

OPINION

연구위원
이상호

재무적 중요성 기반 ESG 공시의 유용성*

최근 에너지 가격 급등을 비롯한 고물가·고금리 상황이 지속되는 가운데, 미국을 중심으로 규범적 ESG 활동을 반대하는 Anti-ESG 기조가 확산하고 있다. 향후 기업의 ESG 전략이 더욱 구체화할 것으로 예상되는 우리나라 역시 세부 사안별로 이해관계자 간 갈등이 고조될 가능성을 염두에 둘 필요가 있다.

국내 기업을 대상으로 ESG 활동의 가치관련성을 종합적으로 살펴보면, 재무성과와의 관련성이 명확한 ESG 활동만이 기업의 미래 주가수익률을 견인하는 것으로 나타난다. 장기적으로 재무성과를 견인하지 못하는 ESG 활동은 주주의 이익을 보호하는 것을 지향해온 현행의 법체계 하에서 제도적으로 억제됨은 물론 핵심 이해관계자의 일관된 지지를 받기 어려우므로, 기업들은 재무적으로 중요한 ESG 활동에 집중할 필요가 있다. 2025년부터 단계적 의무화가 예정되어 있는 ESG 정보의 공시제도는 기업가치에 영향을 미치는 중요한 위험 및 기회 요인을 중심으로 식별·보고체계를 갖출 필요가 있으며, 이를 통해 ESG 성과의 개선과 공시가 지속가능한 자금조달의 원천이 되는 선순환 효과를 도모할 필요가 있다.

미국 내 Anti-ESG 논란

지난 십여 년간 기업의 ESG 활동과 지속가능성에 대한 이해관계자의 관심도는 꾸준히 증가해왔다. 특히, 2010년대 후반 BlackRock, Vanguard를 비롯한 글로벌 자산운용사들이 투자 의사 결정에 ESG 성과를 적극적으로 반영하면서 기업의 ESG 활동을 촉진하는 움직임이 확대되었다(Welch & Yoon, 2022).

그러나 최근 미국에서는 규범적 ESG 활동을 반대하는 소위 Anti-ESG의 주주제안 역시 증가하는 추세다(Sullivan & Cromwell LLP, 2022. 8. 2). 공급망 불안정, 고물가·고금리 상황이 지속되는 가운데, 이를테면 기업이 동물복지 향상이나 사회공헌 활동에 한정된 자원을 배분하는 것이 기업의 지속가능성을 높일 수 있는 활동인지에 대해 근본적 의문을 제기하는 것이다(Skulski et al., 2022. 10. 3). 아울러, 에너지 가격이 급등하고 실천적 대안이 제한적인 상황에서 화석 연료의 배제 정책을 고수하는 것이 최선의 의사 결정인지에 대해서도 주주 간 의견 불일치가 심화하는 양상이다(Rosati et al., 2022. 10. 23).¹⁾

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

1) 최근 2년간 미국의 18개 주는 지역의 특정 산업을 투자 대상에서 배제하는 금융기관과 거래를 중단하는 입법권을 행사한 바 있으며, 이로써 ESG 활동의 당위성에 대한 미국 내 갈등은 공공부문으로 확대되고 있다(Meager, 2022. 10. 3).

이와 같은 미국 내 Anti-ESG 논란은 ESG 경영의 방향성을 설정하는 단계에 있는 상당수 우리나라 기업에도 시사하는 바가 크다.²⁾ 최근 국내 자본시장 역시 기관투자자를 중심으로 ESG 전반에 대한 관여 활동이 활성화되고 있어(한국기업지배구조원, 2021. 6. 28), 향후 우리나라 기업의 ESG 전략이 더욱 구체화할수록 주주 간 의견 불일치로 인한 사회적 논란은 국내에서도 재현될 가능성이 있다. 이에 본고에서는 Anti-ESG와 같은 논란을 줄이기 위한 실천적 방안으로서 재무적 중요성에 기반한 ESG 활동과 공시의 필요성을 논의하고자 한다.

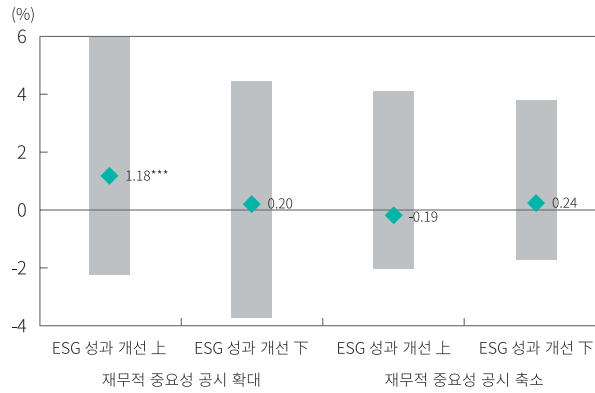
재무적 중요성 기반 ESG 성과의 개선 효과

기업이 사회공동체의 일원으로 지속가능한 활동에 노력을 기울이고 환경·사회적으로 의미 있는 성과를 창출한다면, 그 자체로 계속기업의 가치를 공고히 하는 것이다. 따라서 ESG 성과와 기업가치 간의 관련성은 당위적으로 받아들여진다. 그런데도 오랜 기간 다수의 실증문헌은 ESG 성과와 기업의 재무성과 혹은 기업가치 간의 관계에 대해 엇갈린 결론을 제시해왔다(Waddock & Graves, 1997; Zhao & Murrell, 2016). 특히, 우리나라의 경우 상품·서비스 시장에서의 구매의사결정은 물론 자본 시장 참여자들의 투자의사결정에도 기업의 ESG 성과가 체계적으로 반영되는지를 강건하게 입증하지 못했다(김세희 외, 2022).

이상호 외(2022)는 기존 연구에서 ESG 성과와 기업가치 간 일관된 관련성을 확인하지 못한 주된 이유로 총체적인 ESG 성과의 개선 활동이 기업의 가치를 창출하는 핵심 경로에서 벗어나 있다는 점을 지적했다. ESG 성과가 높은 기업은 그 자체로 좋은 회사(good company)일 가능성이 크나, ESG 성과를 개선한다고 해서 기업가치가 향상될지(company to be good)는 다양한 경로를 통해 확인해보더라도 불확실하다는 것이다. 그러나 동 연구에서는 재무적으로 중요한 활동에 집중하여 ESG 성과를 개선한 기업이 주식시장에서 장기간 초과수익률을 달성하였을 뿐만 아니라 높은 ESG 성과를 지속해서 유지함을 실증함으로써, 기존의 ESG 활동과 기업가치의 관련성에 대해 일관되지 않은 논의를 통합하고 재무적 중요성 관점에서 둘 간의 관계를 재조명하였다.

2) 2021년 1월부터 2022년 6월까지 우리나라 30대 그룹 ESG 위원회의 전체 안건 수는 654개였으며, 이 중 '내부거래, 특수관계자 등과의 거래에 대한 승인'이 137건, ESG 경영의 방향성을 설정하기 위한 '전략 및 계획 수립'이 90건으로 각각 1, 2위의 비중을 차지했다(전국경제인연합회, 2022. 9. 20).

〈그림 1〉 재무적 중요성 기반 ESG 성과 개선 포트폴리오의 월평균 초과수익률

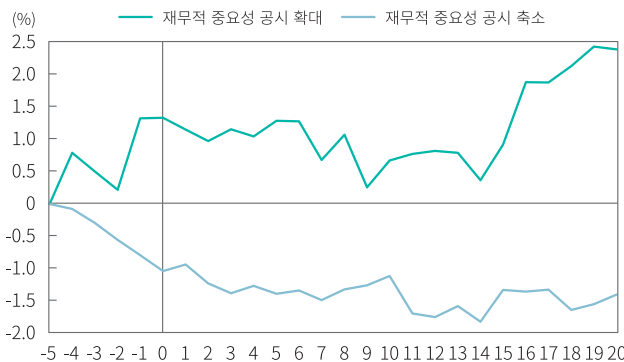


- 주 : 1) 유가증권시장·코스닥시장 상장 비금융업 12월 말 결산법인 대상
- 2) 분석 기간은 2014년 9월 초부터 2022년 8월 말까지 총 96개월로 포트폴리오는 매년 ESG 점수의 공시 시점이 속하는 월을 기준으로 익월 초에 가치가중 방식으로 구성하며, 리밸런싱은 전월 말 증가를 기준으로 매월 초에 수행
- 3) ◆표시는 Carhart 4요인 모형의 시계열 회귀분석을 통해 추정된 월평균 초과수익률을 의미
- 4) ***은 1% 수준에서 통계적으로 유의미함을 의미
- 5) 회색 상자의 상단(하단)은 월별 시장초과수익률의 1분위수(3분위수)를 의미

자료: DataGuide, 한국기업지배구조원, Bloomberg, 자본시장연구원

구체적으로 ESG 성과의 개선이 미래 주가수익률을 견인하는 효과는 ESG 성과의 개선 정도가 높고 재무적 중요성 공시를 확대한 집단에서만 월평균 1.18%로 유의미하게 나타났다(〈그림 1〉 참조). 이러한 결과는 재무적으로 중요한 ESG 활동일수록 기업의 장기적인 가치창출과 깊게 연계되어 더 지속가능함을 의미하며, 궁극적으로 자본시장에서도 재무적으로 중요한 ESG 활동의 높은 가치관련성을 증권가격에 체계적으로 반영함을 시사한다.

〈그림 2〉 ESG 성과 개선 상위 포트폴리오의 점수 공표일(t=0) 전후 누적초과수익률



- 주 : 1) 유가증권시장·코스닥시장 상장 비금융업 12월 말 결산법인 대상 ESG 점수 공표일(t=0)의 5거래일 전부터 20거래일 이후 기간까지의 누적초과수익률
- 2) 포트폴리오별 누적초과수익률은 표본기업의 시장지수 대비 초과수익률을 시장가치로 가중평균하여 합산

자료: DataGuide, 한국기업지배구조원, Bloomberg, 자본시장연구원

한편, 재무적 중요성에 기반한 ESG 성과의 개선이 미래 주가수익률을 유의미하게 견인하는 효과가 있음이 관찰됨에도 불구하고, 단기적으로는 시장참여자들이 이를 적시에 이해하기보다 과소평가하는 것으로 확인된다. <그림 2>에서 ESG 점수 개선 상위 집단의 누적초과수익률 경로를 살펴보면, 재무적 중요성 공시를 확대하였을 때는 최종 수익률이 2.41%(+20거래일)로 나타나며 수익률 또한 관측 기간에 걸쳐 단계적으로 상승하는 패턴을 보였으나, 재무적 중요성 공시를 축소하였을 때는 최종 수익률이 -1.41%(+20거래일)로 나타났을 뿐만 아니라 수익률 또한 일정하게 하락하는 패턴이 뚜렷하게 관찰된다.

정책적 시사점

이상의 결과는 ESG 성과를 개선하여 기업가치를 높이고자 하는 경영자는 물론, 최근 우리나라 자본시장의 만성적인 할인 현상을 완화하고자 하는 정책당국에도 시사하는 바가 크다. 우선, 기업들은 재무적으로 중요한 ESG 활동을 영위할 필요가 있다. 장기적으로 재무성과를 견인하지 못하는 ESG 활동은 주주의 이익을 보호하는 것을 지향해온 현행의 법체계 하에서 제도적으로 억제됨은 물론 핵심 이해관계자의 지속적인 지지를 끌어내기도 어렵다.

다음으로, 자본시장의 참여자들이 ESG 활동의 가치관련성을 적시에 이해할 수 있는 것은 아니기 때문에, 공시를 통해 ESG 활동의 재무적 중요성을 명확히 표현할 수 있어야 한다. 재무적 중요성이 높은 ESG 활동의 성과는 비재무적인 성과보다 상대적으로 더 비교가능할 것임에도 단기적으로는 투자자들의 과소반응이 확인되며, 이는 시장의 평가 메커니즘을 개선할 필요성을 제기한다. 2025년부터 단계적 의무화가 예정되어 있는 ESG 정보의 공시제도는 기업가치에 영향을 미치는 중요한 위험 및 기회 요인을 중심으로 식별·보고체계를 갖출 필요가 있으며, 이를 통해 ESG 성과의 개선과 공시가 지속가능한 자금조달의 원천이 되는 선순환 효과를 도모할 필요가 있다.

참고문헌

- 김세희 · 선우희연 · 이우종 · 정아름, 2022, ESG 활동과 기업가치의 상관관계와 인과관계, 『회계저널』 31(3), 31-60.
- 이상호 · 이인형 · 이우종 · 선우희연, 2022, 『ESG 활동의 가치관련성 제고를 위한 개선과제』, 자본시장연구원 연구보고서 22-04.
- 전국경제인연합회, 2022. 9. 20, ESG 위원회 안건 분석 및 시사점.
- 한국기업지배구조원, 2021. 6. 28, 2021 주주총회 리뷰(2) - 기관투자자의 주주관여와 ESG 확대.
- Meager, E., 2022. 10. 3, Mapped: The polarisation of ESG in the US.
- Rosati, B., Moote, K., Kumar, R., Maiolo, M., 2022. 10. 23, A look back at the 2022 proxy season.
- Skulski, T.P., O'Brien, G., Sodali, M., 2022. 10. 3, 2022 Proxy season – Shareholder proposal review.
- Sullivan & Cromwell LLP, 2022. 8. 2, 2022 Proxy season review.
- Waddock S.A., Graves, S.B., 1997, The corporate social performance-financial performance link, *Strategic Management Journal* 18(4), 303-319.
- Welch, K., Yoon, A., 2022, Do high-ability managers choose ESG projects that create shareholder value? Evidence from employee opinions, *Review of Accounting Studies*, 1-28.
- Zhao, X., Murrell, A.J., 2016, Revisiting the corporate social performance – financial performance link: A replication of waddock and graves, *Strategic Management Journal* 37(11), 2378-2388.

OPINION

연구위원
남재우

디폴트옵션 적격 상품 사전 승인과 금융기관의 역할*

퇴직연금에 선택형 디폴트옵션 개념으로 도입된 사전지정운용제도는 DC 및 IRP 가입자의 상품 선택이 용이하도록 퇴직연금사업자가 저비용, 고효율의 상품을 제공하는 대표상품제도의 일환으로 이해할 수 있다. 고용노동부의 사전 승인을 통해 사업자별로 10개 이하의 대표상품으로 제시되며, 근로자의 위험성향에 따른 사전 지정이 이루어지면 이후에는 일반적인 opt-out 방식의 디폴트옵션으로 가능하게 된다. 적극적 운용지시 없이 장기로 운용되는 디폴트옵션의 특성을 감안할 때 상품을 제공하는 금융기관에게는 근로자의 최선 이익이라는 수탁자책임이 보다 강조되어야 하며, 이는 제도 실행의 첫 단계인 상품 설계 및 적격성 사전 승인에서부터 시작된다.

고용노동부의 사전 승인을 득한 259개의 적격 상품을 살펴보면 전반적으로 낮은 수수료와 안정적인 수익성과라는 요구조건이 충실히 견지된 것으로 평가된다. 특징적인 부분은 원리금보장형을 포함하여 다수의 상품이 단일 예금 또는 펀드가 아닌 재간접펀드의 형식으로 제시된 점이다. 하위펀드의 조합을 통한 포트폴리오 형식의 디폴트옵션을 구성하는 과정에서 연금자산 운용의 필수조건이라 할 수 있는 실질적인 위험의 분산이 보다 강조될 필요가 있다. 여기에 적합성 원칙에 따라 개인의 위험성향에 부합하는 디폴트옵션의 제시라는 어려움까지 가중된다. 디폴트옵션으로 주로 TDF가 활용되는 것이 세계적 추세이기는 하나, 고정된 일정 수준의 위험량을 목표로 하는 재간접펀드를 설계하기에 TDF는 부정확하고 불편하다. 이러한 목적의 재간접펀드 설계에는 혼합형펀드(BF)의 일환인 목표위험펀드(TRF)가 보다 적합하며, TDF는 개인의 위험성향에 부합하는 목표일로 제시되는 단일 펀드의 활용이 권고된다. TDF의 단순 조합으로 구성되는 재간접펀드가 디폴트옵션의 일반적 관행으로 고착되는 현 상황은 매우 우려스럽다.

금융기관에 있어 디폴트옵션제도는 막중한 책임이자 기회이다. 위험과 수익 측면에서 양질의 적격 상품을 설계하고 제공하는 것은 건전한 경쟁구도가 부재한 우리 퇴직연금 시장에서 금융기관의 가장 핵심적인 경쟁우위가 될 수 있다. 이를 통한 근로자의 장기적 투자 신뢰 확보가 디폴트옵션 제도 성공의 열쇠임을 강조한다.

한국형 디폴트옵션제도의 이해

국내 퇴직연금에 디폴트옵션(default option)이 도입되었다. 보다 정확히 표현하면, 확정기여형(Defined Contribution, 이하 DC형) 및 개인형퇴직연금(Individual Retirement Pension, 이하 IRP)에 사전지정운용제도라는 이름으로 디폴트옵션 개념의 연금자산 운용 수단이 제공된 것이다. 구

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

조적인 한계가 지적되는 DC형 및 IRP의 연금자산 운용에 디폴트옵션은 연금제도 시작부터 함께 도입되었어야 할 제도적 장치임에도 불구하고, 우리 퇴직연금에서는 기나긴 논의와 많은 우여곡절을 거쳐 2022년 6월부터 제도가 시행되고 있다. 작년 하반기까지 적격 디폴트옵션 상품¹⁾에 대한 고용노동부의 사전 승인이 이루어졌으며, 사용자(기업)가 이를 퇴직연금 규약에 반영하고 근로자의 실질적인 디폴트옵션 설정이 마무리되는 시점은 금년 상반기 말은 되어야 할 것으로 전망된다.

어렵게 도입된 제도이나, 우리 사전지정운용제도는 다른 나라의 일반적인 디폴트옵션과는 매우 상이한 실행 절차와 상품 구성을 보인다. 따라서 본 제도가 시장에 안착하고 퇴직연금의 주된 운용수단으로 활성화되기 위해서는 기업 및 근로자를 포함한 시장참여자의 정확한 이해와 각별한 노력이 요구되는 시점이다. 특히 계약형 지배구조인 우리 퇴직연금제도에서 가장 핵심적인 이해관계자라 할 수 있는 퇴직연금사업자(금융기관)의 책임과 역할이 강조된다. 연금 선진국의 DC 근로자에게 디폴트옵션이 절대다수의 운용 수단으로 기능하고 있는 현실을 단순히 연금자산 운용에 대한 개인의 무관심만으로 설명하기는 어렵다. 근본적인 동인은 디폴트옵션에 대한 근로자의 높은 투자 신뢰이다. 전문가가 제공하는 저비용, 고효율의 잘 만들어진 장기투자 상품이라는 근로자의 보편적 인식을 의미한다. 우리 사전지정운용제도는 근로자의 추가적인 선택을 전제로 하는 모순된 구조의 디폴트옵션으로 설계됨으로 인해 자산 운용에 있어 여전히 개인의 책임이 강조되는 제도적 한계는 남아있으나, 그럼에도 불구하고 장기적으로 투자 신뢰를 구축하고 제도를 활성화하는 것은 결국 금융기관인 퇴직연금사업자의 책임과 역할이 될 수밖에 없음을 강조한다.

이러한 관점에서, 우리 사전지정운용제도는 일반적인 의미의 디폴트옵션보다는 과거 감독 당국에 의해 추진되었던 대표상품제도의 일환으로 이해할 필요가 있다.²⁾ 장기투자를 전제로 하는 연금자산의 운용에 있어 개인의 자산 운용의 어려움을 보완하기 위한 제도적 장치가 디폴트옵션이다. 전형적인 디폴트옵션에서는 운용지시가 없는 근로자의 투자 판단을 디폴트옵션이 완전히 대체하지만, 사전지정운용제도는 공적으로 관리되는 적격 상품으로 개인의 선택 폭을 좁혀줌으로써 보다 합리적인 자산운용을 유도하는 방식이다. 이는 기존의 대표상품제도의 목적과 구조에 정확히 일치하며, 다만 상품의 제공 및 선택이 법으로 강제된다는 제도적 차이만 있을 뿐이다. 대표상품제도는 금융기관 간 건전한 경쟁 구도 강화를 전제로 한다. 따라서 퇴직연금사업자는 연금시장에서 기관 간 차별적 경쟁우위를 확보하기 위한 핵심적 수단으로 디폴트옵션 상품을 설계하고 제시하여야 한다. 이는 단순히 경쟁의 차원을

1) 유사한 개념으로 미국의 기업연금인 401k에서 제시하는 적격디폴트투자대안(Qualified Default Investment Alternative: QDIA)이 있으나 우리 사전지정운용제도에서의 적격 상품과는 그 목적과 구성이 매우 상이하다. 401k의 QDIA는 디폴트옵션 투자로 인한 손실에 대한 기업 면책의 전제조건으로 장기투자의 위험분산을 목적으로 하며, 따라서 원리금보장상품이 포함되지 않은 분산된 위험의 실적배당상품으로 구성된다.

2) 2015년 금융감독원은 DC근로자의 합리적인 연금상품 선택을 지원하기 위한 목적으로 대표상품제도를 도입하였다. 퇴직연금사업자별로 사전에 대표 포트폴리오(연금상품의 조합)를 설정하여 감독 기관에 등록하고, DC 근로자는 이를 자신의 연금상품으로 선택하는 방식이다. 강제 규정이 아니어서 퇴직연금사업자의 자발적 참여가 거의 이루어지지 않고 제도는 사장되었다.

넘어, 타인의 재산을 관리하는 선량한 관리자에게 부과되는 엄중한 수탁자책임(fiduciary duty)의 문제이다. 이러한 관점에서 본고에서는 현재 진행되고 있는 적격 상품의 승인 과정을 살펴보고, 이에 대하여 퇴직연금사업자로서 금융기관의 바람직한 대응 방향을 모색하고자 한다.

디폴트옵션 적격 상품 사전 승인 제도

개정된 「근로자퇴직급여보장법」(이하 근퇴법)에서는 퇴직연금사업자가 고용노동부의 사전승인을 획득한 복수의 디폴트옵션 상품을 제시하면 기업은 이를 퇴직연금 규약에 반영하고, 변경된 규약에 따라 근로자가 자신의 디폴트옵션 상품을 최종 선택하도록 하고 있다. 따라서 퇴직연금사업자는 우선 위험성향별로 총 7~10개의 디폴트옵션 상품을 선정하여 감독 당국의 승인을 받아야 한다.³⁾ 기업은 제시된 최대 10개의 상품군 중에서 위험성향별로 최소 1개 이상의 상품을 선정하여 규약에 반영하여야 한다. 이러한 퇴직연금 규약의 변경에는 근로자 대표의 동의가 필수적이다. DC 및 IRP 근로자는 퇴직연금 규약에서 제시하는 상품 중에서 자신이 구체적인 운용지시를 내리지 못할 때 자동으로 운용되는 디폴트옵션을 사전적으로 지정하게 된다.⁴⁾

2022년 말 고용노동부의 심의위원회는 2회에 걸친 본심사를 통해 39개 퇴직연금사업자가 제출한 318개 상품 중에서 총 259개의 상품을 적격으로 승인하였다.⁵⁾ 초기 높은 탈락률과 함께 적격 상품 구성을 위한 실질적인 가이드라인이 시장에 전달되었으며, 이러한 과정을 통하여 평균 보수율이 30% 이상 인하되는 등 긍정적인 개선이 이루어진 것으로 평가된다. 사전 승인 과정에서의 특징적인 부분은, 원리금보장상품인 초저위험을 포함하여 모든 유형의 상품이 대부분 단일 펀드가 아닌 3개 미만의 펀드로 구성된 재간접펀드(fund of funds)로 제시되었다는 점이다. 고용노동부가 애초에 단일 펀드 외에 재간접펀드도 허용한 이유는 연금자산 운용에서 강조하는 위험의 분산 측면이었다.

사전지정운용제도에서는 이러한 재간접펀드를 포트폴리오로 표현하고 있다. 재무이론에 의하면 포트폴리오의 구성은 개별 종목의 혼합을 통해 비체계적위험(unsystematic risk)을 제거함으로써 분산 불가능한 시장위험(market risk)만을 추구하기 위한 목적이다. 하지만 재간접펀드의 구성 과정에서 이러한 위험 분산의 의미가 어떻게 구현되는지에 대해서는 논리적 근거가 충분치 않다. 특히 사전지정

3) 사전지정운용제도에서는 초고위험을 제외한 초저위험(원리금보장형), 저위험, 중위험, 고위험의 4개 위험성향에 대해 퇴직연금사업자가 초저위험 상품 1개를 포함하여 위험성향별로 2~3개의 포트폴리오(또는 단일 펀드)를 자사의 디폴트옵션 상품으로 제시하도록 하고 있다.

4) 이는 디폴트옵션이 실질적으로 opt-out이 아닌 opt-in 방식으로 작동함을 의미한다. 또한 DC 및 IRP 근로자는 정규적인 운용지시 과정에서 디폴트옵션 상품을 자신의 연금상품으로 지정할 수도 있기 때문에 우리 사전지정운용제도는 opt-in 방식의 디폴트옵션으로 이해함이 바람직하다.

5) 제출된 318개의 상품 중 259개가 최종 승인되어 승인율은 81% 수준인데 비해, 1차 심사에서는 제출된 220개의 상품 중에서 55개의 상품이 탈락하여 25%의 높은 탈락률을 보였다(고용노동부, 2022. 12. 21, 근로자의 행복한 노후를 지키기 위해 정부-금융기관이 지혜와 역량을 모은다, 보도자료).

운용제도는 자본시장법에서 규율하는 적합성 원칙에 따라 근로자의 위험성향별로 그에 상응하는 디폴트 옵션 상품을 요구한다. 이런 구조에서 기존 퇴직연금 상품을 활용하여 위험성향별로 합리적이고 의미 있는 재간접펀드를 제시하기 위해서는 퇴직연금사업자의 보다 많은 고민과 노력이 요구된다.

제도 활성화를 위한 금융기관의 역할

적격 상품의 위험성향 중에서 초저위험 상품군은 제도 도입 과정에서 논란이 많았던 원리금보장형을 의미한다. 원리금보장상품은 은행의 정기예금 외에 증권사의 파생결합사채(ELB)나 환매조건부채권(RP) 또는 보험사의 이율보증형(GIC) 상품 등으로 금융기관별로 다양한 유형의 상품 제시가 가능하나 이번 적격 상품 승인에서는 대부분 3개 이하 시중은행 정기예금의 혼합으로 초저위험 상품이 제시되었다. 예를 들면, 각각 제시 이율을 달리하는 3개의 예금 상품을 4:3:3으로 섞어 가중평균으로 포트폴리오 이율이 계산되는 방식이다. 예금자 보호 및 은행의 도산 가능성이 거의 없는 우리 금융 환경에서 예금의 조합으로 구성된 초저위험 포트폴리오가 갖는 위험분산의 의미는 매우 제한적이다.

퇴직연금 적립금 운용에서 원리금보장상품은 시장위험이 없는 무위험자산으로서, 금융기관이 제시하는 약정 이율이 절대적 편입 기준이 된다. 시장위험이나 신용위험, 또는 거래상대방 위험 등이 배제된 상황에서 근로자는 오로지 제시 이율만으로 투자 판단을 내릴 수 있기 때문이다. 하지만 근로자 개인의 이러한 운용지시가 부재한 디폴트옵션 제도에서 최고 이율보다 낮은 이율의 예금 상품도 구조적으로 일정 비중 편입하는 초저위험 상품은 가입자 최선의 이익을 추구해야 하는 수탁자책임의 관점에서 문제가 될 수 있다. 이러한 문제는 근본적으로 분산된 위험의 투자자산을 전제로 하는 디폴트 옵션 제도에 원리금보장상품이 동일한 구조로 포함되었기 때문으로 사료된다.

실적배당상품 중심인 저, 중, 고위험 상품군의 포트폴리오 구성에서 이러한 위험의 분산 문제는 보다 심각할 수 있다. 적격 상품에 대한 이번 승인 과정을 살펴보면 거의 대부분의 제안이 혼합형펀드(Balanced Fund; 이하 BF)가 아닌 타겟데이트펀드(Target Date Fund; 이하 TDF)의 조합으로 포트폴리오를 구성하고 있다. 저위험 상품은 예금과 TDF의 조합으로, 고위험 상품군은 복수 운용사의 만기가 다른 여러 TDF의 조합으로 구성하는 방식이다. 예를 들면, 어떤 저위험 상품은 예금 80%와 TDF 20%로 구성되어 있다. TDF 비중이 작으니 저위험 상품에 부합한다고 생각할 수 있겠으나, TDF의 목표일에 따라서 이 상품은 금융위기 같은 시장 하락기에 일정 규모의 손실이 발생할 수도 있다. 저위험 성향의 개인은 전체 수익률의 변동성보다 최대 하락 폭(maximum draw down)에 민감함을 감안하면 이러한 원금손실은 감내하기 어려운 위험일 수 있다. 또 다른 예로, 상품 A는 TDF 비중이 20%로 저위험으로 분류되나 TDF의 목표일이 2040인 반면, 상품 B는 TDF2025를 80% 담고 있어 중위험으로 분류된다. 하지만 정상적으로 운용되고 있는 TDF라면 지금 시점에서 2025 목표일의 TDF는 거의 채권에 가까운 위험수익 특성을 보일 것이다. 결과적으로 상품 A는 투자자의 허용위험한도를 넘어설 수 있

으며, 상품 B는 중위험성향의 개인이 기대하는 장기적인 기대수익률에 부응하지 않을 가능성이 높다. 이를 종합하면 대표상품에 대한 근로자의 장기적인 투자 신뢰 구축이라는 측면에서 매우 부정적인 상황이라 할 수 있다. 적격 상품의 승인 과정에서 감독 당국 또는 위원회가 이러한 문제점을 모두 점검하고 효율성 높은 최적의 디폴트옵션으로 견인할 수는 없다. 이는 전적으로 상품을 설계하고 제공하는 퇴직연금사업자의 책임으로 귀결될 것이다.

이러한 상품 구성의 어려움은 근본적으로 위험성향별 재간접펀드를 구성함에 있어 TDF라는 목적 기반 자산배분 펀드의 적절성에 기인한다. 결론적으로 TDF는 중, 저, 고위험과 같은 특정 수준의 위험성향에 대응하는 재간접펀드를 구성하기에 적합한 펀드 구조가 아니다. 적격 상품 사전 승인에 제출된 재간접펀드의 구성을 살펴보면, 목표일에 따른 위험량의 차이⁶⁾를 반영하여 디폴트옵션이 요구하는 위험성향에 대응하는 것으로 관측된다. 예를 들면 고위험 상품은 TDF2045 위주로, 중위험 상품은 TDF2025와 TDF2045의 조합으로 구성하는 방식이다. 하지만 이는 블랙박스에 가까운 TDF의 글라이드패스와 포트폴리오 구성을 감안할 때 매우 부정확하고 불편한 구조이다. 특히 TDF의 위험량이 자체적인 글라이드패스에 따라 매년 동적으로 리밸런싱 된다는 사실을 감안하면, 장기투자 수단으로 제시되는 디폴트옵션의 특성과는 더더욱 부합하지 않는다. 해외에서도 TDF가 디폴트옵션의 주요 상품으로 인식되고는 있으나, 이는 단일 TDF 상품에 대한 장기운용을 전제로 한다. TDF는 연금자산의 운용에 적합한 공간적, 시간적 분산효과를 단일 펀드에서 자체적으로 내재화하고 있는 상품이기 때문이다.

위험성향별로 제시되는 특정 위험량을 목표로 재간접펀드를 구성할 때 보다 유용한 수단은 BF(Balanced Fund)이다. BF의 또다른 이름은 목표위험펀드(Target Risk Fund; 이하 TRF)이다. 주식 및 채권 등의 다양한 자산으로 특정 위험량을 유지하기 위한 목적의 펀드가 TRF이기 때문이다. 우리처럼 투자자 적합성의 원칙에 따라 위험성향별로 맞춤형 디폴트옵션이 제공되어야 하는 상황이라면, 위험량이 명확하게 설정된 TRF의 조합으로 재간접펀드를 구성하는 것이 보다 효율적이고 합리적이다. TDF의 조합으로 구성되는 재간접펀드가 갖는 또 다른 문제점은 글라이드패스에 의한 동적인 위험 조정이라는 TDF의 가장 중요한 속성이 효과적으로 고려되기 어렵다는 점이다. 사전지정운용제도에서 TDF는 개인의 위험성향에 부합하는 목표일을 선택함으로써 단일 펀드의 디폴트옵션으로 제시되는 것이 합리적이다.

결론 및 시사점

미국의 QDIA는 디폴트옵션의 손실에 대해 기업의 면책을 부여하기 위한 전제 조건으로 설계되었다. 디폴트옵션을 설정하는 주체인 기업은 오로지 근로자의 이익을 위한 최선의 의사결정을 해야

6) 목표일에 따른 글라이드패스로 펀드의 위험량을 자체적으로 리밸런싱 하는 TDF의 특성을 감안하면 2025와 같이 목표일에 근접한 TDF는 채권에 가까운 저위험 펀드로, 목표일이 먼 2050 TDF는 주식과 유사한 고위험 펀드로 분류될 수 있다.

하며, 이를 담보하기 위한 최소한의 요구조건으로 일종의 운용규제라 할 수 있는 QDIA가 제시되었다. 하지만 우리의 경우 디폴트옵션 상품을 설계하는 금융기관이나 이를 규약에 반영하여 실행하는 기업 모두 투자 손실에 대한 책임은 원천적으로 차단되어 있다. 우리 디폴트옵션은 근로자에게 자동(default)으로 주어지는 것이 아니라 근로자가 명시적으로 선택하는 것이기 때문에 운용 손실에 대한 책임도 오롯이 근로자에게 귀속된다. 따라서 우리 사전지정운용제도에서는 미국과 같이 면책의 전제 조건으로서 QDIA에 대한 감독 당국의 사전 승인이 반드시 전제되어야 하는 것은 아니다. 하지만 대다수 근로자의 운용 역량이 절대적으로 부족하고, 금융기관인 퇴직연금사업자에 포획된 시장이라는 부정적인 평가가 지배적인 우리 퇴직연금제도의 현실을 감안하여, 최소한의 투자자 보호 장치로서 적격 상품 사전 승인 제도를 채택하고 있는 것으로 이해된다.

이러한 관점에서 디폴트옵션의 사전 승인은 최소 요건으로 실행되는 것이 바람직하다. 이는 감독 당국의 사전 승인을 통하여 적극적으로 좋은 상품을 선별하여 높은 수익률을 담보하겠다는 열거식 규제(positive screening)가 아니라, 최소 요건에 미달하는 나쁜 상품을 사전적으로 걸러낸다는 소극적 규제(negative screening)를 의미한다. 이번 적격 상품 승인 과정에서 제시되었던 계열사 상품, 과도한 판매보수, 보수 대비 저조한 운용성과 등의 불승인 기준이 이에 해당한다. 감독 당국에 의한 적격 상품의 사전 승인이 근로자에게 최종적으로 제시되는 상품의 수익성 및 효율성에 대한 공인(certification)으로 해석되는 것은 적절치 않다. 정부에 의한 적격 상품의 승인은 문제가 명확한 비적격 상품을 최소한의 기준으로 걸러내는 과정임을 명확히 하고, 제도 활성화를 위한 감독 당국의 노력은 금융기관별 디폴트옵션의 성과가 쉽고 투명하게 비교 평가될 수 있도록 공시 체계를 강화하는 방향으로 집중되어야 한다. 민간 금융기관 간 경쟁 상품의 수월성을 정부가 담보한다는 오해는 어떤 측면에서도 바람직하지 않기 때문이다.

좋은 상품의 선별은 감독 당국이 아닌 퇴직연금사업자의 역할이다. 수익성과 안정성 측면에서 양질의 대표상품을 제시하는 것은 금융기관인 퇴직연금사업자의 엄중한 수탁자의무에 해당할 뿐만 아니라 퇴직연금 시장에서 사업자의 실질적 경쟁우위를 결정하는 핵심 요소임을 다시 한번 강조한다.

ZOOM
-IN영국 SM&CR 제도 운영을 통해 본
국내 내부통제 제도 개선 이슈

- 영국은 2016년 3월 금융회사의 내부통제 기능을 강화하기 위한 목적으로 고위 경영자 개인의 책임 강화를 핵심 골자로 하는 하위 규정인 SM&CR 제도를 시행
- FMSA 하에 고위 경영자의 책임 영역에서 위반사항이 발생한 경우 법적 책임을 부과하고 있으며 감독당국이 이를 입증한 경우 고위 경영자 개인을 대상으로 제재를 부과
- 제도 도입 이후 매우 드문 집행조치로 인해 일각에서는 제도의 실효성과 감독당국의 운영 역량에 대해 우려를 표명
- 최근 영국 정부는 제도 보완의 필요성을 인식하고 금융서비스 부문의 규제 개혁 일환으로 2023년 1분기 내에 SM&CR 규제 체계 전반을 검토하고 개편할 예정이라고 발표
- 국내의 경우 최근 금융당국이 대표이사 및 임원의 책임을 강화하는 내용을 포함한 내부통제 제도 개선 방안을 마련 중으로, 실효성 있게 작동할 수 있는 체계 구축이 중요

- 영국은 2016년 3월 금융회사의 내부통제 기능을 강화하기 위한 목적으로 금융서비스시장법 (Financial Services and Market Act 2000: FSMA) 개정을 통해 고위 경영자 개인의 책임 강화를 핵심 골자로 하는 하위 규정인 고위 경영자 및 인증제도(Senior Managers and Certification Regime: SM&CR, 이하 SM&CR)를 시행
 - SM&CR은 3가지 요소인 고위 경영자 제도(Senior Manager Regime: SMR), 인증제도(Certification Regime), 행동규칙(Conduct Rule)으로 구성
 - SMR은 기업에서 주요 역할을 수행하는 고위 경영자 및 상급 임원에게 적용되는 규정으로, 고위 경영 업무(Senior Management Functions: SMF)별로 담당하려는 자가 적합한지 금융회사 자체적으로 평가(Fit & Proper: F&P)하고 지정한 고위 경영진 및 거버넌스의 구조를 기술한 책임지도(responsibility map)와 개인별로 할당된 역할과 책임 영역을 명확하게 설명한 책임설명서(State of Responsibility: SoR)를 제출하여 사전에 감독당국에게 승인받아야 함
 - 인증제도는 SMF에 속하지 않지만 기업 또는 고객에게 심각한 손실이나 영향을 미칠 수 있는 위험성을 내포한 업무를 수행하는 직원에게 적용되는 규정으로, 감독당국의 승인은 요구되지 않으나 금융회사는 해당 직원에 대한 적합성 및 적격성을 평가해야 함
 - 행동규칙은 기업의 임직원이 준수할 것으로 요구되는 최소한의 행동 기준을 설정
 - 2016년 도입 당시에는 모든 은행 및 건전성 감독청(Prudential Regulation Authority: PRA)과 금융감독청(Financial Conduct Authority: FCA)의 이중 규제를 받는 대형 투자회사에만 적용되었으나 이후 2018년에는 PRA와 FCA의 규제를 받는 보험회사, 2019년에는 FCA의 규제를 받는 단독 규제 금융회사로 적용 범위를 점차 확대

- SM&CR 제도 마련의 주요 목적은 고위 경영자 개인의 책임을 강화하여 금융회사의 건전성을 높이고 효과적인 지배구조를 구축하기 위함이며, 도입과 함께 제도의 실효성을 높이기 위해 위반 시 징역형과 벌금형을 적용하는 형사처벌을 새롭게 마련
 - 기존 제도에서는 감독당국의 사전 승인을 받아야 하는 대상의 범위가 너무 협소하고¹⁾, 금융회사의 내부통제 실패 시 감독당국이 상급 관리자인 임원에게 책임을 묻기 어려운 한계를 발견
 - 그리하여 사전 승인 대상을 고위 경영자 층으로 확대하였으며 책임을 갖는 개인을 쉽게 식별할 수 있도록 하여 내부통제 실패 시 책임을 물을 수 있는 체계로 전환하고자 함
 - SM&CR 도입과 동시에 대출기관 및 주요 투자회사의 고위 경영자가 파산을 야기한 경우 최대 7년의 징역 또는 무제한 벌금에 처하는 형사범죄로 만드는 새로운 법률을 마련²⁾

〈표 1〉 SM&CR 제도의 주요 내용

구성	주요 내용
고위 경영자 제도 (Senior Manager Regime)	<ul style="list-style-type: none"> • Senior Manager Functions: 고위 경영자가 담당하는 업무의 유형 • Fit & Proper: 고위 경영자가 SMF를 수행하는데 있어 적합한지를 자체적으로 평가(최소 연 1회 이상 요구) • Prescribed Responsibilities: 고위 경영자 업무별로 할당된 기본적인 책임 사항 • Responsibility Map: 회사의 고위 경영진 및 거버넌스의 책임 구조를 설명하는 단일 문서 • State of Responsibility: 고위 경영자 개개인의 업무별 역할과 책임 영역을 명확하게 기술한 문서 • Approving Individuals for SMF: SMF 직책을 담당할 고위 경영자를 임명하기에 앞서 위의 사항을 감독당국에 제출하고 승인이 필요
인증제도 (Certification Regime)	<ul style="list-style-type: none"> • Certification Functions(Significant Harm Function)/ Fit & Proper: 고위 경영자는 아니나 회사나 고객에게 상당한 해를 끼칠 수 있는 위험 발생 가능한 업무를 수행하는 직원에 대한 금융회사의 적합성 평가
행동규칙 (Conduct Rule)	<ul style="list-style-type: none"> • Minimum standards of individual behaviour: 금융회사의 임직원이 금융서비스 업무를 수행하기 위해 준수해야 할 최소한의 행동 기준 • Tier 1 & Tier 2: 모든 직원(Tier 1) 및 고위 경영자(Tier 2) 적용 규칙으로 구분

□ FMSA에 의거하여 고위 경영자가 책임설명서에 기술된 영역에서 위반사항이 발생한 경우 법적 책임을 부과하고 있으며 FCA와 PRA는 위반요건을 충족하였음을 입증하면 고위 경영자 개인을 대상으로 제재조치를 취할 수 있음

- FSMA 상 책임의무(duty of responsibility)를 명시하여 SMF를 담당하는 고위 경영자에게 부여된 역할과 책임 영역에서 위반사항이 발생하지 않도록 법적 의무를 부과하고 있으며, 만약 위반요건을 충족하는 경우 FCA 및 PRA가 고위 경영자 개인에게 제재조치를 부과할 수 있음³⁾

1) 이효섭·이석훈·안수현, 2022, 『주요국 내부통제 제도 현황 및 한국 내부통제 제도 개선 방향』, 자본시장연구원 연구보고서 22-01.
 2) GOV.UK, 2016. 3. 7, Senior bankers to face jail for reckless decisions, News story.
 3) FSMA 66A(5)

- SM&CR에서는 고위 경영자가 준수해야 할 주요 행동규칙(conduct rule)으로 담당 업무의 효과적 내부통제 수립과 규제 시스템의 요구사항을 충족하는 것을 보장하기 위한 일명 ‘합리적 조치(reasonable steps)’를 취하도록 요구⁴⁾
- 만약 위반요건에 해당하는 경우⁵⁾ FSMA에 의거하여 고위 경영자 개인의 책임의무를 위반한 것으로 간주하고 감독당국이 제재를 부과할 수 있음
- FCA는 FSMA가 요구하는 책임의무의 위반 여부를 판단할 때 고려하는 요소들을 지침(guidance)⁶⁾을 통해 제시하고 있으며, 이를 기반으로 제재조치를 결정할 수 있는 재량권을 가짐
 - 지침에는 책임의무를 적용하는 사항과 더불어 고위 경영자의 직책에서 요구되는 위반사항을 방지하기 위해 합리적 조치를 취했는지 여부를 결정하는 FCA의 고려사항을 제시
 - 금융회사 측면에서는 합리적 조치 수립의 판단 기준이 되는 고려사항을 참고함으로써 관리 책임자가 규제 위반에 해당하는지 자체적으로 파악할 수 있는 유용한 도구로 활용
- 제재 부과를 위해서 FCA와 PRA는 위반행위가 발생한 업무에 고위 경영자의 책임의무가 있음을 증명하거나, 위반사항 발생의 사전 방지를 위해 합리적으로 기대되는 조치를 취하지 않아 내부통제에 실패하였다는 것을 직접 증명해야 함⁷⁾
 - 그러므로 고위 경영자는 감독당국에게 사전 예방을 위해 합리적인 조치를 취한 것을 설명하는 설명의무를 가지며, 사전에 마련한 합리적 조치는 제재조치의 방어 수단으로서 기능
- 제재 유형으로는 SMF 수행의 중지, 박탈, 견책(public censure), 벌금(financial penalty) 등이 있으나, 금융사고 발생 이후에도 금융당국에의 적극적인 협조, 내부통제 개선조치를 위한 노력 등을 수행하는 경우에는 제재 수준을 경감(mitigation)시킬 수 있음⁸⁾

- FCA는 SM&CR 제도의 실효성을 높이기 위한 일환으로 2020년 8월 단독 규제기업을 대상으로 임직원이 특정 업무를 수행하기 위해 적합성과 적절성을 평가하는데 활용되는 새로운 지표를 개발
- SM&CR에 따라 금융회사는 고위 경영자 및 직원의 특정 역할 수행에 대한 적합성과 적절성을 평가해야 하는 가운데 FCA는 지침 발표를 통해 F&P 평가에 활용되는 실질적 지표를 제시⁹⁾
 - 이는 구체적인 사례를 담은 9가지 긍정적 지표와 부정적 지표를 통해 F&P 평가의 명확성을 높여려는 목적이며, 금융회사는 해당 지표를 참고하여 F&P 평가를 정기적이고 철저하며 일관되게 수행하고 있음을 입증해야 함

4) COCON 2.2

5) 금융회사의 규정 위반사항에 해당되는 경우 또는 위반사항이 고위 경영자의 역할 및 책임 범위(책임진술서 참고) 내에서 발생한 경우, 마지막으로 사전방지를 위한 합리적 조치를 취하지 않은 경우에 해당

6) FCA, 2017, *Guidance on the duty of responsibility: final amendments (including feedback on CP16/26) to the Decision Procedure and Penalties Manual.*

7) DEPP 6.2.9-FG03/05/2017RP

8) 실제로 2018년 11월 SM&CR에 근거하여 제재조치를 받은 최초 사례인 Barclays CEO는 금융당국에 조기 합의하고 내부통제와 관련된 처리 방식을 매년 자발적으로 보고하는 특별 요구사항을 이행하기로 동의함으로써 벌금을 30% 경감 받음

9) FCA, 2020. 8. 14, Senior managers and certification regime: Solo-regulated firms-Information added tables on good and poor practice.

- 또한 동 지침에는 SM&CR 제도의 행동 규칙에서 요구하는 금융회사의 임직원 교육에서도 적용되는 긍정적 및 부정적 지표도 포함
- 해당 지표는 FCA가 업무 승인을 위해 요구되는 기업 프로세스의 효율성을 평가하는 특정 기준을 설정하며 기업 측면에서는 F&P 평가 절차를 검토하는데 유용한 체크리스트 역할을 수행
- FCA는 F&P 평가의 결과보다는 금융회사가 적절한 시스템과 내부통제를 수립하는 것에 중점을 두고 해당 지표를 개발하였으며, 기존 HR 및 성과 관리 프로세스에 통합할 것을 조언

□ PRA는 2020년 12월 SM&CR 제도의 효과성을 검토한 보고서 발표를 통해 SM&CR 제도의 구현이 전반적으로 성공적이었다고 평가¹⁰⁾

- PRA는 고위 경영자와 실무자 등을 대상으로 설문조사 및 규제 데이터 등을 활용하여 SM&CR 제도가 규제대상 기업에 미친 영향을 검토해본 결과, 기업과 고위 경영자의 책임 개선에 긍정적인 효과를 가져온 것으로 평가
 - 조사에 응답한 기업의 96%와 고위 경영자 94%가 SM&CR이 기업 및 개인의 행동 변화와 책임 강화에 긍정적 영향을 미쳤다고 답변
 - 대부분의 기업이 SM&CR은 단순히 감독기구를 위한 규제 도구가 아닌 기업의 다양한 비즈니스 영역에 어느 정도 통합함으로써 내부통제를 강화하는데 도움이 되었다고 보고
 - 그리하여 PRA는 결과적으로 SM&CR을 통해 금융서비스 산업 전반의 행동 기준을 높이고 기업의 건전성을 강화함에 따라 제도 구현이 성공적이라고 평가
- 한편 보고서에는 SM&CR 제도 운영을 통해 의도치 않은 결과 또한 일부 영역에서 나타남을 밝혔으며, 제도 운영 방식을 개선하는데 도움이 되는 다양한 후속조치 및 권장사항을 함께 식별
 - 구체적으로 살펴보면, 기업이 감독당국의 승인을 받기 위해 과거 승인된 고위 경영자와 유사한 프로필을 가진 후보자를 선임하려는 위험 회피 성향을 보임에 따라 고용의 다양성을 저해할 수 있는 측면이 발견
 - 또한 SM&CR을 여러 비즈니스 영역에서 구현하는 것이 중소형 규모의 기업에게는 다소 부담으로 작용하는 것으로 나타나 기업의 규모와 업무 복잡성을 고려한 제도의 비례성 (proportionality)을 보완할 필요

□ 그러나 제도 도입 이후 현재까지 규제대상 기업 및 고위 경영자 수는 지속적으로 증가하였음에도 불구하고 SM&CR에 근거하여 고위 경영자를 대상으로 진행한 집행조치는 단 4건에 그침

- 규제대상 기업은 현재 약 5만개 수준으로 꾸준히 확대되고¹¹⁾ SMF를 수행하도록 PRA가 7,850명의 개인을 승인하였으나 제도 시행 이후 PRA가 승인 신청을 거절한 사례는 전무
- 또한 고위 경영자의 행동규칙 위반이 발견되는 경우 기업은 PRA에 보고해야 하나 보고된 사례는 16건으로 매우 낮은 수준으로 파악

10) PRA, 2020, *Evaluation of the Senior Managers and Certification Regime*.

11) Bovill, 2022. 3. 28, SMCR investigations halve, despite extension to almost 50,000 firms.

- 시행 이후 2022년 3월까지 SM&CR 하에 고위 경영자를 대상으로 개시된 조사¹²⁾ 건수는 총 95 건이며 이중 종결된 조사는 24건, 실제로 진행 중인 조사는 47건으로 약 75%가 아직 해결되지 않은 상태
 - 종결된 24건의 조사 중 20건이 증거 불충분 등의 이유로 집행조치 없이 무혐의로 결론
- 동기간 조사 대상자 중 성공적으로 집행조치가 이루어진 건수는 단 4건으로, 부과된 제재 유형을 구체적으로 살펴보면 금전적 제재 및 견책 2건, 취업 금지 1건, 영업 제한 1건으로 나타남
 - 2018년 Barclays CEO를 대상으로 내부고발 시스템 및 절차 수립 실패의 사유로 64만파운드의 벌금을 부과한 것이 최초이자 유일한 금전적 제재 조치

〈표 2〉 SM&CR에 따른 고위 경영자 대상 조사 및 집행조치 현황

(단위: 건)

구분	유형	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022. 3	합계
집행조사	개시	2	7	13	15	15	14	5	71
	종결	0	0	5	2	11	3	3	24
집행조치	금전적 제재; 견책	0	0	1	0	0	1	0	2
	취업 금지	0	0	0	1	0	0	0	1
	영업 제한	0	0	1	0	0	0	0	1
	조치 없음	0	0	3	1	11	2	3	20
	비재무적 위법행위 ¹³⁾	조사 개시	1	0	0	1	0	1	1
	집행조치	0	0	1	0	0	0	0	1

주 : FCA는 SM&CR 하에 고위 경영자의 비재무적 위법행위(non-financial misconduct)에 대해서도 공개적으로 밝히고 있음
 자료: FCA

- 이에 따라 일각에서는 감독당국이 개시된 조사의 대부분에 아무런 집행조치도 취하지 않은 것을 지적하며 SM&CR 제도의 실효성과 이를 운영하고 있는 감독당국의 역량에 대해 우려를 표명
 - 규제대상은 꾸준히 확대되고 있음에도 불구하고 감독당국의 조사 및 집행조치 수치는 감소하고 있다고 지적하며, SM&CR 제도의 도입 취지와 실효성에 의문을 제기¹³⁾
 - FCA가 조사를 해결하는데 오랜 시간이 소요되기 때문에 조사를 계속하지 않고 중단할 가능성이 높으며 FCA의 집행조치 결정 건수가 상당히 제한된 양상을 보여 집행의 경직성에 대한 우려의 목소리가 나타남
 - 실제로 상급 심판소(upper tribunal)는 감독당국이 고위 경영자가 내부통제를 위해 수립한 합리적 조치를 판단하는 기준이 다소 불분명하고, 실제로 개인에게 어떻게 적용되는지에 대해 더욱 명확하게 할 필요성이 있다고 언급¹⁴⁾

12) FSMA Section 168(2)(a)에 따른 조사관이 공식적으로 임명된 집행사건의 조사를 의미

13) Financial Times, 2022. 4. 1, FCA rejects criticism over manager misconduct investigations.

14) Money Marketing, 2023. 1. 11, Alan Hughes: FCA to blame for failing SMCR.

- 또한 FCA Handbook에 기업이 임직원의 적합성과 적절성을 결정할 때 비재무적 위법행위를 어떻게 고려해야 하는지에 대한 구체적인 지침이 없으므로 이를 보완할 필요성도 제시
- 감독당국의 제도 운영과 집행을 보완하기 위한 방안으로 고위 경영자 및 중간 관리자의 적절한 내부통제 수립을 질적 성과지표 중 하나로 포함할 수 있으며, 일명 ‘인센티브 감사(incentive auditors)’라는 사내 감시기능을 활용하여 내부통제 관리 책임자를 감독하자는 의견도 나옴¹⁵⁾

□ 최근 영국 정부 또한 제도 보완의 필요성을 인식하고 금융서비스 부문의 규제 개혁 일환으로 2023년 1분기 내에 FCA 및 PRA와 함께 SM&CR 규제 체계 전반을 검토하고 개편할 예정이라고 발표

- 영국 정부는 기본적으로 SM&CR의 높은 수준의 적용 기준은 유지할 것이나, 제도의 운영 탄력성과 비례성을 보완한 규제 체계를 갖추기 위해 재검토를 수행할 것이라고 언급¹⁶⁾
- 그리하여 2022년 12월 재무부(HM Treasury)는 금융서비스 부문에 대한 30가지 규제 개혁의 계획을 담은 Edinburgh Reforms를 발표하였으며 이 중 하나로 SM&CR에 대한 전반적인 검토와 개편 계획을 포함
- 2023년 1분기에 SM&CR을 뒷받침하는 입법 체계를 살펴보기 위한 정부 주도의 증거요청(call for evidence)을 시작하고 FCA와 PRA가 전반적인 규제 프레임워크를 검토할 예정¹⁷⁾
 - 정부의 증거요청은 SM&CR 제도의 효과성, 범위 및 비례성에 대한 검토를 포함하여 제도의 개선과 개혁에 대한 견해를 모색하기 위한 목적이라고 언급

□ 국내의 경우 최근 금융회사의 금융사고가 급증한 것으로 나타나면서 금융당국이 내부통제 제도 개선 방안을 마련 중으로 실효성 있게 작동할 수 있는 체계 구축이 중요한 가운데, 앞서 살펴 본 영국의 SM&CR 제도 운영 사례를 참고해 볼 수 있음

- 2022년 상반기 기준 국내 은행·중소서민 금융회사에서 발생한 횡령 및 배임 사고 규모는 903억원으로, 이는 전년동기대비 7.8배 급증하며 최근 거액의 금융사고가 잇따라 발생¹⁸⁾
- 그리하여 금융당국은 금융사고의 재발 방지를 위해 금융회사의 내부통제 강화를 위한 제도 개선을 추진 중으로 여기에는 고위 경영진의 내부통제 관리 책임을 법제화하는 방안을 포함
 - 내부통제의 총괄 책임자인 대표이사에게 가장 포괄적인 내부통제 관리의무를 부여하고, 담당 임원에게는 각 업무 영역별로 금융사고 발생 방지를 위해 적절한 조치를 취할 책무를 부과함으로써 이를 위반하는 경우 금융당국이 관리 책임자를 제재하는 내용을 담음
 - 다만 대표이사의 경우 중대 금융사고에 한정하여 적용할 계획이며, 금융사고 예방을 위한 충분한 시스템을 사전에 구축하고 적절히 관리했다고 인정되면 책임을 경감·면책하는 방안도 마련할 계획

15) Keller, A., Kokkinis, A., 2022, The senior managers and certification regime in financial firms: an organisational culture analysis, *Journal of Corporate Law Studies* 22(1).

16) Financial Times, 2022. 12. 8, Jeremy Hunt to overhaul UK ‘senior managers’ regime’.

17) UK Parliament, 2022. 12. 9, Financial Services Statement made on 9 December 2022.

18) 금융감독원, 2022. 10. 4, 금융사고 예방을 위한 내부통제 운영 개선과제, 보도자료.

- 지금까지 국내의 경우 내부통제 기준 마련 의무가 다소 추상적이고 내부통제 수립을 소홀히 하였다고 판단할 수 있는 근거가 불분명한 측면이 있어 금융사고가 발생하더라도 고위 경영진에게 책임을 묻기 어려운 체계였음
- 앞서 살펴본 영국의 경우 내부통제 수립 여부의 평가를 위한 지침(guidance), 평가 지표 개발 등을 통해 실효성 있는 제도의 운영을 위해 노력해온 것을 참고하여 국내 실정에 맞는 내부통제 제도를 도입할 필요
 - 고위 경영자의 업무별 역할과 책임 영역을 문서를 통해 사전에 명확히 명시하고 내부통제 체계를 적절히 운영하도록 법적 책임의무를 부여하고 있는 것을 참고하여 부문별 담당 임원의 책임소재를 명확하게 하는 것이 필요
 - 만약 책임 영역에서 위반사항이 발생하는 경우 어떠한 합리적 조치를 취했는지 설명의무를 통해 감독당국이 파악하고, 사전적으로 합리적 조치를 마련하였거나 사후적으로도 감독당국에 적극적으로 협조하며 개선조치를 취할 시 제재 경감의 인센티브를 적용할 수 있음
 - 지침을 통한 구체적 기준 또는 사례를 제시함으로써 금융회사가 자체적으로 내부통제 수립 여부를 판단하고 대응하도록 지원할 수 있으며, 내부통제 구축 및 운영을 위한 비용과 인력이 소요되는 만큼 기업의 규모와 업무 복잡성 등에 비례한 제도 설계도 고려

선임연구원 안유미

ZOOM
-IN

국내 증권토큰발행(STO) 현황 및 시사점

- 국내 STO는 규제 샌드박스 적용을 받는 일부 조각투자사에 의해 제공되는 투자상품에만 제한적으로 허용되고 있으며, 최근 조각투자에 대한 수요가 증가하면서 규제 논의가 함께 진행
- 미국, 일본 등 해외 주요 국가에서는 STO에 대한 규제를 정립하고 제도적 인프라를 형성 중
- 금융위원회는 금융규제혁신회의에서 '증권토큰의 발행·유통 규율체계'를 규제 혁신 안건으로 심의하고 국내 STO의 제도권 편입을 위한 계획을 발표
- 국내 증권업계에서는 새로운 수익원으로서 STO 관련 사업에 대한 관심이 증가하고 있으며 STO 플랫폼 개발, 업무 협약 체결을 통해 사업 진출을 준비 중
- 향후 STO를 활용한 다양한 투자상품이 개발 및 제공됨에 따라 조각투자 시장 확대 및 신규 사업자들의 참여에 따른 경쟁도 증가가 예상되며, 국내와 유사한 방향으로 규제를 정립 중인 해외 사례를 참고하여 제도를 보완해 나갈 필요가 있음

- 국내 STO는 규제 샌드박스 적용을 받는 일부 조각투자사에 의해 제공되는 투자상품에만 제한적으로 허용되고 있으며, 최근 조각투자에 대한 수요 및 관심이 증가함에 따라 조각투자 시장에 대한 규제 논의가 진행
 - 증권토큰발행(Security token offering: STO)은 부동산, 미술품 등 실물 및 금융 자산을 블록체인 기반의 토큰에 연동한 디지털 자산인 증권토큰으로 발행하는 것으로 비용 절감 및 높은 유동성을 제공하는 특징이 있음
 - 증권토큰은 스마트 컨트랙트 방식으로 발행·유통되므로 중개자 역할이 최소화되고 공시 업무의 자동화 등을 통해 시간과 비용이 절감
 - 거래 장소 및 시간적 제약을 받지 않고 매우 작은 단위의 거래도 가능하기 때문에 토큰화를 통해 부동산과 같은 실물자산의 유동성을 높일 수 있음
 - STO가 법제화되지 않은 국내에서는 금융규제 샌드박스를 적용받는 일부 기업이 블록체인 기술을 활용하여 부동산 기반 증권토큰의 발행·유통 서비스를 제공하는 방식으로 개인 투자자에게 부동산 조각투자 기회를 제공하고 있으며, 지정기간 만료에 따른 리스크가 존재
 - 카사·비브릭·펀블·소유는 금융규제 샌드박스 적용을 통해 상업용 부동산 실물자산을 수익증권으로 디지털화하여 발행하고 일반 투자자도 거래가 가능한 거래 플랫폼 서비스를 제공¹⁾

1) 현행 자본시장법에 따르면 금전신탁에 한해서만 수익증권 발행이 가능하였으나 금융위원회의 혁신금융서비스로 '분산원장 기반

- 금융규제 샌드박스는 혁신금융서비스로 지정됨에 따라 금융법상 인허가, 영업행위 등에 대한 규제의 유예 및 면제가 최대 4년간 가능한 구조로²⁾ 지정기간 만료 전까지 규제면제 입법화 여부에 따른 사업 리스크가 존재
- 최근 조각투자에 대한 수요 및 관심이 증가함에 따라 국내 조각투자에 대한 규제 정립 논의가 진행 중이며 STO의 제도권화가 시행되면 조각투자 시장 확대의 제도적 기반이 마련
 - 디지털 생태계에 익숙한 MZ세대를 중심으로 투자행태가 다양해지면서 소액으로도 투자가 가능하여 진입 장벽이 낮고 다양한 자산군에 투자가 가능한 조각투자에 대한 수요가 증가
 - 국내 조각투자 시장은 음원·부동산·미술품을 중심으로 활성화되었으며 2020년을 기준으로 대폭 성장하여 2022년초 기준 누적 공모금액은 약 2천억원 규모를 기록³⁾
 - 증권선물위원회가 뮤직카우가 발행한 저작권료 참여청구권의 증권성을 인정하고, 뮤직카우에 투자자 보호장치 마련을 조건으로 자본시장법에 따른 제재 절차를 보류하는 조치안을 의결⁴⁾ 하면서 운영 중인 조각투자의 증권성 판단 및 규제 정립에 대한 논의가 진행
 - 금융위원회는 조각투자 관련 상품을 발행·유통하는 사업화 행위가 증가하고 있는 만큼 일반투자자를 대규모로 유치하면서 해당 규제위험을 확산시키는 사태를 막고, 조각투자 사업의 법적 안정성 및 시장 예측가능성을 높이기 위해 2022년 4월 ‘조각투자 증권 등 신종증권 사업 관련 가이드 라인’을 발표⁵⁾

□ 미국, 일본 등 해외 주요 국가에서는 STO에 대한 규제를 정립하고 제도적 인프라를 형성 중

- 일본은 STO에 금융상품거래법을 적용하여 제도권에 편입시켰으며 STO 시장 활성화를 위한 업계 주도의 STO 자율규제 기관이 존재
 - 2019년 5월, 2020년 5월 두 번에 걸친 개정을 통해 STO에는 금융상품거래법이 적용되었으며 증권토큰은 금융상품거래법 제2조 제1항에 따라 주식이나 회사채 같은 유가증권(제1항 유가증권)을 전자기록 이전 유가증권 표시권리에 따라 발행한 것을 의미하고 주식발행과 동등한 규제가 적용⁶⁾
 - 일본STO협회(Japan Security Token Offering Association: JSTOA)는 2019년 10월 일본 대형 증권사 6개사에 의해 설립되었으며 2020년 4월 일본 금융청으로부터 정식 허가를 받아 STO와 관련된 업계 규칙과 지침을 제정하는 역할을 수행⁷⁾

부동산 유통화 유통 플랫폼 서비스가 지정됨에 따라 카사·루센트블록·핀플 3개사에게는 부동산 신탁계약에 의한 수익증권 발행이 허용되는 등 특례가 적용되었고, 세종텔레콤은 중소벤처기업부의 실증특례 구역 지정에 따라 수익증권 거래를 위한 시장개설 및 금융투자업 영업에 대한 특례를 적용받음

2) 금융위원회 금융혁신기획단, 2019. 4. 1, 금융규제 샌드박스 운영방향.

3) 뮤직카우는 제외한 금액으로 미술품 조각투자 누적 공동구매 규모 '22.5월초 약 963억원(아트엔가이드, 아트투게더, 소투, 테사), 부동산 조각투자 총공모액 653억원(카사 5개 건물, 비브리 1개 건물), 뱅카우 누적펀딩액 '22.4월 35억원, 핀더플 누적 펀딩금액 '21.3월말~'21년말 167.5억원(하나금융경영연구소, 2022, 조각투자 이해하기, 하나 Knowledge 2022년 6월 3일 제 14호)

4) 금융위원회, 2022. 4. 20, 저작권료 참여청구권의 증권성 여부 판단 및 (주)뮤직카우에 대한 조치, 보도자료.

5) 김갑래, 2022, 조각투자 가이드라인의 의의와 후속 과제, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2022-11.

6) 여필림, 2021, 일본의 증권토큰발행(STO) 현황과 시사점, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2021-19.

7) 일본STO협회에는 2023년 1월 기준으로 14개 기업이 주요 멤버로, 60개 기업이 찬조 멤버로 참여하고 있음

- 미국은 STO를 통해 발행된 디지털자산이 증권에 해당될 경우 증권과 동일한 규제를 부과하고 있으며 토큰의 증권성 판단을 위해 투자계약 요건 기준인 Howey Test를 이용
 - Howey Test는 금전투자, 공동사업, 투자자에 따른 수익 기대, 제3자의 노력에 대한 수익 발생이라는 네가지 요건으로 구성
 - 증권법상의 투자계약을 일률적으로 정의하기는 어렵기 때문에 특정 가상자산이 투자계약에 해당하는지 여부는 구체적 상황을 고려하여 개별적으로 판단하도록 하고 있으며 2019년 SEC는 가상자산에 대한 투자계약 가이드를 제공⁸⁾
- 미국은 증권토큰발행 시 연방증권법에 따라 SEC(Securities and Exchange Commission)에 등록하거나 증권법상 면제 규정을 적용 받으며 증권토큰의 유통은 SEC의 규제에 따라 기존 증권거래소와 유사하게 운영
 - 1993년 증권법에 따라 증권토큰발행의 경우 증권과 동일한 제재가 부과되며 Regulation D(사모 발행), Regulation A(소액 모집), Regulation CF(클라우드 펀딩) 등의 등록면제 규정이 적용⁹⁾
 - 증권토큰 거래플랫폼은 ATS(Alternative Trading System) 인가를 받아 SEC와 FINRA(Financial Industry Regulatory Authority)에 브로커-딜러로 등록
 - 증권토큰 거래소는 상장된 증권토큰의 관리, 수탁 서비스, KYC(Know Your Customer) 및 적격 투자자 관리 등의 서비스를 제공
 - 증권토큰을 유통시키는 거래플랫폼 사업에는 기존 금융업자와 신흥 가상자산업자가 모두 참여하고 있으며, 은행(HSBC 등), 증권거래소(Swiss Exchange 등), 가상자산 거래플랫폼(Binance 등), 탈중앙화거래소(UNISWAP 등), 증권토큰거래소(tZERO 등)가 증권토큰 거래 플랫폼 산업에서 경쟁¹⁰⁾

□ 금융위원회는 2023년 1월 금융규제혁신회의에서 ‘증권형토큰의 발행·유통 규율체계’를 규제 혁신 안건으로 심의하고 국내 STO의 제도권 편입을 위한 계획을 발표¹¹⁾

- 증권토큰의 수요를 제도적으로 포용할 필요성에 따라 그간 국내 법제 하에서는 허용되지 않았던 증권토큰의 발행을 허용하고 안전한 유통체계를 마련하는 것이 목적
- 새로운 증권 발행 형태인 증권토큰에 대한 자본시장법 적용의 예측 가능성을 제고하기 위해 증권성 판단원칙을 제시¹²⁾

8) 김갑래, 2021, 미국의 증권토큰발행(STO)에 관한 고찰, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2021-13.

9) SEC 등록면제 규정은 조달금액, 투자권유의 자율성, 적격투자자 확인 의무 등에 따라 Regulation D 506(b), Regulation D 506(c), Regulation 504, Regulation A Tier1, Regulation Tier2, Regulation CF로 구분되며 Regulation D 506(b) 규정에 따라 면제가 적용되는 경우가 많고 Regulation D 506(b)로 발행되는 경우 공인 투자자(credited investor)만 투자가 가능하나 연간 자금조달 금액에 상한이 없음

10) 김갑래, 2021, 미국의 증권토큰발행(STO)에 관한 고찰, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2021-13.

11) 금융위원회, 2023. 1. 19, 제6차 금융혁신회의 개최, 보도자료.

12) 증권토큰의 증권성 판단은 2022년 4월에 공표한 ‘조각투자 등 신종증권 사업 관련 가이드라인’의 증권성 판단과 동일한 원칙이 적용

- 증권성은 계약 내용, 이용 약관 등 투자 및 거래 관련 제반 사항을 금융당국이 종합적으로 고려해 사안별로 판단하며 방법·형식·기술과 관계없이 표시하는 권리의 실질적 내용을 기준으로 함
 - 투자자가 얻게 되는 수입에 사업자의 전문성이나 사업 활동이 중요한 역할을 하는 경우 투자계약증권 인정 가능성이 상대적으로 높으며 소유권 등을 직접 분할하거나 개별적으로 사용·수익·처분이 가능한 경우에는 증권에 해당할 가능성이 상대적으로 낮음
- 증권토큰을 전자증권법상 증권의 디지털화 방식으로 수용함으로써 토큰증권의 발행·유통에 대한 법적 효력을 부여하고 증권토큰의 발행·유통을 허용하는 규율 체계에 대한 계획 제시¹³⁾
- 전자증권법에 발행인 계좌관리기관을 도입함으로써 일정 요건을 갖춘 경우 증권사를 통하지 않고 증권 토큰을 단독 발행할 수 있도록 허용
 - 자본시장법에 투자계약증권·신탁수익증권 장외거래증개업을 신설함으로써 투자계약증권·수익증권의 장외 유통플랫폼을 제도화

□ 국내 증권업계에서는 사업 다각화 및 새로운 수익원으로서 STO 관련 사업에 대한 관심이 증가하고 있으며 시장 선점을 위해 STO 플랫폼 개발, 조각투자사와의 업무 협약 체결 등 STO 관련 사업 진출을 준비 중

- 2022년 금리 상승 및 경기 침체에 따른 영업환경 악화로 국내 증권업 수익은 크게 감소하였으며 긴축 기조 및 경기 침체의 지속이 예상되는 상황에서 새로운 수익원으로서 STO 관련 사업에 대한 관심이 증가
- 순영업수익은 2016년 이후 2021년까지 지속적으로 증가하였으나 2022년 약 18조원을 기록하여 전년 대비 25%의 대폭 감소를 보임
 - ROE는 2021년 11.5%까지 증가하였으나 2022년 7%를 기록하며 전년 대비 4.6%p 감소
- 국내 증권사는 STO 제도권 편입 시기가 가까워짐에 따라 STO 플랫폼 개발 및 조각투자사와의 업무 협약 체결 등을 통해 증권토큰의 발행·유통 사업 진출을 준비 중
- KB증권은 STO 플랫폼 서비스를 위한 핵심기능 개발 작업과 테스트를 마쳤고 유관 부서 실무자로 구성된 TF팀을 운영 중이며 향후 발표될 STO 가이드라인에 따른 보완 사항을 반영하여 올해 상반기 서비스를 실시할 예정
 - 신한투자증권은 합자법인 에이판다파트너스와 함께 추진한 STO 플랫폼 서비스가 혁신금융 서비스로 지정됨에 따라 '블록체인 기반의 금전채권 수익증권 플랫폼 서비스'를 올해 하반기 출시할 예정이며 STO를 활용하여 다양한 조각투자 서비스를 제공하는 종합 플랫폼 사업을 위한 자체 블록체인 인프라도 구축 중
 - 키움증권은 한국정보인증, 블록체인 전문기업 페어스퀘어랩과 업무협약을 체결하고 STO와 유통 플랫폼 구축을 위해 협업 중이며 STO 가이드라인의 허용 여부에 따라 기존 MTS앱에서 올해 중으로 증권토큰 거래 서비스를 제공하는 방안도 준비 중

13) 증권토큰의 발행·유통 규정을 담은 구체적 가이드라인은 2023년 2월 중순 발표할 예정

- SK증권은 부동산 조각투자 기업인 편블 및 미술품 공동구매 서비스 업체인 열매컴퍼니 등과 STO 관련 업무를 협업 중이며 디지털 자산 플랫폼을 기반으로 한 STO를 위해 디지털 자산 수탁 회사인 인피닛블록에 지분을 투자
- 한국투자증권과 하나증권은 부동산 조각투자 플랫폼 루센트블록에, NH투자증권은 수집품 조각투자 플랫폼 트레저러에 투자 및 협업 중

□ 향후 STO 가이드라인이 발표되고 STO 규제가 시행되면 STO를 활용한 다양한 투자상품이 개발 및 제공됨에 따라 조각투자 시장 확대 및 신규 사업자들의 참여에 따른 경쟁도 증가가 예상되며, 국내와 유사한 방향으로 규제를 정립 중인 해외 사례를 참고하여 제도를 보완해 나갈 필요가 있음

- STO 규제가 시행되면 증권업을 중심으로 STO를 활용한 다양한 조각투자 상품과 STO 플랫폼 서비스가 출시되고 증권사 이외의 참여자들 확대로 STO 시장 경쟁도는 증가할 것으로 예상
 - 국내 증권사는 조각투자사와 업무 협약을 기초로 STO 플랫폼 개발 및 투자를 진행해 왔으며 제후 조각투자사에 따라 부동산, 음악 저작권, 미술품 등 다양한 분야의 조각투자 서비스 상품을 제공
 - 금융규제 샌드박스 적용을 받은 STO 플랫폼 기업의 경우도 지정기간 만료 후 사업의 지속성에 대한 리스크가 감소하고 제도권 내에서 서비스 제공이 가능
 - 일정 요건을 갖춘 경우 증권사를 통하지 않고 증권 토큰을 단독 발행할 수 있는 제도적 기반이 마련됨에 따라 증권사 이외의 기업들의 참여 확대로 STO 시장 경쟁도 증가가 예상
- 미국 및 일본도 증권토큰에 증권과 같은 규제를 적용하고 있으며 실질적으로 자본시장법상 증권 개념에 해당하면 해당 투자상품을 증권으로 선언하는 접근방식인 기술중립성 원칙을 채택하고 있으므로 국내 증권토큰의 증권성 판단에서 관련 규정 참조가 가능
 - 국내 증권토큰의 증권성은 권리의 실질적 내용을 기준으로 계약 내용 등 투자 및 거래 관련 제반 사항을 종합적으로 고려하여 판단
 - 증권토큰에 해당되는 투자계약증권은 적용 범위가 폭넓게 인정될 수 있고 국내의 경우 규제 시행 초기에는 적용례가 많지 않으므로 STO 가이드라인과 함께 기술중립성 원칙을 채택하고 있는 미국 등의 사례를 보완적으로 활용할 수 있음
- STO 규제 시행과 함께 일본의 일본STO협회와 같은 STO 자율규제 기구를 설립하고 보완적으로 활용하여 사업 참여자의 의견 반영 및 제도의 실효성을 높이는 방안도 고려해 볼 필요가 있음
 - 현재 일본에서 STO 사업에 관여하는 기업은 대부분 일본STO협회 소속으로 사업 운영의 경험을 반영하여 가이드라인을 만들고 금융당국과 조율하기 때문에 실무 영역이 부족한 규제 기관의 규제 제정 사이의 공백을 보완하는 역할을 수행

선임연구원 한아름