

## 기업집단 내 기업의 재무성과와 지배주주와의 관계: 평가 및 시사점\*

연구위원 김민기

국내 대규모 기업집단은 소수의 지배주주가 적은 소유지분으로 기업집단 전체에 막대한 영향력을 행사하는 소유구조를 띄고 있는데, 이러한 구조는 필연적으로 소유-지배 괴리에 따른 이해상충을 야기하고, 결과적으로 지배주주에 의한 다른 일반적인 주주의 이익침해로 이어질 수 있다. 2000년부터 2018년까지 국내 기업집단 내 소속회사 자료를 분석한 결과, 기업집단 내 계열기업의 재무성과는 지배주주일가의 이해관계와 관련이 있는 것으로 나타났다. 무엇보다도 지배주주일가의 소유권이 적은 계열기업의 평균 재무성과는 장기간에 걸쳐 지속적으로 안 좋았으며, 이 현상은 횡단면적으로 기업집단의 소유-지배 괴리 정도가 클수록 악화된다. 이러한 결과가 꾸준히 발생하는 것은 기업집단의 지배구조 메커니즘이 제대로 작동하지 않고 있음을 시사하고, 이를 바로잡기 위해 지배주주를 실질적으로 견제할 수 있는 올바른 주주의 역할이 제고되어야 한다. 최근 금융위원회가 발표한 자본시장법 시행령 개선안은 기관투자자의 주주활동 수요 증대와 맞물린 제도개선이며, 전반적인 주주역할의 실질적인 제고를 위해 소수주주권 관련 법안의 개정도 필요한 것으로 사료된다.

### 서론

일반적으로 기업지배구조(Corporate Governance)는 기업이라는 경제주체를 둘러싼 여러 이해관계자들의 이해관계를 조정하고 규율하는 제도적 장치와 운영 메커니즘을 의미한다. 이러한 기업지배구조가 효율적으로 작동하기 위해서는, 기업을 구성하는 이해관계자들의 올바른 역할을 규정하고 그 역할을 촉진할 수 있는 제도적 기반을 갖출 필요가 있다. 더욱이 시장경제 및 자본주의 체제 하에서 경제성장에 절대적으로 이바지하는 경제주체가 기업이기 때문에, 기업에 대한 의사결정 및 감시 메커니즘인 기업지배구조의 중요성은 앞으로도 더욱 커질 전망이다. 국가경쟁력의 중요한 요소로 작용할 것이다.

매년 세계경제포럼(WEF)이 발표하는 국가경쟁력 지수에 따르면 한국은 2018년 기준 140개국 중 상위권인 15위를 기록하였다. 그러나 주제를 기업지배구조로 좁혀보면 한국은 항상 순위표 하단에 위치한다. 일례로 글로벌 투자분석회사인 CLSA와 아시아지배구조협회(ACGA)가 작년에 발표한 CG

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

Watch(2018)에 따르면 한국의 기업지배구조는 2016년에 이어서 2018년에도 아시아 12개국 중 9위로 평가되었다. 또한 IMF 보고서(2016)에 따르면 기업지배구조와 관련된 소수주주보호(Protection of Minority Shareholders' Interests)의 경우 신흥국 20개국 중 최하위를 기록하였다. 무엇보다도 이들 평가에 따르면, 한국 기업지배구조는 10여년 전과 비교해도 유의미한 개선사항이 부족하다는 것이다.

이에 본고에서는 우리나라 기업지배구조가 박한 평가를 받는 원인 중 하나인 기업집단의 지배구조 문제를 살펴보고, 실증분석을 통해 기업집단 내 계열기업의 재무성과와 지배주주와의 관계에 대한 시사점을 도출한다. 끝으로 지배구조 선진화를 위한 주주역할 제고에 대해 논의해보자.

### 우리나라 대규모 기업집단의 지배구조와 소유-지배 괴리

우리나라는 1997년 외환위기를 겪으면서 기업지배구조 선진화를 위한 제도적 개선이 크게 이루어졌다. 하지만, 여전히 대규모 기업집단을 이루고 있는 다수의 기업에서 주식소유가 일부 개인에게 집중되어 있으며, 이들 지배소수주주(Controlling Minority Shareholder)가 상대적으로 적은 소유권대비 막대한 지배력을 행사한다. 최근 공정거래위원회가 발표한 기업집단의 주식소유현황<sup>1)</sup>에 따르면, 총수가 있는 집단의 내부지분율(지배력)<sup>2)</sup>은 57.5%로 매우 높은 반면 총수일가(지배주주)<sup>3)</sup>가 실제 소유한 지분은 3.9%에 불과했다. 또한 최근 20년간 기업집단 내부지분율의 증가의 대부분이 계열회사를 통한 간접적 소유지분의 증가에 기인했다. 이러한 지배주주의 소유-지배 괴리(Ownership-Control Disparity) 현상은 지배주주와 그 외의 비지배주주간의 이해관계 불일치를 야기하는데, 만일 지배주주에 대한 적절한 감시 메커니즘이 제대로 작동하지 않는다면 지배주주가 사적 이익(Private Benefit)을 추구할 가능성이 증가한다.<sup>4)</sup> 최근 OECD 보고서 (2018)에서도 이러한 대규모 기업집단의 지배구조 문제를 지적하였으며, 그 동안 한국 경제 발전에 큰 기여를 했음에도 불구하고 이들 대기업 그룹으로의 경제력 집중 및 소유-지배 괴리 문제는 장기적으로 국가 경제 생산성과 포용성에 부정적인 영향을 미칠 수 있다고 우려한다.

지배소수주주가 사적 이익을 추구할 유인을 갖는 배경에는 대표적으로 이들이 지배하는 기업들의 소유지분이 각기 다르다는 점에 있다. 이러한 이해관계 불균형은 지배소수주주로 하여금 본인이 상대적으로 많이 소유한 기업의 이익을 최대화하는 의사결정을 유도하고, 결국 터널링(Tunneling)과 프

1) 공정거래위원회, 2019. 9. 15, 2019년 공시대상기업집단 주식소유현황, 보도자료  
 2) 공정거래위원회에서 정의하는 내부지분율은 동일인(총수)과 그의 특수관계인의 합산 지분을 뜻하며, 사실상 지배하고 있는 회사 또는 기업집단에 대한 지배권을 의미한다. 여기서 특수관계인에는 동일인의 가족 및 친인척, 동일인이 설립 또는 지배하는 비영리법인, 동일인이 사실상 지배하는 계열회사, 당해 계열회사나 비영리법인의 임원이 해당된다.  
 3) 본고에서는 지배주주를 기업집단을 사실상 지배하는 지배소수주주로 간주하고 이를 혼용하여 사용한다.  
 4) Bebchuk, Kraakman, and Triantis(2000)에 따르면, 지배소수주주의 존재는 1) 피라미드형 소유구조, 2) 상호 및 순환출자, 3) 차등의결권 주식을 통해 가능해지고, 이러한 지배구조체제에서 지배주주와 비지배주주와의 이해상충으로 인한 막대한 대리인 비용이 발생할 수 있다고 주장한다.

로핑(Propping)과 같은 계열사간의 불필요한 자원 이동이 발생한다.<sup>5)</sup> 또한 소수의 지분을 가지고 경영을 하는 지배주주일가는 효율적인 경영보다는 그룹 전체의 통제권 유지에 몰입하는 참호구축효과(Entrenchment Effect)로 인해 다른 주주의 이익에 반하는 의사결정을 할 수 있다. 일반적으로 참호구축효과는 외부의 경영권에 대한 압력으로 인해 경영자가 사적 이익보다 주주의 이익을 위한 의사결정을 할 유인을 제공하지만, 미국과 달리 기업경영권 시장(Market for Corporate Control)이 발달하지 않은 우리나라의 경우 주주의 이익이 아닌 사적 이익을 위한 지배력 확보에 집중할 개연성이 높다. 이렇듯 국내 대규모 기업집단의 내생적인 소유구조 문제로 인해 지배주주 외 다른 이해관계자들의 이익이 침해 당할 수 있으며, 이러한 리스크는 시장에서 한국 기업들이 상대적으로 저평가를 받는 요인이 된다.

**대규모 기업집단 내 계열기업의 지배주주일가 소유지분과 재무성과간의 관계**

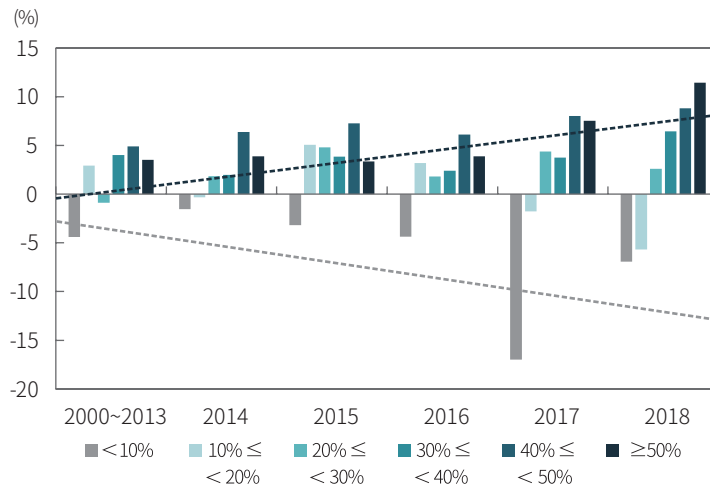
만약 기업집단 내 계열사 간 일감몰아주기 등 비효율적인 자원 이동 및 지배주주일가의 사익추구가 기업집단 내 전반적인 이해에 영향을 준다면, 기업집단을 구성하는 기업들의 재무성과는 지배주주일가의 이해관계와 관련이 있을 것이다. 이를 정량적으로 파악하고자 기업집단 내 계열기업의 지배주주일가의 실제 소유지분과 해당 기업의 재무성과와의 관계를 분석한다. 분석에 필요한 자료는 공정거래위원회 기업집단포털에 공개된 2000년부터 2018년까지 기업집단 내 소속회사의 소유지분구조 및 재무제표를 토대로 하고, 총수가 있는 기업집단을 구성하는 모든 상장·비상장 계열기업들 중 몇 가지 필터링<sup>6)</sup>을 거친 기업을 표본으로 한다. 그리고 각 계열기업의 총수(동일인) 및 직계가족의 지분율을 지배주주일가의 소유지분율로 정의<sup>7)</sup>하고 해당 기업의 재무성과는 총자산수익률(ROA, 당기순이익/총자산)로 계산한다.

먼저 표본에 속해있는 모든 계열기업을 대상으로, 매년 위에서 정의한 지배주주 소유지분율을 기준으로 총 6개 그룹으로 나누고 각 그룹별 계열기업의 평균적인 수익성(ROA)을 살펴보자. 그 결과 <그림 1>과 같이 지배주주일가의 소유지분율은 기업의 수익성과 유의미한 관계가 있으며, 무엇보다도 6개의 그룹 중 기업집단 내 지배주주일가의 지분이 제일 낮은(10% 미만) 계열기업 그룹의 평균 성과가 항상 최하위인 것을 알 수 있다. 즉, 지배주주의 기업집단 내 계열기업들에 대한 지배력의 차이가 없다고 가정할 때, <그림 1>의 결과는 지배주주일가가 적게 소유한 계열기업에서 많이 소유한 계열기업으

5) 인도 기업집단을 분석한 Bertrand, Mehta, and Mullainathan(2002)에 따르면, 실제로 지배소수주주의 소유-지배 괴리가 큰 기업들에서 터널링이 더욱 유의미하게 발생한다.  
 6) 총수가 있는 기업집단의 경우 '동일인이 자연인인 기업집단'으로 한정하는데, 공기업이거나 동일인이 법인인 경우 사익추구 목적의 문제가 발생할 가능성이 낮기 때문이다. 또한 계열사 가운데 보다 강한 규제가 이루어지고 있는 금융계열사, 공공기업은 제외한다. 마지막으로 당기순이익과 매출액이 매우 크게 차이가 나는 등 재무상태가 비정상적인 기업은 표본에서 제외한다. 계열사에 대한 필터링은 실시하지 않아도 결과에 큰 차이는 없다.  
 7) 지배주주일가의 소유지분율은 동일인만의 지분율 또는 직계가족 외 동일인 친족 전체의 지분율로 대체해도 결과는 비슷하다.

로의 비효율적인 자원 이동의 가능성을 시사한다. 이러한 기업집단 내 계열사간 수익의 쏠림 현상은 최근 5년 동안 점점 심화되는 추세이며, 과거(2000~2013년)의 평균대비 현재(2018년) 그 차이가 더 커진 상태이다. 이 결과는 비록 기업집단의 소유-지배 괴리로 인한 이해상충과 지배주주의 사익추구를 직접적으로 보여주는 증거는 아니지만, 이러한 결과가 수년에 걸쳐 꾸준히 지속되는 것으로 볼 때 우리나라 기업지배구조의 메커니즘이 올바르게 작동하고 있다고 보기 어렵다.

〈그림 1〉 지배주주일가 소유지분율과 계열기업의 수익성과의 관계



주 : 지배주주 소유지분율에 따른 6가지 그룹 내 계열기업들의 수익성(ROA)의 산술평균을 계산. 최근 5개년 동안은 매년 평균 수익성 값을 표시하고, 그 이전 과거의 경우는 공간의 제약으로 전체 연평균 값으로 대체. 두 점선은 각각 양 극단 그룹의 추세선을 표시.

자료: 공정거래위원회 기업집단포털 자료를 토대로 저자가 직접 계산

다음으로 위 〈그림 1〉의 지배주주일가 소유지분율과 계열기업의 수익성간의 관계가 기업집단의 소유-지배의 괴리 정도에 따라 어떻게 다른지 파악해보자. 만약 〈그림 1〉의 결과가 소유-지배 괴리에 의한 기업집단의 비효율적인 자원 배분을 암시한다면, 기업집단의 소유-지배 괴리 정도가 클수록 그 관계가 강해질 것이다. 다시 말해, 소유-지배 괴리가 큰 기업집단 내 계열기업 간의 이해관계는 지배주주일가의 이해관계에 더욱 영향을 받을 것이다. 이를 확인하기 위해 같은 표본 내 모든 계열기업들을 (1) 기업집단의 소유-지배 괴리도에 따라 두 그룹(괴리도가 높은 그룹, 낮은 그룹), (2) 계열기업의 지배주주일가 소유지분율을 기준으로 역시 두 그룹(소유지분율이 높은 그룹, 낮은 그룹)으로 나눈다.<sup>8)</sup> (총 네 그룹) 이렇게 네 그룹의 연 평균 수익성을 계산하고, 괴리도 그룹별로 지배주주일가의 소유지분율에 따른 평균 수익성의 차이를 계산한다.

8) 〈그림 1〉과 다르게 지배주주일가 소유지분율을 기준으로 두 그룹으로 나눈 이유는 분석의 용이함과 평균을 계산할 때 적절한 표본 수를 확보하기 위함이다.



〈표 1〉의 요약된 결과를 보면, 최근 5년동안 증대된 지배주주일가 소유지분율과 계열기업의 수익성간의 관계는 주로 소유-지배 괴리가 높은 그룹에서 더 강한 것을 알 수 있다. 2014년부터 2018년까지의 최근 5년 자료를 토대로 한 결과에서, 괴리도가 낮은 그룹의 경우 지배주주일가 소유지분율이 높은 기업(20% 이상)과 낮은 기업(20% 미만)의 수익성의 차이가 연 평균 6.32%인 반면, 괴리도가 높은 집단의 경우는 그 값이 13.66%로 두 배 이상 차이가 난다. 특히, 지배주주일가의 소유지분율이 낮은 계열기업들 중 수익성이 안 좋은 기업은 주로 소유-지배 괴리가 높은 기업집단에 속해 있다. 〈표 1〉의 결과가 시사하는 점은 결국 〈그림 1〉의 관계가 어느 정도 소유-지배 괴리에 기인한다는 것이고, 기업집단 내 계열기업의 재무성과는 해당 기업에 대한 지배소수주주의 이해관계와 관련이 있음을 의미한다.

〈표 1〉 지배주주일가 소유지분율과 계열기업의 수익성과의 관계: 소유-지배 괴리에 따른 비교

(단위: %)

분석 기간	2000~2013			2014~2018		
	지배주주일가 소유지분율			지배주주일가 소유지분율		
	낮음(A) ( < 20% )	높음(B) ( ≥ 20% )	차이 ( B - A )	낮음(A) ( < 20% )	높음(B) ( ≥ 20% )	차이 ( B - A )
괴리도가 낮은 집단	-3.32	2.60	5.92	-0.53	5.80	6.32
괴리도가 높은 집단	-4.06	2.93	6.98	-8.86	4.81	13.66

주 : 소유-지배 괴리도 = 내부지분율(지배권) - 총수일가 소유지분율(소유권). 매년 기업집단의 소유-지배 괴리도의 중앙값(median)을 기준으로 두 기업집단 그룹으로 나누고, 각 그룹별 지배주주일가 소유지분율이 낮은(20% 미만) 계열기업 그룹과 높은(20% 이상) 계열기업 그룹의 평균 수익성(ROA)을 비교.

자료: 공정거래위원회 기업집단포털 자료를 토대로 저자가 직접 계산

**기업지배구조 선진화를 위한 주주역할 제고**

마지막으로, 대규모 기업집단 소유구조로 인한 문제를 최소화하기 위한 대응방안에 대해 논의해보자. 우리나라 기업집단은 공정거래법의 직접적 규제를 받는 대상임에도 불구하고 지배주주의 이해상충으로 인한 대리인 문제가 발생할 수 있는 경로가 여전히 존재한다. 직접적인 규제는 단기적으로 효과가 나타날 수 있지만, 상호출자(Cross-shareholding) 금지가 순환출자(Circular-shareholding) 증가로 이어졌듯이 규제의 사각지대로 회피하는 경우 오히려 효과가 제한적일 수 있다. 미국과 같은 해외 선진국의 경우도 직접적인 규제보다 회사법상의 주주제안권이나 증권거래법 및 소송법상의 집단소송 및 다중대표소송 등, 경영진의 사익편취 및 위법행위 억제기능에 초점을 맞춰 지배구조의 메커니즘이 잘 작동할 수 있도록 간접적인 규제환경을 조성하고 있다. 이에 본고에서도 기업지배구조 선진화를 위한 1차적인 과제로 상법 및 자본시장법상 주주권 강화를 통한 주주역할 제고를 강조하고자 한다.

전세계적으로 확산되고 있는 스투어드십 코드와 적극적 주주권 행사는 그만큼 기업지배구조 선진화에 있어 주주의 역할이 중요해졌다는 점을 시사한다. 특히 우리나라의 경우 소수지분을 가지고 기업에 막대한 지배력을 행사하는 지배주주의 존재로 인해 다른 주주의 이익이 침해받을 가능성이 높아 비 지배주주에 의한 견제와 감시 메커니즘이 잘 작동해야 한다. 무엇보다 직접적인 감시 외에 이사회 역할 재정립을 위해서라도 주주역할이 제고되어야 한다. 본래 주주의 역할을 위임 받은 이사회가 주주를 대신하여 경영진의 의사결정을 감독하지만, 국내 기업의 이사회는 사외이사 비율이 증가하는 등 외형적인 독립성 면에서는 성과를 이루었지만 실제 경영진에 대한 견제 및 감시 기능을 제대로 수행하는지에 대해서는 지속적으로 의문이 제기되고 있다. 이사회 면면의 경영진과의 실질적 이해상충을 최소화하고 전문성과 책무성을 제고하기 위해서라도 주주는 이사회 선출 및 평가에 대해 적극적인 입장을 취해야 한다.

최근(19.09.05) 금융위원회가 발표한 ‘5% 대량보유 보고제도 개선 및 단기매매차익 반환 의무 특례 보완’<sup>9)</sup>은 기관투자자의 주주역할을 제고하기 위함이다. 이미 해외 여러 공적 연기금과 행동주의펀드를 비롯한 다양한 기관투자자들은 단순 의결권 행사를 넘어 활발한 주주활동을 수행하고 있으며, 그들 스스로 적극적인 주주활동이 기업의 지속가능성과 장기적인 가치 제고에 기여한다고 밝히고 있다. 우리나라의 경우 국민연금을 중심으로 기관투자자의 주주활동이 활발해질 것으로 예상되는데, 이와 관련하여 지배구조상 정부 산하 기관인 국민연금의 주주권 행사로 인한 연기금 사회주의에 대한 우려가 있는 것도 사실이다. 이러한 우려를 최소화하기 위해서라도 공적 연기금의 독립성 강화를 위한 기금운용 의사결정체계 개편이 필요하다. 가령 노르웨이의 재무부(Ministry of Finance) 산하의 사회보장기금(Folketrgdfondent)은 노르웨이 정부연기금 중 하나인 GPFN(Global Pension Fund Norway)을 관리하는데, 기금수익의 극대화를 위해 적극적으로 주주권을 행사한다. 다만 이들은 독립적이고 책임 있는 의사결정을 기본 운용 원칙으로 하고 있으며 기금 운용의 최고의사결정권을 가진 이사회는 관련업계 전문가 및 기금운용 내 근로자대표(Employee Representative)로 구성되어 있다.

기관투자자와 마찬가지로 소수주주의 역할 제고를 위해 관련 자본시장법 외에도 상법상 소수주주권에 대한 요건 완화가 필요하다. 현행 상법상 인정되는 주주권 중 주주활동에 적극적으로 활용될 수 있는 수단인 주주제안권(상법 제363조의2)과 주주대표소송권(상법 제403조)이 있지만, 각 주주권 별 행사 요건은 일반적인 투자자가 충족하기엔 현실적으로 불가능하다. 가령 주주제안권의 경우 미국과 일본 등 해외에는 지분요건 외에도 금액요건<sup>10)</sup>이 있는 반면, 한국은 지분요건만 있어 규모가 큰 기업의 경우 주주제안 자격을 획득하기 어렵다. 그리고 주주대표소송의 경우 미국, 일본, 영국 등은 단독주

9) 금융위원회, 2019. 9. 5, 5% 대량보유 보고제도 및 단기매매차익 반환제도 개선, 보도자료.

10) 한국의 상장회사를 대상으로 한 주주제안의 경우, 기본 자격요건이 지분율 1%(자본금 천억원 이상은 0.5%)를 6개월 이상 보유하는 것이지만, 미국(1% 또는 2,000달러 이상 보유), 일본(1% 또는 300주 이상을 6개월 이상 보유)은 금액요건이 존재한다(OECD, 2017).



주권을 인정하지만 한국은 지분요건과 보유기간요건으로만 설계되어 있다. 결국 법률적 주주권 행사의 경우 규모가 큰 기관투자자만 현실적으로 활용할 수 있기에 소수주주의 역할 제고를 위해 소수주주권 자격요건에 대한 실효적 접근이 필요하다.

### 참고문헌

- Bebchuk, L. A., Kraakman, R., Triantis, G., 2000, Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: the mechanisms and agency costs of separating control from cash-flow rights, In Concentrated corporate ownership, University of Chicago Press.
- Bertrand, M., Mehta, P., Mullainathan, S., 2002, Ferreting out tunneling: An application to Indian business groups, *The Quarterly Journal of Economics* 117(1), 121-148.
- CLSA, ACGA, 2018, CG Watch 2018-Hard decisions: Asia faces tough choices in CG reform, Folketrygdfondets Ownership Report 2018.
- IMF, 2016, Fostering Stability in a Low-Growth, Low-Rate Era, Global Financial Stability Report.
- OECD, 2017, Corporate Governance Factbook.
- OECD, 2018, *Economic Survey of Korea 2018: Achieving a new paradigm for inclusive growth*.

## 퇴직급여채무 사외적립률과 기업 신용위험\*

연구위원 박혜진

퇴직급여는 기업이 근로자의 과거 근무용역에 대한 대가로 퇴직 시 지급하기로 약속한 보수로서 이는 기업의 암묵적인 부채이다. 우리나라에서는 근로자의 퇴직급여 수급권을 보장하기 위해 기업에게 퇴직급여채무 대비 사외적립자산의 비율을 일정 수준 이상으로 유지할 것을 권고하고 있으며, 기업이 도산할 경우 퇴직급여채무가 다른 무담보 채권보다 우선하여 변제되도록 규정하고 있다. 따라서 퇴직급여 사외적립률이 낮은 기업의 경우, 미래 현금흐름 감소 및 기업이 발행한 다른 채권의 채무불이행위험이 증가하게 되어 결과적으로 기업의 신용등급이 낮아질 수 있다. 이와 관련하여 2011~2018년 국내 상장기업 자료를 바탕으로 퇴직급여 사외적립률과 기업 신용위험의 관계를 분석한 결과, 퇴직급여 사외적립률이 높을수록 기업 신용등급이 상승하며, 그 관계는 기업 신용등급에 영향을 미치는 것으로 알려진 기업규모, 부채비율, 수익성, 성장성 등의 요인을 통제한 경우에도 유의한 것으로 나타났다. 국내 퇴직연금 적립금 규모가 빠르게 증가하고 있는 현 시점에서 본고의 분석결과는 퇴직급여 적립과 운용의 주체인 기업이 퇴직급여 적립금의 운용에 관심을 가지고 적극적으로 개입할 필요가 있음을 시사한다.

퇴직급여는 기업이 근로자들이 과거 근무기간 동안 제공한 용역에 대한 보상으로서 퇴직 후 일시금 또는 연금의 형태로 받을 수 있도록 기업과 근로자 사이에 체결한 장기적인 암묵적 계약(long-term implicit contract)이다.<sup>1)</sup> 즉, 퇴직급여채무는 기업이 근로자에게 지급해야 하는 일종의 부채이며 기업은 이에 대한 지급능력을 확보하기 위해 미리 충분한 적립금을 보유하고 있어야 한다. 우리나라의 근로자퇴직급여보장법(이하, 근퇴법)은 확정급여형 퇴직연금을 도입한 기업에게 퇴직급여채무 대비 사외적립자산의 비율을 일정 수준 이상 유지하도록 규정하고 있으며, 만일 이를 충족하지 못할 시에는 기업은 추가적인 적립금 납입을 통해 그 부족분을 3년 이내에 해소하도록 하고 있다.<sup>2)</sup> 이와 더불어 근퇴법에서는 근로자의 퇴직급여 수급권을 보장하기 위한 추가적인 법적 장치로 기업이 파산할 경우 퇴직급여채권이 다른 무담보 채권보다 우선하여 변제되도록 규정하고 있다. 이는 퇴직급여 적립률이 낮은 기업에 투자한 채권투자자들은 그만큼 더 높은 신용위험에 노출되어 있음을 의미한다. 결과적으로,

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

1) Ippolito(1985)

2) 2019년 현재 확정급여형 퇴직연금의 최소적립비율은 90%이며, 이는 2012년 1월 1일 이후 100%로 상향 조정될 예정이다.

퇴직급여채무 적립률이 낮은 기업은 퇴직급여 적립능력 확보를 위해 추가적인 현금 유출이 발생하게 되고, 기업이 발행한 다른 회사채의 채무불이행위험(default risk)을 증가시켜 기업의 신용등급이 악화될 가능성이 있다.

본고에서는 이러한 추론을 바탕으로 기업 퇴직급여 사외적립률 수준이 기업의 회사채 신용등급과 어떠한 관련성이 있는지 분석하고자 한다. 기업의 신용등급에 영향을 미치는 것으로 알려진 기업규모, 수익성, 성장성, 부채비율 등의 기존 요인들 이외에 기업 퇴직급여채무 사외적립률 수준이 기업 신용위험에 영향을 미치는 추가적인 요인으로 작용하는지 확인해보고자 한다.

### 퇴직급여채무의 사외적립률과 신용위험의 관계

앞서 간략히 언급한 바와 같이 퇴직급여채무의 적립률 수준은 일반적으로 다음의 두 가지 경로로 기업의 신용등급에 영향을 미치는 것으로 알려져 있다.<sup>3)</sup> 첫째는, 퇴직급여 지급 재원 마련을 위한 현금의 유출로 인해 기업의 재무적 제약이 높아지고 이로 인해 기업의 신용위험이 증가하게 되는 경로이다. 우리나라의 근퇴법은 확정급여형 퇴직연금제도를 채택한 기업에 대해 기준책임준비금<sup>4)</sup> 대비 사외적립자산의 최소 비율을 정하여 그 이상을 적립하도록 요구하고 있으며, 만일 최소적립비율에 미치지 못하는 경우 이를 3년 이내에 해소할 것을 권고하고 있다.<sup>5)</sup> 즉, 적립률이 낮은 기업일수록 최소적립비율을 맞추기 위해 더 많은 현금 유출이 발생하게 되고, 이는 기업의 유동성 부족을 초래할 위험성이 있다.

또한, 적립금 납부로 인한 현금의 유출은 기업 내부의 유동성 리스크를 증가시키는 효과 이외에도 미래 신규 투자에 드는 타인자본조달비용을 증가시키는 간접적인 효과가 있을 수 있다. 기업의 자본조달순위이론(pecking order theory)에 따르면 기업이 투자에 필요한 자금을 조달할 때 외부에서 차입하는 자금보다 현금과 같은 내부유보자금을 선호하는 경향이 있는데, 이는 내부자금의 조달비용이 상대적으로 더 저렴하기 때문이다.<sup>6)</sup> 만일 적립금 납입으로 인해 기업이 내부에 보유한 여유 자금이 감소하게 되면, 기업이 외부자금에 대한 의존도가 더 높아지게 되고, 이는 기업의 외부자금조달비용을 증가시켜 결과적으로 기업이 신규로 발행하는 채권의 신용등급에도 부정적인 영향을 미칠 수 있다.

3) 퇴직연금 적립률이 기업 신용등급에 미치는 영향을 분석한 국내 선행연구로는 최종서·노정희(2017), 지승용 외(2017)가 있으며, 이들은 적립률이 신용등급에 미치는 영향은 근퇴법에서 요구하는 최소적립수준에 미달하는 기업군에서만 유의하게 나타남을 보였다. 한편, 퇴직연금채무 수준이 기업 신용등급 및 신용스프레드에 미치는 영향을 분석한 해외 선행연구로는 대표적으로 Cardinale(2007), McKillop & Pogue(2009)가 있으며, 이들은 퇴직연금채무 수준이 신용등급 및 신용스프레드의 주요한 예측치(predictor)가 될 수 있음을 보였다.

4) 기준책임준비금은 다음 중 더 큰 금액을 의미한다. ①매 사업연도 말일 현재를 기준으로 산정한 가입자의 예상 퇴직 시점까지의 가입 기간에 대한 급여에 드는 비용 예상액의 현재가치에서 장래 근무 기간분에 대하여 발생하는 부담금 수입 예상액의 현재가치를 뺀 금액으로 고용노동부령으로 정하는 방법에 따라 산정한 금액 ②가입자와 가입자였던 사람의 해당 사업연도 말일까지의 가입 기간에 대한 급여에 드는 비용 예상액을 고용노동부령으로 정하는 방법에 따라 산정한 금액(근로자퇴직급여보장법 제16조)

5) 근로자퇴직급여보장법 시행령 제5~7조

6) Myers & Majluf(1984)은 기업이 자금을 조달할 때 가장 조달비용이 적게 드는 방법부터 사용하게 되는데, 이에 따르면 기업은 내부유보자금, 위험이 낮은 부채, 위험이 높은 부채, 주식발행의 순으로 자금을 조달한다.

둘째는, 퇴직급여채권이 다른 회사채에 비해 상대적으로 우선변제순위를 가짐으로써 다른 회사채 투자자들의 위험에 대한 노출 정도가 증가하게 되고, 이로 인해 기업의 신용등급이 낮아지게 되는 경로이다. 앞서 언급하였듯이 우리나라의 근퇴법에서는 퇴직금 및 퇴직연금제도의 급여는 담보된 채권을 제외하고는 조세·공과금 및 다른 채권에 우선하여 변제되어야 한다고 규정하고 있다.<sup>7)</sup> 만일 퇴직급여 적립률이 낮은 기업에 투자하는 채권투자자들이 이를 사전에 인식하고 자신들이 투자한 채권이 더 높은 채무불이행위험에 노출되어 있다고 생각한다면, 이러한 투자자들의 기대가 회사채 신용등급에 반영되어 해당 기업의 회사채 신용등급이 낮아질 것으로 예상할 수 있다.

### 퇴직급여 사외적립률이 높은 기업의 특징

다음으로 국내 상장기업의 재무자료를 토대로 퇴직급여 적립률과 회사채 신용등급의 관계를 분석하고자 한다. 분석대상은 2011년부터 2018년까지 유가증권시장 및 코스닥시장에 상장되었던 제조업으로 분류된 12월 결산법인으로, 실제 분석에는 총 2,456개의 기업-연도 관측치가 사용되었다. 회사채 신용등급은 국내 3개 신용평가기관에서<sup>8)</sup> 제시하는 신용등급 중 가장 보수적인 수치를 사용하였다. 분석을 위해 신용등급을 점수로 변환하였으며, 가장 높은 평가등급인 AAA에 숫자 1을 부여하고 등급이 한 단계씩 낮아질수록 1점을 가산하였다. 즉, 신용등급이 높아질수록 점수는 낮아지도록 설정하였다.<sup>9)</sup>

적립률이 높은 기업군과 낮은 기업군의 특성을 개략적으로 파악하기 위해 적립률 수준별로 기업규모, 성장률, 수익성 등 각종 재무적 지표를 비교하여 보기로 한다. <표 1>은 전체 표본을 적립률 수준에 따라 동일 크기의 LL, L, M, H, HH 그룹으로 분류한 후, 각 그룹별 재무적 지표의 평균값을 비교한 결과이다.

7) 사용자에게 지급의무가 있는 퇴직금, 확정급여형퇴직연금제도의 급여, 확정기여형퇴직연금제도의 부담금 중 미납입 부담금 및 미납입 부담금에 대한 지연이자, 개인형퇴직연금제도의 부담금 중 미납입 부담금 및 미납입 부담금에 대한 지연이자(이하, “퇴직급여 등”)는 사용자의 총재산에 대하여 질권 또는 저당권에 의하여 담보된 채권외에는 조세·공과금 및 다른 채권에 대해 우선변제권을 가지며 (근퇴법 제12조제1항), 그 중에서도 최종 3년간의 퇴직급여등은 질권 또는 저당권에 의하여 담보된 채권에 대해서도 우선하는 최우선변제권을 가진다(근퇴법 제12조제2항). 요약하면, 채권 및 퇴직급여는 ①최종 3년간의 퇴직급여 등 ②질권 또는 저당권에 우선하는 조세·공과금 ③질권 또는 저당권에 의하여 담보된 채권 ④ 퇴직급여 등 ⑤조세·공과금 및 다른 채권의 순서에 따라 변제된다.

8) 한국자산평가, NICE신용평가, 한국신용평가

9) 총 22개의 신용등급 가운데 가장 높은 평가등급인 AAA를 1점으로 시작하여 최종적으로 가장 낮은 평가등급인 D는 22점으로 환산되도록 하였다.

〈표 1〉 퇴직급여 사외적립률 그룹별 기업 특성 비교

분류	지표	적립률 그룹별 평균값				
		LL	L	M	H	HH
규모	총자산(억원)	11,783	10,867	17,776	18,375	31,346
	매출액(억원)	5,966	6,863	17,190	17,064	25,364
수익성	ROA	0.006	0.021	0.036	0.048	0.051
유동성	현금흐름비율	0.001	0.024	0.044	0.060	0.065
성장성	매출액성장률	0.047	0.056	0.055	0.064	0.055
	총자산성장률	0.055	0.069	0.076	0.082	0.080
건전성	부채비율	2.411	2.092	1.423	1.076	0.918
	회사채 신용등급	10.89	10.57	9.29	7.37	6.23

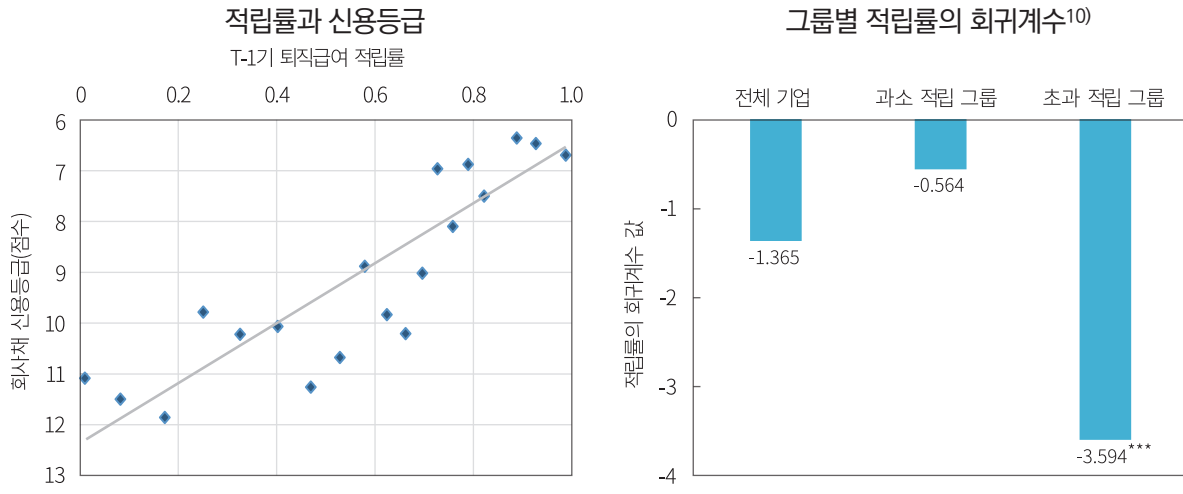
자료: DataGuide

먼저 총자산과 매출액을 기준으로 기업규모를 비교하면, 적립률이 높은 그룹이 낮은 그룹에 비해 더 큰 것으로 나타난다. 그리고 적립률이 높은 그룹에서 ROA(영업이익/총자산), 현금흐름비율(영업현금흐름/총자산)이 더 높은 것으로 나타나, 수익성이 높고 현금흐름이 안정적인 기업일수록 적립금 납입이 잘 이루어지고 있음을 알 수 있다. 성장성 관련 지표 중 총자산성장률을 보면 상대적으로 높은 성장성을 가진 기업일수록 적립률이 낮은 경향이 있는 것으로 나타난다. 안정성 지표인 부채비율과 신용등급 경우, 적립률이 높은 기업에서 부채비율이 낮고, 신용등급이 높은 것으로 나타나 재무 건전성이 좋은 기업일수록 적립률이 높은 경향이 있음을 알 수 있다. 종합하면, 적립률이 높은 기업은 낮은 기업에 비해 기업규모가 크고, 수익성이 높고, 낮은 성장성을 보이며, 재무상태가 건전한 특징이 있음을 관찰할 수 있다.

**퇴직급여 사외적립률이 회사채 신용등급에 미치는 영향**

다음으로 퇴직급여 적립률과 회사채 신용등급 간의 관계를 파악하기 위해 2011~2018년 기간 동안 회사채 신용등급과 전년도 퇴직급여 적립률의 상관관계를 살펴보았다(〈그림 1〉의 좌측패널 참조). 퇴직급여 적립률이 높은 기업일수록 신용등급이 높은(점수가 낮은) 것으로 나타난다. 이는 퇴직급여 적립률이 기업 신용위험에 영향을 미치고 있을 가능성을 간접적으로 시사한다. 그러나 이는 두 변수 간 단순 상관관계를 분석한 것이므로, 엄밀한 분석을 위해서는 기업의 신용등급에 영향을 미치는 다른 요인들을 통제할 필요가 있다.

〈그림 1〉 퇴직급여 적립률과 회사채 신용등급



주 : 1) 좌측 패널의 각 점은 전체 표본을 적립률 순서에 따라 동일 크기의 20개 그룹으로 나눈 뒤 각 그룹의 적립률과 신용등급의 평균을 나타낸 것임  
 2) 과소 및 초과 적립 그룹은 근퇴법에서 정하는 연도별 최소적립비율(2011~2013년 60%, 2014~2015년 70%, 2016~2017년 80%, 2018년 90%)을 기준으로 분류  
 3) \*\*\* 는 1%수준에서 통계적으로 유의함을 의미

자료: DataGuide

일반적으로 기업 신용등급에 영향을 미치는 요인으로는 기업규모, 수익성, 성장성, 재무건전성 등이 있는 것으로 알려져 있다. <그림 1>의 좌측 패널에서 보인 퇴직급여 적립률과 회사채 신용등급의 상관관계는 이러한 요인들에 의한 결과일 수 있기 때문에, 보다 체계적인 분석을 위해서는 이들의 영향을 통제할 필요가 있다. 또한, 퇴직급여 적립률은 관측되지 않는 기업 고유의 특성에 의해서도 영향을 받을 수 있다.

이를 고려하여 회사채 신용등급을 종속변수로, 퇴직급여 적립률, 부채비율, 시장-장부가비율, 기업 규모(총자산의 자연로그 값), 총자산대비영업이익률(ROA), 기업 및 연도더미를 설명변수로 하는 기업 고정효과 패널회귀분석을 시행한 결과가 <그림 1>의 우측 패널에 제시되어 있다.<sup>11)</sup> 전년도 퇴직급여 적립률의 계수는 초과 적립 그룹에 대하여 유의한 음(-)의 값을 보이고 있어 적립률이 높을수록 신용위험이 낮아지는 것을 확인할 수 있다. 한편, 전체 기업 및 과소 적립 그룹의 경우에도 통계적 유의성은 높지 않으나 예상한 바와 같이 적립률의 계수는 음(-)의 값을 나타내고 있다. 즉, 다른 요인을 통제한 이후에도 퇴직급여 적립률 수준은 기업의 재무위험에 유의한 영향을 미치고 있는 것으로 판단된다.

10) 전체 기업을 대상으로 한 패널회귀분석에서 적립률을 제외한 다른 변수들의 계수는 부채비율 4.567, 시장-장부가비율-0.448, 기업규모 -1.051, ROA -7.597이며, ROA의 계수 및 ROA를 제외한 모든 변수들의 계수는 각각 5% 및 1%수준에서 통계적으로 유의하였다. 한편, 설명변수의 설명력을 나타내는 R2는 전체 기업 대상, 과소 적립군 대상, 초과 적립군 대상 회귀분석에서 각각 11.3%, 18.7%, 13.3%이다.

11) 내생성을 추가로 통제하기 위해 회귀식에 포함된 모든 설명변수는 직전회계연도 수치를 사용하였다.

**시사점**

현재 우리나라 시장참여자의 관심은 퇴직연금 적립금의 낮은 운용 수익률에 집중되어 있으나, 우리보다 앞서 퇴직연금을 도입하였던 미국과 영국 등을 비롯한 주요 선진국에서는 기업 퇴직급여의 재정상태가 기업의 신용위험, 주가 변동성, 투자 지출 등 기업재무 전반에 미치는 광범위한 영향에 관심을 가져왔으며 관련 연구가 활발히 이루어져 왔다. 물론, 우리나라는 퇴직연금제도가 도입된 기간이 짧아 퇴직급여부채가 총자산에서 차지하는 비중이 높지 않고<sup>12)</sup>, 국내 확정급여형 퇴직연금제도는 해외 선진국의 전통적인 확정급여형 퇴직연금제도와 달리 연금이 아닌 일시금의 형태로 지급되도록 설계되어 있는 점 등을 고려하면, 과거 선진국에서와 같이 퇴직연금 재정 악화가 기업에 심각한 위협으로 작용할 가능성은 현재로서는 낮다고 볼 수도 있다.<sup>13)</sup>

그러나 2011년 한국채택국제회계기준(K-IFRS)도입에 따른 퇴직연금부채 평가방식의 변화와 저성장·저금리 추세의 지속, 인구고령화 등 퇴직연금을 둘러싼 제도적, 경제적 환경 변화를 고려할 때 국내 기업의 퇴직급여부채 규모와 변동성은 향후 지속적으로 증가할 것으로 예상되며, 장기적으로 우리나라에서도 퇴직급여 재정위험이 기업에 상당한 재정적 부담을 초래할 가능성을 완전히 배제할 수는 없을 것이다. 이와 관련하여 본고의 분석결과는 퇴직급여 적립률이 실제로 기업의 신용위험에 영향을 미칠 수 있음을 보여주고 있다. 근본적으로 퇴직연금제도의 도입, 퇴직급여 적립금의 납입, 적립자산의 운용 등의 전 과정에서의 의사결정 주체는 기업이다. 기업은 퇴직급여를 근로자의 장기간의 성실한 근무에 대한 보상으로 바라보는 데에 그치지 말고, 퇴직급여채무를 기업의 실질적인 부채로 인식하고 적립금 자산 운용의 효율성 제고를 위해 더욱 관심을 가지고 적극적으로 개입할 필요가 있다.

**참고 문헌**

최종서·노정희, 2017, 확정급여형 퇴직급여채무 대비 연금자산의 적립수준이 회사채 신용등급에 미치는 영향, 『한국증권학회지』 46(2).

지승용·성주호·김영식·한동, 2017, 확정급여형(DB) 퇴직연금의 지급능력 위험이 기업재무위험에 미치는 영향: KOSPI200 기업을 중심으로, 『리스크관리연구』 제28권 제4호, 73-93.

Cardinale, M., 2007, Corporate pension funding and credit spreads, *Financial Analysts Journal* 63(5), 82-101.

12) 본고의 분석에 사용된 상장기업만을 대상으로 하였을 때, 총자산 대비 퇴직급여채무의 비중은 2018년 기준 평균 3%(연결재무제표 기준) 수준인 것으로 나타났다.

13) 미국의 2000년대 초반 IT버블 붕괴 이후 주가와 금리가 모두 하락하면서 확정급여형 퇴직연금 가입 비중이 높은 철강·항공·자동차 등 전통적인 제조업 기업들의 퇴직연금 재정이 급속히 악화되었고 이로 인해 일부 기업은 경영위기에 직면하기도 하였다. 대표적인 사례로 GM의 자회사인 델파이(Delphi)는 연매출액의 약 30%에 이르는 연금지급액을 건디지 못하고 2005년에 법원에 파산보호를 신청하였다.



Ippolito, R. A., 1985, The labor contract and true economic pension liabilities, *The American Economic Review* 75(5), 1031-1043.

Mckillop, D., Pogue. M., 2009, The influence of pension plan risk on equity risk and credit ratings: A study of FTSE 100 Companies, *Journal of Pension Economics and Finance* 8(04), 405.

Myers, S.C., Majluf, N.S., 1984, Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics* 13(2), 187-221.

## 국내외 인슈어테크 시장 현황 및 시사점

- 글로벌 인슈어테크 시장은 급격한 성장세를 시현하는 반면 국내 인슈어테크 도입은 아직까지 본격적이지 않은 모습
- 인슈어테크의 적극적인 도입은 소비자 편익을 증대시키고, 보험산업 전반의 사업방식 변화를 촉진해 새로운 가치 창출이 가능할 것으로 기대
- 다만, 장기적 관점에서 보험업 관련 일자리 감소 및 디지털 소외 현상 심화 등 부정적 측면이 상존하는 점에 유의할 필요

### □ 금융산업의 신 성장 동력으로 핀테크가 주목받고 있는 가운데 보험업계에서도 IT기술 활용이 증가하며 핀테크 분야를 세분화한 인슈어테크가 새롭게 부상

- 인슈어테크(InsurTech)는 보험(Insurance)과 기술(Technology)의 합성어로, 상품개발 및 계약체결, 고객관리 등 각 분야의 보험 업무에 사물인터넷, 빅데이터, 인공지능 등의 IT 기술을 융합하여 보다 효율적이고 혁신적인 서비스를 제공하는 것을 의미
- 2019년 1분기 기준 글로벌 핀테크 투자의 주요 분야는 인슈어테크, 자본시장, 자산관리, 디지털뱅크 등이며, 이 가운데 인슈어테크가 전체 투자의 25%로 가장 큰 비중을 차지<sup>1)</sup>
- 최근 금융감독원이 발표한 ‘글로벌 핀테크 10대 트렌드’<sup>2)</sup>에 ‘인슈어테크의 성장’이 포함되는 등 초기 지급결제 서비스에 집중됐던 핀테크 산업이 자산관리, 보험 등의 영역으로 확대

### □ 글로벌 인슈어테크 시장은 급격한 성장세를 시현하며 글로벌 트렌드로 확산

- CB Insights에 따르면 인슈어테크 기업에 대한 투자 규모는 2012년 347백만달러에서 2018년 3,953백만달러까지 증가하였으며, 2019년 2분기 기준(2,857백만달러) 전년동기대비 약 159% 성장<sup>3)</sup>
- 투자의 절반 이상이 미국에서 이루어지며 산업을 선도하고 있으나 영국, 중국 등 다른 국가의 투자 비중도 점진적으로 확대되는 모습
- 특히, 중국의 경우 최근 알리바바 및 바이두 등 대표적인 인터넷·유통 플랫폼 사업자들이 보험 산업에 진입하며 인슈어테크 시장의 성장을 견인

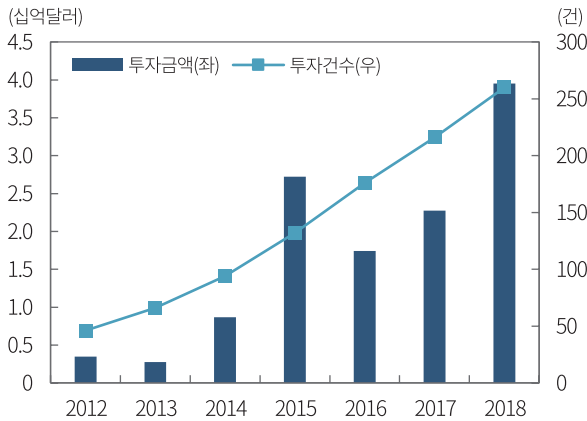
1) KDB산업은행 미래전략연구소, 2019, 최근 핀테크 스타트업 글로벌 투자동향, 이슈브리프.

2) 금융감독원, 2019. 6. 17, 글로벌 핀테크 10대 트렌드 및 시사점, 세미나 발표자료.

3) CB Insights, 2019, Quarterly InsurTech Briefing Q2 2019.

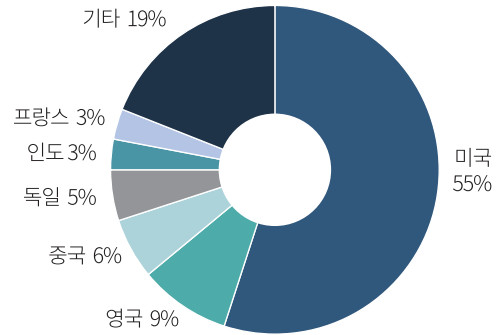
- 보험료 기준으로 2015년 370억달러에서 2020년에 1,740억달러로 연평균 36% 이상 성장할 것으로 전망<sup>4)</sup>

글로벌 인슈어테크 투자 규모



자료: CB Insights

글로벌 인슈어테크 투자 지역 비중 (2012~2019Q2)



자료: CB Insights

□ 한편, 국내에서도 보험사들의 인슈어테크 활용이 증가하고 있는 모습

- 국내 보험회사들은 웨어러블 디바이스 등 사물에 부착된 센서를 통해 실시간으로 데이터를 수집하고, 수집된 외부 데이터를 활용해 건강증진형 보험, 운전습관 연계 보험 등과 같은 새로운 상품을 개발
- 또한, 보험금 청구 시 본인인증, 보험증권 위조검증 등의 기술을 일부 업무에 시범 적용하여 활용을 검토중에 있으며, 의료정보, 신용등급, 상담자료 등 대량의 정보를 분석하여 영업대상을 추출하고 계약심사를 고도화
- 인공지능을 활용한 챗봇(chatter robot)<sup>5)</sup> 등을 통해 상담 및 업무 지원·처리를 자동화함으로써 업무효율성을 제고

4) 보험연구원, 2018. 12, 중국의 소액간단보험 시장 확대와 시사점.

5) 기업용 메신저에 채팅하듯 질문을 입력하면 인공지능(AI)이 빅데이터 분석을 바탕으로 일상 언어로 사람과 대화를 하며 해답을 주는 대화형 메신저를 의미.

국내 주요 보험회사의 인슈어테크 활용 현황<sup>6)</sup>

구분	회사	내용
건강증진형 보험	AIA 생명	- 운동량 측정 앱 및 웨어러블 디바이스 앱 활용 - 나이에 따라 설정된 운동량 목표치를 달성하면 통신요금 할인, 커피쿠폰, 온라인 상품권 제공 등의 혜택 부여
	흥국생명	- 모바일 앱 활용 - 하루 평균 걸음이 7천보 이상이면 보험료의 7%, 1만보 이상이면 10%를 6개월마다 환급
운전습관 연계 보험	DB손보, 삼성화재, KB손보	- 모바일 네비게이션 활용 - SKT T맵 네비게이션을 켜고 일정거리 이상 주행 시 안전운전 점수가 일정 수준 이상일 때 보험료 5~10%를 할인
실손보험금 자동청구시스템 사용자 인증 서비스	교보생명	- 실손보험금 지급신청 시 보험사와 의료기관에서 본인인증을 거치지 않고, 사용자 인증을 한 번에 진행할 수 있는 서비스를 임직원을 대상으로 시범 운영 중
보험증권 진위 검증 서비스	오렌지 라이프	- 블록체인 플랫폼을 구축해 모바일 보험증권 등의 진위여부 검증에 시범 적용 중

자료: 금융감독원, 저자 재작성

□ 그러나 글로벌 시장과 비교해볼 때 국내 인슈어테크의 도입은 아직 저조한 수준이며, 개인정보보호법 및 의료법 등 관련 규제의 위반 가능성으로 인슈어테크를 활용한 다양한 상품개발에 한계가 존재

- 국내 현행 개인정보보호법에서는 개인정보 수집이나 활용 및 제3자 제공이 금지(개인정보보호법 제15조)되고 있어 빅데이터를 생산 및 활용에 어려움이 존재
  - 예외적으로 개개인의 당사자 동의를 받는 경우 활용이 허용되지만 일반회사가 작업을 수행하기에는 현실적으로 불가능
- 종합적인 헬스케어 서비스 제공이 활발하게 진행되는 미국, 일본 등 해외 사례와는 달리 현재 국내 건강증진형 보험 상품이 활용하는 건강 관련 정보는 대부분이 걷기, 달리기 등 ‘도보 수’에 불과
  - 미국은 의료데이터를 전송·저장·변환·표시하는 하드웨어 및 소프트웨어 등 의료기기자료시스템(Medical Device Data System)의 위험등급을 고위험 클래스III에서 저위험 클래스I으로 하향조정하며 규제를 크게 완화한 바 있으며<sup>7)</sup>, 이로 인해 다양한 디지털 의료기기가 제품화되어 건강보험 관련 인슈어테크가 크게 성장
  - 일본은 정부 차원에서 병원 및 지자체에 산재된 치료 이력 및 건강검진정보를 통합하여 연구기관, 기업 등에서 활용할 수 있도록 하는 ‘개인 건강정보활용 활성화’를 추진하고 있어 보험회사가 고객들의 건강 관련 정보를 활용하는 것이 용이<sup>8)</sup>

6) 금융감독원, 2019. 5. 22, 보험회사 인슈어테크(InsurTech) 활용현황, 보도자료.

7) <https://www.fda.gov/medical-devices/medical-device-data-systems/mdds-rule>

8) 보험연구원, 2017. 4. 17, 헬스케어서비스의 산업간 융복합 사례, 세미나 발표자료.

- 중국은 정부에서 의료부문의 자원 부족에 대한 대안으로 헬스케어서비스의 활용을 적극적으로 장려해왔으며, 보험산업의 헬스케어서비스를 활용한 신 수익모델 창출이 독자적인 성공 사례로 평가받으며 인슈어테크 시장이 활성화<sup>9)</sup>

**해외 보험회사 헬스케어 서비스 사례**

구분	회사	내용
미국	Oscar Health	- 활동량 측정 웨어러블 기기 제공을 통해 수집된 정보를 기반으로 금전적 인센티브 제공 - 전용 앱을 통한 의사와의 원격진료
	Clover Health	- 환자들의 분산된 의료 데이터를 통합 - 개인 가정 방문을 통한 진찰 및 방사선 검사
일본	다이이치생명 (第一生命)	스마트폰 앱, 웨어러블 기기를 활용한 당뇨병 관련 데이터 추적
	NeoFirst Life	건강검진데이터분석을 통해 산출한 건강연령에 의해 보험료 결정
	MetLife	생활습관, 치매 등 개인별 맞춤형 질병예방 서비스
중국	Allianz	임산부 및 태아 영양상태·발달 등 모니터링, 수집된 정보 기반 건강발달 정보 분석, 실시간 의료상담 서비스
	중안보험 (眾安保險)	혈당측정 단말기 제공 및 이를 통해 전송되는 혈당데이터를 분석, 호전여부에 따라 갱신 보험료 책정

주: 언급된 사례의 경우 해당 국가의 회사 법인 또는 지점에서 제공하는 서비스에 국한

- 국내 현행 의료법에서는 원격진료가 금지되어 있고(의료법 제33조), 의료행위를 법에서 지정한 의료인만 할 수 있도록 규정하고 있는데(의료법 제12조 및 제27조), 인슈어테크를 활용하는 헬스케어 서비스가 의료행위로 간주되어 의료 관련 건강관리 서비스 제공이나 상품개발을 저해
- 보건복지부가 발표한 ‘비의료 건강관리서비스 가이드라인 및 사례집’(2019년 5월)을 통해 제공 가능 행위를 구분할 수 있게 되었으나, 해석상 여전히 모호한 부분이 존재해 분쟁의 소지 존재

**□ 인슈어테크의 적극적인 도입은 소비자 편익 증대 및 보험 산업 전반의 사업방식 변화 촉진 등으로 새로운 가치 창출이 가능할 것으로 기대**

- 인공지능 챗봇을 통한 보험 상담 및 보험금 청구 절차의 간소화, 데이터 기반으로 고객의 특성과 니즈에 맞춘 차별화된 상품 개발 등은 소비자의 편익을 증대시킬 것으로 예상
- 또한 업무의 모든 단계에 혁신적인 기술을 도입함으로써 생산성 향상 및 비용 감소 등을 기대
  - 일본의 후쿠쿠생명은 보험계약자의 병력, 입원기간, 복용 의약품 등의 정보를 분석해 보험료를 산정하는 IBM의 인공지능 프로그램 ‘왓슨 익스플로러’를 도입함으로써 연간 약 14억원의 인건비 절감이 가능하고 30%의 생산성 향상이 있을 것으로 분석<sup>10)</sup>

9) 보험연구원, 2016. 11, 중국 보험산업의 헬스케어서비스 활용과 평가.

10) 정보통신정책연구원, 2017. 12, 2017년도 우정동향 조사 분석.

- 한국 푸르덴셜생명보험은 머신러닝(machine learning)<sup>11)</sup> 기술인 FICO 분석 및 자동화 솔루션을 통해 인수심사 프로세스의 약 50%를 자동화하여 언더라이팅 비용의 70%를 감소<sup>12)</sup>

#### □ 인슈어테크 활성화를 위한 관련 규제의 개선 움직임이 보이고 있어 국내 인슈어테크 시장 발전이 가속화될 전망

- 2018년 11월 전문기관의 승인 하의 결합 정보 활용 허용, 금융분야 빅데이터 분석·이용의 법적 근거 명확화 등의 내용을 담고 있는 ‘데이터 3법(개인정보보호법·정보통신망법·신용정보법)’ 법안이 발의
- 2019년 6월 보험사가 핀테크 기업을 자회사로 소유할 수 있도록 허용하는 보험업법 시행령 개정안이 통과
  - 보험업법령상 자회사로 소유할 수 있는 업무가 엄격히 열거되어 있어, 보험회사는 핀테크 업체에 지분을 15% 초과 투자가 불가능하였으나, 타업권과 유사하게 보험회사가 금융위 승인을 받아 핀테크 자회사를 소유할 수 있는 근거를 마련<sup>13)</sup>

#### □ 다만, 장기적인 관점에서 보험업 관련 일자리 감소 및 디지털 소외 현상 심화 등 부정적 측면이 상존하다는 점에 유의할 필요

- 앞서 언급한 후코쿠생명보험은 업무에 ‘왓슨 익스플로러’를 도입함으로써 인해 보험 관련 민원접수 직원 34명을 대체<sup>14)</sup>
- 최근 생명보험협회에서 개최한 인슈어테크 관련 세미나에서도 인슈어테크 도입의 긍정적 효과와 더불어 부정적 효과에 대해 우려
  - 디지털에 친숙하지 않은 노년층의 디지털 래그(Digital Lag, 디지털 시대에 뒤떨어지는 현상) 및 디지털 기술을 활용한 보험심사가 강화되면서 사회적 약자에 대한 보험료가 오를 가능성 등<sup>15)</sup>

연구원 장호미

11) 인공지능의 연구 분야 중 하나로, 인간의 학습 능력과 같은 기능을 컴퓨터에서 실현하고자 하는 기술 및 기법.

12) 보험연구원, 2017. 8, 인슈어테크 혁명: 현황 점검 및 과제 고찰.

13) 금융위원회, 2019. 6. 18, 보험업법 시행령 국무회의 통과, 보도자료.

14) 한국정보화진흥원, 2017. 12, 대한민국의 지능화를 묻다-미래 지능정보사회의 이슈와 과제, IT & Future Strategy 보고서.

15) 생명보험협회, 인슈어테크: 보험의 현재와 미래 2019. 7. 8 세미나.

## 금융투자업 인가체계 개편에 따른 변화 및 전망

- 2019년 6월, 시장친화적·경쟁촉진적 영업환경 조성을 통해 혁신성장 지원 및 모험자본 공급 활성화를 실행하기 위한 금융투자업 인가체계 개편방안이 발표됨에 따라 증권사들의 영업환경도 변화할 전망
- 2018년 1분기 이후 증권사 당기순이익 중 수탁수수료 비중은 지속적으로 감소한 반면 IB 및 자산관리부문 수수료 비중은 증가하여 증권사의 수익구조가 IB부문 중심으로 변모하고 있으며 금융그룹 내 비은행부문의 경쟁력 강화를 위해 초대형 IB들 간 경쟁은 더 치열해짐
- 금융투자업 인가체계 개편으로 증권사의 신설·분사·인수가 자유롭게 허용될 경우, 시장환경 변화에 대한 발빠른 대응이 가능해지겠으나 촉진된 증권사 간 경쟁으로 인한 대형사와 중소형사 간 양극화 확대에 대한 우려가 상존
- 기존 금융그룹 및 증권사가 아닌 핀테크 등 다른 분야에서의 금융투자업계 진출이 용이해져 금융투자업의 역동성 제고 및 혁신산업 지원 활성화에 기여할 것으로 기대되며 금융당국 역시 '혁신금융을 통한 혁신성장'을 지원하기 위한 금융감독 혁신을 추진 중

- 2019년 6월, 시장친화적·경쟁촉진적 영업환경 조성을 통한 혁신성장 지원 및 모험자본 공급 활성화를 실행하기 위해 금융투자업 인가체계 개편방안이 발표됨에 따라 증권사들의 영업환경도 변화할 전망
  - 이번 금융투자업 인가체계 개편방안은 신규 종합증권사 허용, 1그룹 1증권사 정책 폐지 및 기존 증권사의 업무추가 및 변경 원활화, 심사관행 개선 등의 추진과제를 통해 그간 진행되어 온 대형 증권사 육성 중심의 금융정책이 증권사 간 경쟁촉진으로 변화하고 있음을 보여줌
  - 추진 과제를 보다 신속히 진행하기 위해 2019년 하반기 중 자본시장법 개정안을 국회에 제출하고, 각종 시행령 및 금융투자업 규정도 신속히 정비할 예정
- 국내 증권사 수는 2000년대 이후 60개 내외로 큰 변화 없이 유지되어 온 데 반해 자산운용사 수는 2016년 이후 크게 증가
  - 국내 증권사의 경우 위탁매매업 위주의 유사한 영업구조로, 한정된 국내 주식시장에서 과도한 수수료 경쟁으로 수익성이 악화되자, 자본력을 확충하고 장기적인 성장동력을 확보하기 위해 증권사 간 인수합병도 다수 모색되었으나 쉽게 이루어지지 않았음<sup>1)</sup>
    - '00.12(64개사) → '07.12(54개사) → '17.12(55개사) → '19.6(56개사)

1) 금융당국이 인수합병 추진 증권사에 대한 인센티브를 부여하는 등 시장자율적인 인수합병으로 증권사의 구조조정을 촉진하고자 한 바 있음 (금융위원회, 2013. 12. 13, 증권회사 인수·합병(M&A) 촉진방안, 보도자료.)

- 2016년 5월, 자산운용산업의 역동성을 제고하고 경쟁 및 혁신을 촉진하기 위해 1그룹 1자산운용사 원칙의 단계적 완화 등 자산운용사 진입 활성화를 위해 인가정책을 개선하자 자산운용사 수가 급증
  - '16.3(115개사) → '16.12(165개사) → '17.12(215개사) → '19.6(260개사)

**금융투자업 인가체계 개편방안**

전략	추진 과제
<전략 1> 신규진입 활성화를 통한 경쟁 촉진	가. 경쟁을 제한하는 인가정책 정비 (증권사) - 전문화·특화정책 폐지: 신규 증권사의 종합증권사 진입 허용 - 1그룹 1증권사 정책 폐지 (자산운용사) - 공모운용사의 제한적 1그룹 1운용사 원칙 폐지 - 공모운용사 전환 기준 완화: 수탁고 요건을 1/2 수준으로 완화 나. 필요최저자기자본 인하 : 전문투자자 자기자본요건으로 일원화, 필요자기 자본을 1/2 수준으로 완화 다. 전문인력 관련 경력요건 완화: 3~5년 → 1~3년 경력자
<전략 2> 기존 증권사의 업무 추가·변경 원활화	가. 인가체계 개편 (최초 진입시 인가제를 적용, 업무 추가시 등록제 적용) : 인가단위 축소 및 등록단위 신설 나. 등록을 통한 업무추가시 심사요건 개선 : 기존 대주주는 사회적 신용 요건 심사 면제 다. 등록을 통한 업무추가시 인력요건 개선 : 동일분야의 경우, 추가인력 요구 없이 금융투자업자에게 재량권 부여 라. 조직형태 변경 관련 심사 부담 완화
<전략 3> 신규 및 변경인가·등록 심사 관행 개선	가. 심사중단 최대 기간 설정: 인가 심사가 무기한 중단되는 불확실성 방지 나. 대주주 변경 관련 심사대상 명확화: 신규 대주주만 심사 다. 단기금융업자 본인에 대한 사회적 신용요건 마련 라. 인가폐지 후 재진입시 경과기간 완화: 경영전략상 불가피한 자진폐지 이후 라이선스 장사 의도 없이 재진입하는 경우, 경과기간 5년 → 1년
<전략 4> 투자자보호 내실화 등	가. 투자자예탁금 제도 정비: 투자자예탁금 지급 금액 산정기준 및 처리절차 마련 나. 필요최저자기자본 완화에 따른 NCR 계산방식 조정

자료: 금융위원회 보도자료(2019. 6. 25)

## 금융투자업권 회사수

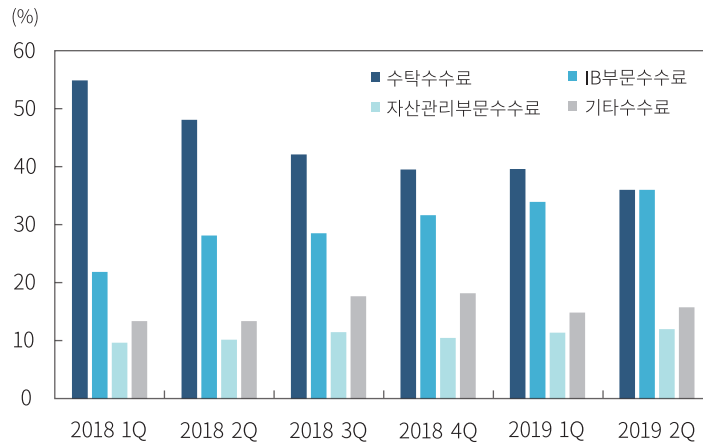
분류	2016. 03	2016. 12	2017. 12	2018. 12	2019. 06
증권사	56	53	55	56	56
선물사	6	5	5	5	5
자산운용사	115	165	215	243	260
투자자문사	166	159	179	185	187
부동산신탁	11	11	11	11	11
종합금융사	1	1	1	1	1

자료: 금융감독원 금융통계정보시스템

- 2019년 2분기 증권사 당기순이익은 1조 3,842억원으로 전분기대비 5.6% 감소하였으나 당기순이익 중 수수료수익은 전분기대비 10.5% 증가한 2조 4,777억원, 특히 수수료수익 중 IB부문 수수료의 경우 처음으로 수탁수수료와 동일한 비중(36.1%)을 차지
  - 수수료수익 및 자기매매손익은 전분기대비 증가하였으나 주가지수 연계 펀드 관련 이익 감소로 기타자산손익이 전분기대비 43.7% 감소 (1조 4,791억원 → 8,326억원)
  - 수수료수익 중 수탁수수료가 전분기대비 0.4% 증가에 그친 반면 IB부문 및 자산관리부문, 기타 부문은 각각 17.1%(8,942억원), 16.3%(2,980억원), 17.8%(3,906억원) 증가
  
- 수수료수익의 항목별 비중을 살펴보면 2018년 1분기 이후 수탁수수료 비중은 지속적으로 감소한 반면 IB 및 자산관리부문 수수료 비중은 증가, 증권사의 수익구조가 변모하고 있음
  - 이미 국내 증권업은 지난 10년간(2006년~2017년) 위탁매매 및 펀드판매부문의 수익이 감소하였고, IB 및 자기매매부문의 수익이 상당한 비중을 차지하게 되었음. 즉 단순 브로커리지에서 자본력에 기반을 둔 위험인수 및 중개로 수익 창출 방식을 변화시켜 옴<sup>2)</sup>
    - 위탁매매에 비해 IB부문의 수익변동성이 낮아 안정적인 사업 운영 가능
    - 자기자본 규모 확충을 통한 업무범위 확대 및 IB부문 활성화로 수익이 증대하자 증권사들의 사업구조가 IB부문 중심으로 변화

2) 이석훈, 2018, 최근 10년간 국내 증권업의 수익성 결정요인의 변화 분석, 자본시장연구원 자본시장포커스 2018-12호.

증권사 수수료수의 항목별 비중



자료: 금융감독원 보도자료(2019. 9. 10)

□ 조성훈(2019)<sup>3)</sup>은 위탁매매부문의 비중이 감소하고 투자은행 및 자기매매부문의 비중이 증가한 것은 증권업 전체의 현상이나 IB부문의 수익비중이 자본시장법 도입 이후 회사별로 매우 큰 편차를 나타내, 경영전략 상의 차별화가 수익구조에 반영된 것으로 분석

- 특히 IB부문의 비중 증가는 대형 증권사보다 중소형 증권사에서 더욱 두드러지게 나타나 대형 증권사뿐 아니라 중소형 증권사도 IB부문에 집중하고 있음을 보여줌
  - 중소형 증권사 역시 기업금융 및 부동산부문에 집중하여 IB부문 신설하거나 기존 조직을 확대하는 등 조직개편을 진행, 혹은 기존 자산운용부문 내 대체투자를 확대

□ 최근 금융그룹 내 실적을 견인해오던 은행의 수익이 저조해지면서 증권, 보험 등 비이자수익을 견인하는 비은행부문의 경쟁력 강화를 위해 초대형 IB들 간 경쟁이 더 치열해지고 있으며 특히 발행어음<sup>4)</sup> 업무가 가능한 단기금융업 인가가 가장 중요한 사안이 되고 있음

- 국내 증권사 중 8번째 종합금융투자사업자<sup>5)</sup>(자기자본 3조원 이상, 이하 중투자)로 지정(2019. 8. 10)된 하나금융투자는 이후 단기금융업 인가를 모색 중이고, 신한금융투자 역시 증자를 준비 중
  - 2013년 10월, 종합금융투자사업자제도를 도입하여 현재는 8개사(초대형 IB는 5개사)임
- 초대형 IB(자기자본 4조원 이상)들은 발행어음으로 조달한 대규모 자금을 인수금융, 중견기업대출 등 기업금융, 메자닌·상장전 지분·해외부동산<sup>6)</sup> 등 다양한 투자 가능 (단, 개인대출은 제외)

3) 조성훈, 2019, 자본시장법 시행 후 10년간 국내 증권업의 변화, 자본시장연구원 이슈보고서 19-04.

4) 증권사의 자체 신용으로 발행하는 만기 1년 이내의 금융상품

5) 중투사는 ①투자자 신용공여(자본시장법 제72조, 일반증권사는 원칙적으로 투자자 신용공여만 가능하고, 제한적으로 기업금융업무 관련 대출 가능(겸영업부) 외에 ②기업 신용공여(제77조의3③), ③전담중개(헤지펀드) 신용공여(제77조의3①)가 가능함. '13년 기업신용공여업무, '17년 발행어음·종합투자계좌허용, '18년 신용공여 한도 확대(자기자본 100%→200%, 다만 확대된 한도는 중소기업 및 기업금융업무 관련에 한정) 등 다양한 인센티브를 부여(금융감독원 보도자료, 2019. 7. 9)

6) 해외부동산펀드 수익률이 (-) 혹은 부동산펀드 기초 파생결합증권(DLS)의 원금상환 연기 사례 발생 등 해외부동산 관련 상품의 손실가능성에 유의

- 최근 추진되고 있는 신남방정책과 더불어 자기자본을 확충한 종투사를 중심으로 해외 영업규모를 확대, 미얀마·베트남·인도네시아 등 동남아 금융시장으로 활발히 진출
  - 현지 금융시장이 발전함에 따라 증개·IB·PBS 등 수익원 다양화로 증권사 해외 현지법인들의 당기순이익이 점차 증가하는 추세 (금융감독원 보도자료, 2019. 4. 22)

**종합금융투자사업자 종류별 가능업무**

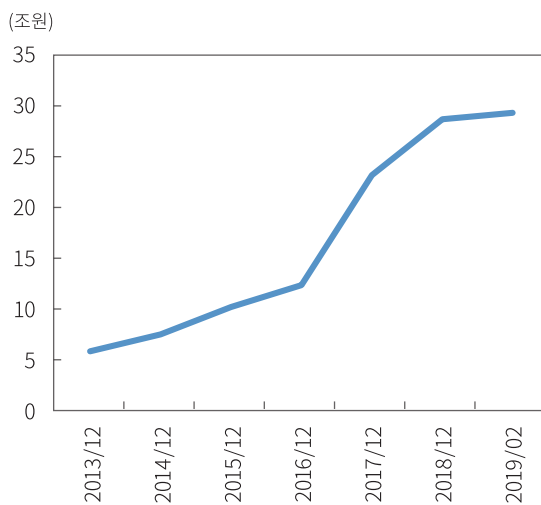
종류	자기자본 3조원 (대형 IB)	자기자본 4조원 (초대형 IB)	자기자본 8조원
가능업무	기업신용공여 등	발행어음 (자기자본 200% 한도)	종합투자계좌
회사명	신한, 메리츠, 하나투자	한투, NH, KB, 삼성, 미래에셋대우 * 한투(17. 11. 13), NH(18.5.30), KB(19. 5. 15)는 단기금융업 승인	

자료: 금융위원회 보도자료(2019. 7. 9)를 재작성

□ 현재 종투사의 신용공여 규모가 크게 증가하여 양적 성장은 이루었으나 아직 자기자본의 100%에도 미치지 못하기(평균 83.3%, 메리츠 제외) 때문에 향후 스타트업 및 벤처기업 등에 모험자본 조달 역할을 강화할 수 있는 제도적 환경 조성이 필요

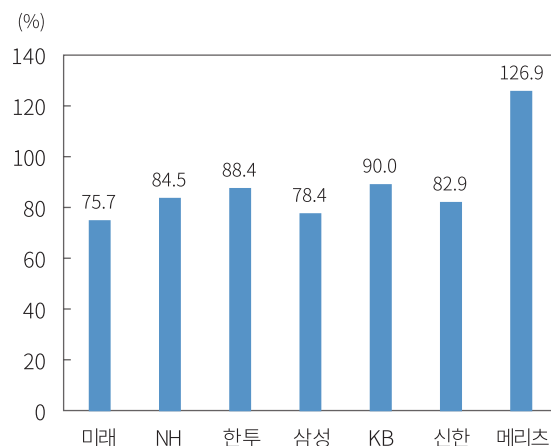
- 종투사 신용공여 규모: '13.12(약 5.8조원) → '19.2(약 29.2조원), 약 5배 증가
- 투자처를 보면, 투자자 신용공여(18.9조원)가 기업 신용공여(10조원) 보다 많음
- 그간 자기자본의 100%로 신용공여 한도가 규제되어 중소벤처기업의 모험자본 역할은 수행하지 못하고 대기업 중심으로 투자할 수밖에 없었으나 신용공여 한도가 200%로 확대된 이후 운용포트폴리오는 더욱 다각화될 전망

**종투사 신용공여 추이 (2019.2)**



자료: 금융위원회 보도자료(2019. 7. 9)

**자기자본 대비 신용공여 비중 (2019.2)**



- 금융투자업 인가체계 개편으로 증권사의 신설·분사·인수가 자유롭게 허용될 경우, 시장환경 변화에 대한 발빠른 대응이 가능해지겠으나 촉진된 증권사 간 경쟁으로 인한 대형사와 중소형사 간 양극화 확대에 대한 우려가 존재하므로 일정 정도 성과가 나타난 증권사의 대형화<sup>7)</sup> 외에 특화·전문화 증권사 형성에도 관심을 가져야 할 것으로 사료
  - 이미 대부분의 증권사가 IB 중심으로 사업구조를 개편하고 있어 소매금융에 기반한 중소형 증권사의 경우, 영업환경이 더욱 어려워질 수 있음
  - 2016년 4월, 중소·벤처기업의 기업금융(IB) 수요에 부응하고자 ‘중소기업특화 증권회사’ 제도를 마련하였으나 이미 해당 업무를 수행하고 있는 대형 증권사, 창업투자사, 전문크라우드펀딩 중개회사 등과의 경쟁에서 두드러진 실적을 나타내지 못하고 있음
    - 금융투자업에서 자본력의 영향력이 점차 확대되어 자본력이 부족한 중소형 증권사가 특화 증권사로 성장하기에는 한계가 많았음
  
- 기존 금융그룹 및 증권사가 아닌 핀테크 등 다른 분야에서의 금융투자업계 진출이 용이해져 중소형 증권사의 소매금융부문에 영향을 줄 수 있을 것이나 인가체계 개편은 금융투자업의 역동성 제고 및 혁신산업 지원 활성화에 기여할 것으로 기대되며, 금융당국 역시 ‘혁신금융을 통한 혁신성장’을 지원하기 위해 진입·영업·검사·제재단계에 대한 전면적인 금융감독 혁신을 추진 중
  - 규모의 경제가 작동할 경우 대형 증권사 위주로 수익이 집중될 수 있으므로 중소형 증권사는 독자적 혹은 다른 중소형 증권사 및 IT 기업과의 합작 등으로 과감한 특화전략이 필요<sup>8)</sup>
  - 금융당국은 혁신사업자의 금융업 진출시 인허가 신속처리, 인허가 및 제재요건 명확화 등 규제의 불확실성을 제거함으로써 금융감독의 투명성·예측가능성을 제고하고자 함
    - 금융사가 혁신산업을 지원하다 손실이 발생하더라도 고의·중과실이 없으면 손해를 면책(금융위원회, 2019. 8. 12)

선임연구원 윤지아

7) 조성훈(2019)은 증권사의 자기자본 규모가 꾸준히 증가했고, 특히 자본시장법이 시행된 이후 대형 증권사의 자기자본 증가가 두드러졌으나 시중은행 또는 글로벌 투자은행의 자기자본과 비교한 결과, 기간중 자기자본 규모의 확대가 국내 증권사에 국한된 현상은 아니었음을 확인

8) 장정모, 2018, 국내 증권사의 대형화에 따른 변화와 시사점, 자본시장연구원 자본시장포커스 2018-19호.