

## OPINION

연구위원  
김민기

## 국내 액티브 ETF의 활성화 가능성 및 향후 과제\*

벤치마크 지수 대비 알파(alpha)를 추구하는 것을 목표로 설계된 액티브 ETF의 성장세가 지속되고 있다. 국내 상장된 액티브 ETF의 상품 수는 지난 해 100개를 돌파했고 다양한 유형의 액티브 상품도 등장하고 있다. 다만 자산 규모 측면에서는 아직 초기 단계인 만큼 액티브 ETF의 활성화를 예단하기는 어렵다.

벤치마크 지수가 점점 다양해지면서 패시브 및 액티브 상품의 경계가 모호해지고 있는 점은 액티브 ETF 활성화에 제약 요소로 작용할 것으로 판단된다. 기존 패시브 상품 대비 액티브 ETF만의 장점이 줄어드는 만큼 액티브 ETF 활성화에 가장 중요한 요소는 투자 성과로 볼 수 있다. 최근까지 국내 상장된 액티브 ETF의 수익률을 분석한 결과 유의미한 알파가 나타나는 점은 긍정적이라 평가된다.

향후 더욱 다양한 액티브 ETF가 출시되고 공모펀드 시장에 기여하기 위해서는 현행 운용 규제를 개선하여 운용 자율성을 제고할 필요가 있다. 이 경우 ETF 투명성 감소에 따른 이슈를 최소화하기 위한 조치도 반드시 전제되어야 할 것이다. 장기적으로 일반 투자자가 다양한 ETF를 이해하고 비교할 수 있는 방안을 고안할 필요가 있으며, 무엇보다 투자자들도 액티브 ETF의 단기 성과가 아닌 장기 성과에 주목해야 한다.

### 국내 액티브 ETF의 성장

일반적인 패시브(passive) 운용 방식이 아닌 벤치마크 지수 대비 알파(alpha)의 추구를 목표로 하는 액티브(active) ETF는 최근 국내 ETF 시장에서 꾸준한 성장세를 보이고 있다. 작년 한 해 동안 66개의 신규 액티브 ETF가 거래소에 상장되었고 2년 전 20개 미만이었던 상품이 작년 말 기준 100개 이상으로 늘어났다(〈그림 1〉 참고). 2020년 7월 거래소가 액티브 ETF 출시 허용 범위를 주식형 상품까지 확대하면서 주식형 액티브 ETF가 본격적으로 출시되기 시작했는데, 최근에는 글로벌 자산을 운용하는 상품, TDF와 같은 주식·채권 혼합형 및 리츠(REITs) 액티브 상품도 등장하고 있다. 다양한 액티브 ETF가 상장되고 ETF 시장의 외연이 넓어지면서 알파를 추구하는 투자자들이 ETF 시장으로 유입될 가능성이 커지고 있다.

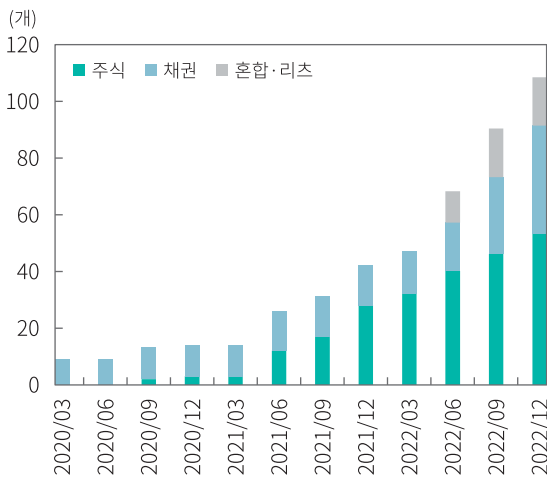
〈그림 1〉과 〈그림 2〉가 보여주듯 상품 수 측면에서는 주식형 액티브 ETF의 성장이 두드러지나 규모 측면에서는 아직 초기 단계로 판단된다. 〈그림 2〉에 따르면 2022년 말 기준 액티브 ETF의 순자산

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

합계는 12.4조원이고 이 중 약 11조원은 채권형 상품이다. ETF 시장에서 전체 채권형 ETF 내 액티브 상품이 차지하는 비중은 약 절반에 육박하나, 주식형 액티브 ETF는 다른 패시브 ETF와 비교했을 때 그 비중이 2%로 아직은 매우 작은 수준이다. 채권형 ETF에 대한 선택의 폭이 작은 점과 위험자산 가격 하락 등 거시적인 요인이 영향을 미친 것으로 풀이된다. 이 외에도 주식형의 경우 패시브 상품의 종류가 매우 많고, 액티브 ETF의 평균 순자산 규모는 257억원인 반면 패시브 ETF 평균 순자산 규모는 1,235억원으로 개별 ETF의 규모도 패시브 ETF가 더욱 크다.<sup>1)</sup> 하지만 아직 초기 단계이기 때문에 향후 수익률에 따라 액티브 ETF의 운용자산 규모는 얼마든지 성장할 가능성이 있고, ETF가 국내에서 선호되는 점도 긍정적으로 작용할 것이다.

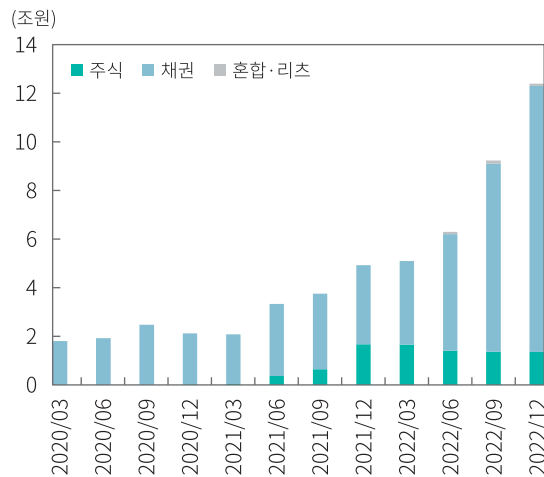
일반 공모펀드의 침체 속 ETF의 약진이 지속되는 가운데 향후 국내 가계의 간접투자수단으로서 ETF의 역할이 중요해지고 있는 만큼, 액티브 ETF의 안정적인 안착을 위한 논의가 필요한 시점이다.

〈그림 1〉 국내 액티브 ETF 상품 수



자료: DataGuide, 자본시장연구원

〈그림 2〉 국내 액티브 ETF 순자산 규모



자료: DataGuide, 자본시장연구원

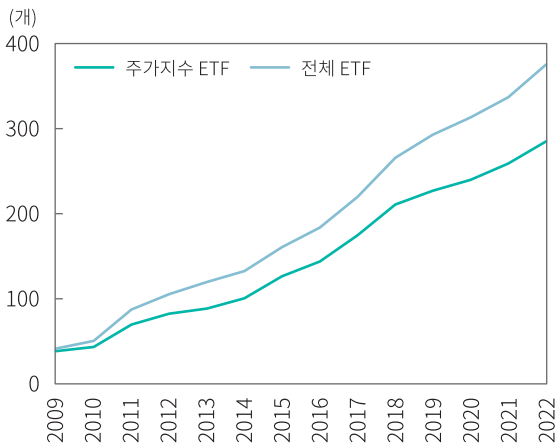
### 국내 액티브 ETF의 활성화 가능성

특정 지수를 그대로 추종하는 패시브 ETF와 달리 액티브 ETF의 가장 큰 장점은 상대적으로 적극적인 운용이 가능하다는 점이다. 물론 현재 제도 하에서는 운용 상의 제약이 있으나 나름의 전략과 종목 선택을 바탕으로 벤치마크 대비 초과수익을 추구할 수 있다. 또한 일반 공모펀드와 달리 상장되어 있기 때문에 장중에 사고 파는 것이 용이하고 판매 수수료도 없으며, 펀드 환매기간 때문에 발생하는 가격 위험도 최소화할 수 있다. 성과만 준수하다면 일반 공모펀드보다 저렴한 비용으로 초과 수익률을 달성할 수 있는 간접투자수단이 바로 액티브 ETF인 것이다.

1) 2022년 말 기준이며 파생상품으로 운용되는 ETF를 제외한 수치이다.

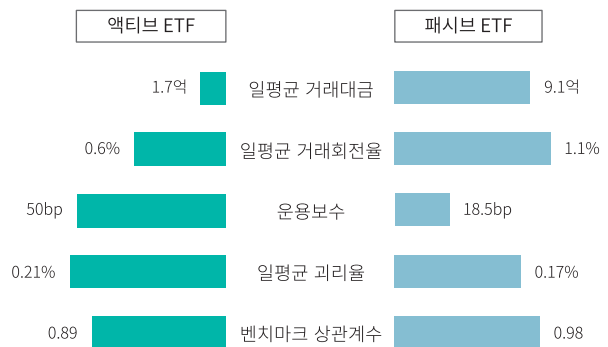
그럼에도 불구하고 액티브 ETF의 활성화에 제약이 되는 요소도 분명 존재한다. 현재 많은 수의 액티브 ETF가 등장하고 있지만 일반적인 패시브 형태의 ETF도 매우 다양하게 상장되고 있다. <그림 3>에 따르면 2022년 말 국내 주가지수 ETF의 기초지수는 280개가 넘고, 채권 및 혼합형 상품을 더하면 서로 다른 기초지수는 373개로 지수의 종류는 나날이 증가하고 있다. 이에 따라 일반적인 대표지수 외에도 섹터, 스마트베타(smart-beta), 테마형 ETF 등 패시브 ETF도 점차 세분화되고 있으며, 미국 상장 ETF를 분석한 결과 기초지수 및 상품의 설계에 따라 패시브 ETF도 알파를 추구할 수 있는 액티브 투자수단으로 변모하고 있는 것으로 평가된다(Easley et al., 2021). IIA(Index Industry Association)의 조사에 따르면 전 세계 주가지수는 330만개가 넘고 이는 전 세계 상장종목 수의 약 70배에 달하는 것으로 알려져 있어<sup>2)</sup> 향후에도 패시브 상품의 액티브화는 지속될 것으로 전망되며, 이는 액티브 ETF의 성장에 제약 요소로 작용할 것이다.

<그림 3> 패시브 ETF 기초지수 종류



주 : 전체는 주식, 채권, 혼합형 패시브 ETF를 의미  
 자료: DataGuide, 자본시장연구원

<그림 4> 주식형 ETF 특징 비교



주 : 1) 액티브 ETF와 비교가능한 주식형 패시브 ETF를 대조군으로 설정  
 2) 벤치마크 상관계수는 자료가 존재하는 ETF로 한정  
 자료: DataGuide, 자본시장연구원

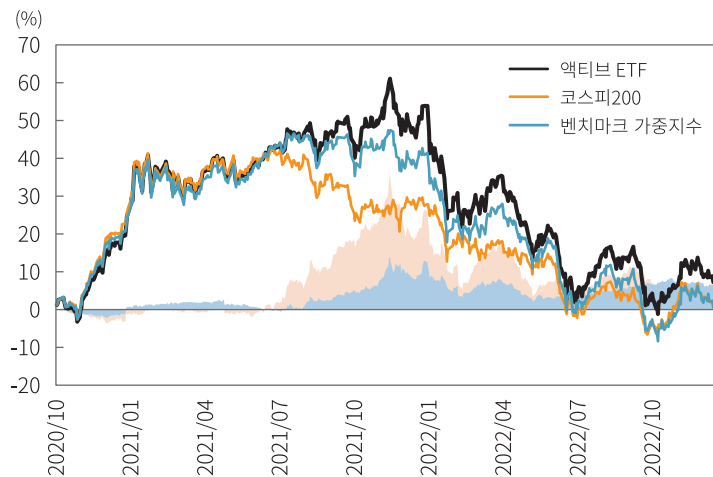
또한 액티브 ETF는 ETF의 장점을 지닌 (액티브)공모펀드로 볼 수 있으나 일반 패시브 ETF와는 분명 다른 특징을 갖고 있다. 국내에 상장된 주식형 ETF의 특징을 비교한 결과 액티브 ETF는 상대적으로 유동성이 작고 운용보수가 높으며 가격 안정성이 낮은 것으로 나타난다(<그림 4> 참고). 패시브 ETF는 일반 투자자 외에도 단기 차익거래 등 추종지수와 연계된 거래가 많아 거래회전율이 높고 환금성이 우수한 편이지만, 액티브 ETF는 지수를 100% 추종하는 형태가 아니기 때문에 지정참가회사(AP) 및 개인투자자의 거래 외에는 거래활동이 적은 편이다. 이러한 특징으로 인해 ETF 시장가격과 순자산 가치(NAV)의 괴리가 상대적으로 크며, 액티브 상품의 특성상 벤치마크와의 상관계수도 낮아 다른 고유 요인의 영향을 받을 수 있다. 무엇보다 액티브 ETF는 벤치마크를 추종하는 것 외에도 운용 인력의

2) Interactive Investor, 2018. 1. 24, There are now 70 times more stock market indices than listed stocks in the world.

역량이 요구되기 때문에 패시브 ETF에 비해 상대적으로 운용보수가 높게 설정된다.

이처럼 투자자들이 인식하고 있는 일반적인 ETF의 장점이 액티브 ETF에서는 다소 줄어든 것으로 보이나, 전술한 제약 요인을 상쇄할 수 있는 액티브 ETF의 강점은 바로 수익성이다. <그림 5>는 국내 상장된 액티브 ETF 중 국내주식에 투자하는 상품의 합산 누적 수익률을 보여준다.<sup>3)</sup> 각 시점 별 액티브 ETF의 수익률을 자산 규모로 가중 평균하여 누적하면 <그림 5>의 검은 실선과 같으며, 이는 동기간 주요 벤치마크인 코스피200 지수 및 벤치마크 가중지수<sup>4)</sup>를 각각 +8.6%, +7.5% 상회한다. 연 환산할 경우 약 +3.3~3.7% 수준의 초과수익률로 국내 액티브 ETF에 운용 제약이 있는 것을 감안하면 준수한 성과를 거두고 있는 것으로 평가된다. 다만 대다수 액티브 ETF의 운용실적(track record)이 짧아 장기 성과는 지켜봐야 알 수 있을 것이다. 향후 제도 개선을 통해 다양한 위험-수익률 특성을 갖는 상품이 등장할 수 있으나 무엇보다 액티브 ETF 활성화의 핵심 요소는 초과 성과와 지속가능성이다.

<그림 5> 국내 액티브 ETF 누적 수익률 추이



주 : 1) 벤치마크 지수 수익률 자료를 취합할 수 있는 국내주식형 액티브 ETF(32개)를 대상으로 함  
 2) 주황색(하늘색) 음영은 각각 코스피200 및 벤치마크 가중지수에 대한 누적초과수익률을 의미  
 자료: DataGuide, 자본시장연구원

### 향후 과제

침체된 공모펀드 시장을 살리기 위한 방안으로 액티브 ETF의 활성화가 거론되고 있으나, 액티브 ETF는 패시브 ETF와는 분명 다른 속성을 지니고 있기 때문에 사전에 면밀한 검토가 요구되며 안정적으로 안착할 수 있는 방안을 모색해야 한다.

3) 합산 누적 수익률은 ETF의 순자산 규모로 가중 평균하여 산출한다. 전체 누적 수익률 추이는 해외주식에 투자하는 액티브 ETF 및 벤치마크 수익률 자료가 없는 ETF를 추가해도 질적인 차이는 없다.  
 4) 벤치마크 가중지수는 ETF의 벤치마크 수익률을 해당 ETF의 순자산 규모로 가중 평균하여 산출한 수익률로 산출한다.

먼저 단기적으로는 운용 인력의 역량을 자율적으로 발휘할 수 있도록 장려하기 위해 액티브 ETF의 운용 규제를 개선할 필요가 있다. 현행 제도 상 액티브 ETF는 기초지수와 상관계수를 0.7 이상으로 유지해야 하며 자산구성내역(PDF)을 일간(daily) 단위로 공개해야 한다. 투명성 확보가 요구되는 ETF의 특성상 자산구성내역을 공개하는 것이 바람직하나 일간 단위로 공개하는 것은 투자 전략의 과도한 노출을 의미하기 때문에 다양한 전략을 구사하는 운용 상품의 진입을 제한하고 있다. 미국, 유럽의 경우 우리나라와 같은 투명(transparent) 액티브 ETF 상품 외에도 자산구성내역을 지연 공개하는 불투명(non-transparent) 또는 반투명(semi-transparent) 상품도 허용하고 있어 ETF 시장의 경쟁력 확보를 위해서라도 PDF 공개요건을 완화하는 방안을 추진할 필요가 있다. 또한 기초지수와 상관계수 요건은 수익률 안정성 및 분산투자 측면에서는 필요한 요건이라 생각되나, 상관계수 요건이 너무 지나칠 경우 초기에 설정한 벤치마크 지수에 얽매일 수밖에 없고 펀드 매니저의 재량이 발휘되기 어려울 것으로 판단된다. 미국 SEC의 경우 별도의 규정은 없으며 ETF 투자설명서(prospectus)에 의도된 상관계수를 공개하는 것으로 같음하고 있어, 액티브 ETF의 상관계수 유지와 연계된 상장폐지 요건을 다소 완화하는 방안이 요구된다.

다만 이러한 투명성 완화에 대한 제도 개선은 액티브 ETF가 지속적으로 보유 자산을 정확하게 평가할 수 있는 조치와 불투명 정보에 대한 오용 방지 대책을 전제로 한다. 불투명 또는 반투명 ETF는 보유자산을 매일 공개하지 않기 때문에 ETF 시장 가격이 기초자산의 가치를 정확하게 반영하는지를 보장하는 것이 매우 중요하다. 따라서 집합투자업자는 ETF의 일간 또는 일중 가격 스프레드 또는 순자산 가치 등의 자료를 보관하고 이를 주기적으로 공개해야 하며, 필요시 거래소와 규제당국은 이를 면밀히 모니터링할 수 있는 체계를 갖출 필요가 있다. 또한 ETF의 보유내역이 공개되지 않을 경우 이러한 기밀 정보의 오용을 사전에 방지할 수 있는 내부통제 장치를 자체적으로 마련해야 한다.

장기적인 관점에서는 다양한 ETF 간 효과적인 비교가 가능한 플랫폼을 활성화하고 투자자 스스로 꾸준한 학습을 통해 투자상품에 대한 이해도를 제고할 필요가 있다. 과거 상품 유형이 단순하고 종류가 적었던 시절에는 ETF를 통해 대표 인덱스를 단순히 보유하는 것만으로도 충분한 투자가 가능했지만, 이제는 수많은 ETF가 지속적으로 출시되고 있고 여러 형태의 전략을 통해 알파를 추구할 수 있는 방법이 시도되고 있다. 일반 공모펀드와 달리 ETF는 판매채널에 구애받지 않고 투자자가 직접 선택하는 경향이 강하기 때문에 투자자들이 해당 ETF의 장단점을 잘 이해할 수 있도록 다양한 교육과 연구가 제공될 필요가 있다.

궁극적으로 액티브 ETF는 벤치마크 지수 수익률을 초과하기 위해 고안된 상품이다. 현재 초기 단계에 불과한 액티브 ETF가 향후 국내 공모펀드를 대체할 것이라는 전망이 나오고 있으나 이는 무엇보다 액티브 ETF가 창출하는 알파에 달려 있다. 국내 공모펀드 부진의 주된 요인 중 하나가 저조한 투자 성과인 점을 고려하면 운용업계의 운용역량 제고가 무엇보다 중요한 요소가 될 것으로 보인다. 그리고 무엇보다 투자자들도 단기 수익률 보다는 장기적인 관점에서 액티브 ETF의 성과에 주목할 필요가 있다.

## 참고문헌

Easley, D., Michayluk, D., O'Hara, M., Putnins., T.J., 2021, The Active World of Passive Investing, *Review of Finance* 25(5).

## OPINION

선임연구위원  
이효섭

## 부동산 그림자금융의 리스크 진단 및 대응 방향\*

한국 부동산 그림자금융의 증가 속도가 빨라 시스템리스크 우려가 제기되고 있다. 한국 부동산 그림자금융은 경제 규모 대비 차지하는 비중이 크고, 자본시장과의 상호연계성이 높을 뿐만 아니라 복잡성이 크다. 또한 비은행 중소형 금융회사를 중심으로 부동산 그림자금융 취급 비중이 높아 부동산 그림자금융의 연쇄 손실 개연성이 크다. 한국 부동산 그림자금융은 자금 중개의 경로가 길고 복잡하며 레버리지를 포함하고 있어 단기간에 부동산 가격이 급락하면 부동산 그림자금융의 손실이 금융회사의 손실로 전이되고 실물경제의 침체로까지 전이될 수 있어 주의가 필요하다. 이에 국제금융감독기구가 그림자금융을 규율했던 사례를 참고하여, 한국 금융당국도 부동산 그림자금융의 증가 속도를 억제하고 정보 투명성을 높이며, 스트레스 테스트 정례화 등을 통해 부동산 그림자금융에 대한 위험관리를 강화해야 할 것이다.

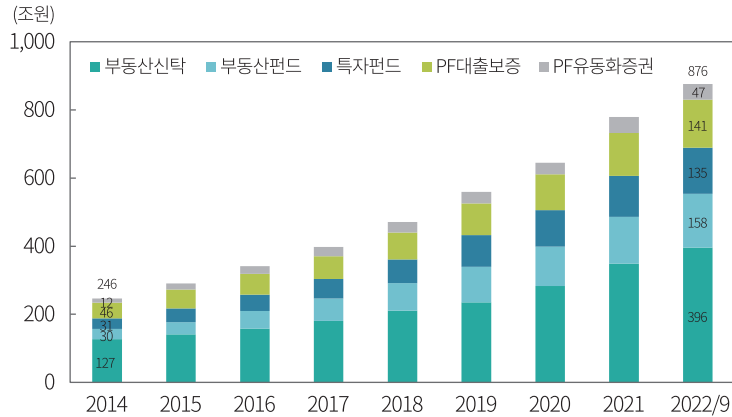
### 부동산 그림자금융의 현황

한국 부동산 그림자금융(shadow banking)의 증가 속도가 매우 빠르다. 그림자금융은 은행과 유사한 경제적 기능을 수행하나 은행보다 규제 수준이 낮은 비은행 금융기관 또는 이들 비은행 금융기관이 제공하는 금융투자상품을 뜻하는데, 본고에서는 부동산을 매개로 자금 중개나 신용 창출 기능을 수행하는 PF(Project Financing) 대출·보증, PF 유동화증권, 부동산신탁<sup>1)</sup>, 부동산펀드 및 특별자산펀드를 부동산 그림자금융으로 정의했다. 2022년 9월말 기준 한국 부동산 그림자금융 규모는 876조원으로 2014년말 246조원 대비 3.6배가 증가했는데 연평균 증가율은 17.8%에 해당한다(〈그림 1〉 참조). 동기간 상업은행의 대출 잔액이 연평균 7.2% 증가한 것과 비교하면 한국 부동산 그림자금융의 증가 속도는 은행의 간접금융 증가율 대비 2.5배 빠르다. 부동산 그림자금융 유형별로는 부동산펀드, 특별자산펀드, PF 유동화증권 규모가 4~5배 증가했으며, 부동산신탁 및 PF 대출·보증 규모가 3~4배 증가하는 등 모든 유형의 부동산 그림자금융 규모가 은행의 간접금융 대비 빠른 속도로 증가했다.

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

1) 은행이 제공하는 부동산 담보신탁은 그림자금융 통계에서 제외했다.

〈그림 1〉 유형별 부동산 그림자금융 규모 추이



자료: 한국은행, 금융감독원, 금융투자협회, 자본시장연구원

부동산 그림자금융이 빠르게 증가한 가운데 부동산 가격이 단기간에 급격히 하락하거나 부동산금융 취급 기관이 부실화되면 시스템리스크를 촉발할 수 있어 주의가 필요하다. 부동산 그림자금융은 자금 증개의 경로가 길고 복잡하며, 채권시장 및 단기자금시장 등과 밀접히 연계되어 있으며 레버리지가 큰 특징을 가진다. 따라서 부동산 그림자금융이 부실화되면 금융기관이 연쇄 손실을 기록할 뿐만 아니라 금융시장의 변동성을 키우고 실물경제의 침체를 초래할 수 있다. 2022년 하반기 발생한 부동산 PF 관련 자금 경색 위기가 대표적인 예로, 부동산 그림자금융 중에서 하나라도 문제가 발생하면 금융시장의 변동성이 확대될 뿐 아니라 실물경제의 침체로까지 이어질 수 있다. 이에 본고에서는 한국 부동산 그림자금융의 리스크 수준을 진단하고 부동산 그림자금융이 시스템리스크를 촉발하지 않도록 위험관리 방향을 제시하고자 한다.

### 부동산 그림자금융의 리스크 진단

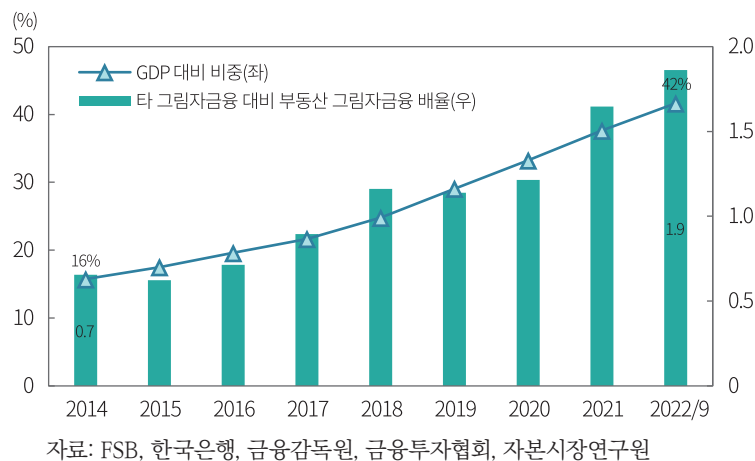
금융안정위원회(FSB), 국제결제은행(BIS) 등은 금융시스템 내 중요 기관을 선정하거나 시스템리스크 수준을 측정할 때 규모, 상호연계성, 복잡성, 국내 특수성 요인 등을 고려한다.<sup>2)</sup> 한국 부동산 그림자금융은 규모, 상호연계성, 복잡성, 국내 특수성 측면에서 위험 수준이 빠르게 증가하고 있어 시스템리스크를 촉발할 수 있는 개연성이 커지고 있다.

첫째, 한국 부동산 그림자금융 규모가 경제 규모 대비 차지하는 비중이 빠르게 늘고 있다. 2014년말 GDP 대비 부동산 그림자금융 비중은 16%에 불과했으나 2022년 9월말 해당 비중은 42%로 GDP의 절반에 가까운 수준으로 증가했다(〈그림 2〉 참조). 한국 전체 그림자금융 규모 중에서 부동산 그림자금융

2) FSB, BIS, 2009, *Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations* 참조

이 차지하는 비중도 빠르게 늘고 있다. 금융안정위원회(FSB)가 발표한 글로벌 그림자금융 통계<sup>3)</sup>에 따르면 2014년말 한국 전체 그림자금융 규모는 621조원으로 이중 40%가 부동산 그림자금융으로 볼 수 있는데, 2021년말 한국 전체 그림자금융 대비 부동산 그림자금융 비중은 62%로 부동산 그림자금융이 차지하는 비중이 빠르게 증가했다. 즉, 부동산을 제외한 그림자금융 대비 부동산 그림자금융이 차지하는 배율은 동기간 0.7배에서 1.9배로 큰 폭으로 늘었다. 부동산 그림자금융은 금융기관, 건설회사, 가계의 자산 및 부채 구조와 밀접히 연계되어 있고 부동산 가격에 대한 민감도가 크기 때문에 부동산 그림자금융 규모가 일정 수준을 넘어서 빠르게 증가하는 것은 시스템리스크 잠재 위험이 커지는 것으로 이해할 수 있다. 부동산 가격이 큰 폭으로 하락하고 이에 따라 부동산 그림자금융 취급 금융기관이 부실화되면 타 금융회사나 건설회사의 손실로 빠르게 전이되고, 보유 부동산의 급매 출회(fire-sale)로 부동산 가격이 더 큰 폭으로 하락하는 등 악순환에 빠질 개연성이 있다.

〈그림 2〉 GDP 및 전체 그림자금융 대비 부동산 그림자금융 비중



둘째, 한국 부동산 그림자금융은 자본시장과의 상호연계성이 높다. 부동산 PF 사업의 경우, 브릿지론 및 PF 대출을 통해 자금을 조달하는데 이때 증권회사, 보험회사, 여신전문금융회사(이하 '여전회사') 등 비은행 금융기관이 자금 공급을 수행하는 경우가 많다. 부동산 PF 시행사가 유동화전문회사를 끼고 PF 대출을 담보로 유동화증권을 발행하면 증권회사는 이에 대한 채무보증을 수행하는데, 만약 자본시장에서 PF-ABCP 및 PF-AB전단채 등의 발행이 어려워지면 증권회사 및 부동산 PF 시행사의 자금난으로 이어질 수 있다. 2022년 4분기 채권시장 금리가 가파르게 상승하고 한전채의 대규모 발행으로 수급 쏠림현상이 나타나 상당수 PF-ABCP 및 PF-AB전단채가 차환 발행되지 못했으며 이에 따라 PF 사업장이 자금 경색을 겪은 것이 대표적인 사례이다. 자본시장이 부동산 그림자금융에 영향을 미

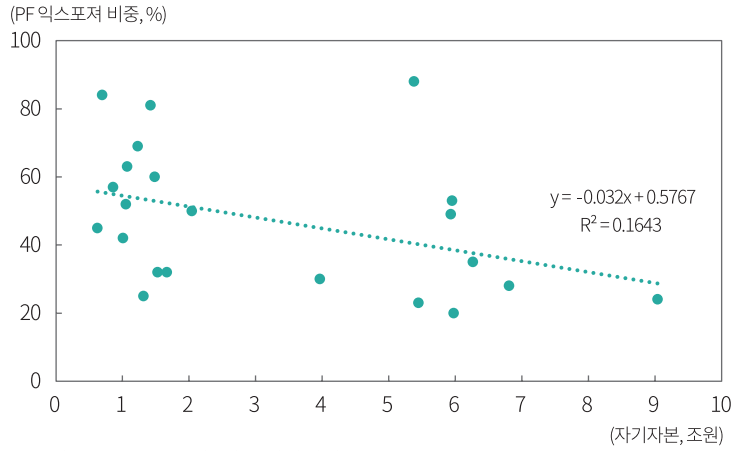
3) FSB, 2022, *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2022* 참조

치는 것과 마찬가지로 부동산 그림자금융이 부실화되면 자본시장의 변동성을 확대시킬 수 있다. 만일 의 경우 PF 사업장이 부실화되면 PF 대출·보증을 수행한 비은행 금융기관이 손실을 볼 수 있고 관련 신탁, 펀드, 유동화증권 등에 투자한 다수의 개인투자자와 기관투자자 역시 큰 손실을 볼 수 있어 금융 투자상품의 투매가 발생하는 등 자본시장의 변동성이 확대될 개연성도 배제할 수 없다.

셋째, 한국 부동산 그림자금융의 복잡성 또한 매우 커서 부동산 그림자금융의 부실 발생시 시스템 리스크를 확대시킬 수 있다. 부동산 PF 대출·보증 및 유동화증권의 경우 신용 변환과 만기 변환을 통해 기초자산의 위험을 재구조화하고 있으며, 일부 경로에서는 과도한 레버리지를 사용하고 있는 것으로 확인된다. 예를 들어 부동산 PF 시행사는 지분형(equity)과 대출형(debt)으로 구분해 자금을 조달하고, 대출형은 구조화 기법을 사용해 선순위, 중순위, 후순위로 나눈 뒤 신용 변환을 거쳐 다수의 기관투자자와 개인투자자로부터 자금을 모집한다. 부동산 PF 유동화증권은 만기 변환 기능을 제공한다. 부동산 PF 사업장은 분양 완료까지 3년 내외의 기간이 필요한데 통상 3개월 만기의 PF-ABCP 및 PF-AB전단채를 발행하여 자금을 조달하기 때문에 만기 미스매칭 위험에 노출된다. 이때 3년 기간 중 한 번이라도 PF 유동화증권 발행이 원활하지 않으면 부동산 PF 사업 단계에서 금융회사 또는 건설회사 등이 큰 손실을 볼 수 있다. 증권회사의 PF 채무보증과 부동산신탁 책임준공의 경우 부실화 조건에 따른 이행 의무가 복잡하게 규정되어 있고, 계약 조건이 비정형화 되어 있는 등 복잡성이 크다. 부동산 펀드, 특별자산펀드 역시 상당수가 신용 변환과 만기 변환 기능을 포함하고 있고 거래상대방 위험과 환율변동 위험, 유동성 위험 등도 가지고 있어 부동산 그림자금융 전체적으로 복잡성이 크다고 말할 수 있다.

넷째, 비은행 중소형 금융기관을 중심으로 고위험 부동산 그림자금융을 취급하는 경향이 많다. 부동산 그림자금융 중에서 부실 위험이 큰 PF 대출·보증 취급 금융기관의 경우 자기자본 규모가 작고 위험관리 능력이 취약한 중소형 증권회사와 중소형 여전회사를 중심으로 PF 대출·보증을 늘려왔다. 2022년 9월말 기준 부동산 PF에 대해 브릿지론 대출 및 채무보증을 수행한 22개 증권회사에 대해 자기자본 대비 PF 익스포져 비중을 살펴보면, 통계적으로 유의한 수준에서 자기자본 규모가 작은 증권회사일수록 PF 익스포져 비중이 높은 것을 확인할 수 있다(〈그림 3〉 참조). 이는 PF 대출·보증 사업의 경우 주선 수수료가 높고 건전성 규제 비율에 반영되는 위험액 산출 규모가 낮아 중소형사 중심으로 PF 대출·보증을 확대한 것으로 추론할 수 있다. 위험관리 능력이 취약한 중소형 금융회사들이 PF 익스포져를 확대하면 부동산 그림자금융이 부실화되었을 때 연쇄적으로 금융기관의 건전성이 나빠질 개연성이 크기 때문에 주의가 필요하다.

〈그림 3〉 증권회사 자기자본 대비 PF 익스포져 비중(‘22.9월)



자료: 금융감독원, 한국기업평가

### 부동산 그림자금융의 위험관리 방향

이상을 요약하면 한국 부동산 그림자금융은 빠른 속도로 증가하여 경제 규모 대비 차지하는 비중이 크고, 자본시장과의 상호연계성이 높으며, 복잡성이 크다. 또한 중소형 비은행 금융기관을 중심으로 부동산 그림자금융 취급 비중이 높아 부동산 가격 급락시 연쇄적으로 부동산 그림자금융이 부실화될 개연성이 있다. 즉 규모, 상호연계성, 복잡성, 국내 특수성 측면에서 한국 부동산 그림자금융의 시스템 리스크 개연성은 증가하고 있는 것으로 판단된다.

그림자금융은 은행시스템을 대신해 모험자본을 공급하는 순기능이 있으나 그림자금융 규모가 과도하면 시스템리스크를 촉발할 수 있는 부작용이 있다. 2008년 글로벌 금융위기를 계기로 국제금융감독기구는 그림자금융의 증가 속도를 억제하고 정보 투명성을 강화하는 한편 스트레스 테스트 정례화 등의 위험관리 방향을 제시했다. 국제금융감독기구의 그림자금융에 대한 규율 방안을 참고하여 한국 금융당국도 부동산 그림자금융이 금융안정을 위협하지 않도록 규제와 감독을 강화할 필요가 있다.

우선 자본시장과의 연계성이 높고 복잡성 및 레버리지가 클 수 있는 부동산 PF 대출 및 보증, 책임 준공형 신탁, PF 유동화증권의 규모가 빠르게 증가하지 않도록 비은행 금융회사의 건전성 규제를 강화할 필요가 있다. 자기자본 규제 비율 산출에 반영되는 위험액 계산식을 개정하고 레버리지비율과 유동성비율 제도를 개선할 필요가 있다. 더불어 부동산 그림자금융의 부실 가능성 및 손실 전이 위험을 선제적으로 파악하기 위해 부동산 그림자금융 전체에 대한 위험요인별 모니터링을 강화해야 할 것이다. 이때 정례적으로 부동산 그림자금융에 대한 스트레스 테스트를 실시하여, 부동산 가격이 일정 수준 이하로 급락하거나 시장금리가 가파르게 오르는 상황들을 가정하여 부동산 그림자금융으로 인한 예상 손실 및 전이 손실을 측정하고 손실에 비례하는 만큼을 충당금으로 적립하는 방안을 고려할 수 있다. 또한 비은행 금융기관이 단기 성과보수 극대화를 위해 고위험 부동산 그림자금융 취급을 늘리지 않도록 비은행 금융기관에 대한 성과보수 체계 개선을 검토할 필요가 있다.

ZOOM  
-IN

## 미국 PCAOB의 회계감사 강화를 위한 논의

- 미국 PCAOB는 회계법인의 회계감사 강화를 위해 감사 프로세스를 조정하는 개선안을 제시
- 새로운 제안에는 감사 프로세스에서 정보 확인 대상을 추가하고, 요청한 정보 확인 절차를 개선하여 명확한 감사 증거가 제공되도록 하며, 내부감사 개입의 제한 등에 관한 내용을 포함
- 감사인의 확인에 관한 규정은 오랜 기간동안 거의 변경되지 않아 감사환경이 복잡해지고 전자 통신이 발달한 현대 상황에 적합한 기준이 필요하다는 인식에 따라 개선이 요구됨
- 또한 회계부정의 잇따른 발생과 회계감사 기준의 미준수로 인해 회계감사 프로세스 및 PCAOB의 감독 강화 움직임이 지속
- 이번 개선안이 통과되면 회계감사 과정에서 확인해야 할 사항이 증가하여 감사인의 책임이 더욱 강조되고, 회계법인의 감사시간 및 비용이 증가하는 등 감사 프로세스에 큰 변화를 가져올 것으로 예상되는 가운데, 강화된 회계감사로 기업의 회계투명성이 높아질 것으로 기대

- 미국 회계감독위원회(Public Company Accounting Oversight Board: PCAOB, 이하 PCAOB)는 회계법인의 회계감사 강화를 위해 감사 프로세스를 조정하는 개선안을 제시<sup>1)</sup>
  - 2022년 12월 PCAOB는 ‘외부감사인의 확인’에 관한 새로운 규정(AS2310: The Auditor’s Use of Confirmation)을 제안
    - 현행 ‘확인 프로세스(AS2310: The Confirmation Process)’를 대체하는 규정
    - ‘확인(confirmation)’은 감사인이 회계감사를 실시할 때 재무제표의 특정항목에 대한 정보 요청에 대한 응답을 확인하는 것으로 기업 외부의 소스를 조회하여 정보를 얻거나 확인하여 재무제표 정보가 정확한지 확인하기 위한 감사 프로세스 중 하나
  - 제안된 기준은 감사인이 정보 확인 요청을 확인 당사자에게 직접 보내고, 수신된 정보를 평가하며 미응답이나 불완전한 응답에 대해 감사인이 처리하는 등의 내용을 포함하고 있으며 감사 증거의 정확성을 높이고 궁극적으로 감사품질을 개선하기 위한 목적
    - 감사 과정에서 확인을 요청하는 재무정보를 추가하고 수신자의 응답에 관한 요구 사항을 강화하며 응답이 불명확할 경우 대체절차를 수행하고, 내부감사의 개입을 제한

1) PCAOB, 2022, 12. 20, Proposed auditing standard- The auditor’s use of confirmation, and other proposed amendments to PCAOB standards.

- 이메일 등 전자문서를 통해 대량의 정보가 전달되는 과정에서 통신 오류로 인해 정보 확인 요청에 대한 응답이 누락될 수 있다는 점을 고려하여 정보 확인 절차를 개선

□ 새로운 제안에는 감사 프로세스에서 정보 확인 대상을 추가하고, 요청한 정보 확인 절차를 개선하여 명확한 감사 증거가 제공되도록 하며, 내부감사 개입의 제한 등에 관한 내용을 포함

- 기존의 매출채권 확인뿐 아니라, 추가적으로 금융기관 등 제3자가 보유한 기업의 현금 및 현금 등가물을 확인하는 절차를 수행
  - 감사인이 확인해야 할 계좌를 선택할 때 감사인이 기업의 현금관리 및 재무상태에 대한 이해가 전제되어야 하고 기업과 제3자 간의 계약 및 거래의 실질을 고려해야 함
  - 즉, 현금 확인 시 금융기관에 여러 개의 계좌가 있을 수 있기 때문에 기업이 보유한 모든 계좌를 확인하지 않아도 되며 감사인이 일정 금액 이상의 잔액이 있는 계좌, 거래량이 많은 계좌, 감사기간동안 개설 또는 폐쇄된 계좌나 감사인이 위협할 것으로 식별한 계좌 등을 선택 가능
- 감사인이 요청한 정보에 대해 '부정적 확인(negative confirm)'으로는 충분한 감사 증거를 제공할 수 없으므로 다른 실질적인 감사 절차와 결합해야 함
  - 기존에는 감사인이 요청한 정보에 대해 동의하지 않는 경우에만 응답하는 '부정적 확인'을 하고 응답이 없는 경우는 정보가 정확하다는 것으로 받아들이는 것이 허용되었으나 새로운 규정에서는 '부정적 확인' 절차만 따르는 것은 허용하지 않음
  - 감사인은 '부정적 확인'을 할 때 송장의 금액과 영수증 비교, 선적 문서 검사 등과 같은 추가적인 다른 실증 절차와 결합해서 정보를 확인
- 감사인이 정보 확인을 통해 감사 증거를 얻을 수 없는 경우 감사인은 대체절차를 수행
  - 정보 확인 요청에 대한 응답을 받지 못하거나 불완전한 경우 감사인은 대체절차를 수행할 수 있는데 기존 기준에서는 주로 매출채권에 대한 것이라면 새로운 기준에서는 그 대상을 확대하여 더 많은 예시를 제시
  - 새로운 기준에서는 매출채권뿐 아니라 미지급금 및 거래 또는 계약 조건과 관련하여 신뢰할 수 있는 감사 증거를 제공할 수 있는 대체절차 제시
- 감사인이 요청하는 정보를 확인하는 과정에서 내부감사의 직접적인 개입을 제한
  - 회계법인의 확인 요청을 위해 항목의 선정 및 요청, 응답하는 과정에 있어 기업이 내부감사의 사전적인 도움으로 조작하는 것을 방지하기 위해 내부감사의 접근을 제한

**〈표〉 감사인의 확인에 관한 현행 기준 vs 새로운 기준**

항목	현행 (AS2310: The Confirmation Process)	개선안 (AS2310: The Auditor's Use of Confirmation)
확인(confirmation) 대상 확대	매출채권(account receivable)에 대한 확인	매출채권뿐 아니라 현금 및 현금등가물에 대한 확인
부정적 확인 (negative confirmation)	감사인이 정보 확인 요청을 보내고 상대방이 정확하다고 동의하는 경우에는 응답하지 않고 문제가 있을 경우에만 응답하는 것이 허용	감사인의 정보 확인 요청에 대해 '부정적 확인'만 하는 것은 허용되지 않으며 다른 실질적인 감사와 결합
대체절차 (alternative procedure)	주로 매출채권 및 수익 거래에 관해 대체절차 수행	감사인이 대체절차 수행 가능한 상황을 식별, 매출채권, 미지급금 및 거래 또는 계약 조건에 대한 대체절차 수행에 대한 예시 제공
내부감사(internal audit) 개입	내부감사 수행 업무에 대한 제한 없음	내부감사가 확인을 위한 계정 잔액 식별, 요청 보내기 및 응답 받기 등의 개입 제한

자료: PCAOB(2022. 12. 20)

□ 감사인의 확인에 관한 규정은 오랜 기간동안 거의 변경되지 않아 감사환경이 복잡해지고 전자통신이 발달한 현대 상황에 적합한 기준이 필요하다는 인식에 따라 개선이 요구됨

- 감사인의 확인 프로세스를 설명하고 있는 AS 2310은 발효된지 30년 넘게 유지된 AICPA 기준으로서 PCAOB에서 2003년 채택한 이후 최소한의 수정만 거쳐옴
  - 미국 대규모 분식회계 사태인 엔론 사건 이후 PCAOB가 회계감독 강화를 위해 설립된 후 상장기업의 외부감사인이 사용해야 하는 AICPA 기준을 잠정적으로 채택했고 수년에 걸쳐 기준 중 일부는 수정했지만 AS 2310의 내용은 거의 변경되지 않음
- 따라서 이 기준이 처음 채택된 이후 감사환경의 상당한 변화를 고려할 때 AS2310을 업데이트 하는 것이 타당
  - 기존 기준은 팩스를 사용한 종이 기반의 확인 요청과 응답이 의사소통 수단으로 지배적이었던 시기에 작성된 기준
  - 감사인과 확인 당사자 간의 확인 요청 및 응답에 전자통신의 활용이 일반화됨에 따라 이를 고려한 기준 수정이 이루어질 필요
- PCAOB는 2010년에도 확인과 관련된 감사 기준에 대해 개선안을 발표했으나 당시 제안이 너무 규범적이라는 반대의견이 제기됨<sup>2)</sup>
  - 현금성 자산의 금액 확인에 대한 요구사항을 강화하는 등의 규정 변경을 제안했으나, 일부에서 너무 많은 필수 요구사항을 포함한다며 반발하면서 실제로 적용되지 못함<sup>3)</sup>

2) PCAOB, 2022. 12. 20, Collecting better evidence: Proposal to strengthen an auditor's use of confirmation.

3) PCAOB, 2022, 12. 20, Proposed auditing standard- The auditor's use of confirmation, and other proposed amendments to PCAOB standards.

- 2022년초 PCAOB 의장이 된 Erica Williams는 이전 기준을 업데이트하는 것이 우선 순위이며 투자자 보호를 위한 감사인의 ‘확인’절차에 관한 감사기준이 목적에 부합하는지 확인하는 것이 중요하다고 언급하며 감사인의 확인 사용에 대한 요구 사항을 강화하고 현대화하는 것을 지지한다고 밝힘<sup>4)</sup>

#### □ 또한 회계부정의 잇따른 발생과 회계감사 기준의 미준수로 인해 회계감사 프로세스 및 감독 강화 움직임이 지속

- 미국은 회계부정 및 회계감사 문제가 적발되면서 회계감사를 강화하는 추세이며 경기침체가 지속될 경우 발생할 수 있는 가능성도 고려
  - Nikola Motors는 매출과 이익을 잘못 기재했고 Wirecard는 규제기관이 감사한 금융 데이터를 위조하여 부정 기재했으며 Luckin Coffee는 수익과 매출에 대한 허위 기재를 하는 등 회계부정 사례가 끊이지 않음
  - 회계법인이 기업 회계감사 시 기준을 준수하지 않아 제재를 받는 사례도 계속적으로 발생함에 따라 PCAOB는 벌금을 부과하고 해당 회계법인 또는 감사인의 감사 자격을 정지하는 방법으로 제재<sup>5)</sup>
  - 또한 최근 지속되는 경기침체로 인해 기업이 실적 달성 및 자금 차입에 대한 부담감이 커지면서 회계부정 가능성도 높아짐에 따라 이에 대응하고자 함<sup>6)</sup>
- PCAOB는 회계감사를 성실하게 수행했는지 회계법인을 조사하고 위반사항이 발견되는 경우 제재를 강화하여 2022년에는 집행 건수 및 벌금이 크게 증가
  - PCAOB는 회계법인 및 감사인에 대한 제재를 강화하며 2022년에만 총 1,100만달러 이상의 벌금을 부과했고 2017년 이후 처음으로 회계법인에 감사 결함 및 비협조 등의 이유로 100만 달러 이상의 벌금을 부과하며 감사품질 개선과 투자자 보호를 위해 제재를 강화하는 추세<sup>7)</sup>

#### □ 이번 개선안이 통과되면 회계감사 과정에서 확인해야 할 사항이 증가하여 감사인의 책임이 더욱 강조되고, 회계법인의 감사시간 및 비용이 증가하는 등 감사 프로세스에 큰 변화를 가져올 것으로 예상되는 가운데, 강화된 회계감사로 기업의 회계투명성이 높아질 것으로 기대

- 회계감사 프로세스가 처음으로 변경되면서 회계감사 내용이 양적으로 증가하고 감사인의 책임이 더욱 강조될 것으로 예상
  - 감사인의 확인 과정이 복잡해짐으로써 감사 일정에 영향을 미치고, 추가작업으로 인해 대상 기업과 회계법인의 비용 증가 예상

4) Thomson Reuters, 2022. 12. 20, PCAOB issues second proposal to modernize rules on audit confirmation process.

5) PCAOB, 2022. 12. 6, Imposing \$7.7 million in fines, PCAOB sanctions three firms and four individuals from KPMG global network.

6) WSJ, 2022. 11. 3, SEC accountant warns of heightened fraud risk amid recession fears, market selloff.

7) DLA PIPER, 2023. 1. 10, PCAOB sets aggressive agenda for 2023: what to expect as agency enforcement expands.

- PCAOB의 집행 및 조사부서인 DEI(Division of Enforcement and Investigations)는 2023년 회계감독 노력이 더욱 강화될 것이라고 강조<sup>8)</sup>
  - 2022년 12월 AICPA 컨퍼런스 프레젠테이션에서 DEI는 엄격한 집행, 제재 강화, 투명성 증가 및 다른 규제 기관과의 협력을 통해 제재를 강화할 의지를 나타내며 중대한 감사실패, 감사품질관리, 감사 무결성 및 규정 준수에 계속 집중할 계획이라고 언급
  - 이에 과거 기소되지 않은 여러 위반사항을 포함하여 제재가 더욱 적극적으로 이루어질 것으로 예상
- 따라서 회계감사 강화로 회계법인의 책임이 더욱 강조되고 감독기관인 PCAOB의 감독도 강화될 것으로 예상되는 가운데, 기업의 회계투명성은 높아질 것으로 기대

선임연구원 홍지연

---

8) LEXOLOGY, 2023, *A New PCAOB Board Sets New Enforcement Priorities.*

ZOOM  
-IN미국시장에서 소규모 기업의 IPO 후  
가격 급등락 현상에 대한 규제기관의 경고

- Addentax Group 및 Magic Empire 등 중국계 기업들이 미국 주식시장에서 상장 후 가격이 100%이상 급등 후 공모가 이하로 급락하는 현상을 보이며 문제가 지속됨에 따라 미국의 자율 규제기관인 FINRA 및 증권거래소들은 이와 관련하여 투자자 및 거래소 회원들에게 주의할 것을 당부
- FINRA는 가격 급등락 문제가 발생한 기업들은 주로 소규모 IPO에서 발생하였으며, 소셜미디어를 통한 시세조작과 관련되어 있다고 언급
- NYSE와 나스닥은 각각 소규모 기업의 IPO와 관련하여 인수인 및 브로커-딜러인 금융기관들이 상장을 진행함에 있어 시장 교란을 막기 위한 역할을 다해줄 것을 회원들에게 강조
- SEC는 소셜미디어 상에서 소규모 기업이면서 4달러 미만의 저가주를 대상으로 한 시세조종 및 선행매매 가담자들을 기소

- 2022년 AMTD Digital, Addentax group, Magic Empire 등 중국 기반의 기업들이 미국시장에서 상장한 후 급등과 급락을 거듭하는 현상을 보여 이슈가 되었는데, 미국의 자율규제기관인 FINRA는 소형주 IPO와 관련하여 회원들에게 경고문을 발표<sup>1)</sup>
  - Magic Empire의 경우 2022년 8월 5일 주당 4.0달러에 상장하여 당일 97.0달러로 마감, 8월 9일 종가 1,232달러를 고점으로 하락하여 8월 30일 종가는 5.83달러였으며, 2023년 2월 14일 기준 종가는 1.99달러<sup>2)</sup>
    - Dealogic에 따르면, 2022년 미국내 IPO 중 중국을 제외한 경우 상장첫날 수익률은 68%를 기록한데 반해 중국 기업의 경우 약 426%의 수익률을 기록<sup>3)</sup>
  - FINRA는 모집규모 2,500만달러 이하의 소규모 IPO 임과 동시에 해당 기업이 해외에 주 기반을 둔 경우 상장 후 이러한 현상이 두드러지고 있다고 하였으며, 다음과 같은 여러가지 특징을 지님
    - 기업가치 1억달러 이하의 소규모 기업에서, 2,000만주 이내의 모집, 2,500만달러 이하의 규모를 공모하는 것이 특징
    - 외국인 발행기업: 이러한 기업들의 발행기업 또는 주요 관계자들은 주로 중국에서 운영하는 경우가 많으며, 미국 외의 지역에 기반을 두고 있음

1) FINRA, 2022. 11. 17, Heightened threat of fraud, Regulatory Notice 22-25.

2) 보다 자세한 내용은 '이종은, 2022, 미국시장에서 IPO 후 가격 급등락 현상의 증가, 자본시장포커스 2022-22호'를 참조

3) Reuters, 2022. 10. 24, Nasdaq halts IPOs of small Chinese companies as it probes stock rallies.

- 외국인 브로커-딜러: 가격 급등락이 발생한 기업들의 특징은 주로 홍콩에 기반을 둔 해외 브로커-딜러인 경우가 많으며 공모주 물량을 이들에게 최대 90%까지 할당하는 경우도 있음
  - 소수에게 한정된 IPO 배정물량: 인수인과 브로커-딜러(해외 브로커-딜러 포함)는 대다수의 물량을 소수의 투자자에게 할당하여, 주식분산이 충분히 이루어지지 못함
  - 대리인계좌(nominee accounts)<sup>4)</sup>의 사용: 대리인계좌 중 특히 외국인이 미국내 브로커-딜러에게 개설한 계좌의 경우 차후에 해당 계좌가 IPO 후 가격 상승을 노린 거래에 남용될 가능성이 있음
  - 한곳에서 관리하는 대리인계좌들의 특징은 주로 계좌 개설 시기가 비슷하거나, 담당 계좌의 연락처가 비슷하거나, 추천인이 모두 유사한 경우 또는 은행계좌 정보 및 IP 주소가 유사하거나 초기 투자자금이 비슷하며, IPO 청약금액이 유사
  - 해외 옴니버스계좌(omnibus accounts)<sup>5)</sup>: 미국의 브로커-딜러가 해외 기관들을 위해 운영하는 옴니버스계좌들이 소규모 IPO 후 가격이 급등할 시점에 대량매도주문을 내는 것이 관찰됨
  - 엄청난 가격급등 및 급락: 의심을 사는 대부분의 케이스의 경우 상장 당일 또는 이튿날 급격하게 가격이 오르는 모습을 보이며, 급등의 이유가 뉴스나 다른 소재로 인한 것은 아님. 가격이 정점에 도달한 이후 급락하기 시작하여 대개 공모가 수준 또는 그 이하로 하락
- 또한 소셜미디어를 통해 피해자를 물색하고, 이들에게 접근하여 특정 주식을 대상으로 특정 시간대에 특정 가격에 최대 매수 주문을 내도록 지시<sup>6)</sup>
- 범죄자들은 소셜미디어와 연계하여 사기를 진행하는데, 이를 소위 ‘돼지잡기(pig butchering)’로 지칭하며, 이러한 수법은 가상화폐 관련 사기에서도 많이 사용된 수법

□ 나스닥(Nasdaq)은 각각 소규모 기업의 IPO와 관련한 가격급등락 사건을 언급하고 회원들에게 상장을 진행함에 있어 인수인의 의무를 강조하고 있으며, 이와 관련하여 공개 조사를 진행중에 있음

- 나스닥은 주식 규제정보를 게시하고 IPO 진행시 인수증권사의 역할에 대해 강조하며 여러 가지 사항을 면밀히 체크해 볼 것을 제시<sup>7)</sup>
- 공모총액과 주당 최종 공모가가 시장의 수요와 공급을 반영하는지, 락업기간과 관련된 조건은 합리적인지 여부
  - 해외에 할당된 주식을 즉시 바로 거래할 수 있는지 여부, 청산이나 기타 절차에 있어 지연시킬 요소가 있는지 확인
  - 상장을 진행함에 있어서 인수인의 이해상충이 존재하는지 여부 및 이에 대한 명확한 공시가 있는지 여부

4) 또는 명의계좌로 지칭. 투자자가 투자를 용이하게 하기 위해 증권사 등에게 자신 명의로 투자할 수 있도록 허락한 계좌로, 이 경우 주식의 실 소유주가 누구인지 바로 파악하기 어려움

5) 글로벌 운용사가 다수 고객인 투자자들의 매매를 통합처리할 목적으로 개설한 계좌

6) WSJ, 2022. 11. 17, Finra warns of pump-and-dump frauds on U.S. Exchanges.

7) Nasdaq, 2022. 11. 17, Regulatory considerations for small capitalization IPOs, Equity Regulatory Alert #2022-9.

- 상장이 진행 된 이후에는 인수인이 가격안정을 위해 자신의 의무를 다하고 있는지 여부
- 나스닥은 상장 후 가격 조작이 있었는지 여부 및 나스닥 일반규정에 따라 공정하고 공평한 거래 원칙<sup>8)</sup>을 준수하였는지 여부를 공개 조사 중에 있음
- 지난 9월부터 중국계 기업의 소규모 IPO를 중단시켰으나<sup>9)</sup> 12월부터 점차 다시 승인하는 추세

□ NYSE의 경우 최근 발생한 IPO 이후 비정상적인 가격 변동사태에 대한 대응으로, 산하 모든 거래소<sup>10)</sup>의 회원인 투자은행사 및 브로커-딜러들에게 IPO 전과 후에 고려해야 할 일부 사항을 언급하며 IPO절차를 검토함에 있어 문지기 역할을 해줄 것을 당부<sup>11)</sup>

- NYSE는 IPO 전에 고려해야 할 사항으로 자국 내에서의 업무 경험 여부, 해외 투자자의 비율, 이해상충 및 유동성에 대한 고려를 충분히 하고 있는지 면밀히 검토할 것을 요청
- 인수인이 진행하고자 하는 규모 및 유형의 IPO를 자국 내에서 성공적으로 완수한 경험이 있는지 여부
- 인수인 또는 인수단(syndicate) 중에서 해외 브로커-딜러를 포함하는지 여부 및 모집 물량 중 어느 정도의 비율이 해외에 할당되는지 여부
- 발행기업과 인수인, 혹은 발행기업과 IPO 물량을 배정받은 투자자 사이에 특수 관계가 있는지 여부
- IPO 이후에는 NYSE가 상장사의 컴플라이언스와는 물론 브로커-딜러 회원들의 컴플라이언스와 NYSE의 규정 및 증권법을 준수하는지를 조사할 것임을 강조

□ FINRA가 언급한 소규모 IPO와 관련된 사건은 아니지만 SEC는 소셜미디어를 통해 초보 투자자들을 유인하여 선행매매 후 주시가격 조작을 유도, 1억달러 이상의 부당이익을 올린 8명에 대해 기소<sup>12)13)</sup>

- SEC에 따르면 이들은 2020년 초부터 2022년 12월까지 트위터를 통해 다수의 팔로워들에게 오용될 수 있는 투자 정보를 지속적으로 유포하였으며, 슈퍼카 등의 사진을 올려 부유한 생활상을 과시, 성공한 투자자로 이미지를 구축해왔음
- 이들은 미리 매집한 주식을 가진 상태로 소셜미디어를 통해 자신이 유능한 트레이더인 것처럼 행세하며 팔로워들로 하여금 특정 주식을 매수하도록 부추겼으며, 이를 통해 주가가 상승하게 되면 자신들의 주식을 매도하는 방법으로 부당이익을 취함
- 트위터와 온라인 주식포럼사이트, 팟캐스트를 이용하여 여럿이 팀을 짜서 주가 조작을 시도

8) Nasdaq Rule General 9, Section 1(a) Standards of Commercial Honor and Principles of Trade: A member, in the conduct of its business, shall observe high standards of commercial honor and just and equitable principles of trade.

9) WSJ, 2022. 10. 22, Nasdaq freezes Chinese small-cap IPOs after price spikes.

10) NYSE, NYSE AMERICAN, NYSE ARCA, NYSE NATIONAL, NYSE Chicago Stock Exchange

11) NYSE, 2022. 11. 17, Regulatory scrutiny in connection with IPOs, Regulatory Memorandum, NYSE RM-22-18.

12) U.S.News, 2022. 12. 14, US Charges 8 in social media 'Pump-And-Dump' stock scheme.

13) SEC, 2022. 12. 14, Edward Constantine, et al., Litigation Releases 22591.

- 이들의 사기 대상이 된 주식들은 주로 소규모 기업(small cap)의 주식들로 이들은 증권사기혐의로 최대 25년 형을 선고받을 것으로 예상<sup>14)</sup>
  - 소규모 기업이면서 주당 4달러 미만의 저가 주들을 대상으로 시세조종을 하였음<sup>15)</sup>
  - 적용된 혐의는 4가지 이상으로 증권 판매 및 권유 사기(fraud in the offer or sale of securities) 및 증권의 매매와 관련된 사기(fraud in connection with the purchase or sale of securities) 등<sup>16)</sup>

□ 미국 시장에서 소규모 기업의 IPO 후 가격 급등락 사태는 소규모의 모집으로 시세조종을 위한 자금을 모으기 용이하고, 해외투자자에게 과반 이상의 물량 배정 및 옴니버스 계좌의 사용으로 주식 분산요건<sup>17)</sup>이 명확히 이행되는지 알 수가 없다는 점을 교묘히 이용한 결과로 볼 수 있음

- 해외투자자에게 대부분의 물량을 배정하는 경우 IPO 이후 절차 등의 이유로 적시에 유동성을 공급하기 어려우며, 대리인계좌(nominee account) 및 옴니버스 계좌의 경우 주식이 실질적으로 다수의 투자자에게 분산되어있는지를 파악하기 어려움
  - 나스닥도 이러한 문제점을 인지하여 소규모 기업 인수자들에게 최종 투자자들의 이름과 계좌 내역을 공개할 것을 요구<sup>18)</sup>
- SEC는 상장 직후 가격의 급등 후 급락 현상에 대해 인지하고 조사에 착수하였다고<sup>19)</sup> 보도가 되었으나 아직 관련 조사결과가 나오지 않은 상태

□ 소셜미디어를 통한 주식 사기와 관련해서 우리나라는 최근 몇년간 금융감독원이 주식 리딩방 관련 주의 자료를 수차례 발표하였으며, 이에 대한 조사 및 처벌도 이루어지고 있는 상황이나 IPO와 연계해 이러한 수법을 이용할 수 있음을 주의

- 우리나라 주식 리딩방의 경우 문제가 되었던 경우는 네가지로 허위·과장광고, 불공정 계약 체결, 주가조작, 무등록 투자자문 등으로 나눌 수 있음<sup>20)</sup>
  - 고급 정보를 준다는 과장 광고를 통해 소비자를 유혹하여 가입비를 받고 이후 잠적하거나 기지불한 회원비를 돌려주지 않는 경우, 추천 예정인 종목을 미리 매수한 후 회원들에게 매수를 권유하거나 거짓 정보를 유포하여 시세 조종을 꾀함
  - 주식전문가를 자처하며 특정 종목 주식의 매매를 추천하는 행위는 무등록 투자자문 행위

14) SEC, 2022. 12. 14, SEC charges eight social media influencers in \$100 million stock manipulation scheme promoted on Discord and Twitter, Press Release.

15) Camber Energy(NYSE, CEI), Alzamend Neuro(나스닥, ALZN), Vislink Technologies(나스닥, VISL), Torchlight Energy Resources(나스닥, TRCH), ABVC Biopharma(나스닥, ABVC)

16) Securities Act Section 17(a), Exchange Act Section 10(b) 및 Exchange Act Rule 10b-5의 위반

17) 나스닥의 경우 IPO를 위해서는 최소 300명의 투자자가 각각 최소 100주, 총 2,500달러 이상을 보유해야 함

18) WSJ, 2022. 10. 22, Nasdaq freezes Chinese small-cap IPOs after price spikes.

19) Bloomberg, 2022. 8. 10, Gensler says SEC monitoring market as AMTD, Magic Empire Swoon.

20) 금융감독원, 2020. 6. 23, '주식 리딩방'에 대한 각별한 주의가 필요한 시점입니다., 보도참고자료.

- 미리 주식을 저가에 매수한 후 주식리딩방에서의 허위 사실 유포를 통해 주가상승을 꾀한 후 고가에 매도하는 행위는 SEC가 기소한 사건과 유사
- 2022년 12월에는 민생침해 금융범죄에 대해 중대사건으로 분류하여 우선 집중적 처리하기로 개편<sup>21)</sup>

선임연구원 이종은

---

21) 금융감독원, 2022. 11. 2, 「FSS, the F.A.S.T.」 프로젝트 #03., 보도자료.