

초저금리 시대의 통화정책*

연구위원 강현주

우리 경제의 구조적 성장세 둔화가 지속되는 가운데 한국은행 기준금리가 사상 최저 수준인 1.25%로 인하됨에 따라 향후 초저금리 시대의 진입 가능성 및 대응책에 대한 관심이 확대되고 있다. 경기 침체에도 불구하고 통화정책 유효성 저하 등으로 금리를 내릴 수 없어 경기 둔화가 심화되는 '실효하한 위험'을 감안할 때 주요국의 초저금리 정책 경험을 바탕으로 우리 경제의 실효하한 수준 추정 및 실효하한에 도달했을 경우의 대응책 개발 등에 대한 다각도의 연구가 필요할 것으로 판단된다.

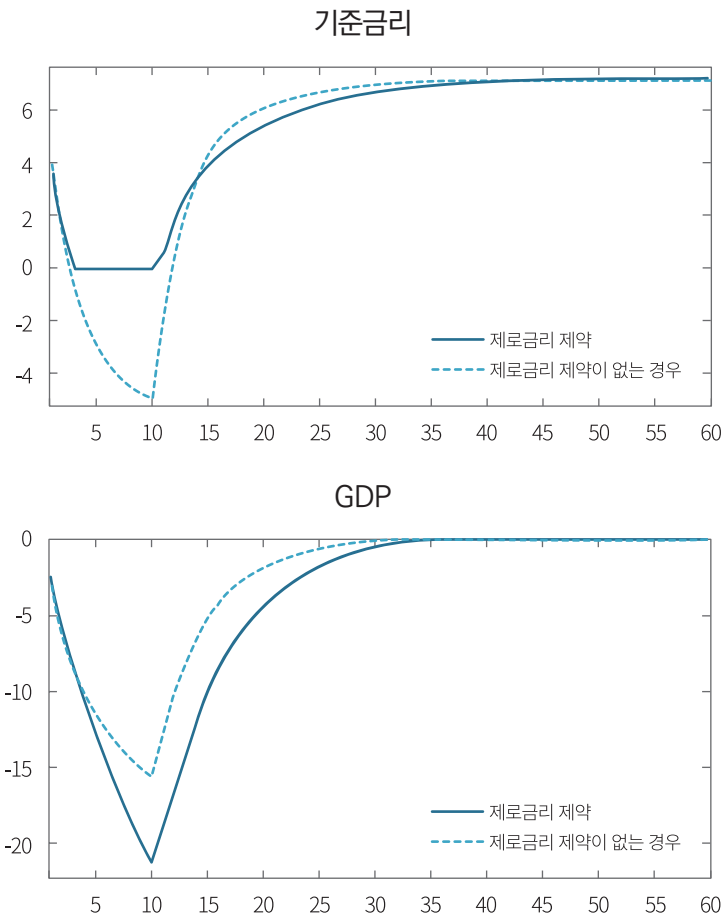
2019년 10월 한국은행 금융통화위원회가 기준금리를 1.25%로 인하하면서 금융권 및 연구기관들을 중심으로 0%대의 초저금리 시대 진입 가능성 및 대응책에 대한 논의가 활발해지고 있다. 다수의 예측기관들이 2020년 국내 경제성장률을 우리 경제의 기초체력이라고 할 수 있는 잠재성장률보다 낮은 2% 초반에 불과할 것으로 전망하고 있는데다 물가상승률 또한 한국은행의 목표치인 2%를 크게 하회하는 수준이 될 것으로 예상하고 있기 때문이다. 글로벌 금융위기 이후 저성장·저금리가 고착화(lower for longer)된 가운데 인구 고령화 및 새로운 성장동력 부재로 잠재성장률이 2020년대 중반에는 1% 중반에 머물 것으로 추정되는 만큼, 당장 2020년에 현실화되지 않더라도 초저금리의 문제는 통화정책을 수행하는 한국은행을 비롯하여 금융중개를 통해 수익을 창출해야 하는 금융기관들의 중장기적 과제로 부상할 전망이다.

통화정책은 재정정책과 함께 거시경제를 안정화시키는 수단으로 오랫동안 기능해 왔으나, 금융위기 등으로 세계경제의 성장 잠재력이 꾸준히 저하됨에 따라 주요국 중앙은행의 기준금리가 사상 최저 수준에 머무르면서 향후 정책여력이 의문시되고 있다. 경기 침체에 대응하여 중앙은행들은 통상 금리 인하로 대응해 왔으나, 문제는 중앙은행들이 금리를 무한정 내릴 수는 없다는 점이다. 일정 수준 이하에서는 통화정책의 유효성이 급격히 저하되거나 자본유출 등 금리인하의 부정적 효과가 급증하게 되며, 이를 기준금리의 실효하한(effective lower bound)이라고 부른다. 경기 침체가 발생했음에도 불구하고 기준금리가 실효하한에 근접하여 금리를 인하하지 못하게 될 경우 실물경제의 침체가 확대된다. <그림 1>은 이러한 실효하한 위험을 보여주고 있는데, 경제에 부정적 충격이 발생했음에도 불구하고 기준금리가 0%로 상정된 실효하한에 제약됨에 따라 실효하한의 제약 없이 금리를 인하할 수 있는 경우에 비해 GDP가 큰 폭으로 하락하게 됨을 알 수 있다. 한편 실효하한 위험은 비단 기준금리 인하가 실효하한에 제약되는 경우에만 발생하는 것은 아니다. 최근 학계의 연구결과에 따르면 실질이자율 하

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

락으로 실효하한 제약이라는 꼬리위험(tail risk)의 발생 가능성이 과거에 비해 확대되면서 기대 인플레이션이 하락하고 현재의 물가상승률 자체가 둔화되는 것으로 나타났다(Hills et al., 2019; Amano, et al., 2019; Mertens & Williams, 2019; Kiley & Roberts, 2017).

〈그림 1〉 기준 금리의 실효하한 제약 여부에 따른 충격반응 차이



주: Smets & Wouters(2007) 모형에 대규모 위험 프리미엄(risk premium) 충격이 발생할 경우 제로금리 제약 여부에 따른 충격반응을 나타냄.

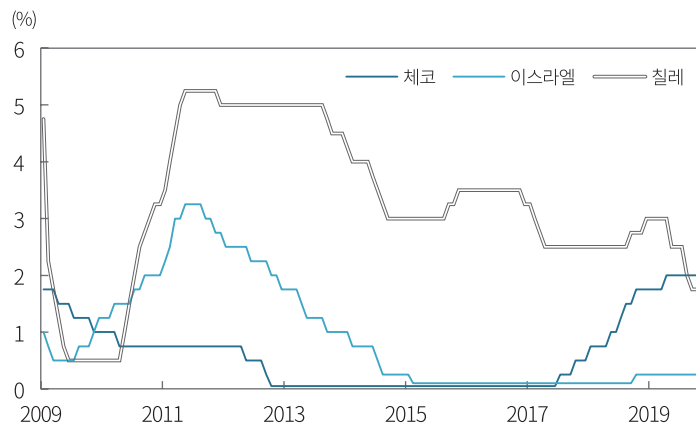
실효하한과 관련된 중요한 질문은 결국 우리 경제의 실효하한 수준은 얼마이며, 실효하한에 근접할 경우 어떻게 대응할 수 있는가 하는 점이다. 통화정책을 담당하고 있는 한국은행은 아직까지 공식적으로 우리 경제의 실효하한 수준을 밝힌 바 없으나, 이주열 한국은행 총재는 자본유출 위험 등을 감안할 때 기축통화국들보다 높은 수준일 것이라는 견해를 반복해서 피력한 바 있다.¹⁾ 이와 같은 맥락에서 증권사 애널리스트들을 대상으로 한 설문결과에서도 시장 참가자들은 대체로 한국은행 기준금리의 실효

1) “정확한 실효하한 수준은 확실치 않지만 어느 지점에서인가는 실효하한이 존재할 것이다. 그리고 그 실효하한은 기축통화국이 아닌 나라는 기축통화국에 비해서 조금 더 높은 수준에 있지 않을까 하는 그런 인식은 금통위원들도 공유를 하고 있다고 말씀드립니다.”(통화정책관련 기자간담회, 2019. 10. 16)

하한을 0.75~1.00%로 응답한 바 있다.²⁾ 다만, 한미 정책금리가 장기간 역전되었음에도 불구하고 차익거래유인 지속 등으로 외국인 채권투자자금이 국내로 유입되고 있는 점을 감안하면 자본유출 우려는 대체로 제한적일 것으로 생각된다.

이미 널리 알려진 바와 같이 주요 기축통화국 외에도 스웨덴, 덴마크 등 일부 선진국들은 마이너스 금리정책을 도입한 바 있으며, 신흥국중에서도 체코, 칠레, 이스라엘 등은 심각한 경기침체 및 저물가에 직면하여 초저금리 정책을 운용한 바 있다. 체코의 경우 2012년 11월부터 제로금리(0.05%)에 진입하였는데 2012년 및 2013년 경제성장률이 각각 -0.8% 및 -0.5%를 기록하였다. 이스라엘의 경우에도 2014년 9월부터 기준금리를 0.25%로, 2015년 3월에는 다시 0.1%로 낮추었는데 2015년 및 2016년 물가상승률이 각각 -0.6% 및 -0.5%를 기록한 바 있다. <그림 3>에서 나타난 바와 같이 제로금리 정책을 장기간 운용한 체코 및 이스라엘의 경우 채권자금이 계속 유입되었으며 특히 체코는 유럽중앙은행의 통화정책 완화로 자국통화(코루나)가 유로화에 대해 절상압력을 받고 있었다. 글로벌 경기 회복세에 큰 영향을 받았을 것으로 보이나, 제로금리 정책을 도입한 후 4~5년이 지나 양국 모두 경기침체 및 저물가로부터 회복하여 금리를 다시 인상³⁾하는 데 성공한 만큼 초저금리 또한 경기 회복에 일조한 것으로 판단된다. 따라서 금융안정⁴⁾에 대한 영향, 초저금리 정책의 파급경로 등을 감안하여 향후 실효하한 수준에 대해 심도 깊은 후속 연구들이 필요하겠으나, 조심스럽게 판단해보자면 경기여건이 크게 악화될 경우 현재 시장참가자들의 예상보다 낮은 수준까지 금리를 내릴 수 있을 것으로 판단된다.

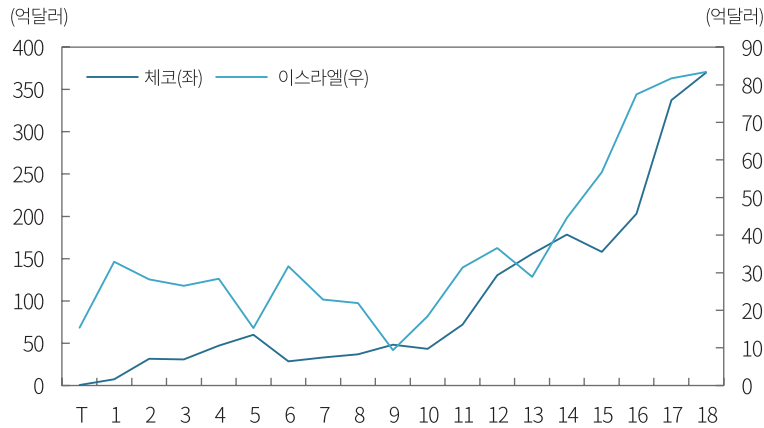
<그림 2> 체코, 이스라엘 및 칠레의 기준금리 추이



자료: Datastream

2) 뉴스1, 2019. 10. 13. [금통위풀]② 전문가 50% “韓 기준금리 실효하한 0.75%”.
 3) <그림 2>에서 나타난 바와 같이 경기 회복세가 뚜렷해지면서 금리인상이 예상되는 시점부터 채권자금 유입액이 가파르게 상승하기 시작한다. Forbes(2018)는 제로금리 정책 이후 금리인상이 고려되는 시점부터 해당국 통화가 절상됨에 따라 수입물가가 하락하는 등 물가하방압력이 작용함에 따라 금리인상이 지연되는 점을 들어 제로금리 정책이 경직적(sticky)이라고 표현한 바 있다.
 4) 체코와 이스라엘은 GDP대비 가계부채비율이 제로금리 정책기간 동안 30~40% 수준으로 안정되어 있었던 반면 마이너스 금리정책 도입 이전부터 가계부채비율이 높았던 스웨덴 등은 도입 이후 가계부채비율이 확대되었다.

〈그림 3〉 체코 및 이스라엘의 분기별 채권자금 유출입(누적기준)



주 : 체코의 T=2012Q4, 이스라엘의 T=2014Q3

자료: Datastream

실효하한 위험에 직면했을 때의 대응 수단은 글로벌 금융위기 경험으로부터 상대적으로 경제학계의 연구가 많이 진행된 분야이다. 실효하한에 도달한 주요 선진국 중앙은행들은 대규모 자산매입(quantitative easing)을 실시하거나, 향후 금리경로에 대한 사전적 안내(forward guidance)를 제공하거나, 민간 금융기관에 낮은 금리로 유동성을 공급하여 대출을 확대하도록 유도하는 방법들이 사용된 바 있다. 이러한 정책수단들은 다양한 후속 연구를 통해 그 유효성이 실증된 바 있다. 최근 연구들 중 Eberly, et al.(2019)은 미 연준이 도입한 비전통적 통화정책 수단들의 실물경제 부양효과가 연방기금금리를 100bp 인하한 수준이었으며 이에 따라 미국이 금융위기로부터 조기에 회복하는 데 기여했다고 평가한 바 있다. 유럽의 경우에도 유럽중앙은행의 수석 경제학자인 필립 레인은 금융위기 이후 유럽중앙은행이 도입한 비전통적 수단들이 경제성장률 및 물가상승률을 견인하는 데 큰 효과가 있었던 것으로 분석한 바 있다(Lane, 2019).

한국은행의 경우에도 유사시 선진국과 같은 비전통적 통화정책 수단을 도입할 수 있는 제도적 기반은 마련되어 있다. 이미 한국은행은 금융중개지원대출제도를 통해 신성장·일자리 지원, 중소기업 대출안정화 등을 위해 낮은 금리(0.5~0.75%)로 자금을 지원하고 있으며 통화신용정책보고서나 통화정책방향 결정문 및 기자간담회 등 기준금리 경로에 대해 시장과 소통할 수 있는 통화정책 커뮤니케이션 수단을 갖추고 있다. 또한 한국은행법(제68조)은 공개시장에서 매매할 수 있는 자산의 종류를 국채와 함께 금통위가 정한 유가증권으로 규정하고 있어 유사시 한국은행이 양적완화에 나설 경우 대상증권을 국채 외에 다양화하는 데 법적 제약이 없는 상황이다.⁵⁾ 다만, 우리나라의 경우 장기간 재정건전성이

5) 글로벌 금융위기 당시(2008. 10. 27) 한국은행은 금융시장 안정을 위해 공개시장운영 대상증권에 은행채 및 일부 특수채를 한시적으로 포함한 바 있다. 현재 한국은행 공개시장운영규정 제4조는 국채 및 정부 보증 유가증권 외에 통화안정증권(환매도 조건)과 한국주택금융공사가 발행하는 주택저당증권(환매조건부매매)을 공개시장운영 대상증권으로 정하고 있다. 한편 미국, 유로 지역, 일본 및 영국의 중앙은행들의 양적완화 경우에도 해당국 중앙은행법이나 규정에서 허용된 자산중 일부를 매입했다. 매입대상 자

유지되어 주요 선진국에 비해 국채발행 규모가 경제규모 대비 크지 않고 연기금 및 보험사를 중심으로 한 견조한 국채 수요기반을 감안하면 국채 이외의 매입대상 증권 추가 및 매입규모의 설정 등 양적완화에 대해 다각도의 후속 연구가 필요할 것으로 판단된다.⁶⁾ 참고로 체코의 경우 제로금리에 직면한 이후 안전자산 부족 및 체코 금융기관들의 자금잉여 등을 감안하여 양적완화를 도입하는 대신 환율의 하한선(1유로당 27코루나)을 설정하고 시장개입을 통해 이를 유지하는 정책을 실시하였다. 자국 통화의 평가절상을 방지하여 수출경쟁력을 유지하고 수입물가 하락에 따른 물가의 하방압력에 대응하는 한편, 달러 및 유로화 매입개입을 통해 코로나 유동성이 늘어나게 되었다. 최근에는 IMF 또한 이러한 정책의 실물경제에 대한 효과를 긍정적으로 평가한 바 있다(Caseli, 2017).

그동안 우리 경제가 비전통적 수단이 필요할 정도로 다급한 상황은 아니었던 만큼 미 연준이나 유럽중앙은행의 비전통적 통화정책수단을 한국 경제에 어떻게 적용될 수 있는가에 대한 연구나 분석이 크게 부족했던 것이 사실이다. 그러나 최근 한국은행은 '2020년 통화정책 운영방향'을 통해 경제여건 변화에 대응하여 금리 이외 통화정책 수단에 대한 분석을 강화하기로 하였다. 우리 경제의 구조적 성장세 둔화 가능성을 감안할 때 국내에서도 초저금리 시대 진입에 따른 금융시장 등 경제시스템의 변화나 한국경제 실정에 맞는 새로운 통화정책 수단 개발, 재정정책과의 최적 정책조합(policy mix) 등 다양한 연구가 진행되길 기대한다.

산의 범위에 대한 재량이 큰 유럽중앙은행과 영란은행은 국채 외에도 회사채 등 위험자산을 매입하였으며 일본은행 또한 일본은행법 제43조에 의거 국채 뿐만 아니라 정부의 동의를 얻어 일본은행법에 열거되지 않은 위험자산을 매입하고 있다. 반면 미 연준은 법(연방준비은행법 제14조)에서 제약된 테두리 내에서 국채 및 정부보증기관의 MBS만을 매입대상으로 하였다.

6) Morgan Stanley(2016)는 한국의 양적완화 가능성을 평가하는 보고서에서 한국은행이 매년 GDP의 2%(38조원)씩 2년간 국채 및 특수채를 매입할 것으로 예상한 바 있다.

참고문헌

- Amano, R., Carter, T.J., Leduc, S., 2019, Precautionary Pricing: The Disinflationary Effects of ELB Risk, FRB of San Francisco working paper 2019-26.
- Caseli, F., 2017, Did the Exchange Floor Prevent Deflation in the Czech Republic?, IMF working paper WP/17/206.
- Eberly, J.C., Stock, J.H., Wright, J.H., 2019, The Federal Reserve's Current Framework for Monetary Policy: A Review and Assessment, NBER working paper No.26004.
- Forbes, K., 2018, Monetary Policy at the Effective Lower Bound: Less Potent? More International? More Sticky? Brookings Papers on Economic Activity, Fall Meetings, September 13-14.
- Hills, T., Nakata, T., Schmidt, S., 2019, Effective Lower Bound, FRB Finance and Economics Discussion Series 2019-77.
- Kiley, M., Roberts, J.M., 2017, Monetary policy in a low interest rate world, BPEA Conference Drafts, March 23-24.
- Lane, P., 2019, Monetary Policy and Below-Target Inflation, at the Bank of Finland conference on Monetary Policy and Future of EMU, July 2.
- Mertens, T.M., Williams, J.C., 2019, Monetary Policy Frameworks and the Effective Lower Bound on Interest Rates, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 877.
- Morgan Stanley, 2016, Why Korea May Be Next in Line for QE.
- Smets, F., Wouters, R., 2007, Shocks and Frictions in US Business Cycles: A Bayesian DSGE Approach, *American Economic Review* 97(3), 586-606.

소재 · 부품 · 장비 산업 발전을 위한 협력형 해외투자의 필요성*

선임연구위원 박용린

최근 제조업 경쟁력 확보를 위해 필수적인 소재 · 부품 · 장비(이하 '소부장')의 공급안정 대책이 발표되고 특별법이 제정되는 등 국내 소부장 산업 육성을 위한 국가적 노력이 경주되고 있다. 소부장 분야는 제조업 필수 중간재로서 제품 · 기술의 안정성 확보를 위해 장기간이 소요되지만 경쟁력을 갖추게 되면 높은 진입장벽과 수익성을 구가할 수 있는 특징을 가지고 있다. 단기 공급망 안정을 위해 필수적인 해외 소부장 기업의 성공적인 M&A와 투자는 자본시장 재무적 투자자와 전략적 투자자가 협력해야 하는 전형적인 투자모형이라고 할 수 있다. 이러한 협력형 투자모형으로는 국내 기업의 벤처조합 · PEF 출자와 벤처캐피탈 · PEF와의 매칭투자를 고려할 수 있으며 정책금융을 활용한 펀드 조성은 협력투자의 효과를 배가할 수 있다.

소재 · 부품 · 장비 경쟁력 강화대책과 관련 특별법의 전면 개정

일본의 수출규제를 계기로 소재 · 부품 · 장비 산업의 경쟁력을 강화하기 위해 발의된 「소재 · 부품 · 장비 산업 경쟁력 강화를 위한 특별조치법(이하 소부장 특별법)」이 지난해 12월 27일 국회를 통과하였다. 동 법은 2001년 한시법으로 제정되었던 기존의 「소재 · 부품전문기업 등의 육성에 관한 특별조치법」을 확대 강화한 법률이다. 앞서 정부는 8월 5일 「대외의존형 산업구조 탈피를 위한 소재 · 부품 · 장비 경쟁력 강화대책」을 발표하였다. 동 대책은 100대 핵심 소재 · 부품 · 장비 전략품목의 공급안정성을 확보하기 위해 3가지 중점 추진과제를 설정하였다. 이는 첫째, 100대 핵심품목의 조기 공급안정성 확보를 위한 수입국 다변화, 국내 생산 애로 해소, 핵심기술의 조기 확보, 둘째, 수요 · 공급기업 및 수요기업 간 협력생태계 모델 구축을 통한 안정적 국내 공급망 확충, 셋째, 강력한 전방위적 지원을 위한 경쟁력 위원회 설치와 기존 한시법으로서의 관련법의 전면 개편으로 집약된다.

한편 소부장 경쟁력 강화대책과 소부장 특별법은 자본시장과 직접적 관련이 있는 내용을 포함하고 있다. 경쟁력 강화대책은 단기간 내 공급안정성 확보를 위한 글로벌 기술보유 기업에 대한 M&A 지원 체계 구축, 국내 소부장 산업 투자를 위한 대규모 펀드 조성을 포함하고 있다. 또한 소부장 특별법은

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

이러한 정책 지원의 법적 근거를 확보하기 위해 소부장 특화 선도기업 지정, 소부장 전문투자조합의 등록 근거 제시, 소부장 분야의 M&A 등에 대한 현행법상 지원내용의 구체화 규정 신설 등을 포함하고 있다.

소재·부품·장비 산업의 범위와 의의

소재·부품·장비 산업의 범위는 광범위하며 대부분의 제조업 분야가 해당되고 있다. 소재·부품 전문기업에 관한 기존의 법률 제2조는 법률이 적용되는 산업으로서, 소재는 섬유, 펄프 및 종이, 화학, 고무, 플라스틱 제품, 비금속광물, 1차금속 산업을, 부품은 조립금속, 기타 기계·장비, 컴퓨터 및 사무기기, 기타 전기기계, 전자부품·영상·음향 및 통신장비, 의료·정밀·광학기기, 운송장비, 가구 제조업 등을 명시하고 있다. 이 중 소재·부품은 첫째, 최종 생산물의 고부가가치화에 기여가 큰 것, 둘째, 첨단기술 또는 핵심 고도기술을 수반하는 소재·부품으로서 기술파급 효과 또는 부가가치 창출 효과가 큰 것, 셋째, 산업의 기반이 되거나 산업간 연관효과가 큰 것으로 규정되어 있다. 국내 소재·부품은 다음 표에서와 같이 제조업의 절반에 육박하는 큰 비중을 차지하고 있는 분야이다. 또한 상당수의 소재·부품·장비 기업은 이른바 강소기업으로 불리는 중소기업이므로 소부장 산업 경쟁력 강화 정책은 바람직한 강소기업 및 중소기업 육성정책과도 일맥상통하는 정책이라고 할 수 있다.

2017년 소재부품 현황

구분		전체	종업원 300인 이상	종업원 50인 이상 300인 미만	종업원 10인 이상 50인 미만
사업체수 (개)	제조업	69,458	728	10,258	58,472
	소재·부품산업	25,869	599	4,635	20,635
	비중(%)	37.2	82.3	45.2	35.3
종업원수 (천명)	제조업	2,954.8	757.7	1,023.4	1,173.7
	소재·부품산업	1,315.8	418.3	466.3	431.2
	비중(%)	44.5	55.2	44.5	36.7
생산액 (조원)	제조업	1,517.7	784.8	427.0	305.9
	소재·부품산업	742.6	397.0	220.9	124.7
	비중(%)	48.9	50.6	51.7	40.8
부가가치액 (조원)	제조업	543.3	276.8	152.3	114.3
	소재·부품산업	280.6	165.9	70.4	44.3
	비중(%)	51.6	59.9	46.2	38.8

자료: 소재부품 종합정보망

일반적으로 제조업 4대 요소로 소재·부품, 장비, 공정, 인력을 들고 있는 데에서도 알 수 있듯이 소재·부품·장비 분야의 경쟁력은 제조업 경쟁력 확보를 위한 필수요건이다.¹⁾ 현재 소부장 분야의 경우 국제적으로 조립생산 능력의 평준화에 따라 완제품 업체에 대한 소부장 업체의 경쟁력 강화, 대형화 및 전략적 제휴 등이 확대되고 있다. 이러한 상황에서 국내 소부장 분야는 그간의 양적 성장에도 불구하고 해외 의존구조의 지속, 수요·공급기업 간 협력모델의 부재 등 질적인 산업 고도화는 이루어지지 못했다. 특히 소재·부품을 일본에 의존하는 한국 수출구조 상의 문제점으로 인해 수출로 얻는 실질적인 이익이 대부분 일본에 돌아가는 현상, 즉 가마우지 경제 극복에 대한 요구가 높다.

소재·부품·장비 기업의 특징

소부장 분야는 다양한 최종재의 생산에 투입되며 제품과 특성의 다양성으로 인해 명확한 공통점을 찾기 어렵지만 자본시장 관점에서 바라본 특징은 다음과 같이 정리할 수 있다. 첫째, 소부장은 완성재 생산을 위한 필수 중간재로서 전방산업 수요에 의해 시장규모가 결정되므로 많은 경우 제한된 시장규모를 갖는다. 둘째, 소부장은 장기간의 기술·공정 노하우 축적, 그리고 고객기업의 요구사항 충족을 위한 장기간의 검증 과정이 필요한 반면 투자비용이 높아 진입장벽이 높다. 셋째, 일단 경쟁력을 갖추게 되면 확립된 수요·공급 관계로 인해 고객기업의 전환비용이 높아지며 이는 핵심 기술력과 더불어 높은 제품이익률, 이로 인한 높은 시장 가치평가를 구가하는 특징이 있다.

이와 같이 소부장 기업의 안정적 시장 환경과 높은 진입장벽은 시장규모가 제한될 수 있는 가능성에도 불구하고 글로벌 자본시장에서 소부장 기업이 상대적으로 높은 가치평가를 받고 있는 이유가 되고 있다. 전략적 투자자는 소부장 기업이 공급망에서 차지하는 전략적 가치를, 재무적 투자자는 소부장 기업의 견고한 시장지배력을 통한 투자의 안정성을 소부장 기업 투자의 매력으로 판단하고 있다.

해외 소재·부품·장비 기업에 대한 협력형 투자모형

국내 소부장 분야의 경쟁력 강화를 위해서는 중장기적으로 R&D를 통한 기술개발과 수요·공급 기업 간 협력을 강화해야 하지만 단기적으로는 공급 안정화를 위해서 적극적인 해외 M&A 및 투자를 추진할 필요가 있다. 이를 고려하여 지난 8월 발표된 소부장 경쟁력 강화대책은 해외 소부장 기업으로부터 공급의 안정적 확보를 위한 금융지원으로 해외 소부장 기업 M&A 시 법인세 세액공제와 정책금융을 통한 인수금융 지원, 그리고 해외 소부장 기업에 대한 벤처캐피탈 투자의 양도소득세 및 배당소득 비과세 혜택을 제공하기로 하였다.

1) 소재·부품·장비 분야의 중요성은 세계적으로 저명한 경영학자인 미국 Michael Porter가 국가 경쟁력의 주요 결정요인의 하나로 지목한 관련 및 지원산업(related and supporting industries)이나 일본의 지원산업(supporting industry)이라는 개념으로 강조되어 왔다. Porter의 지원산업은 광범위한 용도를 가지고 혁신이나 국제화에 중요한 투입재를 생산하는 산업으로서 이러한 산업의 존재 여부가 국가 경쟁력을 결정한다는 개념이다. 또한 일본의 지원산업 개념은 중간재를 생산하는 모든 산업을 의미하기도 하지만 협의의 개념으로 소재·부품·장비 산업을 의미하는 용어로 사용된다.

이러한 국내 기업의 해외 소부장 기업 M&A와 투자에는 이들의 노력뿐만 아니라 이를 지원할 자본 시장 투자자의 역할도 중요하다. 다수의 해외 M&A와 투자 경험을 보유한 국내 대기업은 정책금융과 글로벌 투자은행을 활용하여 직접 M&A 또는 투자를 통한 공급망 안정을 추진할 수 있을 것으로 예상되지만 대부분 해외 소부장 투자를 하고자 하는 국내 기업의 경우 규모도 작고 해외 투자와 M&A 경험도 부족한 경우가 많기 때문이다. 한편 전술한 바와 같이 소부장 분야의 높은 기술집약도를 고려하면 기술에 대한 이해도가 상대적으로 낮은 재무적 투자자가 단독으로 투자활동을 수행하는 데는 한계가 있을 것으로 예상된다. 결국 소부장 기업의 M&A와 투자는 자본시장의 재무적 투자자와 전략적 투자자가 협력해야 하는 전형적인 투자모형이라고 할 수 있다. 이러한 협력형 투자모형은 소극적인 방식으로 기업의 벤처캐피탈 펀드 및 PEF 출자를 통한 협력방식과 적극적인 방식으로 기업의 자체 자금을 벤처캐피탈 및 PEF와 매칭투자하는 방식으로 구분할 수 있다.

먼저 펀드 출자를 통한 협력형 투자와 관련하여 벤처캐피탈이나 PEF는 연기금과 같은 기관투자자의 자금을 위탁받아 기업의 경영에 참여하는 방식으로 투자하는 사모펀드로서 그간 기업의 사모펀드 출자는 제한된 범위에서 이루어져 왔다. 그러나 IT, 바이오, 정밀제품 분야 등에서 기술 중심의 혁신 기업이 성장하면서 매출 성장이나 수익구조 개선 등의 경영개선에는 경험을 가지고 있으나 전문분야에 대한 지식과 노하우가 부족한 펀드 운용사들이 전문기술을 가진 기업과 공동으로 투자 활동을 수행하는 현상이 국내외에서 나타나고 있다. 사모펀드에 출자하는 기업은 직접 투자의 위험을 최소화하면서 펀드가 투자하는 포트폴리오 기업을 통하여 최신 기술과 제품의 동향을 파악하고 이들 기업과 사업 관계를 형성할 수 있다. 또한 원하는 경우 투자회수를 위한 펀드의 포트폴리오 기업 매각 시에 동 기업을 인수할 수도 있다. 펀드 출자방식의 협력투자에서 기업 출자자는 투자 관련 실사에 참여하거나 자문 및 경영자원을 제공하는 등 펀드 운용사와 긴밀한 협력관계를 형성한다. 최근 소부장 활성화를 위해 정책금융을 통해 조성된 펀드는 이러한 협력 구도의 효과를 배가시킬 수 있다.

협력형 투자방식의 또 다른 하나인 매칭투자는 벤처캐피탈·PEF가 기업과 주주간 계약서 작성을 통해 대상기업을 공동으로 M&A하는 방식이다. 사모펀드 운용사는 그간의 투자 경험을 바탕으로 투자금의 증액이나 가격 협상력을 제고할 뿐만 아니라 M&A 경험이 많지 않은 기업이 간과할 수 있는 다양한 투자 위험요인에 대한 사전적 예방과 인수 후 통합과정에서의 기여가 가능하다. 기업은 M&A 대상 기업의 기술역량이나 사업적 시너지의 평가, 그리고 인수 후 기업 현장의 운영을 담당할 수 있다. 일반적으로 M&A에는 인수금융을 사용하는 경우가 많은데 매칭투자 방식이 이번 경쟁력 강화대책에 포함된 정책금융을 활용한 인수금융과 결합되면 효율적인 투자 협력체가 형성될 수 있을 것으로 예상된다.

한편 해외 소부장 기업은 글로벌 시장에서 다수의 경쟁 수요자 공급망에 포함되어 있는 경우가 많으므로 M&A가 불가능하거나 높은 M&A 프리미엄을 지급해야 할 필요가 발생할 수 있어 소수지분 참여를 통한 공급 안정성 확보 방안도 현실적인 대안이 될 수 있다. 만약 바이아웃을 고려할 경우에는 편



드 만기를 앞둔 해외 사모펀드가 보유한 소부장 기업을 인수하는 전략적 방향도 고려할 필요가 있다. 이는 같은 재무적 투자자로서 해외 사모펀드의 운용방식에 익숙한 벤처캐피탈·PEF와 전략적 투자자 간 협력투자가 소부장 기업 M&A에 더욱 필요한 이유가 될 것이다.

미국 SEC의 의결권 자문사에 대한 규제 개정안 발표와 의미

- 미국의 의결권 자문시장은 소수의 대형 의결권 자문사에 집중된 독과점 구조를 보이자 의결권 자문사들이 기관투자자들에 대한 과도한 영향력을 행사할 수 있다는 우려와 비판이 꾸준히 제기되어 오면서 의결권 자문사와 감독당국 간 입장 차이에 따른 논쟁이 존재해 오
- SEC는 의결권 자문의 투명성과 정확성을 높이기 위한 목적으로 의결권 자문사에 적용되는 의결권 대리행사 권유(solicitation of proxies) 제도에 관한 개정안을 11월 5일 발표
- 제안된 개정안은 크게 세 가지로 첫 번째는 의결권 자문사의 행위를 포함하도록 의결권 대리행사에 해당하는 '권유'의 범위를 수정하고 두 번째는 위임장규칙에 따른 정보 및 제출요건에 대한 면제사항에 이해상충 문제의 공시 등 추가적 조건을 제안하며 세 번째는 정보 및 제출요건의 면제 시 적용되는 사기방지조항에 해당하는 예시를 추가하는 내용을 담고 있음
- 동 개정안으로 의결권 자문사를 비롯한 이해당사자들 간의 논쟁이 첨예하게 대립하고 있는 상황이며 SEC는 의결권 자문사에게 과도한 비용을 발생시키지 않고 원칙과 균형을 이룰 수 있는 수준에서 최종 규정안을 확정할 것임을 밝힘
- 국내의 경우 의결권 자문사에 대한 별도의 감독이나 지침이 존재하지 않아 의결권 자문 내용의 공정성과 투명성을 확보할 수 있는 방법이 부족하므로 미국의 규제 동향을 참고하여 관련 제도 도입이 필요

- 미국의 의결권 자문시장은 소수의 대형 의결권 자문사에 집중된 독과점 구조를 보이며 성장함에 따라 의결권 자문사¹⁾들이 기관투자자들에 대한 과도한 영향력을 행사할 수 있다는 우려와 비판이 꾸준히 제기되어 오면서 의결권 자문사와 감독당국 간 입장 차이에 따른 논쟁이 존재해 오
 - 미국의 의결권 자문시장은 ISS와 Glass Lewis에 의한 사실상 독과점 형태로 운영되면서 이들의 영향력과 규제 수준에 관해 여러 학계와 규제기관 등에서 중요한 논제의 대상이 되어 오
 - SEC는 과거 의결권 자문사에 대한 이해상충과 투명성 문제에 대한 우려를 해소하기 위해 의결권 자문사에 대한 규제체계가 필요함을 언급하였으며 일부 기업의 임원진들 또한 의결권 자문사의 권력이 과도하며 이해상충 문제에 노출되어 있다고 불만을 제기
 - 2013년 미국 하원 청문회 자료에 따르면 주주총회 시즌이 되면 상장기업 CEO들이 합병의안이나 경영자보상안을 경영진에게 유리하게 설득하기 위해 ISS 본사를 찾아가 로비하는 상황에 대해 언급하며 의결권 자문사들의 이해상충 문제의 심각성에 대해 강조하고 있음²⁾

1) 의결권 자문사(proxy advisory firm)는 일반적으로 기관투자자를 대상으로 상장회사의 주주총회 소집통지에 명시되는 의결에 부처지는 의안에 관해 정보를 정리하고 독자적인 분석을 수행하여 어떻게 의결권을 행사할 것인가에 대해 권고하는 서비스를 제공하고 보수를 받는 형태의 사업을 영위하는 자를 지칭

2) 송홍선, 2018, 국내 의결권 자문회사의 신뢰성 제고 방향, 자본시장포커스 오피니언 2018-12.

- 그리하여 2014년 SEC는 의결권 자문사에 대한 지침 발표(Staff Legal Bulletin No.20)를 통해 의결권 자문사에 대한 감독을 강화하였으며 이후 의결권 자문 절차의 정확성, 투명성 및 효율성을 향상시키기 위한 지속적인 노력의 일환으로 2018년 의결권 자문사의 실태점검을 위한 round table 개최와 2019년 8월 지침의 재해석³⁾을 발표
- 한편 ISS는 이미 SEC에 투자자문업자(investment adviser)로 등록되어 있어 고객에 대한 신인 의무(fiduciary duty)를 준수하고 있으며 의결권 자문 절차에 대해 다양한 채널을 통해 충분히 공시하고 있으므로 지나친 감독은 불필요하다는 입장을 밝혀옴
- 또한 2019년 8월 SEC가 지침을 발표하자 ISS는 동 지침이 의결권 자문 서비스의 독립성과 적시성을 저해시킬 수 있으며 의결권 자문사와 고객 사이의 균형 잡힌 관계를 손상시킬 수 있는 등 지침이 부적절하다고 주장하며 SEC를 상대로 지침 금지명령을 요청하는 소송을 10월 31일에 제기⁴⁾
 - ISS는 고객을 위해 투표조언을 할 뿐 투표의 최종 결과에 대한 이해관계가 없으며 특정 결과를 달성하려는 목적이 없기 때문에 SEC의 해석은 법률에 위배된다는 입장

□ SEC는 ISS가 소송을 제기한지 5일 만인 11월 5일 의결권 자문 절차의 투명성과 정확성을 높이기 위한 목적으로 의결권 자문사에 적용되는 의결권 대리행사 권유 제도에 관한 개정안⁵⁾을 발표

- SEC는 의결권 자문사 시장이 대폭 성장한 것에 비해 관련 규칙은 개정되지 않은 채 장기간 유지되어 왔다고 지적하며 더욱 투명하고 공정한 의결권 자문 절차를 위해서는 규칙의 현대화가 필요한 시점임을 표명
 - 1950년대 상장주식의 10%를 차지하였던 기관투자자들이 현재는 상장주식 시장가치의 약 80%까지 점유하게 되자 기관투자자들의 분산투자 확대 또는 해외 주식소유가 증가
 - 이러한 변화에 따라 기관투자자들이 국내외 주주총회의 안건분석 등에 어려움을 겪게 되면서 의결권 자문사가 제공하는 의결권 자문서비스를 통해 의결권을 행사하는 사례가 증가
 - 그러나 의결권 자문사의 성장에도 불구하고 해당 규칙을 마지막으로 개정된 시점은 기관투자자들이 상장주식의 절반 미만을 소유하고 있던 시기인 27년 전에 이루어진 것으로 ‘낡은’ 규칙임을 표명
- 이번 개정안의 핵심 목표는 의결권 자문사에 대한 공시 강화를 통해 의결권 자문의 투명성과 정확성을 높이는 것이며 결과적으로 의결권 자문은 반드시 주주 가치를 높이는 방향이어야 한다는 것이 논지
 - SEC 의장은 의결권 자문사는 반드시 ‘합리적인 실사를 수행하고 이해상충 여부를 합리적으로 식별하고 해결해야 하며 완전하고 공정하게 정보를 공개’해야 한다고 언급
- 제안된 개정안은 크게 세 가지 변경사항을 포함하고 있는 가운데 첫 번째는 의결권 자문사의 행위를 포함하도록 의결권 대리행사의 ‘권유’에 해당하는 범위를 수정하고, 두 번째는 위임장규칙 상의 정보 및 제출요건의 면제사항에 이해상충 문제의 공시 등 추가적 조건을 제안하며, 세 번째는 정보 및 제출요건의 면제 시 적용되는 사기방지조항에 해당하는 조건을 추가하는 내용을 담고 있음

3) SEC, 2019, Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers, 17 CFR Parts 271, 276.

4) ISS, 2019, ISS Files Suit Over August SEC Guidance.

5) SEC, 2019, 17 CFR Part 240 Amendments to Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Voting Advice, Proposed Rule.

- 미국의 의결권 자문사에 대한 규제는 주주의 의결권 행사를 실질적으로 보장하기 위해 해당 주주에게 충분한 정보를 제공해야 한다는 공시주의에 주안점을 두고 현재까지 관련 규제를 수정·보완해 오면서 점차 강화된 흐름을 보임
- 의결권 자문사에 대한 규제는 1940년 투자자문업자법(Investment Advisers Act) 상의 투자자문업자로 등록하여 동법에 의해 규제되거나, 1934년 증권거래법(Securities Exchange Act) 제14조에 근거한 위임장규칙(proxy rule) Regulation 14A에 따라 의결권 대리행사의 권유(solicitation of proxies) 행위에 해당하는 경우 이를 준수하도록 요구하고 있음
 - 위임장규칙은 주주들에게 필요한 정보를 충분히 제공하여 주주들이 이러한 정보에 입각하여(in an informed manner) 의결권 행사가 이루어지도록 하는 것이 목적임
 - 동 규칙에는 의결권 자문사가 SEC와 주주에게 특정 정보를 제출 또는 공시하는 의무를 부과하고 있으며 이러한 정보는 위임장설명서와 위임장권유자료 등에 상세하게 기술하여 SEC에 제출하거나 온라인에 게재하도록 요구
 - 미국은 주주의 의결권 행사는 회사의 의사결정에 참여할 수 있고 이사회를 견제할 수 있는 가장 중요한 수단으로 보고 있으며, 주주의 의결권 행사를 위해 필요한 중요 정보를 제공받을 것을 요구할 수 있는 권리를 보장⁶⁾하는 공시주의에 초점을 두고 관련 규제가 점차 강화된 흐름을 보임
- 의결권 자문과 관련한 이번 개정안의 첫 번째 주요 내용으로, 의결권 대리행사의 권유(solicitation of proxies)에 해당하는 경우 위임장규칙을 적용받고 있는 가운데 의결권 자문사의 행위가 포함될 수 있도록 ‘권유’의 정의를 수정함
- 의결권 대리행사의 권유에 해당되는 요건은 Rule 14a-1(1)에 명시⁷⁾되어 있으나 다소 광범위하게 규정되어 있어 이에 적용되는 범위를 어디까지 인정할 것인가에 대해 법원의 판례들과 SEC의 해석들이 존재해 왔음
 - SEC는 현행 규칙에 따르면 당사자 스스로가 의결권 자문사로서 활동하는 지 여부와 관계없이 주주에 의해 위임장투표에 영향을 미칠 수 있는 모든 사람과의 의사소통에도 위임장규칙이 적용되는 것으로, 결과적으로 그 당사자가 스스로 위임장의 획득, 보류 또는 철회를 하지 않거나 최종 투표 결과에 무관심한 자의 행위도 의결권 대리행사 권유로 간주하고 위임장규칙이 적용될 수 있다고 우려
 - 특정 의사소통이 의결권 대리행사 권유에 해당되는지 여부는 주로 권유의 목적에 달려있으며 이러한 목적이 주주들의 결정에 영향을 미칠 수 있다고 언급
 - 또한 2018년에 실시한 실태조사에 따르면 의결권 자문사들은 주주총회에서 고객의 투표결정을 돕기 위해 의안분석에 관한 전문지식을 판매하고 있었으며 많은 투자자문업자들은 주주들에게 상세한 의안분석을 제공하기 위해 의결권 자문사에게 수수료를 지불하여 고용하고 있는 것으로 조사

6) 최민용, 2012, 기업지배구조 개선과 공시주의 - 의결권 대리행사의 권유를 중심으로-, 상사법연구 제31권 제2호.

7) Rule 14a-1(1)에 따르면 의결권 대리행사의 권유란 i) 위임장의 형태를 포함시킬 것인지 여부와 관계없이 위임장을 요청하는 행위, ii) 위임장을 실행하거나 실행하지 않도록 또는 취소하도록 요청하는 행위, iii) 위임장의 획득, 보류 또는 철회라는 결과를 얻기 위해 합리적으로 계산된 상황 하에서 주주들에게 위임장 형식의 서면을 제공하거나 주주들과 기타 다른 의사소통을 제공하는 행위로 정의

- 그리하여 SEC는 2019년 8월 발표된 지침을 체계화시키기 위한 목적으로 이번 개정안에서 의결권 대리행사 권유의 정의에 아래의 사항을 포함시켜 의결권 자문사의 행위가 포함될 수 있도록 범위를 좀 더 구체화 함
 - 주주의 승인이 요구되는 특정 사안에 대한 투표, 동의 또는 승인을 주주에게 추천하는 행위
 - 투자자문과는 다른 형태로 자문을 제공하는 자로서 전문지식을 판매하거나 수수료를 받고 자문을 제공하는 행위

□ 두 번째로 의결권 자문사에 적용되는 위임장규칙 상의 정보 및 제출요건에 대한 기존의 면제사항에 새로운 조건을 추가하여 Rule 14a-2(b)⁸⁾를 개정할 것을 제안

- 제안된 개정안에는 의결권 자문사가 14-2(b)(1) 및 14a-2(b)(3)에 따른 면제에 해당되기 위해서는 아래와 같이 세 가지 추가적인 요건을 담은 새로운 조항인 14a-2(b)(9)(i)를 신설하고 이를 충족하는 경우에 의결권 대리행사 권유 적용의 예외로 인정되는 것임을 명시
 - 1) 중요 이해상충 문제의 공시 강화
 - 고객이 의결권 자문의 객관성과 신뢰성을 적절하게 평가하기 위해 의결권 자문 및 의결권 자문을 전달하는데 사용되는 모든 전자적 매체를 통해 (a)의결권 자문사의 직간접적인 중대한 이익, (b)의결권 자문과 관련된 자와의 중요한 관계나 거래, (a)또는 (b)에 관한 기타 중요한 정보, (a), (b) 또는 (c)로 인해 발생할 수 있는 이해상충 문제를 식별하고 해결하기 위해 사용한 모든 절차와 정책을 상세히 공시해야 함
 - 2) 의결권 자문에 대한 피드백 기간 제공
 - 고객에게 자문을 제공하기 전에 해당 기업 또는 담당자가 의결권 자문 내용에 대해 검토하고 피드백을 할 수 있는 기회를 갖도록 일정 기간을 제공해야 함
 - 주주총회 개최일 기준 45일 이전에 제출된 최종위임장설명서(definitive financial statement: Form DEF 14A)의 경우 피드백 기간은 영업일 기준 최소 5일, 25~45일 미만 기간에 제출된 위임장설명서의 경우는 영업일 기준 최소 3일을 제공하며 25일 내에 제출된 경우에는 검토 기간 부여의 의무가 없음
 - 3) 의결권 자문의 최종 통지 및 기업의 진술을 포함시킬 수 있는 기회 제공
 - 의결권 자문사는 최종 위임장 투표 권고를 고객에게 제공하는 날의 최소 2 영업일 전에 최종 위임장 투표 권고 사항의 사본을 해당 기업에게 제출해야 하며, 이 기간 동안 기업의 요청이 있는 경우 최종 위임장 투표 권고 내용에 관해 기업의 의견을 담은 서면 진술서를 활성 하이퍼링크 형태로 첨부해야 함

□ 마지막으로 이러한 위임장규칙 상 정보 및 제출요건의 면제에 해당하는 의결권 대리행사 권유는 SEC Rule 14a-9에 따른 사기방지조항(anti-fraud rule)을 적용받는 가운데 Rule 14a-9에 따라 오도된 진술로 간주될 수 있는 4가지 예시 목록에 다음의 사항을 추가함

8) SEC Rule 14a-2(b)에는 '권유'에 해당되지 않는 여러 가지 조건을 규정하고 있으며 이에 해당되는 경우 위임장규칙 상의 정보 및 제출 요건(information and filing requirements)에서 면제

- 위임장 투표 권고안에서 사용된 방법론 부재, 정보의 출처 부재, 이해상충 공시의 부재, SEC가 승인한 요건과 실제적으로 다른 기준을 사용하는 경우 모두 오도된 진술로 간주함
- SEC에 따르면 수정된 규칙은 의결권 자문사가 자체적인 기준을 기반으로 투표 권고를 할 때 오해의 소지가 없도록 하기 위해 공시에 초점을 둔 절차를 강조

위임장투표 규칙 개정안의 주요 내용

규칙	기존 규칙	개정안(추가 요건)
Rule 14a-1(1)	1) 위임장의 형태를 포함시킬 것인지 여부와 관계없이 위임장을 요청하는 행위 2) 위임장을 실행하거나 실행하지 않도록 또는 취소하도록 요청하는 행위 3) 위임장의 획득, 보류 또는 철회라는 결과를 얻기 위해 합리적으로 계산된 상황 하에서 주주들에게 위임장 형식의 서면을 제공하거나 주주들과 기타 다른 의사소통을 제공하는 행위	1) 주주의 승인이 요구되는 특정 사안에 대한 투표, 동의 또는 승인을 주주에게 추천하는 행위 2) 투자자문과는 다른 형태로 자문을 제공하는 자로서 전문지식을 판매하거나 수수료를 받고 자문을 제공하는 행위
Rule 14a-2(b)	14-2(b)(1) : 대리권이 없는 자의 권유 예외 (no 'power to act as a proxy' exemption) 14a-2(b)(3) : 거래관계가 현존하는 타인에 대한 권유 예외 (existing business relationship exemption)	1) 중요 이해상충 문제의 공시 강화 2) 의결권 자문에 대한 피드백 기간 제공 3) 의결권 자문의 최종 통지 및 기업의 진술을 포함시킬 수 있는 기회 제공
Rule 14a-9	허위 또는 오해의 소지가 있는 진술 (false or misleading statements) 1) 특정 미래시장가치에 대한 예측 2) 직간접적으로 개인적 명성, 성격 등을 비방하거나 직간접적으로 자극하거나 사실적 근거 없이 부적절하고 불법적이며 비도덕적으로 혐의를 제기하는 자료 3) 위임장설명서를 다른 사람의 권유 자료 또는 동일한 주총, 동일한 주제에 대해 권유하는 자의 자료와 명확하게 구별하지 못하는 경우 4) 권유 결과와 관련하여 주총 전 제기된 주장	1) 위임장 투표 권고안에서 사용된 방법론 공시 2) 정보의 출처 공시 3) 이해상충의 공시 4) SEC가 승인한 요건과 실제적으로 다른 기준을 사용

□ 이번 개정안이 통과될 경우 의결권 자문 절차의 투명성과 정보의 정확성을 높일 수 있을 것으로 예상되며 SEC는 의결권 자문사에게 과도한 비용을 발생시키지 않고 원칙과 균형을 이룰 수 있는 수준에서 최종 규정안을 확정할 것임을 밝힘

- 중요한 이해상충 문제 및 의안분석 방법론 등의 공시 강화로 인해 기관투자자들이 잠재적인 이해상충 문제의 세부사항을 직접 확인해야 했던 기존의 관행을 변화시킬 수 있을 것으로 예상
- 또한 피드백 기간 부여 개정안을 채택하는 경우 소규모 기업을 포함하여 SEC에 위임장설명서를 제출하는 모든 상장기업들이 의결권 자문사의 위임장투표 권고 보고서 초안을 검토하고 의견을 제안할 수 있는 일관된 기회를 가질 수 있을 것으로 기대

- 현재 ISS는 S&P 500에 포함되어 있는 기업들에게만 고객에게 일명 ‘최선의 노력(best efforts)’의 일환으로 보고서 제출 전 초안을 검토 할 수 있는 기회를 제공하고 있으며, Glass Lewis는 기업에게 투표 권고에 사용된 데이터를 사전에 검토할 수 있는 기회는 제공하고 있으나 투표 권고사항을 담은 보고서는 사전 검토 할 수 없음⁹⁾
 - 또한 위임장설명서 제출 기간별로 제약 조건을 둔 피드백 절차에 따라 조기에 제출한 자료일 수록 이해관계자의 더 많은 참여가 가능하며, 검토 과정을 통해 기업 또는 기타 당사자가 의결권 자문에 오류가 있다고 판단하는 경우 관련 진술이 시기적절하고 효율적으로 반영될 수 있을 것임
 - 결과적으로 제안된 개정안을 통해 향후 의결권 자문사들이 더욱 정확하고 투명하며 완전한 정보를 제공하여 주주들의 의결권 행사를 실질적으로 지원할 수 있을 것으로 기대
 - 향후 의결권 자문사에게 과도한 비용 발생이나 사업모델을 크게 변경하게 하지 않도록 원칙과 균형을 이룰 수 있는 수준에서 최종 규정안을 확정할 것임을 밝힘
- 현재 동 제안서에 대한 시장참가자들의 의견수렴 기간(60일)으로 의결권 자문사를 비롯한 이해당사자들 간의 논쟁이 첨예하게 대립하고 있는 상황
- 미 상공회의소 및 전미제조업협회(National Manufacturer of Manufacturers), 기업 로비단체 등 제안을 지지하는 측은 동 개정안으로 투자자들이 정확한 정보에 입각하여 의결권을 행사할 수 있도록 도움을 줄 수 있을 것이라고 기대¹⁰⁾
 - 이들은 의결권 자문사, 특히 ISS의 경우 자회사를 통해 상장기업에게 기업지배구조를 개선하기 위한 컨설팅 서비스를 제공함에 따라 이해상충이 발생할 수 있으며 의안분석 보고서의 오류 가능성도 존재하기 때문에 이를 해소할 수 있을 것이라는 의견
 - 의결권 자문사 측은 이러한 규제는 의결권 자문업무의 독립성을 떨어뜨릴 수 있고 새로운 비용을 발생시켜 결과적으로 고객에게 수수료로 전가될 수 있으며 고객들은 자사의 위임장투표 권고사항을 무조건적으로 따르지 않으므로 이는 과도한 우려라고 반론하며 불만을 제기
 - ISS 측은 이미 이해상충 방지를 위한 엄격한 방화벽 절차를 수립하고 있다는 입장이며 Glass Lewis 대변인 또한 이번 SEC의 조치는 주주들의 이익에 반하는 것이라고 주장
 - 또한 ISS와 Glass Lewis가 시장의 약 90% 이상을 점유하고 있는 상황에서 의결권 자문사들의 경쟁이 필요한 시장임에도 불구하고 새로운 규제로 인해 비용이 높아질 경우 소규모 업체들에게 타격을 주어 신규 진입이 어려워 질 수 있음을 우려
- 국내 의결권 자문시장의 경우 아직 태동기로서 의결권 자문시장의 성장과 의결권 자문업무의 공정성 및 전문성 제고 사이의 적절한 균형을 위해서는 추가적인 진입장벽은 두지 않는 대신 의결권 대리행사에 대한 가이드라인이 필요할 것으로 판단¹¹⁾

9) White & Case, 2019, SEC Proposes Rule Amendments to Enhance Regulation of Proxy Advisers.

10) Financial Times, 2019. 12. 9, Battle royale: SEC locks horns with investors over proxy advisers.

11) 국회입법조사처, 2019, 국내 의결권자문사 관련 현황 및 향후 과제, 이슈와 논점 제1580호.

- 의결권 자문사로 활동하고 있는 국내 기관은 현재 총 4개사로 의결권 자문사가 활성화되고 경쟁적 구조가 형성되기 위해서는 추가적인 진입장벽은 불필요할 것으로 판단
 - 4개사 중 3개사는 의결권 자문 서비스 제공의 평균 업력이 7년 이하로 길지 않아 개별 회사의 의결권 자문 서비스를 평가할 수 있을 만큼의 트랙레코드가 아직 쌓여있지 않은 실정
- 다만 의결권 자문사에 대한 별도의 감독이나 지침이 존재하지 않아 재무제표 이외에 특정 사항에 대한 공시의무를 두고 있지 않고 있으므로 의결권 자문 내용의 공정성과 투명성을 확보할 수 있는 방법이 부족
- 또한 의결권 자문사의 인력은 한정되어 있음에도 불구하고 주주총회 기간¹²⁾에 안건분석이 집중되는 경향이 있으므로 정보처리의 오류가 발생할 수 있으며 안건분석의 정확성과 전문성을 판단할 수 있는 경로가 부재
- 그러므로 의결권 자문사의 공정성과 투명성 확보를 위해서는 SEC의 지침을 참고하여 의결권 자문 사업을 통해 얻을 수 있는 중대한 이익을 공시하고 잠재적·실제적 이해상충 문제를 해결하기 위한 절차 수립 및 이를 공시하도록 할 필요가 있음¹³⁾
- 또한 자문 내용의 정확성 및 전문성을 높이기 위한 방안으로는 기관투자자들이 후속점검을 할 수 있도록 안건분석에 사용된 방법론 및 자료 출처, 데이터, 담당자 정보 등을 공개할 필요가 있으며 미국과 같이 투표권고 사항의 초안을 피드백할 수 있는 절차를 도입하는 것도 고려해 볼 수 있음

선임연구원 안유미

12) 의결권 자문업무가 주주총회 개최 기간에 단기간 집중되는 문제의 경우 현재 국내의 주주총회 소집통지일의 경우 주총 전 2주로 선진국과 비교 시 지나치게 짧아 안건 분석에 충분한 시간이 확보되기 어려운 측면이 있으므로 주총 소집통지일을 주총 전 4주로 연장하여 충분한 안건분석 시간을 제공할 수 있도록 하는 방안을 추진 중(금융위원회·법무부, 2019. 4. 24, 상장회사 등의 주주총회 내실화 방안, 보도자료 참고)

13) 안유미, 2019, 미국 의결권 자문사에 대한 책임강화 지침의 시사점, 자본시장연구원 자본시장포커스 2019-21.

저물가 기조 지속 배경 및 평가

- 2019년중 소비자물가는 0%대의 낮은 상승률을 지속하였으며, 근원물가 또한 추세적으로 둔화되는 모습
- 최근 저물가 현상의 지속은 단기적으로는 유가, 농축산물 가격 등 공급 측 요인에 기인하고 장기적으로는 미약한 수요 측 물가상승압력에 기인
- 저물가 흐름이 장기화되면서 제기되고 있는 디플레이션 발생 가능성은 낮은 것으로 평가되나, 2020년에도 물가 하방압력이 이어질 것으로 예상되어 저물가 기조가 고착화되지 않도록 정책적 대안 모색이 필요

- 2019년중 소비자물가는 0%대의 낮은 상승률을 보이며 저물가 흐름을 지속하였고, 근원물가 또한 추세적으로 둔화되는 모습
 - 소비자물가 상승률은 2019년 1월 이후 12개월 연속 0%대 상승률을 지속한 가운데, 지난 9월에는 통계 집계 이래 처음으로 마이너스 상승률(-0.4%)을 기록
 - 이로 인해 2019년 연간 소비자물가 상승률은 0.4%에 머물렀으며, 이는 한국은행의 물가안정 목표치에도 크게 미달
 - 연간 상승률이 1%대 이하로 떨어진 것은 외환위기 여파가 이어진 1999년(0.8%)과 메르스 사태로 경기가 위축됐던 2015년(0.7%)의 2개년도에 불과

소비자물가 및 근원물가 상승률



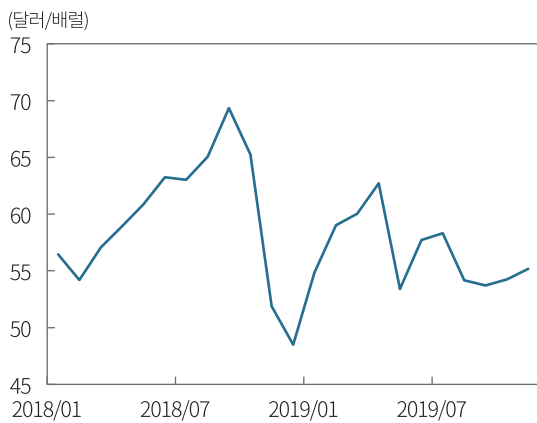
주 : 전년동기대비, 점선은 한국은행의 물가안정목표
 자료: 한국은행

- 한국은행은 「한국은행법」 제6조 제1항에 따라 정부와 협의하여 물가안정목표를 설정하고 있으며, 현재 물가안정목표는 소비자물가 상승률(전년동기대비) 기준 2.0%
- 근원물가(농산물 및 석유류 제외)¹⁾ 상승률 또한 2015년(2.2%)부터 4년 연속 하락하며 2019년 0.9%를 기록

□ 정부 및 한국은행은 최근의 저물가 상황을 유가, 농축산물 가격 등 공급 측 요인에서 비롯된 일시적인 충격에 의한 것으로 판단²⁾

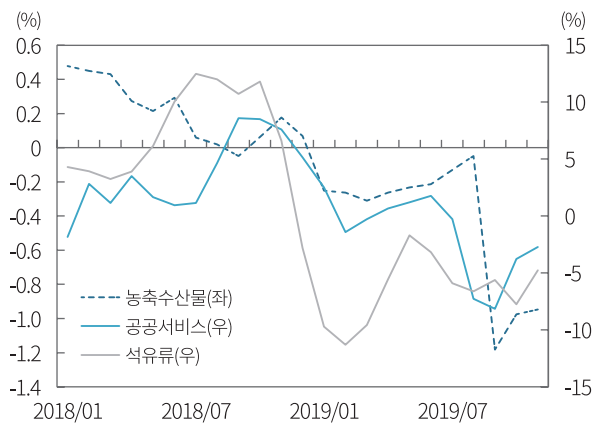
- 국제유가는 미 생산 호조세 및 글로벌 증시 하락 등의 영향으로 2018년 하반기 이후 약세가 심화되며 큰 폭으로 하락
 - WTI 가격은 2018년 10.3일 \$76.41(4년래 최고치) → 12.24일 \$42.53(2017년 6월 이후 최저치)로 단기간 내 44.3% 급락
 - 다만, OPEC 감산 및 리비아 내전 심화 등으로 2019년 들어 재반등하여 최근에는 \$55수준에서 안정되는 모습
- 농축수산물 가격은 2018년 농산물 가격 급등에 대한 기저효과 및 2019년 양호한 기후 여건에 따른 농산물 수확량 증가 등으로 하락폭이 확대
- 고교 무상교육³⁾ 실시 등 정부의 복지 정책 확대에 따른 공공서비스 가격의 하락세가 지속

국제유가(WTI)



자료: Bloomberg

품목별 물가 상승률



주 : 전년동기대비

자료: 통계청

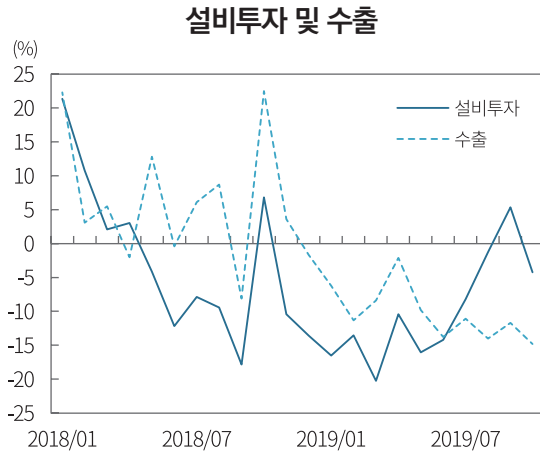
1) 계절적인 요인이나 일시적인 충격에 의한 물가변동분을 제외하고 장기적인 추세를 파악하기 위해 전체 460개 품목 중 농산물과 석유류 품목을 제외한 407개 품목으로 산출되는 지수

2) 기획재정부, 2019. 10. 1, 「거시경제 금융회의」 개최, 보도자료.

3) 정부는 고교무상교육으로 국민의 교육받을 권리를 신장하고 서민의 교육비 지출 부담 경감을 기대한다고 밝히며, 2019년 9월부터 고등학교 3학년생을 대상으로 도입하였으며, 2020년 2~3학년, 2021년 전 학년으로 확대될 예정

□ 반면, 일부 연구기관에서는 물가 하락의 주된 배경으로 수요 측 요인이 더 주요하게 작용한다고 지목⁴⁾

— 설비투자 및 소비가 위축되고 수출이 마이너스 증가(2019년 1~10월 전년동기대비 -10.4%)를 지속하는 등 국내 경기가 부진한 모습을 보임에 따라 수요 측면에서의 물가상승압력이 약화



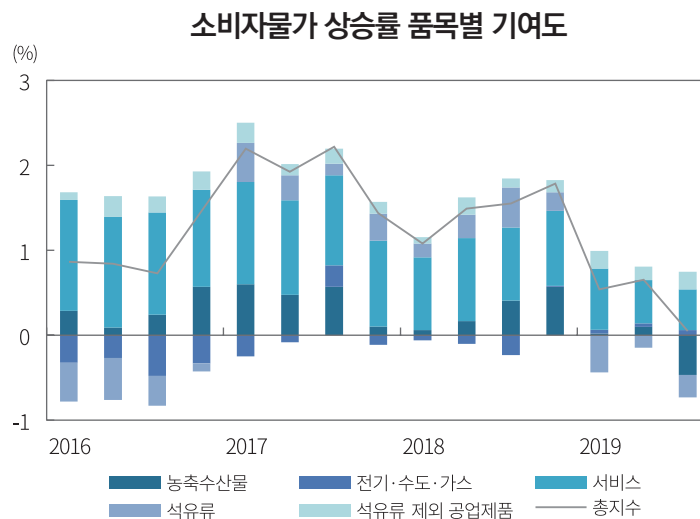
주 : 전년동기대비
자료: 통계청, 한국무역협회



주 : 3개월이동평균, 전년동기대비
자료: 통계청

□ 저물가 상황의 지속은 단기적으로는 공급 측 요인에 기인하고 장기적으로는 수요 측 요인에 기인하는 것으로 분석

— 2017년 이후 물가 상승에 기여하던 석유류 및 농축수산물이 2019년 들어 기여도가 크게 하락해 마이너스를 기록하며 전체 물가 오름세를 낮추는 방향으로 작용



자료: 한국은행, 자본시장연구원⁵⁾

4) 한국개발연구원, 2019. 10. 29, 최근 물가상승률 하락에 대한 평가와 시사점, 보도자료.

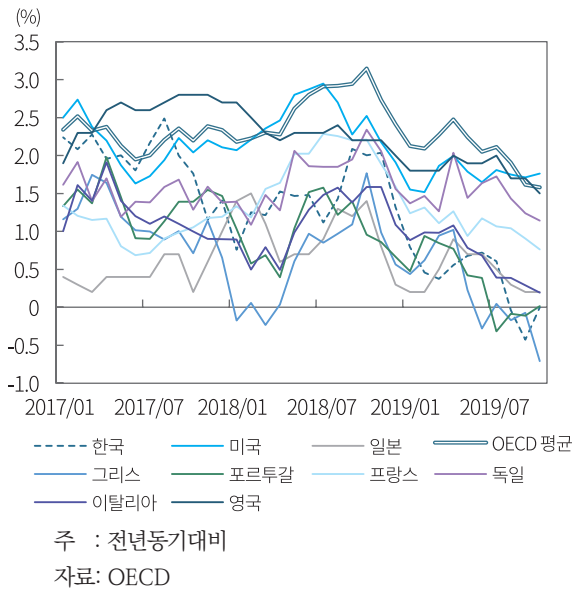
5) 자본시장연구원, 2019. 11. 28, 2020년 경제 및 자본시장 전망, 발표자료.

- 장기적 추세로는 서비스 가격 상승폭이 둔화하며 서비스 품목의 기여도가 점진적으로 하락해 물가 오름세 둔화를 주도

□ 한편, 저물가 흐름은 글로벌 경기 둔화 등의 영향으로 세계에서 전반적으로 나타나고 있는 현상

- 글로벌 경기 둔화에 따른 수요 위축 및 미·중 무역분쟁 등 보호무역주의 강화, 에너지물가 상승률 둔화 등의 영향으로 전반적인 글로벌 저인플레이션 국면을 형성
- 글로벌 금융위기 이후 국가 간 인플레이션의 상관관계가 강화되고 있으며, 글로벌화(globalization)의 일환으로 글로벌가치사슬(Global Value Chain: GVC)이 크게 확충된 것도 전세계적으로 저인플레이션 상황이 장기간 지속되는 하나의 요인으로 작용⁶⁾
 - 우리나라와 같이 대외개방도 및 GVC 참여도가 높은 국가의 경우 물가는 국내 요인뿐만 아니라 글로벌 요인의 영향도 크게 받는 것으로 분석
- 다만, 한국의 경우 2019년중 둔화폭이 다른 나라 대비 비교적 큰 모습으로 OECD 국가에서 포르투갈(2019년 1~10월 평균 0.3%) 및 그리스(2019년 1~10월 평균 0.2%)를 제외하고 가장 낮은 수준

주요국 물가 상승률 추이



주요 선진국과의 물가 상승률 비교

(단위: %)

구분	2017	2019
미국	2.1	1.8
유로지역	1.5	1.2
일본	0.5	0.6
한국	1.9	0.4

자료: Bloomberg

□ 저물가 흐름이 장기화되면서 시장에서는 디플레이션 발생에 대한 우려가 제기되고 있으나 현재의 상황에서 디플레이션 발생 가능성은 낮은 것으로 평가

- 디플레이션은 통상적으로 물가수준의 하락이 자기실현적(self-fulfilling) 경로를 통해 상품 및 서비스 전반에서 나타나는 현상을 지칭⁷⁾하며, 종합적인 물가 수준 하락이 지속되는 현상을 의미

6) 한국은행, 2019, 글로벌 요인의 인플레이션에 대한 영향: 추세 인플레이션 분석을 중심으로.

7) 한국은행, 2015, 주요국 디플레이션 사례 분석 및 시사점.



- 물가변동이 경제활동의 최종결과라는 측면에서 실물경기의 장기침체와 자산 및 금융시장의 불안상황을 포괄
- 디플레이션이 발생할 경우 '기업의 투자 및 생산 감소 → 고용 및 임금 감소 → 소비 위축 → 물가 하락 및 경기 침체 → 디플레이션 심화'의 악순환 구조를 형성하는 문제점을 소지
- 지난 9월의 마이너스 물가는 일시적 요인에 의한 이례적인 상황으로 볼 수 있으며, 2019년 10월을 기점으로 소비자물가는 상승세로 전환되어 물가 하락이 지속될 가능성은 높지 않아 현재의 상황에서 디플레이션 발생 가능성은 낮은 것으로 평가
- 또한, 한국은행이 산출한 디플레이션 취약성 지수(Deflation Vulnerability Index: DVI)를 살펴보면 우리나라의 경우 2015년 이후 최근까지 DVI가 0.3을 하회하며 위험도가 낮은 단계에 해당⁸⁾
 - 한국은행은 IMF가 개발한 '디플레이션 취약성 지수(Index of Deflation Vulnerability)' 방법론을 활용하여 우리나라 경제의 특성을 반영한 디플레이션 취약성 지수를 산출⁹⁾
 - 디플레이션 발생 가능성이 높을 경우 공통적으로 반응이 나타날 것으로 예상되는 물가지수, 생산갭, 자산시장, 민간신용·통화량 등의 거시지표 부문에서 각각의 대표 변수를 선정하고 개별 변수가 특정 임계치를 이탈할 경우 1점, 아닌 경우는 0점을 부여하여 이를 지수화
 - DVI는 지수 수준을 구간화하여 매우 낮음, 낮음, 보통, 높음 등 4단계로 구분하며, 0.2 미만이면 매우 낮음, 0.2 이상 0.3 미만이면 낮음, 0.3 이상 0.5 미만이면 보통, 0.5 이상이면 높음으로 평가

한국 디플레이션 취약성 지수

구분	2014	2015	2016	2017	2018	2019. 1Q	2019. 2Q	2019. 3Q
DIV	0.27	0.14	0.09	0.16	0.14	0.18	0.18	0.27 (잠정)
디플레이션 위험도	낮음	매우 낮음	매우 낮음	매우 낮음	매우 낮음	매우 낮음	매우 낮음	낮음

자료: 한국은행(2019) 및 언론보도 재구성

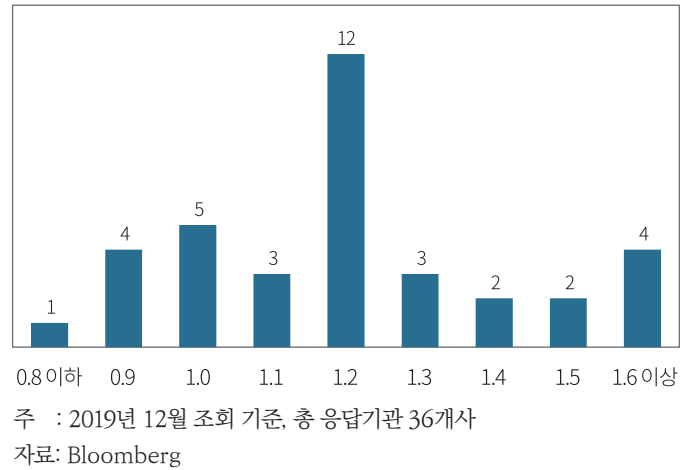
□ 2020년중 물가는 점진적으로 회복될 것으로 예상되나 부진한 경기 상황, 정부의 복지정책 강화 등을 고려하면 물가 하방압력이 이어지며 상승률이 1% 내외에 머물 것으로 전망

- 자본시장연구원은 2020년 소비자물가 상승률을 0.9%로 전망(2019.11.28일)하였으며, 한국은행 1.0%(2019.11.29일) 및 기타 36개사 1.2%(2019.12.6일, 중간값)로 전망

8) 한국은행, 2019. 10. 29, 우리 경제의 디플레이션 리스크 평가, BOK 이슈노트 제 20119-2호.

9) IMF는 2003년 'Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options' 보고서에서 35개국을 대상으로 주요 거시경제지표들을 이용하여 디플레이션 위험도를 측정하는 방법을 제시하고 국가별 상대적 위험도를 측정.

2020년 소비자물가 상승률 전망치 분포도



□ 이러한 저물가 흐름이 고착화되지 않도록 공공요금의 일부 현실화 등을 비롯한 다양한 정책적 대안에 대한 검토가 필요

- 일례로 공공요금을 일부 현실화할 경우 불가하방압력을 완화시키고 장기간 인상 억제에 따른 추후 급격한 가격조정 가능성에 대비할 수 있는 데다 공기업의 재무건전성 개선에도 기여할 것으로 예상¹⁰⁾

선임연구원 장효미

10) 박동준·임춘성·이응원·김미주, 2018, 우리나라의 관리물가 현황 및 거시경제적 파급영향 평가, 한국은행 BOK이슈노트 제 2018-7호.