비자산 부실 문제를 들 수 있다. 테더는 최대 규모³⁾의 스테이블 코인으로 테더 사(Tether Limited)에 의해 발행되고 있다. 테더 사는 발행액과 동일한 금액의 통화를 준비자산으로 보유한다는 점을 근거로 테더의 안정성을 강조해 왔다. 하지만 준비자산의 부실 운영이 밝혀지면서 테더 사는 뉴욕주 법원과 미 상품선물위원회(CFTC)으로부터 1,850만 달러와 4,100만 달러의 벌금을 각각 부과받은 바 있다. 그리고 CFTC의 조사 과정에서 2016~2018년의 기간(26개월) 중 준비자산이 제대로 확보된 기간은 1/4에 불과했다는 사실도 드러났다.⁴⁾ 또한 테더의 준비자산은, 규모뿐만 아니라 구성 측면에서도 문제점을 내포하고 있다. 테더의 준비자산 중 40% 이상은 CP, 회사채, 대출 등으로 상당 부분이 위험자산에 투자되어 있는데(〈그림 1〉), 이러한 위험자산 보유로 인해 과거 미국 MMF 시장의 위기와 같은 불안이 재현될 가능성이 있다.

2) 결제 및 보안 리스크 등도 여기에 포함되지만 본고에서는 스테이블 코인의 고유 특징에 주안점을 두고 가격 안정성과 법화 교환 가능성 측면의 리스크를 중심으로 다루도록 하겠다.

3) 스테이블 코인 시장 내 구성(2022년 9월말 기준)을 보면, 테더의 시가 총액이 45%의 비중으로 가장 크고, 다음으로 USD Coin(31%), 바이낸스(Binance) USD(14%), DAI(5%) 순이다.

4) 관계사(Bitfinex)에 대한 불법 대출로 손실을 입는 한편, 비트코인의 가격 조작을 위해 준비자산 없이 테더를 허위 발행한(Griffin & Shams, 2020) 것 등에 따른 결과로 생각된다.

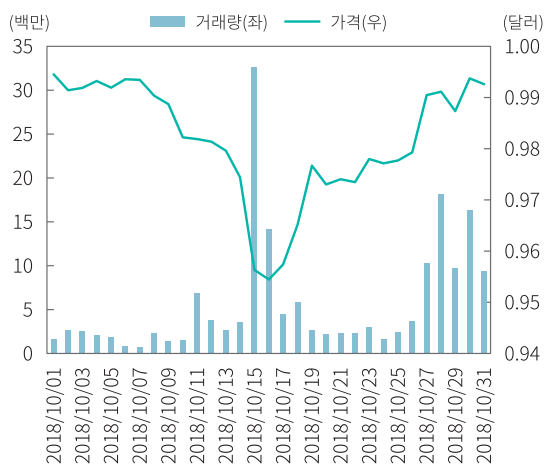
〈그림 1〉 준비자산 구성



주 : USDT(Tether)는 22년 6월말, USDC는 22년 10월 20일, BUSD는 2022년 9월말 기준
 자료: Tether, Circle, Paxos

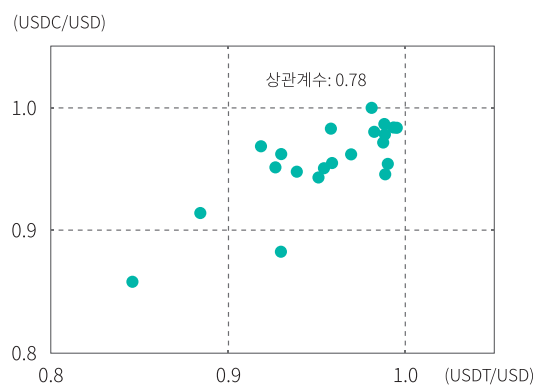
스테이블 코인의 준비자산 규모나 구성 측면에서의 취약성은 투기적인 공격을 자극하는 요인이 될 수 있다. 특히 2018년 발생했던 테더에 대한 투기적 공격은 이를 보여준 현실적인 사례로 생각된다. 〈그림 2〉는 2018년 10월 중순경 테더의 거래량이 이례적으로 증가하면서 테더의 가격이 큰 폭으로 하락했다는 점을 나타내고 있다. 당시 일부 거래플랫폼(거래소)에서 테더의 저가 매도가 집중적으로 발생했는데, 그 결과 테더의 가격은 0.95달러까지 하락한 바 있다. 이러한 투기적 공격은 테더 사의 준비자산과 지급 능력에 대한 불신에 기인한 것으로 평가되는데(Lyons & Viswanath-Natraj, 2020; Eichengreen & Viswanath-Natraj, 2022), 준비자산이 부실화될 경우 여타 스테이블 코인도 그 대상이 될 수 있을 것이다.

〈그림 2〉 테더에 대한 투기적 공격



자료: Lyons & Viswanath-Natraj(2020)

〈그림 3〉 비트코인 가격 이상 급락 시 테더와 USDC의 일중 최저가



주 : 1) 대상기간: 2018. 10. 1 ~ 2022. 8. 31
 2) USDT는 테더, USDC는 USD Coin을 의미
 3) 비트코인 이상 급락 시는 비트코인이 하락폭이 10%보다 큰 경우(수익률<-10%)

자료: Messari, 저자 추정

스테이블 코인의 안정성은 전반적인 가상자산 시장 상황에도 영향받을 수 있다. 즉, 비트코인 등 주요 가상자산의 불안으로 투자자가 대규모로 동 시장을 이탈(exit)한다면 스테이블 코인의 대량 매도와 가격 하락 압력이 발생할 수 있기 때문이다.⁵⁾ 특히 대표적으로, 비트코인 가격 급락 시 스테이블 코인 전반의 불안으로 이어질 가능성을 배제할 수 없다. <그림 3>은 비트코인의 가격이 급락한 경우에 테더와 USDC의 일중 최저가를 나타내고 있다. 이에 따르면, 비트코인 가격이 10%(절대값)를 넘어서는 크기로 급락했을 때 테더와 USDC의 최저가 간 상관관계수는 0.78를 나타내면서⁶⁾ 두 스테이블 코인 모두 일중 크게 하락하는 경향이 뚜렷하게 보인다. 이러한 사실은 비스테이블 코인 시장의 불안이 스테이블 코인 시장 전반에까지 광범위하게 확산될 수 있음을 시사한다.

스테이블 코인은 여타 가상자산 및 기존 금융시스템과의 연계를 통해 여러 측면에서 부정적인 외부 효과를 유발할 가능성이 있다. 그러한 첫 번째 예로 스테이블 코인 시장의 불안이 전체 가상자산 시장으로 확산되는 상황을 생각할 수 있다. 글로벌 가상자산 시장에서 스테이블 코인은 핵심적인 지급결제 수단으로 사용되고 있다.⁷⁾ 만약 주요 스테이블 코인에서 지급불능 사태가 발생한다면 가상자산 투자자의 자금원이 사실상 증발하면서 전체 가상자산 시장의 유동성 위기로 확대될 우려가 있다.

아울러 스테이블 코인 시장의 불안이 전체 금융시장으로 전이될 위험에 대해서도 경계할 필요가 있다. 특히, 법화자산 담보형은 준비자산을 통해 전통적인 금융시장과 밀접하게 연결되어 있어 시스템 리스크의 주요 요인이 될 수 있다. 과거 미국의 MMF 런(MMF run: 대규모 환매 사태)은 MMF가 투자한 ABCP, CD, RP 부문 등에서 단기 금융시장의 자금 경색을 유발한 바 있다(Li et al., 2021). 법화자산 담보형은 예금, 단기증권, 대출 등을 준비자산으로 보유하고 있는데, 법화로의 인출 수요가 급증한다면 발행사는 준비자산을 대량 처분할 필요성이 커지게 될 것이다. 따라서 스테이블 코인 런이 발생한다면 해당 시장의 불안이 은행이나 자금시장으로까지 확산될 위험이 있다.

스테이블 코인은 국내 금융중개 기능에도 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 이는 외화 스테이블 코인의 사용이 확대될 때 크게 우려되는 부작용이다. 해외 통화와 연동된 스테이블 코인은 대상 통화로 표시된 금융상품을 중심으로 준비자산을 구성할 것으로 예상된다. 따라서 외화 스테이블 코인에 대한 수요가 증가할 경우, 자본 유출이 확대되면서 국내 금융중개 기능이 약화될 수 있다. 다만, 국내 통화와 연동된 스테이블 코인(법화자산 담보형)이 국내 금융중개에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 판단된다. 이것은 발행사가 국내 금융상품으로 준비자산을 축적하고, 해당 자금은 궁극적으로 국내 금융시스템 내에 남게 될 것이기 때문이다. 따라서 전체적인 관점에서는 금융기관들의 예탁금(deposit)과 자금 공급 능력이 축소되지 않을 것으로 판단된다.

5) 이러한 맥락에서 Eichengreen & Viswanath-Natraj(2022)는 비트코인의 가격 변동성 확대 시 스테이블 코인 발행사의 지급불능(default) 위험이 높아진다는 점을 보인 바 있다.

6) 비트코인 가격의 급락이 발생하지 않은 상황의 경우, 테더와 USDC의 일중 최저가 간 상관관계수는 0.10으로 특별한 상호 연관성이 나타나지 않는다.

7) 전체 가상자산 거래(2022년 8월말)에서 테더를 이용한 결제 비중은 50.2%, USDC는 25.7%, BUSD는 11.3%를 차지하고 있다. 이는 법화를 이용한 비중(달러: 7.9%, 유로: 1.3%)을 크게 넘어서는 수준이다.

이와 함께 스테이블 코인이 통화정책의 유효성에도 영향을 미칠 가능성이 있다. 스테이블 코인의 유통량은 발행사의 무상지급(airdrop)⁸⁾ 등 공급 정책에 의해 결정될 수 있다. 만약, 중앙은행이 긴축적인 통화정책을 운영하고 있는 와중에 스테이블 코인이 대규모로 무상지급된다면 통화정책의 긴축 효과를 약화시킬 우려가 있다. 또한, 외화 스테이블 코인이 국내 통화를 대체한다면, 국내 금융중개 기능 약화로 통화정책의 파급경로가 원활히 작동하지 않게 되어 통화정책의 효과가 축소될 소지가 있다.

정책 과제

국내 스테이블 코인 시장이 아직 미미한 수준⁹⁾이기는 하지만, 향후 동 시장이 빠르게 성장할 가능성에 대비해야 할 것으로 생각된다. 특히, 가상자산의 국내 발행(ICO)이 허용되고 블록체인 기반의 지급결제가 일반화된다면, 국내에서도 스테이블 코인의 발행과 사용이 크게 확대될 가능성이 있다.¹⁰⁾ 또한, 은행권에서도 블록체인 기반의 외환송금 서비스 등 신사업 추진을 위해 스테이블 코인의 발행을 검토하는 등 기존 금융기관들도 시장 진입에 관심을 가지고 있다.¹¹⁾

이상과 같이 다양한 목적을 가진 경제 주체들이 참가하면서 국내 스테이블 코인 시장이 급성장할 수 있으므로 제도 마련에 착수해야 할 것으로 보인다. 그리고 여기에서는 기본적으로, 발행 가능한 스테이블 코인의 유형에 대해 정책 방향을 명확히 할 필요가 있다. 스테이블 코인의 세 가지 유형 중 지급 보장 기제와 안정성 등을 고려할 때 법화자산 담보형 중심으로 발행을 유도하는 것이 바람직하다고 판단된다. 알고리즘형의 경우, 테라 사태에서 경험했듯이 안정성과 사용자 보호 측면에서 취약점을 내포하고 있어 상당수의 국가들이 발행을 제한할 것으로 전망된다. 한편, 가상자산 담보형은 과담보(over-collateralization) 등으로 안전장치를 보완하고 있으나 가상자산 가격의 높은 변동성으로 인해 가격 불안과 대량 인출 가능성이 큰 것으로 평가된다.

스테이블 코인의 사용 범위(기능적인 범위)도 제도 설계에서 중요 고려사항이 되어야 할 것으로 판단된다. 이는 규제의 기술적 중립성과 금융안정 간의 균형을 조절하는 데 있어 기본적인 판단 기준이 될 것이다. 스테이블 코인의 사용 범위가 넓어질수록 편의성과 기술혁신 동기가 높아질 수 있겠지만, 금융·경제적 상호연계성이 높아지면서 시스템 리스크가 확대될 소지가 있다. 이러한 점을 고려할 때 개별 스테이블 코인의 사용 범위에 따라 제도적인 안전장치가 차등 적용되어야 할 필요가 있다.

8) 스테이블 코인 발행사가 시장지배력을 높이기 위해 무상지급 전략을 사용할 수 있을 것이다. 발행사가 이익잉여금(자본)으로 스테이블 코인의 무상지급분(부채)을 충당하고, 이익잉여금으로 축적한 자산을 무상지급분에 상응하는 준비자산으로 전환한다면, 스테이블 코인의 가격에 대한 영향 없이 추가 발행할 수 있을 것이다. 이렇게 제공된 무상지급분은 소비에 활용될 수 있다.

9) 원화 기반 스테이블 코인의 경우, 바이낸스 코리아가 BKRW를 출시한 바 있으나 2020년말 철수하였고, 원화 테라(KRT)도 2022년 5월 주요 거래플랫폼에서 상장 폐지된 바 있다. 외화 스테이블 코인(USDC와 USDC)의 경우, 일부 중소 거래플랫폼에서 거래되고 있으나 그 규모는 크지 않다.

10) 가상자산 및 증권형 토큰 거래에 스마트 계약을 적용하기 위해 스테이블 코인을 이용할 수 있을 것이다.

11) <https://news.einfomax.co.kr/news/articleView.html?idxno=4186159>

예컨대, 국내 가상자산 거래로만 범위가 한정된 스테이블 코인에는 선불전자지급수단 및 전자화폐 관련 법규, 범위의 제한이 없는 경우에는 은행 부문과 외국환거래 관련 법규가 제도적인 벤치마크가 될 수 있을 것이다. 그리고 EU의 규제 법안(Markets in crypto-assets regulation: MiCA)과 유사하게¹²⁾, 스테이블 코인의 시가 총액이나 거래량 등 규모도 함께 고려하여 예외 및 추가규제 사항을 적용할 필요가 있다고 생각된다.

전술된 방향을 따를 때, 일부 스테이블 코인에 대해서는 은행 수준의 규제나 예금보험이 적용되지 않아 사용자 보호 측면에서 사각지대가 존재할 수 있다. 따라서 해당 스테이블 코인의 지급 보장 기능을 보완하기 위해 별도의 안전장치가 뒷받침되어야 할 것이다. 이를 위해 여러 대안을 고려할 수 있겠지만, 현행 규제체계 내에서는 선불전자지급수단에 대한 감독 지침을 참고할 수 있을 것으로 판단된다. 금융감독원의 「전자금융업자의 이용자 자금 보호 가이드라인」은 선불전자지급수단 발행·관리업자가 사용자를 수익자 및 피보험자로 지정하여 선불충전금을 100%를 신탁하거나 지급보증보험에 가입하도록 하였다. 동 지침은 선불충전금이 비부보(예금보험)라는 점 때문에 시행된 예치금 관리 방안으로, 비부보 스테이블 코인에도 적용 가능한 것으로 보인다. 따라서 비부보 스테이블 코인에 대해 지급 의무를 명시하고, 구체적인 준비자산 관리 방안은 해당 지침을 준용하는 방향으로 제도를 설계할 수 있을 것으로 생각된다.

한편, 스테이블 코인 시장이 크게 확대되어 통화정책의 유효성이 약화될 가능성에도 대비해야 할 필요가 있다. 대형 발행사의 무상지급에 대해서는 추가적인 건전성 규제를 적용함으로써 그 남용과 통화정책과의 상충을 일차적으로는 방지할 수 있을 것으로 생각된다. 즉, 스테이블 코인의 무상지급은 발행사의 자기자본을 감소시키게 되므로 건전성 규제를 강화함으로써 그 남용을 어느 정도 제한하는 효과가 있을 것이다. 만약, 동 규제의 실효성이 크지 않을 경우에는 발행사들과 정책당국 간 리스크 분담¹³⁾을 통해 발행 총량을 직접적으로 관리하는 방안도 고려해 볼 필요가 있다.

이상에서는 스테이블 코인 고유의 특징에 초점을 맞추어 관련된 주요 정책 과제를 제시하였다. 스테이블 코인에도 적용되는 일반적인 가상자산 관련 정책은 상당 부분 논의가 진행되었기 때문에 별도로 다루지는 않았다. 하지만, 이는 중요도 측면에서 해당 사항들이 부차적이기 때문은 아니라는 점을 밝혀둔다. 특히, 보안, 내부통제, 정보공개, 시장교란 등에 대한 규율은 스테이블 코인을 비롯한 전체 가상자산 시장이 정상적으로 기능하기 위한 필요조건이라 할 수 있다. 따라서 정책 마련에 속도를 내는 한편, 이러한 요소들을 종합적으로 반영함으로써 스테이블 코인 시장의 제도적인 공백을 최소화해야 할 것이다.

12) MiCA 규제 법안은 스테이블 코인 발행자에 대해 준비금의 2% 이상 자기자본을 유지하도록 하고, 중요 발행자(significant issuer)에 대해서는 상기 기준의 1.5배 이상에 해당하는 자기자본 유지와 스트레스 테스트 시행 의무를 추가로 부과하였다.

13) 발행사가 총량 관리에 의무적으로 참여하되, 위기 시 정책당국이 발행사에 유동성을 공급하도록 약정하는 방안을 예로 들 수 있다(Schwarzc, 2022).

참고문헌

- 금융감독원, 2022. 9. 28. 「전자금융업자의 이용자 자금 보호 가이드라인」 개정 및 연장 사전예고, 업무자료.
- Eichengreen, B., Viswanath-Natraj, G., 2022, Stablecoins and central bank digital currencies: Policy and regulatory challenges, *Asian Economic Papers* 21(1), 29-46.
- Griffin, J.M., Shams, A., 2020, Is bitcoin really untethered?, *Journal of Finance* 75(4), 1913-1964.
- Li, L., Li, Y., Macchiavelli, M., Zhou, X., 2021, Liquidity restrictions, runs, and central bank interventions: Evidence from money market funds, *Review of Financial Studies* 34(11), 5402-5437.
- Lyons, R. K., Viswanath-Natraj, G., 2020, What keeps stablecoins stable?, NBER Working Papers 27136.
- Schwarcz, S. L., 2022, Regulating digital currencies: Towards an analytical framework. *Boston University Law Review* 102, 1037-1081.

ZOOM
-INSEC의 임원보수와 성과 간 관계에 관한
공시규정 채택

- 미국 SEC는 상장기업의 임원보수와 재무성과 간 관계에 대한 설명을 의무화하는 공시규정을 채택
- 이번 임원보수 공시규정을 추가한 것은 임원보수에 관한 구체적인 공시를 통해 임원보수의 타당성을 설명하여 주주의 이해를 높이고자 한 것이며 그간 미국 기업의 임원보수에 대한 주주반발이 지속적으로 제기된 데 기인
- SEC는 투자자보호를 위해 지속적으로 임원보수에 관한 공시규제를 강화해 왔고, 이번에 채택된 임원보수와 성과 간의 관계 설명 의무에 관한 공시규정도 2015년 처음 제기된 이후 재논의
- 이번 공시규정의 채택으로 기업성과와 연계한 임원보수의 지급에 대해 구체적으로 설명함으로써 정보이용자의 합리적인 의사결정에 도움이 될 것으로 기대되는 가운데, 미국 상장기업은 규정 준수를 위한 준비가 필요

- 미국 SEC는 상장기업의 임원보수와 재무성과 간 관계에 대한 설명을 의무화하는 공시규정을 채택
 - 2022년 8월 SEC는 보수와 성과 간의 관계에 관한 공시규정(Pay Versus Performance Disclosure Rules)을 채택한다고 발표¹⁾
 - 신생성장기업과 투자회사²⁾, 외국기업을 제외한 상장기업은 2022년 12월 16일 이후 종료되는 회계연도에 대한 주주총회소집공고 서식(proxy statement) 및 정보보고서(information statement)에 새로운 규정에 따른 공시내용이 포함되어야 함
 - 채택된 공시규정에 따라 상장기업은 최근 5개 회계연도의 임원보수 및 재무성과 지표에 관한 표를 공개해야 함³⁾
 - 대상임원은 최고경영자(CEO), 최고재무책임자(CFO), 보수총액 상위 3인의 임원으로 하며, 보수총액 및 '실제 지급'⁴⁾된 금액에 관한 내용을 공개

1) SEC, 2022. 8. 25, SEC adopts Pay Versus Performance Disclosure Rules.

2) 미국의 투자회사(Registered investment company)는 대표적으로 회사형 투자신탁인 뮤추얼펀드(mutual fund)와 단위형 투자신탁(unit investment trust) 등이 있음

3) Dodd Frank Act - Section 953

4) '조정된(adjusted)' SCT(Summary Compensation Table) 보상으로 정의되며, 조정에는 다음이 포함 ①재무제표에서 근무원가 및 이전 근무원가로 연금가치를 계산 ②(SCT에 따라 부여된 날짜가 아닌) 미지급 및 가득자본에 대한 해당 연도의 공정가치 변동을 기반으로 주식보상가치를 결정

- 재무성과지표는 대상 기업의 총주주이익률(Total Shareholder Return, 이하 TSR), 동종업계 대조기업(peer group)의 TSR, 순이익 등이 해당
- 또한 실질적인 임원보수와 제시된 재무성과 지표 간의 관계에 대해 명확하게 설명해야 함
- SCT(Summary Compensation Table)에 공개된 ‘실제 지급된’ 보상금액과 재무성과 측정 간의 관계를 설명해야 하고 해당기업의 TSR과 동종업계 대조기업의 TSR 간의 관계에 대해서도 설명이 필요
- 추가로 최근 회계연도에서 가장 중요한 측정치로 결정한 재무성과 측정 목록을 최소 3개에서 최대 7개까지 공개해야 함

<표> 임원보수 및 재무성과 지표에 관한 표에 제시되는 항목

열	항목	
(b)	해당 회계연도의 SCT에 보고된 CEO의 총보상금액, 두 명 이상의 CEO가 역임하는 경우에는 SCT에 보고된 각 CEO의 보상금액	
(c)	해당 회계연도 동안 두 명 이상의 CEO가 역임한 각 CEO에게 실제로 지급된 보상금액	
(d)	CEO를 제외한 임원의 SCT에 보고된 평균 총액	
(e)	CEO를 제외한 임원에게 실제로 지급된 보상금액의 평균 총액	
(f)	TSR	Regulation S-K의 201(e)에서 요구하는 성과그래프에 제시된 TSR 계산에서 일부 수정한 방법으로 계산
(g)	동종업계 대조기업 TSR	(i) Regulation S-K의 201(e)에 따라 사용된 동종업계 대조그룹 또는 (ii) 상장기업 보상절차의 벤치마킹 관행을 공개할 목적으로 CD&A(Compensation Discussion and Analysis)에 사용된 동종업계 대조그룹의 TSR
(h)	순이익	회계연도의 총수익에서 총비용을 차감한 값으로 US GAAP에 따라 계산
(i)	기업이 선택한 측정기준	가장 최근 회계연도의 성과와 임원들의 ‘실제 지급된’ 보상과 연계하는 데 있어 가장 중요한 재무성과 측정치

주 : 1) (a)열에는 연도 기재
 2) non-SRC(smaller reporting companies)기업의 경우 5년, SRC는 3년 적용
 3) SRC기업의 경우 (g)열에 순이익을 기재하고 동종업계 대조기업 TSR과 기업이 선택한 측정기준은 기재하지 않음

자료: SEC

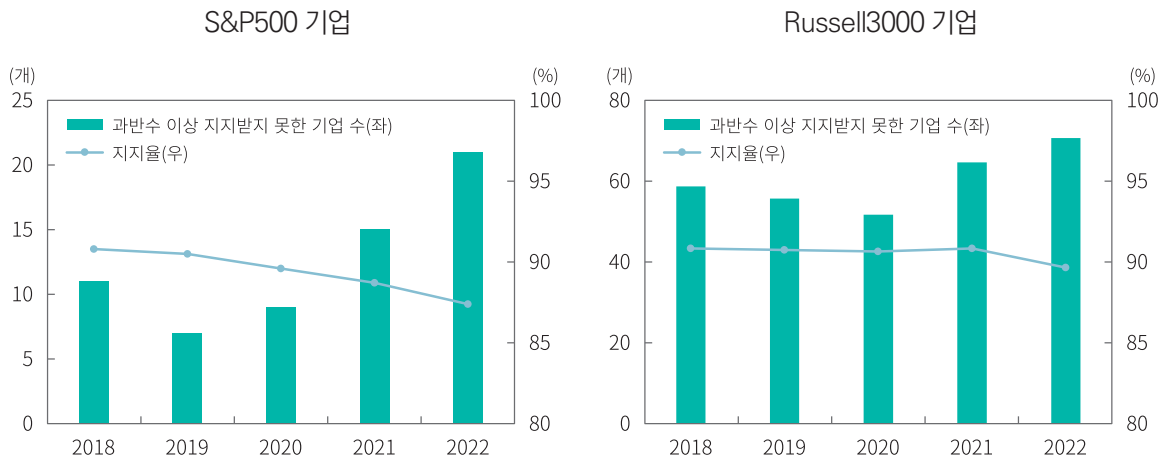
□ 이번 임원보수 공시규정을 추가한 것은 임원보수에 관한 구체적인 공시를 통해 임원보수의 타당성을 설명하여 주주의 이해를 높이고자 한 것이며 그간 미국 기업의 임원보수에 대한 주주반발이 지속적으로 제기된 데 기인

- 최근 임원보수와 재무성과 간의 관계 설명 요구는 2015년 도드-프랭크법(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) 개정 시 제기되었던 조항으로 당시에는 채택되지 못하였으나 임원보수 책정에 대한 투자자의 이해를 높이기 위한 취지로 재논의된 끝에 올해 채택
 - 투자자가 경영진의 보상 정책을 평가하는데 필요한 일관되고 비교가능하며 결정에 유용한 정보를 얻을 수 있도록 하는데 목적이 있음⁵⁾

5) SEC, 2022. 8. 25, Statement on final rule regarding pay versus performance.

- 미국에서는 1990년대 임원보수의 고액화 현상에 대한 문제가 대두되면서 기업성과와 임원보수의 연계성에 관심이 집중되었고 2000년 이후에도 과도한 임원보수의 정당성에 대한 논란이 지속⁶⁾
 - 임원보수와 일반직원과의 보수격차가 크면 일반직원의 근로의욕을 저하시킬 우려가 있고, AFL-CIO(미국 노동연맹-산별노조협의회)는 CEO와 일반직원과의 보수격차에 대해 격차가 크면 경영진이 보상의 대부분을 차지하는 승자독식 철학을 취하는 것이며 격차가 작을수록 기업의 장기 건전성을 위해 일자리 창출 및 직원에 대한 투자가 이루어진다고 해석⁷⁾
- AFL-CIO에 의하면 최근 몇 년간 미국 기업의 임원보수와 일반직원과의 격차가 계속적으로 확대⁸⁾
 - 2021년 S&P500 기업 CEO의 보수는 전년 대비 18.2% 증가한 1,830억달러로 일반직원 급여 대비 2019년 264배에서 2020년 299배, 2021년에는 324배로 매년 확대
 - 가장 큰 격차를 나타낸 아마존 최고경영자의 보수는 2억 1,270만달러로 일반직원 연간급여의 중간값보다 6,474배 높은 수준
- 임원보수에 대한 주주투표(say on pay)에서 과반수 이상의 지지를 확보하지 못한 기업도 매년 증가하며⁹⁾ 주주투표를 도입한 이래로 11년간 가장 낮은 지지율을 기록
 - PWC에 따르면 S&P500 기업 중 2019년 7개, 2021년 15개, 2022년 9월 현재 21개의 기업이 임원보수에 대해 과반수 이상의 주주지지를 얻어내지 못했고, Russell3000 기업 중에서는 71개의 기업이 지지를 받지 못함

〈그림〉 임원보수에 대한 주주투표 현황



자료: PWC

6) 김두환, 2019, 미국 임원보수 공시제도에 관한 고찰: 미국 증권거래위원회의 보수격차비율 공시제도를 중심으로, 『경영법률』 29(4), 119-154.
 7) AFL-CIO(American Federation of Labor and Congress of Industrial Organizations) 홈페이지
 8) AFL-CIO(American Federation of Labor and Congress of Industrial Organizations) 홈페이지
 9) PWC, 2022, Boardroom recap: The 2022 proxy season.

- SEC는 주주와 투자자보호를 위해 지속적으로 임원보수에 관한 공시규제를 강화해 왔고, 이번에 채택된 임원보수와 성과 간의 관계 설명 의무에 관한 공시규정도 2015년 처음 제기된 이후 재논의
- 미국에서는 1992년 Regulation S-K Item 402에서 CEO와 보수를 많이 받는 상위 4명의 개인별 보수금액 공시를 의무화
 - CEO와 연간 보수 10만달러 이상의 임원들의 보수에 대해 과거 3년 간의 지급내역과 구성내역을 SCT에 기재하고 기업의 5년치 TSR과 전체 주식시장과 동종업계 대조그룹의 TSR을 비교하는 성과그래프(performance graph) 제시
 - 2006년에는 Regulation S-K Item 402를 개정하여 보수 공시의무 대상을 추가하고 기재에 대한 책임도 강화
 - 연간 보수가 10만달러 이하임에도 공시의무 대상인 기존 CEO와 더불어 CFO도 추가
 - 또한 보수에 관한 논의와 분석(Compensation Discussion and Analysis: CD&A)을 추가하여 보수지급의 설계와 구성요소, 산정방법 등을 공시하고 부정확한 경우 손해배상의 책임도 부과
 - SCT에 새롭게 부여된 주식과 옵션의 가치를 기재하고 총보수액에 대한 정확한 정보를 제공하도록 하였으며 스톡옵션의 시점, 수량, 행사가격 등의 상세한 정보를 모두 기재하도록 함
 - 2008년 글로벌 금융위기를 계기로 2010년 제정된 도드-프랭크법에 의해 임원보수 규제에 관한 다수의 규정이 마련되었고 점차 임원보수에 대한 공시범위도 확대
 - 2015년에는 도드-프랭크법에 의해 CEO의 보수와 직원 보수의 비율을 공개하도록 요구하는 Pay Ratio Disclosure 규정을 채택¹⁰⁾
 - CEO의 연간보수와 CEO를 제외한 모든 직원의 연간 총보수 중간값의 비율을 공개하도록 하고, 임원보수와 성과 간의 연계성에 대해 공시하는 임원보수 공시 제안을 발표
 - 2015년 제기되었던 임원보수와 성과 간의 연계성에 관한 공시 개정안 Pay Versus Performance Disclosure Rules는 2022년이 되어서야 최종 채택
 - 논의 과정에서 임원보수와 성과 연계 방식이 기업별로 다양함에도 불구하고 표준화된 연계성 공시가 기업의 실제 비즈니스 모델이나 보상구조에 적합하지 않을 수 있는 등의 우려도 제기되었으나 투자자에게 임원보수에 대해 투명성, 명확성 및 비교가능성을 제공한다는 긍정적인 점이 강조되면서 결국 채택¹¹⁾
- 이번 공시규정의 채택으로 기업성과와 연계한 임원보수의 지급에 대해 구체적으로 설명함으로써 정보이용자의 합리적인 의사결정에 도움이 될 것으로 기대되는 가운데, 미국 상장기업은 규정 준수를 위한 준비가 필요

10) Dodd Frank Act - Section 953

11) SEC, 2022. 8. 25, Neither pay nor performance.

- 임원과 일반 직원 간 보수 격차가 큰 것에 대해 지속적으로 문제가 제기되면서 이에 대한 합리적인 설명의 필요성이 요구되었고, 바이든 정부의 상장기업에 대한 근로조건 검토, 고용 및 유지 정책 강화의 기조와 맞물려 임원보수와 성과 간 관계에 관한 공시규정이 채택¹²⁾
 - 도드-프랭크법 마련에도 임원보수와 일반직원 간의 보수격차가 확대되면서 SEC는 공시규제를 통해 임원보수 증가속도를 늦추고자 했고 주주에게 임원보수의 타당성이 명확하게 설명되어야 한다는 취지에서 개정
- 새로운 공시규정으로 인해 임원보수의 결정에 대해 보다 구체적인 공시가 이루어져 투자자의 이해를 높일 것으로 기대
 - 임원보수가 어떠한 기준과 방법으로 산정되는지 이해하기 용이한 표를 제시함으로써 주주총회를 통한 임원보수 규제에 효과적인 역할을 할 것으로 기대
- 또한 미국 상장기업은 새로운 공시규정을 준수하기 위한 프로세스를 마련할 필요
 - 임원보수 정보뿐 아니라 성과와의 관계 설명을 위해 추가적으로 제시해야 할 정보량이 증가할 것으로 예상되며, 정보를 제공하기 위한 형식 및 임원보수와 성과 간의 관계에 대한 필수 설명 방식을 개발하는 것이 중요¹³⁾

선임연구원 홍지연

12) Reuters, 2022. 8. 26, U.S.-listed companies will have to disclose how CEO pay stacks against firm performance.

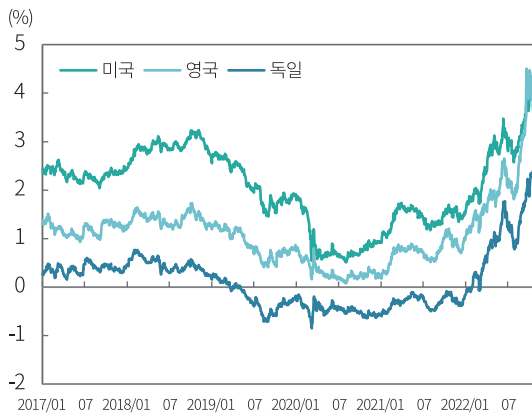
13) Compensia, 2022. 9. 9, SEC adopts new rules for “Pay Versus Performance” disclosure requirement.

ZOOM
-IN영국 국채금리 상승과 부채연계투자(LDI)
리스크 확대

- 금년 들어 주요국 국채시장에서 장단기 금리차가 역전되는 등 채권시장의 혼란이 지속
- 9월말 영국 정부의 감세안 발표로 국채금리가 치솟자 연기금의 부채연계투자(LDI) 포트폴리오 청산 위기가 발생
- 2000년 전후로 연금부채의 중요성이 부각되면서 이를 고려한 자산운용전략인 LDI가 활용되기 시작
- 2010년 이후 저금리 상황에서는 안정적인 투자전략이었으나 최근 장기채 금리 급등으로 구조적으로 내포된 리스크가 노출
- 영국은 확정급여형 퇴직연금에서 처음 LDI 전략을 이용하였고 이후 제반 환경 조성 등으로 퇴직연금시장에서 LDI 전략이 크게 성장
- 이번 사태를 계기로 LDI 관련 감독의 필요성이 높아지는 등 관련 시장의 불안은 당분간 지속될 것으로 보임

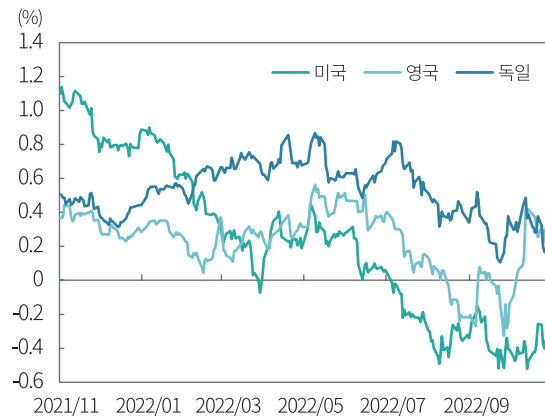
- 금년 들어 주요국 국채시장에서 장단기 금리차가 역전되는 등 글로벌 채권시장의 혼란이 지속
 - 지난해 하반기부터 상승세를 보이던 주요국의 장기국채 금리는 금년 들어 각국의 기준금리 인상이 본격화되자 가파른 상승세를 보임
 - 미국 10년물 국채금리는 금년 10월 중 4%를 상회하며 전고점을 돌파
 - 코로나19 기간 중 0%에 가까운 수준으로 하락한 영국 10년물 길트채금리는 10월 들어 글로벌 금융위기 기간 이후 최고 수준인 4.472%(10월 10일)를 기록
 - 2019년 이후 금년초까지 마이너스 금리였던 독일 10년물 국채금리도 9월 들어 2%를 상회
 - 유동성 축소와 함께 경기침체 우려도 커져 주요국 국채의 장단기금리차가 역전되는 등 주요국 채권시장을 중심으로 이전과 다른 양상이 나타나며 불안감이 가중

〈그림 1〉 주요국 장기국채(10년물) 금리 추이



자료: Bloomberg

〈그림 2〉 주요국 국채의 최근 1년 장단기금리차 추이



주 : 장기국채(10년물)과 단기국채(2년물)의 금리차
자료: Bloomberg

□ 이러한 상황에서 영국 정부가 경기 부양을 위한 감세안을 발표(9월 22일)하자 국채금리가 급등하였고, 이는 영국 연기금의 부채연계투자(Liability Driven Investment: LDI, 이하 LDI) 포트폴리오의 청산 위기로 이어짐

- 높은 물가상승률 지속 등으로 영란은행은 지난해 12월부터 7회 연속 정책금리를 인상하였으며, 금년 들어 양적긴축을 진행 중이었으나 정부는 ‘The Growth Plan 2002’를 발표(9월 23일)¹⁾
 - 경기 부양을 위한 대규모의 조세 감면, 법인세율 인상 철회, 에너지 지원정책 등이 포함
- 발표 직후 국채 금리가 급등하고 파운드화 가치는 급락하면서 영국 금융시장에 큰 충격을 주었고, 이는 영국 연기금의 마진콜 발생으로 이어짐
 - 장기국채 금리 급등으로 국채가격이 폭락하자 연기금의 장기채를 기초자산으로 하는 파생상품에서 마진콜이 발생
- 영란은행은 상황을 진정시키기 위해 기존 통화정책과 상반되는 긴급 국채매입 프로그램을 발표(9월 28일)하였고 연이어 시장 안정화 조치를 추가로 발표하면서 유동성 위기는 일단락됨

□ 2000년을 기점으로 주요국의 저금리·저성장 지속으로 연금자산의 가치는 줄어들고 연금부채의 부담이 증가하자, 글로벌 금융위기 이후 연금부채를 고려한 연기금의 자산배분전략인 LDI가 활용되기 시작²⁾

- LDI 전략이란 미래지급을 위한 연금충당부채에 영향을 주는 주요 리스크를 헷지하면서 동시에 초과 수익을 추구하는 투자 전략으로 확정급여형(DB형) 연금에서 주로 사용
- LDI 포트폴리오는 일반적으로 위험관리를 위한 부채매칭 포트폴리오와 수익추구 포트폴리오로 별도 구성되며, 기존 연금 포트폴리오의 듀레이션 갭을 제거하면서 동시에 추가 수익을 기대

1) 김민, 영국의 ‘The Growth Plan 2022’와 금융시장 불안, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2022-22호.

2) 성주호, 2018. 12, 『퇴직연기금 디폴트 옵션 도입 방안 및 부채연계투자전략에 관한 연구』, 보험연구원 연구보고서 18-23.

- 부채매칭 포트폴리오의 기본구조는 위험자산의 비중은 줄이고 채권의 투자 비중을 늘려 자산포트폴리오의 시장리스크를 낮은 수준에서 관리하고, 동시에 연금자산과 부채 사이의 듀레이션 갭을 최소화하는 형태로 이 과정에서 국채선물, 스왑, RP 등의 파생상품을 활용
- 수익추구 포트폴리오는 초과수익을 통해 기업재무리스크 혹은 기여금리스크를 줄이는 것을 목표로 운용되며 주식, 채권, 파생상품, 부동산 등 다양한 자산군에 투자
- 두 포트폴리오 간의 비중은 사용자의 위험성향, 기대수익률, 재무건전성, 제도의 성숙도, 연기금의 적립률 등에 따라 결정되며, 이 비중에 따라 다양한 LDI 전략이 존재

□ 2010년 이후 저금리가 지속된 환경에서는 안정적인 투자전략이었으나 최근 장기채 금리가 급등하자 구조적으로 내포된 리스크가 노출³⁾⁴⁾

- LDI 전략의 부채매칭 포트폴리오는 시장리스크 관리를 위해 포트폴리오의 상당 부분을 채권으로 구성하여 그동안 낮은 수준에서 시장리스크를 안정적으로 관리하고, 이자율리스크에 크게 영향을 받는 연금자산의 총위험은 연금부채와의 듀레이션 매칭과 파생상품을 이용하여 헷지
 - 시장리스크의 경우 파생상품을 이용한 헷지 효과가 제한적으로 주로 장기 국공채를 이용하여 듀레이션이 긴 자산포트폴리오를 구축
 - 연금자산과 연금부채의 듀레이션 갭으로 발생한 이자율리스크는 옵션, 선물, 스왑계약 등을 통해 이론상으로 대부분 헷지가 가능
- 2008년 이후 저금리 기조 지속으로 부채위험이 축소되었고, 인구고령화에 대비한 초과수익 추구를 위해 구축된 Long Duration(자산 듀레이션)부채 듀레이션) LDI 전략이 널리 이용되었으나 구조상 장기금리 급등시 자산손실에 따른 유동성 리스크에 노출
 - 특히 Long Duration 구축을 위해 이자율스왑 및 RP 등을 활용한 레버리지 및 파생상품을 과도하게 이용할 경우 증거금 부족 등으로 유동성 위기에 직면할 위험이 높음
- 또한 금변 사태에서와 같이 국채금리 급등으로 담보가치가 하락하자 증거금 부족분을 충당하기 위해 연기금은 보유한 국채를 대량 매도하였고, 이는 다시 금리를 상승시켜 담보가치를 더욱 하락시킴

□ 영국의 경우 2000년을 전후로 이루어진 연금 관련법 개정으로 확정급여형 퇴직연금에서 자연스럽게 LDI 전략을 이용하게 되었고, 이후 제반 환경이 유리하게 조성되면서 영국 퇴직연금시장에서 LDI가 크게 성장

- 1990년대 후반 새로운 연금회계기준(FRS17, IAS19) 도입으로 연금부채의 시가평가 방식이 도입되면서 기업 대차대조표에 막대한 연금적자가 발생⁵⁾
 - 연금부채의 현재가치 평가에 이전 기대수익률이 아닌 AA회사채수익률을 할인율로 사용

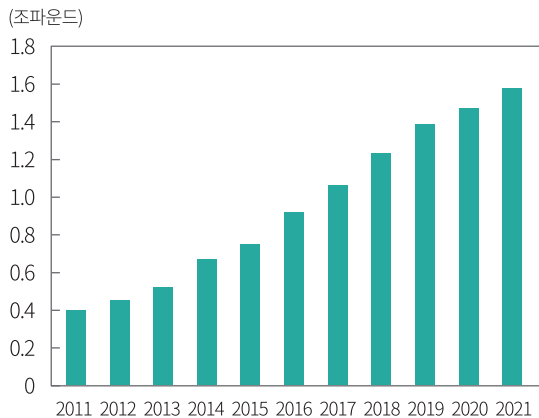
3) 성주호(2018. 12)

4) 한국은행 런던사무소, 2022. 10. 22, 최근 영국의 LDI 불안요인 및 향후 전망, 현지정보.

5) 이봉주, 2007. 3, 퇴직연금 지급보증제도의 효율체계에 관한 연구: 미국과 영국의 중심으로, 보험연구원 정책/경영보고서 권호:07-3.

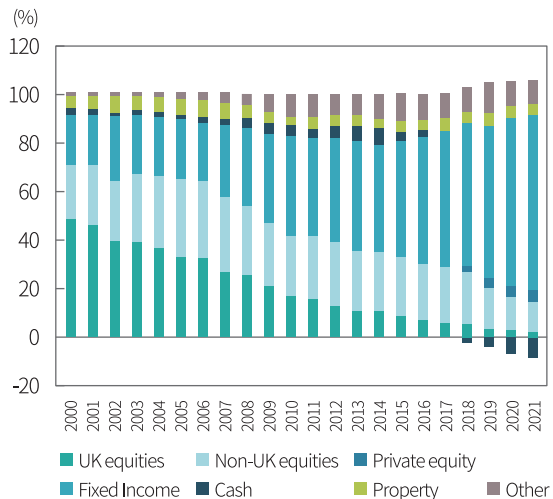
- 2000년대 초, 주식시장 붕괴 및 인구고령화 등으로 확정급여형 퇴직연금은 연금부채를 중심으로 운용되면서 LDI 전략이 시도되었고 이후 연금법 개정으로 확정급여형 연금수급의 지급보장이 의무화되면서 알려짐⁶⁾
 - 2003년경 채권시장의 움직임에 따라 부채평가가격이 달라지자, 이자율스왑을 통해 부채가치를 변화시켜 연금자산가치와 부채가치가 동일하게 보이는 효과를 만들었고, 여기에서 LDI가 탄생
 - 2004년 연금법 개정으로 연금규제기관(The Pensions Regulator)과 지급보증 기금인 연금보호기금(Pension Protection Fund: PPF)이 만들어졌고, 확정급여형 연금제도의 수급과 관련한 지급보장기능을 수행
- 글로벌 금융위기 이후 기존 전략의 기술적 수정을 통해 이자율스왑 대신 길트채를 조합한 전략을 통해 연금부채가치의 변동을 최소화하고 내재된 레버레지를 통해 수익률을 높이는 LDI 전략이 확정급여형 기업연금을 중심으로 널리 활용
 - 2013년, 55년물지수연동 길트채가 출시되며 LDI 포트폴리오에서 길트채 비중이 크게 증가
 - 2021년말 기준, LDI 전략을 통해 운용되는 퇴직연금자산은 1.6조파운드로 이는 확정급여형 기업퇴직연금 운용자산의 89%에 해당하는 규모⁷⁾
- 또한 LDI의 성장으로 확정급여형 연금펀드에서 채권의 비중이 2010년 이후 크게 증가⁸⁾
 - 주식의 경우 2010년(42%)→2021년(19%)로 비중이 감소, 채권은 2010년(40.4%)→2021년(72%)로 비중이 크게 증가
 - 2021년 3월말 기준, 확정급여형 연금펀드의 자산 구성을 살펴보면 주식 19%, 채권 72%(국채 71.8%, 회사채 28.2%) 기타 9.1%로 구성

〈그림 3〉 영국 LDI 명목운용자산 규모



자료: The Investment Association(2022. 9)

〈그림 4〉 영국 확정급여형 펀드 자산배분 추이



자료: The Investment Association(2022. 9)

6) FT, 2022. 10. 5, A brief history of LDI0.

7) The Investment Association, 2022. 9, *Investment Management In The UK2021-2022 -The Investment Association Annual Survey.*

8) Pension Protection Fund, 2021, *The Purple Book 2021 - DB Pension Universe Risk Profile.*

□ 이번 사태를 계기로 LDI 관련 감독의 필요성이 영국 및 역외 펀드중심지에서 높아지는 등 관련 시장의 불안은 당분간 지속될 것으로 보임

- 영국 자산운용업에서 상당한 비중을 차지하는 LDI 규모를 감안하여 시스템적으로 중요한 상품의 감독 필요성이 높아짐⁹⁾
 - 이번 사태 이후 연금감독청(TPR), 금융행위감독청(FCA), 거시건전성감독청(PRA) 등 영국 규제 당국이 시장 불안 대응을 위해 내놓은 규제는 없으나, LDI 유동성 상황 및 헷지 포지션 등에 대한 연기금의 레버리지 투자 내용에 대한 연기금별 자체 점검 등을 지시
- 아일랜드, 룩셈부르크 등의 역외 펀드중심지들은 금변 위기로 LDI 관련 파생상품 펀드에 대한 감독을 강화¹⁰⁾
 - 아일랜드 중앙은행은 영국 연금펀드를 위탁 운용하는 운용사에게 해당 LDI 펀드의 레버리지 투자 확대시 규제 기관에 사전 통보 조치를 내릴 예정
 - 룩셈부르크 규제 기관도 금융 불안 위험이 확대될 경우 필요에 따라 개입할 것을 밝힘
- 일단 이번 사태는 진정이 되었으나 향후 LDI 관련 이슈가 다시 부각될 가능성 등 채권시장 관련 불안은 당분간 지속될 것으로 보임

선임연구원 김보영

9) 한국은행 런던사무소(2022. 10. 22)

10) FT, 2022. 10. 28, Offshore fund centres tighten oversight after UK's LDI crisis.